

## 新興国リスクをどうみるか

株式会社日本総合研究所 副理事長 湯元健治

### 1. はじめに

8月上旬のトルコリラ急落を契機として、アルゼンチンペソ、ブラジルレアル、南アフリカランドなど新興国の通貨の大幅な下落と株安が進んでおり、これが世界経済のリスク要因として急浮上している。その背景には、米国の利上げ継続に伴う新興国からの資本流出圧力、トランプ政権による保護主義圧力への懸念、中国経済の急減速懸念などに加えて、新興国自身の脆弱な経済体質がある。以下では、それぞれの要因を吟味し、新興国経済の悪化が引き金となって、世界経済の回復が崩れるリスクについて検証したい。

### 2. トルコショックがアルゼンチンに波及

まず、8月10日以降のトルコリラの急落は、米国がトルコに対して米国人牧師の開放を要求し、トルコが拒否したことで、米国がトルコからの鉄鋼・アルミニウム関税を2倍に引き上げたことが発端となって発生した。トルコのエルドアン大統領は、「米国の経済攻撃には屈しない」として、米国製電子機器のボイコットを表明するなど米国との対決姿勢を鮮明にしている。また、通貨安に歯止めをかけるための「利上げは一切行わない」と否定的なスタンスを見せたことも、リラ安に拍車をかけている。独裁政権と呼ばれるエルドアン大統領は、トルコ中銀に圧力をかけたとみられ、トルコ中銀副総裁が辞任するとの報道を受けてリラ安は「底なし」の様相を強めており、年初来下落幅は4割以上に達している。

この影響を真っ先に受けたのがアルゼンチンペソだ。同国は6月にIMFからの支援受け入れで合意していたが、トルコリラ安が波及し、大幅なペソ安が進んでいる。こうした状況に対して、アルゼンチン中銀は、8月30日、4月以来で5回目となる緊急利上げに踏み切り、年45%だった政策金利は同60%まで上昇、累計の利上げ幅は32.75%に及んでいる。それでも、通貨安は止まらず、年初来下げ幅はトルコリラを上回る50%超に達している。マクリ大統領は8月29日、IMFに追加支援を要請したが、市場のデフォルト不安を煽る結果となり、通貨安に歯止めがかかっていない。

この他、ブラジルレアル、南アフリカランド、インドルピーなどが年初来1~2割の下落を続けており、通貨安が幅広い新興国に波及する兆しが出てきている。また、各国の通貨安は、株式市場からの資金引き揚げを伴うケースが多く、通貨安と同時に株安も進行している。MSCI新興国株式指数は、年初来2割以上の下落、とりわけ、トルコとアルゼンチンはドルベースで5割の下落となっており、時価総額で9,000億ドルが失われたと言われている。

### 3. 米国の利上げ継続とレパトリ減税がドル高要因に

この基本的背景には、米国が短期金利の段階的引き上げやFRBのバランスシートの縮小を通じて、新興国向けマネーの着実な回収を図っていることがある。足下の米国経済は、第2四半期の実質成長率が年率4.2%と力強く回復しており、FRBは今後、基本的には3カ月に1回のペースで0.25%ずつ利上げを進めて行く可能性が高いと判断される。年内9月、

12月の利上げはほぼ確実視され、少なくとも来年前半も2回の利上げがあると想定すれば、来年央に政策金利は中立水準とされる2.9%を超えることになる。長期金利は、年初来上昇に転じているが、インフレ懸念が加速するまでには至っていないため、3%弱の水準で比較的安定を維持している。ただし、8月の雇用統計で時間当たり賃金が前年比2.9%と9年振りの高い伸びとなったため、今後、短期金利の上昇だけでなく、長期金利の上昇というルートでも、ドル高・新興国通貨安がさらに進むリスクに警戒は怠れない。

また、FRBは昨年10月より、バランスシートの縮小(国債への再投資の段階的停止)に踏み切っており、新興国に流れるマネーの量は、徐々に圧縮されてきている。この影響も、じわじわとドル高・新興国通貨安が進む要因となる。

さらに、トランプ大統領によるレパトリ減税もドル高に作用する。米国企業が海外子会社に滞留させている利益は2.6兆ドルに上るとみられ、レパトリ減税の実施によって、海外利益の本国還流が促される可能性がある。2004年のブッシュ政権時には、レパトリ減税によって3,600億ドルの資金が米国に還流し、ドルは13%上昇したとの試算がある。今回は時限措置ではなく、恒久措置であるため、前回ほどのドル高効果はないとの見方も有力視されるが、いずれにしてもドル高要因であることは間違いない。

#### 4. 新興国の脆弱な経済体質が通貨安の根底に

他方で、新興国通貨安は米国の要因だけでなく、新興国自身の脆弱な経済体質が背景にあることは、疑いのない事実だ。IMFによれば、新興国の経済成長率見通しは、2018年が4.9%、2019年が5.1%と堅調な成長が予想されており、現時点で、マクロのファンダメンタルズが大きく悪化している訳ではない。しかし、通貨安と株安に歯止めがかからない場合、アルゼンチンの例を見るまでもなく、通貨安防衛、インフレ更新に対応するための金融引き締めが不可避となり、実体経済にマイナスのインパクトをもたらすことは必定だ。持続的な株安も逆資産効果を通じて景気の下押し要因となる。さらに、米中貿易戦争がエスカレートする場合、中国経済の減速が強まり、その影響は(1)原油・資源価格の下落、(2)中国向け輸出の減少という2つのルートを通じて、他の新興国経済に及んでいくと予想される。とくに、近年の新興国経済は、中国に対する輸出依存度を高めており、米中摩擦激化→中国経済減速→中国の原油需要減少・対中輸出減少という形で、負の影響が及びやすいことに留意が必要だ。

一般的に、通貨の大幅な下落が生じやすい国には、(1)高いインフレ率、(2)経常収支、財政収支が赤字、(3)対外債務残高が大きい、(4)外貨準備高が十分でない、(5)政治体制が不安定などの特徴が挙げられる。

まずインフレ率については、アルゼンチンの7月の消費者物価は年率ベースで31.2%と3割以上に達している。このため、政策金利を60%もの高水準に上げざるを得ない訳だ。トルコも8月の消費者物価は前年比17.9%と14年振りの高水準を記録しており、政策金利も17.75%に達している。また、経常収支の対GDP比率をみると、トルコの▲5.4%を筆頭に、アルゼンチン(▲5.0%)、南アフリカ(▲2.8%)の他、インドネシア、ブラジルが赤字となっている。財政収支は、ほとんどの新興国で赤字となっており、新興国経済は、先進国からの資本流入に依存する経済構造となっている。さらに、警戒を要するのは、対外債務残高の大きさだ。

新興国全体のドル建て債務は、3兆6,800億ドルと過去最高水準に達し、10年前の24倍に膨張している。トルコ、南アフリカが対GDP比率で50%を超えている他、ブラジル、インドネシア、アルゼンチンも30~40%台と高く、債務残高比率と通貨の下落幅との相関関係が大きい。さらに、通貨安に伴う資本流出に対する耐久性を表すARA(Assessment of Reserve Adequacy Metric)は、IMFが適正と定める水準である100~150%を下回っている国がトルコ(52.6%)、アルゼンチン(72.6%)、南アフリカ(53.5%)、などであり、これらの国々はデフォルト確率が高いといえる。政治や政権運営に対する不安もトルコのみならず南アフリカ、ブラジルなどでも高まっており、投機筋にとって格好の投機対象となっている。通貨安が債務返済を一段と困難にし、それがさらなる通貨安を招くという悪循環を断ち切ることは容易でない。

## 5. おわりに

このようにみると、新興国通貨の大幅な下落に歯止めがかかるかは、予断を許さない。確かに現時点では、大幅な通貨安は、トルコリラ、アルゼンチンペソ、南アフリカランド、ブラジルレアルなど一定の範囲内にとどまっており、広範なコンテイジョン(伝播)は何とか回避されている。その意味では、1994~95年のメキシコ通貨危機や1997年のアジア通貨危機といった金融危機に発展するリスクは今のところ小さいといえる。ただし、足下では、インドルピーやインドネシアルピアの下落も目立つなど、下落通貨に広がりが見られる点には警戒を要する。

通貨下落は、インフレ更新と金融引き締めを必然的に招くとともに、自国通貨ベースでの対外債務残高の膨張をもたらし、とりわけ経常収支赤字や対外債務残高が大きく、外貨準備が十分でない国は投機筋から狙い撃ちされる。このため、通貨危機が金融危機に発展するリスクは決して軽視できない。そこまで行かなくとも、通貨や株価の下落による景気悪化は徐々に新興国経済、ひいては世界経済全体を蝕んでいく恐れがある。米国経済の一人勝ちの構図とトランプ政権の保護主義激化が続く限り、その矛盾は、新興国経済にしわ寄せされ続ける。その余波は、いずれ「リスク回避の円高」となってわが国にも跳ね返ることを忘れてはならない。

(2018.9.11)