

通貨ニュース(2014 年 4 月 30 日)

新興国通貨:「フラジャイルファイブ」アップデート

- 米国の金融政策正常化への思惑から大きく下落した「フラジャイルファイブ(脆弱な 5 通貨)」だが、今年 2 月以降、相場は反発に転じている。
- ファンダメンタルズの現状を確認すると、インドやインドネシアの優位、トルコの劣勢が目立つ。
- 金融政策については各国とも中央銀行がインフレ抑制、通貨防衛のための引き締め姿勢を明確にしているが、2014 年は選挙の年であり、各国政府の大衆迎合的な政策がこれを相殺するリスクは小さくない。
- 各国ともファンダメンタルズは徐々にではあるが改善しており、昨年のようなパニック的な売りに見舞われることは想定されないが、選挙を前にした期待や思惑で実力以上に上昇する通貨には要注意である。

国際為替部

深谷 公勝

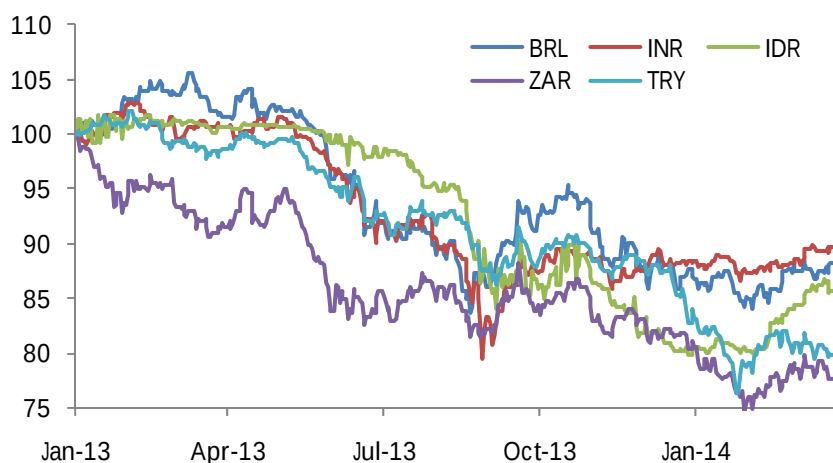
03-3242-7065

masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

足許の相場動向:「フラジャイルファイブ」は死語に？

昨年 5 月以降、米国の金融政策正常化への思惑から新興国資産は大きく下落したが、中でもブラジルレアル(BRL)、インドルピー(INR)、インドネシアルピア(IDR)、南アフリカランド(ZAR)、トルコリラ(TRY)の 5 通貨は、経常収支赤字や高インフレといったファンダメンタルズの弱さから特に下落率が大きく、「フラジャイルファイブ(脆弱な 5 通貨)」と呼ばれた。しかし、これら 5 通貨は今年 1 月に発生したアルゼンチンショックの一巡以降は大幅な反発を見せており、最近では「フラジャイルファイブ」という言葉もあまり聞かれなくなった。ここではこれら 5 通貨について経常収支、インフレ、金融政策、国内政治の観点からファンダメンタルズの現状をアップデートし、先行きの相場を展望したい。

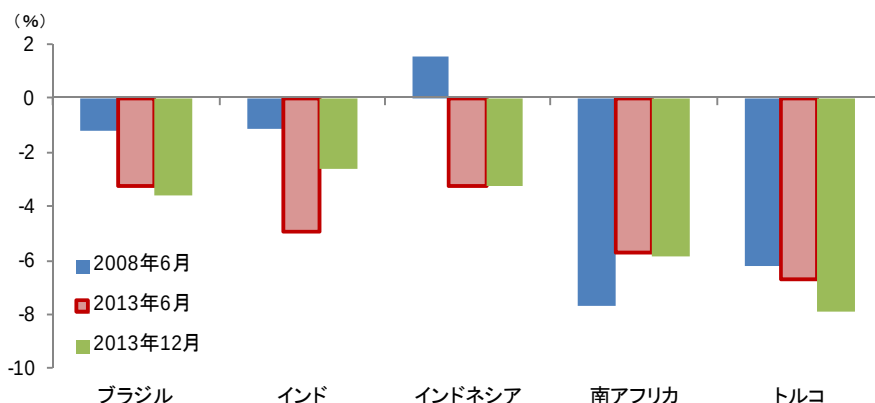
図表 1:「フラジャイルファイブ」通貨の推移 (2013 年 1 月 1 日=100)



(資料)Bloomberg

経常収支：インドの経常収支が大きく改善、トルコは悪化

図表 2：各国経常収支の対名目 GDP 比



(注) 経常収支、名目 GDP は各時点の後方四半期合計値

(資料) CEIC

経常収支は新興国通貨の脆弱性を測る上で最も重要視される指標の一つである。「フラジャイルファイブ」の5か国はいずれも経常赤字国であるが、これらの大部分はリーマンショック以降の輸入の大幅増加による貿易収支の悪化によりもたらされているという点で共通している。

図表2は各国の経常収支(対名目GDP比)について、リーマンショック以前の2008年6月時点、FRBのQE縮小が騒がれ始めた2013年6月時点及び2013年12月末時点の値を比較したものである。これを見るとインドの経常赤字が大きく改善していることが分かる。インドの経常赤字拡大には金輸入の増加が大きく寄与していたため、政府・中銀は2013年6月以降に金の輸入規制を相次いで強化した。同国経常赤字の大幅縮小はこうした当局の規制強化が功を奏したものである。但し、金輸入規制による収支の改善には限界があり、更なる赤字縮小には内需の鈍化や外需回復による輸出の増加を待つ必要がある。今後の経常収支の改善はより緩やかなものに留まるだろう。

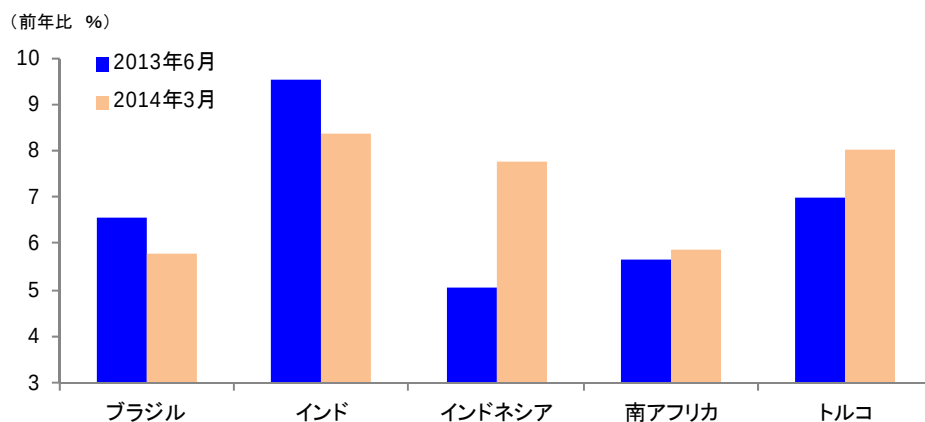
一方、インドとは対照的にトルコでは、貿易赤字が拡大し経常赤字の状況が悪化している。貿易赤字の拡大については堅調な国内景気を背景に輸入額の増加基調が続いていることによるものである。後述するが、この点は中銀の政策対応が一貫性を欠き、他国に比べ引き締めが遅れたことも要因の一つとして指摘できよう。

この他の国では経常赤字の規模はほぼ横ばいとなっているが、インドネシアでは国内景気の減退や燃料補助金削減により燃料需要が減少、貿易収支は同年7月をピークに改善している。経常赤字も2013年10～12月期のみを見た場合、名目GDP対比で約2%まで縮小しており、経常収支の改善基調が明確になっている。ただ、もう一段の赤字縮小には時間を要するという点はインドと同じである。

ブラジル、南アフリカは貿易収支のトレンドに大きな変化は見られていない。こちらも国内景気が減速することによる輸入の減少は見込めるものの、ブラジルについては主要輸出相手国である中国経済の鈍化、南アフリカは鉱山ストライキの影響により輸出が伸びにくく、経常収支の目覚ましい改善は期待できない。

国内物価動向：ブラジル・インドで CPI 低下、南ア・トルコは上昇

図表 3：各国 総合消費者物価指数（CPI）動向



(注) 数値は各時点の後方3か月移動平均値

(資料) CEIC

「フラジャイルファイブ」の5か国は他の新興国対比でも高水準のインフレ圧力を抱えている。一般的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)。通貨の下落は輸入物価の上昇を通して国内物価を押し上げるため、政策対応を誤れば国内物価の上昇→通貨下落のスパイラルに陥ってしまう。

図表3は各国について2013年6月時点と2014年3月時点の総合消費者物価指数(CPI)の前年比上昇率を比較したものである。まずインドネシアのCPI上昇が目につくが、これは2013年6月に財政健全化の目的から実施された燃料補助金削減の影響(2%程度と推測される)を含んだものであり、これを除けば物価上昇はよりマイルドな印象に変わる。2014年夏場にかけて燃料補助金削減の影響は剥落し、同国CPI上昇率は中銀のターゲット上限である前年比5.5%上昇付近まで低下すると見られている。

一方、ブラジル、インドではCPIが大きく低下している。これはCPI上昇の主要因であった生鮮食品の価格上昇ペースが需給の緩和により減速したことの影響が大きい。加えて、これらの国の中央銀行が大幅な利上げを実施し、国内経済が鈍化したことも寄与していると思われる。

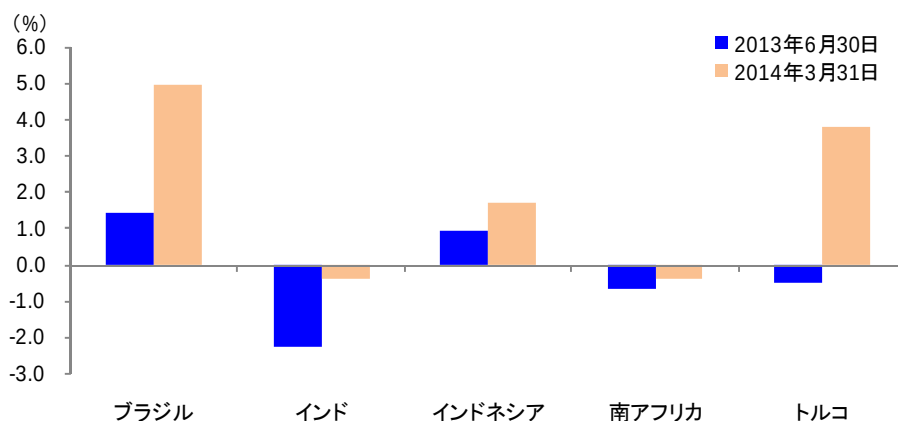
他方、トルコではインフレが加速している。足許の数値には2014年1月に政府が実施した特別消費増税の影響が含まれているものの、物価上昇の加速はそれよりも前の2013年半ばから始まっている。CPIの内訳をみると、同国の物価上昇は食品やエネルギー価格を除いたコア部分にも広がっており、失業率の低下を受けた賃金上昇圧力の増大が背景にある。トルコ中銀は今年1月28日に緊急会合を開き550bpの大幅利上げを行ったが、先述の特別消費税増税の波及も考えられることから、国内経済が鈍化し、物価上昇圧力が減退するのはもうしばらく先になりそうだ。

金融政策動向：各国中銀は通貨防衛の大幅利上げを断行

金融政策の適切なコントロールを通して物価の安定を図ることは、現在多くの国の中央銀行の責務となっているが、今回の新興国通貨の下落局面では中央銀行の金融市場に対するコミュニケーションの巧拙も重要なポイントとなった。この点で最も成功を収めたと言えるのはインド中銀(RBI)だろう。同中銀のラジャン総裁は昨年9月の就任以降、計75bpの利上げを行ったほか、インフレターゲット制の採用やCPI改革など、物価抑制・透明性向上のための施策を矢継ぎ早に打ち出した。これを受けてINRも9月を境に急速に落ち着きを取り戻している。

インドネシア中銀(BI)も計175bpの利上げを実施。BIは、景気を犠牲にしても経常収支赤字の縮小を最優先させる方針を明確にしている。ブラジル中銀(BCB)、トルコ中銀(CBRT)も大幅な利上げを実施(それぞれ300bp、550bp)した。しかし、両国では今年大統領選挙を控えていることもあり、政府・中央銀行高官の発言に引き締めに消極的な態度が垣間見えるなど、中銀の信任という観点ではインドやインドネシアの後手に回ったと言える。特にトルコでは1月28日の緊急会合に至るまでの間、エルドアン首相を含めた政府高官が利上げの可能性を否定していたほか、CBRTのバスチュ総裁自身も政策に関して一貫性を欠き、TRYの売り材料となった。

図表4：各国実質金利



(注)実質金利はトルコを除いて、政策金利－CPI(前年比)。トルコはO/N銀行間貸出金利－CPI(前年比)。CPIは各時点の後方3か月移動平均値、インドネシアは燃料補助金削減の影響(2%と仮定)を控除。

(資料)Bloomberg

各国の金融政策を実質金利で見ると、ブラジル、トルコが大幅に引き締め度合いを強めたことがわかる(図表4)。これらの国では当面政策金利が据え置かれると予想されるが、トルコにおいては3月の地方選に勝利したエルドアン首相が利下げを望む発言をしており、政治的圧力からCBRTがタカ派姿勢を弱めるリスクには注意が必要である。

インドの実質金利は依然としてマイナスであるが、RBIの見通し通りにCPIが低下した場合、来年にはプラスに転じる。さらに2016年には実質金利は2%に上昇することとなるが、ここに至る段階で利下げが実施されるだろう。前述の通り、インドネシアのCPIは夏場にかけて中銀のターゲット上限である5.5%付近まで低下すると見られる。BIは当面政策金利を据え置く公算が大きい。経常収支の改善が進まない場合や、大統領選挙前後でIDRが大きく下落するようなケー

スでは更なる利上げが想定される。

南アフリカでは依然としてマイナス金利の状態が続いている。低迷する経済情勢に鑑みれば難しい選択ではあるものの、インフレ抑制・通貨防衛という観点からは更なる利上げ余地があると言えよう。市場も1年以内に150bp程度の追加利上げを予想している。

国内政治動向:2014 年は選挙の年

新興国のファンダメンタルズを見通す上では各国の国内政治動向も極めて重要な要素の一つである。折しも「フラジャイルファイブ」の各国では 2014 年に重要な選挙を控えており、新政権が短期的な景気低迷を甘受して国内構造改革を推進できるかが焦点となる。

図表 5: 「フラジャイルファイブ」 選挙スケジュール

国	種類	日程
インド	下院総選挙	4月7日～5月12日
南アフリカ	大統領選挙	5月7日
インドネシア	大統領選挙	7月9日(第一回投票)
トルコ	大統領選挙	8月10日
ブラジル	大統領選挙	10月

(資料)各種報道等より筆者作成

インドでは4月7日に下院総選挙が開始され、5月12日まで各州で順次投票が実施される(5月16日に一斉開票)。改革派として知られる現グジャラート州知事のモディ氏率いる最大野党連合(BJP)が政権を獲得する可能性が高いが、問題は勝ち方である。得票率が伸びず、少数政党が乱立する状況となると政府の指導力が低下し、改革が停滞する。足許までの出口調査や各種報道によればBJPが過半数を獲得する見込みといわれており、この通りとなればINRにポジティブだろう。

南アフリカの総選挙は5月7日に実施される。現職のズマ大統領及び与党ANC(アフリカ民族会議)は、国内景気の低迷や同大統領の公的資金流用疑惑により若年層を中心に支持率が低下している。今回の選挙では労働組合や老年層の支持を維持してANCが勝利し、ズマ大統領が再選する見通しだが、得票数は大きく減少すると見られる。ANCは労働組合を主要な支持基盤とすることから、そもそもストライキ等の問題を抱えた労働市場の改革に深く切り込むことができないでいたが、同大統領の指導力低下により政策運営が滞れば、こうした問題が棚上げとなるリスクが増大することとなる。

インドネシアでは7月に大統領選挙が実施される。それに先立ち今月9日に実施された総選挙では次期大統領有力候補のジョコ＝ウィドド氏を擁立する闘争民主党の得票数が事前予想ほど伸びないネガティブサプライズにIDRは下落した。大統領選は下馬評通りジョコ氏が当選すると思われるが、同氏の政策方針については情報が少ない。ジャカルタ州知事時代やそれ以前のソル市長時代に見せた効率的な政策運営に期待がかかるが、過度の楽観は禁物である。

トルコでは 8 月に大統領選挙が実施され、エルドアン現首相が出馬する見通しとなっている。同国ではエルドアン首相のイスラム教寄りの政策に反政府デモが起こるなど世論が割れているが、3 月に実施された統一地方選挙では与党の公正発展党 (AKP) が勝利しており、大統領選もエルドアン氏の勝利が有力である。先述の通り、同氏が影響力を強めた場合、財政拡張や中央銀行に対する緩和圧力の増大などが予想され、TRY にとっては大きなダウンサイドリスクである。

ブラジルでは 10 月に大統領選挙が予定されている。現職のルセフ大統領は景気の低迷や地域間格差の拡大等を背景に支持率が低迷。大統領が交代し、新政権が改革を推し進めるとの期待から市場はこれを好感し BRL は値を上げている。しかしながらルセフ大統領に有力な対抗馬がいるわけでもなく、戦局は混迷しており、市場の期待はやや行き過ぎのように思われる。一方、政権側は双子の赤字等の構造問題に対処するため財政規律の強化をアピールしてはいるものの、選挙を前に抜本的な改革には踏み切れないでいる。こうした状況は選挙本番まで続く可能性が高い。

為替相場見通し: 選挙を控えた期待先行の上昇には反落リスク

全体として、「フラジャイルファイブ」の 5 通貨をフラジャイルたらしめていたファンダメンタルズの脆弱性は徐々にではあるが改善傾向にあり、これら 5 通貨が昨年のようなパニック的な売りに見舞われる展開は想定しにくい。

個別通貨では、ファンダメンタルズの改善度合い、中銀の信認の高さから INR のアウトパフォームが続くそう。総選挙についても出口調査の結果からはモディ氏率いる野党連合の優位が伝えられており、ポジティブサプライズとなる可能性もあろう。次に IDR、BRL が続く。IDR については足許で経常収支が大きく改善していることが大きい。但し、インドにも共通して言えることであるが、足許までの経常収支の改善は輸入制限や補助金削減といった荒療治によって実現されたものであり、更なる上積みについては国内景気の減速や外需回復による輸出の増加を待つ必要がある。このため、選挙の結果もわからない現時点では更に買い進む理由が見当たらないというのが現状だろう。実際、IDR は今月 9 日の総選挙以降、政治への期待の剥落からそれまでの上昇を吐き出す展開が続いている。BRL は双子の赤字が通貨の重石となる構造に大きな変化は期待できないものの、中銀の利上げが功を奏し、CPI に鈍化の兆しが見え始めていることが通貨を下支えしよう。但しこちらも、特に 3 月以降の相場については、ルセフ現大統領の支持率低下を受けた政権交代への期待で上昇するなど違和感が残る。同国の選挙はかなり混迷すると見られ、政治関連のヘッドラインによる相場反転のリスクは大きい。ZAR、TRY は新興国通貨の中でも弱い通貨となりそう。特に TRY はファンダメンタルズの弱さに加えて国内政治の混迷が大きく足を引っ張るだろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、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。