

新興国通貨が激震する理由

～QE3縮小、「終わりの始まり」の続き～

発表日：2014年1月31日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL：03-5221-5223)

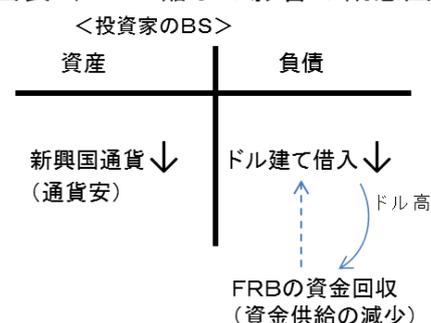
FRBがQE3を縮小する余波は、予想以上の大変動を起こしている。新興国通貨売り、株価下落という激震である。アジア通貨危機を髣髴とさせる新興国通貨ショックは、2014年一杯はまだ継続する公算が高い。これは米経済がQE3縮小のショックを乗り越えようとする産みの苦しみである。その先に米景気拡大がより鮮明になれば、時間差を置いて新興国経済にも好影響が波及してくるという見方になる。

本格的に始まったQE3縮小

米金融緩和の出口政策は、予想以上に激震度合いが大きくなりそうだ。2014年1月29日にFRBは、資産買入規模を▲100億ドルほど削減することを決めた。前年12月に、QE3の縮小開始（テーパリング、▲100億ドル）に着手してから2度目である。12月のFOMCの計画通りに規模縮小を進めたかたちである。おそらく、2014年末までに、資産買入規模を当初の月850億ドルからゼロにしていく計画なのだろう。

米国の流動性供給縮小の影響は、一言で言えば、ドルの流動性を減らす作用を持つ。毎月850億ドルだったマネタリーベースの増加額を▲100億ドルずつ減らすと、削減額よりもっと大きな規模で信用収縮が起こる。これはマネタリーベース供給量が、数倍の信用拡張へと利用されてきた効果が巻き戻されて、レバレッジが低下して信用収縮となるということだ。例えば、余剰になったドル資金を短期金融市場で調達して、新興国通貨へと投資額を増やしている投資ファンドがあったと考えると、概念的に理解しやすい（図表1）。彼らはQE3縮小によってバランスシートの負債・資産の両側を圧縮し、通貨の世界では新興国通貨安・ドル高になる。短期金融市場におけるドル資金の回収が、投資家の資産側では新興国通貨の売りになる。

（図表1）QE3縮小の影響の概念図

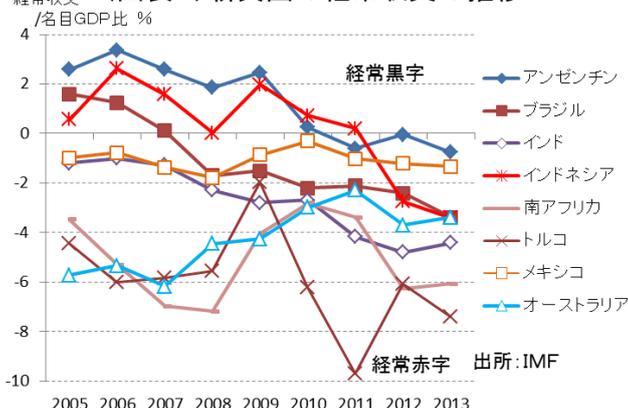


このプロセスは、今まで低金利が長く続くという予想に基づいて、投資家のバランスシートが事前に膨らんでいればいるほど、その反動も大きくなるとみることができる。テーパリングは次第にQE3の影響力を先細りさせるというニュアンスがあるが、実際は投資家の期待形成が、金融緩和の方針が突然変わったという受け止めになって、当初の時期ほど巻き戻しは大きくなるのだろう。

新興国通貨の激震

新興国通貨の大変動は、1月24日のアルゼンチン・ペソの暴落から始まった。実は、2013年から言われていたフラジャイル・ファイブ（インド、インドネシア、トルコ、南アフリカ、ブラジル）の中に、アルゼンチンが入っていない。脆弱性が狙われる国々の通貨はもっと広範囲に及ぶ可能性がある。ロシア・ルーブル、メキシコ・ペソ、韓国・ウォンなどにも不安定

（図表2）新興国の経常収支の推移



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。

さがみられる。

しばしば指摘されるのは、通貨が売られる新興国は、経常収支が赤字になり、しかも収支悪化が進んでいるという共通点である（図表 2）。経常赤字であれば、国内から一定の資金流出が起これ、通貨安になる慣性が働いているということになる。そこに投機的売りが加わると、通貨安に拍車がかかる。通貨安には、輸入物価を上昇させる効果があるので、経常収支はより悪化する。これは、悪循環の作用である。

問題は、外貨準備が乏しくなることである。為替介入で通貨安を防止することにも限界が生じるほかに、外貨準備が払底すると、対外債務を支払う余力を奪われることがデフォルト・リスクを想起させる。アルゼンチンが外貨準備不足を気にしてドル売り・アルゼンチンペソ買いの介入を中止した。これは、外貨準備不足のリスクを警戒したからだろう。アルゼンチンは、2001年に対外債務のデフォルトを起こした経験を持つ。

1月24日から通貨ショックが起こって以来、インドとトルコ、南アフリカの対応は機敏であり、早めの利上げに動いた。特に、トルコが政策金利を5.5%から10%へと+4.5%も引き上げるといった対応は驚きだった。こうした利上げは通貨防衛の意味合いが強く、国内のインフレ率を抑え込み、経常赤字を強制的に改善させる作用も持つ。景気が悪くなる副作用を我慢して、輸入減少を甘受するとともに、金利上昇によって資金流入を促す。達観すれば、通貨防衛のコストは、新興国の金詰りである。

アジア通貨危機と同じか違うか

通貨ショックをみて思い出すのは、1997年のアジア通貨危機である。今回の通貨ショックがアジア通貨危機とどのくらい同じで、どのくらい違っているのかは難しい問題である。当時は、固定相場制を採用しているから通貨危機が起こると言われた（=変動相場制で通貨危機は起こらない）。通貨危機に対する備えとして、チェンマイ・イニシアティブのような通貨融通の安全網ができた。しかし、今回の通貨ショックは、世界全体の流動性の水位が下がるかたちで連鎖的に起きている。実体面のショックというより、優れて金融ショックという側面が強い。世界の流動性が引き締められるとなると、椅子取りゲームで椅子が奪われるような格好になり、根本的にそのリスクをなくすことはできないと感じさせる。

今回、新興国で起きていることは、米国がリーマンショックの後に行った大規模金融緩和の副作用が、国境をまたいで発生しているという図式である。米国が金融緩和をすれば、新興国には実力以上の資金流入が起こる。それが割高な通貨とインフレ懸念を生み出す。現在はその反動で、高すぎる通貨価値が修正されているのであろう。

しばしば資源国は、資源輸出で経常収支が改善して、為替レートが割高になると言われる。割高な通貨は、その国の輸出産業にとってマイナスであり、結果的に資源国の輸出構造は資源依存を脱することができない。リーマンショック後の新興国は成長しているように見えて、資源国が陥ったのと同じような呪縛に縛られていた可能性がある。そのダメージが経常収支をじりじりと悪化させて、さらに現在のような金融緩和の縮小によって一気に暗転する結果を引き起こしたと考えられる。日本は、アジア通貨危機のとき、銀行セクターが甚大なダメージを背負った。今回、南米の新興国に起こったショックは、そこに展開する米企業の収益基盤にどのようなダメージを与えているのだろうか。そこは現時点では見えにくい部分である。

冷ややかだったFRBの考え方

現在起こっていることを抽象的に考えると、通貨変動・信用収縮の中で、新しい資産の組み替えが起こっているということであろう。より脆弱さを残す国から、強い体質の国への資金シフトであり、買われ過ぎたリスク資産から成長力のあるリスク資産への組み替えである。信用力の低い社債はスプレッドが広がり、株価も成長力によって調整圧力を受ける。各国株価もその国のファンダメンタルズの強さによって投資家から選別を受けることになるだろう。

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。

こうした現象は、FRBがQE3の縮小で試みようとしている実験と二重写しになる。FRBは、過度の金融緩和のサポートを外して、米経済が自律的に拡大していくようなステージを目指している。この場合、時間が経過すれば、長期金利は上昇しやすくなり、信用拡張は实体经济の拡大に沿って再び収縮から拡大へと展開していく。これが、FRBが構想する金融緩和の出口論なのであろう。

新興国経済は、FRBの金融緩和縮小に半ば強制的につき合わされている。FRBが1月のFOMCで新興国の激震には言及せず、粛々とテーパリングを進めたことは、新興国経済の悪化が景気のモーメンタムを主導するとはみていないからだろう。むしろ、米経済が正常な姿で成長拡大を遂げれば、その好影響が新興国にも及ぶという波及メカニズムを念頭に置いているという見方ができる。

日本への影響

翻って、日本経済への影響はどうか。「強い経済である日本経済」という姿であれば、混乱はいずれ収束して、米経済の牽引力の恩恵によって、ダメージは意外に早く癒えていくのだろう。次回のFOMCは3月18・19日、その次が4月29・30日、その先が6月17・18日と予定されている。日本は、FRBのテーパリングに伴う混乱と、消費税増税の反動減がいくらか重なることが辛い試練になる。

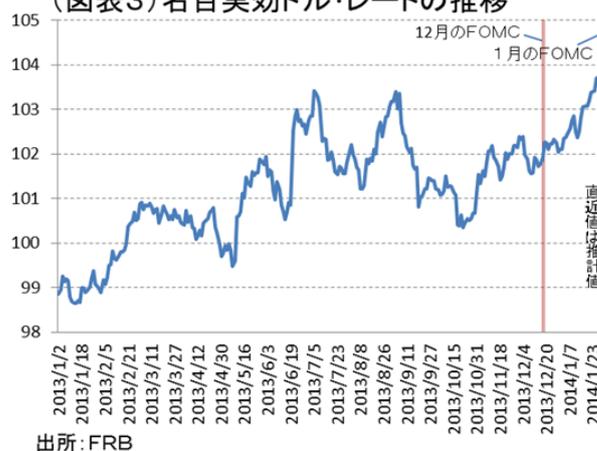
そこにはリスクもあるが、チャンスを描くことができなくはない。もしも、日本経済が消費税増税の反動を力強く乗り越えるという展望を4月以降の早い時期からみせることができれば、日本は弱い国から強い国へとシフトしてくる投資マネーの受け皿になり得る。

最後に、日銀の金融政策はどう舵取りをするのだろうか。メイン・シナリオは、日本の景気拡大への自信は揺るがず、当面は現状維持を決め込むだろう。おそらく、黒田総裁の頭の中には、長い目でみて、米金融緩和が強い経済でスイッチするところで、円安が進むと先の先をみているのだろう。

新興国通貨安は、裏腹にドル高でもある(図表3)。現在はリスクに過敏になり、ドル高+円高という組み合わせで推移しているが、先行きはドル高・円安への流れの変化に向かうだろう。黒田総裁は目先のダウンサイドリスクに一喜一憂するよりも、先進国経済が再拡大を遂げるとともに長期金利上昇が進んで、日米長期金利差などが拡大するのを我慢強く待つという構えだ。

ただ1つ気になるのは、過去のトラウマである。1997年7月にはタイ中央銀行が通貨アタックにさらされて、変動相場制への移行を余儀なくされた。アジア通貨危機はそこから始まった。1997年4月の消費税増税が失敗に終わった遠因は、製造業がアジア危機のせいで輸出に活路を見出せなかったことである。筆者は、アジア通貨危機の再現はないとみているが、どうしても過去の嫌な記憶は拭い切れない部分もある。

(図表3) 名目実効ドル・レートの推移



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。