

2023年8月7日 全9頁

利下げを探る新興国～タイミングには差

ベトナムとブラジルが利下げ。南アは追加利上げの可能性も

経済調査部 シニアエコノミスト 増川 智咲

[要約]

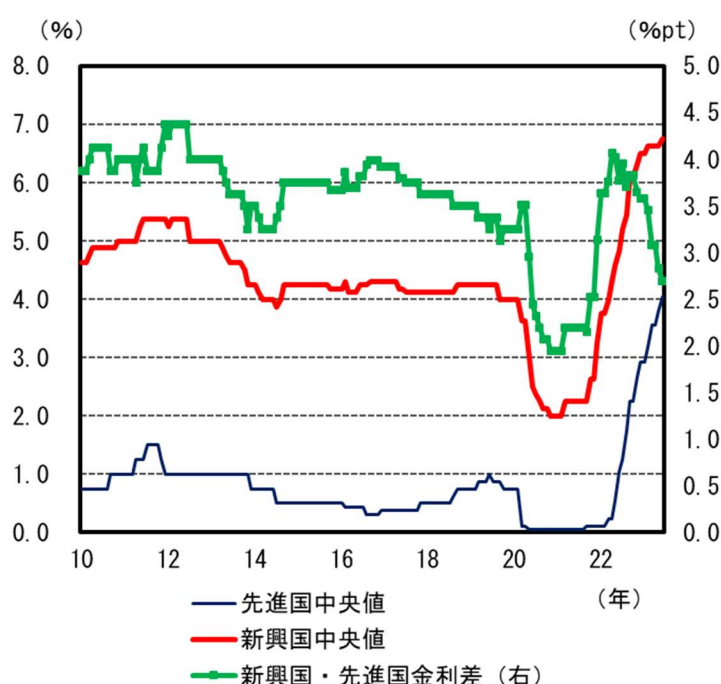
- 先進国と新興国の金利差が縮小している。追加利上げを迫られる国が多い先進国に対し、新興国の多くは政策金利を据え置く判断を下しているためである。新興国が先進国よりも早く、金融政策の転換を図れている背景には、インフレのピークアウト、対外的なリスクに対する耐性の改善、資本フローの安定がある。ただし、その「改善」ペースは各国まちまちである。今後、利下げを探る新興国が増加するだろうが、そのタイミングには差が生じる可能性が高い。
- 物価と為替レートの推移、外貨準備の厚み、資本フローの安定性という観点から、利下げのタイミングがベトナムに続いて最も早かったのがブラジルであった。ブラジルと同様、米国との金利差が大きく為替レートが対ドルで上昇しているのはメキシコである。しかしメキシコでは、GPI 総合・コア GPI とともにコロナ禍前と比較して高い水準にあるため、利下げが視野に入ってくるのは2024年に入ってからだろう。
- 逆に、利下げの見通しが立ちにくい国は、GPI 上昇率の高さが目立つトルコと南アフリカ（南ア）である。南アに関しては、経常赤字が拡大していることや資本フローが不安定であることを背景に、南アランドの対ドルレートに下落圧力が高まっている点についても注意が必要である。同国の金融政策決定会合では、インフレ見通しに深刻なアップサイドリスクがあると指摘されており、追加利上げの可能性も否定できない。
- ベトナム以外のアジア各国中央銀行は、しばらく金利を据え置いて様子見のスタンスを維持するとみられる。各国の実質金利が低いことや、中国との緊密な関係が嫌気され、資本フローの動向に注意を必要とするためである。利下げのタイミングは、FRBの利上げ打ち止めが確実となり、資本流出リスクが非常に低くなってからと考えられる。

先進国と新興国の金利差が縮小

2023年春以降、先進国と新興国の金利差が縮小している（図表1）。先進国の中には「粘着質」なインフレを抑制するため、積極的な利上げを講じている国が目立つ一方で、新興国では、インフレがピークアウトし、政策金利を据え置いて様子見の姿勢を取る国が増加したためである。

例えば、カナダ銀行（中央銀行（中銀））が2023年6月に利上げの再開を決めたほか、米国FRBも同年7月に追加利上げを実施したのに対し、新興国ではベトナム国家銀行（中銀）が同年3月に、ブラジル中銀が同年8月に利下げに踏み切った。このように、新興国が、先進国よりも早い段階で金融政策を転換した背景には、物価が安定したことのほか、ウクライナ危機発生直後と比べて対外指標が改善するなど、ファンダメンタルズが改善した点が挙げられる。しかし、その「改善」のペースは各国まちまちであり、利下げのタイミングにも差が生じやすい。本稿では、今後の各国の金融政策の方向性について掘り下げたい。

図表1 先進国と新興国の政策金利中央値と金利差



(注) 新興国は、データ取得が可能な22カ国を採用。先進国は12カ国・地域。

(出所) 各国中央銀行（中銀）より大和総研作成

多くの新興国が利上げを停止、利下げに動く国も

まずは、主要新興国の金融政策について概観したい。主要新興国の中で最も早く利上げを停止したのはブラジルである（図表2、3）。累計11.75%ptにも上る積極的な利上げが奏功し、2022年夏にはインフレがピークアウトしたことが背景にある。2023年8月には0.5%ptの利下げを決定した。ブラジルに続き、多くの新興国¹が2023年春以降、利上げの停止に踏み切った。例えばベトナムは、2022年9月に開始した利上げを同年11月に停止し、2023年3月には利下げを開始した。米国への輸出依存度の高さから、米国の景気減速によるベトナムの輸出産業への影響が深刻となる可能性が高まったためである。これに続き、インドネシア、インド、フィリピン、

¹ ウクライナとの戦争状態にあるロシア、大統領による金融政策への介入が生じていたトルコをここでは除く。

メキシコ、マレーシア、そして直近では南アフリカ（南ア）が利上げの停止を決定した。これによって、2023年8月3日時点で利上げを継続している主要新興国は、タイのみとなった。タイ中銀は、需要の回復で需給ギャップが引き締まりつつあること、エルニーニョ現象の影響で食品価格が高騰する可能性が高まっていること、将来の利下げ余地を確保することを目的に、タカ派的な政策姿勢を崩していない²。

これまでに、主要新興国の中で利下げを開始したのはベトナムとブラジルだけであるが、今後は、他の国も利下げタイミングを探ることとなるだろう。またその一方で、インフレ圧力が再び高まり、追加利上げを迫られる国が現れるケースも想定できる。このように、2023年以降の新興国の金融政策の方向性は、利上げ一色であった2022年と比べてばらつきが生じやすくなるだろう。

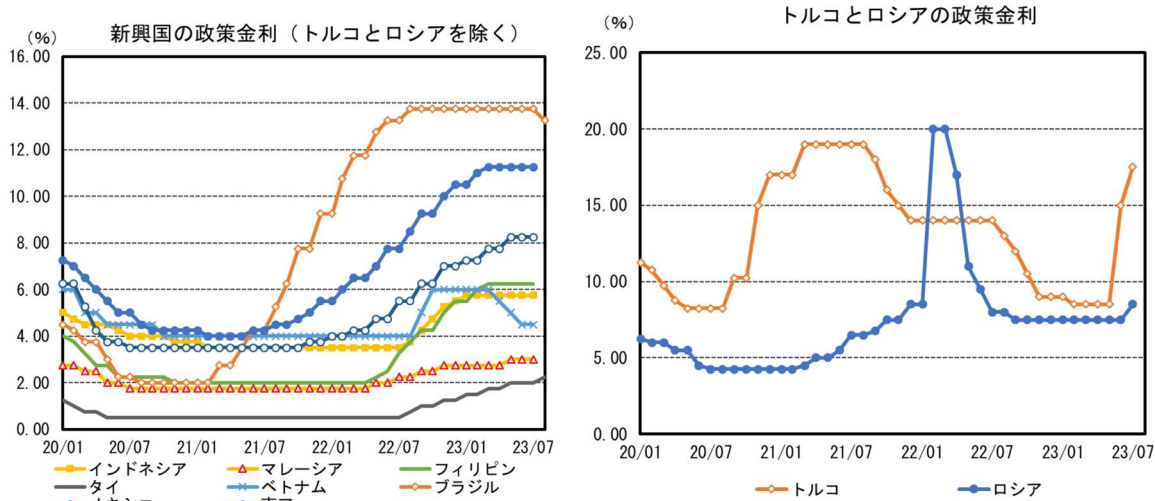
図表2 主要新興国の累積利上げ幅と利上げ時期

	政策金利	
	累積利上げ幅	利上げ時期
(単位)	変化幅 (%pt)	
トルコ	9.00	23年6、7月
南ア	4.75	21年11月～23年5月
フィリピン	4.25	22年5月～23年3月
メキシコ	7.25	21年6月～23年3月
インド	2.50	22年5月～23年2月
インドネシア	2.25	22年8月～23年1月
ブラジル	11.75	21年3月～22年8月
マレーシア	1.25	22年5月～23年5月
ベトナム	2.00	22年9月～22年10月
ロシア	1.00	23年7月
タイ	1.50	22年8月～

(出所) 各国中銀より大和総研作成

² タイ中銀は、2023年8月2日の金融政策決定会合で、0.25%ptの利上げを全会一致で決定。

図表3 主要新興国の政策金利（2020年1月～2023年8月）



(出所) 各国中銀より大和総研作成

多くでインフレはピークアウト。トルコ、南ア、フィリピンでは再利上げの可能性も？

多くの新興國中銀が利上げを停止した最大の理由は、インフレがピークアウトしたことである。図表4は、新興国の各種物価指数と為替レートの変化を表したヒートマップである。物価指数に関しては、「赤（最も濃い色）」のセルが10%以上の変化率、「オレンジ色（薄い色）」のセルが5%以上10%未満の変化率、「無地」が5%未満の変化率である。なお、物価指数が下落したセル（青色）の数値は濃くした。また、為替レート（対ドル、名目実効）に関しては、5%以上上昇したセルを「オレンジ色」に、下落したセル（青色）の数値を濃くした。

図表4 新興国の各種物価、政策金利、為替レートのヒートマップ

	インフレ目標	CPI		CPI	CPI			生産者物価	輸入物価	実質金利	為替レート			
		2023年	2015～2019年		コアCPI	食品	エネルギー				2023年6月	2023年7月末		
			前年同月比 (%)									年平均上昇率 (%)	前年同月比 (%)	対ドル
(単位)					2023年4-6月平均						年初末 (%、+が上昇)			
					前年同月比 (%)					%				
トルコ	5% (±2%)	12.6	72.3	40.4	46.5	53.1	-9.1	44.1	-14.9	-23.2	-44.1	-30.8		
南ア	3-6%	5.1	7.0	6.5	5.2	12.5	8.0	6.9	10.7	1.7	-5.0	-2.4		
フィリピン	2-4%	2.9	5.8	6.0	5.1	7.4	6.6	4.6	5.4	0.9	1.4	2.9		
メキシコ	3% (±1%)	4.3	7.9	5.7	7.3	8.6	-16.2	0.2	-0.5	6.2	14.1	16.8		
インド	4% (±2%)	4.0	6.7	4.6	5.2	3.8	4.7	-2.8	N/A	1.7	0.6	1.8		
インドネシア	3% (±1%)	3.4	4.2	3.9	2.7	3.0	3.0	4.3	-6.9	2.2	3.1	5.6		
ブラジル	3.25% (±1.5%)	4.9	9.3	3.8	7.1	4.2	-3.4	-8.7	-13.7	10.6	10.6	13.2		
マレーシア	インフレ目標を採用せず	1.9	3.4	2.8	3.4	5.6	0.0	-4.1	-3.0	0.2	-2.8	-3.5		
ベトナム	4.5%	3.1	3.2	2.4	4.5	3.5	6.0	-1.5	-4.4	2.5	-0.2	0.3		
ロシア	4.0%	4.5	13.7	2.7	2.2	-1.1	8.6	-5.5	N/A	4.3	-24.0	-27.1		
タイ	1-3%	0.7	6.1	1.1	1.5	4.0	4.7	-5.0	-0.9	1.8	1.1	-0.6		

(注1) N/Aはデータを取得できなかった国。

(注2) ロシアの食品価格は2023年4-5月の前年比。

(注3) フィリピンの生産者物価は、2023年4-5月期の前年比。トルコの輸入物価は2023年4-5月期の前年比。フィリピンと南アの輸入物価は2023年1-3月期の前年比。

(注4) 実質金利は、政策金利からCPI上昇率を引いて計算。

(出所) 各国統計、各国中銀より大和総研作成

これによると、多くの国で物価が高騰した2022年に比べ、各国の各種物価上昇率は2023年

に入って落ち着いたことが分かる。例えば、CPI 上昇率で赤やオレンジの色が着いているのは、トルコ、南ア、フィリピン、メキシコの4カ国のみである。それ以外の国々は、CPI 上昇率が前年比5%を下回る無地で、各国インフレ目標の上限を下回った。この最大の理由は、エネルギー価格が落ち着いた点にある。4-6月期のエネルギー価格は、上昇率が2桁を超えた国はなく、5%未満の伸び、あるいは前年割れとなった国が全体の過半数を占めた。

エネルギーと食品を除いたコア CPI 上昇率も、落ち着いた国が多く見られる。資源高や通貨安に歯止めがかかったことで、輸入物価や生産者物価が前年比で下落したことが原因である。しかし、一部では、コア CPI の上昇率が根強い国もある。例えば、トルコ、南ア、フィリピン、メキシコ、インド、ブラジルである。コア CPI に加工食品を含めるため、上昇率が上振れしやすいメキシコや、コア CPI 上昇率がインフレ目標の上限を下回っているインドを除くと、トルコ、南ア、フィリピンでは、資源価格の上昇が幅広い品目に波及した可能性が考えられる。他方、ブラジルでは、サービス産業における需給ひっ迫を背景としたサービス価格の上昇が、コア CPI 上昇率の高さの一因と指摘されている³。

次に、為替レート（対ドル、名目実効）を見ると、米国との金利差が大きいブラジルやメキシコで大きく上昇した（2023年7月末、年初来）。逆に、トルコ、ロシア、南ア⁴のようなファンダメンタルズが悪化している国の対ドル為替レートは大きく下落するなど、その差は鮮明である。また、アジア通貨の為替レートは、対ドルでマイナス（マレーシア、ベトナム）か、小幅の上昇となった（フィリピン、タイ、インド）。アジア新興国は、ブラジル等と比べて、米国との金利差が比較的小さいほか、景気減速が懸念される中国経済との貿易関係が緊密であることが嫌気されたと考えられる。

対外指標は改善した国が多い

図表5は、各国の経常収支と外貨準備高の水準を表したものである。経常収支は、赤字幅が5%以上のセルを赤、3%以上5%未満のセルをオレンジ、それ以外を無地とした。外貨準備に関しては、安全な基準とされる「輸入額3カ月分」を下回ったセルをオレンジとした。

2022年は、資源価格高騰で輸入額が増加し、経常収支の赤字幅が平時（2015-19年平均）を大きく上回った国が多く見られた。しかし2023年1-3月期になると、エネルギーや食品価格の落ち着きを背景に、主要新興国の経常収支は、多くで赤字幅が縮小したか黒字化した⁵。

さらに、いざという時に為替介入を行う原資となる外貨準備の水準も、多くの国で積み増しが進んだ。これは、自国通貨を買い支えるために積極的に為替介入を行っているロシアも例外ではない。2023年3月末の水準を見ると、安全な基準とされる「輸入額3カ月分」を下回ったのは唯一トルコであるが、そのトルコでさえ外貨準備の水準は回復傾向にある。トルコ以外では、

³ 2023年6月20-21日金融政策決定会合議事録。

⁴ 南アでは発電設備の老朽化等による電力不足が深刻化し、内需の重石となっている。

⁵ メキシコでは毎年、1-3月期の第1次所得収支赤字が拡大し、経常収支の赤字幅が拡大する「季節要因」がある。そのため、図表5にあるようにGDP比3%を超える経常赤字がメキシコで定着しているわけではない。

ベトナムの外貨準備が、輸入額の3カ月分と安全とされるぎりぎりの水準にある。ベトナムは、「管理フロート制」を採用しており、ベトナム国家銀行（中銀）がドルに対するベトナムドンの変動幅を決定している。「管理フロート制」は、「変動相場制」と比較して柔軟性に乏しく、市場でリスク回避が進むと、自国通貨を防衛するために外貨準備を消耗せざるを得ない状況に陥りやすい。ベトナムで外貨準備の水準が低いのは、硬直的な為替制度が原因と考えられる。

このように、主要新興国の多くで経常赤字幅が縮小したことで、為替レートへの経常取引を通じた下落圧力が緩和した。さらに、順調に外貨準備の積み増しが進み、通貨の防衛力が高まったことで、資本流出に対する危機意識が下がり、金融政策の自由度が増したと考えられる。逆に、季節要因で経常赤字が拡大したメキシコを除く、トルコや南アでは経常赤字の拡大が為替レートへの下落圧力の一因になったと考えられる。

図表5 主要新興国の経常収支と外貨準備

	経常収支			外貨準備高／ 輸入額	
	2023年 1-3月期	2022年	2015-19年 平均	2023年 3月末	2022年 (注)
	GDP比%			月	月
トルコ	-9.9	-5.4	-2.5	2.1	1.7
フィリピン	-4.3	-4.4	-0.5	7.5	6.7
タイ	2.7	-3.5	7.8	8.1	7.0
ブラジル	-2.4	-3.0	-2.6	12.9	11.2
インド	-0.2	-1.9	-1.3	8.5	7.5
メキシコ	-3.6	-1.3	-1.7	3.4	3.2
南ア	-2.9	-0.5	-3.0	5.3	5.1
ベトナム	6.1	-0.3	1.1	3.0	3.0
インドネシア	0.9	1.0	-2.2	6.4	5.7
マレーシア	1.0	3.1	2.8	4.5	3.5
ロシア	3.0	10.5	4.0	15.1	14.0

(注) 2022年の外貨準備高／輸入額は、2022年のうちで最も低くなった数値を表示した。

(出所) 各国統計より大和総研作成

資本フローは流入超が続く。特にインドやブラジル株式へのフローが流入超

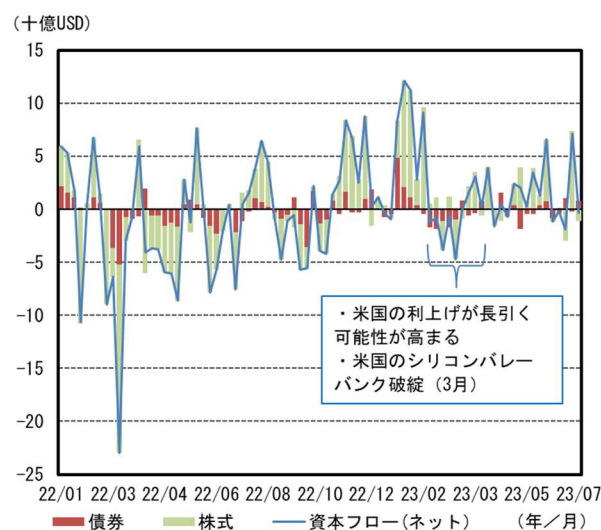
次に、資本フローを見ていきたい。図表6は、新興国の株式・債券への資本フロー（ネット、週次）を表している。これを見ると、2022年は、新興国への債券・株式フローがともに、流出超となる月が続いた。ウクライナ危機やFRBによるタカ派的な金融政策、中国による「ゼロコロナ政策」といったリスク要因が、新興国全体からの資本流出を促したためである。しかし2023

年に入ると、FRBによる金融引き締め強化が優勢となった2月、米国シリコンバレーバンクが破綻した3月を除き、新興国から一律に資本逃避が生じる局面は見られなくなった。代わりに株式投資を中心に流入超となる月が増加している。市場でリスク回避の動きが弱まり、新興国のファンダメンタルズに注目した選別が進んでいるためと考えられる。

図表7は、非居住者による新興国株式投資（ネット、2023年）を表している。これによると、株式投資の流入超幅は、インドやブラジルで大きい。両国とも、底堅い内需をドライバーに景気回復期待が高まっているためである。他方で、電力不足が足かせとなっている南アや、景気回復が力強さを欠いているほか、政治不安が生じているタイへの株式投資フローは流出超となった月が多い。タイが積極的な利上げを続けている背景には、株式へ資本フローが低調である中、米国との金利差が縮小することで債券への資本流入も減少するリスクを意識していることだろう。その他、インドネシアやフィリピンについても、資金流入規模はそれほど大きくない。東南アジアでは、中国経済の回復の遅れや中国を外したサプライチェーン再構築といった動きがリスク要因となり、資金フローの回復が力強さを欠いているとみられる。

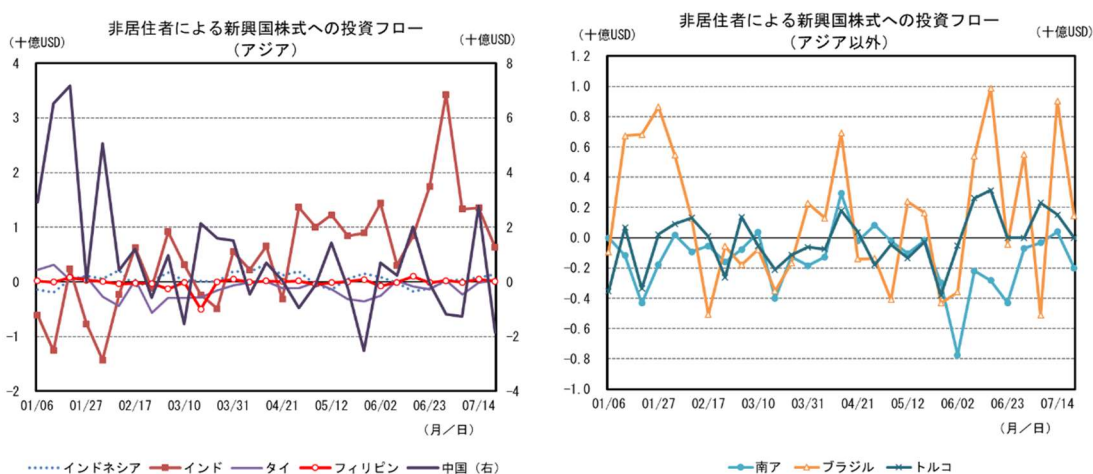
このように、FRBの利上げや先進国の景気減速が、新興国からの資本流出を一律に促す局面が終了した今、力強い景気回復を遂げている国に資本が流入する一方で、ファンダメンタルズの改善が遅れる国からは資本が流出しやすい環境にある。

図表6 非居住者による新興国への資本フロー（ネット）



(出所) IIF より大和総研作成

図表7 非居住者による株式への投資フロー（2023年、ネット）



（出所）IIF より大和総研作成

利下げのタイミングはまちまち

以上をまとめると、物価と為替レートの推移、外貨準備の厚み、資本フローの安定性という観点から、利下げ余地が大きいのはブラジルである。ブラジルでは、CPI（総合）の上昇圧力は落ち着いてきたものの、コア CPI の上昇率が高い。これが、長期に亘って高金利が維持されてきた理由の一つではあったが、2023年8月の金融政策決定会合では、長期的な期待インフレ率が落ち着いてきたことや、金融引き締め効果がラグを伴って表れたことで、インフレ見通しも鈍化していることが利下げの根拠となるとされた。また、ブラジルの実質金利の水準は主要新興国の中でも特に高く、7月末までの対ドル為替レートの上昇率も高い。さらに、株式を中心に資本フローも安定しており、利下げに伴う資本流出リスクも小さい。ブラジル中銀は、2023年8月の0.5%ptの利下げに続き、次回も同程度の利下げがある可能性を示唆した。ブラジルと同様、米国との金利差が大きいのはメキシコである。しかしメキシコでは、CPI 上昇率は低下傾向にはあるが、CPI 総合・コア CPI ともにコロナ禍前と比較して高い水準にある。メキシコ中銀は、CPI 上昇率がインフレ目標（前年比3%±1%の変動幅）の上限付近に戻るのには2024年1-3月期、中央値付近に戻るのには2024年10-12月期としている⁶。メキシコの利下げは2024年に入ってからとなるだろう。

逆に、利下げの見通しが立ちにくい国は、トルコと南アである。ハイパーインフレに見舞われているトルコについては言わずもがなであるが、南アに関しても、CPI 上昇率の高さが目立つ。2023年7月に南アで開催された金融政策決定会合では、据え置き判断が下されたものの、「3（据え置き）対2（利上げ）」で利上げを要望する声も多かった。決定会合のステートメントの中では、「インフレ見通しには深刻なアップサイドリスクが残っている」としており、今後の政策は今後発表される統計次第とした。コア CPI の上昇圧力が緩和しないなど、インフレ圧力が粘着質であると判断されれば、追加利上げも避けられないだろう。さらに南アに関しては、経常赤

⁶ 2023年6月の金融政策決定会合声明。

字が拡大していることや資本フローが安定しないことを背景に、南アランドの対ドルレートに下落圧力が高まっている点についても注意が必要である。これらを総合すると、南アにおいて、利下げの選択肢が視野に入ってくるのはまだ先のことだろう。

すでに利下げを開始したベトナム以外のアジア各国の中銀は、しばらく金利を据え置いて様子見のスタンスを維持するとみられる。各国のインフレはピークアウトしたが、実質金利の低さや、中国との緊密な関係が嫌気され、資本フローの動向に注意が必要となっているためである。利下げのタイミングは、FRB の利上げ打ち止めが確実となり、資本流出リスクが非常に低くなってからと考えられる。

唯一、フィリピンでは追加利上げの可能性も否定できない。足元の CPI 上昇率がインフレ目標の上限を上回っているほか、経常赤字幅の大きさから資本流出リスクが高いためである。フィリピンでは、国内で消費される財の多くを輸入に依存している。さらに、家計支出に占める食品の割合が高いことから、エルニーニョ現象によって食品価格が上昇すれば、その影響を受けやすくなる。本稿で挙げたアジア諸国の中では、利下げに最も遠い国といえるだろう。