



IIMA-GMVI でみるアルゼンチンショックの影響について

公益財団法人 国際通貨研究所
 経済調査部 研究員
 井上 裕介
inoue@iima.or.jp

1. 高まる新興国通貨に対する懸念

2014 年に入り、新興国通貨に対する懸念が一段と強まり、1 月 24 日は複数の通貨で売り圧力が一気に高まった。新興国通貨の年初来の対米ドル為替レートをみると、18.9%下落したアルゼンチンペソを始め、大幅に下落した通貨が目立つ。

図表 1 主な新興国通貨の対米ドルレート
 (2013 年末～2014 年 1 月 24 日)

通貨名	騰落率	通貨名	騰落率
アルゼンチンペソ	▲ 18.9	ブラジルリアル	▲ 2.2
トルコリラ	▲ 7.8	ポーランドズロチ	▲ 1.8
南アフリカランド	▲ 5.7	マレーシアリングgit	▲ 1.7
ロシアルーブル	▲ 5.1	インドルピー	▲ 1.0
チリペソ	▲ 4.7	インドネシアルピア	▲ 0.1
メキシコペソ	▲ 3.0	タイバーツ	▲ 0.1
韓国ウォン	▲ 2.3		

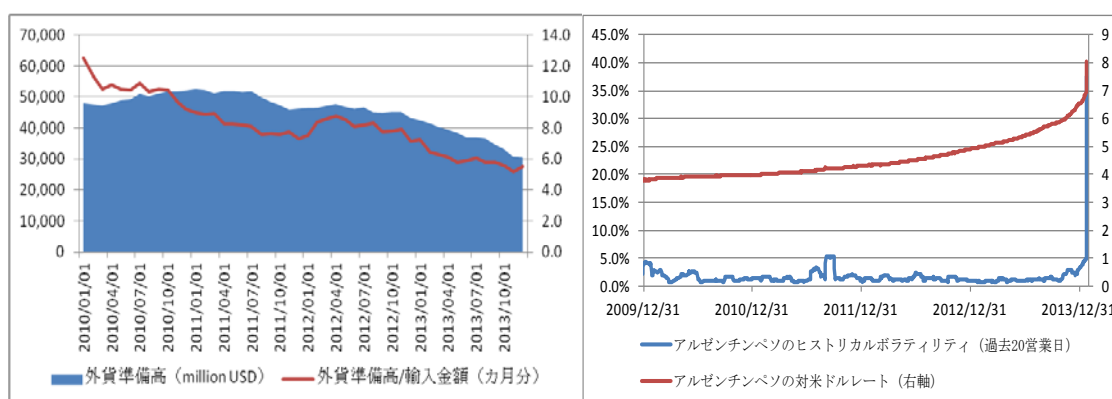
(出所) Thomson Reuters

今回の新興国通貨に対する懸念の高まりは、1月半ば以降のアルゼンチンペソの急落が発端となった。1月23日に同国の政府高官が、中央銀行による自国通貨買いの為替介入の抑制を示唆したことなどから、市場のアルゼンチンペソに対する懸念が高まった。図表3のように、アルゼンチンペソの対米ドルレートの過去20営業日間のヒストリカルボラティリティをみると、2013年11月頃からわずかではあるが上昇していたボラティリティが、急落を受けて一気に高まった。

これまでアルゼンチンでは、中銀による為替介入により、アルゼンチンペソが米ドルに対して一定のペースで減価させるように自国通貨買い介入を実施してきた。しかし、足元で外貨準備高が大幅に減少していることもあり、市場では中銀がこうした為替相場のコントロールを断念せざるをえなくなると思惑が広まり、通貨の売りにつながったとみられる¹。

図表2 アルゼンチンの外貨準備高

図表3 アルゼンチンペソ対米ドルレート



(出所) Thomson Reuters

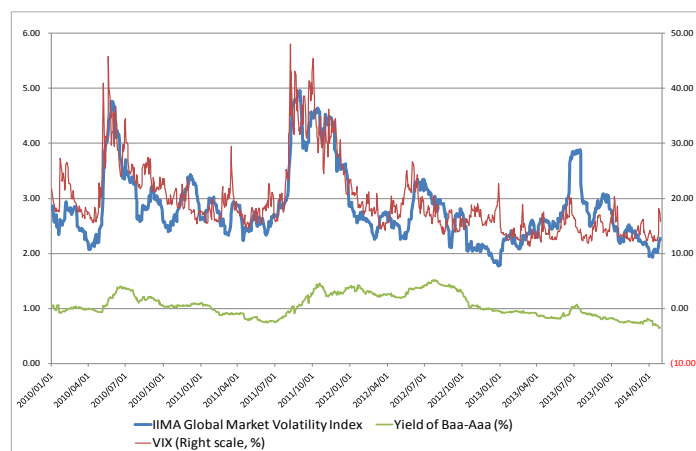
2. 先進国と新興国のリスク度の乖離が続く

国際通貨研究所では、2013年10月よりグローバルな金融・資本市場のリスク度を表す指数であるIIMA Global Market Volatility Index (IIMA-GMVI) の公表を開始した²。足元のIIMA-GMVI (全体) の動きをみると、アルゼンチンペソに対する懸念が強まった1月20~24日の週にやや上昇したが、2010年以降にリスク水準が高まったギリシャショック、スタンダード&プアーズ (S&P) による米国債の格下げ、米連邦準備制度理事会 (FRB) による量的緩和第3弾 (QE3) 縮小観測の高まった時期などと比較すると依然として低い水準にある。

¹ アルゼンチン経済の現状、為替管理政策などの詳細については、国際金融トピックス No.234 「膨らむアルゼンチン経済の矛盾」 (<http://www.iima.or.jp/Docs/topics/2013/234.pdf>) を参照のこと。

² アルゼンチンはIIMA-GMVIの指数算出のための対象国22カ国には含まれていない。

図表 4 IIMA-GMVI, VIX, Risk Premium of Corporate Bond (Baa-Aaa)

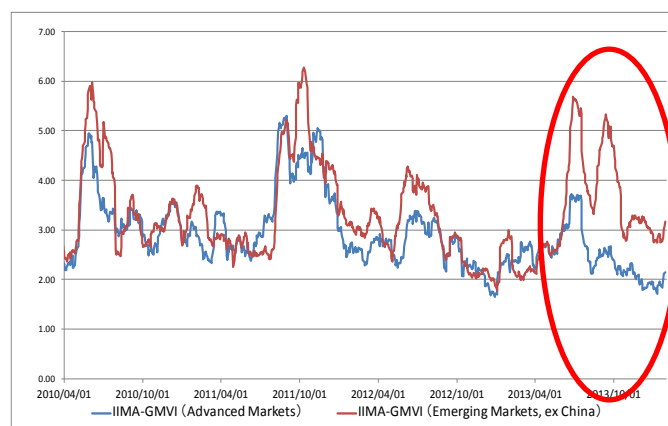


(出所) Chicago Board Options Exchange, FRB, 国際通貨研究所

しかし IIMA-GMVI をブレイクダウンした指数である「IIMA-GMVI (先進国)」、
「IIMA-GMVI (新興国除く中国)」を比較すると、現在のグローバルの金融・資本市場
のリスク度が先進国と新興国で二極化していることがわかる。両指数の乖離は FRB に
よる QE3 の縮小観測が高まった 2013 年 6 月以降、先進国市場がすぐに市場が落ち着き
を取り戻した一方で、新興国市場は依然としてリスク度が高止まっており、不安定な状
況が続いていることが分かる。アルゼンチンペソに対する懸念が高まった後の動きを見
ても、先進国市場よりも新興国市場の方がボラティリティの上昇幅が大きくなっている。

足元の先進国市場と新興国市場とリスク度の乖離は、投資家が新興国ではなく先進国
を選好し、リスク指標の観点でみれば、資金が新興国から流出しやすい環境であること
を示唆している。

図表 5 IIMA-GMVI (Advanced and Emerging Markets)

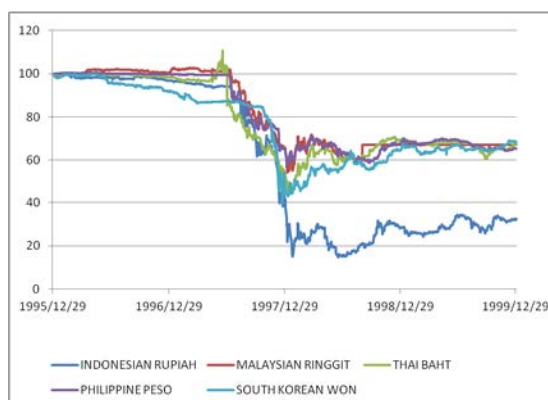


(出所) 国際通貨研究所

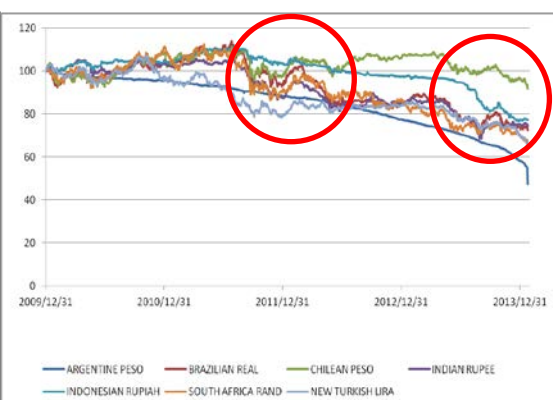
3. 新興国通貨の調整局面は 2011 年夏頃から続く

アルゼンチンペソの急落を受けて、現在の新興国通貨の置かれた状況とアジア通貨危機時の事例との類似性を指摘する論調が見受けられる。確かに、為替相場を実際のインフレ率の動向を考慮せず、人為的に一定の下落ペースでコントロールしていたアルゼンチンペソはアジア通貨危機時のアジア諸国と状況が重なる面も大きい³。

図表6 アジア通貨危機時のアジア通貨の対米ドル為替レート (1995 年末=100)



図表7 主な新興国通貨の対米ドル為替レート (2009 年末=100)



(出所) Thomson Reuters

しかし、アルゼンチンのような通貨の急落がアジア通貨危機時のように、他の新興国に波及していく可能性は低いと考えられる。それは、多くの新興国が現在変動相場制をとっており、自国通貨のレートを米ドルとペッグさせて実力以上の水準に維持していたアジア通貨危機当時のアジア諸国とは条件が異なるからである。

振り返ってみると、新興国通貨の多くが、経済のファンダメンタルズの悪化（高インフレや経常赤字の拡大など）を反映して 2011 年の夏頃から、調整を繰り返している（図表 7 参照）。2014 年に入ってから新興国通貨の動きも、この 2011 年の夏頃から続く調整の一部と捉えることができる。たとえば、2014 年に入る前の 2011 年 6 月末と 2013 年 12 月末の新興国通貨の対米ドルレートを比較すると、既に南アフリカランド▲35.3%、ブラジルリアル▲33.8%、インドネシアルピア▲29.5%、インドルピー▲27.7%、トルコリラ▲24.4%となるなど、新興国通貨は、この 2 年半余りの間で大幅に下落している。

こうして既に他の通貨には実体経済の弱さを反映した下落が進んでいることを考えると、アルゼンチンペソと同規模の通貨下落が今から波及して世界的に広まる可能性は低い。

³ アルゼンチンでは、統計局公表のインフレ率の数値が実際のインフレ動向と乖離していると言われている。実際のインフレ動向と比較して、中銀が管理していた為替レートが割高になっていた可能性が高い。

図表 8 主な新興国のインフレ率、経常収支、為替レート

	経常収支 (対GDP比率、%)			インフレ率 (対前年比、%)			対米ドル為替レート (対前年末比、%)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
アルゼンチン	▲ 0.6	▲ 0.0	▲ 0.8	*24.4	*25.3	*20.7	▲ 7.7	▲ 12.4	▲ 24.6
ブラジル	▲ 2.1	▲ 2.4	▲ 3.4	6.6	5.4	6.2	▲ 11.0	▲ 8.9	▲ 13.2
チリ	▲ 1.3	▲ 3.5	▲ 4.6	3.3	3.0	1.8	▲ 9.9	8.5	▲ 8.9
インド	▲ 4.2	▲ 4.8	▲ 4.4	8.8	9.4	10.6	▲ 15.8	▲ 3.1	▲ 11.4
インドネシア	0.2	▲ 2.7	▲ 3.4	5.4	4.3	7.0	▲ 0.6	▲ 5.9	▲ 20.8
韓国	2.3	3.8	4.6	4.0	2.2	1.3	▲ 1.5	7.6	1.4
マレーシア	11.6	6.1	3.5	3.2	1.7	2.1	▲ 2.7	3.7	▲ 6.6
メキシコ	▲ 1.0	▲ 1.2	▲ 1.3	3.4	4.1	3.8	▲ 11.6	7.5	▲ 0.8
ポーランド	▲ 4.9	▲ 3.5	▲ 3.0	4.2	3.7	1.2	▲ 14.0	11.0	2.6
ロシア	5.1	3.7	2.9	8.4	5.1	6.8	▲ 5.0	5.2	▲ 7.0
南アフリカ	▲ 3.4	▲ 6.3	▲ 6.1	5.0	5.7	5.8	▲ 18.1	▲ 4.8	▲ 19.0
タイ	1.7	0.0	0.1	3.8	3.0	2.2	▲ 4.5	3.1	▲ 6.9
トルコ	▲ 9.7	▲ 6.1	▲ 7.4	6.5	8.9	7.5	▲ 18.5	5.8	▲ 16.9
米国	▲ 2.9	▲ 2.7	▲ 2.7	3.1	2.1	1.5			

(出所) IMF, 各国統計局, Thomson Reuters, Price Stats などの数値より筆者算出。2013年の経常収支は IMF による予測値

*アルゼンチンのインフレ率は民間レートを使用し、Price Stats データより筆者算出

4. 新興国通貨にとって厳しい状況は続く

金融・資本市場における金融資産価格や為替レートの動きは経済のファンダメンタルズの変化だけでなく投資家のリスク許容度に影響される⁴。

IIMA-GMVI で見る現在のグローバル金融・資本市場のリスク度は、アルゼンチンショック後も総じて見ると落ち着いている。これは 100 年に 1 度と言われた米国発の世界金融危機やギリシャ危機に端を発したユーロ圏の債務危機で経済が落ちこんだ先進国経済に対するポジティブな市場の見方を反映しているからである。

その一方で先進国経済に対する景気回復期待とは裏腹に、2013 年来の FRB による量的緩和の縮小に対する懸念から新興国経済に対する見方は懐疑的なものとなっており、投資家の先進国と新興国に対するリスク許容度には乖離が生まれている。このような状況下では、新興国市場への資金流入は期待しづらく、図表 8 のように経常収支やインフレ率などの経済のファンダメンタルズが悪化している新興国通貨が下落するのは、起こるべくして起きていることである。

今回のアルゼンチンペソのショックは、他の新興国通貨への波及が懸念されたが、他

⁴ 投資家のリスク許容度と金融資産価格の関係については、Newsletter 2013 年第 28 号「世界市場変動リスク指数 (IIMA Global Market Volatility Index : IIMA-GMVI) の作成および公表について」(http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2013/NL2013No_28_j.pdf) を参照のこと。

の多くの通貨は変動為替相場を採用しており、2011年以降に経済ファンダメンタルズの悪化を反映し、調整が進んでいることから、アルゼンチンペソと同じ程度のショックには至らないだろう。

しかし、IIMA-GMVIの動きが示すように、先進国と比較して相対的に新興国に対する投資家のリスク許容度の低迷が続く中、経済ファンダメンタルズの悪化している国の通貨は、常に下落リスクと隣り合わせであることには注意が必要である。

新興国通貨は、経常赤字の縮小やインフレ率の低下などある程度ファンダメンタルズの調整が進むなどによって投資家の新興国市場に対するリスク許容度の上昇がみられない限りは、当面は弱含みの展開となろう。

以上

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 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

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