

新興国通貨の下落パターンを読み解く

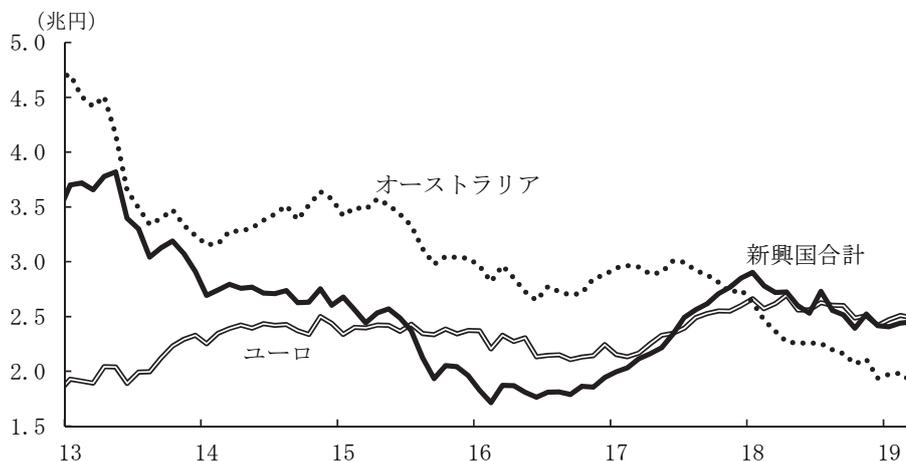
- I. はじめに
- II. 金融引き締め局面と経常赤字国通貨
- III. 商品価格の急落局面と資源国通貨
- IV. 資金流出局面と国際金融のトリレンマ
- V. 終わりに

海外アセットマネジメント事業部 ストラテジスト 佐々木 貴彦

I. はじめに

投資信託協会が発表している公募信託の国別純資産額をみると、2013年から減少傾向にあった本邦投資家の投資信託を通じた新興国への投資額は2017年以降に増加へ転じ、足許はオーストラリアを上回り欧州と並ぶ水準を維持している(図表1)。主要中央銀行による金融正常化の停止に伴い低金利局面の長期化が見込まれる中、高金利である国が多い新興国への投資需要は今後も高まり続ける可能性がある。

図表1：契約型公募投資信託の純資産額合計



(出所)一般社団法人 投資信託協会より三菱UFJ信託銀行作成。

投資先として有望と考えられる新興国だが、通貨の下落リスクがあると判断される場合に為替エクスポージャーをフルヘッジしてしまうと、高金利であるがゆえにヘッジコストが非常に大きくなるのが運用者にとって大きな悩みの一つといえよう。このことから本稿では新興国通貨の典型的な下落パターンが立て続けに発生した2013年～2016年初の約3年に亘る相場展開において、各年で注目された事象とともに振り返りつつ、各ケースで通貨下落につながった経済構造や政策について分析し、ヘッジ比率を見直すべきタイミングや対象国について考察する。

Ⅱ. 金融引き締め局面と経常赤字国通貨

まずは、経常赤字国通貨が下落する代表的なケースである“基軸通貨国(米国)での金融環境引き締め局面”における新興国通貨の動きを紹介する。グローバルな金利上昇見通しが高まると経常収支やインフレ率が通貨騰落率に一定の影響を与えることは既知のことであるが、その動きが一巡した後、各国における財政・金融政策の明暗がその後の通貨騰落率に大きく影響したことの典型事例である。

1. フラジャイル・ファイブ¹と呼ばれた国々とその共通点

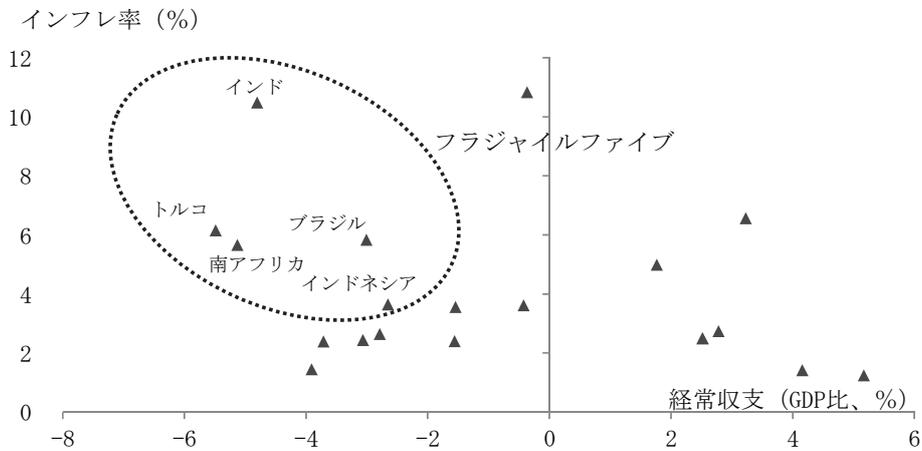
リーマンショック発生後、中国政府による4兆元の大規模な財政刺激策や米国での量的緩和を背景に新興国通貨は上昇。2011年のギリシャ債務危機発生によるリスクセンチメントの後退を受けて売られる場面もあったが、同危機の収束とともに2013年春までは平穏な相場展開となっていた。しかしながら、2013年5月にバーナンキFRB(連邦準備制度理事会)議長(当時)が量的緩和(QE)の縮小の可能性について言及すると、米国金利が急騰しグローバルに株価が下落するなど金融市場全体が大荒れの展開となった。一連の市場の混乱は後に「テーパータントラム」といわれ、同年9月に開催されたFOMCで市場の大方の予想に反し量的緩和の縮小開始が見送られるまで続いた。

テーパータントラム発生当初、新興国通貨の中でもとりわけ下値不安が強いと指摘されたのが、ブラジルリアル(BRL)、インドルピー(INR)、インドネシアルピア(IDR)、トルコリラ(TRY)、南アフリカランド(ZAR)の5通貨である。フラジャイル・ファイブと呼ばれたこれらの通貨に共通しているのは、高水準の経常赤字とインフレ率であった(図表2)。

市場がこれらの国々の経常赤字に着目したのは、対外資金への依存度が高く金融市場の環境が引き締まった場合、利払いコストや借り換えリスクが増大するためである。また、一般に高インフレ国の通貨は低インフレ国の通貨に対して減価していく(購買力平価説)と考えられたため、高インフレ率も懸念材料として注目された。

¹ FRBの量的緩和縮小に伴って統落しやすい新興国通貨の総称であり、米モルガン・スタンレーが名付けた。具体的にはブラジルリアル、インドルピー、インドネシアルピア、トルコリラ、南アフリカランドの5通貨を指す。高いインフレ率や経常収支の赤字で成長資金を国外に頼る脆弱なマクロ経済構造を抱えている点で共通している。(出所：日本経済新聞社)

図表 2 : 主要新興国の経常収支(対 GDP 比)およびインフレ率

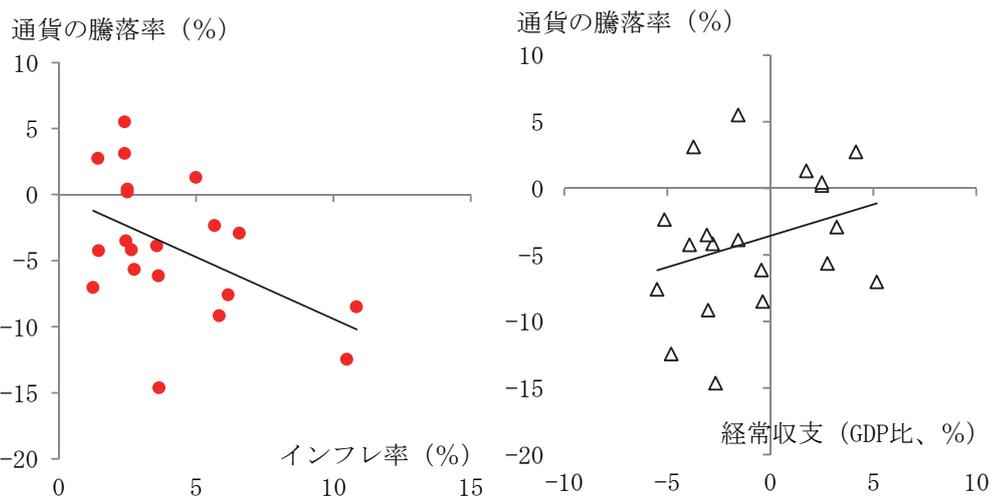


(注釈) インフレ率、経常収支および GDP はいずれも 2012 年末の値

(出所) IMF より三菱 UFJ 信託銀行作成

実際にテーパータントラム中の各通貨騰落率と注目された2つの経済指標を比べてみると、インフレ率については一定の相関関係が確認でき(相関係数 0.49)、一物一価の法則が有効であったことが確認できる。一方、経常収支の水準と通貨の騰落率の関係はインフレ率ほど明確ではないが、経常赤字国の通貨の方が黒字国より多く下落している。この結果に基づけば、量的緩和の縮小など金融環境が引き締まる局面で、経常赤字である国の通貨は下落する公算が大きく、またインフレ率が高ければ高いほどマイナス幅が大きくなる可能性が高くなるといえよう。

図表 3 : 通貨騰落率とインフレ率および経常収支の比較



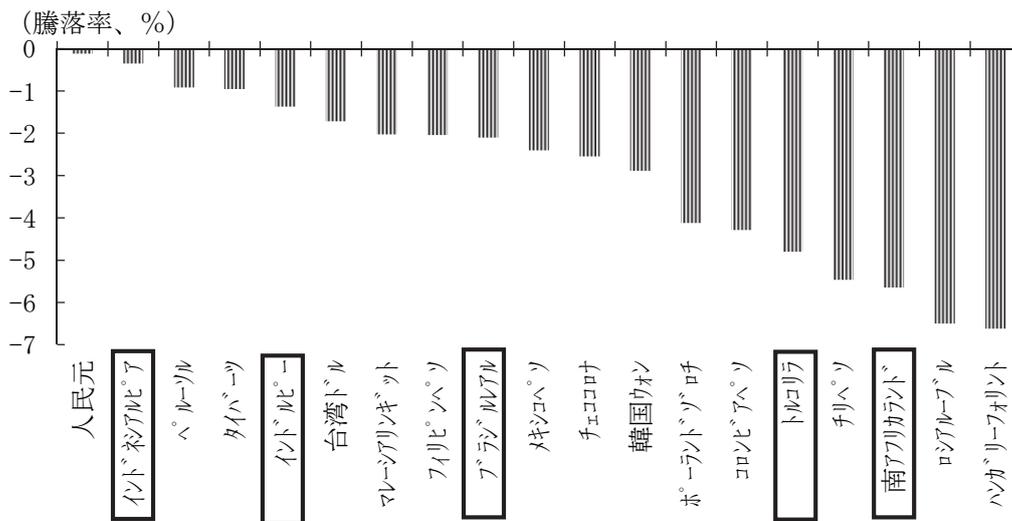
(注記) 通貨騰落率はパーナンキ FRB 議長が量的緩和縮小について言及した 2013 年 5 月 22 日から量的緩和縮小を見送ることを発表する直前の 9 月 17 日までの期間で計測。インフレ率および経常収支は 2012 年末時点の数値。集計国はインドネシア、インド、ブラジル、アルゼンチン、トルコ、マレーシア、タイ、フィリピン、チリ、ペルー、メキシコ、コロンビア、ロシア、南アフリカ、中国、台湾、ハンガリー、韓国、チェコ、ポーランド。

(出所) IMF およびブルームバーグより三菱 UFJ 信託銀行

2. 改革の進捗が各国の明暗を分ける結果に

テーパータントラム時には一様に売りを浴びせかけられたフラジャイル・ファイブだが、混乱一巡後に発生したアルゼンチンショック(2014年1月)では、インドルピー、インドネシアルピア、ブラジルリアルが小幅な下落にとどまる一方、トルコリラと南アフリカランドは大幅安となる等、グループ内でパフォーマンスに差がついた(図表4)。背景には、テーパータントラム後の経常赤字縮小に向けた取り組みに関して消極的な国と積極的な国に分かれたことがある。経常赤字国の通貨が売り圧力に晒された場合、中央銀行は金融引き締め策を実行し、政府は財政緊縮策や輸入制限策を採用することで、内需の抑制と輸入額の減少を図ることが通貨の安定を実現する上で重要である。しかしながら、いずれも国民に不人気な政策であり、当局者は実行を逡巡するケースが多い。実際、南アフリカは対応が遅れ、トルコは対応したものの市場から不十分とみなされた。

図表4：新興国通貨の騰落率(2013年末～2014年1月)



(注記) ハイライトはフラジャイル・ファイブの通貨
 (出所) ブルームバーグより三菱UFJ信託銀行作成

南アフリカではズマ政権(当時)が財政収支のバランス改善を目指すとしたが、遅々として財政改革は進まず、また南アフリカ準備銀行(SARB、中央銀行)はテーパータントラムを受けても政策金利の据え置きを継続し、後のアルゼンチンショック発生を受けてやっと利上げに踏み切った。トルコでは、トルコ中央銀行(CBRT)が2013年に政策金利のコリドー²上限

² 市場金利の誘導水準だけでなく上限、下限に相当する計3本の政策金利を設定する金融政策の運営方法をコリドー(回廊)方式と呼ぶ。同方式は金融市場混乱時に短期金利のボラティリティを抑制することができるため、RBIに限らずFRBやECBを始めとした各国主要中央銀行が導入している。

にあたる翌日物貸出金利を2ヵ月連続で合計1.25%pt引き上げ7.75%とした。もともと、インフレ率が7～8%で推移していたことから、追加利上げはマイナスだった実質金利をほぼゼロに戻したのにすぎず引き締め不足との指摘も聞かれる中、トルコ中央銀行はアルゼンチンショック発生直後の金融政策会合で追加利上げを見送り、市場の失望を招いた。

片や、テーパータントラム発生直後に素早く対応し、混乱が一巡後も金融引き締め策や輸入抑制策を維持したことで、自国通貨の売り圧力を削ぐことに成功したのが、インド、インドネシア、およびブラジルであった。インドではインド準備銀行(RBI、中央銀行)が2013年7月の会合で政策金利のコリドー上限にあたる限界スタンディング制度(MSF)³金利を8.25%から10.25%へ大きく金利を引き上げたほか、テーパータントラムに伴う混乱一巡後も政策金利であるレポレート⁴を7.25%から8.00%に引き上げるなど、金融引き締め姿勢を維持。また、政府も主要な輸入品である金の輸入規制を大幅に強化するなど、貿易赤字の抑制を積極化した。インドネシアではインドネシア中央銀行(BI)が2013年6月以降で5回に亘り合計1.75%ptの利上げを行ったほか、豪華品の輸入税率引き上げなど政府が輸入抑制政策を緊急導入した。ブラジルではブラジル中央銀行(BCB)がテーパータントラム直前の4月から利上げを開始し2014年1月までに計3.25%pt引き上げ、政策金利は10.50%となり、消費者物価上昇率(2013年12月：前年比+5.9%)を大きく上回る水準となった。

テーパータントラムの後日談ともいえるアルゼンチンショックは、経常赤字の水準だけでなく赤字縮小に向けた取り組みが市場の関心を集め、通貨の騰落率に影響を及ぼすことを示唆している。

Ⅲ. 商品価格の急落局面と資源国通貨

グローバルな商品市況の急落局面で資源国通貨が売られることは一般的である。これは、資源輸出国では一般に、資源輸出が財政状況や経常収支に及ぼす影響が大きくなりがちであることに依るものだが、本章の事例は、その時点までに政権運営として財政政策や対外債務を健全化させてきたかどうかにより、急落局面(ショック)から立ち直ることができるかどうか、大きな差が付きやすいということの典型である。

1. 原油価格急落時に際立った資源国通貨のアンダーパフォーム

2014年に入りFRBが一度断念した量的緩和縮小を再び実行に移す姿勢を示すと、緩和継続を当て込んで原油先物のロング(買い)ポジションを積み上げていた投機筋の手仕舞い(売

³ RBIはコールレートを金融政策の対象とし、政策金利であるレポレートにて金利水準を誘導する。レポレートを補充するのがMSF金利であり、RBIからレポレートにて資金調達できる枠(流動性調整制度、LAF)を使い切った市中銀行が追加で調達した場合に適用される。レポレートで調達できなくともMSF金利で調達できるため、コールレートの上限として機能する。なお、コールレートの下限を定めるといわれているのが、RBIから市中から金利を吸収する際に使うリバースレポレートである。

りが夏場からみられた。こうした売り圧力に押されて WTI 原油先物⁴が節目となる 100 ドル/バレルを下割れすると 80 ドル台まで急落。原油価格の安定に向けて生産量の調整が求められていたが、11 月の石油輸出国機構(OPEC)総会で協調減産が見送られると WTI 原油先物は続落し、年末には 50 ドル台とピークから 50%以上下落する展開となった。1986 年に原油価格が 60%以上暴落し「逆オイルショック」と呼ばれた経緯から、2014 年後半の原油市況は「第 2 次逆オイルショック」と呼ばれた。

原油価格の暴落を受けて新興国通貨にも売り圧力が掛かったものの、売られ方はテーパータントラム時と大きく異なり、経常赤字国(アルゼンチン、インドネシアなど)には全く注目されず、資源輸出国が集中して売られる展開となった(図表 5)。このパフォーマンスの明確な差は、一つは資源輸出国自体に起因する。通貨の下落が目立った国の輸出構造をみると、原油など鉱物性燃料が輸出に占める割合がナイジェリアの 88⁵%を筆頭に、ロシアは 72%、コロンビアが 68%と極めて高い。ブラジルは 5%と比率は低いものの、鉄鉱石などの一次産品全体で占める割合が 47%であったため、原油安をきっかけとした商品市況の悪化の影響を受けやすい輸出構造だった。メキシコは原油が輸出に占める割合が 11%程度だったが、原油価格下落による資源輸出の落ち込みを埋めきれず貿易赤字が定着していた。

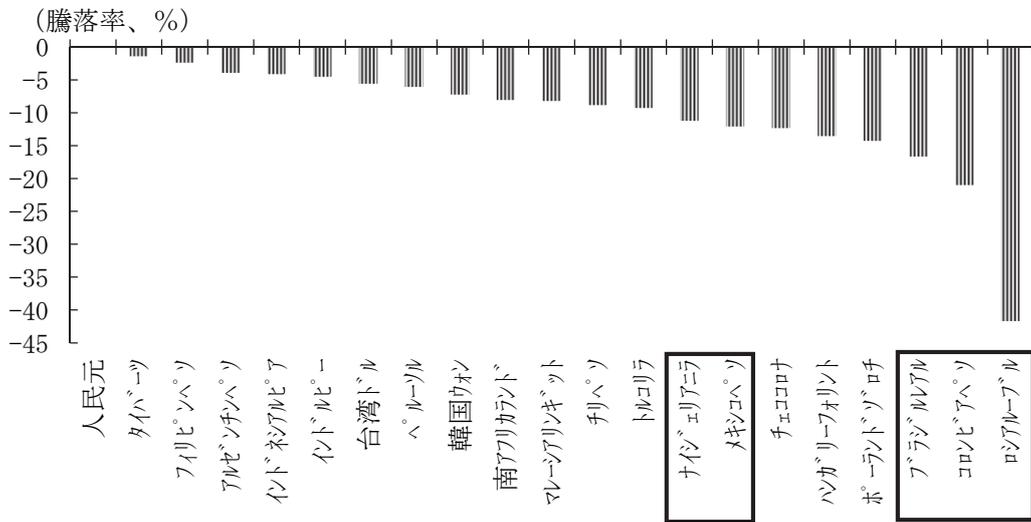
もう一つは、資源価格の下落は輸出国にとってネガティブだが、輸入国にとってはポジティブと新興国通貨市場の参加者に受け止められたことがある。実際、原油輸入国のインドはインフレ率の低下に拍車掛かり、その後も低水準で安定推移。貿易赤字は 2014 年 11 月(▲162 億ドル)を底に改善し、2015 年 2 月(▲67 億ドル)には 2010 年 11 月以来となる低水準にまで縮小した(図表 6)。タイに至ってはインフレ率の低下が止まらず 2015 年に入りリーマンショック以来となる前年比マイナスまで低下し、貿易黒字は史上最高額を記録した。このように資源輸入国では低インフレと貿易収支の改善により、対外ショックに対する耐性が増したため、むしろ通貨の安定性は高まる結果となった。

原油下落時はリスクオフとの解説から新興国通貨売りに対する懸念を煽る解説が出回りがちだが、逆オイルショックの教訓に基づけばそれは正しくない。つまり、資源輸出国の通貨が大幅安となるリスクが大きいことには間違いないが、一方、新興国であっても輸入国の対外バランス強化に繋がるので、輸入国の通貨はむしろ安定性が増す可能性があることを同ショックは示している。

⁴ ニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)で取引されている WTI(West Texas Intermediate、西テキサス地方の中質原油)を対象としたアメリカの代表的な原油先物商品で、グローバルな商品市況を見る上で主要とされる商品の一つ。

⁵ 同段落におけるデータは 2013 年基準であり、輸出関連の数値は日本貿易振興機構(JETRO)の年次レポートに基づく。

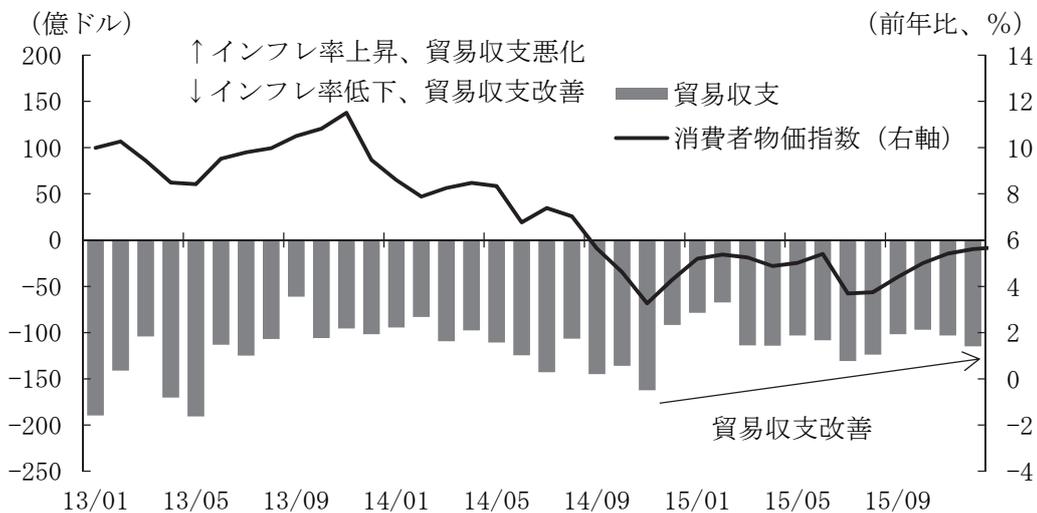
図表5：通貨別騰落率(2014年下期)



(注釈) クウェートディナール、イランリアル、サウジアラビアリアル・UAE ディルハム、ベネズエラボリバル等多くの産油国通貨は固定相場制のため、集計から除外

(出所) ブルームバーグより三菱UFJ信託銀行

図表6：インドの貿易収支および消費者物価指数



(出所) インド統計局より三菱UFJ信託銀行

2. 逆オイルショックから立ち直なおれなかったベネズエラと立ち直ったロシア

2014年後半に暴落した原油価格だが、中国経済の持ち直しを受けて2016年初に底入れし、同年11月にはOPECが8年ぶりの協調減産に合意したことなどを背景に上昇基調へ転じた。それに合わせてロシアルーブルを始めとした多くの産油国の経済は復調し通貨は反発する一方、ベネズエラでは経済情勢が大きく悪化し通貨は大暴落している。

ベネズエラだけがなぜ混乱に陥ったのかを探るために、同じく産油国であり、輸出に占める原油の割合が大きいロシアとの対比で探っていきたい。逆オイルショック発生前の 2013 年から足元までの基礎的な経済データをみると、ロシアは原油価格の回復を受けて成長率、インフレ率、経常収支すべての項目で改善した一方、ベネズエラは経常収支こそ黒字に転換したものの、二桁マイナス成長が続き、インフレ率は天文学的数値になった(図表 7)。

図表 7 : ロシアとベネズエラ (GDP 成長率、インフレ率、経常収支)

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
実質GDP成長率 (前年比、%)	ロシア	3.7	1.8	0.7	-2.5	0.3	1.6	2.3
	ベネズエラ	5.6	1.3	-3.9	-6.2	-17.0	-15.7	-18.0
消費者物価 (前年比、%)	ロシア	6.6	6.5	11.4	12.9	5.4	2.5	4.3
	ベネズエラ	20	53	65	160	303	969	1,555,146
経常収支 (GDP比、%)	ロシア	3.2	1.5	2.8	5.0	1.9	2.1	7.0
	ベネズエラ	0.8	2.0	2.3	-5.0	-1.4	6.1	6.0

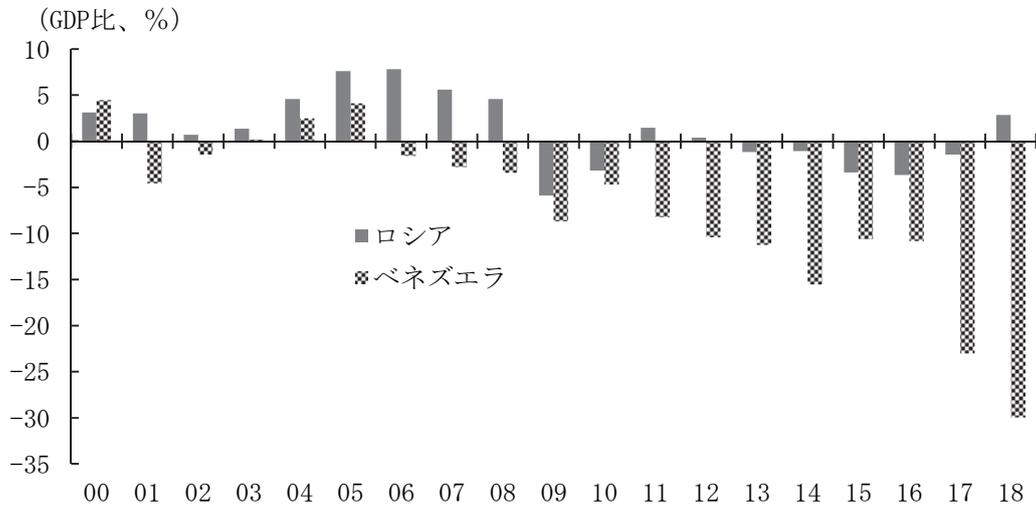
(注釈) ベネズエラの 2016 年以降の GDP、物価、経常収支は IMF による推計値

(出所) IMF より三菱 UFJ 信託銀行

ここまで両国に差が出た要因は原油価格高騰時の財政政策にある。ロシアは資源ブームに沸いた 2008 年に通常の外貨準備に加えて国民福祉基金と予備基金を設立し、石油・ガス収入の一部を備蓄に回したほか、リーマンショックを除けば財政赤字を抑制し対外債務の伸びを抑えた(図表 8)。一方、ベネズエラはチャベス政権やその後を継いだマドゥロ政権が石油輸出で得た収入を背景にバラマキ政策を採用したため、財政赤字が急拡大し対外債務が膨張(図表 9)。原油価格が高止まりし金融環境も緩和的であった時期は投資資金の流入により資金繰りに問題は生じなかったが、原油市場の値崩れに伴い投資資金が流出に転じる中で固定相場制度を維持したため、外貨準備が急減(図表 9)。遂には対外債務の利払いが遅延するようになり、2018 年 1 月には米国格付け大手 S&P グローバルから、ベネズエラ国債はデフォルト(債務不履行)状態にあると発表された。また、資本流出の加速を受けた外貨準備の急減により固定相場を維持できず、ベネズエラ政府は 2013 年 2 月、2016 年 2 月と相次いで通貨(ボリバル)の切り下げを実施し 3 年間で通貨の価値を約 60%引き下げた。その結果、輸入物価は急上昇しインフレ率が年率 155 万パーセントを超えるハイパーインフレが発生。輸入の滞りによる国内の物資不足も相俟って、隣国のコロンビアへの人口流出や反政権派との対立激化など体制崩壊が危惧される状況となってしまった。

ロシアとベネズエラのケースは、財政赤字と対外債務が抑制されていれば原油価格の回復に伴い通貨の反発が期待できる一方、逆に放漫財政と対外債務の累積が進行している国では、通貨の反発はおろか暴落リスクが大きいことを示唆している。

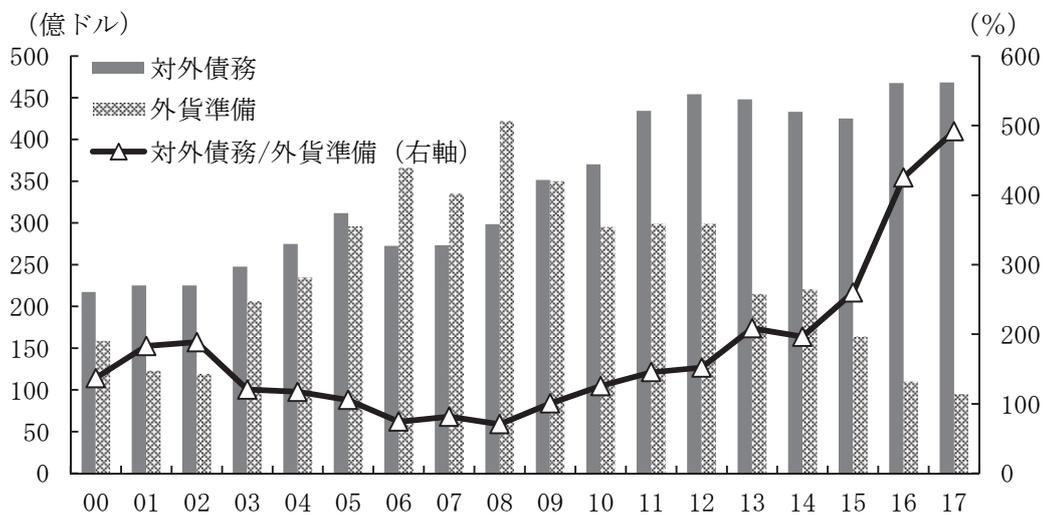
図表8：ロシアとベネズエラの財政収支



(注釈) ベネズエラの2013年以降の財政収支はIMFによる推計値

(出所) IMFより三菱UFJ信託銀行作成

図表9：ベネズエラの外貨準備と対外債務



(出所) ベネズエラ財務省、ベネズエラ中央銀行、ブルームバーグより三菱UFJ信託銀行作成

IV. 資本流出局面と国際金融のトリレンマ

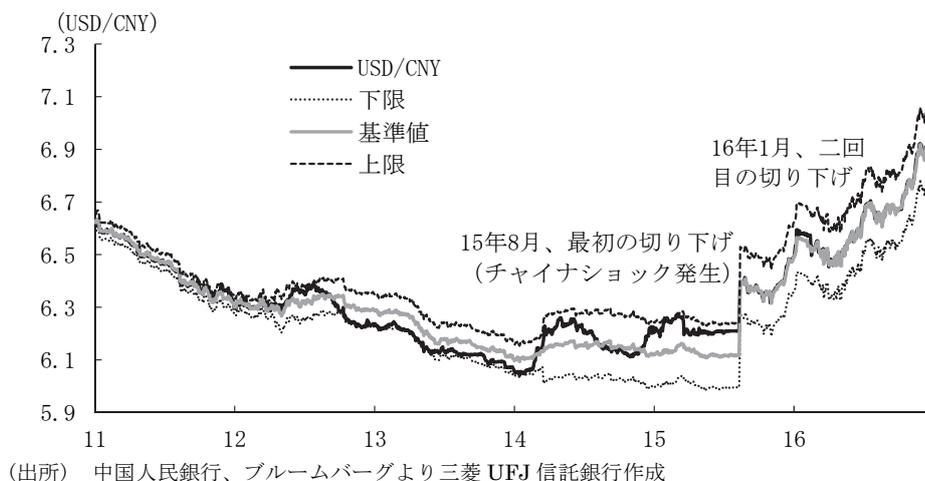
本章では管理相場制度を採用している国が金融政策の独立、為替レートの安定、資本移動の自由の同時実現を、資本流出局面で志向したがゆえにショックを引き起こしたという事例を示す。そして3つの政策目標のうち、いずれかを諦めることが通貨の安定につながることを併せて紹介する。

1. 国際金融のトリレンマで読み解くチャイナショック

直近で新興国通貨市場を起点としグローバルな金融市場を最も震撼させた事象といえば、チャイナショックをおいて他ならないだろう。簡単に経緯を振り返ると、2015年8月11日に中国人民銀行(PBoC)はほぼ横ばいに設定してきた人民元の為替基準値⁶を突如として前日比▲1.86%となる6.2298と、2年4ヵ月振りの元安水準に設定(図表10)。9月の米中首脳会談を控えてオバマ米国政権(当時)を大いに刺激する危険を冒してまで切り下げたことに、中国経済が危機的状況にあるとの思惑が市場に拡がり、主要な株式指数は軒並み下落した。その後は当局の人民元売り規制強化等により為替相場が落ち着きを取り戻すと主要国株は反発。しかしながら、2016年1月に中国人民銀行が断続的に基準値を切り下げると再び景気先行き不安が強まりグローバルに株価は急落。S&P500指数は約2年ぶりの安値をつける展開となった。

通貨切り下げにより自国およびグローバル金融市場の混乱を招いた中国人民銀行だが、直前の6月に上海総合株式指数が暴落し中国経済の先行きに対する不安が非常に強まっていたことに鑑みれば、切り下げが市場を不安定化させることは相当程度予測できたはずである。それでも中国人民銀行が対ドル基準値を大幅に変更さざるを得なかった背景には、「国際金融のトリレンマ」がある。

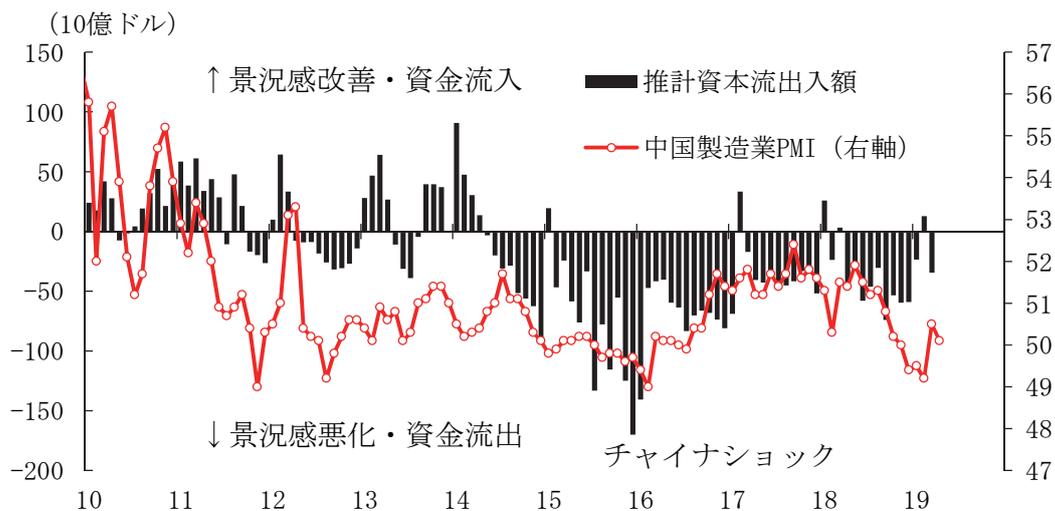
図表10：ドル／人民元(実勢値、基準値、バンド上限)



⁶ 中国国内で取引される人民元(CNY)レートの変動幅は中国人民銀行が発表する日次基準値から上下2%と定められている。但し、国外で取引されるオフショア人民元(CNH)には同規制が適用されないため、国内外で為替制度が異なる2重相場制となっている。

国際金融のトリレンマとは、①金融政策の独立、②為替相場の安定、③資本移動の自由は同時に実現できないとする国際金融政策論である。当時はテーパータントラムおよび逆オイルショックに見舞われたことから新興国を中心に世界経済の減速感が強まる中、中国の経済成長率は前年比+7%台から6%台へ低下。かかる状況下、中国人民銀行は自国経済の浮揚を目的に政策金利である基準貸出金利(1年物)を6.00%から2015年7月までに4.85%まで引き下げた。当時の中国の資本フローを正確に捕捉することは困難だが、貿易収支や国内の外貨預金の増減の推計から察するに、FRBが利上げを志向する中で米中金利差の縮小や中国経済の減速を背景に資本流出圧力は相当強まっていたと考えられる(図表11)。こうした中、変動相場制であれば通貨安となって然るべしだが、国際収支の均衡を政策目標の一つとして掲げている中国人民銀行は、相場の安定を企図して国内為替市場の基準値をほぼ横ばいに設定し続けた(前掲図表10)。しかも、金融規制改革の一環として資本取引規制を緩和する方針は見直さなかった。

図表 11：中国の推計資本流出入量と景況感

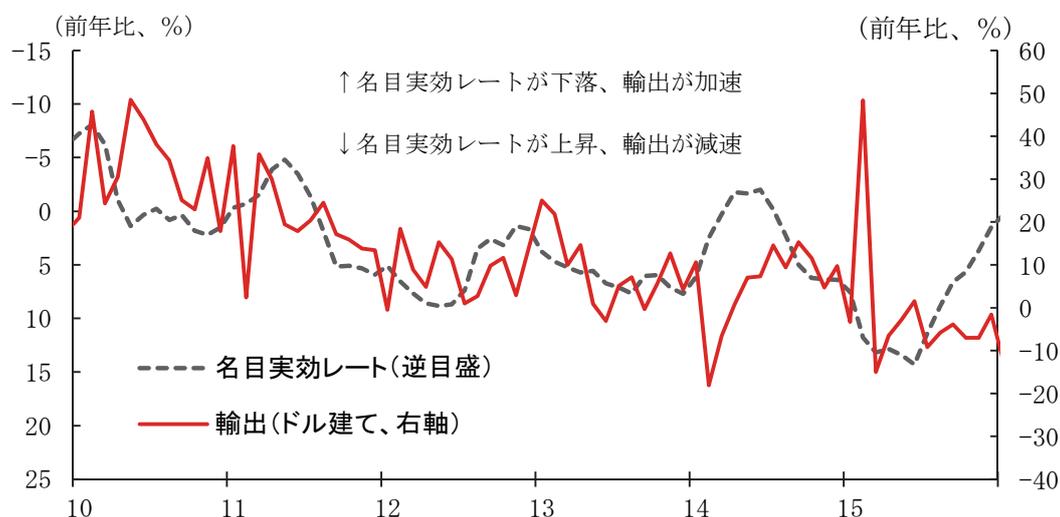


(注釈) 中国国内の外貨預金変化額、貿易収支、直接投資、中国人民銀行の為替介入額を基に算出
 (出所) 中国人民銀行、中国外貨管理局より三菱UFJ信託銀行作成

つまり、基軸通貨を有する米国とは異なる独立した金融政策(①)を採用しながら、為替相場の安定(②)を図りつつ、資本移動の自由度は変えない(③)という国際金融のトリレンマからすれば無理筋な政策目標の同時実現を図ったことになる。結果として、中国人民銀行は不都合な2つの事象に直面した。1つ目の事象は人民元の実効レート急上昇とそれに伴う輸出の落ち込みである。FRBが金融政策の正常化を志向したことに伴い2014年からドル相場が急騰し主要な通貨は軒並み値を下げた。こうした中、人民元だけが対ドルで横ばい推移したため、ドル以外の通貨対比で人民元が大幅に上昇。貿易額に基づき通貨の総合的な強さを示

す実効レートは急上昇した。その結果、価格面で不利に立たされた中国企業の国際競争力は低下し、輸出の減速を招いてしまった(図表 12)。

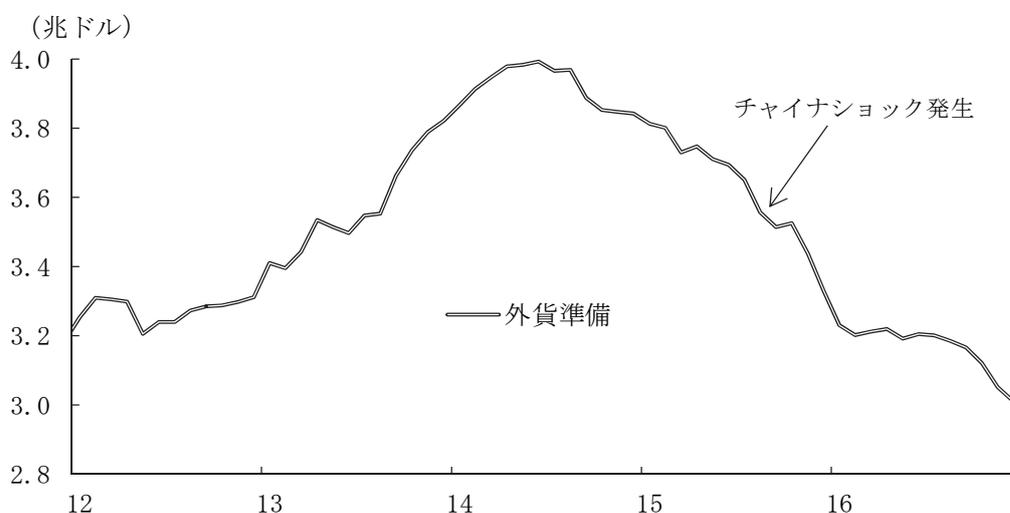
図表 12：中国の輸出および名目実効レート(前年比、%)



(出所) BIS および中国税関総局より三菱UFJ信託銀行作成

2つ目の事象は外貨準備の急減である。中国の外貨準備はピーク時(2014年6月)に約4.0兆ドルあったが、資本流出圧力の強まる中で為替レート安定を企図して外貨売り介入を行ったため、切り下げ直前の2015年7月には約3.7兆ドルまで減少(図表 13)。最初の切り下げ後も流出圧力は後退せず、2015年8~12月のわずか5ヵ月間で約0.3兆ドルと介入に外貨準備の約9%を費やす結果となった。年率にして全体の20%という急速な減少ペースを前に為替レートの安定に固執すれば外貨準備の枯渇を招くとの恐れが、2016年1月の切り下げに繋がったと考えられる。以上のように、チャイナショックは国際金融のトリレンマが正しく、金融政策の独立性、為替相場の安定、資本移動の自由の同時実現は持続性がないことを示した。

図表 13：中国の外貨準備



(出所) 中国人民銀行より三菱UFJ信託銀行作成

2. 市場開放が進む中で人民元市場を見る上での注意点

チャイナショック後、中国人民銀行は3つの政策目標の内、資本取引の自由(③)を諦め規制強化を行った。まず、1回目の切り下げから間もない2015年8月31日の通達で顧客からの外貨買い人民元売り予約を受けた金融機関に対し、予約契約額の20%を中国人民銀行に無利子で1年間預けるという規制を発表したほか、10月には銀聯カードを利用した現金の引き出し額の上限を設定。さらに2回目の切り下げ以降、中国政府は海外直接投資に関する1件500万ドル以上の外貨購入を事前認可制としたほか、外国企業の中国現地法人が本社に資金を貸し付ける子親ローンに上限と事前申請を義務付けると同時に、地域によっては流出額が流入額を上回らないように指導した。こうした中国人民銀行による規制強化は直接投資(ネット)の黒字化に貢献し(図表14)、2017年に入り人民元相場は底堅さを取り戻した。

市場の安定化後、中国人民銀行は同年9月に“外貨買い人民元売り”予約に関する規制を実質的に撤廃するなど規制を緩めた。もっとも、基準値を定めて決められた値幅でのみ為替レートの変動を許容するクローリング・ペッグに近い為替制度(②)は維持されたままである。国際金融のトリレンマに基づけば、現在のように為替レートが安定している場合には規制が緩和されていく余地があるものの、人民元安が急速に進んだ場合は再び規制を強化するか、独立した金融政策(①)を諦め米国に合わせて金融政策の引き締めを図るか、の二者択一を迫られる。外需による成長が難しくなる中、2020年に2010年対比でGDPを倍増させるという中期目標(小康社会の実現)を中国共産党が維持している以上、中国人民銀行が金融緩和という手段を捨てるとは考えがたい。従って、半ば管理相場に近い人民元市場について懸念すべきは、為替レートの急落ではなく突然の資本規制強化といえよう。

図表 14：中国の直接投資(対外資産、対外負債およびネット)



(出所) 中国人民銀行より三菱UFJ信託銀行作成

V. 終わりに

新興国への投資をする際に注意を要する為替下落リスクについて、本稿では新興国通貨の下落パターンとして典型的な3つのケースを振り返り、急落を引き起こす要因と下落するリスクが大きい通貨の特徴、および各通貨が安定を取り戻す条件を考察した。

最初に取り上げたテーパタントラムは、金融環境のタイト化が進む局面で経常赤字国および高インフレ率の国の通貨が大幅に下落するリスクが大きく、また各国当局が財政・金融政策を引き締め方向に転換できるかがその後の騰落率を決めるため、ヘッジ比率を決定する上ではショックを受けた後の当局対応を考慮した方がより効果的であることを示した。二番目の逆オイルショックは、原油市場が悪化すると資源輸出国の通貨が集中して売り込まれる恐れが強いものの、ショック発生前までに財政健全化を進めてきた資源国については、その後に通貨の買戻しが期待されるため、グローバルに商品市況が崩れた際にヘッジ比率を引き上げるべきは財政健全化を怠ってきた資源国通貨に限定されることを示唆した。そして最後のチャイナショックでは、管理相場制度を敷いている国は資本流出圧力に直面した時に、独立した金融政策の放棄か資本規制強化のどちらかをしない限り為替レートの下落は止められないという「国際金融のトリレンマ」が正しいことを証明した。この場合は、通貨安よりも規制強化により投資資金の流出入に制限が掛かることを懸念すべきと考える。

つまり、ヘッジ比率を引き上げるか否かはショックに対する脆弱性もさることながら、対応策やそのタイミング、規模感も加味して決断することが重要といえよう。今回の典型的な3パターンでみれば、米国の金融引き締めを受けて自国で財政・金融引き締め政策を実行すること、商品市況が崩れても資金繰りが窮さないように財政の健全化を図れること、管理相場制下で資金流出局面に直面したら資本規制の自由化を諦めること、が判断要素になる。

足許は、FRBが金融政策の正常化停止を明言しているため、金融環境が急速に引き締ま

る事態は想定しがたく、経常赤字国および高インフレ率の通貨が大きく下落するリスクは小さいといえよう。今後、米国債券市場参加者が予想するとおり FRB が金利引き下げなど緩和方向に金融政策の方向性を転換するのであれば、むしろヘッジ比率は下げる方が適切と考える。また、OPEC および非 OPEC 加盟国が協調減産をしている中、原油価格が再び値崩れを起こすリスクは小さくなっているため、ロシアなど資源国についてはヘッジ比率を見直すタイミングではないだろう。為替相場ではドル買い圧力が強まらず、人民元レートは安定推移していることから、中国が再び「国際金融のトリレンマ」に基づき政策の取捨選択を迫られる可能性は低く、人民元に対するヘッジ比率を上げるべきタイミングともいいがたい。

もっとも、大方の予想に反し米国景気が底堅さを保ち FRB が再び利上げを志向するケースや、原油価格の高止まりを背景に OPEC による協調減産が終了するケースなど先々を見通せば環境が変わる可能性は十二分にある。環境の変化に伴い新興国為替相場の市況が大きく変わる際には、本稿で振り返った代表的な局面とその教訓が為替ヘッジ戦略策定の参考になれば幸いである。

(2019年5月22日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・小林公司[2013]『正常化に向かうインドの金融政策～通貨防衛からインフレ抑制に軸足を戻す』みずほ総合研究所 みずほインサイト 2013年11月26日
- ・ジェトロ[2014]『ジェトロ世界貿易投資報告 2014年版』2014年10月1日
- ・井上淳[2014]『原油相場の新たな展開～地政学・金融相場から需給相場へ転換～』みずほ総合研究所 みずほインサイト 2014年12月9日
- ・西川珠子[2014]『減速傾向強まるブラジル経済～W杯開催効果も限定的、ルセフ大統領再選に黄信号』みずほ総合研究所 みずほインサイト 2014年6月16日
- ・佐々木貴彦[2015]『中国人民幣：中国人民銀行が人民幣売り規制を発表』みずほ銀行 通貨ニュース 2015年9月3日
- ・佐々木貴彦[2016]『人民幣：介入による CNY 安定はいつまで続けられるのか?』みずほ銀行 通貨ニュース 2016年2月2日
- ・金野雄五[2017]『低成長が続くロシア経済～緊縮財政と油価上昇の鈍化が回復の重石に』みずほ総合研究所 みずほインサイト 2017年11月21日
- ・中田理恵[2018]『中国：なぜ経常収支は赤字に転落したのか～中国国際収支統計 2018年1～3月期』大和総合研究所 2018年7月10日
- ・西川珠子[2019]『転機を迎えるベネズエラ～体制転換の可能性と原油・金融市場への影響』みずほ総合研究所 みずほインサイト 2019年2月1日

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）