

通貨安が新興国経済に与える影響

<要旨>

米国債券購入措置(QE)規模縮小観測の高まりは、これまで新興国の通貨安をもたらしてきた。この通貨安は消費財の輸入割合が高い経常赤字国のインフレ率を押し上げる可能性があり、さらに下落が続く原材料価格が今後上昇に転じれば素材の輸入割合が高いインドやタイ、マレーシアでインフレ圧力が大幅に強まることも考えられる。

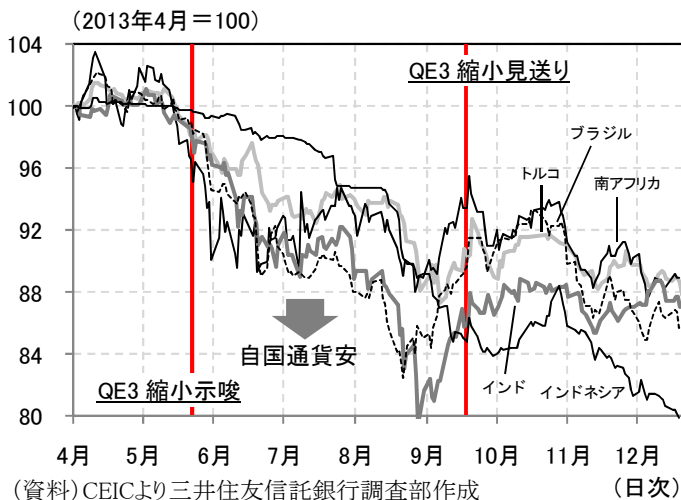
一方で通貨安は輸出の価格競争力向上にも寄与し、特に実質実効レートで下落率が大きい経常赤字新興国での効果が期待される。しかし輸出動向は輸出先の成長率にも左右されるため、南アフリカなど輸出先成長率が高い国がある一方、低迷する欧州向け輸出が多いトルコは輸出が伸びにくい可能性がある。このような中、経常赤字国では置かれている条件によっては通貨安によるデメリットがメリットを上回る可能性がある点にも注意を要する。

1. 米国 QE 規模縮小観測の高まりがもたらした通貨安

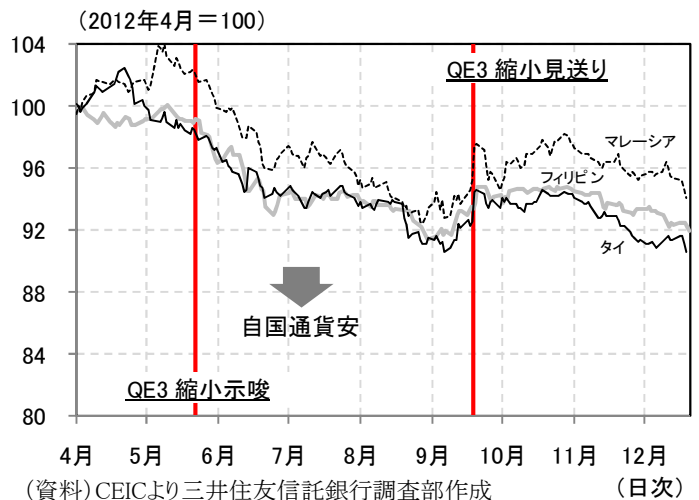
今年5月に米国債券購入措置(QE)の規模縮小観測が高まって以降、新興国では資金流出に対する懸念から通貨安が進んできた。中でも経常赤字新興国は赤字分の資金調達を海外に依存していることからそのファイナンスに支障をきたすことが懸念され、経常黒字国と比べて対ドル為替レートの下落率が大きくなっている(図表1,2)。

ここでは米国 QE 規模縮小観測の高まりによってもたらされた通貨安が新興国の実体経済に与える影響を、通貨安によるインフレ率上昇というデメリットと、輸出の価格競争力向上というメリットの双方から見ていくこととする。

図表1 対ドル為替レート(経常赤字新興国)



図表2 対ドル為替レート(経常黒字新興国)



2. 通貨安によるインフレ率上昇への影響

通貨安が新興国経済に与える影響として、まず輸入物価を通じたインフレ率の上昇が考えられる。通貨安がインフレ率の押し上げにどの程度影響を与えるのかは国によって異なり、これを左右する要因の一つとして国内総供給に占める輸入財の割合（輸入浸透度）が挙げられる。図表3は新興国各国における輸入浸透度を生産段階別に見たものである。このうちインフレ率の上昇に直接影響をもたらすのは最終財の中の消費財であり、タイやマレーシア、フィリピンといった経常黒字国に加え、経常赤字国の中でもトルコでは消費財の輸入浸透度が3.3%と高く、通貨安が直接的にインフレ率の上昇に繋がりと見られる。

図表3 輸入浸透度（2011年）

(%)

	ブラジル	インド	インドネシア	南アフリカ	トルコ	タイ	マレーシア	フィリピン
素材	1.1	8.5	2.7	N/A	2.6	12.2	8.4	4.7
中間財	4.9	10.9	13.1	N/A	13.8	35.7	48.9	14.3
最終財	2.7	2.8	5.1	N/A	7.7	13.8	18.2	5.4
資本財	1.4	2.0	3.5	N/A	4.4	9.2	11.2	2.2
消費財	1.3	0.8	1.6	N/A	3.3	4.6	7.0	3.1
合計	8.8	22.2	20.8	29.3	24.0	61.7	75.6	24.5

(注)1.輸入浸透度＝輸入財/国内総供給

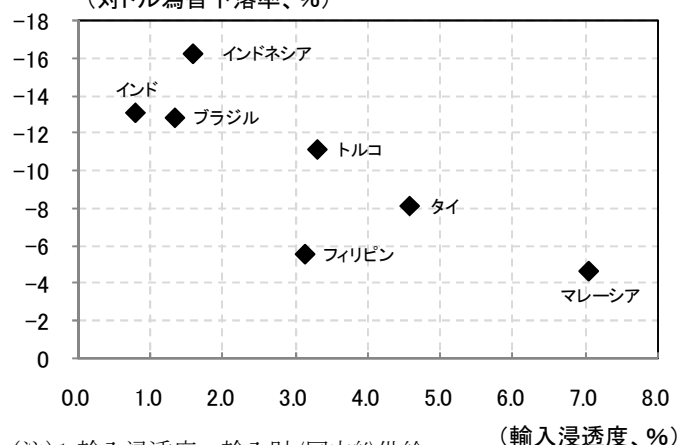
2.南アフリカのみ財・サービスの輸入、それ以外は財の輸入。

(資料)IMF、UNCTAD、RIETI-TIDより三井住友信託銀行調査部作成

そしてこれら消費財の輸入浸透度に加え、QE 規模縮小観測が高まった今年5月以降に通貨安がどれだけ進んできたかによってインフレ率に与える影響にも違いが生じてくる。図表4は横軸に消費財の輸入浸透度を、縦軸に4月から11月までの対ドル為替下落率をとったものである。

図表4 輸入浸透度(消費財)と対ドル為替下落率

(対ドル為替下落率、%)



(注)1.輸入浸透度＝輸入財/国内総供給

2.対ドル為替下落率は4月から11月までで計算。

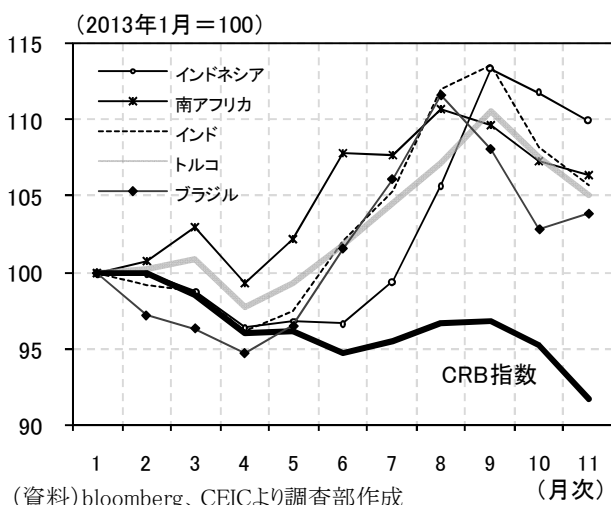
(資料)IMF、CEIC、RIETI-TIDより三井住友信託銀行調査部作成

これをみるとマレーシアなどの経常黒字国では先述の通り消費財の輸入浸透度が高いものの、対ドル為替下落率は一桁台と経常赤字新興国よりも低い。逆に経常赤字新興国では消費財の輸

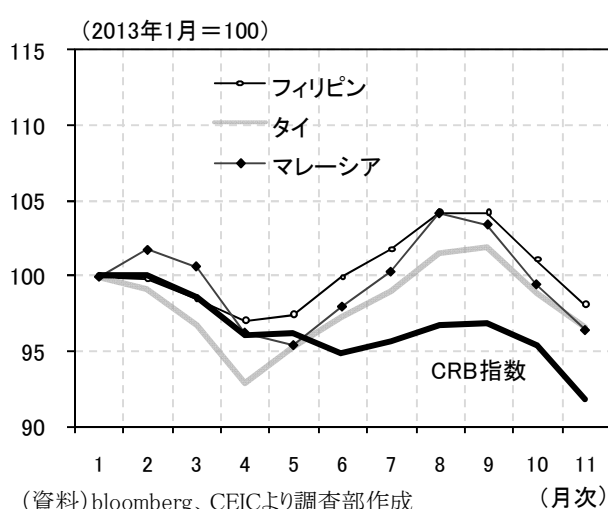
入浸透度こそ低いものの対ドル為替下落率は経常黒字国に比べて大きいことから、今のところ消費財の輸入浸透度から見る限り、通貨下落率との両面から通貨安の影響を突出して受けている新興国は見られない。

通貨安による輸入価格上昇の影響は、消費財以外に、ガソリンやコモディティといった原材料にも及ぶ。総合的な国際商品市況の動きを示すCRB指数の推移をみると今年に入り下落傾向が続いているが、CRB指数を各国通貨建てでみると足元経常黒字新興国は2013年の初め頃と同水準であるものの、経常赤字新興国では前年を上回っている。これら新興国ではCRB指数が下落している中でも、通貨安によって自国通貨建てでは上昇していることが確認できる(図表5,6)。

図表5 自国通貨建てCRB指数
(経常赤字新興国、2013年)

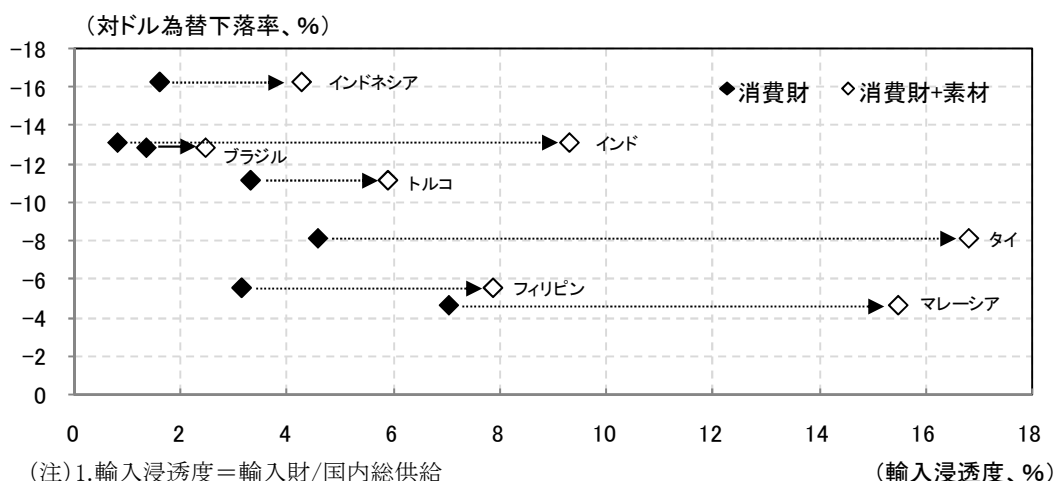


図表6 自国通貨建てCRB指数
(経常黒字新興国、2013年)



このように、原材料輸入価格も考慮すると、通貨安が新興国物価に及ぼす影響は更に大きくなる可能性がある。図表7は前掲図表4の消費財の輸入浸透度に素材の輸入浸透度を加えたものである。

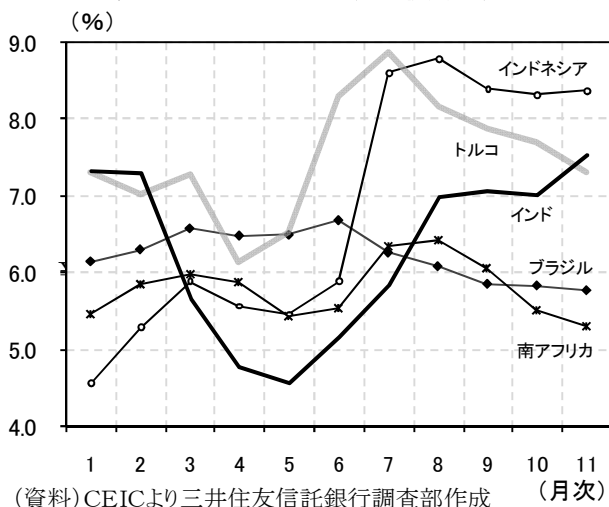
図表7 輸入浸透度(消費財+素材)と対ドル為替下落率



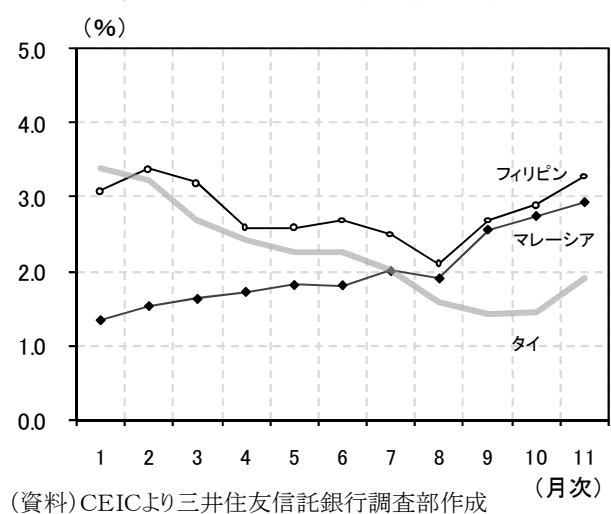
これをみるとタイやマレーシア、インドでは素材の輸入浸透度が高く、消費財を加えると輸入浸透度が大幅に高まる。このため、最近では落ち着いている原材料価格が今後上昇に転じれば通貨安と併せてこれら新興国物価への影響が大きくなる可能性がある。

では通貨安のインフレ率上昇への影響が懸念される中、今年5月のQE規模縮小観測の高まり以降、実際に新興国のインフレ率がどのように変化してきたのだろうか。これをみると通貨安がより進んだ経常赤字新興国ではQE規模縮小観測が高まった5月以降すぐにインフレ率が上昇を始めており、赤字国ほど通貨安が進んでいない経常黒字新興国も8月頃から少しずつインフレ率が上昇傾向にあることが伺える(図表8,9)。

図表8 インフレ率（経常赤字新興国、2013年）



図表9 インフレ率（経常黒字新興国、2013年）

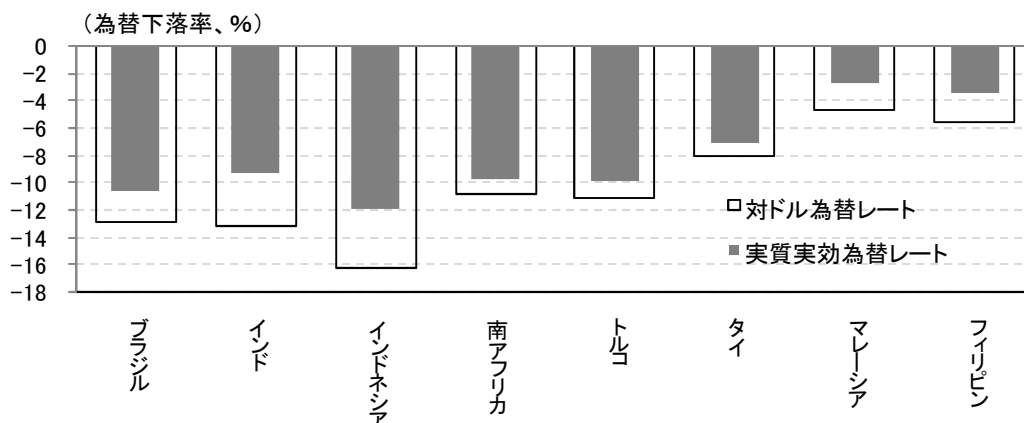


インドネシアでは6月に行われたガソリンの補助金削減がインフレ率上昇に寄与したなど、全てが通貨安による輸入インフレに起因するものとは言えないが、これまで見てきた国の中でも消費財に素材を加えた輸入浸透度が特に高いタイやマレーシア、インドといった国では今後原材料価格の上昇と併せて注視していく必要がある。

3. 通貨安による輸出の価格競争力向上

通貨安はインフレ率上昇に繋がるというデメリットをもたらす一方で、輸出の価格競争力を向上させるというメリットももたらす。そこでQE規模縮小観測が高まった今年5月以降、通貨安により新興国における輸出の価格競争力がどの程度高まったかを確認するため、インフレ率や輸出相手先の違いも考慮に入れた実質実効為替レートで比較してみたのが図表10である。これをみると概ね対ドルでの下落率が大きかった経常赤字新興国において実質実効為替レートの下落率も大きいことが見てとれる。

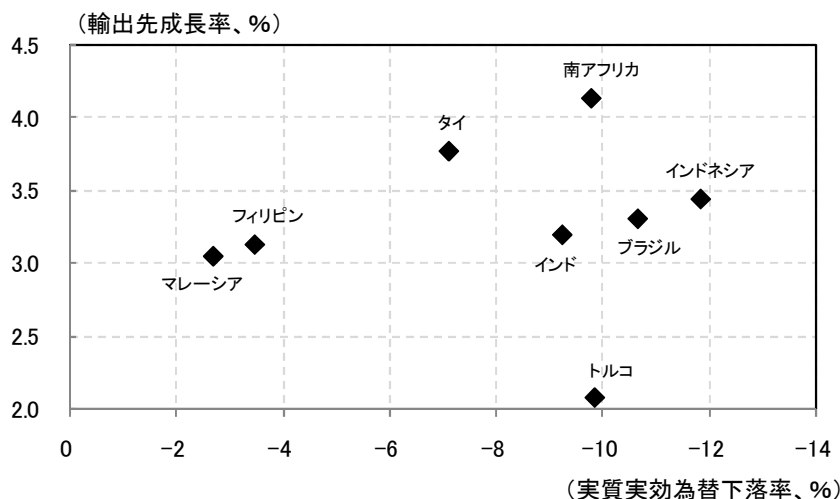
図表 10 為替下落率（対ドル、実質実効）



(注) 為替下落率は4月から11月までで計算。
 (資料) CEIC、BISより三井住友信託銀行調査部作成

そして、輸出が全体として増加するかどうかは、かかる国々の輸出先の成長率にも左右される。図表 11 は横軸に先述の実質実効為替レートの為替下落率を、縦軸に各新興国の輸出ウエイトで計算した輸出先成長率をとったものである。これをみると通貨下落率が大きく輸出の価格競争力のメリットを受けやすい経常赤字新興国の中でも、とりわけアフリカ向けの輸出ウエイトが大きい南アフリカの輸出先成長率が高い(図表 12)。一方、トルコは通貨下落率こそ大きいものの政府債務問題を依然引きずる EU 向けの輸出割合が高いため輸出先成長率は低く、通貨安による輸出価格競争力の上昇メリットを十分に受けられない可能性もある。フィリピンやマレーシアは通貨下落率も輸出先成長率も相対的に低いことから通貨安による輸出のプラス効果は限定的である可能性が高い。

図表 11 実質実効為替下落率と輸出先成長率



(注) 1. 輸出先成長率は各国の輸出総額に占める割合が1%以上の輸出先が対象。
 2. 実質実効為替下落率は4月から11月、輸出先成長率は2013-14年平均。
 (資料) CEIC、BIS、UNCTAD、IMFより三井住友信託銀行調査部作成

図表 12 輸出先成長率の内訳

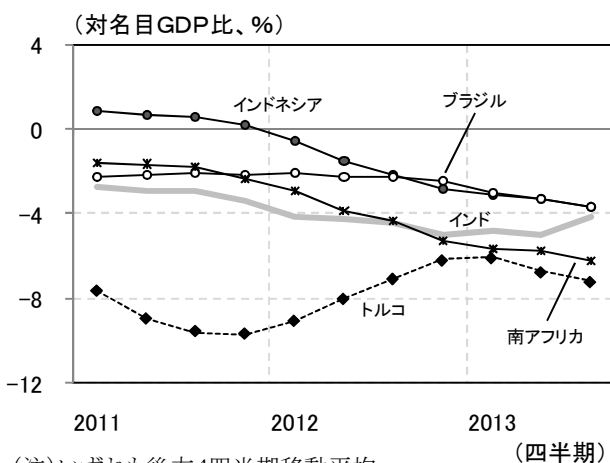
ブラジル (3.3%)		インド (3.2%)		インドネシア (3.4%)		南アフリカ (4.1%)		トルコ (2.1%)		タイ (3.8%)		マレーシア (3.0%)		フィリピン (3.1%)	
中国	1.6	UAE	0.6	中国	1.0	中国	2.2	イラク	0.4	中国	1.0	中国	1.1	中国	0.9
アルゼンチン	0.3	中国	0.5	シンガポール	0.4	インド	0.3	EU	0.3	インドネシア	0.3	シンガポール	0.5	香港	0.4
米国	0.3	米国	0.3	インド	0.3	モザンビーク	0.2	UAE	0.3	マレーシア	0.3	タイ	0.3	シンガポール	0.3
EU	0.2	シンガポール	0.2	マレーシア	0.3	米国	0.2	中国	0.2	香港	0.2	インドネシア	0.2	日本	0.3
インド	0.1	香港	0.2	韓国	0.3	ザンビア	0.2	リビア	0.2	米国	0.2	日本	0.2	米国	0.3
その他	0.9	その他	1.4	その他	1.2	その他	1.1	その他	0.8	その他	1.7	その他	0.8	その他	0.9

(資料)IMF、UNCTAD より三井住友信託銀行調査部作成

4. 経常赤字を抱えることが通貨安の影響をさらに拡大させる可能性も

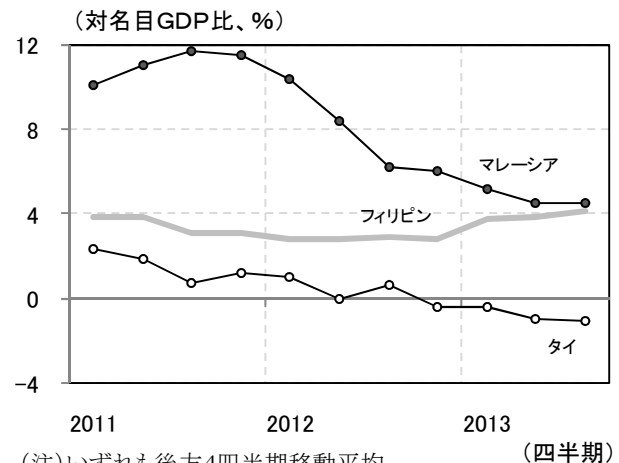
通貨安によるメリットとデメリットは、当該国の経常収支などの置かれている条件によってそれぞれ異なる方向に増幅される可能性がある点にも留意する必要がある。元々支払いの方が多い経常赤字国では通貨安によって支払額の増加幅の方が大きくなるため、より多くの海外資金によるファイナンスが必要となり、更に通貨安が進む可能性がある。特に経常赤字(対名目GDP比)が大きく輸出先成長率の低いトルコや、2011年に発生した洪水の復興需要などによる輸入増で経常赤字に転落しているタイは消費財と素材の輸入浸透度が高いため、メリットよりもデメリットの方が大きくなりやすい。こうした点に関心が集まれば、金融市場からの選別の対象となり实体经济への悪影響がより大きくなる可能性がある点には注意が必要であろう(図表 13,14)。

図表 13 経常収支(経常赤字新興国)



(注)いずれも後方4四半期移動平均
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 14 経常収支(経常黒字新興国)



(注)いずれも後方4四半期移動平均
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

(経済調査チーム 鹿庭 雄介:Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。