

2020年5月12日

MURC Focus

アフターコロナで注視すべき新興国の通貨危機リスク

～世界経済に問われる通貨危機伝染への耐性

調査部 研究員 土田 陽介

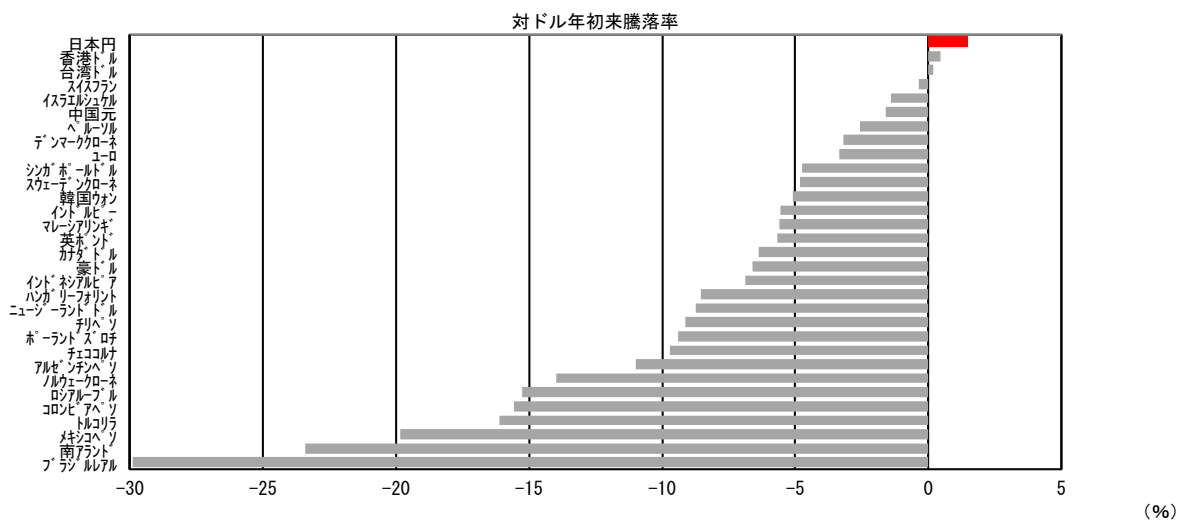
- アフターコロナの過程で注目されるトピックの一つに、新興国の通貨下落の問題がある。コロナ禍により新興国通貨は対ドルで軒並み下落、クロス円での円高が進んだ。
- 新興国で通貨安が進んだ背景には①世界経済の悪化、②商品市況の低迷、③政治不安の高まりがある。特にブラジルでは、新型コロナウイルス対策を巡る大統領と州知事らの対立が通貨安を促している。
- 18年8月のトルコ通貨危機が他の新興国の通貨安に飛び火したように、通貨危機には伝染する性質がある。主要国の追加金融緩和の余地が狭いなかで、世界経済の新興国通貨危機への耐性が問われている。

(1) 新興国通貨の下落を受けて実は進んでいる円高

欧米を中心に都市封鎖（ロックダウン）が段階的に解除されるなど、世界ではアフターコロナを見据えた動きが徐々に広まっている。アフターコロナの出口の先にあるものは、必ずしもビフォーコロナの状態ではないのだろうが、一方でこれまで停滞していたヒトやモノ、そしてカネの流れが再び動き始めることは確実である。

アフターコロナの過程では、中東の地政学リスクなどコロナ禍でさほど重視されていなかった問題が再燃すると警戒される。そうしたトピックの1つに、この間に着実に進んでいた新興国の通貨安の問題がある。図表1は主要通貨の対ドル相場の年初来騰落率を見たものだが、ブラジルの通貨レアルを筆頭に新興国の通貨が軒並み下落していることが確認できる。

図表1. 主要な新興国の通貨は軒並み下落



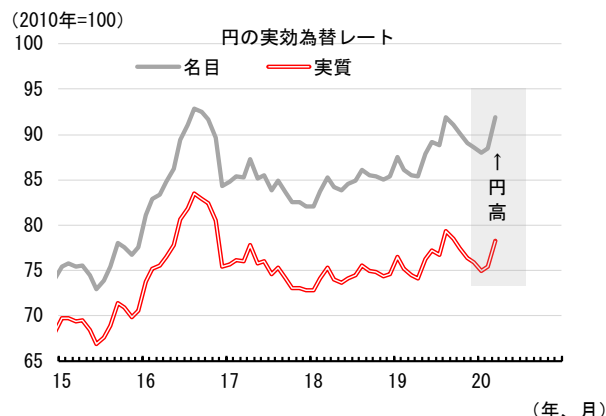
日本円の対ドル相場（図表2）は3月9日に終値で102.3円まで急騰したが、その後は100円台後半のボックス圏で足元やや円高気味に推移している。それをクロス円（ドル以外の外貨と日本円のペア）で評価すると、新興国通貨の対ドルでの下落を受けて円高がさらに進むことになり、実際に円の総合的な実力を図る実効レートでも円高が緩やかに進んでいる（図表3）。

図表2. 足元のドル円相場はやや円高もレンジ圏内



(注) 日次レート
(出所) 日本銀行

図表3. 新型コロナ発生後は実効ベースで円高に



(注) 月次レート（最新は3月）
(出所) 国際通貨基金（IMF）

（2）資源安や政治不安などが新興国の通貨安要因に

コロナ禍の下で新興国通貨が下落した背景には①世界経済の悪化や②商品市況の低迷、加えて③政治不安の高まりといった要因があると指摘できる。①は景気（輸出の減少）と金融（資本の流出）の両面で、新興国の経済を苦しめている。また②は①の世界経済の悪化がそもそもの理由だが、特に原油に関しては産油国間のダンピング合戦が価格の下落に拍車をかけている。

さらに注目されるのが③の政治不安である。端的なケースと言えるブラジルでは、新型コロナウイルス対策を巡って経済活動を優先したいボルソナロ大統領と感染拡大の抑制を重視する州知事らが激しく対立しており、そのことが通貨安を促している。冒頭で言及したように通貨レアルの対ドル相場は年初来で30%近く下落しており、通貨危機の様相を呈している。

南アフリカの通貨ランドの対ドル相場も、国営電力会社エスコムの経営不振やその背景にある政治不安などを反映するかたちで、年初来で20%以上の下落を記録している。トルコのリラ（後述）やロシアのルーブル、アルゼンチンのペソなども、それぞれ各国の政治不安や権威主義的な政権による経済運営への不信感を反映して、通貨安が定着している。

またいくつかの新興国では、新型コロナウイルスの感染拡大が長期化する可能性がある。一般的に、新興国の医療供給体制は先進国に比べると不十分である。さらに南アフリカなど南半球にあるいくつかの新興国は、これから冬を迎える。ゆえに新型コロナウイルスの感染拡大の収束が遅れて経済活動の正常化も進まないと予想され、この要因も為替相場の重荷となっている。

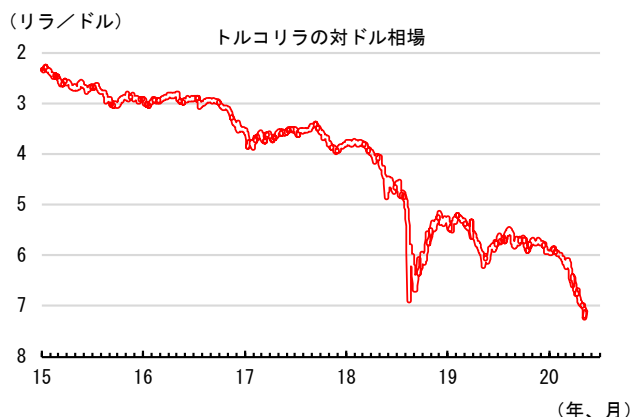
なお、かつて高金利通貨として魅力が高かった豪ドルやNZドルも対ドルで下落が進んだ。これらの国々は政治が安定している一方で、中銀が金融緩和を強化したことなどから金利の低下が進んだことが、相場下落の理由である。特に豪ドルの場合、豪州準備銀行（中央銀行）は政策金利を0.25%まで引き下げており、かつての高金利通貨としての面影は全く見られない。

（3）トルコの通貨リラは史上最安値を更新

このように新興国の通貨が不安定な地合いとなるなかで、2018年8月に通貨危機に陥り、グローバルな新興国の通貨不安の起点となったトルコの通貨リラの動きに注視したい。トルコ中銀による恒常的な為替介入にもかかわらず、リラの対ドル相場（図表4）は5月7日の相場で一時的に1ドル7リラ台前半まで売込まれ、通貨危機後の最安値を更新した。

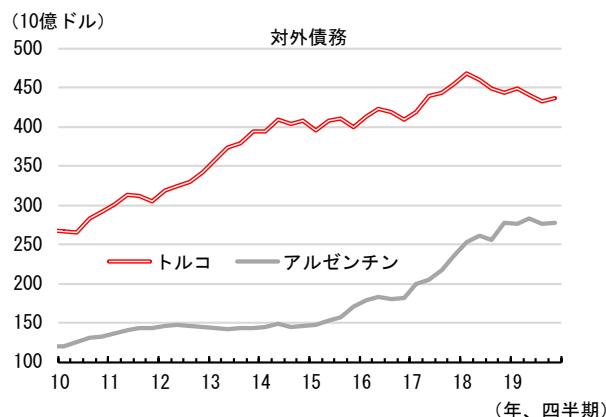
トルコの場合、企業や政府が多額の対外債務（大半が米ドル建て債務）を抱えており、その規模（図表5）は2018年8月にほぼ同時に通貨危機に陥ったアルゼンチンの二倍弱に相当する。為替レートが下落すれば、その分だけ企業や政府の返済の負担が増すことになる。このことは同時に、債権者（主要国の金融機関や事業法人）の損失リスクが高まることを意味している。

図表4. 史上最安値を更新したトルコリラ相場



(注) 日次レート
 (出所) トルコ中銀

図表5. 多額の対外債務を抱えるトルコ



(出所) 世界銀行

報道によると、苦境に立つトルコ政府は、国際通貨基金（IMF）に支援を要請するのではなく、日本を含めた主要国との間で通貨スワップ協定を結ぶことで通貨の安定を図ろうとしている模様である。国際金融市場が依然として不安定な環境の下で、主要国がトルコ発の通貨危機の波が新興国を襲う展開を回避したいと判断するかどうか、スワップ協定の成否のカギを握る。

とはいえ、トルコ中銀が利下げ志向の強いエルドアン政権に配慮する金融政策運営を改めない限り、リラ安が根本的に止まることはないだろう。トルコの足元の政策金利の水準（4月末で8.75%）は消費者物価上昇率（4月が10.9%）を下回り、両者を差し引いた実質金利（物価上昇の影響を除いたベースの金利）はマイナス圏にあるなど、本来なら異様な状況である。

既に恒常的な為替介入で外貨準備高も減少しており、またリラ相場は取引に厚みがないため多少の売買の流れの変化で為替レートが振れ易くなっている。トルコ中銀は5月21日に次回の金融政策決定会合を予定しているが、その際にも中銀が大幅な追加利下げを実施するようなら、リラ相場が底割れしてグローバルな新興国の通貨不安の起点となるかもしれない。

(4) 正常化で世界経済が問われる通貨危機伝染への耐性

2018年8月のトルコ通貨危機がアルゼンチンやロシアなど他の新興国の通貨安に飛び火したように、通貨不安(危機)は伝染する性質がある。新型コロナウイルスの感染拡大以降、世界のヒト・モノ・カネの流れが滞り、各国は結果的に閉鎖経済的になっていった。そのため、新興国の通貨安の問題は意識されつつも、それほど危険視はされてこなかったと言えよう。

ところがアフターコロナの過程では、ヒト・モノ・カネの流れが徐々に息を吹き返すため、各国経済は世界経済に再統合されることになる。そのプロセスで、下落が進んだ新興国の通貨の問題が持つ意味合いは、今よりも深刻になると考えられる。もちろん為替レートが持ち直す通貨もあるはずだが、カントリーリスクが高いと判断された国の通貨は一段安となるだろう。

2018年8月のグローバルな新興国の通貨不安のトリガーはトルコだった。アフターコロナでグローバルな通貨危機が生じるとして、どの新興国がそのトリガーになるかまだ定かではない。新興国の通貨危機が生じそうな場合、ないしは仮に生じた場合、世界金融危機を防ぐ観点から主要国による通貨スワップや金融緩和の強化といった対応は必要不可欠となる。

しかしながら、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う世界経済の悪化を受けて、日本を含めた主要国の中銀は既に金融緩和を大幅に強化、また大量のドル資金を供給した。その結果、金融市場では米株の回復に見て取れるように、投資家の悲観は一時期より和らいでいるが、反面で日銀のみならず米欧の中銀もまた、追加緩和の余地が非常に狭くなってしまった。

世界経済はまだアフターコロナの出口戦略の入り口に立ったばかりであり、その道のりが順調に進むか定かではない。追加の政策対応の余地が乏しいという意味で、アフターコロナにおける世界経済の新興国通貨危機への耐性は、ビフォーコロナより弱くなった可能性が高い。アフターコロナの重要なトピックとして、新興国の通貨の動向には注視したいところである。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。