

## KAMIYAMA Reports vol. 115

# 新興国為替市場と米国金利上昇の関係

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹

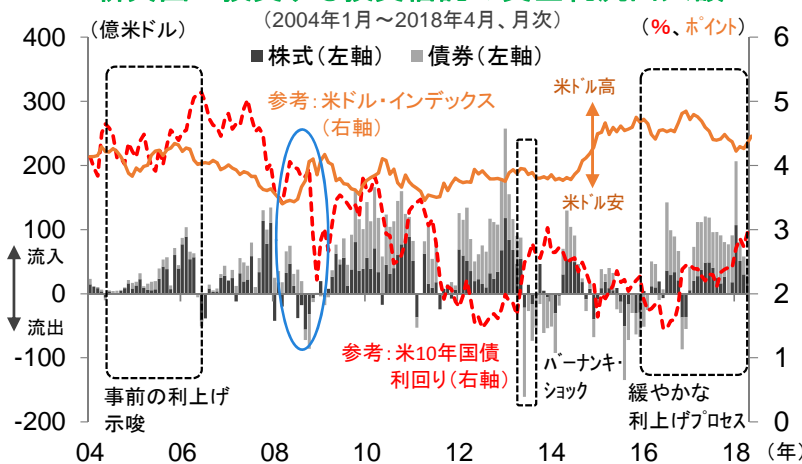


- ・ 新興国の為替変動には、米国金利上昇よりも各国の政治情勢が重要
- ・ 米国金利が上昇した時、新興国通貨が下落したとはいえない
- ・ 新興国と一括りにできない現状を認識することが大事

## 新興国の為替変動には、米国金利上昇よりも各国の政治情勢が重要

新興国投資において、米国金利上昇とともに投資資金が逃避している、あるいはさらに逃避するのではないかと懸念が高まっている。しかし、新興国を1つにまとめてしまうと理解しにくい。国による情勢の違いがそれぞれの為替市場に影響しているからだ。アルゼンチンでは、充実しすぎた社会保障などから財政支出が過大となって高インフレ状態となり、財政や経済の持続性に懸念が高まった。IMF(国際通貨基金)による支援助的融資枠の設定などで小康状態となるが、このような動きを逐一米国金利水準で説明する必要はないだろう。ブラジルでは、大規模なストライキで経済活動が一時的に落ち込んだ。トルコは大統領・議会選挙を控えて金利政策を変化(金利引き上げ)させ、マレーシアではマハティール政権が発足して汚職摘発を強化するなど、それぞれの国がさまざまな事情を抱えている。ロシアは経済制裁の対象となったままだ。

### 新興国に投資する投資信託の資金純流出入額



※米ドル・インデックスは、期首の値が米10年国債利回りの値と同一になるよう指数化(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成) 上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

逆に言えば、最近の新興国の為替市場の不安定さを米国金利の上昇だけで説明するのはあまりに単純化がすぎる。国ごとの状況がそれぞれに不安定で、リスクの高まりを感じた投資家が、つまりはセンチメント(投資家心理)の悪化により国を選んで資金を引き揚げたと考えられる。

過去の新興国に投資する投資信託の資金純流出入額の推移を見れば、リスクへの反応であることが分かるだろう。リーマン・ショック前の好景気では、米国金利上昇とともに新興国市場に資金が流入している。その後リーマン・ショック以降の低金利状況では、世界景気全体への信頼が低下し、新興国市場からも資金が流出している(左図、実線囲み)。バーナンキ・ショックと名づけられた時期では、金利上昇と新興国市場からの資金流出があったが、2016年以降の金利上昇局面(穏やかな利上げプロセス)では、新興国市場に資金が流入している。つまり、米国金利の上下動が総じて新興国市場への資金の流出入を説明する傾向にはない。一方で、米ドル高で新興国の資金が流出しやすい傾向はある。だが、そもそも米ドル・インデックス(主要通貨に対する米ドルの水準や動きを示す指数)の動きと資金の流出入は同時に起こる、あるいは同じこととして見ている面があり、原因と結果として捉えることは適切といえない。

## 米国金利が上昇した時、新興国通貨が下落したとはいえない

米ドル・インデックスではなく、新興国通貨と米国金利の関係を個別にみてみよう。米国金利が上昇するときには下落しやすい通貨は、ロシア・ルーブル、メキシコ・ペソだ。インド・ルピーも同様の傾向にある。1994年から2018年の長期にわたる米国金利と新興国通貨の相関をみると、ロシア・ルーブルとメキシコ・ペソ、インド・ルピー（多少）はマイナスの相関となっている。つまり、米国金利が上昇（下落）するときには為替が下落（上昇）する傾向ということだ。

### 米10年国債利回り変化幅と主要通貨変化率との相関（月次）

通貨	期間	1994/2- 2018/4	2008/5- 2013/4	2013/5- 2018/4	金利上昇 月のみ
ブラジル・レアル		0.12	-0.31	0.18	0.20
ロシア・ルーブル		-0.12	-0.18	-0.18	0.14
インド・ルピー		-0.07	-0.17	0.36	0.09
人民元		0.02	-0.07	-0.05	0.06
南アフリカ・ランド		0.00	-0.10	0.08	0.14
メキシコ・ペソ		-0.10	-0.20	0.02	0.20
トルコ・リラ		0.17	0.00	0.25	0.29

（CEICのデータをもとに日興アセットマネジメントが作成）  
上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

2008～2013年ごろ米国金利は低下傾向で、新興国通貨はどの国も上昇傾向にあった。ところが、その後2013年から2016年は米国金利の低下傾向、2016年から最近までは金利上昇傾向となる中で、米国金利と新興国通貨は同じ方向に動きがち（プラスの相関）になった。

1994年2月～2018年4月の間、米国金利が上昇した月だけを取り出してみると、どの新興国通貨も上昇しやすいことが分かる。つまり、米国金利の上昇は、新興国からの資金流出に伴う為替下落に直接つながっていないといえそうだ。

米国金利の上昇は、新興国企業の米ドル建て負債の返済負担増になる。しかし、長期的には、米国で新興国企業が米ドル建てで商品をたくさん売ることができるならば、返済に支障はなくなるだろう。簡単に言えば、米国の景気が良くなって金利が上昇する場合であれば、新興国にとって米国金利高や米ドル高でも資金を逃避させなくてよさそうだ。

## 新興国と一括りにできない現状を認識することが大事

結論は二つある。一つは、新興国を1つにまとめて考えることは、以前ほど適切ではなくなっていることだ。BRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）や中南米、東欧、アジアの国々はそれぞれに政治や経済で異なる問題を抱えている。経済制裁を受けている国もあるし、財政規律が弱くインフレに悩む国もある。もちろん、原油などの資源を有する資源国と消費・加工貿易国でも条件は異なる。シェール革命の技術進歩が一巡して原油価格が落ち着いたことで、2017年以降、産油国の経済はおおむね落ち着いてきた。しかし、政情不安の強い国々では、インフレ対策の遅れへの懸念などが強い。かつて、BRICsを新興国代表としながら、足元、米国金利が上昇する中、アルゼンチンを新興国代表として資金流出を懸念するのも奇妙な話だ。

もうひとつは、これから新興国へ投資する上では、政治情勢の分析が欠かせない、情勢分析の結果で良し悪しを分類する必要があるということだ。例えば政府の政策が、総合的にみて多くの国民を「包摂」しその福祉を改善する方向に働いているのか、一部のグループだけが優遇される「排他」的政治を行っているか、などが大事な分類ポイントとなる。包摂的な政策では、国内の所得格差を社会保障の充実で改善するだろう。一時的に財政拡大の恐れはあるが、うまく機能すれば国民の貯蓄を減らして消費を高めることができる。もちろん産業構造を高度化し、下請けの生産ラインだけの工業から、自社ブランドで付加価値を最大にできるような産業に成長していかなければ、いつまでも財政規律の不安定な中所得国で終わってしまう。新興国が社会主義的政権か、自由主義・資本主義的かに関わらず、政府が適切な政策を掲げて実行しているかを、投資を行うためには見極めていく必要がある。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。  
また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter [https://twitter.com/NikkoAM\\_official](https://twitter.com/NikkoAM_official)