

# トランプショック後の新興国マネーフロー

## <要旨>

2016年、ブレグジットショックとトランプショックという2つの政治イベントが世界を驚かせたが、新興国金融市場により大きな影響を与えたのは、トランプショックである。

トランプショックは、新興国証券市場において、2013年以来となる大規模な投資資金の流出をもたらした。新興国からの大規模資金流出という点で、この現象は同年発生した「テーパー・タントラム」(バーナンキ米FRB議長(当時)による量的緩和縮小示唆発言を受けた米長期金利急騰およびそれに伴う市場の混乱)に似る。しかし、今回の大規模資金流出に際しては、経常収支赤字や高インフレといった共通のマクロ要因に焦点が当てられたテーパー・タントラムの際とは異なり、トランプショックの政治的性格ゆえ、対米輸出依存度など米国をめぐる新興国各国の個別要因がより強く意識されたものと推測する。

2017年も重要な政治日程を控えており、引き続き政治リスクが意識されやすい年となる。新興国マネーフローをみるにあたっての重要イベントとしては、年明けのトランプ政権発足および秋の中国共産党大会が特に注目される。

## 1. トランプショックの新興国金融相場への影響

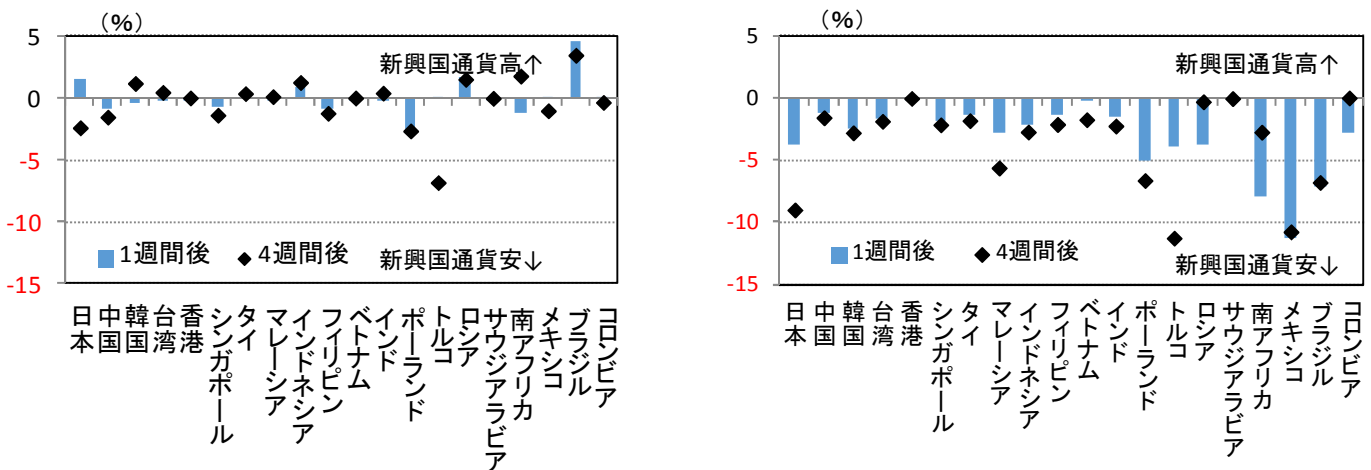
2016年、2つの政治イベントが世界に衝撃を与えた。1つは6月23日の英国国民投票(ブレグジットショック)であり、もう1つは11月8日の米国大統領選挙(トランプショック)である。もっとも、新興国市場に対するインパクトという観点から両者を比べると、少なくとも短期的には、トランプショックの大きさは、ブレグジットショックをはるかに上回った。

以下の図表1~4のグラフは、トランプショックが新興国市場に与えた影響の大きさを、ブレグジットショックとの比較で、通貨、ソブリンCDSスプレッド、株価指数、長期金利の順に、それぞれのイベント発生日の前日(ブレグジットショック:6月22日、トランプショック:11月7日)から1週間後(6月29日、11月14日)および4週間後(7月20日、12月5日)までの変化をみたものである。一連のグラフからは、ブレグジットショックが新興国全体の長期金利をやや低下させ、中東欧の通貨を小幅に減価させるにとどまったのに対し、トランプショックは、国毎に度合いは異なるものの、広範にネガティブな影響を与えたことが確認できる。

### (1) 通貨

まず通貨への影響をみると、トランプショックは、財政拡大期待から米金利の上昇を引き起こすとともに、大幅なドル高・新興国通貨安を招いた。メキシコ・ペソはその最たる例で、米大統領選挙前からの激しい売りに続き、トランプ氏当選からの1週間だけで約10%も下落し、その後の戻りも弱いままとなっている。もっとも、メキシコ・ペソ安に関しては、トランプ氏の反メキシコ的主張だけではなく、その豊富な流動性ゆえに、市場の不透明性が増す中、流動性の低い他の新興国通貨の「身代わり」として売られるという同通貨固有の要因も大きいとみる。なお、当選から4週間後の主要新興国通貨の下落率をみると、トルコ・リラが最大となっているが、これは政情悪化・経済低迷といったトルコ固有の要因によるところが大きい(次頁図表1・右)。

図表1 対ドル為替相場増減率 (左: プレグジットショック、右: トランプショック)

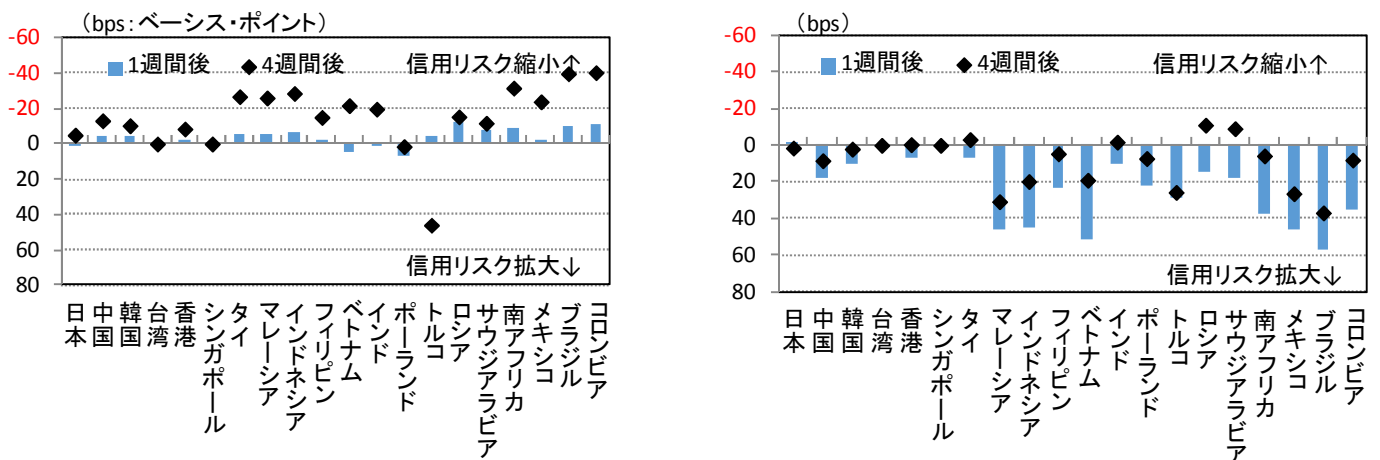


(資料) 各国中銀等

(2) ソブリン CDS スプレッド

一国の信用リスクの大きさを示すソブリン CDS スプレッドの動きをみると、トランプショックは、ブラジルやベトナム、メキシコ、マレーシア、インドネシアを中心に新興国のスプレッドを急拡大させた(図表2・右)。これらの国は、対外債務や外貨準備、あるいは政府債務などファンダメンタルズ面でそれぞれ脆弱性を抱える。とはいえ、共通点はさほど多くなく、スプレッド拡大にはファンダメンタルズというよりもむしろ、新興国各国の対米関係をめぐる個別事情が強く作用したものと考えられる。たとえば、メキシコやベトナムに関しては、対米輸出依存度の高さから、米国における保護主義台頭に対する懸念が影響したと推測される。同様に、中国のスプレッド拡大は、為替操作国認定など米中関係の悪化懸念を反映したものとみられる。もともと、トランプ氏当選から4週間後のスプレッド水準をみると、いずれの国についても1週間後に比べ縮小しており、トランプショックのソブリン CDS への影響は比較的短期間で薄らいだといえる。

図表2 ソブリン CDS スプレッド増減幅 (左: プレグジットショック、右: トランプショック)

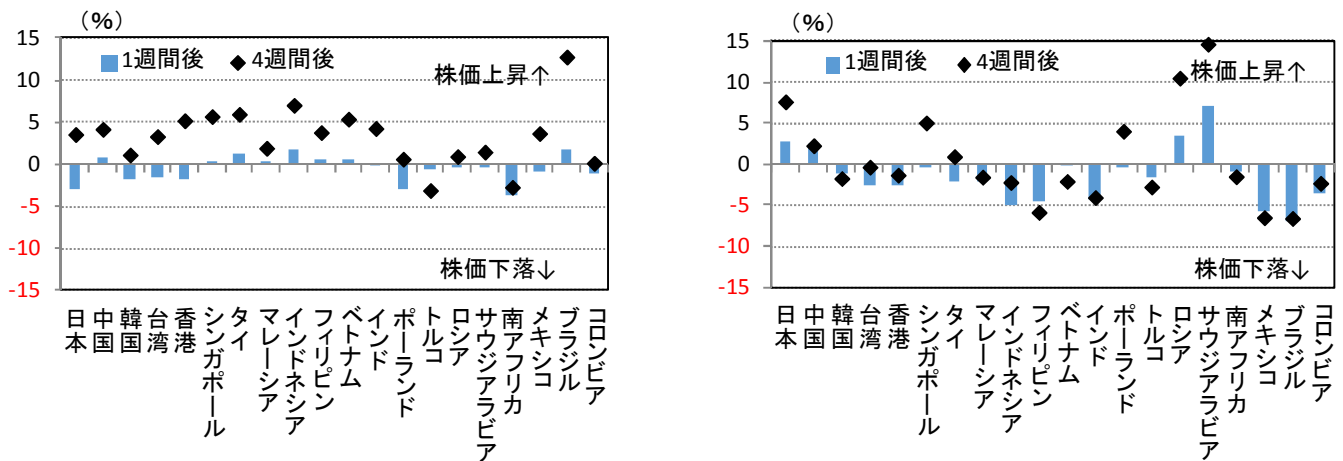


(資料) CMA

### (3) 株価指数

トランプショックに対する株式市場の反応も、国毎にバラつきがあるものの、総じていえばネガティブだった。中でもメキシコとブラジルの株式相場は大幅に下落した。一方で、サウジアラビア株やロシア株は急騰しているが、これは主にOPECの原油減産合意への期待に伴う油価上昇を反映したもので、米国政治の影響は限定的といえる(図表3・右)。

図表3 株価指数増減率 (左:ブレグジットショック、右:トランプショック)

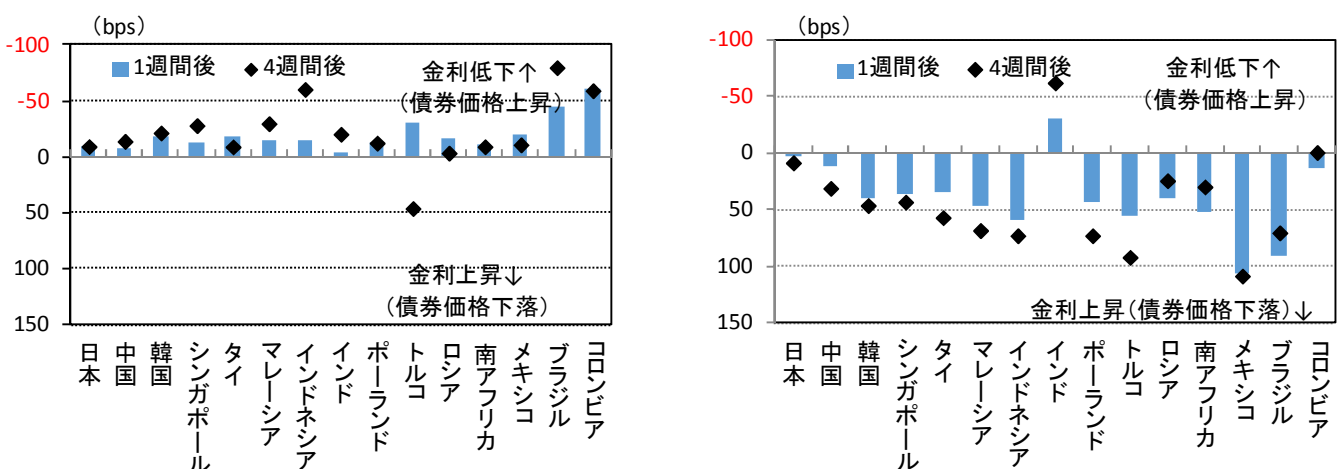


(資料) 各国証券取引所等

### (4) 長期金利

最後に、長期金利の変化をみてみよう。ブレグジットショックは、先進国金利同様、新興国金利も押し下げた(債券価格は上昇)(図表4・左)。これに対し、トランプショックは、米金利の急上昇を引き起こすと同時に、インドを例外として、新興国の長期金利も軒並み急騰させた(債券価格は下落)。その後も、ロシア、南アフリカなど一部の国を除くと戻りは弱く、長期金利はむしろ上昇が続いている(図表4・右)。この点、長期金利の動きは通貨や株価、ソブリンCDSとは異なる。

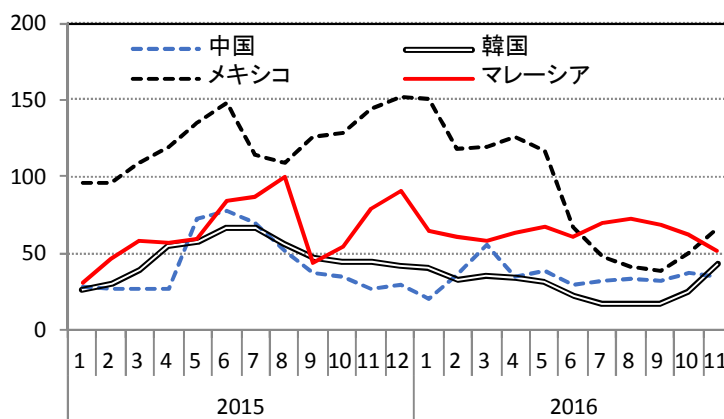
図表4 10年債(自国通貨建て)利回り変動幅 (左:ブレグジットショック、右:トランプショック)



(資料) 各国財政当局等

新興国の自国通貨建て債券市場では、2015年半ば以降、イールドカーブのフラット化が進み(図表5)、期間の長い債券を中心に、足元で割高感が出てきていた。裏返していえば、新興国の債券相場には調整が加えられる可能性が高まっていた。これを踏まえると、トランプショックは単に調整のきっかけ、あるいは理由を市場に提供したに過ぎず、仮にトランプ氏が落選していたとしても、極端に低くなっていた新興国の長期金利は、早晩上方修正されていた、という見方もできる。

図表5 主要新興国国債の10年債-3年債利回りスプレッド



(資料) 各国財政当局等

## 2. トランプショックの新興国マネーフローへの影響

トランプショックの新興国市場への影響の大きさは、マネーフローからも確認できる。国際金融協会(The Institute of International Finance, IIF)の推計によると、2016年11月単月の新興国証券市場からの資金流出額(非居住者)は、242億ドルの純流出だった。単月の純流出額としては、「テーパー・タントラム」<sup>1</sup>が発生した2013年6月以来最大である(次頁図表6)。

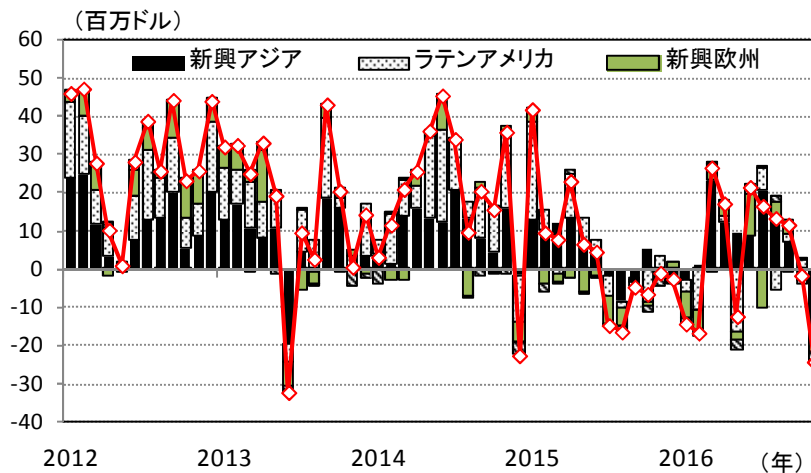
地域別にみると、11月の純流出額全体のおよそ3分の2は新興アジア地域に占められている。これは、2016年以降の新興国向け資金流入の中心がアジアであったことの反動であろう。国別にみると、IIFによる限定的な推計(たとえば巨額の資金流出が発生したとみられるメキシコや中国についてはデータがない)によれば、資金流出が顕著だったのは、インドや台湾、タイ、南アフリカ、インドネシア、トルコ、ブラジルなどである。このうちインド、南アフリカ、インドネシア、トルコ、ブラジルの5カ国に関しては、2013年のテーパー・タントラムの際、その通貨が「フラジャイル・ファイブ」(脆弱な5通貨。モルガン・スタンレーが命名)として一括りにされた経緯がある。その意味で、今回のトランプショックに伴う新興国からの資金流出は、テーパー・タントラムの再来のようにみえる。

だが、フラジャイル・ファイブというレッテルを貼られた国が経常収支赤字、高インフレという共通要因に特徴付けられたのに対し、トランプショックに強く影響を受けた国は必ずしもそうした共通要因をもたない。今回の大規模資金流出の局面においては、ソブリンCDSスプレッドの変化に関連し前節でも言及したように、ファンダメンタルズ面での脆弱性よりもむしろ、対米輸出依存度やドル

<sup>1</sup> バーナンキ米連邦準備理事会議長(当時)が2013年5月22日に議会証言の中で「近い将来における量的緩和の縮小」を示唆したことにより引き起こされた、米長期金利急騰およびそれに伴う市場の混乱。

調達依存度の強弱、あるいは対米外交のあり方などといった新興国各国の米国をめぐる個別要因がより強く意識されたものと推測する。それは、トランプショックがもつ政治的性格に起因するものと考えられる。

図表6 新興国地域別証券投資純流入額(非居住者)



(資料) IIF

大規模な資金流出や比較的大きな相場変動にもかかわらず、トランプショックに対する新興国中銀の反応は、これまでのところ概ね落ち着いている。トランプショック発生から1ヶ月以内に政策金利を変更した主な新興国は、11月17日に50bpsの利上げを行ったメキシコと、11月24日に同じく50bpsの利上げを行ったトルコにとどまる。いずれも通貨防衛を目的としたものである。一方、大部分の新興国中銀は政策金利を据え置か、あるいはブラジル中銀のように景気対策として利下げを実施している<sup>2</sup>。トランプショックに対し新興国中銀の反応が少ない理由としては、そもそもショックの影響が各国の金融当局・中銀の想定範囲内にとどまっていること、インフレ率は引き続き落ち着いており、むしろ政策金利には緩和余地があること(特にインフレ・ターゲティング採用国)、またトランプ次期米大統領の政策が具体的にみえない中、動向を見極めていること、などが挙げられる。

トランプショックに伴う資金流出が新興国のマクロ経済に与えた影響については、データが出揃っていないことから、現時点では評価が難しい。しかしながら、仮に資金流出が一時的な現象にとどまらず基調として定着した場合、通貨安に伴う輸入物価上昇や外債建て債務の支払い負担増大などが新興国景気の下押しリスクを高めることが想定される。加えて、政府債市場における外国人保有比率が高い国(たとえば、インドネシアや南アフリカ、マレーシア、ポーランド、メキシコなど)では、外国人投資家の資金引き上げに伴う国内金利の上昇加速が景気減速の要因として懸念される。

<sup>2</sup> その後、12月14日の米連邦準備理事会による25bpsの利上げを受け、翌15日、メキシコ中銀と香港金融管理局はそれぞれ50bpsと25bpsの追従利上げを実施した。一方で、コロンビア中銀は12月16日、4年ぶりとなる25bpsの利下げを行っている。



### 3. 新興国マネーフローをめぐる2017年の主要政治リスク要因

2016年は政治リスクが強く意識された年となったが、2017年も「政治の年」になる見通しである。図表7は、2017年における世界の主な政治日程(執筆時点で明らかなもの)を示したものであるが、新興国マネーフローをみるうえでとりわけ重要性の高い政治イベントは、①年前半のトランプ政権発足、②春から秋にかけて行われる欧州の重要選挙(特に仏大統領選挙と独連邦議会選挙)、③秋に予定される中国共産党第19期全国代表大会(党大会)である。いずれもポピュリズムやナショナリズムがキーワードになるだろう。

ただし、②欧州の重要選挙に関していえば、マネーフローという点で直接的な影響を受ける新興国は、ポーランドやルーマニアといった、貿易や投資、移民などを通じ欧州中核国との結びつきが強い中東欧諸国にとどまる可能性が高いとみる。新興国全般のマネーフローをみるうえでより重要な政治イベントは、①年明けのトランプ政権発足と③秋の中国共産党大会である。

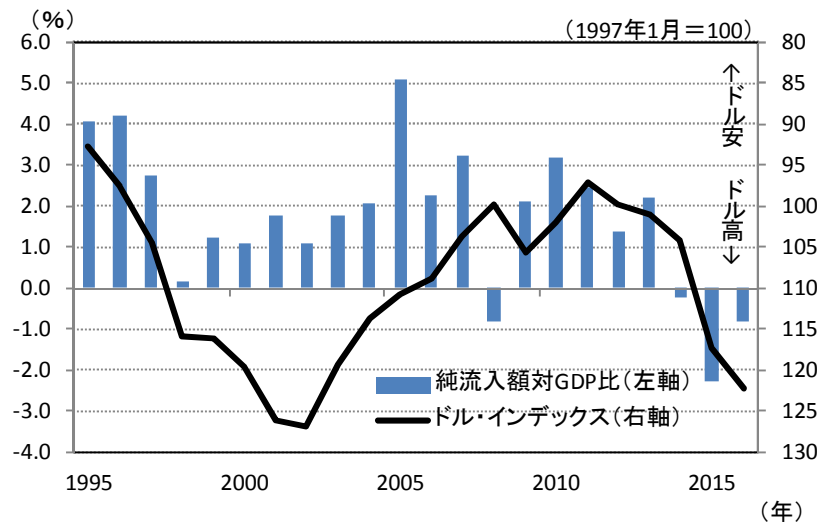
図表7 2017年の世界の主な政治日程

1月3日	米国/第115議会開会
1月6日	米国/上下両院合同会議で正式に大統領選出
1月中旬	英国/最高裁、EU離脱通知の議会承認の要否に係る判決公表
1月17～20日	世界経済フォーラム(スイス・ダボス)
1月20日	米国/新大統領就任式
1月末～2月初旬	米国/一般教書演説・予算教書演説
3月上旬	中国/全国人民代表大会(全人代)
3月15日	オランダ/総選挙
3月16日	米国/債務上限適用再開
3月26日	香港/行政長官選挙
3月31日	英国/EU離脱申請期限(EU基本条約(リスボン条約)第50条発動期限)
4月15日	米国/財務省半期為替報告書公表
4月23日	フランス/大統領選挙(第1回投票)
5月7日	フランス/大統領選挙(決選投票)
5月19日	イラン/大統領選挙
5月26～27日	G7 シチリア・サミット
6月11・18日	フランス/国民議会選挙
7月7～8日	G20 ハンブルク・サミット
8月23日～10月22日	ドイツ/連邦議会選挙
秋(11月頃)	中国/中国共産党第19期全国代表大会(十九大)
12月20日	韓国/大統領選挙

(資料) 各種報道

トランプ新政権に関し、その政策の具体的な内容が明らかになるのは、就任演説を経た1月下旬から2月にかけてとみられるが、財政拡大と大幅減税を基軸とする「トランプノミクス」が公約どおりに進められることになった場合、少なくとも短中期的には米国の長期金利はさらに上昇し、これに伴ってドル高が一層進行するものと予想する。ドル高と新興国向け投資の間にある負の関係を勘案すると、その場合、新興国からの資金流出ペースは加速する可能性が高い。次頁図表8は、ドル・インデックス(逆目盛り)と新興国向け民間投資純資金流入額対GDP比の推移であるが、ドル高進行は新興国市場への純資金流入に対しネガティブに作用する傾向があることがみてとれる。

図表8 新興国向け民間投資(証券投資・直接投資)純資金流入額対GDP比とドル・インデックス



(注) 純流入額＝非居住者対内投資純資金流入額＋居住者純対外投資純流出額

(資料) IIF、米セントルイス連銀

また、トランプ政権が公約にしたがって中国を為替操作国に認定し、貿易や投資分野で対中規制を強化した場合、中国による対米報復も含め、人民元相場をめぐる不確実性は一層高まることが見込まれる。さらに、元安を阻止したい米国側の意図とは裏腹に、中国が対米協調に応じず、元の下落に歯止めがかからなくなった場合には、元に連動した新興国通貨の全面安リスク、さらに新興国市場からの大規模資金流出リスクが高まるものとみる。

2017 年前半における最大の政治イベントがトランプ政権発足であるのに対し、年後半において最も注目されるイベントは、11 月頃の開催が見込まれる中国共産党第 19 期全国代表大会である。全国代表大会は 5 年に 1 度開催される党大会で、会期中には事実上中国の最高意思決定機関である中共中央政治局常務委員会のメンバーが選出される。現在の第 18 期常務委員は、習近平総書記<sup>3</sup>を筆頭とする 7 名からなる、いわゆるチャイナ・セブンである。

第 19 期党大会では、7 名の常務委員のうち、習近平氏と李克強氏を除く 5 名が事実上の定年制度に伴って退任する見込みである。そのため、おそらく 5 名もしくは 7 名が新任となる次期常務委員人事をめぐることは、今後、熾烈な権力闘争が繰り広げられていくものとみられる。そうした中、権力闘争の過程において、ポピュリスティックで対外的に強硬な経済政策が打ち出されてくる可能性がある。たとえば保護主義的・排外主義的な貿易・産業・通貨政策の導入、資本取引規制の厳格化などである。これらの政策は、内容によっては、中国発のグローバルなリスクオフを引き起こす可能性を孕むものと考えられる。

<sup>3</sup> 習氏については、10月26日に開催された第18期中央委員会第6回全体会議において、毛沢東、鄧小平、江沢民と並ぶ「核心」と位置づけられるなど、権力基盤のさらなる堅固化が進められているもようである。

#### 4. まとめと今後の見通し

2016年、ブレグジットショックとトランプショックという2つの政治イベントが世界を驚かせた。うち新興国市場に対してより大きな負の影響を与えたのは、トランプショックである。その影響の大きさは、通貨、ソブリンCDSスプレッド、株価指数、長期金利のいずれの面からも確認できる。

もともと、新興国の長期金利上昇に関していえば、トランプショックは近年割高になっていた新興国の債券相場に対し、調整のきっかけ、あるいは理由を与えたにすぎず、トランプショックがなくとも、長期金利は新興国でも早晩上方修正されていた、という見方もできる。

トランプショックはまた、新興国の証券市場に対し、相場下落と同時に、2013年以来となる大規模な資金流出をもたらした。この現象は同年に発生したテーパー・タントラムに似るが、テーパー・タントラムの際は、経常収支赤字と高インフレというマクロ面での脆弱性に焦点が当たり、この共通条件に該当した「フラジャイル・ファイブ」が売りのターゲットにされたのに対し、今回の大規模資金流出の局面においては、共通要因よりもむしろ、トランプショックがもつ政治的性格ゆえ、対米関係、とりわけ対米輸出存度やドル調達依存度の強弱、対米外交のあり方など、新興国毎の個別要因がより強く意識されたものと推測する。

なお、トランプショックに伴う資金流出が新興国のマクロ経済に与えた影響については、データが出揃っていないことから現時点では評価が難しい。だが、仮に資金流出が一時的な現象にとどまらず基調として定着した場合、通貨安に伴う輸入物価上昇や外貨建て債務の支払い負担増大などが景気の下押しリスクを高めるものと予想する。加えて、政府債市場における外国人保有比率が高い国では、海外投資資金の引き上げに伴う金利上昇が景気減速要因として懸念される。

2017年も重要な政治日程を控えており、引き続き政治リスクが意識されやすい年になる見通しである。新興国のマネーフローをみるにあたっての重要なイベントとしては、年明けのトランプ政権発足と秋の中国共産党大会が特に注目されよう。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami\_Kazuya@smtb.jp)