

# テーパリングと新興国 —前回の米国テーパリングを振り返る—

## Topics

- ▶ 米国で11月からテーパリングが始まります。これまで米国の金融緩和局面の終了は、新興国への資金流出に大きな影響を与えてきたこともあり、気になるところです。
- ▶ 前回のテーパリング時に、新興国通貨は下落しましたが、新興国の株式市場から資金流出が大きかったのは米国金融当局がテーパリングを示唆した直後で、その後は流出を繰り返す動きとなりました。
- ▶ 一方、前回大きく下落した通貨が、ファンダメンタルズの改善から今回は下落が限定的となっている例もあり、個別国の動向により注目する必要があると思われます。

エコノミスト 仲嶺 智郎

## 米国でいよいよテーパリング開始

2020年は新型コロナウイルスの流行を受けて、世界的に景気後退に陥り、各国政府は金融・財政政策を総動員しました。しかしながら、2021年はワクチンの普及を受け新型コロナの流行が落ち着きを示す国もあり、そうした国では経済の回復にともない、金融政策の正常化の動きが見られつつあります。

そうした中、11月上旬にいよいよ米国の金融当局がテーパリング（量的緩和の縮小）を決定し、11月から資産購入額を減額することとなりました。過去米国が金融緩和から引き締めへ転じると新興国で経済危機が何度か発生し、外国人投資家の資金流出につながりました。

そこで、ここでは前回の米国のテーパリング前後の時期を振り返り、新興国株式市場の資金流出や為替相場の動向を確認したいと思います。

## テーパリング開始で新興国通貨は下落するも、資金流出が大きいのは開始直後

前回のテーパリング前後の新興国通貨の推移を示したのが図表1です。2013年5月に当時のバーナンキFRB（米連邦準備理事会）議長が先行きのテーパリングについて言及したことをきっかけに米国金利が大幅上昇し、金融市場が動揺しました（バーナンキショック）。

一般に米国の金利上昇は、金利差縮小や投資家のリスク選好の後退により、新興国からの資金流出やドル高新興国通貨安につながり易いと考えられます。通貨の下落は、輸入物価上昇を通じて新興国のインフレ率を引き上げるとともに、ドル建て債務の実質的負担増大により新興国経済へ悪影響を及ぼします。

実際、バーナンキショックにより新興国通貨は下落、2014年1月からのテーパリング開始後も、やや持ち直す局面がありましたが、下落傾向が続きました。

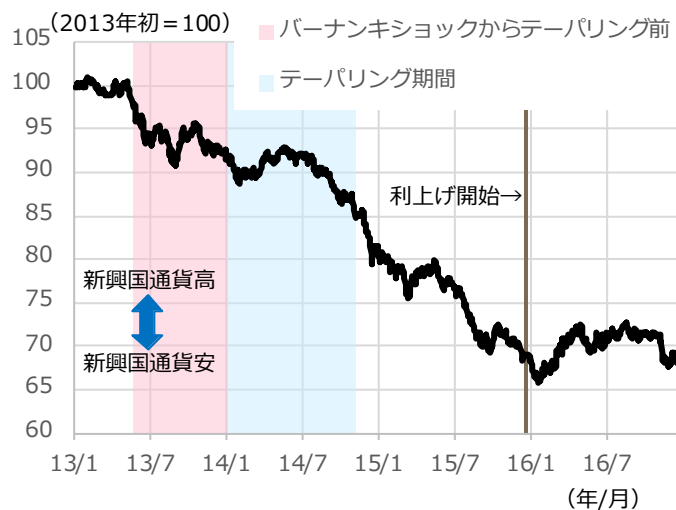
一方、同時期の外国人の新興国株式市場への資金流出（図表2）の動向をみると、バーナンキショックを受け大幅な資金流出が見られました。しかし、その後は、資金流入と流出を繰り返すなど一方的に流出が続いたわけではありません。それはテーパリング期間に入ってから同様です。おそらく、リーマンショック後の世界的な低金利環境の中で、投資収益を確保するためには新興国市場への投資が必要とされたことが背景にあると考えられます。

次ページへ続く

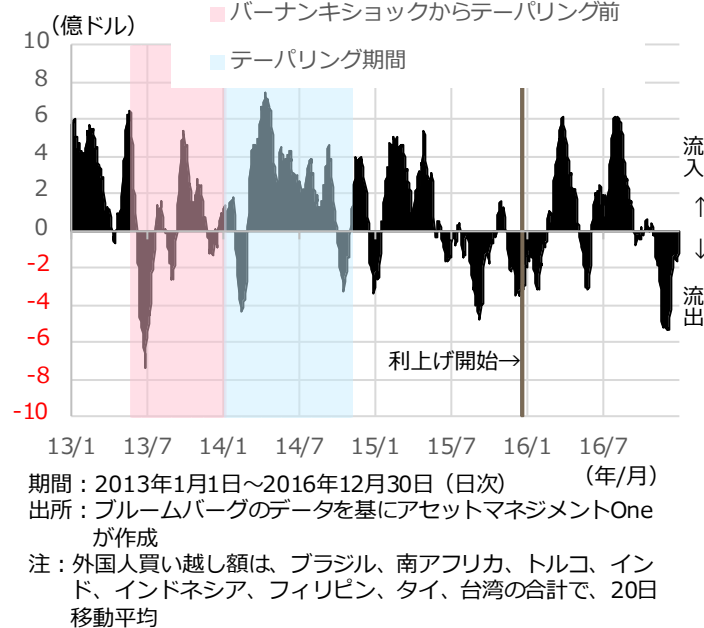
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 新興国通貨の推移



図表2 外国人の新興国株式市場への資金流出（1）



## 今回もテーパリングの議論開始を受け新興 国株式市場から資金流出

前回のテーパリングの経験もあり、2021年6月のFOMC（米連邦公開市場委員会）でテーパリングの議論が開始されても、金融市場の動揺は限定的でした。ただし、2020年の新型コロナウイルス感染の流行による世界的な景気後退を受けた資金流出に比べると小さく見えますが、新興国株式市場からの資金流出は避けられませんでした（図表3）。

## 新興国通貨の騰落率には各国のファンダメン タルズを受け格差

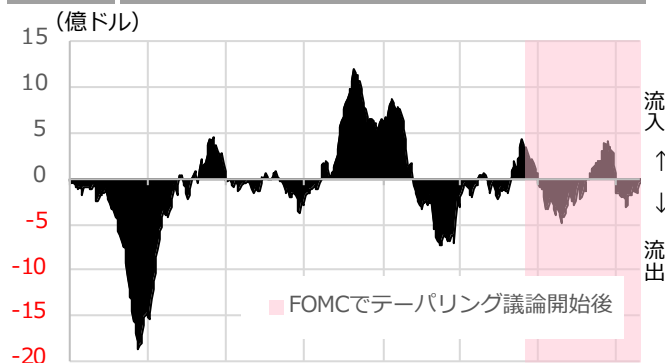
次に個別国通貨の動きをみると（図表4）、今回はバーナンキショックからテーパリング開始前までの期間で、「フラジャイル5」と呼ばれたインドネシア、トルコ、ブラジル、インド、南アフリカの通貨が大幅に下落しました。一方で、ハンガリーやポーランドの通貨は上昇しました。インフレ率が高く、経常赤字が大きいなどファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）の劣化する国の通貨が売られた形です（図表5）。一方、欧州新興国通貨は、欧州債務危機からの回復を受け持ち直したユーロに連れたことでもあります。インフレ率が低く、経常収支が相対的に良好だったことで通貨上昇につながったと思われます。

今回テーパリングの議論の始まった6月以降の新興国の通貨の推移をみますと、今回は下落幅の大きかったインドネシアやインドの通貨の下落は、限定的（インドネシアは小幅上昇）となっています。インフレ率が前回程には高まっていないほか、経常収支の赤字も縮小しています。こうしたファンダメンタルズの改善が騰落率に影響していると思われます。

一方で、今回は高インフレに加え、外貨準備の短期対外債務に対する倍率が望ましいとされる1倍を下回っているトルコの下落率の大きさが顕著です。

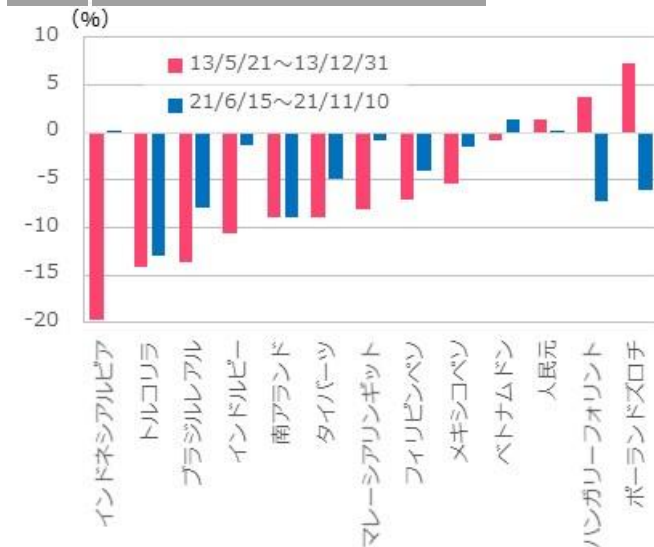
今後、米国の金融政策正常化の中で、新興国通貨は上値の重い地合いが続くとみられるものの、個別国のファンダメンタルズの動向により注目する必要があると思われます。

図表3 外国人の新興国株式市場への資金流出入（2）



20/1 20/4 20/7 20/10 21/1 21/4 21/7 21/10  
 期間：2020年1月1日～2021年10月28日（日次）（年/月）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOne  
 が作成  
 注：図表2と同じ

図表4 主要新興国通貨の騰落率（対ドル）



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOne  
 が作成

図表5 新興国のファンダメンタルズ

	実質GDP (前年比%)		インフレ率 (前年比%)		経常収支 (GDP比%)		財政収支 (GDP比%)		外貨準備/ 短期対外債務 (倍)	
	2013	2022	2013	2022	2013	2022	2013	2022	2013/4Q	2021/2Q
	中国	7.8	5.6	2.6	1.8	1.5	1.5	▲ 0.8	▲ 6.8	---
インド	6.4	8.5	9.4	4.9	▲ 1.7	▲ 1.4	▲ 7.0	▲ 9.7	2.9	5.5
インドネシア	5.6	5.9	6.4	2.8	▲ 3.2	▲ 1.0	▲ 2.2	▲ 4.8	2.0	2.7
マレーシア	4.7	6.0	2.1	2.0	3.4	3.7	▲ 3.5	▲ 4.1	1.6	1.1
フィリピン	6.8	6.3	2.6	3.0	4.0	▲ 1.8	0.2	▲ 6.2	6.6	6.7
タイ	2.7	4.5	2.2	1.3	▲ 2.1	2.1	0.5	▲ 3.4	3.6	3.8
ベトナム	5.6	6.6	6.6	2.3	3.6	3.2	▲ 6.0	▲ 4.7	2.1	3.2
ブラジル	3.0	1.5	6.2	5.3	▲ 3.2	▲ 1.7	▲ 3.0	▲ 7.4	10.7	5.3
メキシコ	1.4	4.0	3.8	3.8	▲ 2.5	▲ 0.3	▲ 3.7	▲ 3.5	1.8	3.6
ハンガリー	1.9	5.1	1.7	3.6	3.5	0.9	▲ 2.6	▲ 5.9	2.0	1.5
ポーランド	1.1	5.1	0.9	3.3	▲ 1.8	1.6	▲ 4.2	▲ 1.9	2.1	2.5
トルコ	8.5	3.3	7.5	15.4	▲ 5.8	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 5.6	0.8	0.4
南アフリカ	2.5	2.2	5.8	4.5	▲ 5.3	▲ 0.9	▲ 3.9	▲ 7.0	1.5	1.5

出所：IMF、世界銀行、リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 注：2022年はIMF見通し、ベトナムの外貨準備/短期対外債務の2021/2Qは2019年の値

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

### 【当資料で使用している指数について】

- J.P.モルガンEMCIに関する著作権等の知的財産その他一切の権利はJ.P.モルガン・セキュリティーズ・エルエルシーに帰属します。