

欧州がカギを握る今後の新興国通貨安リスク

2019年3月26日 調査部 鹿庭 雄介

TEL 045-225-2375

E-mail: kaniwa@yokohama-ri.co.jp

【要約】

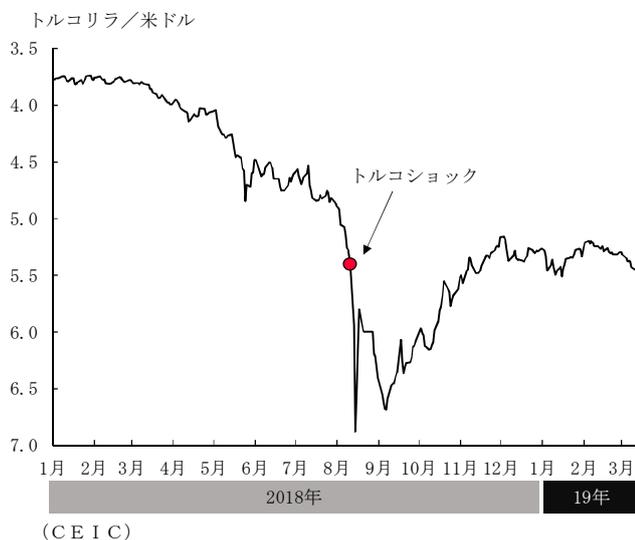
昨年8月に発生したトルコショックがきっかけとなり、新興国は大幅な通貨安に見舞われた。もっとも足元では震源地となったトルコリラを始め、多くの新興国通貨がショック以前の水準にまで回復してきている。さらに今年に入ってFRB（米連邦準備理事会）が金融正常化の方針を見直す姿勢を示していることは、新興国通貨の下落に歯止めをかける要因となろう。

ただ、これら新興国への資金流入を提供国・地域別にみると、欧州の存在感が依然として大きいことが分かる。ECB（欧州中央銀行）が金融正常化のペースを緩めたことは新興国通貨にとって朗報ではあるものの、欧州景気の弱含みや英国のEU離脱（ブレグジット）による混乱などの影響を受けて、今後、欧州の銀行が新興国から資金を引き上げるような事態となれば、再び通貨安圧力が強まる恐れもある。とりわけトルコはユーロ圏の銀行から、またマレーシアは英国の銀行からの短期資金に対する依存度が高く、より注意が必要といえよう。

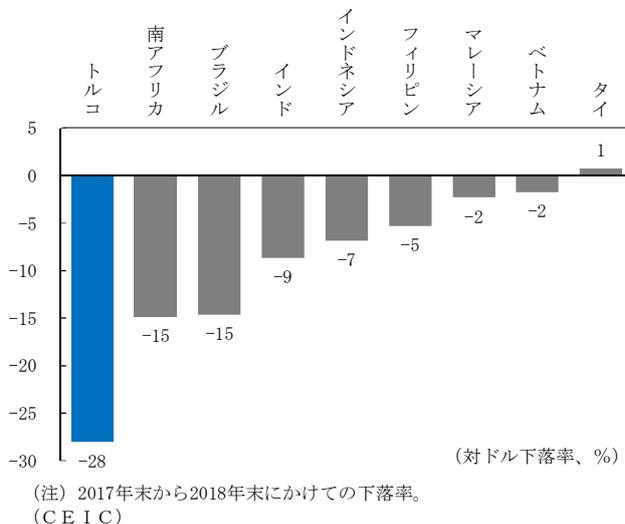
1. 落ち着きを取り戻しつつある新興国通貨

2018年は新興国通貨にとって厳しい一年となった。特に、米国人牧師の拘束を巡る米国とトルコ的外交問題に端を発する8月のトルコショック以降は、当事国の通貨であるトルコリラのみならず、南アフリカやブラジルなど多くの新興国に通貨安が広がった（図表1、図表2）。ただ、その後は年末にかけて新興国通貨は徐々に落ち着きを取り戻してきており、足元ではトルコショック発生前の水準にまで回復してきている。

図表1 トルコリラ（対ドル）



図表2 新興国通貨の対ドル下落率（2018年）



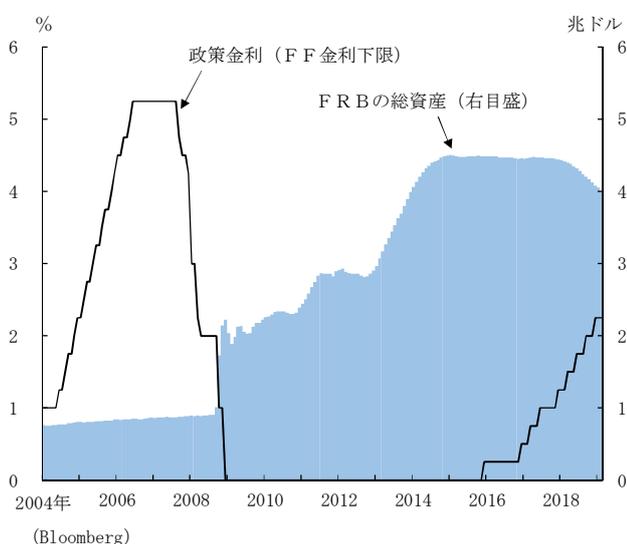
2. 米FRBによる金融正常化の見直しは新興国通貨にとって追い風

もっともこうした新興国通貨の下落は、トルコショックの発生前から既に「米国の金融正常化」によってもたらされていた。FRB（米連邦準備理事会）はリーマン・ショック後の世界的な金融危機を受けて、大規模な金融緩和を行ってきた。これにより生じた過剰流動性が新興国市場に大量に供給されたことが新興国経済の成長を支えてきたといえる。

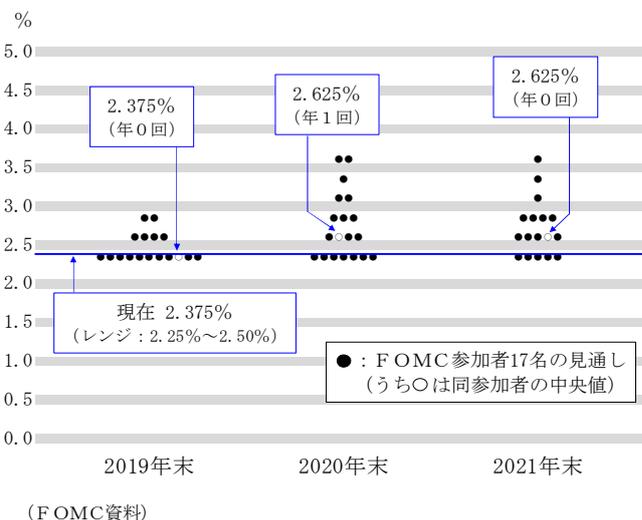
そして金融危機による混乱が徐々に収束に向うなか、FRBは世界の主要国・地域の中央銀行に先駆けて大規模緩和からの出口戦略に舵を切っている。まず2014年10月に量的緩和政策を終了させ、その後2017年10月にはFRBが保有する資産の縮小を開始している（図表3）。また2015年12月からは利上げを開始し、これまでに合計9回（FF金利の誘導レンジの下限は0.00%から2.25%まで上昇）行ってきた。こうした米国の金融正常化に向けた取り組みは、リーマン・ショック後の金融緩和で新興国に流れた大量の資金を米国へ呼び戻すことへとつながった。そしてこれは新興国の立場からみれば、自国からの資金流出圧力を強めることになるため、自国通貨安の要因となってきた。

ところがFRBは2019年に入り、昨年末の株価急落や世界経済の不透明感の高まりなどを受け、金融正常化の見直しを進めている。3月20日のFOMC（公開市場委員会）では、参加者の2019年末における政策金利の見通し（中央値）が2.375%にまで低下し、2019年中に想定される利上げ回数（1回当たり0.25%）は前回2018年12月時点に示した2回から0回へと一気に引き下げられた（図表4）。また、パウエルFRB議長はFOMC後の記者会見で、「資産縮小は今年5月から減速し、9月には完全に停止する」と述べ、FRBのバランスシートの規模を従来想定されていたよりも大きい水準にとどめる方針を示した。こうしたFRBの金融正常化方針の転換は、新興国にとって資金の流出圧力を緩和するとともに、新興国通貨の下落に歯止めをかける効果も期待される。

図表3 FRBの利上げと保有資産の状況



図表4 FOMC参加者の政策金利見通し



加えて、米国景気が依然として好調を維持していることも、新興国通貨にとってはポジティブに働こう。米国の昨年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と、前期からやや低下したとはいえ、2%弱といわれる潜在成長率を依然上回る高成長を続けている。こうした米国景気の拡大を背景に米国の投資家はリスク選好度を強めているとみられ、先述の金融正常化の見直しと相まって、新興国市場に再び資金が流入しやすい環境になりつつあるといえる。

3. 新興国向けに最も資金を提供しているのは欧州の銀行

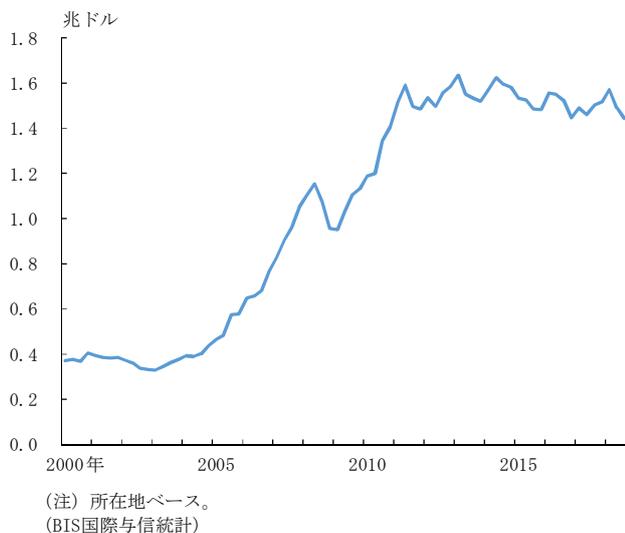
しかしながら、米国が金融正常化の見直しに踏み切ったからといって、新興国の通貨不安が完全に払拭される訳ではない。図表5はB I S国際与信統計から、世界各国の銀行を通じた新興国向けの国際与信残高¹をみたものである。新興国への資金流入は2000年代半ば頃から急速に増え、リーマン・ショックの発生により一時減少に転じた後も2010年まで増加基調で推移した。

ただ2011年以降をみると、それまでの増加トレンドから一転して横ばい圏内での推移が続いている。こうした変化の原因を探るために図表5を資金の提供国・地域別に分けてみたのが図表6である。これをみると、まず米国の銀行による新興国向け国際与信残高は、バーナンキFRB議長(当時)が量的緩和の縮小を示唆(テーパー・タントラム)した2013年頃を境に横ばいからやや減少トレンドとなっており、先述のFRBによる出口戦略を背景とする新興国からの資金流出の動きとも整合的であると言える。逆に主要国・地域で唯一残高を伸ばしてきたのが日本の銀行である。これはリーマン・ショックによる直接的な影響が欧米の銀行に比べ小さかったことや、人口減少が続く中において、低金利の環境が長引くと見込まれることから、大手行を中心に収益機会を求めて積極的に海外進出を進めてきた結果であるとも言える。

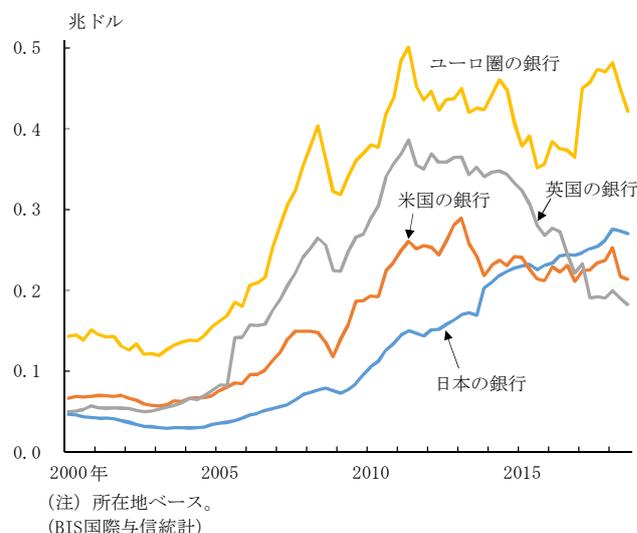
他方で、最も国際与信残高が大きいユーロ圏の銀行をみると、2011年以降、国際与信残高は頭打ちとなっている。また、英国の銀行も2011年以降、横ばいでの推移が続いた後、2014年頃から急激に減少している。こうした背景には、ユーロ圏では2011年以降の欧州債務危機が、英国では2016年以降のEU離脱(ブレグジット)による混乱が、それぞれ新興国からの資金の引き上げにつながっていると考えられる。

そしてもう一つ注目すべきは、減少傾向にあるとはいえ、ユーロ圏や英国の銀行は新興国向けの資金提供元として依然存在感が大きいということである。新興国向け国際与信残高の規模で見れば、ユーロ圏の銀行の方が米国の銀行よりも大きく、また急減している英国の銀行でさえ未だ米国の銀行と肩を並べる水準にある。こうした点を踏まえると、新興国通貨の今後の行方をみる上で、ユーロ圏や英国の銀行の動向が重要になってくるのが分かる。

図表5 新興国向け国際与信残高
(合計)



図表6 新興国向け国際与信残高
(提供国・地域別)



¹ ここでの新興国には図表2の9か国(トルコ、南アフリカ、ブラジル、インド、インドネシア、フィリピン、マレーシア、ベトナム、タイ)が含まれる。また国際与信残高には貸出のほか、債券や株式投資も含まれる。

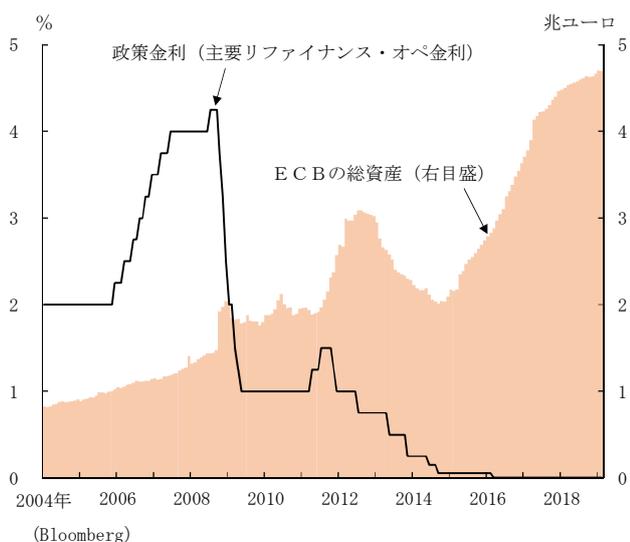
4. 欧州の銀行における新興国向け資金の流れを左右する要因

こうした点を勘案し、今後重要となるユーロ圏や英国の銀行からの新興国向け資金の流れがどういった要因によって左右される可能性があるのかについて検討してみる。

まずユーロ圏の銀行においては、ECB（欧州中央銀行）の金融政策の動向に注目が集まる。ECBは先行する米FRBに続き、2018年末に量的緩和の終了に踏み切った（図表7）。ただ、最近になってECBも世界経済の不確実性などを理由に、当初今秋にも予定していた政策金利の引き上げを来年以降に先延ばしする決定を下している。また、量的緩和の導入前に実施していた銀行に対する低利融資による資金供給策（TLTRO）を今年9月から再開するとしており、米FRBと同様、ECBも金融正常化の方針を見直す姿勢を打ち出していることは、新興国通貨の下落に歯止めをかけよう。

ただその一方で懸念されるのがユーロ圏の実体経済の弱含みである（図表8）。特に、債務問題を抱えるイタリアでは実質GDP成長率が2四半期連続で前期比マイナスを記録したほか、中国の景気減速の影響を受けやすいドイツも、成長率は7～9月期、10～12月期と弱い動きとなっている。こうしたユーロ圏の主要国における景気悪化が他の国々にまで伝播し、ユーロ圏全体の景気悪化へとつながるような事態となれば、ユーロ圏の銀行の経営悪化や信用収縮を通じて、新興国向け国際与信残高の取り崩しに発展する恐れも考えられる。

図表7 ECBの金融政策



図表8 実質GDP成長率（欧州国別）

(前期比年率%、季調値)

	2017年		2018年			
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
ユーロ圏 (100.0%)	2.7	2.8	1.4	1.7	0.6	0.9
ドイツ (28.1%)	2.3	2.2	1.5	1.8	-0.8	0.1
フランス (20.9%)	2.5	2.9	0.8	0.6	1.0	1.0
イタリア (15.3%)	1.5	1.7	0.9	0.3	-0.6	-0.4
スペイン (11.1%)	2.6	2.9	2.2	2.3	2.2	2.8
ギリシャ (1.8%)	1.8	1.7	1.7	1.1	3.9	-0.4
(参考) 英国 (20.4%)	2.1	1.6	0.4	1.7	2.5	0.7

(注1) シェドローは伸び率がマイナスの部分。

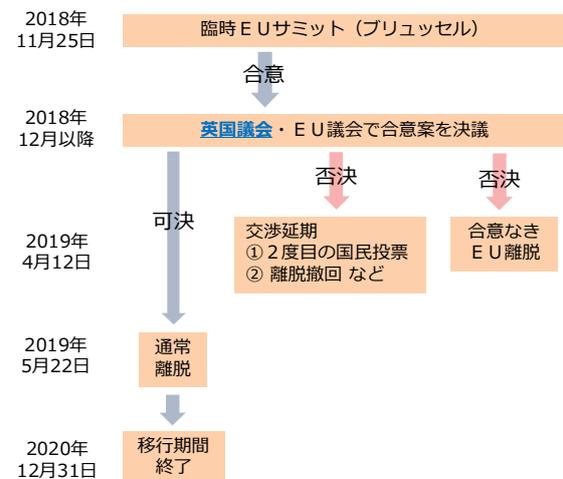
(注2) カッコ内の数値はユーロ圏の直近GDPを100%とした場合の各国の割合を示す。

(Eurostat)

一方、英国の銀行においては、ブレグジットの動向が今後の新興国向け資金の流れを大きく左右することになる。昨年11月に合意した離脱協定案の英国議会における採決は難航しており、予断を許さない状況が続いている（図表9）。ここにきて離脱延期の可能性が高まっているものの、これは問題を先送りしているに過ぎず、今後も離脱方針が明確にならず混乱が続くようであれば、英国の銀行による新興国向け国際与信残高の急減につながる可能性もある。また英国議会で合意案が可決し通常離脱となった場合であっても、英国の金融環境が今後大きく様変わりすることで、英国の銀行による新興国向け資金に影響が及ぶ可能性も考えられる。

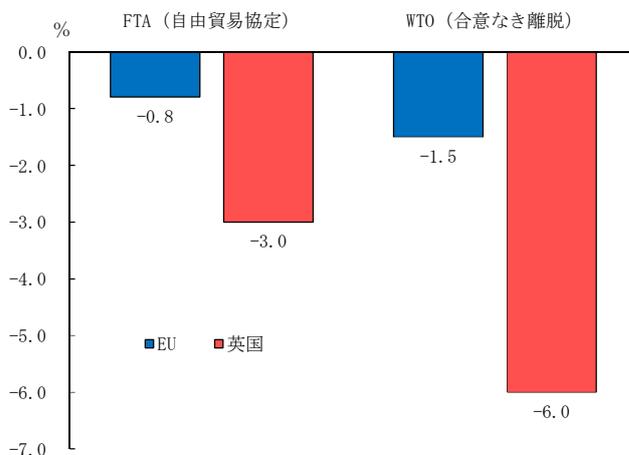
さらに足元ではブレグジットによる混乱の影響もあり、英国の経済成長率が大幅に鈍化している（前掲図表8）。またブレグジットが合意なき離脱か通常離脱のどちらになるにせよ、英国経済に大幅な下押し圧力が加わることに変わりはなく、景気悪化により英国の銀行の経営が悪化し信用収縮につながれば、新興国向け資金が一斉に引き上げられる事態も想定される（図表10）。

図表9 タイムテーブル（ブレグジット）



(浜銀総合研究所作成)

図表10 ブレグジットによる影響

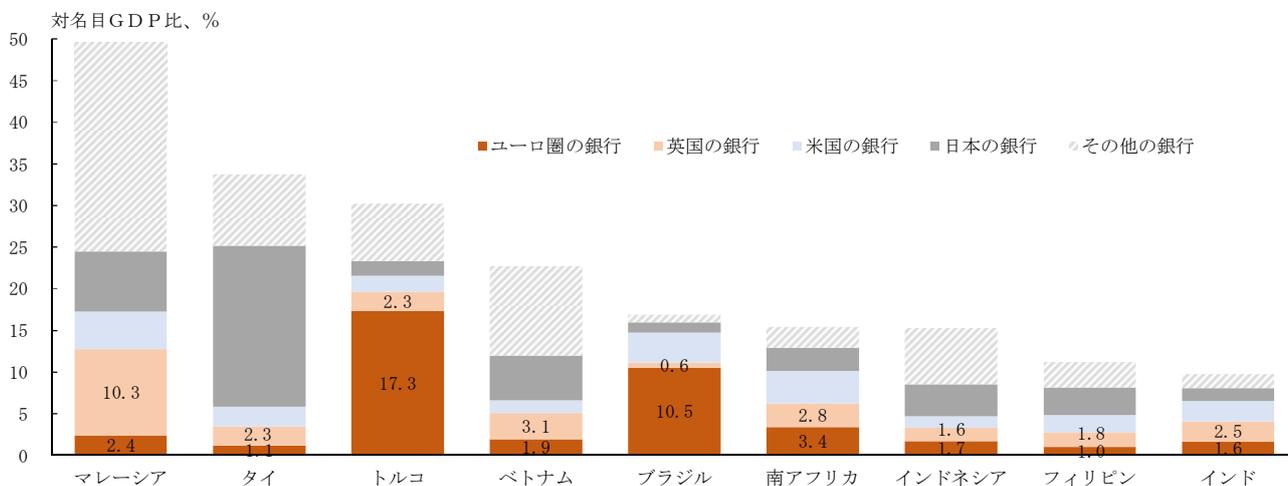


(注) 英国が現状のままEU加盟国でいた場合の成長率からの変化幅。(IMF)

5. 新興国ごとにみた欧州の銀行への資金依存度

では、仮に欧州の銀行が新興国向け国際与信残高を減らした場合、具体的にどの新興国において影響が大きく現れるのであろうか。こうした観点から、各新興国がユーロ圏、英国、米国などの銀行からどれくらい国際与信を受け入れているのかを対名目GDP比でみたのが図表11である。これをみると、まずユーロ圏からの資金に対する依存度が高い国としてトルコ（名目GDP比17.3%）やブラジル（同10.5%）が挙げられる。トルコは欧州と地理的にも近いことから、スペインやフランス、ドイツ、イタリアの銀行からの資金流入が多くなっている。またブラジルも歴史的につながりの深いスペインを始め、フランスやオランダの銀行などからの資金流入が多く、これらの国の銀行は今後のユーロ圏の景気動向に影響を受ける可能性が高いと考えられる。一方、英国の銀行に対する資金依存度が高い国として、英国連邦の加盟国であることから関係が深いマレーシア（同10.3%）や、ベトナム（同3.1%）、南アフリカ（同2.8%）などが挙げられ、これらの国はブレグジットの今後の動きに影響を受けやすいとみられる。

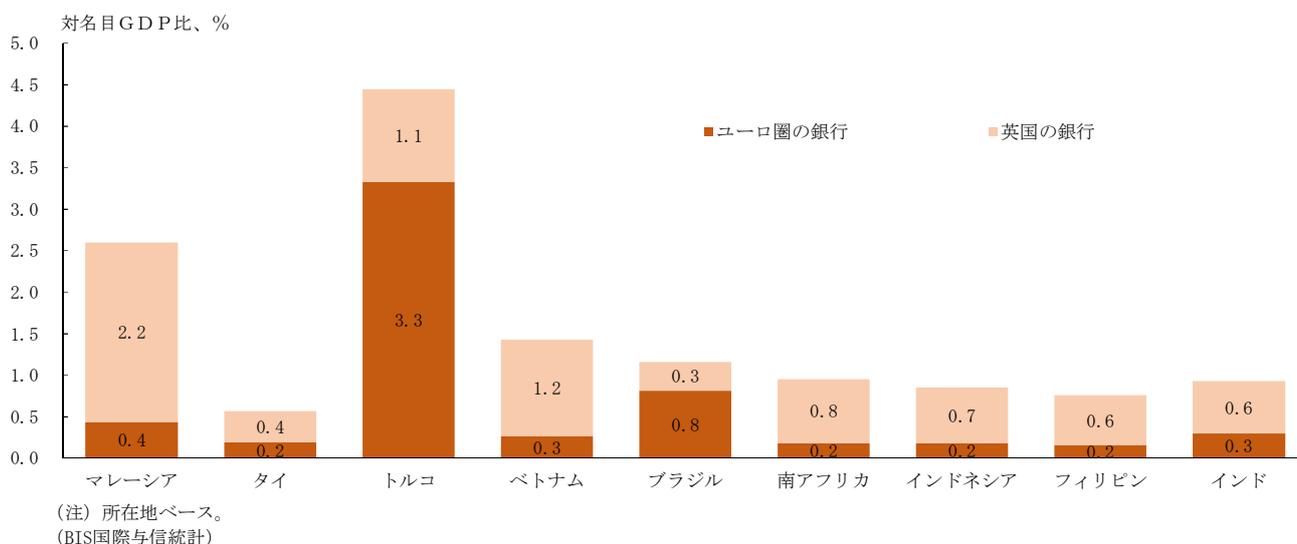
図表11 新興国向け国際与信残高（名目GDP比、2018年、全期間）



(注) 所在地ベース。
 (BIS国際与信統計)

もっとも、これら新興国が欧州の銀行からの資金を長期的な資金として受け入れているのであれば、急激な資金流出やそれに伴う自国通貨の急落をひとまず回避できる可能性も考えられる。こうした観点から図表 12 では、図表 11 の新興国向け国際与信残高からユーロ圏と英国の銀行を取り出した上で、取引の残存期間が 1 年以内のものに絞ってしてみた。これによると、図表 11 と変わらず、欧州の銀行の短期資金に対する依存度はトルコで最も高い（名目 GDP 比 4.4%）。特に、ユーロ圏の銀行に対する依存度が高く（同 3.3%）、これらの銀行による資金の引き上げによって、再びトルコリラを中心に急激な通貨安が進む恐れもある。またトルコに次いで欧州の短期資金に対する依存度が高いのがマレーシア（同 2.6%）である。トルコと異なりマレーシアは英国の銀行の短期資金に対する依存度が高く（同 2.2%）、今後のブレグジットの動向によっては急激な通貨安に見舞われる可能性もあろう。またトルコやマレーシアと比べれば、他の新興国は欧州の銀行からの短期資金に対する依存度は低いものの、ブラジルはユーロ圏の銀行から、その他の新興国では英国の銀行からの短期資金に対する依存度が高く、今後の欧州の動向によって新興国通貨に対する影響の現れ方も異なってくることが想定される。

図表 12 新興国向け国際与信残高（名目 GDP 比、2018 年、期間 1 年以内）



6. まとめ～今後の新興国通貨安リスクのカギを握るのは欧州

以上みてきたように、昨年 8 月に発生したトルコショックがきっかけとなり、新興国は大幅な通貨安に見舞われた。もっとも足元では震源地となったトルコリラを始め、多くの新興国通貨がショック以前の水準にまで回復してきている。さらに今年に入って F R B が金融正常化の方針を見直す姿勢を示していることは、新興国通貨の下落に歯止めをかけよう。

ただ、これら新興国への資金流入を提供国・地域別にみると、欧州の存在感が依然として大きいことが分かる。E C B が金融正常化のペースを緩めたことは新興国通貨にとって朗報ではあるものの、欧州景気の弱含みや英国の E U 離脱による混乱などの影響を受けて、今後、欧州の銀行が新興国から資金を引き上げるような事態となれば、再び通貨安圧力が強まる恐れもある。とりわけトルコはユーロ圏の銀行から、またマレーシアは英国の銀行からの短期資金に対する依存度が高く、より注意が必要といえよう。

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。