

# 米金利上昇への耐性を強めた東南アジア通貨

～グローバル経済金融レビュー 2018年春～

## <要旨>

2018年初以降、米国の長期金利が上昇しているが、東南アジア主要国通貨の反応は、2013年に発生した市場の混乱「テーパー・タントラム」の際とは異なり、これまでのところ限定的である。金利上昇ペースが緩慢であり、またこの基調が当面続くものと期待されていることのほか、東南アジア経済をめぐる楽観、輸入インフレへの耐性向上、国際収支の改善、信用力の向上がその背景として挙げられる。

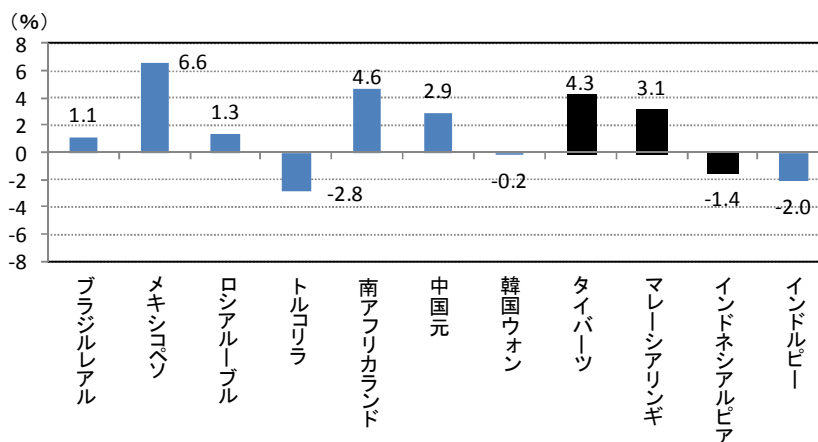
今後の利上げについて、FRBは市場に十分織り込ませながら引き続き緩やかに実施していくものとみられ、短中期的なスパンで見ると、テーパー・タントラムの再来は、メインシナリオではなくリスクシナリオである。また、そうしたリスクシナリオが現実化した場合であっても、東南アジア主要国に対するネガティブな影響はさほど大きくならないとみる。

## 1. 米金利上昇と新興国通貨

米国の10年国債利回りは、2017年9月上旬の2.0%近辺を底として上昇に転じると、2018年初以降、2月後半にかけて上昇ペースが加速し、2018年3月21日現在、2.9%近辺で推移している。年初以降における金利上昇の主な契機としては、一般教書演説におけるトランプ大統領の1.5兆ドル規模のインフラ投資の呼びかけ(2018年1月30日)、1月雇用統計における平均時給の高い伸びが引き起こしたインフレ懸念台頭(2月2日)が挙げられる。

米国の長期金利上昇は、米国株の乱高下を引き起こすと同時に、米国外の株式相場にも動揺を与えている。だが、懸念された新興国為替市場への「伝染」はこれまでのところ限定的である。

図表1 主要新興国通貨の年初来対ドル為替相場騰落率（～2018年3月21日）



(資料) CEIC、ロイター

前頁図表1は2018年年初来の主要新興国通貨の対ドル為替相場の騰落率(3月21日まで)を示したものである。いずれも変化幅は比較的小さく、最も売られたトルコ・リラでさえ3%弱の下落にとどまる。3月21日には米連邦準備理事会(FRB)が3か月ぶりの利上げを決定しているが、織り込み済みだったこともあり新興国市場の反応は小さかった。

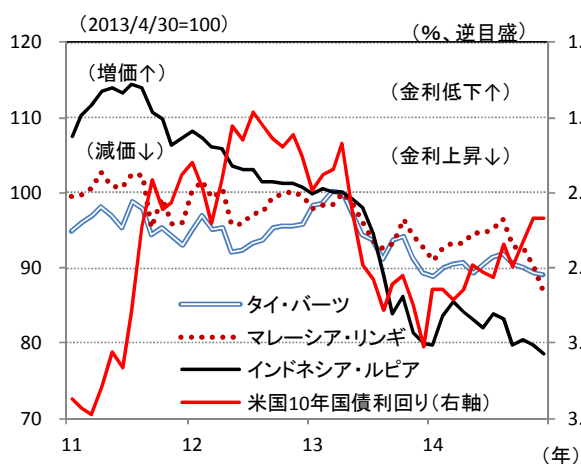
2013年の「テーパー・タントラム」時には揃って下落した東南アジア主要国(本稿では、特に断らない限り、タイ、マレーシア、インドネシアを指す)の通貨に関していえば、タイ・バーツとマレーシア・リングは上昇、インドネシア・ルピアは下落しているとはいえ小幅にとどまっている。

本稿では、かつてアジア通貨危機によって暴落し、また近年はテーパー・タントラムに際し減価した東南アジア主要国通貨における米金利上昇に対する耐性向上について検証した。

## 2. テーパー・タントラムを振り返る

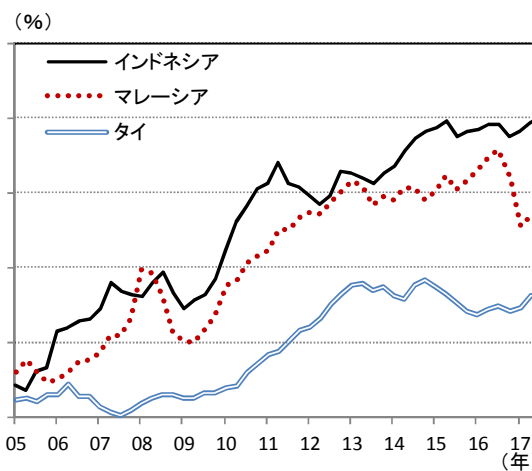
テーパー・タントラムとは、2013年5月22日、バーナンキ元FRB議長が議会証言の中で「近い将来における資産の買い入れ縮小の可能性」に言及したことを起点に、当時2%を割る水準にとどまっていた米国の10年国債利回りが同年末にかけて3%近辺まで上昇し、金融市場、特に新興国の為替市場に与えたショックを指す。当時、新興国通貨の中で最も売られたのは、インドネシア・ルピア、インド・ルピー、ブラジル・リアル、トルコ・リラ、南アフリカ・ランドからなる「フラジャイル5」(脆弱な5通貨)のなかでもインドネシア・ルピアであり、インドネシア中銀は通貨防衛のための利上げを余儀なくされた。他のフラジャイル5通貨国と同様、インドネシアが経常収支赤字国だったことがグローバル・マネーの狙い撃ちにあった理由である。もっとも、図表2が示すとおり、テーパー・タントラムに際しては、米国の長期金利が急上昇する中、フラジャイル5の域外にあったタイ・バーツやマレーシア・リングも、バーナンキ発言からの3か月間で1割弱下落している。

図表2 東南アジア主要国の対ドル為替と米国10年国債利回り(2012~14年、月次)



(資料) CEIC

図表3 自国通貨建て政府債残高に占める外国人投資家保有比率



(資料) ADB, AsianBondsOnline

東南アジア主要国通貨が米金利の動向に左右されやすくなっていたことの一つとしては、2010年代以降、自国通貨建て政府債市場において外国人投資家の参入が拡大していったことがしばしば指摘される。

前頁図表3は、東南アジア主要国における自国通貨建て政府債残高に占める外国人投資家の保有比率の推移を示したものである。2008年末時点における自国通貨建て政府債残高に占める外国人保有比率は、タイで3%、マレーシアで11%、インドネシアで17%に過ぎなかったが、2012年末には、タイが16%、マレーシアが30%、インドネシアが33%とそれぞれ大幅に上昇している。外国人投資家比率の上昇は、これらの国の自国通貨建て政府債が外国人投資家にとって魅力あるアセットクラスへと発展していったことの表れである反面、政府債市場や為替市場におけるグローバル・マネーの影響力を強めたことを意味する。

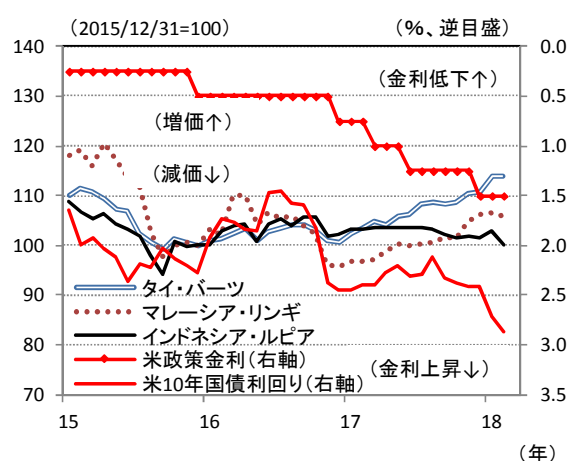
この比率は、直近2017年9月末時点で見ると、タイが16%、マレーシアが28%、インドネシアが40%となっており、2012年末時点と比較すると、タイとマレーシアでは横這い、インドネシアでは7%ポイント上昇している。

### 3. テーパー・タントラム 2.0 が起きていない理由

グローバル・マネーの重要性が高まる中、東南アジア主要国を含む新興国の通貨をめぐっては、米国の利上げ再開がもたらすテーパー・タントラムの再来<sup>1</sup>、すなわち「テーパー・タントラム 2.0」に対する懸念が2015年頃からくすぶり続けてきた。

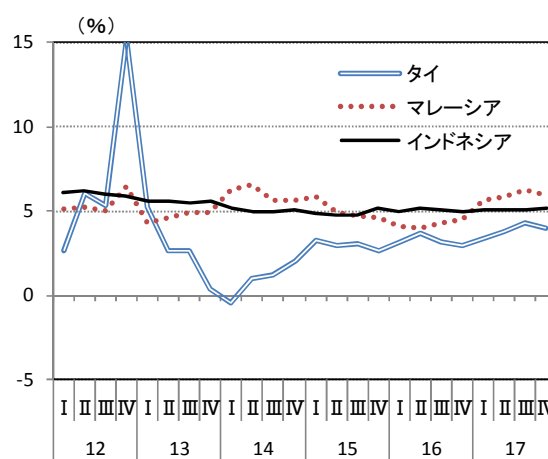
だが図表4が示すとおり、2015年12月の米連邦準備理事会(FRB)の利上げ再開、また以降の段階的利上げに対しても、東南アジア主要国通貨は特段反応を示してこなかった。また冒頭に述べたとおり、2018年初以降の米国長期金利上昇に際しても、東南アジア主要国通貨の対ドル相場は反応薄であり、インドネシア・ルピアは小幅に売られたにとどまり、タイ・バーツとマレーシア・リングgitについてはむしろ増価基調にある。

図表4 東南アジア主要国の対ドル為替相場  
米国10年国債利回り・政策金利(2015～、月次)



(資料) CEIC

図表5 実質 GDP 成長率  
(前年同期比)



(資料) CEIC

2018年初以降の米国長期金利上昇にもかかわらず、懸念されたテーパー・タントラム 2.0 はこれまでのところ杞憂に終わっており、東南アジアの主要通貨についていえば、上述のとおり反応薄で

<sup>1</sup> たとえば、ブルームバーグ電子版 2015年3月17日付「「テーパー・タントラム」の再来、IMF 専務理事が警告」参照。

ある。その要因としては、主に以下が考えられる。

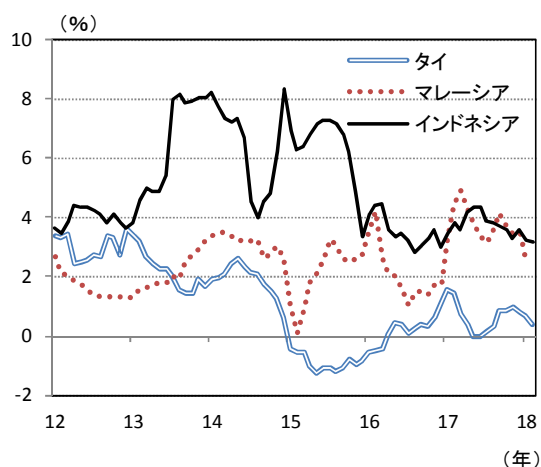
第一に、米国長期金利の上昇ペースは2013年のテーパー・タントラム時に比べ緩慢であり、そうした中、先行きの金利上昇ペースをめぐっては「緩やかな上昇」が市場のコンセンサスとなっていること。2013年における長期金利の急上昇は、量的緩和縮小や利上げ再開の時期が不透明な中で、市場の過剰反応によって引き起こされたものといえるが、今回、市場は段階的な利上げを経験済みであり、そのことが長期金利の動きを比較的落ち着いたものにしてしているとみられる。

第二に、熱すぎず冷たすぎない「適温経済」(ゴルディロックス)が当面続くというシナリオが世界的に支配的な中、東南アジア景気の先行きにも楽観が広がっていること。前頁図表5が示すとおり、東南アジア主要国の2017年通年の実質GDP成長率をみると、タイが前年比+3.9%、マレーシアが同+5.9%、インドネシアが同+5.1%と堅調であるものの、2013年前後に比べ高いというわけではない。より重要なことは、先行きに対する楽観が当時に比べ強いということである。

たとえば、IMFは2018年1月に「世界経済見通し」(WEO)の「改訂見通し」を公表しているが、そのタイトルは「Brighter Prospects, Optimistic Markets, Challenges Ahead」(邦訳版は「さらに明るい見通し、楽観的な市場、待ち受ける課題」)であった。その中で、2018年の世界のGDP成長率見通しについて、IMFは前回2017年10月の3.7%から3.9%へと0.2%ポイント上方修正し、ASEAN主要5カ国についても、同様に5.2%から5.3%へと0.1%ポイント上方修正している。これはテーパー・タントラムを迎えた2013年の状況とは対照的で、欧州債務危機の余韻が残る中、当時のIMFは経済見通しを相次いで下方修正していた<sup>2</sup>。象徴的なことであるが、テーパー・タントラム発生直後の2013年7月に公表されたWEO「改訂見通し」のタイトルは「Growing Pains」(邦訳版は「産みの苦しみ」)と、悲観的なものだった。

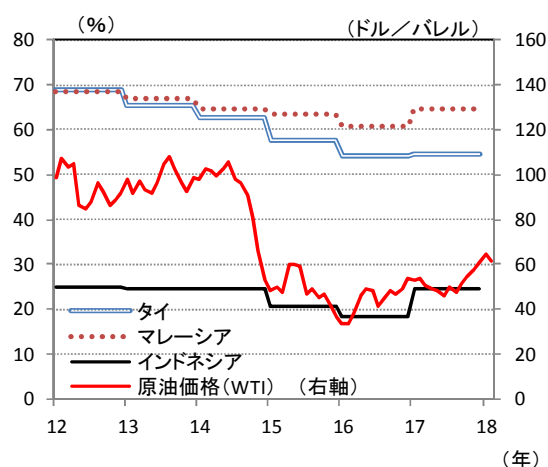
以上の2点は東南アジア主要国のみならず新興国全般にも概ね共通する要因といえるが、そうした共通要因に加え、東南アジア主要国を国毎にみると、以下のような個別要因も通貨の安定をもたらしている。

図表6 CPI前年同月比上昇率



(資料) CEIC

図表7 輸入対GDP比と原油価格



(資料) CEIC

<sup>2</sup> 具体的にみると、IMFは2013年1月のWEO改訂版において、同年の世界経済について前回WEOから0.1%ポイント下方修正し、続く2013年4月のWEOではさらに0.2%ポイントの下方修正をした。また2013年7月の経済見通し改訂版では、中国の2014年の成長見通しを前回2013年4月の8.3%から7.7%へと0.6%ポイントも引き下げている。

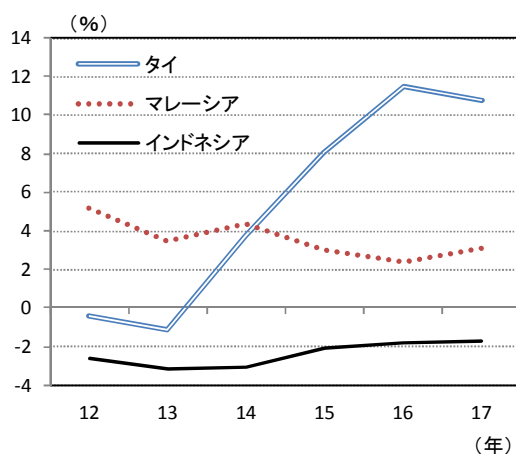
第一に、低インフレの継続により金融政策の柔軟性が向上し、通貨の信認が強まったこと。これは特にタイについてあてはまる。

前頁図表6は東南アジア主要国のCPI前年同月比上昇率の推移をみたものだが、タイでは2014年9月以降、一貫して2%を下回っている。その理由の一つとして考えられるのは、原油価格の下落がもたらした輸入依存度の低下、これに伴う輸入インフレに対する耐性向上である。前頁図表7が示すとおり、同国の輸入対GDP比は2012年の68.7%から2017年には54.6%に低下している。これは、原油価格が2014年後半、従前の1バレル100ドル前後から50ドル近辺まで一気に下落したことに伴い、燃料輸入額が急減したことに主に起因する。

第二に、国際収支が改善基調にあること。これは、油価下落等に伴う貿易収支の改善により経常収支が赤字から大幅な黒字に転じたタイのほか、テーパー・タントラムが直撃したインドネシアにあてはまる。

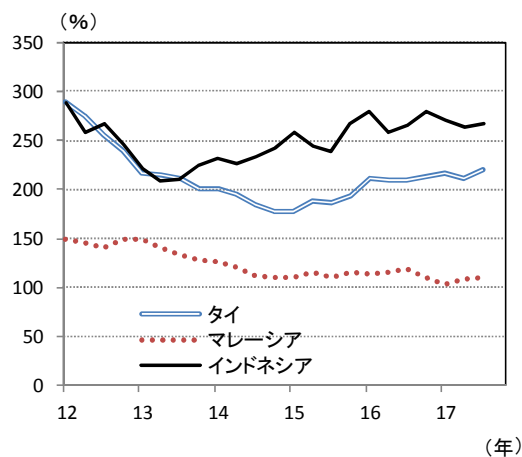
図表8が示すように、インドネシアの経常収支は、引き続き赤字ではあるものの改善基調にある。2013年と2017年の経常収支赤字の対GDP比を比較すると、輸入の減少が寄与し、3.2%から1.7%に大きく縮小している。

図表8 経常収支対GDP比



(資料) IMF、CEIC

図表9 外貨準備高(金を除く)対短期対外債務比率



(資料) CEIC

国際収支の改善に伴い、為替介入の原資となる外貨準備の蓄積も進んでいる。図表9が示すとおり、インドネシアの外貨準備高対短期対外債務比率はテーパー・タントラム直前である2013年3月末時点の222%から直近2017年9月末には267%へと上昇しており、通貨下落圧力に対する耐性はテーパー・タントラム当時に比べて増している。

第三に、これはインドネシアに固有の要因であるが、米格付け会社S&Pが、2017年5月、現実的な予算編成による財政赤字拡大リスクの低減を理由として、同国の格付けを従前の「BB+」から「BBB-」に引き上げたこと。この格上げによりインドネシア国債が三大格付け会社からそろって「投資適格級」のお墨付きを得たことも、ルピアの信認を高めた。

#### 4. テーパー・タントラム 2.0 の潜在的要因と想定されるインパクト

これまでのところ「適温経済」が続くという暗黙の前提の下、米国の長期金利上昇は懸念されたテーパー・タントラム 2.0 をもたらしていない。では、仮に今後テーパー・タントラム 2.0 が起こるとすると、どのような経路がありうるであろうか。それには米国発と欧州発という二つの経路が想定される。

第一の、そしてより重要な経路は、想定外のペースでの米国の量的緩和縮小や利上げ、それに伴う長期金利の上昇である。米国における賃金や物価の上昇ペースが市場の期待に沿った形で緩やかなものである限り、金利の上昇ペースも引き続き穏健なものにとどまろう。しかし、逆にいえば、インフレが市場の思惑を上回るペースで進み、FRB が市場の予想を超えて利上げを加速していった場合—現時点ではメインシナリオではなく、リスクシナリオとみているが—、「低インフレ・低金利・景気拡大」という適温経済の基本条件<sup>3</sup>に疑念が広がり、市場参加者は「適温経済」の持続という前提の見直しを迫られることになる。それは、新興国資産を含め、低金利・低インフレ下で買い進まれてきた資産に対し、売り圧力を高めよう。

米国発でテーパー・タントラム 2.0 が発生した場合、東南アジア主要国通貨のうち、相対的に最も売られそうなのは、インドネシア・ルピアである。一方、タイ・バーツとマレーシア・リングへのインパクトは比較的軽微にとどまるものとみられる。

インドネシアは引き続き経常収支赤字国であり、自国通貨建て政府債市場における外国人投資家保有比率に関していえば、2013 年時点に比べてもさらに高まっている。もっとも、同国のファンダメンタルズや信用力は当時に比べ改善しており、これを勘案すると、テーパー・タントラム時並みの急落は、可能性としては低いとみる。

タイについては、目下大幅な経常収支黒字を計上している上、潤沢な外貨準備を備えている。バーツはたとえ売られるとしても限定的であろう。加えていうと、2017 年以降の顕著なバーツ高を勘案すれば、バーツ安が進んだとしても、タイ通貨当局は輸出競争力向上のための好機として通貨下落をあえて放置する可能性が高いと想定する。

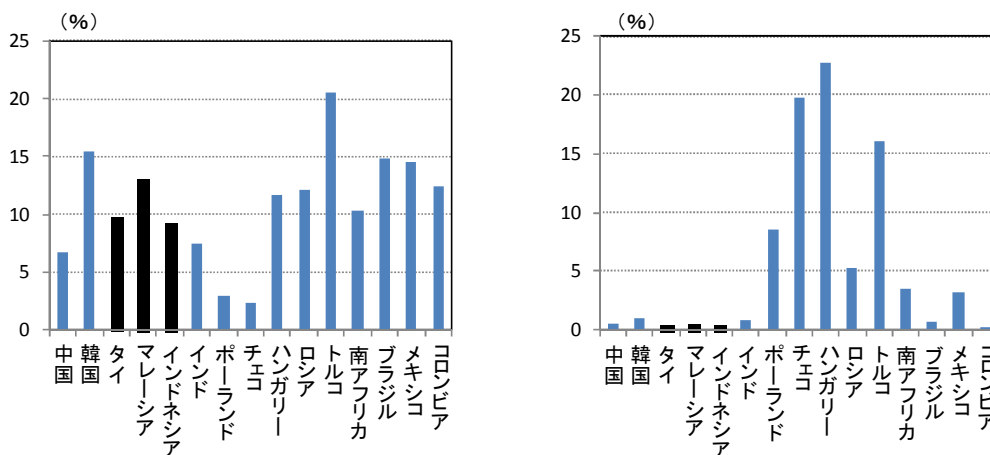
マレーシアは三か国中唯一 2013 年比で外貨準備を減らしており、前掲図表9が示すとおり、外貨準備の短期対外債務比率は 2013 年 3 月末の 150% から 2017 年 9 月末には 110% へと低下している。外貨準備の規模と水準からいえば、東南アジア主要国の中でマレーシアは最も介入余力に欠けているといえる。一方で、マレーシアはリング下落のたびに輸出競争力を高め、経済成長率を回復してきたという経緯がある。以上に鑑みると、テーパー・タントラム 2.0 が到来し、リングが売られたとしても、マレーシア当局は通貨防衛のための介入を行わない可能性が高いと考える。

テーパー・タントラム 2.0 をもたらしうる第二の経路は、欧州中央銀行 (ECB) による量的緩和縮小に伴う金利の急上昇である。ECB は 3 月 8 日の理事会において「必要に応じて債券買い入れ規模を拡大する」としてきたこれまでの方針を撤回し、量的緩和の解除に向け動き始めた。もっとも、ECB の量的緩和縮小のペースが FRB を超える可能性は低く、加えて国際金融市場におけるユーロの地位を勘案すると、ユーロ金利上昇が米金利上昇ほどの影響を域外の金融市場に与えることは考えにくい。次頁図表 10 は、2017 年 9 月末時点における新興国非金融部門のドル建ておよびユーロ建て債務残高の対 GDP 比をみたものである。ドル建て債務に関しては東南アジア主要国

<sup>3</sup> 三井住友信託銀行調査月報 2018 年 3 月号「時論～適温経済の先行きをどう見るか」参照。

でも中南米同様、10%前後にのぼる一方、ユーロ建ては僅少である。たとえ欧州発のテーパー・タントラムが起こったとしても、影響は東中欧・トルコを含む欧州域内にほぼ限定され、とりわけ東南アジア主要国を含むアジアへの直接的影響は僅少であろう。

図表 10 非金融部門通貨別別債務残高の対 GDP 比(左:ドル建て、右:ユーロ建て)



(資料) Institute of International Finance (IIF)

## 5. まとめと見通し

2018年初以降の米国長期金利上昇にもかかわらず、これまでのところ懸念されたテーパー・タントラム 2.0 は発生しておらず、過去に新興国通貨下落の震源地となったことのある東南アジア主要国通貨の反応は限定的である。米長期金利の上昇ペースが比較的緩慢であり、この基調が当面続くことが期待されていることのほか、東南アジア経済をめぐる楽観、加えて各国個別の要因として、原油価格の安定推移等を背景とした輸入インフレへの耐性向上と国際収支の改善、格付けの引き上げがその背景として挙げられる。

今後の利上げについて、FRB は市場に十分織り込ませながら引き続き緩やかなペースで実施していくものとみられ、短中期のメインシナリオとしては、適温経済継続への期待が保たれる中、東南アジア主要国通貨は比較的安定的に推移するものと見込む。

したがって、短中期的なスパンで見ると、テーパー・タントラム 2.0 の発生は、メインシナリオではなくリスクシナリオである。また、そうしたリスクシナリオが現実化したとしても、東南アジア主要国へのネガティブな影響は、為替面でも経済面でもテーパー・タントラム時ほどには大きくならないものと想定する。

(シンガポール分駐 村上 和也 : Murakami\_Kazuya@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。