

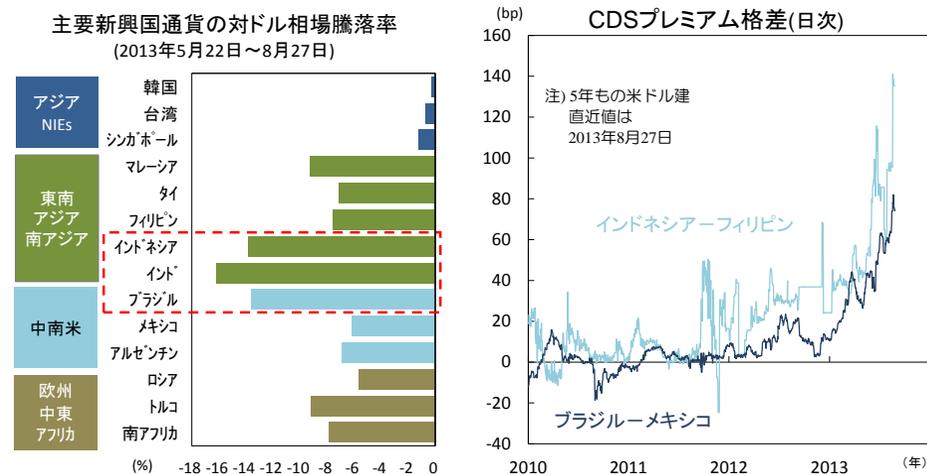
# 新興国通貨：ブラジル、インド、インドネシアの通貨急落に歯止めはかかったのか

**【図1】急落するブラジル、インド、インドネシアの通貨**


出所）Bloomberg

8月上旬より、新興国通貨の下落が加速しています(図1)。米国による量的緩和縮小の懸念に伴って新興国から資本流出が始まった5月22日から8月27日までの対ドル相場下落率は、インドが16.2%、インドネシアが13.8%、ブラジルが13.6%と2桁台に達しました。一方、相対的に経済環境が良好なメキシコ、フィリピン、韓国の通貨の下落率は1桁台に留まるなど、新興国通貨の相場は二極化しています(図2左)。

5月下旬より6月下旬までの資本流出局面では、メキシコ、フィリピン、インドの通貨の対ドル相場下落率が6-7%台に収れんしており、ほぼ全ての主要新興国より一様に資本流出が生じた様子がうかがえます。しかし、その後、メキシコ・ペソが反発する一方でブラジル・レアルが低迷を続けるなど二極化が進行(図1左)。ブラジルやインドネシアのCDSプレミアム(信用保険料の一種)は、近隣の同格付けレンジの国に対して大きく上昇しており(図2右)、市場参加者は各国の経済状況に着目し、相対的にファンダメンタルズが弱い国からの資本引上げを急いだ可能性が高いと思われます。

**【図2】ブラジルとインドネシアの信用リスクを意識する金融市場(右)**


出所）Bloomberg

相場下落率の大きいブラジル、インド、インドネシアに共通するのは、経常赤字のGDP比が3-4%に達していること、過去5-6年に渡って同収支の悪化が進んでいたことです(図3左)。また、3カ国には、通貨下落やインフレ率上昇を抑えるための短期金利の引上げによって、景気減速が懸念されているという共通点もあります。一方、インフレ率が落ち着いたメキシコ、フィリピン、韓国は、一時的な通貨の下落があっても輸入インフレ波及のリスクは低く、政策金利を低位に据置いて景気を支えています。

なお、インドネシアの経常赤字の拡大は、主に過去2年ほどの緩和的過ぎる財政金融政策と景気の過熱による一時的なものとみられる一方(アジア投資環境レポート8月19日号、以下「資料1」参照)、インドとブラジルに関しては投資環境の悪化と投資率低迷による潜在成長力の低下などが背景と思われます(同レポート8月26日号、以下「資料2」参照)。また、ブラジルとインドネシアは、中国経済の成長率の低下によって、主要な輸出品である一次産品の価格と需要が減退するという逆風にもさらされています。

## ● 為替相場策に乗り出す新興国

自国通貨の急落に見舞われた各国は、相次いで相場支援策を導入。ブラジルは8月22日、大規模な為替介入プログラムを公表し、毎週月曜日から木曜日までのスワップ取引と毎週金曜日のレポ取引を通じて、年末までに累計950億ドルのドル資金を供給することを明らかにしました。予想外の措置を受けて相場は反発、翌23日のレアル相場は対ドルで3.7%上昇し、パニック的なレアル売りの動きはひとまず収束しました(図4左)。一方、インドは短期金利の高め誘導や対外資本流出への規制強化を行ったものの(資料2参照)、相場の安定化には成功していません。また、インドネシアは8月23日に、ぜいたく品への輸入関税引上げ、対内投資の自由化、鉱物輸出上限上げなど国際収支の改善策を打ち出したものの、市場は大きく反応していません(図4右)。

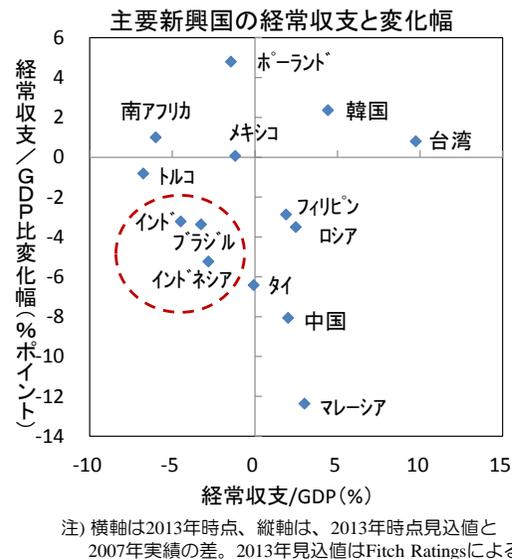
急落にひとまず歯止めがかかったブラジル・レアルも、今後の動向は不透明です。景気が勢いを欠く中でも経常赤字は縮小しておらず、7月の同赤字は90億ドルに拡大。また、拡大消費者物価指数(IPCA)の前年比は7月に+6.3%と前月の+6.7%より反落したものの高水準です。原油高とレアル安のため、政府の燃料補助金負担は拡大しており、補助金削減のための燃料価格引上げとインフレ圧力再燃のリスクも残ります。

## ● 投資家のリスク許容度が改善すれば新興国通貨も反転か

ブラジル、インド、インドネシアの通貨が急落する中、市場参加者の一部は通貨危機再来のリスクも懸念し始めた模様です。主要新興国は2008年9月の国際的な金融危機の影響から素早く回復、ショック耐久力の源泉となったのは安定化した対外収支や財政収支などでした。しかし、その後、上記3カ国の経常収支は悪化し2013年末時点の対外純債務の水準(Fitch予想値)は、2007年末時点より上昇しています(図3右)。もっとも、通貨危機の懸念は行過ぎと思われる。上昇したとはいえ2013年の対外債務の水準はアジア通貨危機発生前の1996年を大きく下回り、流動性比率(対外純資産/同負債)も同様です(図3右)。上記3カ国のショック耐久力は依然として高いと思われます。

米国の量的緩和縮小の思惑がくすぶる中シリア情勢を巡る地政学的リスクも加わり、投資家のリスク許容度は低下。当面、新興国通貨の上値は重くなるでしょう。しかし、上記の通り主要新興国のショック耐久力は高く、一時的な為替相場の急落が国際収支危機につながる可能性は低いとみられます。今後、米国の金融政策を巡る不透明感が解消し投資家のリスク許容度が回復すれば、再び、主要新興国の相対的に高い潜在成長力などが注目され、主要新興国通貨は緩やかに反転すると予想されます。(入村)

## 【図3】一部の新興国は、過去5-6年で経常収支が悪化(左)



## 主要新興国の対外収支指標

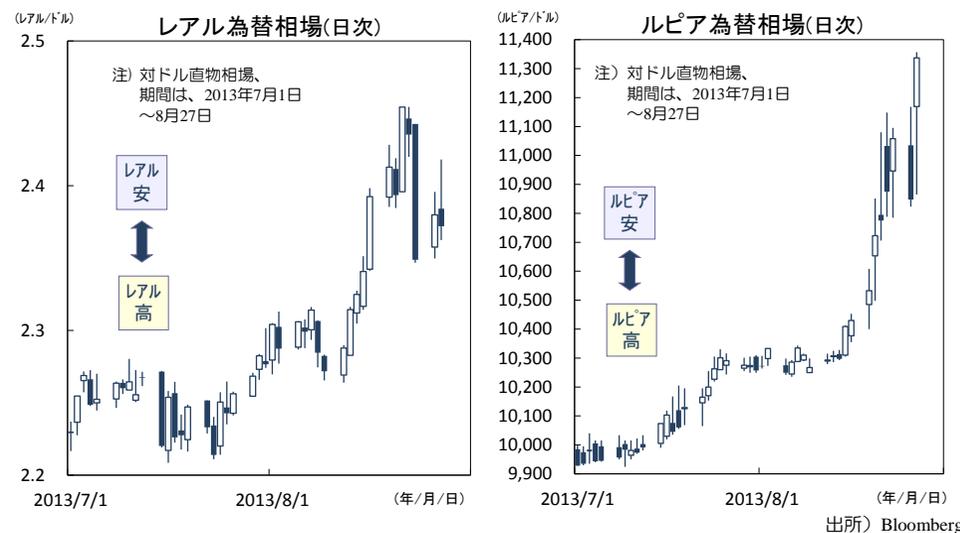
	対外純債務 /経常勘定受取額(A)			流動性比率(B)		
	1996年	2007年	2013年	1996年	2007年	2013年
ブラジル	172.9	13.8	27.2	122.7	138.0	201.3
中国	-30.9	-118.9	-146.1	420.6	641.2	688.4
インド	118.6	-36.7	13.8	70.9	250.3	166.1
インドネシア	171.0	44.1	46.3	82.4	97.9	98.6
韓国	46.8	-17.9	-19.7	93.6	203.1	166.2
マレーシア	7.3	-40.7	-30.7	232.4	291.5	137.8
メキシコ	61.8	-3.5	2.4	26.9	146.4	107.7
フィリピン	60.2	13.0	-31.9	110.3	290.9	420.4
ポーランド	0.0	56.4	83.3	329.7	65.2	52.8
ロシア	0.0	-46.3	-55.2	227.7	258.4	411.5
南アフリカ	73.6	-10.3	35.7	16.0	136.1	133.1
台湾	0.0	-143.5	-190.3	606.7	380.6	372.9
タイ	82.1	-39.4	-42.6	73.5	184.0	260.5
トルコ	111.4	69.3	95.4	78.7	85.3	79.5

(A)がゼロ未満(対外債権国)、(B)が200%以上

(A)が100%以上、(B)が100%未満

注) 流動性比率は対外流動資産/同負債。同資産=外貨準備+銀行の対外資産、同負債=長期債務の元利金返済+短期債務残高+自国通貨建て債券の外国人保有額。出所) Fitch Ratings

## 【図4】為替介入でひとまず反転したレアル相場(左)、下落続くルピア相場(右)



### 本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の国際投信投資顧問投資情報部の見解です。また、国際投信投資顧問が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。