

## トランプ新政権と新興国通貨安

### 【ポイント】

1. 新興国の通貨安への耐性は以前よりも改善しているが、經常収支・基礎収支、外貨準備の観点からは依然として一部の国は相対的に脆弱といえる。
2. 証券投資など近年の資金流入の背景を鑑みると、新興国では自国のみならず資金の出し手の環境変化によって資金流出懸念や通貨安圧力が高まりやすい。
3. 米大統領選挙を起点とした新興国通貨安の動きは落ち着きつつあるが、今後も新興国の通貨は米国の新政権の政策や利上げ動向に左右されるだろう。

米大統領選挙をトランプ氏が制して以降、日欧も含めた先進国の金融資本市場ではトランプ相場と呼ばれるリスクオンの動きが強まった。一方、新興国に目を向けると、国によって差はあるが、総じて資金流出への懸念が高まり、通貨には下落圧力が加わった。本稿では、トランプ新政権の政策への期待で堅調な動きとなっている先進国の金融資本市場とは対照的に、通貨安圧力に晒される新興国の状況について考察したい。

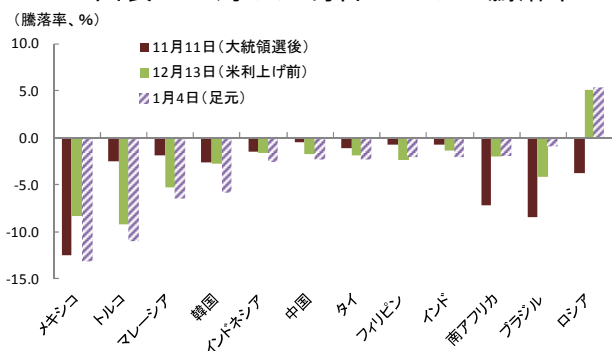
### 1. 先進国とは対照的に新興国では資金流出懸念、通貨安圧力が強まる

米大統領選挙以降、トランプ次期政権による政策への期待を背景に、米国株は過去最高値を更新するなど活況を呈し、一方で、成長加速期待やインフレ懸念、財政赤字拡大への懸念から米国 10 年国債利回りは選挙前の 1.4% 台から 2.5% 台まで水準を切り上げるなど急上昇した。また、FRB（米連邦準備制度理事会）による利上げペースが加速するとの思惑を映して、米ドル高圧力が強まった。

一方で、新興国は対照的な動きとなっ

ている。一般的に米国など先進国の景気拡大は新興国にとっても輸出拡大などを通じて景気回復が促されるはずであり、新興国においてもリスクオンの動きが波及してもおかしくない。しかし、新興国では、米国の株高・金利上昇を背景に新興国から米国をはじめとした先進国に資金をシフトさせる動きが強まり、新興国通貨は総じて下落した。大統領選挙後の週末（11月11日）の為替レートの騰落率をみると、メキシコ、ブラジル、南アフリカ、ロシアの下落幅が大きくなった（図表 1）。メキシコはトランプ次期大統領が主張する移民の制限や NAFTA（北米自由貿易協定）の見直しへの懸念から大幅に下落した。ブラジル、南アフリカ、ロシアは選挙後こそ下落幅は大きくなったものの、原油など資源価格の上昇などが下支えとなり、日を追うごとに下落幅を縮小している。特にロシアはトランプ新政権下での対米関係の改善、経済制裁の緩和などへの期待も加わって選挙当日よりも通貨は上昇している。一方、經常赤字に加え不安定な政治状況が重石となっているトルコや、TPP（環太平洋経済連携協定）参加予定国であるマレーシアは日増しに下落幅が大きくなった。このように各国間で相違はあるものの、新興国通貨には下落圧力が加わった。

図表 1. 対ドル為替レートの騰落率



(資料) Bloombergより富国生命作成  
(備考) 米大統領選挙当日(11/8)を基準とした騰落率

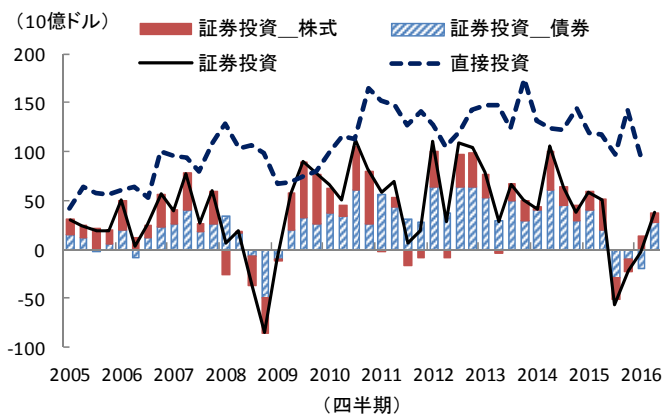
## 2. 新興国通貨安の背景にあるもの

今回の新興国の資金流出懸念や通貨安圧力の高まりは、米大統領選挙をトランプ氏が制したことがきっかけであるが、過去の新興国への投資フローに起因している面もある。

トランプ氏の掲げる政策は不確実性が高く、現時点では詳細ははっきりしないものの、財政政策、通商政策、外交政策、いずれも新興国においては通貨安圧力がかかりやすい。大規模な減税やインフラ投資拡大といった財政政策は、米国の成長加速やインフレ期待の高まりを通じて米金利上昇につながり、ドル高圧力となる。また、保護主義的な通商政策は、対米輸出の減少などにより新興国経済の成長鈍化につながる可能性から、新興国通貨も売られやすくなる。外交政策では、内向きの政策を掲げており、パワーバランスの変化から地政学的なリスクが高まる懸念もある。こうしたリスクが顕在化すれば、世界的にリスクオフの動きが強まり、新興国への投資は引き揚げられ、新興国通貨の下落につながる。

また、過去の水準と比較すると依然として低位ではあるものの、米長期金利が急上昇したことで、リーマンショック後の緩和的な金融環境のなかで、相対的に高い利回りを求めて新興国に向かったマネーにとって、米国への投資を避ける理由は薄れている。過去の新興国への投資フローを振り返ると、リーマンショック後、先進国が相次いで実施した量的緩和政策などの金融緩和により、先進国の金利が低下傾向となるなかで、相対的に高い利回りが期待できる新興国へと資金が向かい、新興国経済の成長を支える役割を担った。ここで、直接投資と証券投資のフローで資金流入の状況を確認しておきたい（図表2）。直接投資をみると、リーマンショック後はやや落ち込んだものの、高い水準で概ね安定的に推移しており、新興国への資金流入が続いている。証券投資についてもリーマンショックによる大幅な資金流出が収まり持ち直した後は、2011年の欧州債務危機や2013年の米国のQE3終了観測の高まりなどで株式投資がマイナスとなる局面もあったが、債券投資を中心に2015年4～6月期までは資金流入が続いた。しかし、2015年夏や2016年初めの中国株式市場の混乱もあってこの時期の証券投資は大きなマイナスとなった。中国への懸念が直接のきっかけではあるが、米国の利上げが新興国にもたらす悪影響への懸念が煽っていることも背景にあるとみられる。2016年4～6月期には、英国のEU離脱問題などで市場が見通すFRBの利上げペースが大幅に鈍化したこともあって、証券投資は持ち直したが、今回の米大統領選挙後においては、米新政権の政策への期待による米長期金利の上昇に加え、利上げペース加速の思惑を背景としたドルの先高観がマネーの新興国離れを促す要因となり、再び証券投資は落ち込んだとみられる（図表3）。

図表2. 新興国向けの証券投資と直接投資

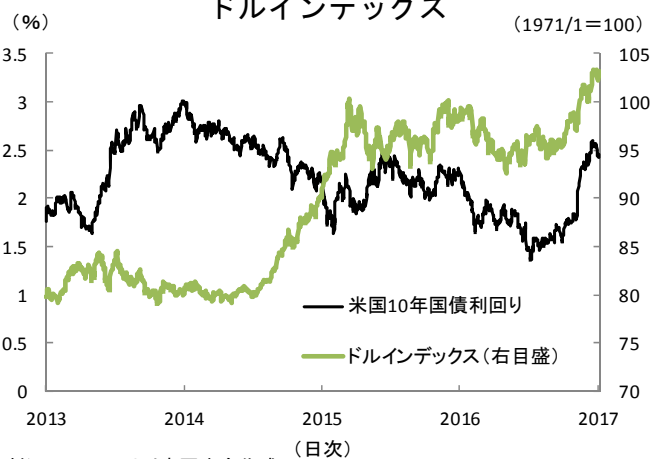


(資料)IMFより富国生命作成

(備考)図表1掲載国の証券投資および直接投資の負債合計

証券投資の内訳は一部データ欠損につき証券投資合計とは一致しない

図表3. 米国10年国債利回りとドルインデックス



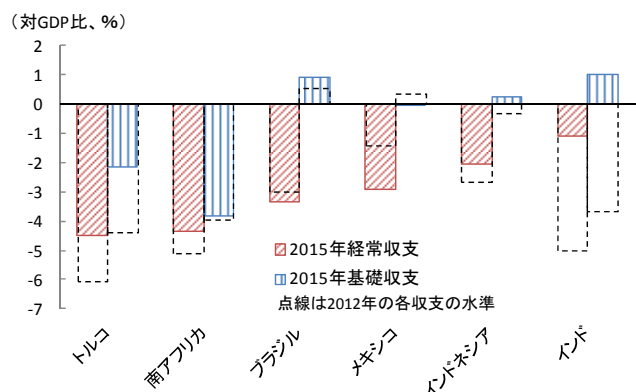
(資料)Bloombergより富国生命作成

(日次)

### 3. 新興国の通貨安への耐性

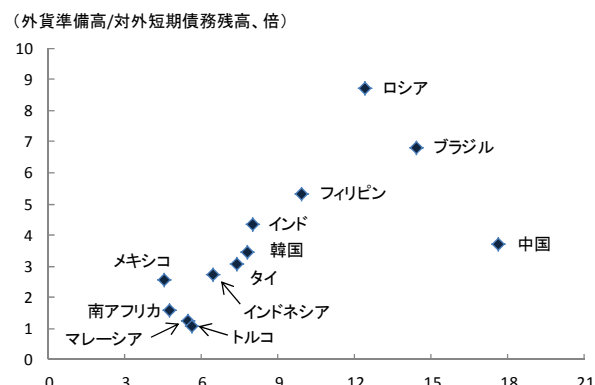
次に、新興国の通貨安への耐性を確認するうえで、経常収支、外貨準備高の状況について確認したい。

図表4. 経常収支と基礎収支



(資料)IMFより富国生命作成  
(備考)基礎収支は経常収支に直接投資を加えたもの

図表5. 外貨準備高の状況



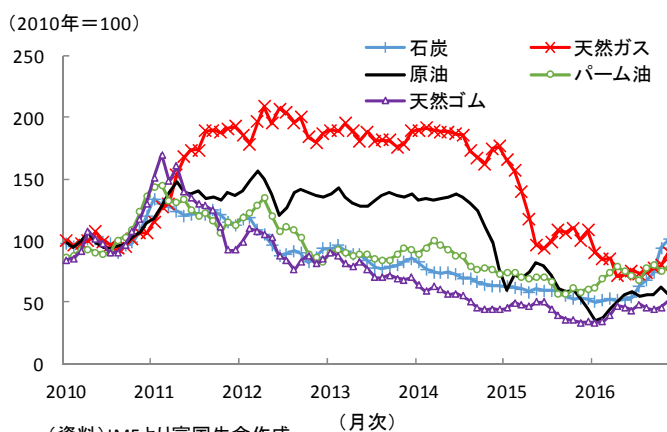
(資料)世界銀行より富国生命作成 (外貨準備高/輸入額、ヵ月分)

経常収支が黒字であれば、一般的に、対外債務の返済能力が高く通貨危機といった事態に陥るリスクは低いと判断される。また、リスクオフの動きにより一時的に資金流出が発生し、通貨安が進行した場合においても中長期的には経常収支黒字による定常的な資金流入の存在が通貨価値を回復に向かわせる要因となりうる。そこで経常収支の対GDP比を確認すると、2012年との比較で改善がみられる国もあるが、図表4で示す6カ国で経常赤字が続いている。加えて、長期にわたって資金が滞留する直接投資と経常収支を足し合わせた基礎収支を通貨安への耐性の指標として用いる場合もあり、この基礎収支でみれば、ブラジル、メキシコ、インドネシア、インドについてはゼロ近傍ないし黒字となり、経常赤字国のなかでは相対的に耐性は高い。一方、トルコ、南アフリカは経常収支、基礎収支いずれの観点からも耐性が低いと判断される。

また、経常赤字国については、自国通貨安を通じて対外債務のデフォルトリスクが高まる可能性があり、一般に、輸入金額の3ヵ月分以上、対外短期債務残高の1倍以上の外貨準備高があることが望ましいとされることが多い。各国いずれも、前述の2つの目安を上回る外貨準備高を維持しているが、経常赤字国では南アフリカ、トルコ、メキシコ、インドネシアが相対的に外貨準備高の水準が低いほか、マレーシアもその水準が低い(図表5)。

ただし、通貨安への耐性が相対的に脆弱な国であっても、資源価格の上昇を映して、南アフリカやブラジルなど資源国の通貨は持ち直している。石炭や天然ゴムなどは2011年頃から下落基調が続き、2014年半ばには原油や天然ガスなどが急落した(図表6)。しかし、2016年前半にそれらの価格は回復基調に転じている。ランプ新政権が大規模なインフラ投資を掲げており、原料となる資源への需要増大につながるという思惑も資源価格の上昇圧力となっている。そのため、経常赤字国は通貨下落圧力に晒されやすいものの、資源国については、相対的に底堅さを保っている。

図表6. 資源価格の推移

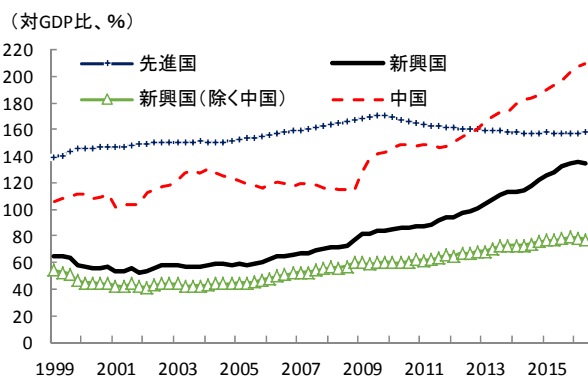


(資料)IMFより富国生命作成

#### 4. 新興国における通貨安の影響

通貨安は一般的に輸出の押上げ要因になるなど経済にとってプラスに作用する側面もある。しかし、新興国では民間債務（民間非金融、企業部門と家計部門の合計）の対 GDP 比の上昇が顕著であり、通貨安が新興国の債務負担を増加させ、経済活動の重石となることが懸念される。BIS（国際決済銀行）の統計によると民間債務はリーマンショック以後、上昇傾向にあり、2015 年末には対 GDP 比 140% 近くまで膨れ上がり、先進国の水準に近づいている（図表 7）。国ごとにみると、中国、韓国、マレーシアなどが高く、なかでも中国の企業部門の債務残高は対 GDP 比 160% を超える（図表 8）。新興国では外貨建ての債務も多く、今後、こうした債務が返済期限を迎える際、通貨安が企業の債務負担の増加につながることを懸念される。今後の新興国経済の持続的な成長には、過度な対外債務依存からの脱却も課題となっている。

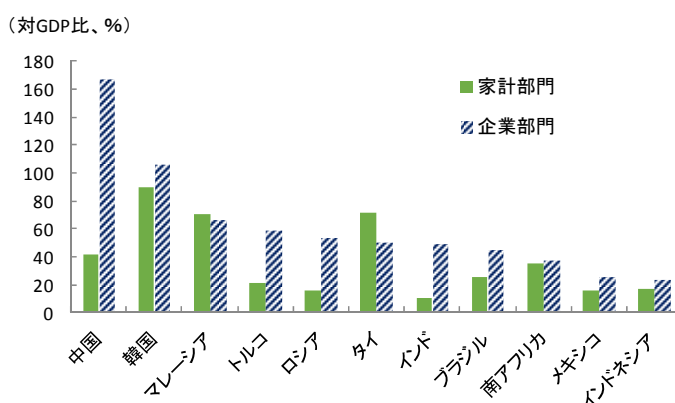
図表 7. 民間債務の推移



(資料) BISより富国生命作成 (四半期)

(備考) 新興国は図表8掲載国、先進国は日、米、英、ユーロ圏の合計

図表 8. 民間債務の内訳（2016 年 6 月末）



(資料) BISより富国生命作成

また、通貨安は、輸入物価の上昇によって実質的な購買力が低下し、社会不安につながることもある。高インフレの国ではこれを抑えるために経済情勢にかかわらず金融緩和の抑制あるいは金融引き締め追い込まれる可能性もある。今次通貨安局面においてもメキシコ、トルコでは利上げ、景気刺激のため利下げを行っていたインドネシア、韓国、インドでは米大統領選挙後は金利据え置きを余儀なくされている。こうした実体経済への悪影響が大きくなれば、通貨安と資金流出の悪循環に陥る可能性もある。

#### 5. 今後も新興国の通貨は米国の新政権の政策や利上げ動向に左右される

米大統領選挙を起点とした新興国の通貨安の動きは、政情が不安定なトルコや米新政権の政策による影響に対する懸念が強いメキシコを除けば、資源価格の上昇を映した資源国通貨の持ち直しなどもあって落ち着きつつある。もっとも、新興国の通貨安への耐性が以前より改善しているが、経常収支・基礎収支や外貨準備高の観点ではトルコ、メキシコに加え南アフリカ、マレーシア、インドネシアなどが相対的に脆弱といえる。また、証券投資など近年の新興国への資金流入の背景を鑑みると、通貨安圧力がかかりやすい環境に変わりはない。リーマンショック後の新興国の経済成長を支えた要因の一つは先進国の金融緩和マネーであり、そのため、自国のみならず資金の出し手の環境変化によって資金流出懸念が高まりやすく、通貨安への不安も繰り返される。新興国では通貨安につながりやすいトランプ新政権の政策次第では一段の長期金利上昇、利上げペースの加速にともなうドル高により新興国では通貨安圧力が再び強まる可能性もあり、今後も新興国の通貨は米国の新政権の政策や利上げ動向に左右されるだろう。

(財務企画部 大野 俊明)