

2021年10月13日

吉橋 諒佑

運用部

ポートフォリオ・ストラテジスト

テーパリング開始局面における新興 国市場の動向

ワクチン接種の拡大による経済活動の正常化と景気回復の進展を受けて、世界の金融当局が、緩和的な金融政策から緩和縮小の方向にシフトしつつある一方で、景気回復に遅れる新興国においては、先進国における金融政策の正常化が前回2013年の米FRBによるテーパリング（量的緩和策による資産買入れの縮小）実施時と同様に、新興国市場からの資本流出による市場の動揺につながるのではないかと懸念が高まっています。

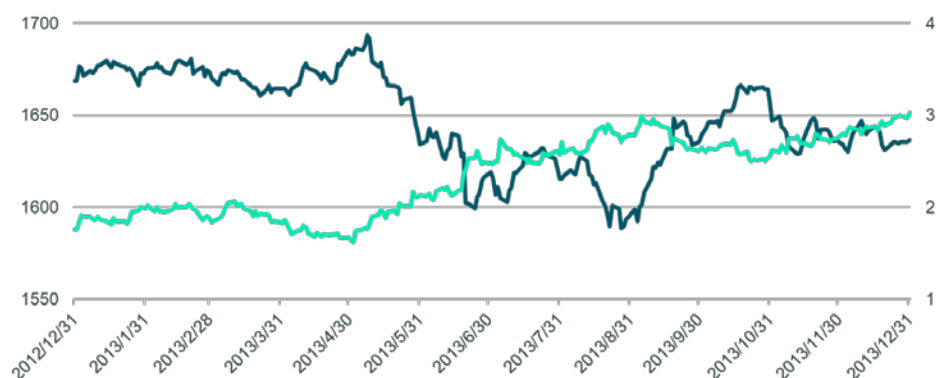
本稿では、（1）先進国サイドの金融政策と金利の動向、（2）新興国のファンダメンタルズという2つの観点から、前回のテーパリング時と、現在の市場環境を比較することで、今後の新興国市場の動向について検討します。

初めに前回テーパリングが実施された時の金利動向と金融政策の影響を振り返ります。2013年5月に、当時のバーナンキFRB議長が金融緩和縮小について言及した際には、市場では金融緩和縮小観測が十分に織り込まれておりませんでした。そのため年初から1%台後半で推移していた米国10年債金利は、テーパリング開始のアナウンス以降上昇基調に転換し、年末にかけて3%まで大きく上昇しました。こうした先進国サイドでの金融緩和縮小が新興国市場からの資本流出につながり、新興国通貨は下落方向に転じました。（図表1）

図表1

米国10年債金利と新興国 通貨指数推移（2013 年）

— MSCI新興国通貨インデックス（左軸）
— 米国10年債金利（右軸）



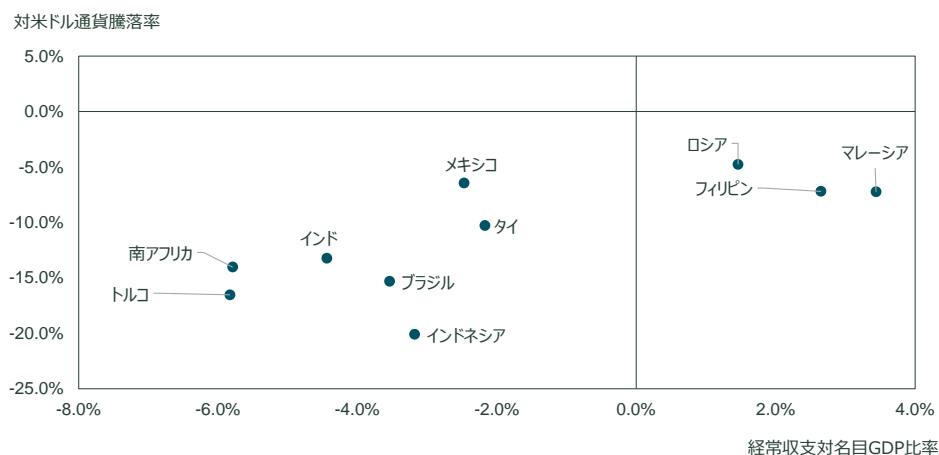
出所：BloombergデータよりSSGA作成

また新興国市場への影響を個別国ごとに比較すると、各国のファンダメンタルズが通貨の騰落率に反映されました。

図表2は2013年5月にテーパリング開始がアナウンスされて以降、2013年度末までの新興国通貨の対米ドルの騰落率と、各国の経常収支（対GDP比）の散布図です。図の左側に位置する国際的な収支が脆弱な国ほど通貨の下落率は大きくなっており、金融緩和縮小の影響を大きく受けていたことがわかります。

図表2

新興国の経常収支（対GDP比）と通貨騰落率
（2013年5月から2013年12月）

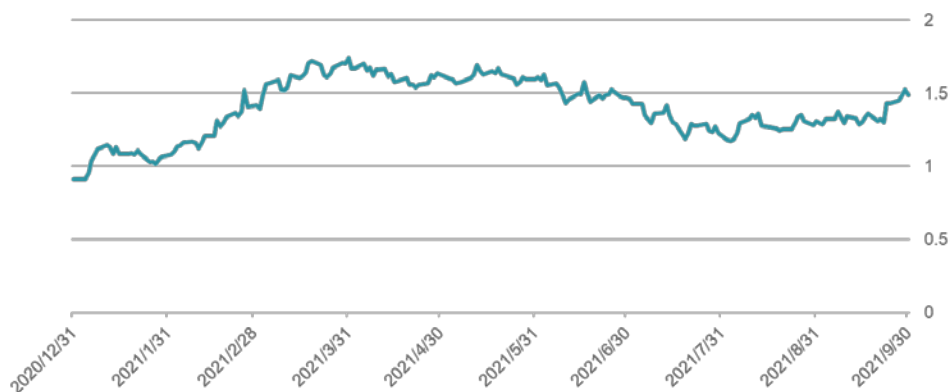


出所：BloombergデータよりSSGA作成

ここからは現在の市場環境とファンダメンタルズについて確認したいと思います。現在の金融政策動向について、FRBからは金融緩和の段階的縮小開始が示されているものの、引き続き失業率など雇用情勢はコロナウイルスの感染拡大前の水準には回復しておらず、また今後の感染再拡大への警戒感も高いことに加えて、足元のインフレ上昇は一時的であるという認識から、今後の金融緩和縮小は慎重に進めるという方針が示されています。したがって、急な金融政策方針の転換は考えにくい状況です。そうした環境下で、今年度の米国債金利市場は、景気回復と金融緩和縮小観測の高まりによって上昇基調で推移していますが、金利の上昇幅は落ち着いており、1.5%を中心とした狭いレンジで推移しています。（図表3）

図表3

米国10年債金利推移
（2021年）



出所：BloombergデータよりSSGA作成

また、金融市場へ影響を与えるもう一つの大きな要素である新興国各国のファンダメンタルズの面でも変化が見られます。図表4は前回のテーパリング開始時点と現在の各国の経常収支（対GDP比）の数値、およびその変化幅を示しておりますが、各国において改善が見られます。そのためファンダメンタルズの観点からは、先進国の金融緩和縮小に対する新興国市場の耐性は向上していると考えられます。

図表4
経常収支対GDP比

	2013年3月末時点	2020年12月末時点	変化幅
トルコ	-5.8%	-5.1%	0.7%
ロシア	1.5%	2.2%	0.8%
南アフリカ	-5.8%	2.2%	8.0%
インド	-4.4%	1.0%	5.5%
インドネシア	-3.2%	-0.5%	2.7%
マレーシア	3.4%	4.4%	1.0%
フィリピン	2.7%	3.2%	0.6%
タイ	-2.2%	3.3%	5.5%
ブラジル	-3.5%	-0.9%	2.7%
メキシコ	-2.5%	2.5%	4.9%

出所：IMFデータよりSSGA作成

まとめると、前回のテーパリング時には、金融政策スタンスの不確実性が新興国市場からの資金流出を招き、またファンダメンタルズの脆弱性がみられる国を中心にして大きく市場が動揺しました。今回のテーパリング局面においては、大方の予想に反してインフレ率の上振れが長期にわたり継続するようなことがない限り、中央銀行が緩和縮小に向かって市場流動性の枯渇に結び付く可能性は低いと推測されます。また新興国のファンダメンタルズについても、高いインフレ率や新型コロナウイルスの感染再拡大など先行きのリスク要因はあるものの、多くの国は前回のテーパリングショック時と比較して国際収支の脆弱性が低下していることから、先進国の緩和縮小による新興国金融市場へのインパクトは低減されており、新興国市場が大幅な下落に至る可能性は低いと考えます。

ご留意事項

- 本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。
- 本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。
- 本資料は2021年10月12日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。
- なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。
- 本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。
- 弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発事例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。
- 本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- 本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第 345 号

加入協会: 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

ssga.com/jp

著作権 © 2021 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製

Tracking Number: 3860528.1.1.APAC.RTL, Exp. Date: 10/31/2022