

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

公益財団法人 国際通貨研究所

## 米国金融緩和の縮小を受けた市場の動揺について

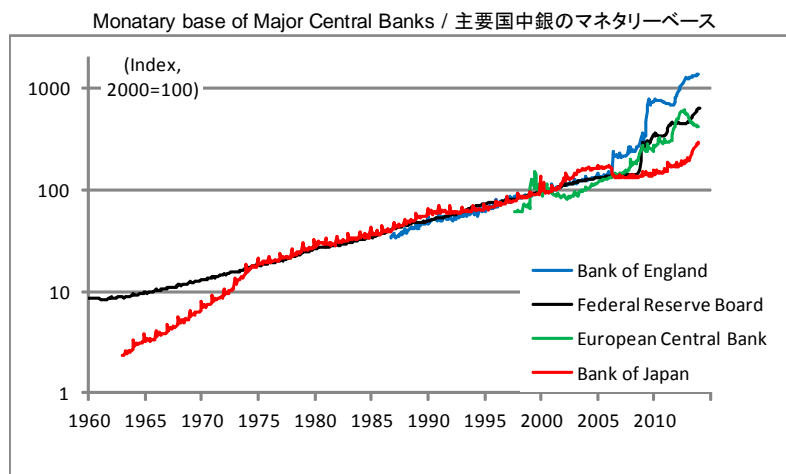
公益財団法人 国際通貨研究所  
 経済調査部長 兼 開発経済調査部長  
 佐久間 浩司

[koji\\_sakuma@iima.or.jp](mailto:koji_sakuma@iima.or.jp)

2014 年が明けてエマージング諸国の金融市場が動揺しているが、これは、米ドルがほぼゼロ金利で流動性も潤沢な期間に、途上国の借入、消費、投資がやや行き過ぎた拡大を見せ、それが調整を受けているためだ。過熱感が大きかった国ほど大きな調整がみられるなど、投資家も途上国側の違いを見ながら区別ある行動を取っている。

世紀に一度と言われた金融危機への対処として取られた、世紀に一度のドルの大金融緩和（図表 1）が終わるのだから、その影響が小さいわけではないが、1997-98 年にアジア、ロシア、南アメリカと広がった投資家のパニック的な投資意欲の委縮につながる可能性は低い。

図表 1：主要先進国の金融緩和

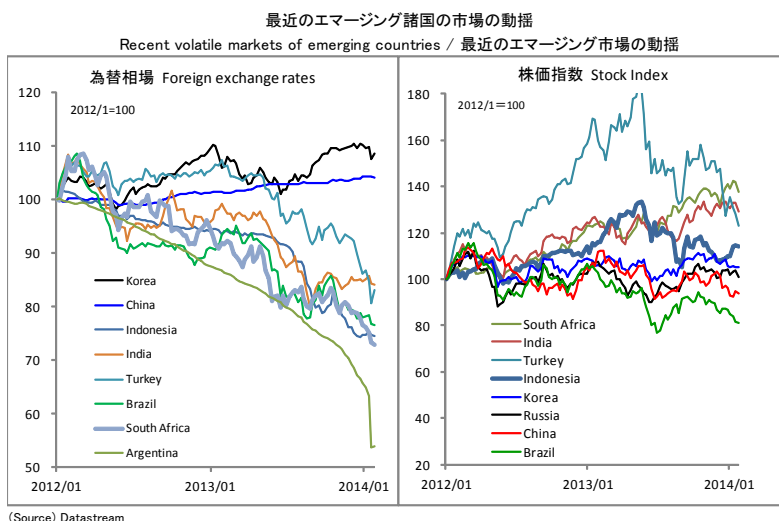


(Source) FRB, BOJ, datastream

## 1. 年初来の市場の動揺

市場の動揺が始まったのは、2013年5月に米連邦準備制度理事会（FRB）のバーナンキ議長（当時）が緩和縮小について言及したことがきっかけである。2014年に入ってから動揺は、アルゼンチンペソを除けば、基本的には2013年来の相場下落の続きである。アジア危機時のように、実質的に対ドルペッグしていたものが、市場の売り圧力で放棄に追い込まれているような非連続的変化が起きているわけではない。また韓国ウォンは安定しインドルピーも2013年秋ごろに下落が止まるなど、国による違いも出ている。この二点はアジア危機時との大きな違いだ。

図表2：最近のエマージング市場の動揺

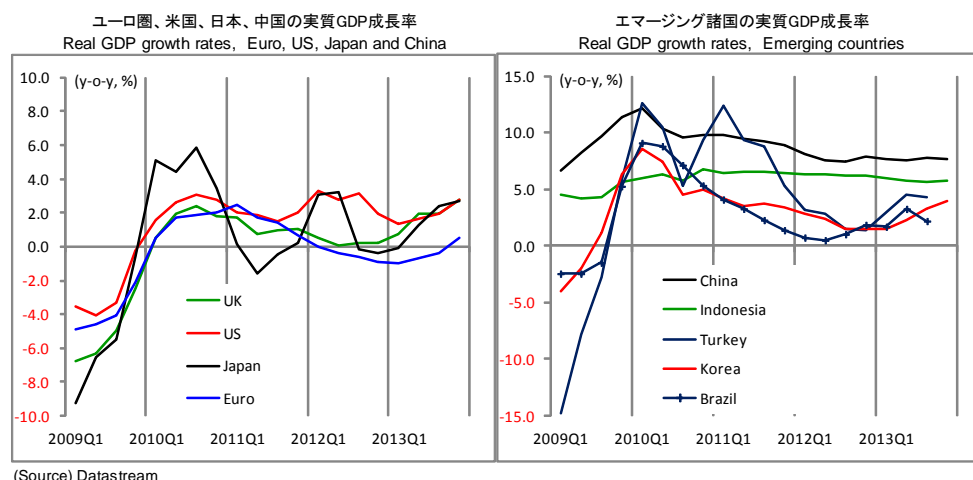


## 2. 実体経済は世界的には回復期に

市場の動揺とは別に、世界の实体经济を循環的にみると、これから減速に向かうというよりは、むしろ低成長期から徐々に勢いを増している局面にある。これは先進国も途上国も同じだ。米国は明らかに回復期に入っており、だからこそ緩和政策の縮小に踏み出すことができた。日本も、現政権の金融財政政策で消費者のセンチメントや企業の収益環境は好転している。ユーロ圏ですら、あれだけ南欧諸国の経済が厳しい上に緊縮財政を取っていたが、ようやく2013年第4四半期には前年比プラスの域に達した。途上国も、成長率が最も低かったのは2012年であり、2013年は徐々に成長率が加速している。

もっとも中国だけは例外であり、今まさに景気減速期にある。これは経済ガバナンス改革のための半ば意図した減速であるが、この中国の最近の変化だけは、今後の世界経済にとって慎重に測らなければならないマイナス要因であろう。

図表 3：各国の実質 GDP 成長率推移



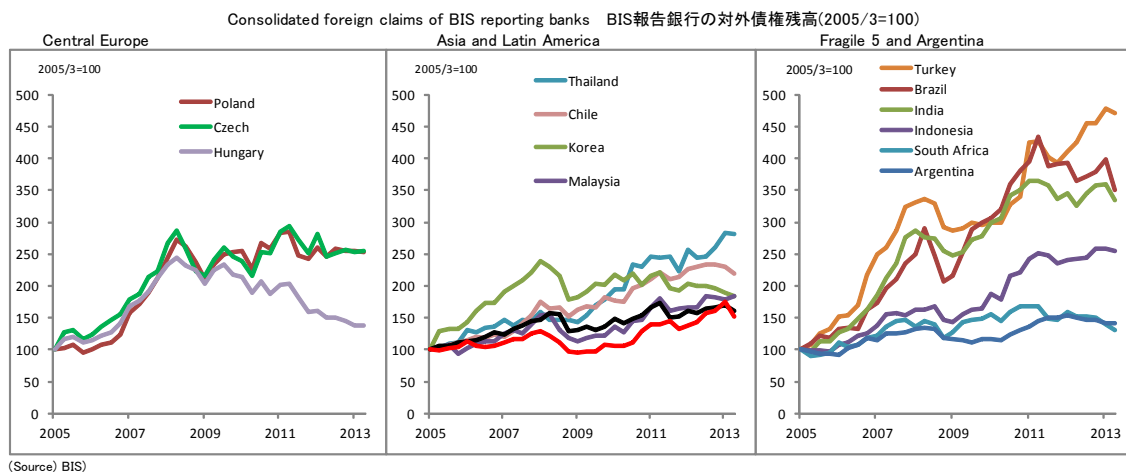
### 3. エマージング諸国混乱の背景

#### (1) 対外借入の拡大

少し遡ると、エマージング諸国は、2008 年の世界金融危機までは、ほぼ一様に海外からの借入拡大を伴う経済の強い拡大期にあった。それが、一旦危機で頭打ちとなったが、その後の展開は国によって様相が異なる。

東欧諸国は、危機前の貸出の伸びがかなり急激であったことと、主な貸し手である欧州の銀行が、ユーロ危機の影響で非常に慎重な貸出姿勢を続けていたため、対外借入の低迷は長引いている。新興工業経済群 (NIEs)、東南アジア諸国連合 (ASEAN) の多くは、2008 年以前の伸びも最近の伸びも比較的堅調である。これに対して、トルコ、ブラジル、インドなどの、足元で「フラジャイル・ファイブ (脆弱な 5 通貨)」と呼ばれている国の多くが、リーマン危機の一次的な影響が薄れた 2009 年半ばごろから急速に海外資金が流入している。

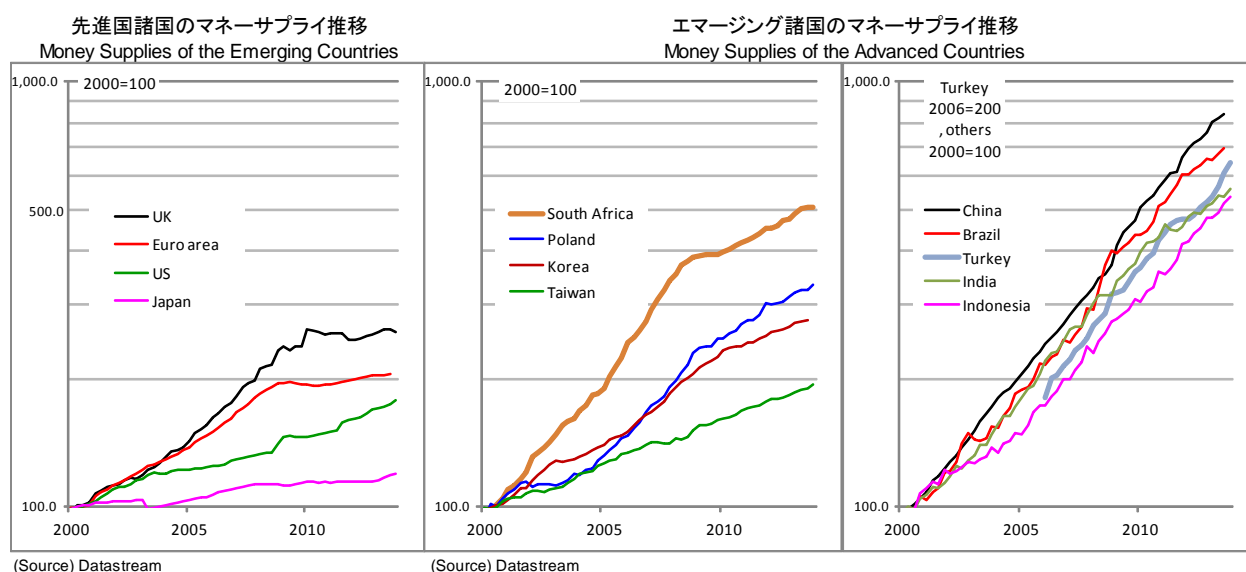
図表 4：エマージング諸国向けの海外からの与信残高推移



## (2) マネーサプライの拡大とその影響

海外からの資本流入は為替相場の上昇につながり、上昇スピードを少しでも抑えるべく中央銀行による介入が適宜実施された。結果として、多くの国で外貨準備が積み上がり、国内ではマネーサプライが拡大した。先進国が“異次元”の緩和でベースマネーを増やしてもマネーサプライが伸びなかった 2008 年以降も、エマージング諸国、特にブラジル・インドと中国は、マネーサプライが勢いよく伸び続けている。世界経済全体の 50%近くを占める欧米日の低迷の中でのこのマネーサプライの拡大は、やはり相当強い国内需要を引き起こしたと見るべきであろう。不動産価格にも、先進国が低迷する一方で、エマージング諸国が伸びている姿ははっきり出ている。強まる内需は、当然のことながら、国内のインフレ圧力と対外的に経常赤字の拡大を生んだ。

図表 5：世界各国のマネーサプライの動向



## 4. 為替相場の割高感とその後の下落

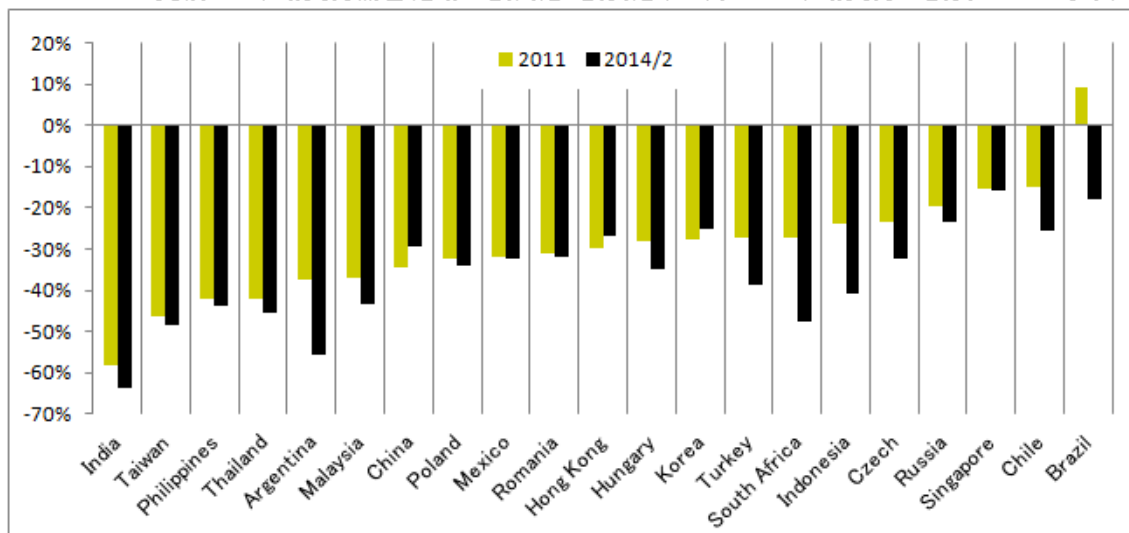
こうしたファンダメンタルズの変化が、今のエマージング諸国混乱の背景だが、どの国の通貨が市場で撃たれるかは、直接的には為替相場の割高感に大きく影響される。為替相場の適正水準の目安として、国際通貨基金 (IMF) が統計で使う購買力平価 (PPP) を使うと、IMF 購買力平価の使用目的上、ほとんどの途上国で市場実勢は購買力平価よりも大幅に割安と算出されるが、その割安感を横並び比較することで、どの国の通貨が相対的に割高だったかを測った。

結果は、2011年に最も割高だったのはブラジルであり、チリ、ロシア、チェコ、インドネシア、南アフリカ、トルコ、韓国などがこれに続く。逆に市場実勢に大きな割安感があったのは、インド、台湾、フィリピン、タイ、アルゼンチン、マレーシアなどである。

2011年時の割高感の強弱は、その後の相場下落幅にもだいたい表れている。総括すれば、マネーサプライの拡大と内需の拡大が強く、結果としてインフレ率の上昇と経常赤字の拡大という通貨下落要因が蓄積し、実力と市場評価の乖離が大きかった通貨ほど大きな売り圧力を現在受けているという、起こるべき調整が起きているのが、今のエマージング諸国の動揺だろう。

図表6：為替相場の割高感・割安感

Discrepancy of market exchange rates against implied PPP calculated by IMF  
 IMFのPPPと比較した市場実勢為替相場の割高感/割安感(マイナスは市場実勢が割安なことを示す)



(Source) IMF

図表7：エマージング諸国の経済指標と最近の為替相場下落幅

	対外借入	対外 債権債務	マネー サプライ	インフレ率	経常収支	為替相場 の割高感	名目 実効相場	外貨建て ローン規模	不動産融資 担保掛け目	
								2012年 対GDP比 %	Loan to value ration %	
	2007/6から 2011/6 伸び率 %	2012 対GDP比 %	2007/12から 2012/12 年換算 伸び率%	2013/7 前年比 %	2012 対GDP比 %	2011 IMF試算 PPP対比 %	2012/12から 2013/12 変化率 %	2012年 対GDP比 %	Loan to value ration %	
	Argentine	15.1	26.4	-	10.5	0.0	-37.0	-18.9	-	-
Fragile 5	Brazil	119.9	-12.4	17.8	6.3	-2.4	9.0	-7.9	11.1	-
	India	71.8	-10.6	10.9	10.9	-4.7	-58.0	-10.7	5.6	80、90
	Indonesia	61.8	-18.5	15.7	8.6	-2.7	-24.0	-16.6	6.0	70
	Turkey	63.8	-33.5	14.3	8.9	-6.1	-27.0	-14.0	12.1	50、75
	South Africa	22.6	4.7	6.2	6.3	-6.2	-27.0	-15.7	9.0	-
Russia and Eastern Europe	Czech	56.9	10.9	5.3	1.4	-2.4	-23.0	-5.9	-	-
	Poland	65.8	-33.5	9.6	1.2	-3.5	-33.0	1.0	12.9	-
	Russia	-	11.9	16.1	6.5	3.6	-20.0	-6.6	7.8	-
Latin America	Mexico	29.7	-19.0	9.8	3.5	-1.2	-32.0	0.2	16.1	-
	Chile	70.2	-	-	-	-3.5	-15.0	-7.4	18.2	-
ASEAN	Thailand	77.3	11.6	-	2.0	0.1	-42.0	0.2	7.1	80、90、95
	Malaysia	36.8	2.4	9.6	2.0	6.0	-37.0	-2.2	13.1	60、70
	Philippines	19.5	-6.0	10.7	2.5	2.8	-42.0	-2.8	9.5	-
NIEs	Singapore	-	325.4	8.7	1.9	18.6	-15.0	1.1	-	40、80
	Hong Kong	-	315.5	8.4	4.5	2.7	-30.0	3.7	-	50、60、70
	Taiwan	-	-	4.8	0.1	10.5	-47.0	1.7	-	-
	Korea	10.6	-12.7	6.7	1.6	3.8	-28.0	5.8	9.0	50、70
警戒水域	60%以上	-10より 債務大	15%以上	5%以上	-4.5より 赤字大	-30より 割安感小さい	5%以上 の下落			

(Source) Datastream, IMF

不動産担保掛け目：インドは小規模住宅は90%、トルコは商業不動産は50%、タイは高層ビル90%低層ビル95%、マレーシアは法人の場合60%、シンガポールは2件目以上の物件は40%、香港は商業用不動産は50%、高価格住宅は60%以上、韓国は特定の投機色強い地区物件は50%。それ以外は普通の個人所有の住宅購入時のローンの担保掛け目。またこれらは当局の規制やガイドラインであって実績値ではない。

為替、株式、不動産などの下落は、エマージング諸国全体に大規模な価格調整が起きているということであり、調整が進むほど経済は健全な姿に向けた再出発点に近づいていることになる。

留意すべきは、この価格調整が、外貨建債務の膨張や不動産の担保価値の下落というように、銀行や債券市場などの金融システムの機能低下にどれほどつながるかだ。その程度によって、今の混乱がどこまで長引くか各国ごとに差が出てこよう。他の条件が同じであれば、経済全体の中で外貨建て債務比率が高い国ほど、為替相場の下落による債務負担は大きくなろうし、住宅や不動産物件への融資の際の担保掛け目（Loan to value ratio）が高かった国ほど、資産価格の調整による金融機関の貸出余力の低下につながる恐れがある。

<参考文献>

IMF, Global Financial Stability Report, April 2013, 2013

Cheng Hoon Lim, Ivo Kraznar, Fabian Lipinsky, Akira Otani, and Xiaoyong Wu: The  
Macroprudential Framework: Policy Responsiveness and Institutional Arrangements, IMF Working  
Paper WP/13/166, 2013

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2014 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>