

る景況感が変動し、リスク回避的な投資行動が横行して新興国通貨の安定性が損なわれることが危惧される。13年5月から6月にかけて、米国の量的緩和縮小が示唆されて起こった「バーナンキ・ショック」では、新興国通貨が下落した。資本流出も起こり、インドやインドネシアなど「フラジャイル・ファイブ」と呼ばれる国への懸念が高まった。

新興国通貨の安定が崩れるパターンは、主に二つが考えられる。

第1のパターンは、米国の景況拡大期待が失望に変わるケースである。トランプ政権の経済政策メニューが今後どのように変わるのか、不明な点が多い。それでも、現在の景気楽観論が相当程度、米国のインフラ投資、減税を軸とする拡張的財政

保護主義による分断

新興国通貨の安定が損なわれる第2のパターンとして想定されるのが、保護主義が進化した場合である。米国経済の成長が加速する、あるいは成長の期待が続いても、恩恵が新興国に及ばない可能性がある。すでにトランプ氏は、フォードを

はじめとする自動車メーカーや、空調大手キャリアなど、米国企業に対して生産拠点の海外移転を阻止し、国内の生産能力の維持、増強への異様な執着心を示している。現段階では数社によるミクロの現象にとどまるとはいえ、こうした事例がマクロ的にも意味のある新興国投資の断念への呼び水となる可能性は低くない。

新興国に影響を及ぼす国内回帰は、本来、米国を傷つける政策でもある。新興国を取り込んで生産・供給体制を組む「分業の利益」を否定すれば、米国企業の生産性を低下させるからだ。ただ、幸か不幸か、米国はサービス産業の国であり、製造業は同国経済への影響が大きい。ところが、新興国にとっては、先進国との関係は命綱に等しい。

それはリーマン・ショック後の先進国経済の停滞の中で、新興国が世界経済の牽引役にも下支え役にもなれなかったことからわかる。以前の新興国ブームの最大の浮力は先進国からの投資であり、その再現が、新興国の成長再開には必要である。トランプ氏の保護主義的色彩が強まれば、米国経済と新興国経済は分断され、米国の景況感が良好なまま、新興国経済が立ち直りのきつかけを失う可能性を無視できなくなる。保護主義という点、関税引き上げ

などの貿易政策がよく挙げられるが、新興国にとって死活的に重要なのは、貿易よりも投資である。もちろん、メキシコの自動車工場が建設される場合、多くは米国向けの輸出を前提とする。そうした投資がメキシコの成長に寄与し、人々の所得水準を上げることで、製造業に限らず直接投資が誘発される。この好循環が新興国の成長には必要であり、それを封印するリスクがある点に、米国の保護主義の潜在的な怖さがある。

メキシコの他にも、インドは国策として、メイク・イン・インドイアを掲げ、製造業の振興と雇用創出を志向している。インドは必ずしも対米依存度の高い国ではない。だが、保護主義により、グローバル企業が新興国での投資を抑えれば、インドのもくろみは頓挫しかねない。いずれにしても、新興国では、通貨が売られればインフレ圧力が高まり、不本意な金融引き締めを迫られ、景気の足が引つ張られる。さらには、ドル建て負債の実質的な返済負担が膨張し、国の信用リスクが高まる。こうした過去にみられたリスクに加え、今、新興国の潜在的な「成長力」が封印されるリスクが現れつつある。トランプ政権の誕生は、新興国にとって甚大なリスクであるという基本に立ち返るべきであろう。

もつとも、こうした新興国通貨の安定が続くかは疑う必要がある。「アメリカ・ファースト」を掲げるトランプ氏は輸出を善、輸入を悪とみなし、世界経済を勝ち組と負け組からなる「ゼロサム」ゲームとみなしている。だが、金融市場では、トランプ氏の経済政策が良い影響を生む「プラスサム」の期待が、トランプ相場と新興国通貨の安定をもたらしている。この奇妙な構図は、いずれ破綻するとみるのが妥当である。

問題なのは、現在のリスクオンの状況がリスクオフに変わることである。今後、市場の方向性の鍵を握る

リスクオフの2要因

# 新興国通貨の脆弱な安定 トランプ政権で崩れるリスクは続く

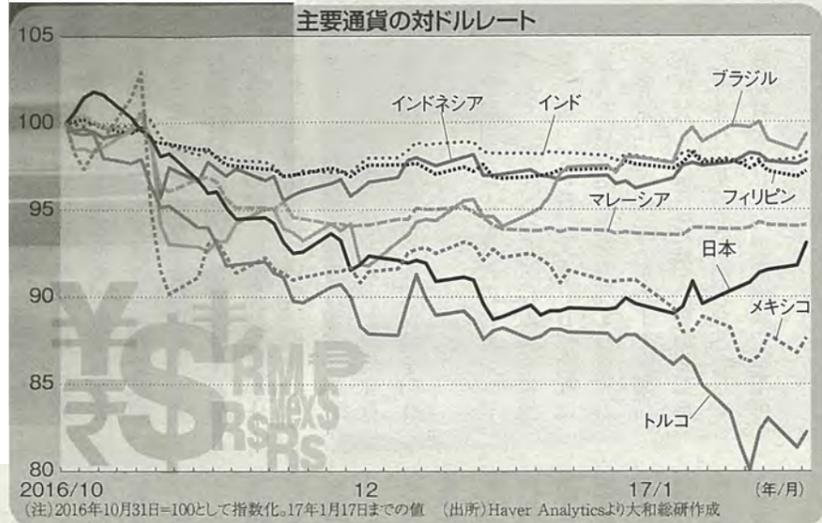
トランプ大統領の決定以来、安値が懸念されていた新興国通貨が、思いの外に堅調である。しかし、その安定の行方はナローパス（狭い道）で、状況次第で一気に崩れる可能性がある。

こだま たかし  
児玉 卓  
(大和総研経済調査部長)

は、先進国の株価高騰に代表される「トランプ相場」を演出した。また、インフラ投資拡充と減税からなる積極財政への期待は、ドル金利を上昇させ、ドル高をもたらした。米大統領選挙が行われた2016年11月8日から12月末にかけて、為替相場は1ドル105円から116・8円まで進み、米国の10年物国債利回りは1・9%から2・5%に上昇した。「トランプ相場」は、新興国通貨の

下落と裏腹の関係にあり、負の側面として、新興国が大規模な資本流出を伴う通貨安に見舞われる懸念があった。しかし、それは今のところ現実のものとはなっていない。

一つの要因は、資源価格の堅調が、新興国経済の不振れリスクを低めていることだろう。しかし、より重要なのは、米国景況が拡大して世界経済を牽引するという期待が、金融市場のリスク許容度を高めていることである。リーマン・ショック時の激烈なリスクオフが典型的だが、金融市場のリスク許容度を決める一番の要素は景況感である。世界経済の先行きへの楽観論が支配的な状況では、新興



ディアなどで、メキシコ、ペソやトルコ・リラの下落がはやされていく。メキシコ・ペソは1月18日、前日比2%安の1ドル21・95ペソと、過去最安値を更新した。だが、むしろこの2通貨は例外であり、米大統領選挙以降、ほとんどの新興国通貨の対ドルレートは、円やユーロほどにも下落していない(図)。

は、先進国の株価高騰に代表される「トランプ相場」を演出した。また、インフラ投資拡充と減税からなる積極財政への期待は、ドル金利を上昇させ、ドル高をもたらした。米大統領選挙が行われた2016年11月8日から12月末にかけて、為替相場は1ドル105円から116・8円まで進み、米国の10年物国債利回りは1・9%から2・5%に上昇した。「トランプ相場」は、新興国通貨の