

2016年11月24日 全7頁

# トランプ・タントラムで新興国はどうか？

今後半年～1年程度は要警戒だが、ダメージは比較的軽微か

経済調査部  
エコノミスト 新田 堯之

## [要約]

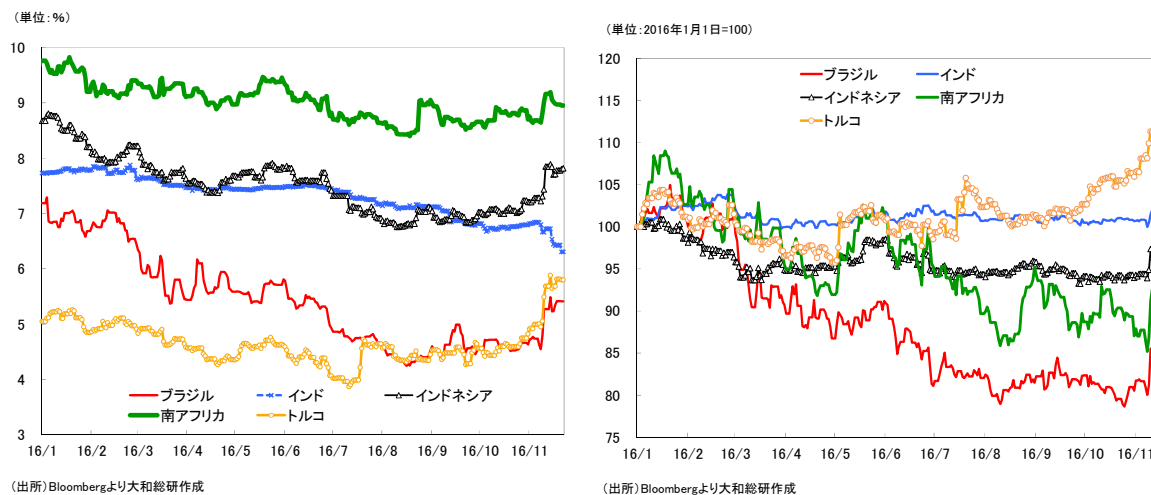
- 米国大統領選でドナルド・トランプ氏が勝利したことをきっかけに米国の長期金利が急上昇している。そのため、投資家は期待収益率が上昇した米国の金融資産に投資すべく、新興国から資金を引き揚げる動きを見せている。日本等と同じく、多くの新興国でも米国に呼応した形で長期金利は急上昇しているものの、資金流出に歯止めをかけるには至っていない。
- 2013年に発生したテーパー・タントラムの事例や簡単な計量モデルの結果に基づけば、新興国からは今後半年～1年程度は資本流出圧力が強まる危険性がある。しかし、コモディティ価格の復調や新興国自身の危機耐性の強化、などの状況を勘案すれば、テーパー・タントラム時のような大規模な資本流出は避けられる可能性が高い。
- もう少し広い視野に立ってみれば、トランプ新政権の保護主義的政策、および金融市場のリスクオフを招きかねない想定外の政策判断も新興国にとって警戒すべき要素であろう。

## トランプ氏の米国大統領選勝利を受け、新興国から資本流出が発生

米国大統領選でドナルド・トランプ氏が勝利したことをきっかけに米国の長期金利が急上昇している。大統領選の投票が行われた11月8日時点では1.86%であった米国の10年物国債利回りは、同月21日時点では2.32%に達している。トランプ氏は高速道路や橋梁等を立て直すためのインフラ投資、個人所得税や法人税の引き下げなどの政策を掲げている。こうしたリフレ政策が米国の経済成長期待、期待インフレ率、財政リスクの3者を高め、米国の長期金利上昇を演出したとみられる。

その結果、投資家は期待収益率が上昇した米国の金融資産に投資すべく、新興国から資金を引き上げる動きを見せている。多くの新興国にはより大きいリスクプレミアムが要求されるようになり、長期金利は急上昇している<sup>1</sup>ものの、資金流出に歯止めをかけるには至っていない。例えば、11月8日から21日までの新興国通貨の米ドルに対する下落率を見ると、インドルピー：▲2.8%、インドネシアルピア：▲3.1%と一見すると落ち着いている通貨もある一方、トルコリラ：▲6.2%、ブラジルレアル：▲6.9%、南アフリカランド：▲7.5%といったようにならりのペースで下落した通貨もある。さらに、インド中銀とインドネシア中銀は自国通貨買い介入を実施していた<sup>2</sup>点を踏まえれば、上記の5通貨すべてで資本流出圧力が相当強まったと言えるだろう。

図表1：新興国の長期金利の推移（左図）、対米ドル為替レートの推移（右図）



<sup>1</sup>利下げ期待が高まっているインドでは例外的に大統領選後も長期金利は低下している。

<sup>2</sup> Bloomberg “Dollar’s Trump-Inspired Surge Sets Off Intervention Across Asia”（元記事は2016年11月10日付、アップデート版は11日）

(URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-11-11/dollar-heads-for-best-week-since-may-2015-on-inflation-outlook>)

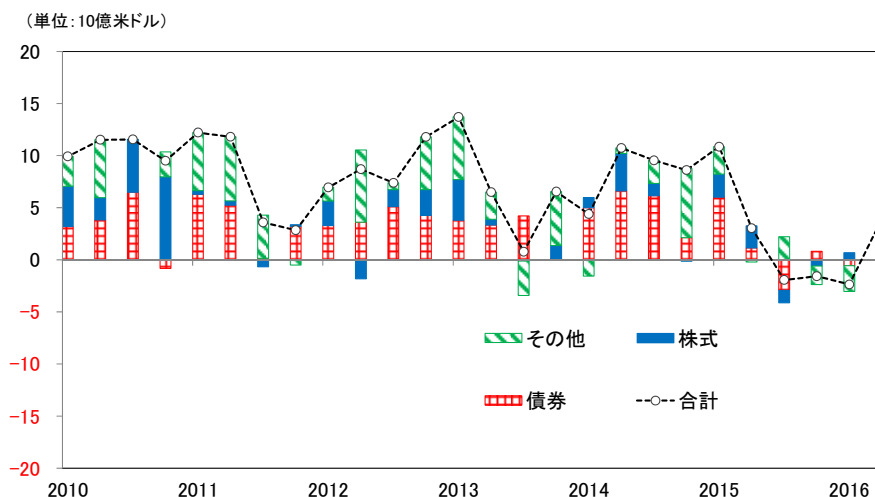
## この先半年～1年程度は資本流出圧力が強まるリスク

今後を考える上では2013年半ばに発生したテーパー・タントラムの事例が参考となる。これは、FRBのバーナンキ議長（当時）が量的緩和の縮小を示唆したことをきっかけに米国の長期金利が急上昇したことを受け、新興国で資本流出圧力が強まった一連の事態である。

テーパー・タントラム時、新興国の中でもブラジル・インド・インドネシア・南アフリカ・トルコの5カ国は外部環境の悪化に脆弱な国々として「フラジャイル・ファイブ」という呼称で一括りにされた。これらの国々では通貨安からドル建て債務の返済が困難となり、長期金利も急上昇したために自国企業の投資意欲は削がれた。また中銀は輸入インフレの抑制や自国通貨の急落防止を目的とした金融引き締めを行わざるを得ず、これも市場金利の押し上げ要因となったと思われる。

米国の長期金利が急騰したことを発端とする新興国からの資本流出圧力の高まりといった意味で、今回の事例はテーパー・タントラムと類似したものであり、一部ではトランプ・タントラムとの名称と呼ぶ向きもある。ここで、問題の一つはそれがどの程度の期間続くかである。例えば、テーパー・タントラム直後からブラジル・インド・インドネシア・南アフリカ・トルコの5カ国の資本の流出入額<sup>3</sup>を見ると、発生してからおよそ1年後となる2014年4-6月期には影響が一段落したように見受けられる。

図表2：新興国の資金流出入金額の推移



(注1)ブラジル、インドネシア、南アフリカ、トルコ、インドの合計値

(注2)インドは2003年3Q～2009年1Qの債券に関するデータ、および2016年2Qのデータすべてが欠落

(出所)CEIGより大和総研作成

<sup>3</sup>資本の流出入額＝負債の増減－資産の増減とした。

なお、BPM6に準拠した金融収支統計は資産側、負債側に分けて発表されている。この場合、資産増加（減少）＝資金流出（流入）、負債増加（減少）＝資金流入（流出）を意味する。

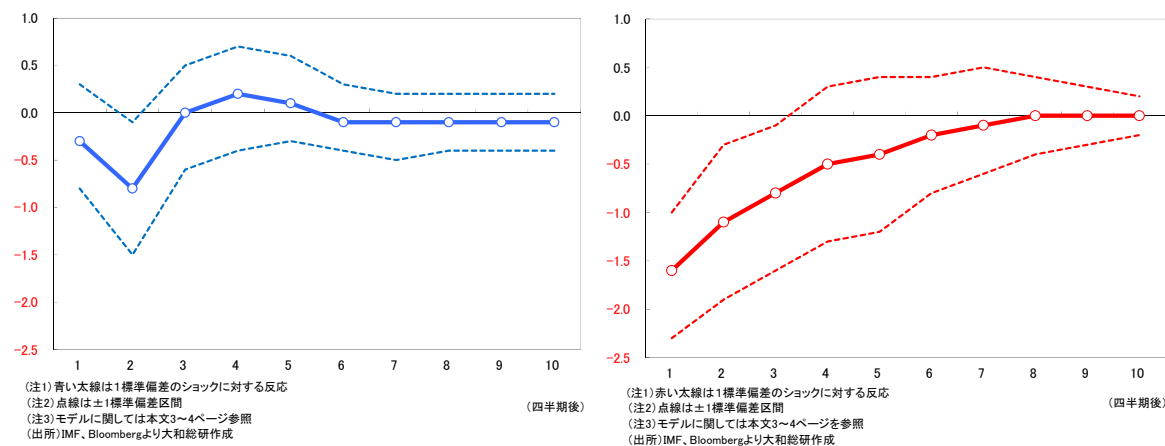
さらに、議論を補完するため、上記 5 カ国のデータを用いて、①新興国と米国を中心とした主要先進国との長期金利差（≒新興国に求められるリスクプレミアム）<sup>4</sup>、②対米ドル為替レート<sup>5</sup>、③資本の流出入額<sup>6</sup>、といった 3 変数から構成される VAR（ベクトル自己回帰）モデルを推計した<sup>7</sup>。このモデルでは、インパルス応答関数を求めることを通じて、ある変数の一時的なショックが他の変数に与える影響を時系列で観察できるといった利点がある。

そこで、資本流出入額に対するインパルス応答関数の動きを観察すると、まず、対米ドル為替レートの下落による押し下げ効果は 2 四半期後にピークを迎えるが、3 四半期後にほぼ消失する。通貨が急落した半年後をピークに資本は流出するものの、その後は反動高を見込んだ買戻しを行う可能性がある。

さらに、長期金利差の拡大もマイナス効果を与え、その幅は為替レートのそれよりも大きい。また、このマイナス効果は 3 四半期後には半分近くが消失するものの、ほぼ完全に消失するためにはさらに 1 年程度を要する。この背景として、新興国に要求されるリスクプレミアムが急上昇するような事態では、資本の流出圧力はそうやすやすとは収まらない可能性が指摘できる。

したがって、テーパー・タントラムの経験や上記の計量モデルの結果を勘案すると、今後少なくとも半年～1 年程度は新興国の資本流出に関して特に警戒すべきだと考えられる。

**図表 3：資本流出入額に対する対米ドル為替レート（左図）、長期金利差（右図）のインパルス応答関数の推移**



<sup>4</sup> 新興国の長期金利：ブラジル・インド・インドネシア・南アフリカ・トルコの単純平均値

先進国の長期金利：日本・米国・英国・ドイツ・フランス各国の長期金利を新興国（上記 5 カ国）へのポートフォリオ投資金額で加重平均した値

<sup>5</sup> ブラジル・インド・インドネシア・南アフリカ・トルコの対米ドル為替レートを「2010 年第 1 四半期の水準＝100」とした指数で表記した上で単純平均した値

<sup>6</sup> ブラジル・インド・インドネシア・南アフリカ・トルコの資本の流出入額を名目 GDP で割ったものを単純平均した値。資本の流出入額の定義は脚注 3 を参照

<sup>7</sup> VAR モデルの推計期間は 2006 年 1Q～2016 年 2Q 赤池情報量基準(AIC)に基づきラグは 2 とした。

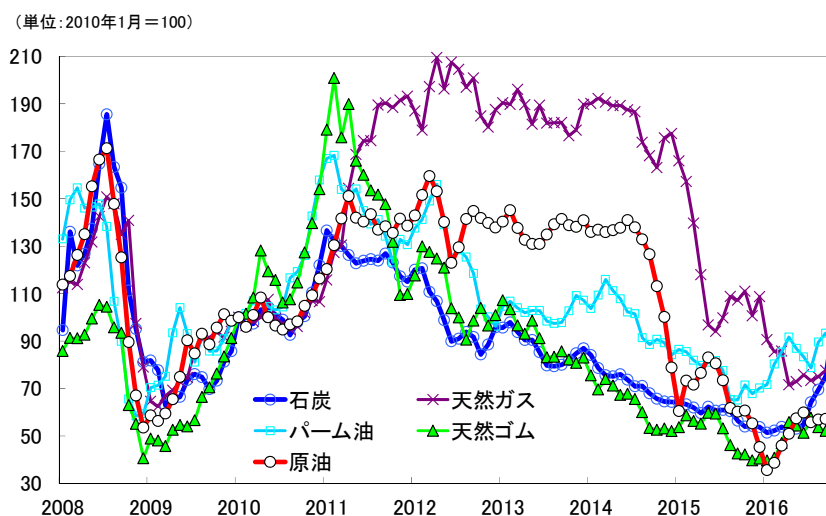
また、VAR モデルを推定するに当たっては変数の階差を取って定常化するケースも多く観察されるが、単位根検定自体が必ずしも頑健ではない点、またレベル変数のデータを用いても推定量の一致性が得られる点、などを考慮し、今回はレベル変数のままで VAR モデルを推定した。

## テーパー・タントラム時よりも資本流出の規模は軽微？

ただし、テーパー・タントラム時と比較して、今回の事例では資本流出の影響を軽減し得る要素が2点ほど存在する。

1つ目はコモディティ価格の復調である。コモディティ価格の中でも石炭や天然ゴムなどは既に2011年頃から下落基調が続いていた。その後、比較的高水準で推移していた原油や天然ガスも2014年半ばに発生した「逆オイルショック」を受けて急落した。しかし、2016年の初旬を底にコモディティ価格は復調の兆しが見える。さらにこの勢いをトランプ氏の経済政策が加速させる可能性がある。既述の通り、同氏は大規模なインフラ投資を推し進めようとしており、その原料となる資源への需要が増大する観測がにわかには高まっている。例えば、銅価格<sup>8</sup>は11月1日に発表された中国の製造業 PMI が良好な結果だったことをきっかけにただでさえ上昇していたが、大統領選が行われた同月8日～21日にかけても6.2%上昇している。資源国かつ米国への輸出依存度が高いブラジルなどの新興国に対して、経済成長の加速を期待した資金の流入が増加する可能性がある。ただし、トランプ氏はシェールオイル・ガス、石炭等の増産を目指し、各種規制の緩和・撤廃を志向している。そのため、一部のコモディティ価格がトランプ新政権の下でかえって下落するリスクには留意すべきであろう。

図表4：主要コモディティ価格の推移



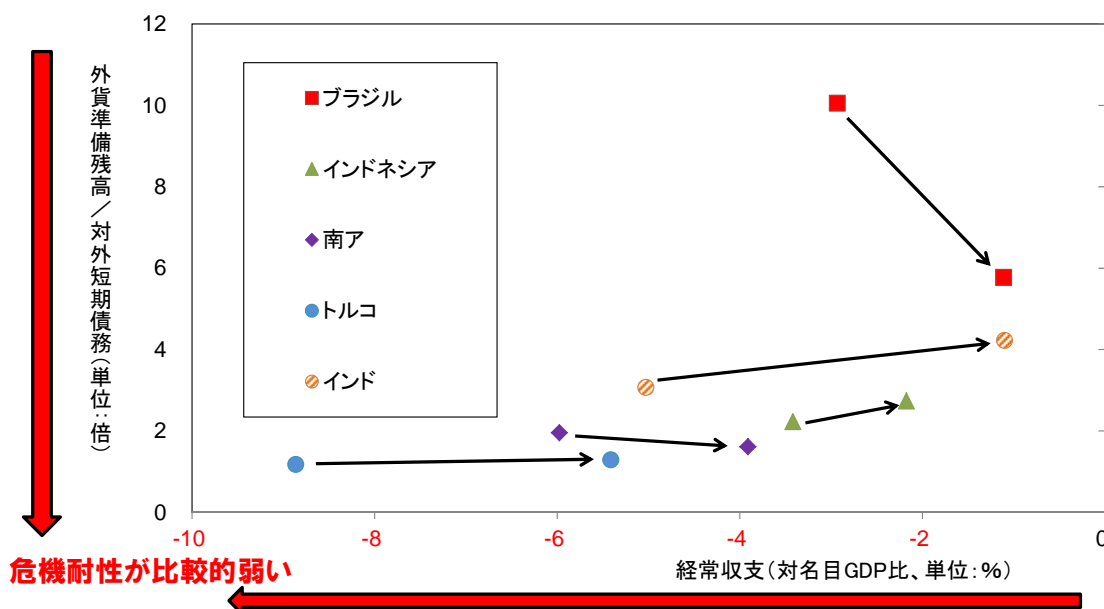
(注)原油：ドバイ原油価格 天然ガス：インドネシア産LNGの日本での消費価格 パーム油：マレーシア証券取引所の先物価格 天然ゴム：シンガポール商品取引所の取引価格 石炭：オーストラリア産石炭がニューキャッスルまたはポートケンブラから輸出される価格  
(出所)IMFより大和総研作成

2つ目は、危機への耐性が強化された点である。ブラジルレアル等の5カ国が「フラジャイル・ファイブ」とのレッテルを貼られた理由の一つは（大幅な）経常赤字であった。しかし、次ページの図表5の通り、これらの新興国は2016年前半までに赤字幅を多かれ少なかれ縮小させている。同期間で外貨準備高／対外短期債務（1年以内に返済期限を迎える債務）の変化を見ても、

<sup>8</sup> LME 銅先物（3ヶ月）のデータ

インドやインドネシアで数値が高まっていることが観察できる。他方、ブラジルや南アフリカでは数値は低下したものの、依然として IMF が定めた目安である 1 倍を大幅に上回っている。総じて、この数年間で新興国のリスク耐性は高まっており、これが通貨の安定等を通じて資本逃避リスクを多少なりとも和らげたと考えられる。

図表 5：新興国の危機耐性の変化



(注1) ブラジル、インドネシア、南ア、トルコ：2013年1-3月期と4-6月期の平均値から2016年1-3月期と4-6月期の平均値への変化を示した。

(注2) インド：2012年末から2015年末までへの変化を示した。

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

## トランプ新政権が今後打ち出す政策にも要警戒

以上の議論をまとめれば、米国の長期金利急騰を受けて、新興国からは今後半年～1年程度は資本流出圧力が強まる危険性があるものの、その規模はテーパー・タントラム時と比較すれば小さなものにとどまる可能性が高い。

ただ、もう少し広い視野に立ってみれば、トランプ新政権の保護主義的政策、および金融市場のリスクオフを招きかねない想定外の政策判断も新興国にとって警戒すべき要素である。

前者に関して、トランプ氏は選挙期間中に保護主義的な主張を繰り返し、TPPにも反対の姿勢を示してきた。同氏の主な支持層の一つである白人労働者層の一部は「米国外の廉価な製品が国内に流入したために、製造業を中心に雇用が米国外に流出した」との意識を強く持っている。そのため、同氏は大統領就任直後に中国を為替操作国に指定するとともに、中国製品すべてに45%もの税率の報復関税を課す方針を表明している。米国の莫大な貿易赤字のおよそ半分は対中国の貿易赤字で説明できることもあり、新興国の多くが保護主義的政策のターゲットに加わる可能性はかなり低い。しかし、商品ごとの輸入制限政策を取った場合などでは話は別であり、

様々な新興国経済が打撃を受けることとなろう。

後者に関して、トランプ氏はビジネス界出身で政治経験を持っておらず、政策運営には不透明な部分が多い。さらに、発言には相互矛盾や実現可能性に疑問符が付くケースも観察される。このため、金融機関の救済など重要な政策判断が求められる局面において、トランプ新政権が金融市場では全く想定していない判断を下すリスクがある。2008年のリーマン・ショック、2011年の欧州債務危機、2015年～2016年の人民元切り下げ・上海株式市場の混乱などのリスクオフ時には新興国から資本が急速に流出したが、トランプ新政権が同様の事態を作り出さないか気がかりである。

以上