

アジア新興国通貨が直面するリスク

＜要旨＞

2018年、特にその前半において、アルゼンチンやトルコなど一部の新興国は急激な通貨下落に見舞われた。一方で、アジア新興国はファンダメンタルズの改善やフォワードルーキングな金融政策が奏功し、その「伝染」を免れた。しかしながら、以下のリスク要因を勘案すると、アジア新興国通貨に対し今後はより慎重な見方が求められる。

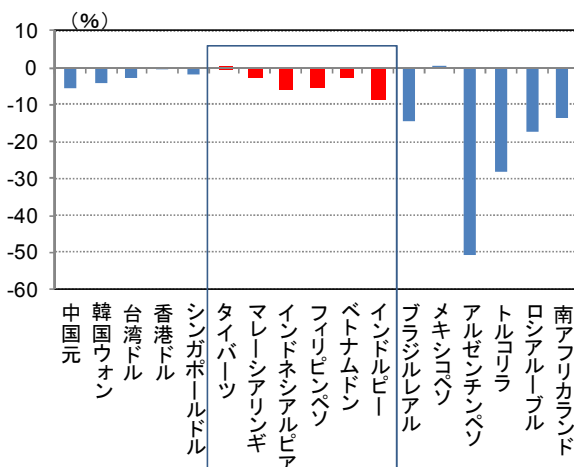
第一に、米金利上昇に伴う資金流出である。2018年の米金利上昇局面では、インドネシア、フィリピン、インドは経常収支赤字国として通貨下落圧力にさらされながらも、早めの連続利上げにより影響の緩和に成功した。だが、その結果、これらの国では利上げ余地が縮小しており、米金利上昇に対する耐性は低下している。第二に、米中関係悪化に伴う貿易の停滞である。中でもベトナムは輸出依存度(輸出/名目GDP)が際立って高いため、輸出減少に伴う国際収支の悪化が通貨への減価圧力を高める可能性がある。第三に、政治的不透明性の高まりである。インドネシアは大統領選挙、インドは連邦下院選挙を控え、ともに政権交代リスクを孕む。

以上を踏まえ、今後1年程度のアジア通貨市場を展望すると、米金利上昇の影響が懸念され、かつ政治リスクが高まるおそれがあるインドネシアとインドに特に注意したい。

1. 2018年のアジア新興国通貨を振り返る

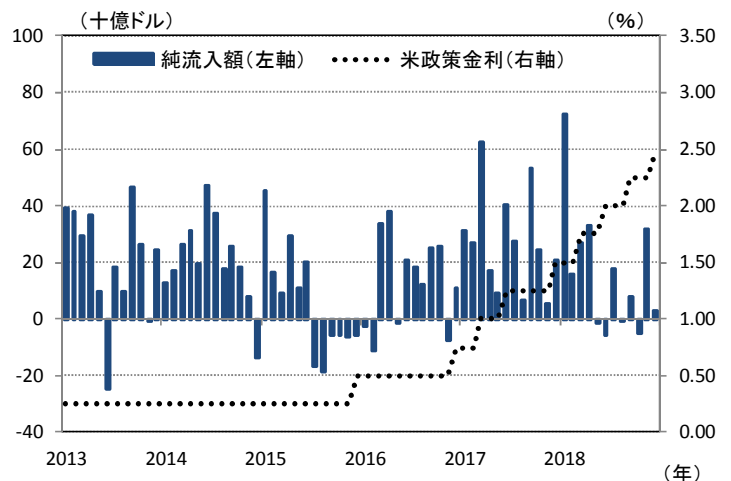
2018年は一部の新興国通貨にとって厳しい年となった。中でもアルゼンチンペソは前年末比51%、トルコリラは同28%と著しい下落率を記録し、文字通り「通貨危機」に見舞われた(図表1)。両国を襲った通貨危機の共通要因としては、米金利の上昇に加え、政治的混乱に伴ってカントリーリスクに懸念が強まり、証券市場からの資金流出が進んだことが挙げられる(図表2)。

図表1 主要新興国通貨対ドル為替相場騰落率(2018年)



(資料)CEIC

図表2 新興国証券投資純流入額と米政策金利(月次)



(注)株式・債券の合計、2018年11・12月は推計値

(資料)Institute of International Finance (IIF)

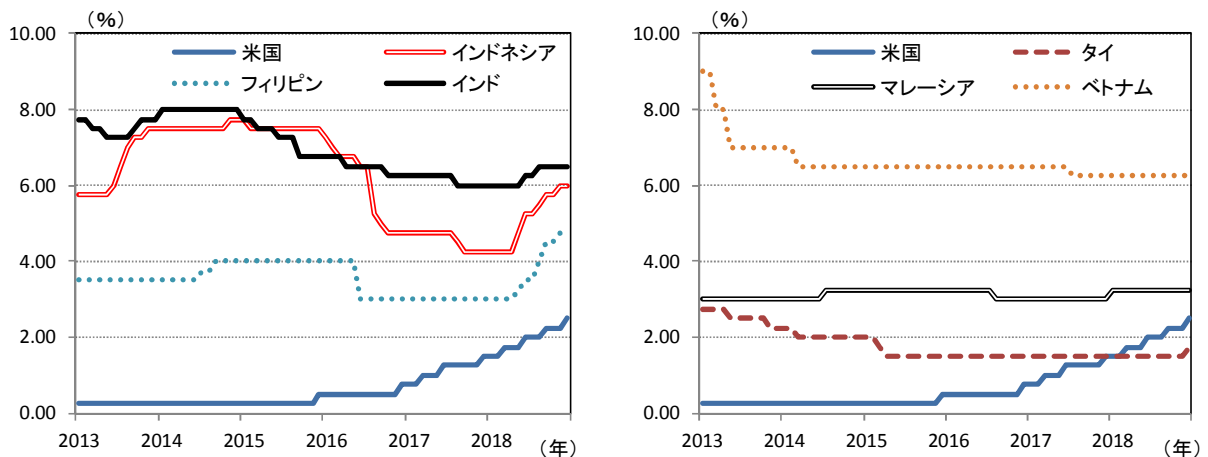
その一方、アジア新興国通貨(本稿ではタイバーツ、マレーシアリング、インドネシアルピア、フィリピンペソ、ベトナムドン、インドルピーの6通貨を対象とする)の値動きは限定的であった。インドルピーの前年末比下落率は中銀総裁人事をめぐる混乱が響いて9%となったものの、インドネシアルピアは6%、フィリピンペソは5%、マレーシアリングとベトナムドンはそれぞれ2%の下落にとどまった。タイバーツについては前年末比で見るとほぼ変化なしであった。

2. なぜ通貨危機の伝染は起こらなかったのか

2018年第2四半期から第3四半期にかけて、アルゼンチンペソやトルコリラが大きく売られる中、通貨急落はその他の新興国、とりわけ経常収支赤字国に「伝染」という懸念が市場で広がり、アジア通貨の中ではインドネシアルピアやインドルピーが次の標的として注目を集めた。

それは、2013年に発生した市場の混乱「テーパー・タントラム」が想起されたところが大きい。当時、インドネシアルピアとインドルピーはブラジルレアルやトルコリラ、南アフリカランドと並ぶ「フラジャイル5」(脆弱な5つの新興国通貨)として一括りにされ、連鎖的に大幅な減価に見舞われた。だが、2018年第3四半期の米金利上昇局面においては、インドネシアルピア、インドルピーとも一時的に急落する場面がみられたものの、各中央銀行によるフォワードルッキングな連続利上げ(図表3)¹が奏功し、第4四半期以降は持ち直し、通貨危機の伝染は回避された。

図表3 各国政策金利の推移



(資料)CEIC

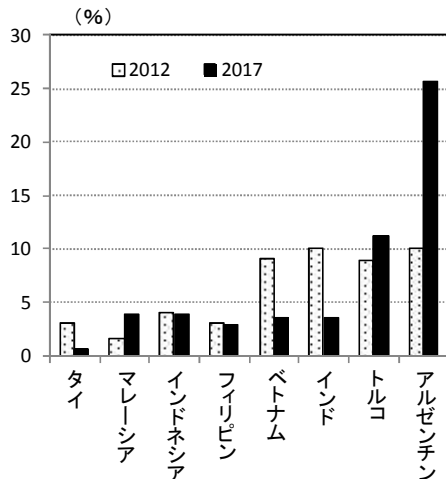
通貨危機の伝染リスクに対し、こうした政策対応が可能だった背景としては、アジア新興国のファンダメンタルズが改善したことで利上げの余地が広がり、米金利上昇に対する耐性が高まったことが挙げられる²。

次頁図表4～7は、アジア新興国のCPI上昇率、経常収支対GDP比、財政収支対GDP比、ならびに外貨準備(金を除く)対短期対外債務比について、通貨危機に見舞われたトルコやアルゼンチンとの対比で、それぞれの2012年時点および2017年時点の水準を比較したものである。

¹ 2018年の1年間で、インドネシア中銀は計6回(計175ベース・ポイント(bps))、フィリピン中銀は計5回(同)、インド中銀は計2回(計50bps)の連続的な利上げを行った。

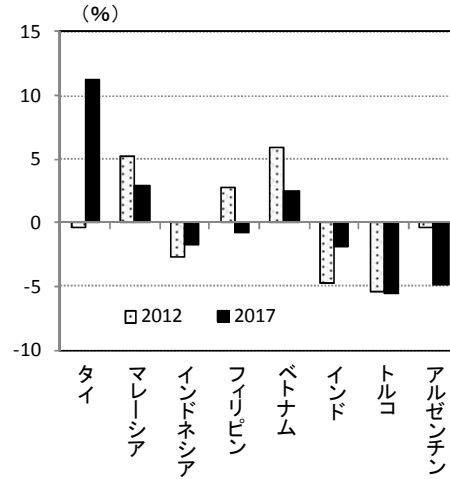
² 調査月報2018年4月号「米金利へ耐性を強めた東南アジア通貨～グローバル経済金融レビュー 2018年春～」(https://www.smtb.jp/others/report/economy/72_1.pdf)参照。

図表4 CPI 前年比上昇率



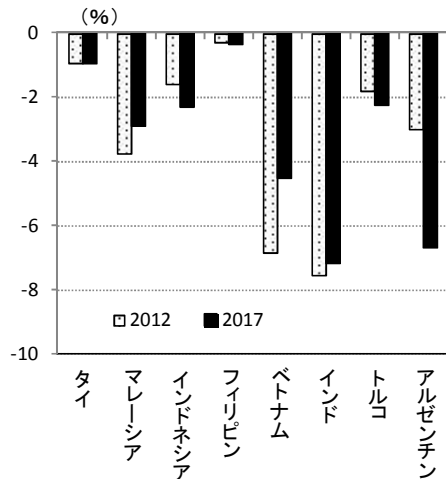
(資料)IMF

図表5 経常収支対 GDP 比



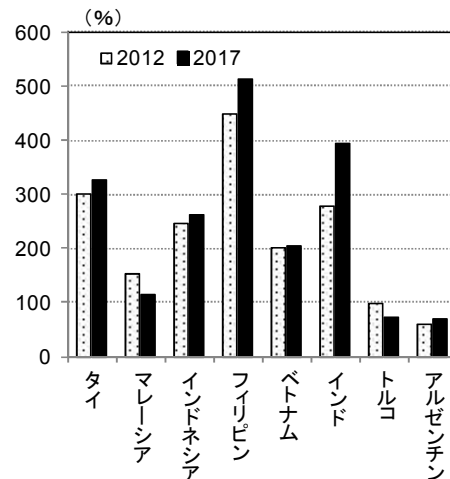
(資料)IMF

図表6 財政収支対 GDP 比



(資料)IMF

図表7 外貨準備(金を除く)対短期対外債務



(資料)IIF

ファンダメンタルズ指標を個別にみると、フィリピンが経常収支黒字国から赤字国へ転落したり、マレーシアで外貨準備対短期債務比率が悪化したりするなど、指標はすべての面で好転したというわけではない。またインドネシアとインドは引き続き経常収支赤字であるのに対し、タイ、マレーシア、ベトナムは経常収支黒字、というように指標の水準は国毎の違いが小さくない。しかし総じて言えば、アジア新興国のマクロ的な脆弱性はテーパー・タントラム以前に比べ低下している。また通貨危機に陥ったトルコやアルゼンチンと比較すると、多くの項目でアジア新興国が良好であることがみてとれる。

3. アジア新興国通貨が直面するリスク要因

では、アジア新興国通貨は 2019 年も下落の伝染を回避することができるだろうか。以下のリスク要因を踏まえると、より慎重な見方が求められる。第一に米金利上昇、第二に米中関係の悪化、第三に政治的不透明性の高まりである。

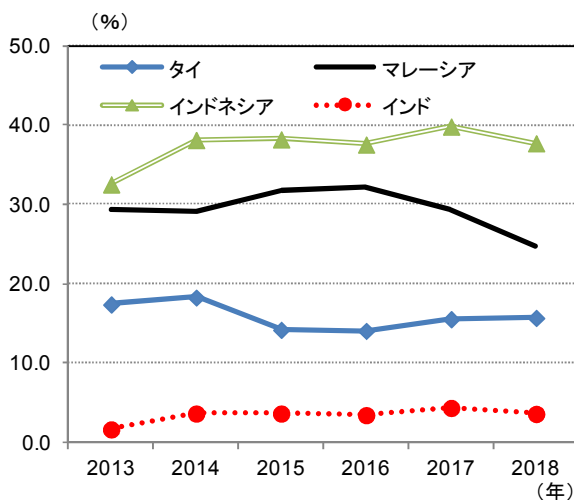
(1)米金利上昇による資金流出

2018年12月に行われた年内最後の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、事前の予想どおり、政策金利であるフェデラルファンド金利の誘導目標の引き上げ(2.00-2.25%→2.25-2.50%)が全会一致で決定された。しかし、FOMCメンバーによる2019年の利上げ予想回数は従前の3回から2回に減少しており、利上げペースは今後緩和されることが示唆された。債券市場は景気の先行きについて当局以上に警戒感を強めており、既に2019年中の利下げを織り込み始めている。

だが、米国景気の拡大に伴い米金利が上振れしていくリスクについて過小評価すべきではない。賃金上昇圧力の高まりなどにより米国の物価が米連邦準備理事会(FRB)の目標である2%を上回る形で上昇を続けた場合、利上げペースは再び加速し、新興国市場から米国市場への資金還流が生じる可能性がある。新興国にとって、弱すぎる米国経済はリスクであるが、強すぎる米国経済もまたリスクとなる。

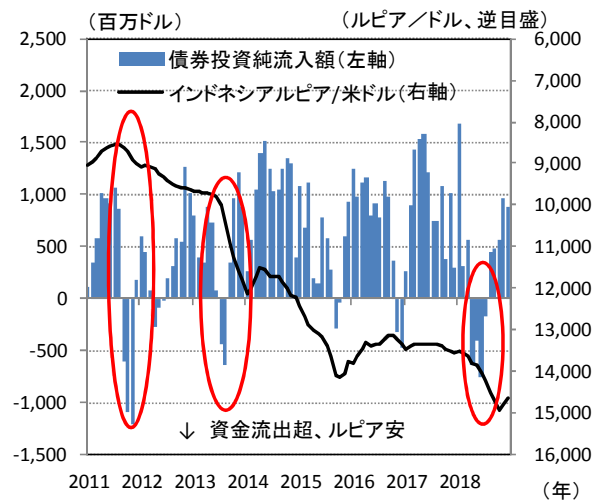
前項では、アジア新興国が通貨危機の伝染を回避できた要因の一つとして、利上げ余地の拡大を活かしたフォワードルッキングな金融政策の実行を挙げた。だが前掲図表3が示すように、インドネシア、フィリピン、インドでは、2018年中に行われた連続的な利上げにより、以前に比べて利上げの余地は狭まっている。加えて、インドネシアとインドの中銀は、2019年中に重要選挙を控える中、景気の下押し圧力となる利上げには慎重にならざるを得ない。したがって、2018年に行ったような通貨防衛目的の利上げは容易には実行しにくい状況となっている。

図表8 国債市場における外国人保有率
(原則として各年末)



(注)2018年値:タイとマレーシアは6月、インドは9月、
フィリピンとベトナムはデータなし
(資料)AsianBondsOnline、Reserve Bank of India

図表9 対内債券投資純流入額と
インドネシアルピア相場(いずれも3か月移動平均)



(資料)IIF、CEIC

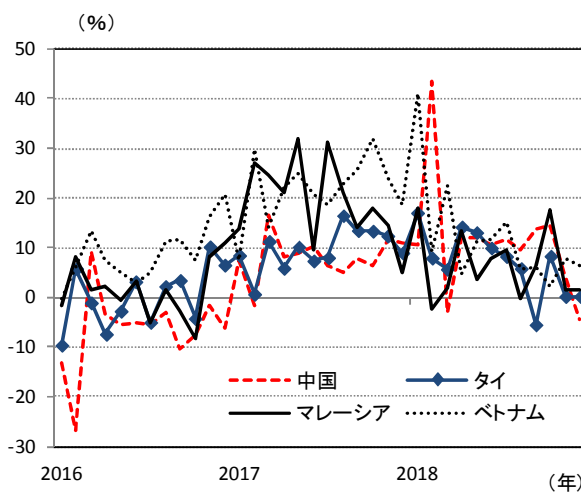
中でも国債市場において外国人投資家が大きなシェアを占めるインドネシアには要注意である。アジア新興国の国債市場における外国人保有比率をみると、インドは2018年9月末時点で4%弱にとどまる一方、インドネシアは同12月末時点で約38%に達しており、外部環境の変化に対し影響されやすい構造をもつ(図表8)。実際、図表9が示すように、外国人のインドネシア債売却とインドネシアルピアの急落には一定の相関があり、外国人投資家によるインドネシア国債の一斉売りは、

ドル転に伴う通貨インドネシアルピアの下落、国債価格の下落＝金利上昇による国内資産価格の下落、さらなる通貨下落とインドネシア国債売りという悪循環をもたらすおそれがある。

(2) 米中関係の悪化による貿易の停滞

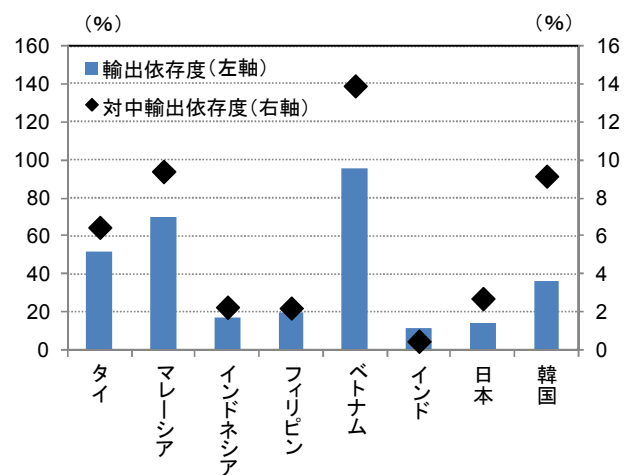
米中関係の悪化、とりわけ貿易摩擦の激化は、トランプ氏が米大統領選挙を争っていた時期から世界経済の潜在的なリスク要因として懸念されてきたが、2018年、米中間で相互に追加関税措置が発動されたことで一気に顕在化した。同年12月1日、ブエノスアイレスで行われた米中首脳会談において、90日間という期限付きながら、米国が中国製品に対する追加関税率の引き上げ(10%→25%)の延期を決定したことで貿易戦争は「一時休戦」となった。だが問題は先送りされたに過ぎない。両国の対立が貿易にとどまらず、先端技術における覇権争いなど広範な分野に及んでいることを勘案すると、米中関係の悪化はまだ序の口にある可能性が高い。中国経済は米中貿易摩擦が本格化する以前から減速感を強めつつあったが、米中関係の悪化は中国の内外需を長期にわたって圧迫し続けると同時に、関係国の外需環境を悪化させていくリスクを孕む。実際、図表10が示すように、東南アジアの輸出にはその兆候が表れ始めている。

図表10 輸出額対前年同月比伸び率



(資料) CEIC

図表11 輸出依存度(輸出/名目 GDP) および対中輸出依存度(2017年)



(資料) IMF

ただし、米中関係悪化がアジア新興国経済や為替相場に与える影響は、輸出依存度の大小により国毎にまちまちとなろう。図表11は、アジア新興国の輸出依存度(輸出額/名目 GDP、2017年)および対中輸出依存度(対中輸出額/名目 GDP、同)をみたものである(日韓は参考)。対中輸出依存度が最も高いのはベトナムで、13.9%にのぼる。マレーシアも9.4%、タイも6.5%と高い。一方、インドネシア、フィリピン、インドは輸出依存度自体低く、対中輸出依存度は限定的である。

米中貿易問題をめぐっては、中国からの生産移管の加速を理由に、ベトナムが「漁夫の利」を得ると議論が散見される。だが生産移管は一朝一夕に実現可能なものではない上、東南アジア経済はサプライチェーンを通じて中国経済と既に密に繋がっている。中でもベトナムは対中輸出依存度が際立って高く、楽観は禁物である。むしろ純輸出の急減に伴い国際収支が悪化することで、通貨ドンが減価を余儀なくされるリスクに留意すべきであろう。

一方、貿易収支の悪化をもたらす通貨の減価圧力について、タイに関して言えば、利上げの余

地が大きく、しかも潤沢な外貨準備をもち、為替介入の余地も大きいことから、過度に懸念する必要はないと考える。マレーシアはタイに比べると外貨準備などの面でやや劣るものの、タイ同様、利上げの余地は大きく、金融政策による対応が可能であるとみる。

なお、目下のところ確度は低いものの、米中対立がさらにエスカレートしていった場合のリスクシナリオとして、2008年世界金融危機後の世界的な貿易停滞の中で発生した「通貨安競争」の再燃が想定される。通貨安競争が再発した場合、通貨切り下げに向かう可能性が相対的に高い国としては、アジア新興国ではベトナム、マレーシア、タイが挙げられる。一方、仮に通貨安競争が起こったとしても、輸出依存度の低いインドネシア、フィリピン、インドは輸出よりもむしろ物価を重視するとみられ、競争に追従する可能性は低いものとみる。

(3)重要選挙後の政治的不透明性の高まり

アジア新興国では、2019年中にタイとインドは下院選挙、インドネシアは大統領選挙を迎える。政治と為替の関係に関しては断定的な見方は難しいものの、インドネシアとインドにおいては選挙結果次第で通貨安が進む可能性があると考ええる。

①タイ：選挙結果にかかわらずパーツの反応は限定的

タイでは3月24日に民政移管に向けた下院総選挙が実施される。2014年5月の軍事クーデタ以来初の総選挙である。政党の政治活動は軍政の下、禁止されてきたが、2018年12月11日に解禁されると、反軍政で親タクシンの「タイ貢献党」、親軍政の「国民国家の力党」、反タクシンの「民主党」が三つ巴の選挙戦に向け動き始めた。その後、2019年1月23日、ワチラロンコン国王が総選挙の実施を指示する勅令を發布、正式に選挙戦が始まることとなった。目下、反軍政・親タクシン派のタイ貢献党が最も高い政党支持率を獲得しており、同党が与党に返り咲くことは十分想定される。その場合、軍政が選挙結果を再度否認し、民政移管を阻止する可能性がある。ただし、タイでは政治イベントが為替市場に対し深刻な影響を与えたことは過去あまり多くなく、この経験則に照らせば、仮に民政移管阻止といった事態が発生したとしても、通貨パーツへの影響は一時的で比較的軽微なものにとどまるものと予想する。

②インドネシア：ジョコ・ウィド氏の再選が阻まれた場合、ルピアは急落の可能性

インドネシアでは4月17日に大統領選挙の投票が行われる。2014年の前回選挙と同様、現職で闘争民主党のジョコ・ウィド氏と、元陸軍戦略予備軍司令官で最大野党グリンドラ党の党首プラボウォ・スビアント氏との一騎打ちである。現職優位が伝えられているものの、プラボウォ氏は自国第一主義を掲げ、既存メディアを批判するというトランプ米大統領に類似した選挙戦術を展開することで支持を拡大しており、予断は許さない。

仮にプラボウォ氏が勝利した場合、排外的ナショナリズムへの懸念から、インドネシアルピアは売り圧力にさらされることになろう。

③インド：政権交代が大幅なルピー安を招く可能性

インドでは4月もしくは5月に連邦下院選挙が実施される。同国ではその前哨戦とされる州議会選挙が2018年11月から12月にかけて5州で行われたが、連邦与党・インド人民党(BJP)はすべての州で敗北、うちこれまで与党の座にあったラージャスタン、マディヤ・プラデシュ、チャッティス

ガルの3州では下野を余儀なくされる結果となった。

モディ首相個人の人気は引き続き高いものの、BJPは大票田である農村部で支持を失っており、総選挙では苦戦が見込まれる。一方で、最大野党・インド国民会議派の支持も盤石とはほど遠く、世論調査によれば国民会議派を率いるラフル・ガンディー総裁の人気はモディ首相におよばない。したがって総選挙は混戦が予想され、いずれの政党および政党連合も単独過半数を獲得することができない中、反BJPだけを旗印として結びつく烏合の連立政権が誕生する、あるいはBJPと国民会議派が大連立を組むというシナリオも否定できない。その場合、政治的不透明感の高まりからインドルピーは大きく売られるものと予想する。

4. まとめ

2018年、アルゼンチンやトルコなど一部の新興国は急激な通貨下落に見舞われた。一方、アジア新興国はファンダメンタルズの改善やフォワードルッキングな金融政策が奏功し、その「伝染」を免れた。しかしながら、以下のリスク要因を勘案すると、アジア新興国通貨に対し今後はより慎重な見方が求められる。

第一に、米金利上昇に伴う資本流出である。2018年中の米金利上昇局面では、インドネシア、フィリピン、インドは経常収支赤字国として通貨下落圧力にさらされながら、フォワードルッキングな金融政策対応により影響の緩和に成功した。だが連続利上げを受け、これらの国では利上げ余地が縮小しており、米金利上昇に対する耐性は低下している。中でもインドネシアは国債市場における外国人投資家比率が高く、対外証券投資を通じた通貨売り圧力にさらされやすいことから、要注意である。

第二に、米中関係悪化に伴う貿易の停滞である。とりわけベトナムは輸出依存度の高さが通貨ドンへの逆風となるリスクを抱える。他方、マレーシアとタイも輸出依存度は高いが、ともにファンダメンタルズが比較的健全な上、利上げの余地が大きいことから、通貨の下支えは十分可能とみる。うちタイは潤沢な外貨準備をもち、為替介入の余地も残している。マレーシアは外貨準備が十分ではないという弱みをもつものの、通貨防衛のための利上げ余地は大きく、リングが一方に急落する可能性は低いと考える。

第三に、政治的不透明性の高まりである。2019年前半、インドネシアは大統領選挙、インドは連邦下院総選挙を控え、ともに政権交代リスクを孕む。タイでは民政移管に向けた下院選挙が予定され、政治的不透明感はあるものの、政情が為替相場に及ぼす影響は経験則に照らせば限定的と想定され、過度な懸念は不要であろう。

以上を踏まえ、今後1年程度のアジア新興国通貨市場を展望すると、米金利上昇の影響が懸念され、かつ政治リスクが高まるおそれがあるインドネシアとインドに特に注意したい。

(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。