

2023年3月1日

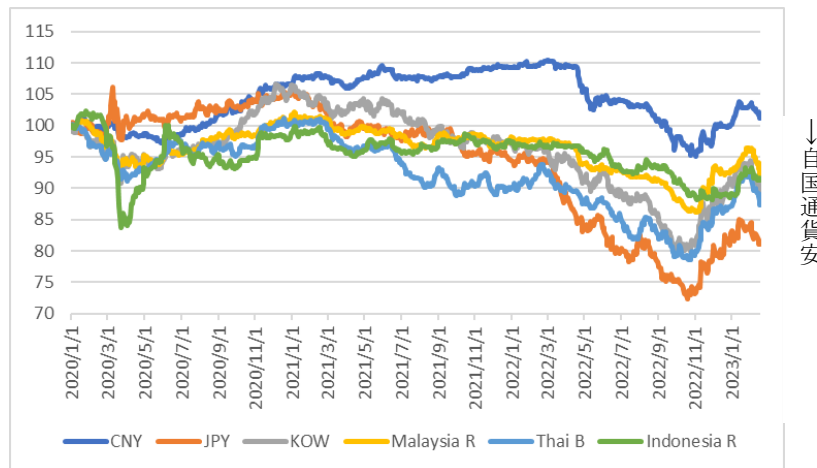
FRBの金利引き上げと新興国通貨

明治大学 政治経済学部教授
勝 悦子

アメリカではコロナ禍が一段落すると労働需給が逼迫し、さらに2022年2月以降のロシアのウクライナ侵攻に伴うエネルギー価格高騰を主因にインフレが急騰すると、FRBは2022年から8回に渡って4.5%ポイントと過去にないハイペースでFFレート目標値を上げた。これに呼応してドルは急激に増価し、新興国通貨も乱高下を続けている(図表1)。

もっとも、今後引き上げペースが鈍化すること、金利高が米国景気にマイナスの影響をもたらされることなどがマーケットに織り込まれると、FF金利の上昇期待が減退し、それに伴ってどの通貨も増価に転じたが、未だ不安定な動きが続いている。

図表1：アジア主要通貨と日本円の対ドル為替レートの推移(2020/1=100)



<出所>Eikon データベースを基に筆者作成。

メキシコ危機、アジア通貨危機、アルゼンチン危機も然りだが、ドル金利が引き上げられると通貨危機が起こりやすい。特に新興国通貨はアメリカの金利動向と逆相関の関係にある。それではそもそも新興国通貨にはどのような特徴があるのだろうか。

IMFの最新のAREAERによれば加盟国・地域190のうち、完全なる変動相場制、つ

まり「市場にすべてを委ねる自由フロート制を採っている国」は先進国を中心に 32 ヶ国にとどまっており、ほとんどの途上国は管理された為替相場制で、新興国で完全なる変動相場制（自由フロート）を採っている国はほとんどない（図表 2）。

1997 年のアジア通貨危機で、多くの新興国は固定相場から柔軟な相場制度に移行するとみられていたが、その後の動きを見ると依然として管理されたものとなっており、小国では為替レートを安定させたいという傾向、すなわち「*fear of floating*（変動制への恐怖）」が強い。これは、金融システムがぜい弱で金融政策が高度化していないこと、また財政が健全でなく、財政赤字を中央銀行の融資で賄うなどのインフレ体質が内包されているからである。様々な実証研究によれば、新興国や低所得国では為替相場のボラティリティよりも、金利や外貨準備のボラティリティが格段に高いことが指摘されている。

さらに多くの途上国は自国通貨で外国から借り入れができない。これは原罪（*Original Sin*）と呼ばれるが（*Eichengreen, B., and Hausmann, R. (1999)*）途上国のほとんどの対外債務はドル建てなので、自国通貨の為替レートがドルに対し急激に安くなると債務が膨張し債務不履行や銀行破綻の懸念が高まる。

実物経済で見ても、為替レートが変動すれば交易条件が大きく変わるので、特に資源国や一次産品依存の国では自国経済にダメージがあるため、為替相場は極力安定させたいという意図が働く。ただ、世界的な脱炭素の流れや、先進国のインフレと連動した金価格の変動など、資源国通貨については商品価格の価格変動からも大きな影響を受けるので、二重の意味でボラティリティの高さには注意が必要である。

Ilzetzi et al. (2021) は、コロナ禍前までの 20 年間の国際通貨制度を実証的に分析し、近年の国際通貨システムの変化について以下の 5 点を指摘した。第一にドルが一層中心的な国際通貨になったことである。中国人民元が 21 世紀には国際通貨となるという見方があったものの、中国でさえも国際貸出の急増のほとんどはドル建てであった。

第二に、新興国通貨危機以降、新興国の通貨システムはより柔軟になると期待されていたが、未だ「管理」通貨制度にとどまり、乱高下した 90 年代に比べより安定した。これは巨額の外貨準備を有したことに加え、世界的にインフレが安定していたことによる。

第三に、途上国は資本取引規制が徐々に撤廃され今や 173 の加盟国が IMF8 条国となったが、大きな経済上の恩恵をもたらしたと同時に暴力的な危機を発生させる懸念も高めた。

第四に、世界的な外貨準備の増大に伴いドル建てのリスクフリー債券残高が急増し、60 年代のトリフィンのジレンマと同様の課題を国際社会は抱えている。

第五に、G3、すなわちドル、ユーロ、円の三極通貨のボラティリティが 2014 年以降急激に低下したことで、その間の低インフレや国際協調がこれに寄与した。

しかし 2020 年春には Covid19 を契機に巨額の資金が新興国から再び流出し、FRB を含む世界の中央銀行が前代未聞の流動性供与でいったんは正常化したものの、パンデミックで資本取引規制は強化され、2022 年 2 月には FRB の急激なドル金利引き上げで軒並み通貨安となった。

こうしたなか本年 1 月に、南米の二大経済国であるブラジルとアルゼンチンが、通貨統合を進める討議を始めたなどが伝えられた。これは、前述したように、ロシアのウクライナ侵攻以降ドル相場が相当増価するなかで、食料やエネルギーの輸入価格の高騰や、ドル建て債務の返済コストの上昇など、新興市場にとってドル高による打撃がことさら大きく、ドルの支配的な現状からの脱却を計ることも目的と考えられる。

しかし、地政学的リスクの高まりを背景にアメリカが経済制裁でドルという武器を有するなか、価値観の違いのもとで通貨制度を選択することは本末転倒である。特に経済政策のスキルや金融システムが成熟していない途上国にとってはまずはインフレなき持続的成長を目的とした政策の強化が最も重要となるだろう。

図表 2 為替相場制度と金融政策のマトリックス(2021 年)

	名目アンカー			貨幣量目標値	インフレターゲット	その他
	ドル	ユーロ	その他			
ドル化	7	4	3			
カレンシーボード	8	2	1			
Conventional Peg						
Stabilized arrangements	13	18	7	1		
クローリングベッグ	6	2	1	9	2	4
準クローリング制度			1	7	6	10
その他管理フロート*			2	4	1	5
フロート制				4	25	3
自由フロート制					11	21
*バンド付きベッグ制を含む						
新興国は緑の○に、新興国のうち小国は赤い○に集中。						
(出所) IMF, Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2021年版						

(IIMA メールマガジンへの寄稿)

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、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思わ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います。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 2023 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: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882

e-mail: admin@iima.or.jp

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