

米利下げで新興国通貨安は一服へ 米減速による新興国通貨安リスクには引き続き留意

調査部 アジア調査チーム
上席主任エコノミスト

井上 淳
080-1069-4827
jun.inoue@mizuho-rt.co.jp

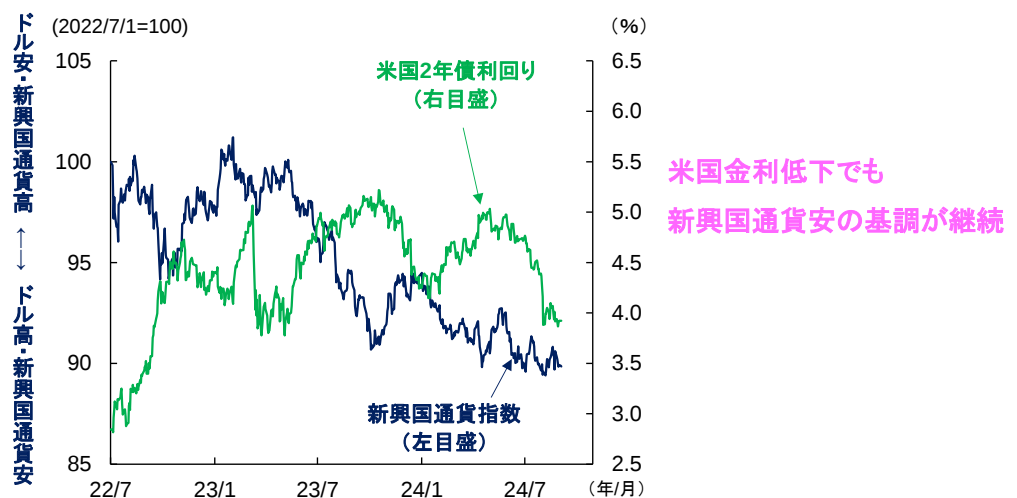
- 米国金利が低下する局面では、通常、ドル安・新興国通貨高の圧力が高まると考えられるが、足元の新興国通貨指数の反発は小幅なものに留まっている
- 背景には米国経済の先行き懸念がある。米国の利下げ予想が新興国通貨の持ち直し要因となる一方、米国経済の減速懸念が新興国通貨の下押しに寄与している
- 今後については、米国の利下げ開始を受け新興国通貨は持ち直すと予想する。ただし、利下げにもかかわらず米国経済の減速度が高まれば、寧ろ新興国通貨安が進行するリスクが懸念される

1. 米金利低下でも通貨安基調が続く新興国通貨

米国金利は、新興国通貨（各国通貨の対ドルレート）の動向に大きな影響を及ぼしてきた。具体的には、「米国金利が上昇する局面ではドル高・新興国通貨安」、逆に「米国金利が低下する局面では、ドル安・新興国通貨高」となるのが典型的なパターンである。しかし、足元では米国金利の低下にも関わらず、新興国通貨指数の反発は小幅なものに留まっている（図表1）。本稿では、足元の新興国通貨指数の動きの背景を分析し、2024年9月に予想される米国利下げ後の新興国通貨を考察する。

以下では、まず米国金利の変動要因を3つのショック（金融政策ショック、景気ショック、インフレ

図表 1 米国金利と通貨指数



(注) 新興国通貨指数は、J.P. Morgan Emerging Markets Currency Index
(出所) LSEG、J.P. Morganより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ショック）に分類し（2章）、それぞれのショックで米国金利が「低下」した場合に、新興国通貨がドルに対して「増価」するかを実証的に分析する（3章）。さらに、先行きの新興国通貨に関してシミュレーションを行い、米国の利下げ開始（＝金融政策ショック）が新興国通貨の「上昇」要因になる一方で、米国経済の減速に伴う米金利の低下圧力（＝景気ショック）は寧ろ新興国通貨の「下落」要因になる点を明らかにする（4章）。

2. 米国金利の変動要因と新興国通貨の関係

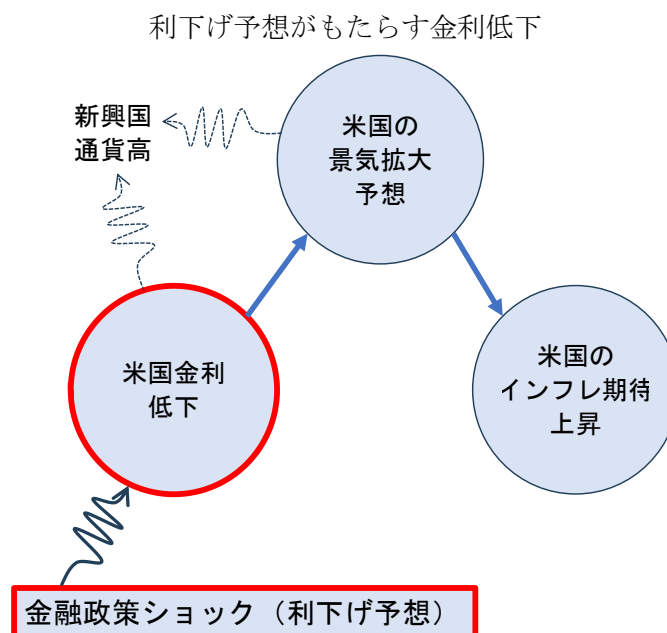
米国金利が低下する局面では、通常、ドル安・新興国通貨高の圧力が高まると考えられるが、実際には異なる場合がある。これは米国金利の低下がどのような要因によって引き起こされているかに関係している。そこで本章では、米国金利の低下をもたらす3つのショック（金融政策ショック、景気ショック、インフレショック）を整理し、それぞれ新興国通貨との関係について考察する。

（1）金融政策ショック：利下げ予想がもたらす米国金利低下は、新興国通貨の上昇要因

米国金利が低下するトリガーとして、第一に考えられるのが利下げ予想である。近い将来の利下げが確実視されるようになると、利下げが開始されるよりも前から市場では織り込みが始まり、短期金利を中心に米国金利は低下することが多い。そして、米国金利が低下し始めると、市場では景気の拡大予想が高まり、インフレ期待も上昇する波及効果が考えられる。このように、まず利下げ観測の台頭が実際の「米国金利の低下」をもたらし、次いで「米国景気の拡大予想」と「米国のインフレ期待の上昇」にも波及するケースを「金融政策ショック」のケースと定義する（図表2）。

このケースの通貨への影響は、「米国金利の低下」がドル安・新興国通貨高の要因となるだけでない

図表 2 金融政策ショックのケース



（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

く、「米国の景気拡大予想」が世界経済の拡大期待につながることから、新興国通貨の上昇に作用すると考えられる。

逆に、利上げ予想による金融政策ショックが発生した場合には、「米国金利の上昇」が「米国の景気減速予想」を伴い、新興国通貨の下落に作用すると考えられる。

（２）景気ショック：景気の減速予想がもたらす米国金利低下は、新興国通貨の下落要因

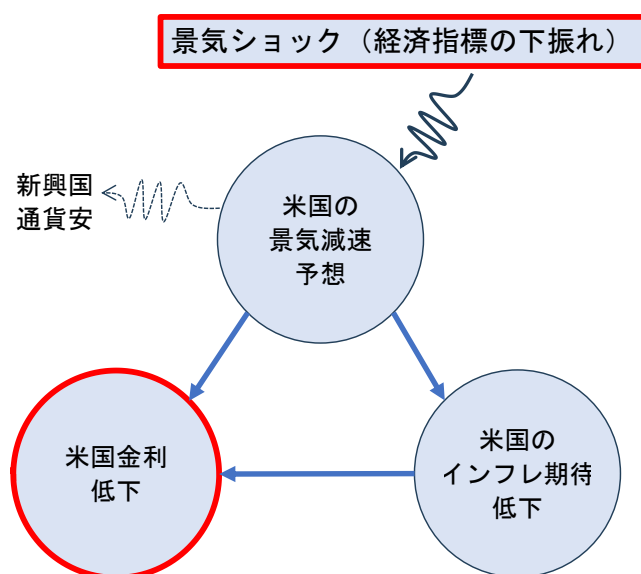
米国金利が低下する2つ目のケースは、「景気ショック」が発生する場合である。具体的には、経済指標の下振れが観測されたことなどをきっかけに、市場で米国景気の減速予想が高まるケースを指す。景気の減速予想はそれ自体が金利を低下させる要因となるだけでなく、インフレ期待の低下という経路でも金利の低下に作用することが想定される。このように「米国景気の減速予想」が、「米国のインフレ期待の低下」を伴いながら、「米国金利の低下」をもたらす場合を「景気ショック」のケースと定義する（図表3）。

このケースで留意が必要なのは、新興国通貨への影響である。上述した金融政策ショックのケースと同様に「米国金利の低下」が観測されるが、その根本にあるのは「米国景気の減速予想」であり、世界経済の減速懸念につながる場合が多い。そのため、景気ショックによる「米国金利の低下」が発生した場合、それはリスク資産である新興国通貨にとって通貨安要因になることが想定される。

逆に景気の拡大予想による景気ショックが発生した場合には、「米国の景気拡大予想」が「米国金利の上昇」をもたらすが、新興国通貨に対しては上昇要因になることが想定される。

図表 3 景気ショックのケース

景気の減速予想がもたらす金利低下



（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(3) インフレーションショック：インフレ予想がもたらす金利低下

a. インフレ率の“低下”予想がもたらす米国金利低下は、新興国通貨の上昇要因

米国金利が低下する3つ目のケースは、「インフレーションショック」が発生する場合である。例えば、インフレ率の低下などを受け将来に対するインフレ期待が低下すると、金利の押し下げに作用する。そして、金利の低下は金利ショックの場合と同様に景気の拡大予想を高めると考えられる（図表4）。この場合の新興国通貨への影響は、米国金利の低下と米国景気の拡大予想がともに新興国通貨の通貨高要因になると想定される。

b. インフレ率の“上昇”予想がもたらす米国金利低下は、新興国通貨の下落要因

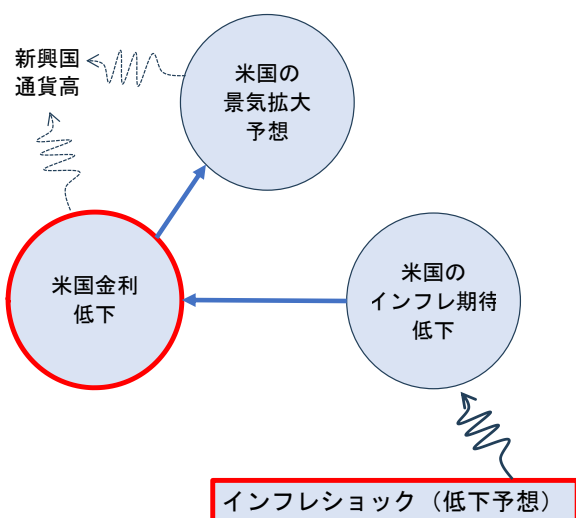
インフレーションショックによる金利低下には、もう1つのケースが考えられる。インフレ率の上昇傾向などを受け、米国のインフレ期待が上昇する場合である。インフレ期待が「a. インフレ率の低下予想が金利低下をもたらすインフレーションショック」と同じ経路で影響を及ぼすのであれば、インフレ期待の上昇は米国金利を上昇させる要因となる。しかし、インフレ期待の上昇が金利を上昇させる作用よりも、インフレ期待の上昇が景気の減速予想を高める作用の方が強い場合には、「米国のインフレ期待の上昇」が「米国景気の減速予想」を高めながら、「米国金利の低下」が進行する可能性がある（図表5）。この場合の新興国通貨への影響は、景気ショックのケースと同様に、米国景気の減速予想が新興国通貨の通貨安要因として作用すると想定される。

3. 足元の米国金利低下をもたらす要因

2章の整理に従い、米国金利と新興国通貨の変動を実証分析する。その具体的な方法として、本稿では主成分分析と主成分回帰を用いた。分析の結果、足元の米国金利の低下は金融政策ショックと景気

図表 4 インフレーションショック（低下予想）のケース

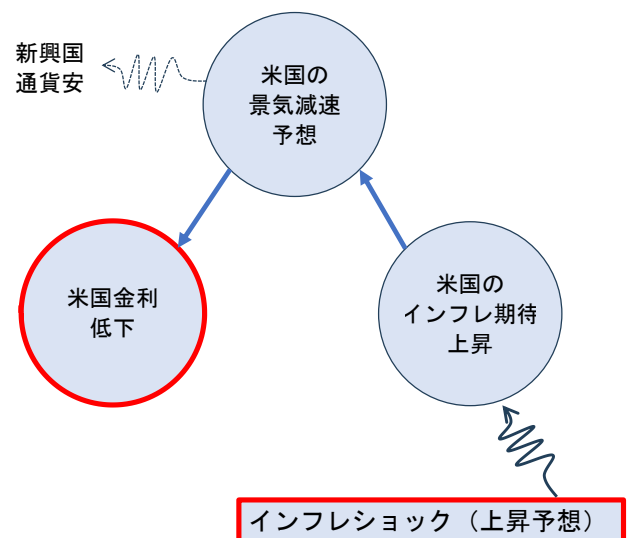
インフレ率の低下予想がもたらす金利低下



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 5 インフレーションショック（上昇予想）のケース

インフレ率の上昇予想がもたらす金利低下



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ショックによって生じていることがわかった。そして、金融政策ショックが新興国通貨の通貨安圧力を和らげる一方で、景気ショックが新興国通貨の通貨安要因として作用していることがわかった。

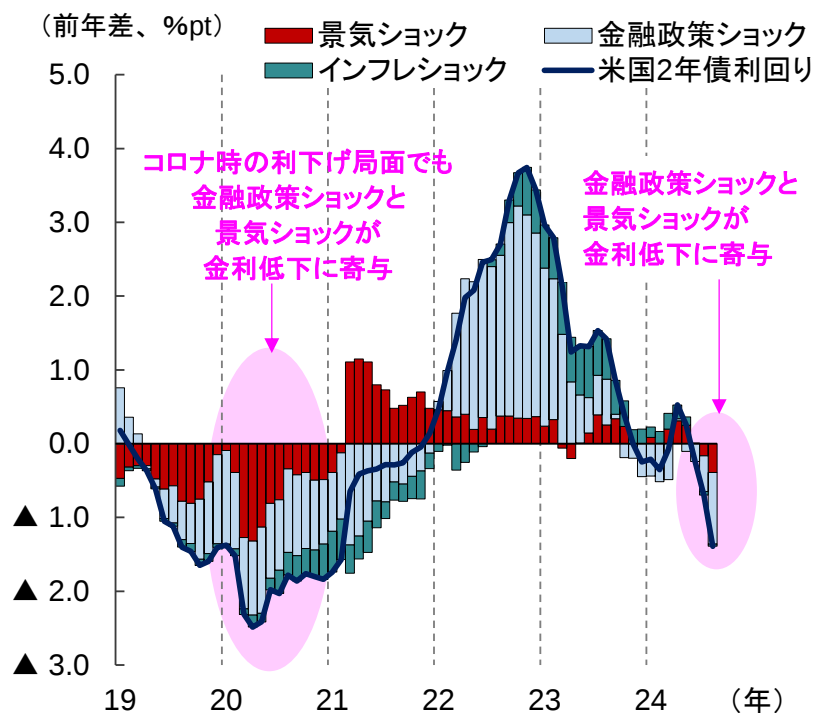
(1) 金融政策ショック（利下げ期待）だけでなく、景気ショック（景気減速予想）も作用

米国金利の変動要因を探るための主成分分析では、米国金利として米国の2年債利回りを用い、インフレ期待を示す指標として市場の期待インフレ率(5年ブレイクイーブンインフレ率)を用いた。また、経済指標の結果などを反映した米国景気の予想を示す指標としては、米国の株価（ダウ平均株価）を用いた。この3変数による主成分分析の詳細は本稿巻末の補論1の通りである。主成分分析の結果から「金融政策ショック」、「景気ショック」、「インフレショック」の各成分を抽出（合成）し、各成分からなる連立方程式を米国金利について解くことで、図表6の要因分解が可能となる。

主成分分析から得られた図表6をみると、足元では利下げ期待による金融政策ショックと景気減速を懸念する景気ショックによって、米国金利が低下していることがわかる。

8月の金融政策ショックは、パウエルFRB議長が2024年7月30・31日に開催されたFOMC後の会見で利下げを示唆したのを受け、米国が9月に利下げを開始するとの観測が高まったことを反映している。また、景気ショックは8月初めに発表された7月のISM製造業指数や雇用統計を受けて、米国景気の減速懸念が高まったことと符合している。

図表 6 米国金利の変動要因



(注) 主成分分析を用いた要因分解。補論1に示した主成分分析の結果から算出。米国2年債利回り(折れ線グラフ)はトレンド(平均変化率)を控除した値の前年差。直近値は2024年8月実績(平均値)

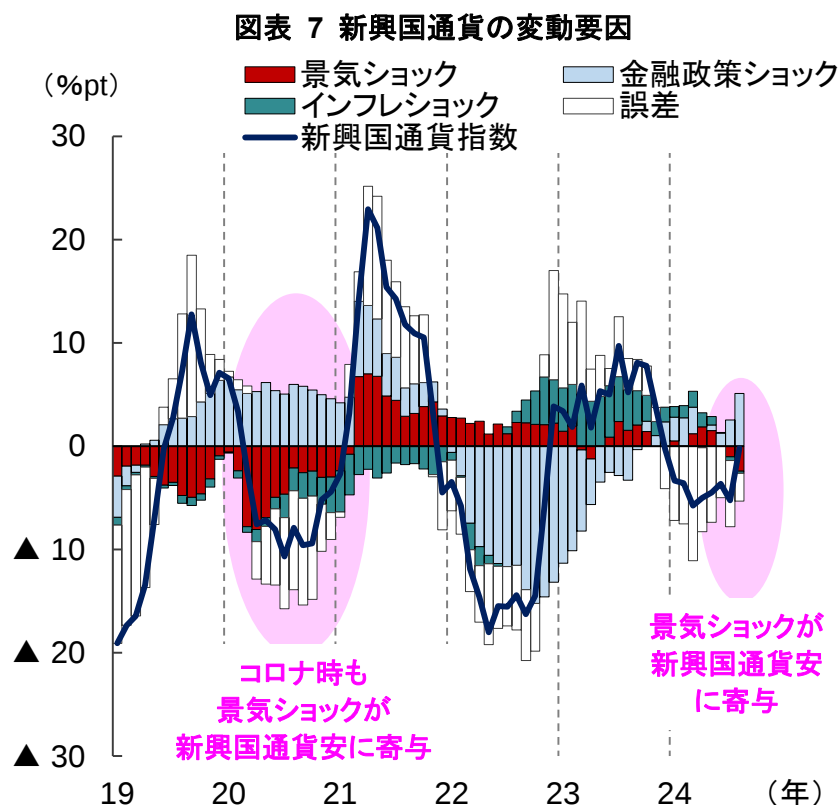
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

（２） ８月は景気ショックが新興国通貨の持ち直しを抑制する要因に

図表7は、図表6で抽出（合成）した主成分による主成分回帰の結果を示したものであり、変動要因がわかりやすいように対数階差の12カ月累積値によって前年比の動きを近似している。図表7をみると、2024年に入ってからのは米国の利下げ予想によって発生した金融政策ショックが新興国通貨の持ち直しに寄与していることがうかがえる。

加えて、景気ショックの影響も、足元で新興国通貨の下押し要因として作用しているのがわかる。2024年8月は、米国の早期利下げ観測が新興国通貨の下押しを緩和する一方で、米国経済の先行きに対する慎重な見方が新興国通貨の持ち直しを妨げる要因となったことがうかがわれる。

類似する現象は、前回の利下げ局面（2019年7月～2020年3月）でも見られた。利下げ（金融政策ショック）による米国金利の低下が新興国通貨の押し上げ要因となる一方で、同じ米国金利の低下でも米国景気の減速予想（景気ショック）に起因した部分があった。当時は新型コロナの感染が拡大した時期に相当し、米国を含む世界的な景気減速懸念から新興国通貨が大きく下振れした。コロナ禍の景気後退はまさに非常事態だったわけだが、程度の差こそあれ、米国が減速すれば米国の利下げ局面であっても新興国通貨の弱含みが続く可能性を示唆している。



(注) 新興国通貨指数は、J.P. Morgan Emerging Markets Currency Index。図表6の結果を用いた主成分回帰による要因分解をもとに作成。トレンド（定数項）を除く前年比系列の12カ月累積変化（対数値による近似値）。推計結果の詳細は補論2を参照。直近値は8月実績（平均値）

(出所) LSEG、J.P. Morganより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

4. 米利下げで新興国通貨は持ち直すと予想するが、米景気次第では寧ろ通貨安の恐れ

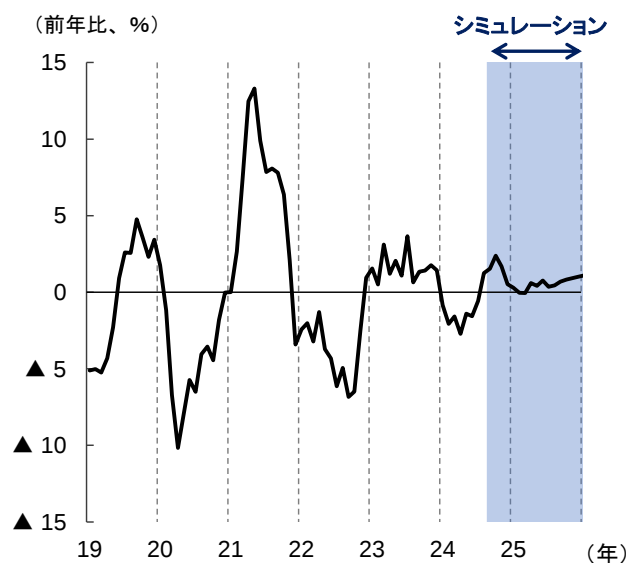
ここまでの分析を踏まえ、最後に新興国通貨指数の先行きについてシミュレーションを行い、今後を展望する。シミュレーションには、みずほリサーチ&テクノロジーズが2024年7月2日に公表した「2024・2025年度 内外経済見通し」と、本稿巻末の補論2～5に示した推計結果を用いた。7月に公表した予測のなかでは、米国経済は2025年にかけて減速するものの、景気後退にまでは至らずソフトランディングすると予測している。また米国の金融政策については、9月の利下げ開始を想定している。その予測を用いたシミュレーションの結果は、図表8の通りである。

2024年前半は大半の期間でトレンドより下振れていた新興国通貨指数は、足元ですでに幾分持ち直しを見せているが、米国の利下げが想定される9月以降は通貨高が加速するとのシミュレーション結果になった。

しかし、今回のシミュレーションが示したその後の新興国通貨指数の推移は、通貨高の加速が一時的な現象に終わっている。ソフトランディングとは言え、2025年の米国では年前半に景気が減速するとの前提を反映した動きだ。米国の利下げは新興国通貨の持ち直し要因となるが、利下げにもかかわらず米国景気の減速がソフトランディングにとどまらず下振れる場合には、シミュレーションが示すよりも新興国通貨の下押しが強まるリスクが生じる点には留意が必要だ。

本稿の分析を通じて、米国金利の低下と新興国通貨の関係は一樣ではなく、米国金利の低下の背景にあるショックの種類によって異なることが明らかになった。同じ米国金利の低下でも、金融政策ショック（米国の利下げ予想）に起因する場合は新興国の通貨高に寄与するが、景気ショック（米国景気の減速予想）に起因する場合は通貨安となることが示唆された。本稿の分析結果を踏まえれば、新興国通貨の一段安に歯止めをかけるには、米国の利下げ開始とともに、米国経済の減速回避が重要であると結論づけることができる。

図表 8 新興国通貨指数の先行きシミュレーション



(注) 新興国通貨指数は、J.P. Morgan Emerging Markets Currency Index。
トレンドを除くベース
(出所) LSEG、J.P. Morganより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

補論 1. 主成分分析によるショックの抽出

米国金利の変動要因を探るために、2章の整理に従って主成分分析を行った。具体的な変数は、米国金利として米国の2年債利回り、インフレ期待を示す指標として市場の期待インフレ率（5年ブレイクイーブンインフレ率）を用い、経済指標の結果などを反映して米国景気の市場予想を示す指標として米国の株価（ダウ平均株価）を用いた。これら3変数による主成分分析の結果は以下の通りである。

第1主成分 = $0.493 d \text{ 米国金利} + 0.552 ddlog \text{ 米国株価} + 0.673 d \text{ 期待インフレ率}$

第2主成分 = $0.765 d \text{ 米国金利} - 0.643 ddlog \text{ 米国株価} - 0.033 d \text{ 期待インフレ率}$

第3主成分 = $0.415 d \text{ 米国金利} + 0.531 ddlog \text{ 米国株価} - 0.739 d \text{ 期待インフレ率}$

$$\text{但し、} ddlog \text{ 米国株価}_t = \left(\log \frac{\text{米国株価}_t}{\text{米国株価}_{t-12}} \right) - \left(\log \frac{\text{米国株価}_{t-1}}{\text{米国株価}_{t-13}} \right)$$

推計期間: 2015/1～2024/8、各変数は標準化して使用

（1）景気ショックを示す第1主成分

第1主成分は、「米国金利の低下」、「米国景気の減速予想（米国株価の上昇鈍化）」、「米国のインフレ期待の低下」が進行するとその値が低下する「景気ショック」の指標とみなすことができる。換言すれば、景気ショック（前掲図表3）によって米国金利が低下する局面では、この第1主成分の値が低下し、新興国通貨に通貨安圧力が加わることが想定される。

（2）金融政策ショックを示す第2主成分

第2主成分は、「米国金利の低下」、「米国景気の拡大予想（米国株価の上昇加速）」、「米国のインフレ期待の上昇」が進行するとその値が低下する「金融政策ショック」の指標とみなすことができる。すなわち、金融政策ショック（前掲図表2）によって米国金利が低下する局面では、この第2主成分の値が低下し、新興国通貨に通貨高圧力が加わることが想定される。

（3）インフレショックを示す第3主成分

第3主成分は、「米国金利の低下」、「米国景気の減速予想（米国株価の上昇鈍化）」、「米国のインフレ期待の上昇」が進行するとその値が低下することから、2章で整理した2つのインフレーションのうち「インフレ率の上昇予想」が「米国景気の減速予想」と「米国金利の低下」をもたらす「インフレショック」の指標とみなすことができる。インフレショック（前掲図表5）によって米国金利が低下する局面では、この第3主成分の値が低下し、新興国通貨に通貨安圧力が加わることが想定される。

補論 2. 新興国通貨の主成分回帰

$$\begin{aligned} ddlog \text{ 新興国通貨指数} = & 0.001 + 0.006 \text{ 第1主成分} - 0.008 \text{ 第2主成分} + 0.006 \text{ 第3主成分} \\ & (0.36) \quad (4.16) \quad \quad \quad (-4.02) \quad \quad \quad (2.04) \\ & [0.72] \quad [0.00] \quad \quad \quad [0.00] \quad \quad \quad [0.04] \end{aligned}$$

$$\text{但し、} ddlog \text{ 新興国通貨指数}_t = \left(\log \frac{\text{新興国通貨指数}_t}{\text{新興国通貨指数}_{t-12}} \right) - \left(\log \frac{\text{新興国通貨指数}_{t-1}}{\text{新興国通貨指数}_{t-13}} \right)$$

新興国通貨指数は、J.P.Morgan Emerging Markets Currency Index

() は t 値、[] は p 値

推計期間: 2015/1 ~ 2024/8、 $adj. R^2 = 0.23$

補論 3. 米国金利の推計

$$\begin{aligned} d \text{ 米国2年債利回り} = & 0.015 + 0.656 d \text{ 米国政策金利} \\ & (0.29) \quad (6.34) \\ & [0.77] \quad [0.00] \end{aligned}$$

() は t 値、[] は p 値

推計期間: 2015/Q1 ~ 2024/Q3 (但し、2024/Q3 は8月までの平均値)、 $adj. R^2 = 0.52$

補論 4. 米国株価の推計

$$\begin{aligned} dlog \text{ ダウ平均株価} = & 0.013 + 1.385 dlog \text{ 米国実質GDP} \\ & (2.19) \quad (4.47) \\ & [0.04] \quad [0.00] \end{aligned}$$

() は t 値、[] は p 値

推計期間: 2015/Q1 ~ 2024/Q2、 $adj. R^2 = 0.34$

補論 5. 米国の期待インフレ率の推計

$$\begin{aligned} d\log \text{期待インフレ率} &= 0.014 + 24.921 \text{ ddlogPCEデフレーター} \\ &\quad (0.46) \quad (4.61) \\ &\quad [0.65] \quad [0.00] \end{aligned}$$

$$\text{但し、ddlogPCEデフレーター}_t = \left(\log \frac{\text{PCEデフレーター}_t}{\text{PCEデフレーター}_{t-12}} \right) - \left(\log \frac{\text{PCEデフレーター}_{t-1}}{\text{PCEデフレーター}_{t-13}} \right)$$

期待インフレ率は、5年ブレイクイーブンインフレ率

()は t 値、[]は p 値

推計期間: 2015/Q1 ~ 2024/Q2, $\text{adj. } R^2 = 0.35$

【参考文献】

みずほリサーチ&テクノロジーズ (2024) 『2024・2025 年度 内外経済見通し～二極化と格差を抱えた強弱入り混じる成長パス～』 2024 年 7 月 2 日

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」は Google LLC の登録商標です）
～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～
▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。