

## ～新興国通貨の現状と今後の展望～

アジア通貨危機当時より環境が改善

2013年9月27日

### 目次

1. 要旨・・・1P
  2. 動揺する新興国通貨・・・1P
  3. これまでの動き・・・2P
  4. アジア通貨危機当時との比較・・・3P
  5. 為替管理制度・・・4P
  6. 薄れる米ドルとの連動性・・・5P
  7. 短期対外債務は十分カバーされている・・・6P
  8. 輸出先の分散が進行・・・7P
  9. 新興国通貨の相場見通し・・・8P
  10. まとめ・・・9P
- 重要な注意事項・・・10P

## 1. 要旨

- ・新興国通貨は、米国の量的金融緩和(QE)縮小の懸念から、一時、大幅に下落しました。
- ・一時はアジア通貨危機を彷彿とさせましたが、QE縮小が先送りされ、足元は落ち着いています。
- ・現在の新興国では、為替管理にフロート制(変動相場制)を採用しているところが主流です。
- ・その結果、米ドルとの連動性が薄れ、アジア通貨危機再来の可能性は低下していると思われます。
- ・短期対外債務の状況改善、輸出先の分散化進行等も、通貨危機再来の低減を促していると思われます。
- ・QE縮小開始後も米国景気が底堅く推移すれば、新興国通貨の相場は底上げが期待されます。

## 2. 動揺する新興国通貨

ASEAN4(マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア)、インド、トルコ、ブラジル、メキシコ、南アフリカの、全部で9カ国の通貨を対象として、13年度に入って以降、足元までの動きを振り返ると、すべての通貨が対米ドルで下落しています。直近のピークはバラつきがありますが、おおむね二つのグループに分けられます。一つは、比較的底堅い米ドル相場を背景に、年初早々から3月にかけてピークを打ったグループ。もう一つは、日本で強力な金融緩和政策が4月4日から開始される一方、米国では、米連邦準備制度理事会(FRB)のバーナンキ議長が、5月22日の議会証言で、量的金融緩和(QE)縮小の可能性を言及した辺りでピークを打ったグループです。いずれのグループの通貨も、8月下旬になって中国の景気持ち直しへの期待が強まった頃から、8月の米国雇用統計(9月6日発表)がやや弱い内容になり、QE縮小の思惑が後退し始めた時期にかけて底を打っています。足元は幾分落ち着いた展開になっていますが、内外の景気情勢や資本の流れ次第では、まだ波乱含みです。当レポートでは、これらの国の経済情勢を通じ、1997年に経験したアジア通貨危機が再燃するリスクを踏まえた上で、今後の当該通貨の行方について考えました。

### 3. これまでの動き

#### <対米ドルで最低でも10%弱下落>

各通貨の対米ドル相場(図表1参照)は、直近のピークから底となる6月から8月にかけて、最小はフィリピン・ペソの▲9.4%から、最大はインド・ルピーの▲22.8%、9通貨単純平均で▲15.3%と下落しました。しかし、9月24日現在では、対ピーク比で平均▲11.2%と、下落幅の4分の1程度を戻した状況にあります。

しかし、通貨別に見るとバラつきがあり、マレーシア・リングgitやメキシコ・ペソは下落分の5割近くを戻している一方、タイ・バーツ、インド・ルピー、南アフリカ・ランドは3割程度の戻しにとどまっています。

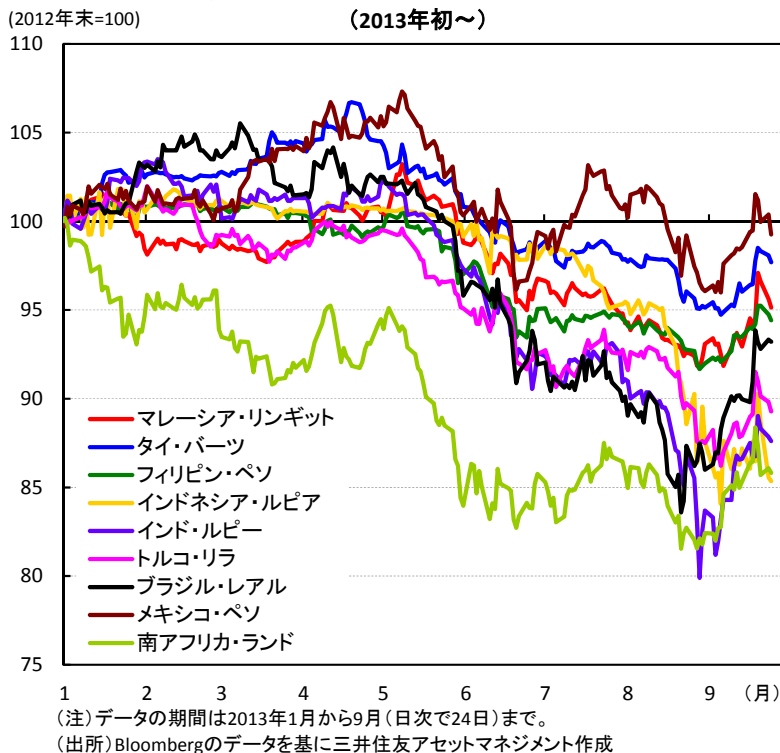
#### <対円もほぼ同じ動き>

こうした新興国通貨の下落は、対円相場で見ても、ほぼ同程度の率となっています(図表2参照)。すべての通貨が4~5月にピークアウトし、8月下旬に底打ちしています。ピークから底までは単純平均で▲16.9%でした。また、底から足元まで戻した割合は平均で3割弱と、対米ドル相場と大きな違いはありません。対米ドル相場と異なるのは、年度初めから5月中旬にかけてドル高・円安が進行したこと、その後はもみ合いに転じ、ドル安・円高への揺り戻しが限定的であったことです。したがって、12年末比では、対円で下落している通貨も、下落度合いは軽微です。

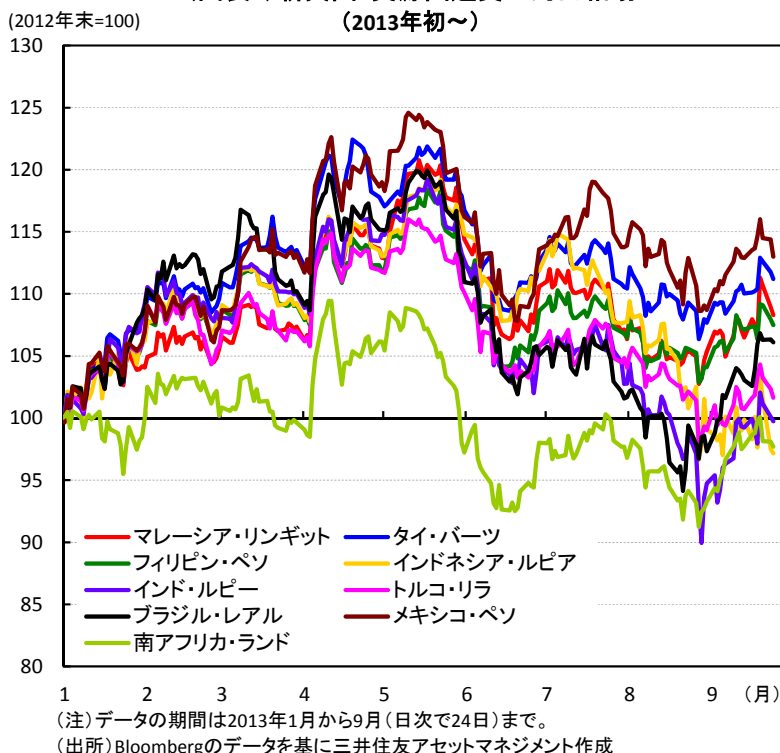
#### <QE縮小見送りが好材料だが…>

新興国通貨は、足元で対米ドル、対円双方で急上昇しました。9月17、18日に開かれた米連邦公開市場委員会(FOMC)で、量的金融緩和(QE)の縮小が先送りされ、米長期金利が低下したためです。ただし、米国経済が回復基調にあり、いずれQE縮小が開始されることを考えると、現在の戻りは短期的とも考えられます。

(図表1)新興国・資源国通貨の対米ドル相場



(図表2)新興国・資源国通貨の対円相場



## 4. アジア通貨危機当時との比較

### ＜アジア通貨危機とは＞

アジア通貨危機は、1997年7月以降、ASEAN4および韓国・ウォンなど主なアジア通貨が急落した事象です(図表3参照)。1997年7月1日に、タイが本国通貨バーツを変動相場制に切り替えたことがきっかけでした。当時の為替管理の限界、経常赤字体質、対外債務増大、投機資金の動きなど、様々な原因が挙げられていますが、結果として、これらが複合的に影響してもたらされた事象であり、その後の各国の経済政策や為替管理に多大な影響を与えました。

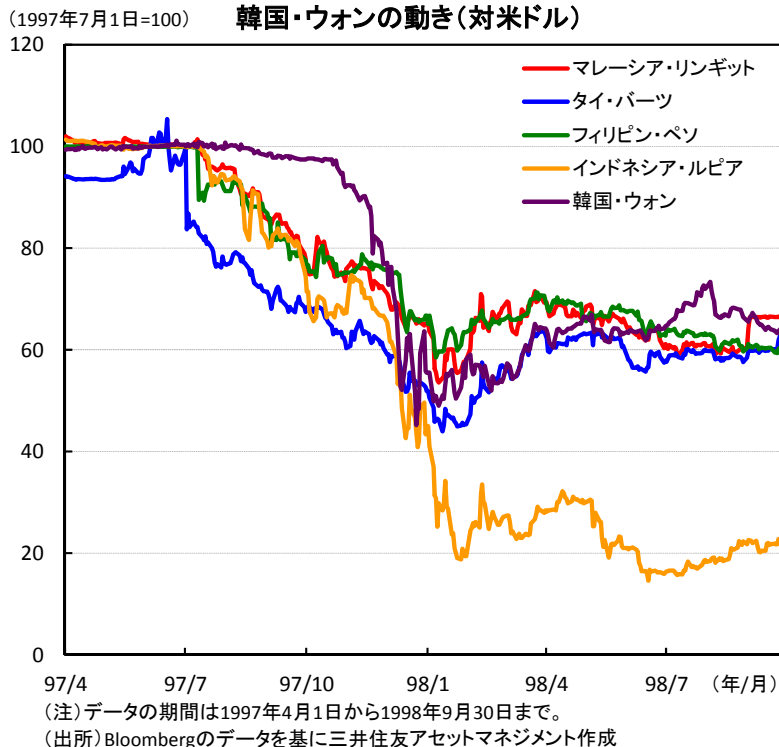
当時の当該通貨の下落は非常に大きく、売り込まれたほとんどの通貨が、対米ドルで一時半値前後まで下落し、特にインドネシア・ルピアは、5分の1以下まで暴落しました。こうした混乱のなかで、韓国、タイ、インドネシアは経済的に行き詰まり、国際通貨基金(IMF)の管理下に入ることを余儀なくされました。

### ＜一時は危機の再来を彷彿とさせた＞

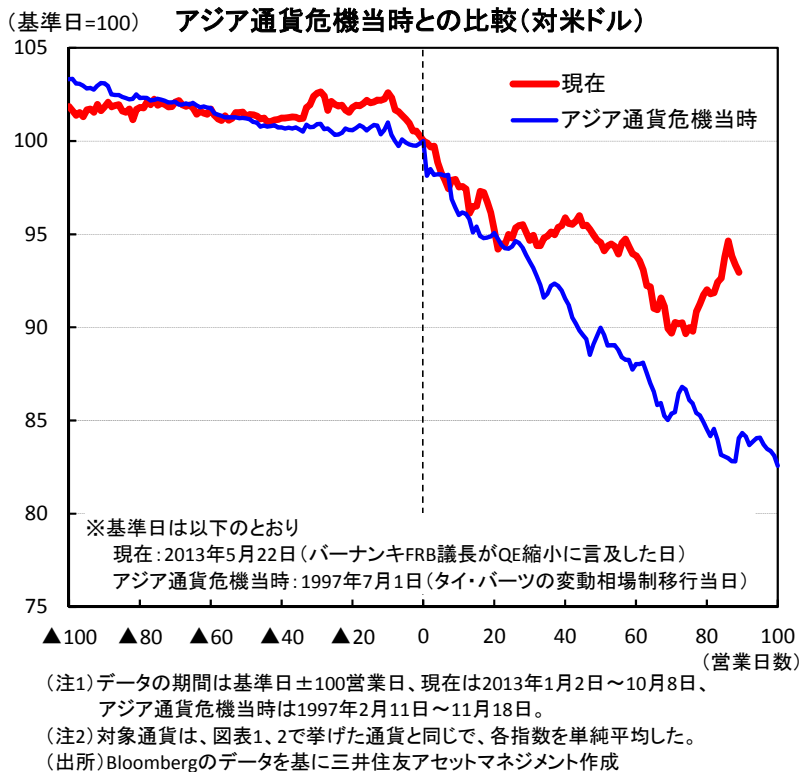
図表4は、図表1、2で取り上げた通貨について、アジア通貨危機当時の動きと現在を比べたものです。それぞれ基準日を100として指数化し、各通貨の指数を単純平均しました(図中※参照)。

これによると、最初の1カ月程度は、アジア通貨危機当時とほぼ同じペースで新興国通貨が対米ドルで下落し、一時は危機の再来を彷彿とさせました。しかし、その後はアジア通貨危機当時に比べて、ファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)が強固になっているというポジティブな評価が市場参加者の間で強まったことや、米国経済の回復が、QEの早期縮小につながるほどの力強さはないという見方も加わり、9月24日時点(89営業日目)では、基準日に対して▲7.0%にとどまっています。アジア通貨危機当時は、同じ日数で▲16.0%でした。

(図表3) アジア通貨危機におけるASEAN4通貨と



(図表4) 現在の新興国通貨下落の



## 5. 為替管理制度

### <ASEAN4>

1997年7月のアジア通貨危機発生前は、マレーシア、タイ、フィリピンでは管理フロート制(当局が定めた変動率の範囲内での為替相場の変動を認める制度、当該3カ国は、実質的には米ドル・ペッグ制〔対米ドル固定相場制〕)、インドネシアでは米ドル・ペッグ制でしたが、危機後は、フィリピンが1998年3月に変動相場制へ、インドネシアは管理フロート制へ、タイも正式に管理フロート制へ移行しました。またマレーシアは、1998年9月に米ドル・ペッグ制を導入しましたが、2005年7月に管理フロート制へ移行しました。現在は、管理の度合いの強弱はあるものの、市場が相場を形成する形になっています。

### <メキシコ、ブラジル、トルコ>

この3カ国は、当初は管理フロート制を採用していました。実際には自国の高いインフレ率が反映され、本国通貨は徐々に減価しました。この発展形として、切り下げ率を当局が予め決める手法を「クローリング・ペッグ制」といい、2000～2001年にかけてトルコが採用していました。本国通貨が切り下げられていく管理フロート制も、事実上のクローリング・ペッグ制と言っても過言ではないでしょう。

しかし、経済発展による需要増大に適った供給力増強が進まず、経常収支が悪化し、管理フロート制の維持は次第に困難になっていきます。そこに、①政情不安、②米国での金融引き締め、③他国・地域での経済危機の煽り、などが加わり、3カ国いずれも変動相場制への移行を余儀なくされ、現在に至っています。メキシコは①と②が重なったケースで1994年12月に、ブラジルは③(アジア通貨危機、ロシア危機)から1999年1月に、トルコは①から金融危機を招き2001年2月に、それぞれ変動相場制へ移行しました。

### <南アフリカ、インド>

南アフリカは、少なくとも1994年4月にアパルトヘイト(人種隔離政策)が撤廃され、国際社会に復帰した時点では、すでに完全フロート制となっています。また、インドは1990年代初頭、財政収支悪化、対外債務増加のなかで、冷戦終了や湾岸戦争が経済にネガティブに働き、1991年7月に通貨危機が起きました。その後、1993年3月に管理フロート制が採用され、現在に至っています。

(図表5)新興国通貨における為替管理制度の変遷

	通貨危機	危機前	危機後	現在
マレーシア	1997年7月	管理フロート制(事実上米ドル・ペッグ)	米ドル・ペッグ制	管理フロート制(2005年8月以降)
タイ	1997年7月	管理フロート制(事実上米ドル・ペッグ)	管理フロート制	同左
フィリピン	1997年7月	管理フロート制(事実上米ドル・ペッグ)	完全フロート制	同左
インドネシア	1997年7月	米ドル・ペッグ制	管理フロート制	同左
インド	1991年7月	公定相場制	管理フロート制	同左
トルコ	2001年2月	クローリング・ペッグ制	管理フロート制	同左
ブラジル	1999年1月	管理フロート制	完全フロート制(ただし積極介入あり)	同左
メキシコ	1994年12月	管理フロート制	完全フロート制	-
南アフリカ	-	完全フロート制	-	-

(注)公定相場制:当局が取引の際に適用する相場を公表する制度。取引内容によって異なる相場を公表したり、市場価格と並存させたりする。

(出所)財務省、日本銀行、日本貿易振興機構(JETRO)、三菱東京UFJ銀行の資料を持ちに三井住友アセットマネジメント作成



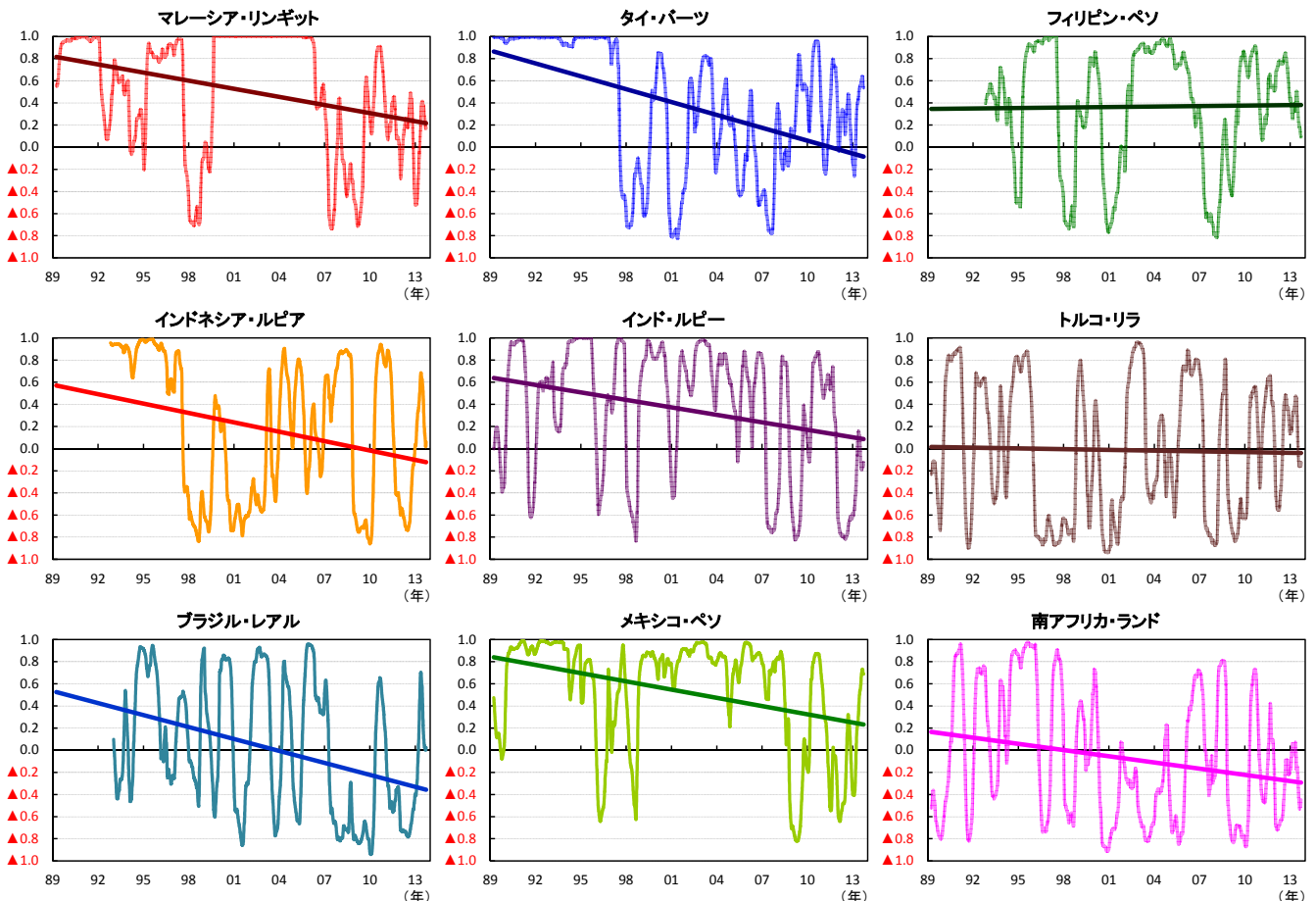
## 6. 薄れる米ドルとの連動性

新興国通貨は、通貨危機(南アフリカは危機はなかった)を経て、順次フロート制(変動相場制)を採用するようになりました。国によって強弱の違いはありますが、完全フロート制であっても、貿易取引や資本取引等で間接的に規制を設けているケースが多く、現時点で、それらも含めてほぼ完全に自由なフロート制を採用しているのはメキシコのみです。

図表6は、国際通貨基金(IMF)の特別引出権(SDR)を基軸とした場合の、米ドルと各新興国通貨との連動性を長期的に見たものです。図中の曲線は約1年間(259営業日ベース)の相関係数、直線はその線形近似線です。フロート制の採用が広がるなかで、新興国通貨の米ドルに対する連動性は年々低下してきました。なかでも、マレーシア、タイ、インドネシア、メキシコは、通貨危機(前3者は1997年7月、メキシコは1994年12月)以前の相関性が高く、通貨危機以降は大きく相関性が低下していった様子が見えます。

線形近似線から見た、各通貨の現在の相関係数は、中心的水準がおおむね▲0.4~+0.4の間にあり、米ドルに対して特段の連動性は有していません。通貨価値が、経済大国の通貨価値との連動性から解放されたことは、それらの国の経済が発展してきたことを示すと共に、本国通貨の価値変動によって、対外的なアンバランスも早期に修正されやすい柔軟な構造になったといえます。

(図表6) 新興国通貨の米ドルに対する連動性(相関係数)



(注1) データの期間は1989年3月28日(ただし、フィリピン・ペソ、インドネシア・ルピアは1992年10月30日、ブラジル・レアルは1993年1月11日)から2013年9月25日まで。

(注2) 連動性とは、ここでは対SDR相場の259日ベース(平均的な1年間の営業日数)相関係数。

(注3) 図中の直線は、相関係数の線形近似線。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 7. 短期対外債務は十分カバーされている

### <外貨準備高>

リーマン・ショック後の景気回復は新興国が主導した側面が強く、その結果として短期対外債務が急増しました。2012年は2008年に比べて87.5%の増加でした。これは、同期間の外貨準備高の増加率+53.0%を大きく上回っています。しかし、1995年時点で、短期対外債務が外貨準備高の103%であったのと比べると、2012年は35%に低下しており、様変わりしました。同様の期間で個別国を見ると、タイ、フィリピン、インドネシア、ブラジル、メキシコの改善が目立ちます。

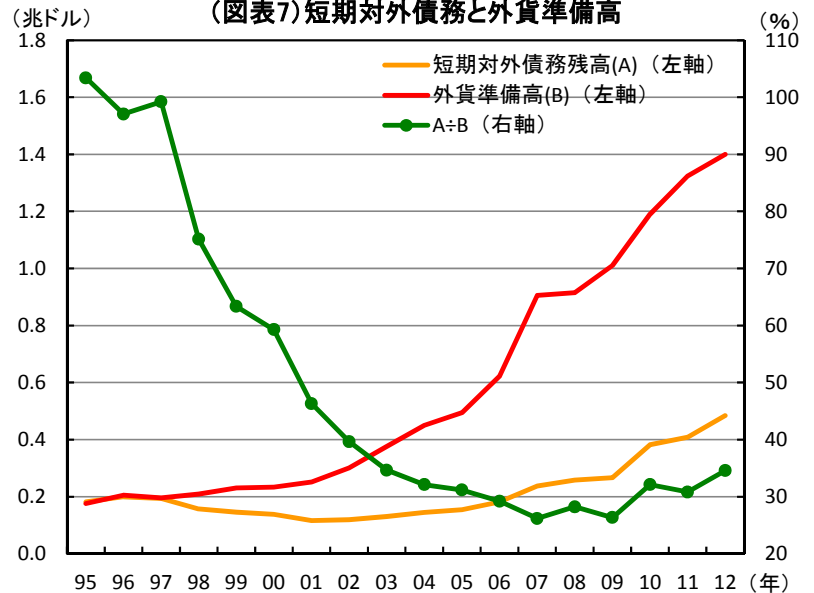
リーマン・ショック後、全体として同比率が上昇したとはいえ、新興国の信用が揺らぐほどではないと思われます。ただし、トルコが103%、南アフリカが改善は著しいものの68%といったように、個別では注意を要する国もあります。

### <DSRもほぼ適正水準>

次に、輸出額に対する割合であるデット・サービス・レシオ(DSR:Debt Service Ratio)を見てみます。新興国の場合は、20%前後が健全とみなされる上限と言われ、2012年では全体で22%と、それを若干上回っています。トルコが48%と高水準で要注意ですが、他はほぼ妥当な水準であり、なかでもタイ、フィリピン、インドネシア、ブラジルの改善が目立ちます。

DSRも外貨準備高に対する割合も、外貨繰りに不安がある国を対象とした指標です。経済が発展し、高・中所得国になってくれば、国全体としての信用が向上するため、これらの水準が高くなっても問題はありません。極端な例を挙げると、米国は短期対外債務が約5兆ドルあるのに対して、外貨準備高は500億ドル程度しかありませんが、高い信用力を維持しています。新興国は、アジア通貨危機後の経済発展で、着実に所得水準を向上させているため、今後、これらの指標がさらに高まっても許容されると考えられます。

(図表7)短期対外債務と外貨準備高



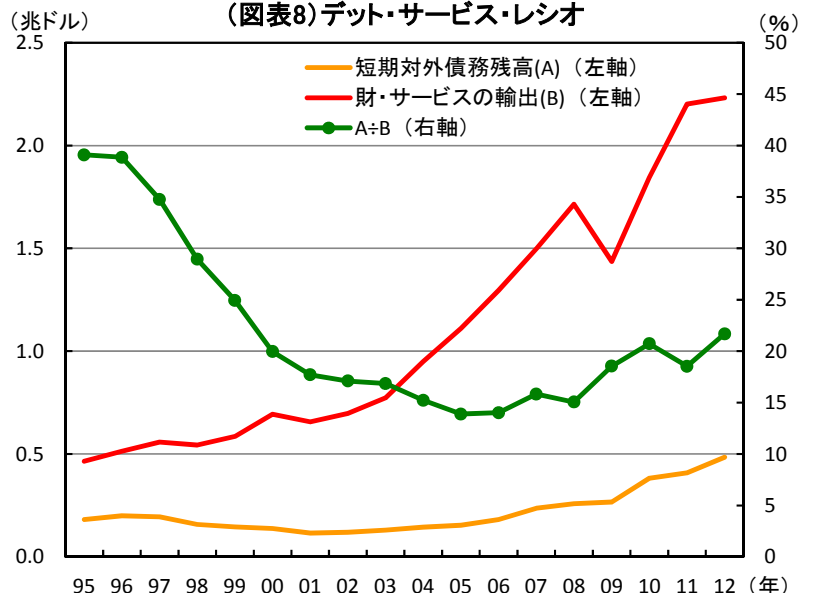
(注) データの期間は1995年から2012年まで。

(出所) Datastream、Bloomberg、世界銀行のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

◇1997年と2012年との比較

マレーシア	32%⇒35%	トルコ	127%⇒103%
タイ	124%⇒33%	ブラジル	63%⇒9%
フィリピン	84%⇒12%	メキシコ	246%⇒47%
インドネシア	195%⇒42%	南アフリカ	344%⇒68%
インド	29%⇒36%	9カ国総合	103%⇒35%

(図表8)デット・サービス・レシオ



(注) データの期間は1995年から2012年まで。

(出所) Datastream、Bloomberg、世界銀行のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

◇1997年と2012年との比較

マレーシア	16%⇒18%	トルコ	39%⇒48%
タイ	52%⇒20%	ブラジル	59%⇒12%
フィリピン	29%⇒11%	メキシコ	25%⇒20%
インドネシア	54%⇒21%	南アフリカ	37%⇒29%
インド	11%⇒21%	9カ国総合	35%⇒22%

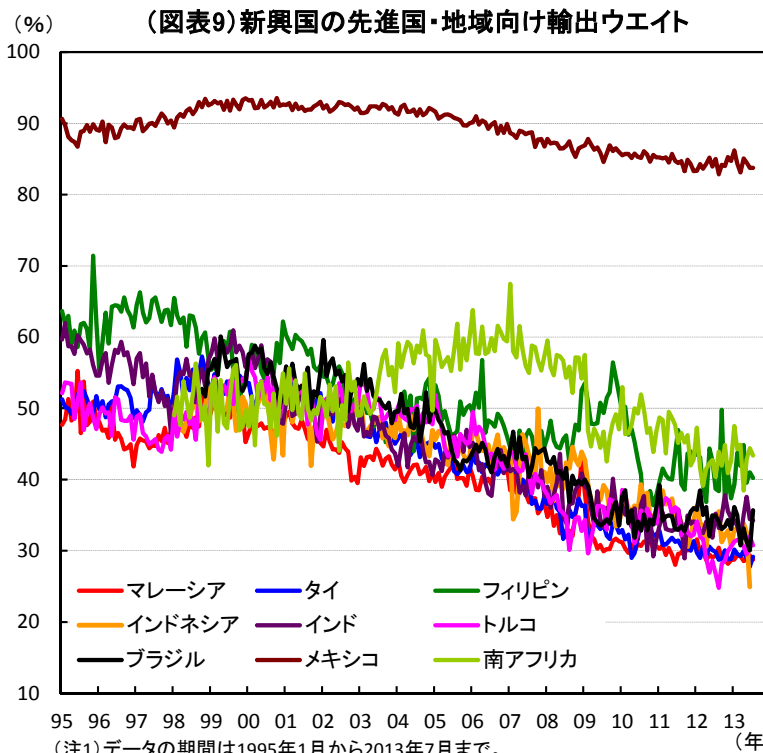
## 8. 輸出先の分散が進行

アジア通貨危機後、中南米も含めて輸出先が先進国・地域偏重から分散してきています(図表9参照)。これは、輸出による外貨獲得に係るリスクが分散することを意味しています。

特にアジア諸国では、輸出先の分散が目立ち、なかでもマレーシア、タイ、インドは、通貨危機当時は40%前後だったものが、現在では30%前後まで低下しました。フィリピンは、ASEAN諸国のなかでは地理的にやや離れていることや、産業構造の違いなどから、マレーシアやタイと比べて恒常的に高い比率ですが、それでも同期間で65%から40%へ低下しています。トルコとブラジルでも、大幅な低下が見られました。

メキシコは、北米自由貿易圏(NAFTA)の一国として、対米輸出の比率が非常に高く、米国経済の影響を受けやすいのが特徴です。南アフリカは、日本以外のアジア向け輸出が順調に伸び、特にリーマン・ショック以降に先進国・地域のウエイトが大きく下がってきています。

輸出先の分散は、ここで取り上げている9カ国以外も含む新興国同士の貿易が拡大していることを意味しています。こうした流れも、新興国の経済的な安定性を促す方向に働いていると見られます。



(注1) データの期間は1995年1月から2013年7月まで。  
 (注2) 先進国・地域は、ここでは日本、アメリカ、欧州。ただし欧州については、基本的にはEU27カ国だが、データの制約上欧州全域のケース、EU25カ国のケース、ユーロ圏12カ国(2001年加盟のギリシャまで)のケースがある。  
 (出所) Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 9. 新興国通貨の相場見通し

### <直近の米国の金融政策転換局面>

9月17、18日に開かれた米連邦公開市場委員会(FOMC)では、量的金融緩和(QE)の縮小は見送られたものの、米国経済は底堅く、バーナンキ米連邦準備制度理事会(FRB)議長の在任中(2014年1月まで)にQE縮小が実施される可能性は依然高いと予想されます。

米国金融当局が政策スタンスの方向性を転換する際、新興国通貨の相場は、少なからぬ影響を受けます。ここまで新興国通貨が対米ドルで下落したのも、QE縮小で米長短金利の上昇が予想され、米国への投資資金の回帰が懸念されたためでした。

### <米国景気の底堅さ確認で底上げも>

しかし、QE縮小を開始したとしても、その後の米国景気が順調に回復を続けていけば、新興国通貨は底上げしてることが期待されます。米国金利が上昇したとしても、景気回復持続によって投資資金のリスク許容度が維持されると見込まれるためです。

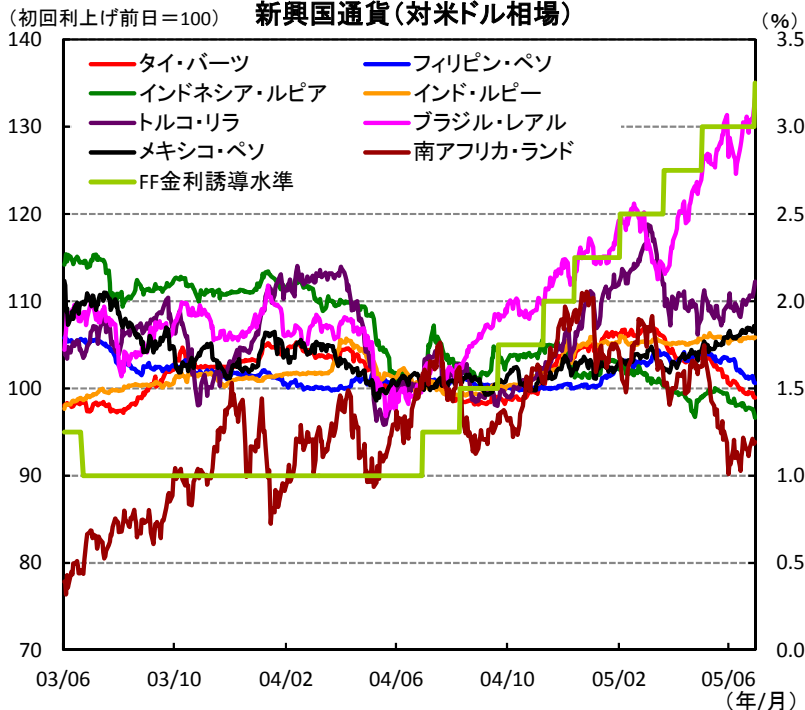
こうしたことは、前回の景気拡大局面(2001年11月~2007年12月)で、2004年6月30日に最初の利上げが開始された前後でも見られました。利上げ前日の2004年6月29日を100として指数化すると(マレーシア・リンギットは当時米ドル・ペッグ制だったため除外)、通貨によってバラつきはありますが、1年後の2005年6月末時点では、単純平均で+6.1%、対円では同+8.7%でした。

したがって、QE縮小の開始前後、新興国通貨の相場は下落するリスクが残るものの、1年以内といった中期的な視点では上昇することが期待されます。その間、米国経済の雇用、生産などの基本的な経済指標には要注目です。

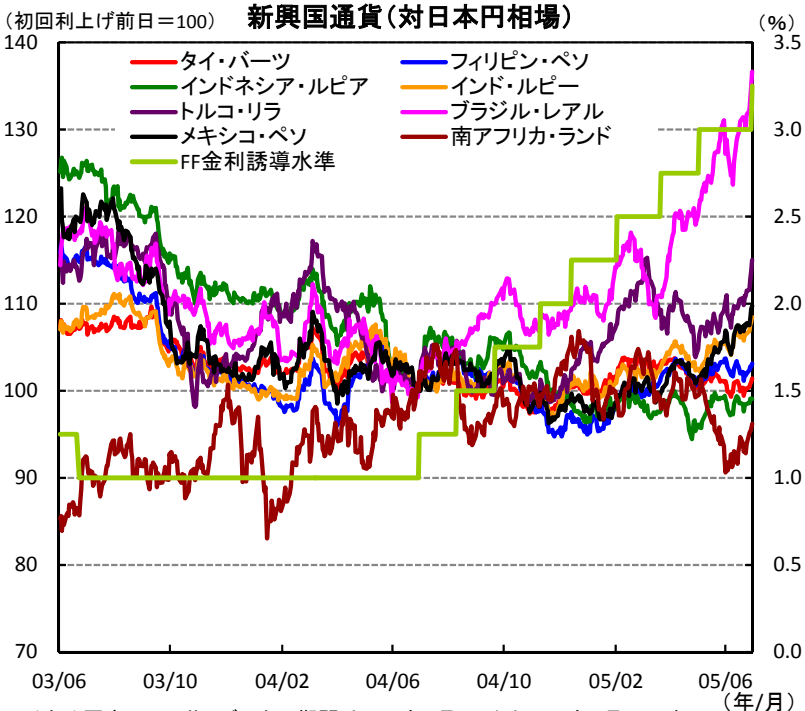
※上記の見通しは当資料作成時点のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を保証するものではありません。今後、予告なく変更する場合があります。

当資料の最終ページに重要な注意事項を記載しておりますので、必ずご確認ください。

(図表10)2004年6月からの米国での利上げ前後の新興国通貨(対米ドル相場)



(図表11)2004年6月からの米国での利上げ前後の新興国通貨(対日本円相場)



(注1) 図表10、11共、データの期間は2003年6月1日から2005年6月30日まで。

(注2) 各通貨の相場は左軸、FF金利誘導水準は右軸に対応。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成



## 10. まとめ

新興国通貨の動きは、短期的には各国の経済、政治、金融政策などの情勢に影響され、場合によっては、それらの要因で、大きく居所を変えてしまうような動きにつながる場合もあります。一方、大きな方向性は、基軸通貨国である米国の経済、金融の流れに左右されやすいと考えられます。したがって、現在のような、金融政策の大きな転換点に近い場合は、米国のファンダメンタルズに注目する必要性が高まります。

アラブ諸国の混乱など、昨今は地政学リスクが注目されることも多く、新興国通貨もその煽りも受けやすいため、先行きを見通すことはより困難になっていると思われます。しかし、突発的なリスクを除けば、経済大国の影響は無視できません。基本的には、先進国・地域の情勢で押し量り、その上に国内情勢や地政学リスクなどの影響を積み上げる「二階建て方式」で相場の行方を考えることが適当なのではないかと思われます。

※上記の見通しは当資料作成時点のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を保証するものではありません。  
今後、予告なく変更する場合があります。

## 【重要な注意事項】

### 【投資信託商品についてのご注意(リスク、費用)】

#### ●投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、投資信託に組み入れられる有価証券の値動き等(外貨建資産には為替変動もあります。)の影響により上下します。基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

運用の結果として投資信託に生じた利益および損失は、すべて受益者に帰属します。したがって、投資信託は預貯金とは異なり、投資元本が保証されているものではなく、一定の投資成果を保証するものでもありません。

#### ●投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

- ◆直接ご負担いただく費用・・・申込手数料 上限3.675%(税込)
  - ・・・換金(解約)手数料 上限1.05%(税込)
  - ・・・信託財産留保額 上限3.50%
- ◆投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限1.995%(税込)
- ◆その他費用・・・監査費用、有価証券の売買時の手数料、デリバティブ取引等に要する費用(それらにかかる消費税等相当額を含みます。)、および外国における資産の保管等に要する費用等が信託財産から支払われます。また、投資信託によっては成功報酬が定められており当該成功報酬が信託財産から支払われます。投資信託証券を組み入れる場合には、お客さまが間接的に支払う費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの費用等に関しましては、その時々取引内容等により金額が決定し、運用の状況により変化するため、予めその上限額、計算方法等を具体的には記載できません。

※なお、お客さまにご負担いただく上記費用等の合計額、その上限額および計算方法等は、お客さまの保有期間に応じて異なる等の理由により予め具体的に記載することはできません。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三井住友アセットマネジメントが運用するすべての投資信託(基準日現在において有価証券届出書を提出済みの未設定の投資信託を含みます。)における、それぞれの費用の最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面等を必ずご覧ください。

●投資信託は、預貯金や保険契約と異なり、預金保険・貯金保険・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また登録金融機関でご購入の場合、投資者保護基金の支払対象とはなりません。●投資信託は、クローズド期間、国内外の休祭日の取扱い等により、換金等が出来ないことがありますのでご注意ください。

[2013年2月21日現在]

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第399号

加入協会:一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。



三井住友アセットマネジメント株式会社