

## 「トルコ・ショック」の背後で通貨安が進むアジア新興国

～米中貿易摩擦の影響や中国の政策対応による余波もあり、わが国も無関係では居られず～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL:03-5221-4522)

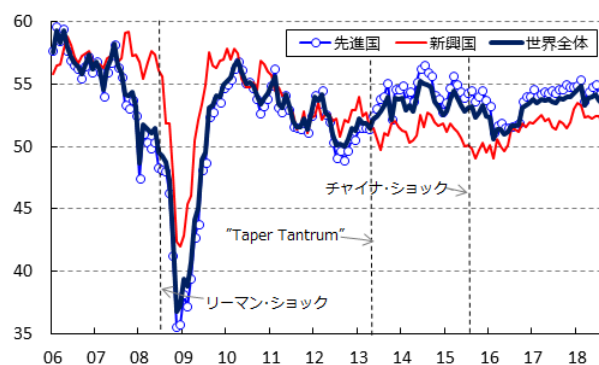
### (要旨)

- このところの国際金融市場では、「トルコ・ショック」をきっかけに新興国からの資金流出圧力が強まり、アジアでも同様の動きがみられる。足下の世界経済は依然拡大が続いており、「ショック」が直ちに「危機」に転じるリスクは低い。ただし、世界経済の先行きには不透明要因が山積する。米中貿易摩擦の激化は中国経済のみならず、サプライチェーンを通じてアジア新興国に伝播する可能性があるため、今後の動きには要注意だ。
- 金融市場が抱くアジア経済への不透明要因はそれだけではない。中国では米中貿易摩擦の激化に伴い政策転換が図られたが、それに伴い人民元安が進めばアジア新興国には輸出環境が激化する可能性がある。世界経済の拡大局面では輸出増が期待出来る一方、経常赤字国では輸入インフレ懸念のみが顕在化し得る。近年は日本企業のアジア進出が活発化しており、通貨安は業績悪化要因となるリスクも警戒される。

このところの国際金融市場においては、トルコの通貨リラの急落をきっかけに動揺が広がる「トルコ・ショック」とも呼べる状況が続いており、米国FRB（連邦準備制度理事会）による金融政策正常化の動きも相俟って、新興国から資金流出圧力が強まる動きがみられる。なかでも、経常赤字や財政赤字の『双子の赤字』を抱えるほか、慢性的なインフレ状態にあるなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な国ではそうした動きが顕著になっている。結果、アジアの新興国においても為替、株式、債券のトリプル安に見舞われる動きがみられ、資金流出阻止に向けてインドやインドネシア、フィリピンなどの中銀は利上げ実施などを通じた対抗策を講じる事態に追い込まれている。昨年以降は自律回復の動きを強めてきた世界経済だが、年明け以降は欧州を中心に頭打ちの様相をみせているものの、引き続き先進国のみならず新興国経済も拡大傾向を維持しており、足下の「ショック状態」が早期に「危機的状況」に転換する可能性は低いと見込まれる。ただし、先行きについては

不透明要因が山積しており、なかでも足下で米中貿易摩擦が一段と激化の様相をみせていることは、米中間の貿易鈍化が世界的な貿易の萎縮を招き、世界経済の下振れに繋がる可能性が懸念される。なお、米中双方が実施している貿易制裁を巡っては、対象とされる貿易額の大きさに注目が集まるなか、現時点で発動状態にあるものについては中国経済に対するインパクトは限定的と捉えられる。しかし、貿易制裁の動きが一段とエスカレートすれば、今後はその影響は無視し得なくなる。また、中国による対米

図1 世界の総合PMI(製造業・サービス業)の推移



(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

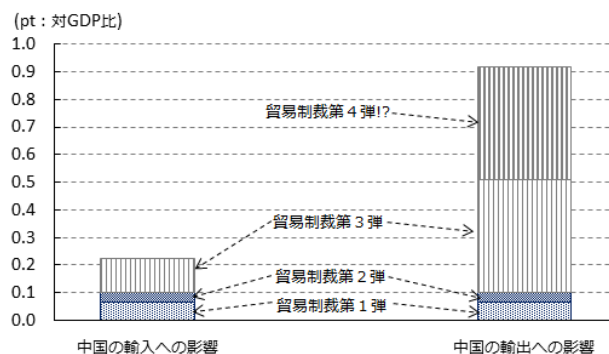
輸出の太宗は機械製品関連が占めるなど中国国内における雇用創出源であり、制裁関税に伴う価格競争力低下は輸出の下押し圧力になることが懸念される。昨年以来の中国経済の持ち直しの動きには、世界経済の自律回復に伴う輸出拡大が大きく寄与していることを勘案すれば、先行きの景気への悪影響は必至と見込まれる。さらに、近年は中国国内における人件費高騰などに伴うコスト上昇を受けて、川上の工程などをASEAN

(東南アジア諸国連合) などアジア新興国に移管する動きが活発化しており、結果的に中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれる動きがみられる。よって、中国の対米輸出鈍化は、翻ってアジア新興国の中国向け輸出に玉突き的に下押し圧力となることは避けられず、それに伴ってアジア新興国経済全体に悪影響が伝播する可能性も考えられる。こうしたことが、足下におけるアジア新興国経済を取り巻く不透明感に繋がっている。

金融市場が懸念するアジア新興国経済を取り巻く不透明要因はこれだけに留まらない。中国共産党は7月末に開催した中央政治局会議において、足下の中国経済が直面する課題を受け、年後半経済運営について「安定成長を維持しつつ、構造改革の深化を通じて3つの戦い(金融システムリスクの抑制、貧困克服、環境汚染防止及び対策強化)への対応、現代化された経済システムの構築、高品質成長の実現を目指す」との姿勢を示し、財政及び金融政策を通じて景気の下支えを図る方向に転換している(詳細は8月1日付レポート「[中国、再び「いつか来た道」に戻るか](#)」をご参照下さい)。金融政策については従来の「穏健中立」から「中立」へと引き締め姿勢が後退しており、金融政策の正常化を進める米国FRBとの方向感の差は明確になった。こうした動きを反映して、人民元の対ドル相場は外国人投資家が自由に取引可能なオフショア市場(CNH)

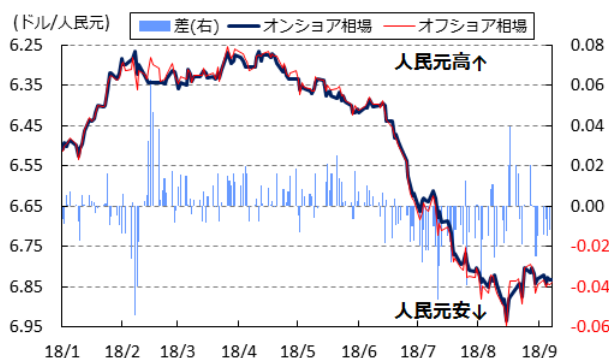
が主導して下落傾向を強めた。しかし、過度な人民元安の進展に対しては、当局が「基準値」の算出に「反景気循環的(カウンター・シクリカル)要素」を加味する恣意性向上を通じて抑制する動きもみられ、一方向的な相場変動に警鐘を鳴らす動きもみられる。こうした背景には、足下の中国株式市場では米中貿易摩擦の激化などに伴う企業の業績悪化懸念などを反映して株価下落が続くなど、資金流出懸念がくすぶっており、仮に人民元相場の下落に歯止めが掛けられないとの見方が強まれば、2015年の人民元切り下げをきっかけにした金融市場の動揺(いわゆる「チャイナ・ショック」)の二の舞を演じることへの当局の警戒感がある。よって、当局は一方向的な人民元安の進展には慎重姿勢を崩さない一方、米トランプ政権が貿易制裁の動きを一段と強めれば、輸出全体の2割を占める米国向け輸出への下押しは避けられず、他の国・地域向

図2 米中の制裁関税に伴う中国経済へのインパクト



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

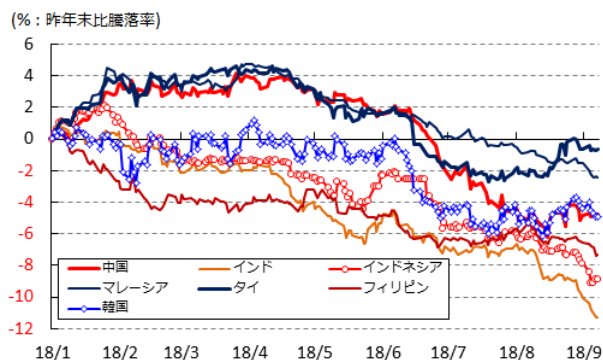
図3 人民元相場(対ドル)の推移



(出所)Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

けの輸出拡大を図るべく人民元安誘導に動かざるを得なくなる事態も想定される。ASEANなどのアジア新興国はサプライチェーンを通じて中国と互換関係を築く一方、輸出では中国と競合関係にあるため、人民元安の進展による価格競争力の低下は景気の下押し圧力となる新たな悪影響に転じるリスクがある。なお、アジア新興国のなかには経済の輸出依存度が相対的に高い国が多く、世界経済の自律回復の動きが続くなかでは通貨安による価格競争力が輸出を押し上げる好循環が期待出来る一方、経常赤字を抱えるなど内需依存度が高い国にとっては輸入インフレによる物価高のみが顕在化する事態が懸念される。その意味では、足下で通貨安圧力に拍車がかかる動きがみられるインド、インドネシア、フィリピンはいずれも経常赤字国であるなど、経済のファンダメンタルズが比較的脆弱であることを勘案すれば、国際金融市場が混乱状態にあるなかでは致し方ない側面はある。ただし、多くのアジア新興国は1997～98年に発生したアジア通貨危機を教訓に、その後は外貨準備を積み上げる動きを積極化させており、IMF（国際通貨基金）が公表している金融市場の動揺時における外貨準備の適正水準に関する基準に照らし合わせると、アジア新興国において「適正水準」に満たない国は少数に留まる。また、一部の国は過小状態ではあるものの、アジア通貨危機後に構築されたチェンマイ・イニシアティブをはじめとする「セーフティーネット」を勘案すれば、アジア新興国発で危機的状況が起きる可能性は極めて低いと判断出来る。ただし、近年は日本企業も世界の成長センターとしてアジア新興国に注目して各国への進出の動きを活発化させており、通貨安の進展が業績などに悪影響を与える度合いは一段と高まっている。当面のアジア新興国にとっては厳しい状況が続く可能性は避けられそうになく、わが国もその影響に備える必要性は高いと判断出来る。

図4 アジア新興国通貨の対ドル騰落動向の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。