

みずほマーケット・トピック(2021 年 4 月 27 日)

「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？

昨日の本欄では年後半に進むに連れて、ワクチン接種率の格差などが先進国と新興国の成長率や金利の格差に繋がり、一部の国は大幅な資本流出に苦しむのではないかと議論した。筆者はそれを世界経済が正常化するための「成長痛」と呼んだ。しかし、新興国といっても様々である。為替市場の視点からは伝統的に経常収支や外貨準備の状況からその耐久力を推し量るアプローチが奏功するケースが多い。本日の本欄では「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるかを議論。図にすると良く分かるが、やはり経常黒字通貨の方が経常赤字通貨と比べて、分散(すなわちリスク)が小さいのは明らか。その上で目に付く通貨を挙げるとすると、アルゼンチンペソ(ARS)、トルコリラ(TRY)、南アランド(ZAR)、チリペソ(CLP)など。IMF の算出する外貨準備適正評価(ARA)に照らしても、この 4 通貨は基準を割り込んでいる。世界経済の「成長痛」に関し、犠牲になりそうな通貨群と言えるだろう。既にテーパリングに踏み切っているカナダを追いかけると、早ければ年後半以降にこうした議論がテーマになる可能性も。

～「成長痛」を前にした新興国の現状整理～

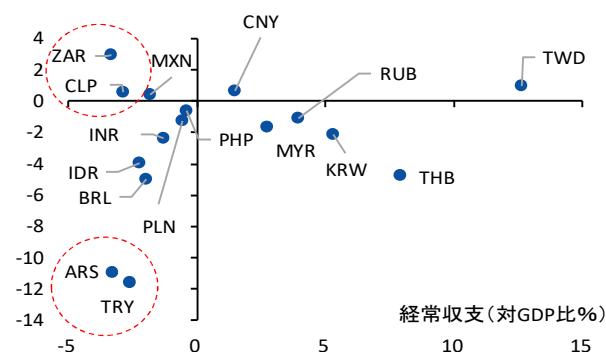
昨日の本欄では年後半にわたってワクチン接種率格差が成長率、金利の格差に繋がり、新興国から先進国への資本流出を誘発する恐れを議論した。結果、大幅な通貨安に直面する新興国は意図せざる通貨防衛のための利上げを強いられ、景気減速を経験する可能性がある。筆者はそれを世界経済が正常化を進める際の「成長痛」と表現している。しかし、新興国といっても G20 の中での新興国と G20 以外の新興国ではワクチン接種率に大きな差が見込まれるし、新興国の中でもとりわけ所得に恵まれない国(低所得国)ではより悲惨な状況が待ち受ける。この点、為替市場の視点からは伝統的に経常収支や外貨準備の状況からその耐久力を推し量るアプローチが奏功するケースが多い。本日の本欄ではそうした伝統的視点に照らした新興国の現状を整理しておきたい。

～経常収支はやはり重要～

定番の経常収支の状況を為替変化率(対ドル、年初来)を整理したものが図である。経常収支に関しては 2020 年実績および 2021 年予測がコロナショックの影響で大きく振れるので、2015～19 年の平均を用いている。通貨の変化率はあくまで年初来で測っているため確たる結論は得にくい。が、やはり経常黒字通貨(図の右半分)の方が分散(すなわちリスク)が小さいのは明らかである。その上で目に付く通貨を挙げるとすると、ア

新興国の経常収支と為替相場

為替騰落率(年初来%)



(資料)IMF, Bloomberg 経常収支は15-19年平均、為替は2021年4月26日までの年初来。

ルゼンチンペソ(ARS)やトルコリラ(TRY)が経常赤字の大きさから通貨売りに晒される定番通貨として有名だが、これは現状にも当てはまる。ARS は慢性的な外貨不足が指摘される中で手放される動きが進みやすく、それ自体は文字通り、経常赤字に起因する通貨安である。一方、トルコリラは内政運営の不味さも相まって売られることが多く、今次局面では観光産業への打撃が実体経済の悪化を招いていることも通貨安の理由として持ち出されている。経常赤字は数ある通貨安の理由の1つに過ぎないだろう。なお、この2通貨は2019年通年で見ても▲20～▲40%(対ドル、以下同様)という下落を経験しており、もはや売りが常態化している。来るべき「成長痛」で真っ先に混乱を経験しやすい通貨だろう。

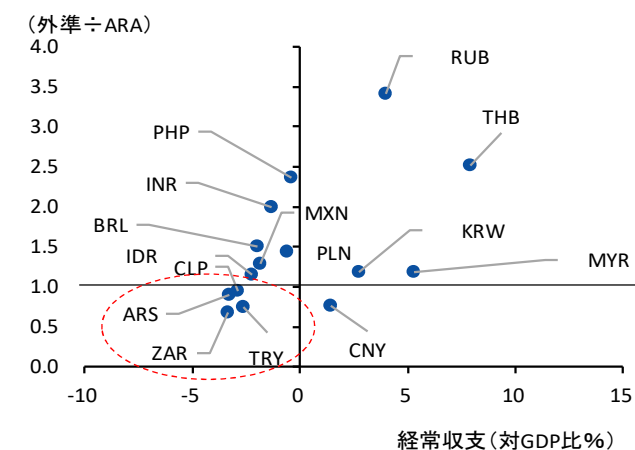
経常赤字通貨でも南アランド(ZAR)は対ドルで+3%ほど上昇しているが2019年通年では▲5%下落しているという経緯がある。経常赤字の大きさも相応に大きく、米金利が上昇するような局面では金価格上昇というZARへの追い風も期待しづらいだろう。米金利とドルが相互連関的に上昇する局面では「成長痛」を被りやすい通貨と考えたい。メキシコペソ(MXN)も+0.4%と経常赤字国通貨ながら堅調だが、2019年通年では▲5.5%下落しており、従前の原油価格上昇を踏まえれば、むしろ産油国通貨の割に軟調な推移と言える。チリペソ(CLP)は銅価格上昇の恩恵を受けて買われているようだ。米金利が上昇するような局面では景気回復期待から銅価格も堅調になりそうゆえ、この辺りはCLPの下支えにはなりそうだが、そもそも「成長痛」がテーマ視される局面ではGDP比▲3%前後の経常赤字というのはやはり目を付けられやすいように思われる。

～外貨準備基準で浮かび上がる危うい通貨も同様の顔ぶれ～

経常収支と並んで資本流出の防波堤になるのが外貨準備である。古くは「輸入3か月分以上」や「対外短期債務との比率(外貨準備÷対外短期債務が1.0以上)」、「マネーサプライとの比率(外貨準備÷M2が10～20%程度)」が資本流出局面に備える際の適正な外貨準備水準と言われていた。現在ではIMFが外貨準備適正評価(ARA:Assessing Reserve Adequacy)と題し、そうした伝統的な基準を組み込んだ上で、外貨準備に関する総合的な判断基準を設けている。具体的には①輸出額、②対外短期債務、③マネーサプライ(広義流動性、Broad money)、④その他債務を構成項目とする判断基準である(①～④にかかるウエイトは固定相場制と変動相場制で異なる)。

IMFはこうして算出されたARAに対し100～150%程度(外貨準備÷ARAが1.0～1.5程度)の外貨準備水準を維持することを推奨している。上で言及したARS、TRY、ZAR、CLPは1.0を割り込んでおり、外貨準備基準に照らしても不安が抱かれる。中国人民元(CNY)が1.0を割り込んでいるのは巨額のM2を反映しているが、3兆ドルを超える外貨準備と世界最大の経常黒字(2020年実績)を踏まえれば、「成長痛」は十分乗り切れるだろう。やはり問題は経常赤字が相応に大きく、ARA基準で見た外貨準備が1.0を割り込む新興国通貨であり、

新興国の経常収支と外貨準備



(資料)IMF、外貨準備適正基準(ARA)は20年時点、経常収支は15-19年平均。

ARS、TRY、ZAR、CLP といった通貨群がどうしても目に付く。なお、台湾ドル(TWD)は ARA 未公表であるが、世界 5 指に入る外貨準備水準に加え、GDP 比 2 ケタの経常黒字も加味すれば大きな心配は不要だろう。むしろ TWD に関しては政治リスクが通貨売りに繋がる展開が警戒される。

もちろん、為替が変動する要因は枚挙に暇がない。足許で新規感染者数が急増しているインド(INR)のような国では今後、実体経済の悪化が金融政策の修正に繋がり、金利低下などを契機として激しい通貨売りを招く可能性もある。また、バイデン政権に移行してからも関係悪化が伝えられるロシア(RUB)のように、盤石の経常黒字と外貨準備を誇りながらも精彩を欠く通貨もある。テーマは時々刻々と変わるものである。しかし、過去の経験則に倣うのであれば、先進国の経済・金融情勢の好転を受けて資本流出が加速し、結果的に(望まぬ利上げなどを通じて)実体経済が傷んでしまうという展開は経常収支が脆弱で、外貨準備が不十分な新興国を起点に顕現化する可能性が高い。それは世界経済が平時に向かうための「成長痛」だが、当事国にとっては大きな混乱である。既にテーパリングに踏み切っているカナダを追いかけるように、早ければ年後半以降にそうした動きが活発化する恐れはある。その時に備えて、どの国・通貨が危うそうなのかは頭に入れておきたい。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まず「パウエルショック」の回避が至上命題～)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に掂がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが見る新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡面という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～過性のまやかかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱ狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か？～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「收穫通減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフターランプに沸く金融市場の整理