

テーマ：揺れる新興国市場

発表日：2014年1月27日（月）

～やはりテーパリングは早かった？～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

アルゼンチン・ショック

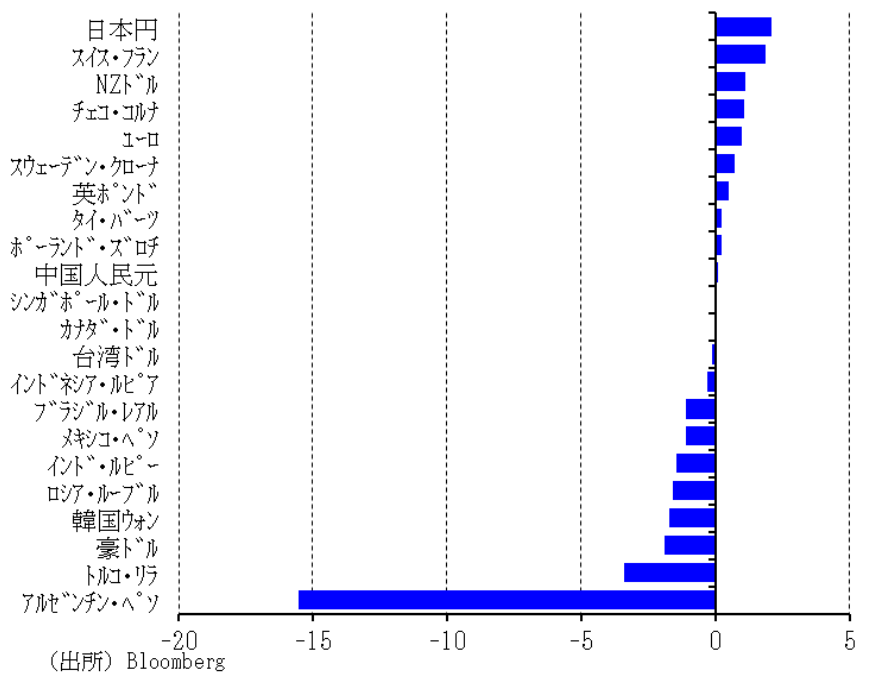
新興国市場からの資金流出が強まっている。最初のきっかけは、1/23に発表された中国のHSBC製造業PMI（景況指数）が市場予想を下回ったことだが、それに続いてアルゼンチンがアルゼンチンペソの下落を事実上容認する政策を執ったことで、新興国への不安感が一気に拡散する格好となった。

10%台という高インフレ下にあるアルゼンチンは、自国通貨買い介入をすることで自国通貨ペソの下落ペースを緩やかなものにとどめてきたが、介入によって外貨準備高の減少傾向が続いたため、遂にペソ買い介入を放棄するという選択を迫られた。これ

により、アルゼンチンペソは介入放棄宣言後の2日間で▲15.5%もの急落を演じた。足元のところ、同規模の混乱が生じている国はないものの、トルコリラは▲3%以上、南アランドやブラジルリアル、インドルピー、ロシアルーブルなどは、2日間で▲1%以上の下落に見舞われた。

アルゼンチン・ショックは市場参加者のリスク回避に繋がり、世界的に株価が大幅に下落した一方、主要国では債券利回りは低下した¹。また、為替市場においては豪ドルなどの高金利通貨全般が下落する一方で、円やスイスフランといった低金利通貨が上昇する、典型的な“リスクオフ”相場となっている。

1/23～1/24の主な国の対ドル相場(%)



背景に米国をはじめとした主要国の金融政策転換（懸念）

今回のアルゼンチンのケースは、これまでも何度か見られたような新興国危機の典型例である。すなわち、ファンダメンタルズと合致しない経済・金融政策の綻びが、外貨準備の枯渇という形で一気に拡がるという“政策ミス”のパターンである。ただし、①景気の牽引車となるべき外需が低迷、②米金利の上昇などにより、自国通貨を事実上ペッグしているドルが上昇、③自国通貨安が進まないように為替介入、④外貨準備が底をつき、通貨下落を容認——という流れをみれば、根本的には①と②が問題を引き起こしたとも言えよう。すなわち、新興国においては景気の改善が見られないにもかかわらず、米国においては金融緩和は必要としない（と判断される）状況まで景気が持ち直していることから生じた“ギャップ”が、このような事態を招いているということだ。90年代以降の新興国における資金流出を伴う混乱は、多くがこうした景気のギャップが存在する中で米金融政策の転換が遠因となっているケースが多い。

¹ 一方で、一部新興国やポルトガルなどユーロ圏内の財政悪化国では債券は売られ、金利は上昇している。

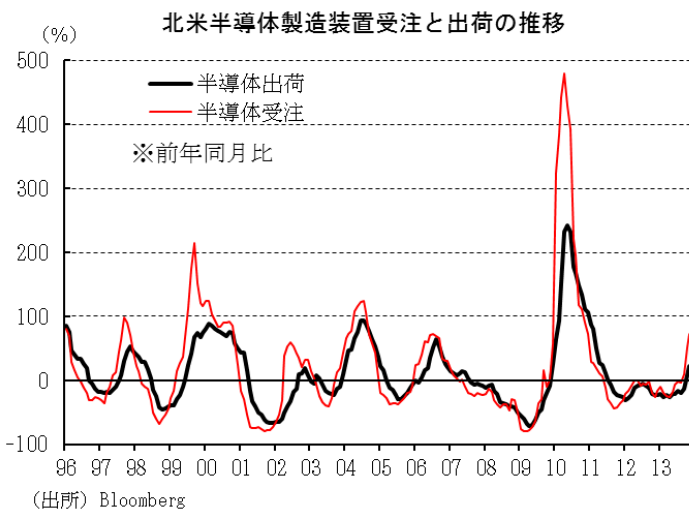
今回は、FRB（米国連邦準備理事会）による国債などの買取縮小（テーパリング）が開始される中で、①予想を下ぶれている米経済指標や10～12月期の企業業績の発表、②新興国の代表である中国の経済指標の下ブレ、③第二弾のテーパリング発表が見込まれているFOMCが近づいていること、により緊張感が高まっている中であった。加えれば、先の金融政策決定会合後に、日銀がこの4月前後にも市場が期待していた追加金融緩和に対してやや慎重と受け取られる態度を打ち出したことも、先進国と新興国のギャップを市場が意識するきっかけとなった可能性も否定できない。

新興国への景気回復伝播までは不安定

二桁の伸びとなる高インフレに適切に対応していなかったアルゼンチンは兎も角として、景気の回復がもう少し明確なものとなっていれば、グローバルに市場が揺れるリスクは小さかったと判断される。少なくとも、米国の経済指標に関しては、12月分雇用統計は寒波の影響によって下ぶれている度合いが大きく、実態対比弱めとなっている。ISM新規受注判断DIなどの先行指標などから判断すれば、米生産活動は今後加速感をもって回復する公算が大きい。半導体関連受注など循環的に動く指標も、世界経済が回復基調に入りつつあることを示唆している。

あと2～3ヶ月もすれば、（資産価格の激変など無い限り）米国経済はより明確に回復し、中国など新興国においても輸出関連指標の改善から、景気の回復期待が高まっているであろう。見方を変えれば、それまでは日米の金融政策に対する不安感が後退しない限りは、新興国市場を中心に不安定な動きが続き、ともすれば世界的なリスクオフの流れが株安・金利低下・円高という形となって市場を揺さぶる可能性がある。

一方、ターゲットとなりやすい新興国は、①実質金利水準が低く、②経常収支が赤字という条件に当てはまる国となる。主な新興国で以上の条件に当てはまる国は、南アフリカ、トルコ、インド、インドネシア、メキシコとなる。このほかに、実質金利水準は高いものの、インフレ基調を勘案すれば十分にインフレ抑制的ではないとの懸念を払拭できない国として、ブラジル、アルゼンチン、ロシア、ベトナムが挙げられる。これらは、昨年夏から秋にかけての米金融政策転換懸念に伴う米金利の上昇時にも、資金流出懸念が高まった国が多い。こうした国々では、資金流出圧力が高まった場合、実質金利を引き上げるという手段を取る必要がある。世界経済は循環的に持ち直しやすい局面にあると判断され、そうした適切な対応が取られれば、やがて嵐は過ぎ去ると期待されるが、一方で為替介入などに頼る場合には火に油を注ぎ、潤沢と思われた外貨準備が予想外に急激に減少し、混乱が大きくなるリスクもあり要注意だ。



主な新興国・資源国の経常収支と実質金利

	経常収支 (GDP比)	政策金利	消費者物価 (前年比)	実質 政策金利
南アフリカ	▲6.3	5.00	+5.3	▲0.3
トルコ	▲6.1	4.50	+7.3	▲2.8
ニュージーランド	▲5.0	2.50	+1.4	+1.1
インド	▲4.8	7.75	+11.1	▲3.4
ルーマニア	▲3.9	4.00	+1.8	+2.2
オーストラリア	▲3.7	2.50	+2.2	+0.3
カナダ	▲3.4	1.00	+0.9	+0.1
インドネシア	▲2.7	7.50	+8.4	▲0.9
ブラジル	▲2.4	10.00	+5.8	+4.2
メキシコ	▲1.2	3.50	+3.6	▲0.1
アルゼンチン	▲0.0	19.08	+10.5	+8.6
タイ	+0.1	2.25	+1.9	+0.4
ハンガリー	+1.8	3.00	+0.9	+2.1
中国	+2.4	6.00	+3.0	+3.0
フィリピン	+2.9	3.50	+3.3	+0.2
ロシア	+3.7	5.50	+6.5	▲1.0
韓国	+3.8	2.75	+1.2	+1.6
ベトナム	+5.8	9.00	+6.0	+3.0
マレーシア	+6.1	3.00	+2.9	+0.1

(出所) Ecwin

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。