

マクロ不均衡の簡易測定法と新興国通貨安

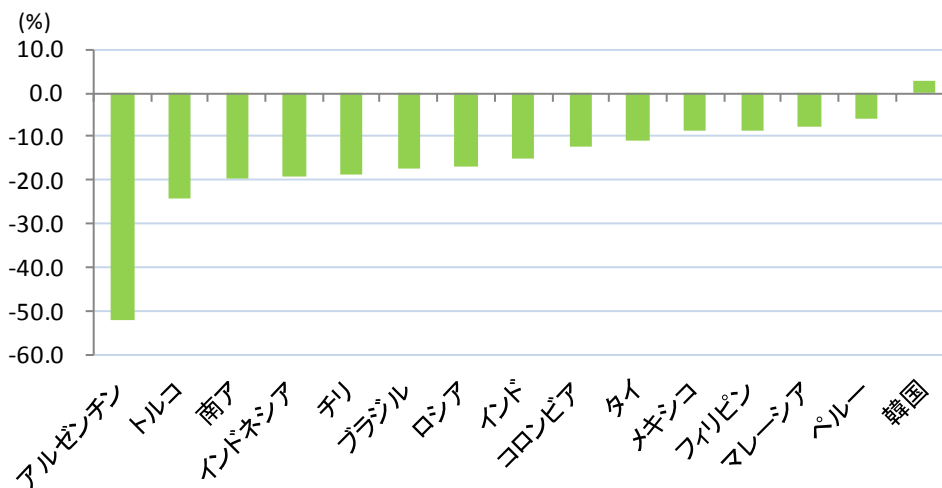
経済調査部 上席研究員 森川 央
morikawa@iima.or.jp

マクロ不均衡に着目している為替市場

2013年5月に米連邦準備制度理事会のバーナンキ議長（当時）が、金融緩和の縮小について言及してから、新興国通貨が下落している。その影響はほとんどの新興国通貨に及んでいるが、市場参加者は新興国通貨を一様に売っているわけではない。売られ方はまちまちである。アルゼンチンは、2013年5月から50%以上減価している。実態ベースで3年以上20~30%のインフレが続いている同国通貨は、更に下落する必要があるかもしれない。同国は国内経済に多くの矛盾を抱えている。

そしてアルゼンチンほどではないが、トルコや南アフリカも20%前後の通貨減価となっている。一方、韓国はわずかながらも通貨増価となっている。最大50%以上もの差がついているのはなぜか。結論から述べると、それぞれの国が抱える不均衡は一律でなく、市場はその大小を比較的冷静に評価していると思われる。

図1 主な新興国通貨の対ドル変化率（2013年5月以来）



(資料) Datastream

マクロ不均衡の「簡易」測定方法

マクロ経済の不均衡は、対外的なもの（貿易）と国内的なもの（金融）に大別される。対外不均衡を計る代表的な指標は経常収支である。外国の貯蓄（資本）を導入し消費や投資を増やすことは可能だが、負債は積み上がっていく。負債はいずれ返済しなくてはならず、しかも途上国の場合、基本的には外貨（ハードカレンシー）で返済しなくてはならない。負債依存はいつまでも続けられるものではなく、長期にわたる経常赤字の拡大は対外不均衡の証左とされる。

次に、インフレ率を取り上げる。内外のインフレ率の差は、一国の価格競争力を決める重要な要素である。外国に比べてインフレが高進すれば、競争上不利になり、将来の経常赤字を増やす可能性が高くなる。

本来は、内外インフレ格差を取り上げるべきであるが、現在は先進国が揃って超低インフレであるので実質ゼロとみなし、自国インフレのみで内外格差を計ることにする。具体的にはインフレ率をマイナス表示し¹、インフレ率が大きいほど通貨安要因として機能するようにした。

そして、国内不均衡を計る指標として財政赤字を採用した。財政赤字は公的債務の増加につながり、長期間の債務累増はインフレか国家財政の破たんにつながる可能性が高いからである。また、新興国では政府がエネルギーや食料品に補助金を出し、価格を低位に保っている場合が多い。この場合、表面のインフレ率は低くても、財政がインフレコストを負担していることになる。隠されたインフレをあぶり出すために財政赤字をチェックしておく必要がある。

そして、三者を合算したものを本稿では「不均衡指標」と呼ぶことにする。この手法は単純であるため、多くの国で計測可能というメリットがある。

表 1 主要新興国の不均衡指標と為替レート変化率

	経常収支	財政収支	逆インフレ率	不均衡指標	為替レート
アルゼンチン	0.0	-1.3	-25.0	-26.3	-52.0
インド	-3.8	-5.8	-10.1	-19.7	-15.1
トルコ	-7.3	-2.4	-8.0	-17.7	-24.3
南アフリカ	-4.2	-4.5	-5.0	-13.7	-19.6
ブラジル	-2.2	-2.5	-5.7	-10.5	-17.1
コロンビア	-3.1	-2.5	-3.0	-8.5	-12.4
メキシコ	-0.8	-2.6	-3.9	-7.3	-8.8
インドネシア	-0.6	-1.1	-4.8	-6.6	-19.2
ペルー	-2.6	0.8	-2.8	-4.7	-6.1
タイ	1.3	-1.5	-3.4	-3.5	-11.0
チリ	-1.1	0.7	-2.6	-3.0	-18.9
フィリピン	3.5	-2.6	-3.9	-3.0	-8.6
ロシア	4.4	0.0	-6.8	-2.4	-16.7
韓国	3.0	1.4	-3.1	1.4	2.8
マレーシア	9.5	-4.4	-2.2	3.0	-7.9

(資料)Datastream (注)経常収支、財政収支はGDP比。逆インフレ率も含め2010-2012年の平均値。

為替レートは、2013年5月からの対ドルレート変化率。

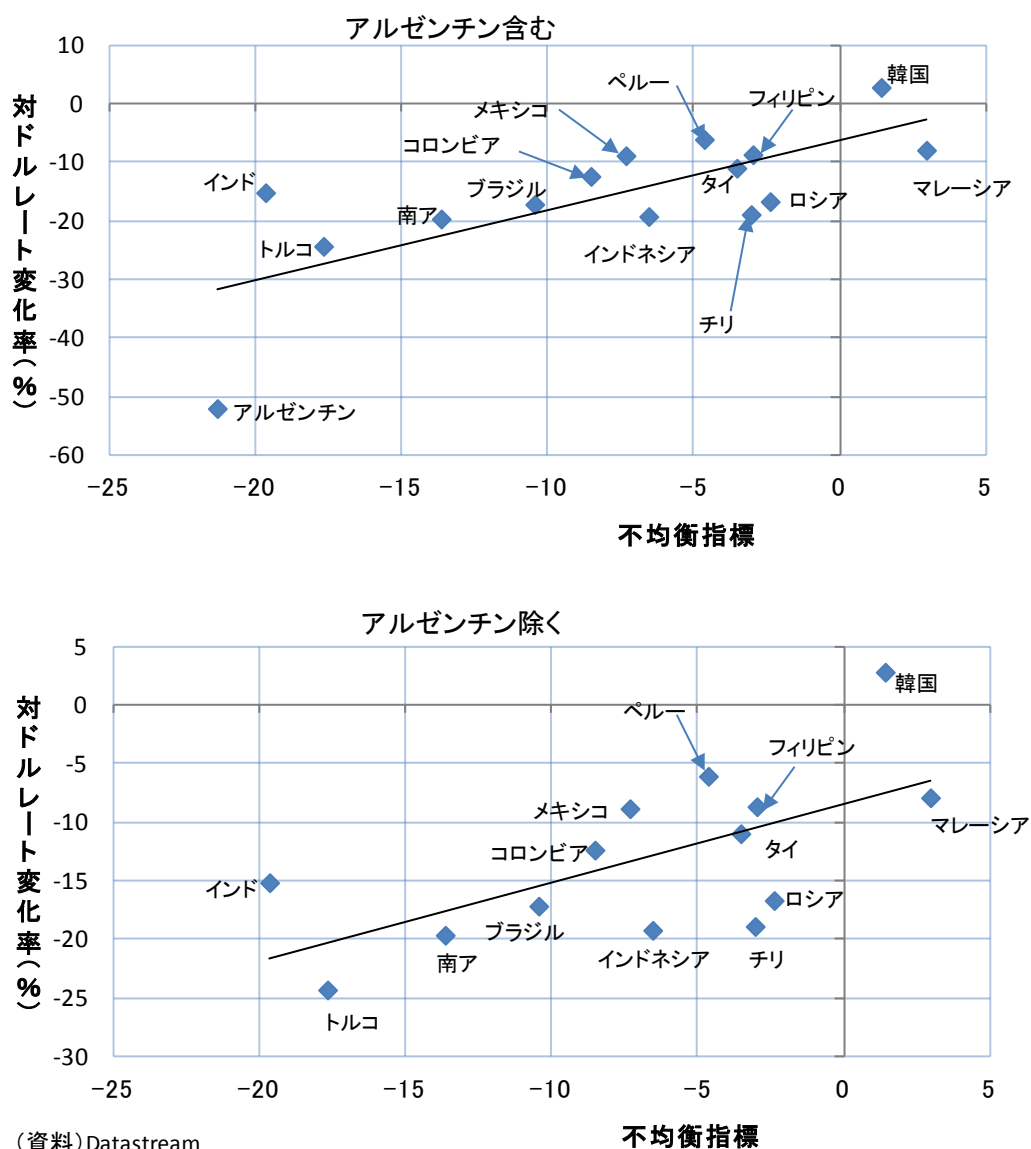
アルゼンチンのインフレ率は、民間の推計を参考にした。

¹ インフレ率に-1をかけた。

図2は縦軸に2013年5月以降の対ドルレートの変化率を、横軸に不均衡指標をとった散布図である。三指標はいずれも、グローバル危機後の回復期である2010年から2012年の平均を使った。足元の為替レートは、危機後の回復期にどのような経済政策をとっていたかを反映していると考えるのである。不均衡指標と為替レートの相関係数は0.72と高い。

ただし、主要新興国の中で、アルゼンチンのインフレ率と為替の下落率が突出して高く、全体への影響が大きい。だがアルゼンチンは特異な政策を採用しているため、例外とするべきかもしれない。アルゼンチンを除いて計測してみると、不均衡指標と為替レートの相関係数は0.63となった。依然として高い相関である。以下の分析では、アルゼンチンを除いて行うことにする。

図2 不均衡指標と為替レートの相関



それぞれの項目と為替レートの相関係数は、経常収支 0.54、逆インフレ率 0.54、財政収支 0.31 であった。なお、経常収支と逆インフレ率だけを合算した指数と為替レートの相関指数も 0.62 と高かった。今回の局面では、この 2 つだけで十分な説明力があつた。

図 2 から読み取れることは、「経常赤字が大きく、高インフレで競争力は更に悪化の見込みがあり（即ち経常赤字は今も拡大方向）、そのため景気引き締めが予想され成長率の早期回復は望み薄。加えて財政出動余地が乏しく、財政自体もインフレ要因になっている。」という国の通貨を、市場は選別して売っていることになる。

チリ、インドネシアは売られ過ぎか。韓国は過大評価の可能性

個別にみていくと、傾向線から大きくかい離しているのはチリと韓国である。チリの不均衡指標は良好であり、売られ過ぎではないかと考えられる。韓国は上方にかい離している。ウォンが過大評価となっているかは意見が割れるところだろうが、現在のウォンレートが重荷になり、今後韓国経済が悪化しウォン安となる可能性はあるかもしれない。ペルー、インドも、傾向線から上ブレしており、過大評価になっている可能性がある。

ロシアも下方に大きく離れている。これは、現在のウクライナ情勢を反映しているのであろう。インドネシアも、やや売られ過ぎであろう。ただし、インドネシアは 4 月に国会議員選挙、7 月に大統領選挙が控えており、政治の季節が近い。その分が割引要因になっている可能性がある。マレーシアは、経常収支は 9.5% と突出した黒字でインフレ率も 2.2% と安定しているが、財政赤字が比較的大きい（-4.4%）。そのため、傾向線にほぼ沿っている。

トルコはインドの次に不均衡指標が悪化しており、為替レートは最大の減価率（-24.3%）になっている（アルゼンチンを除いて）。調整は進んでおり、足元ではやや行き過ぎ気味である。だが、政治リスクが解消するまでは割安で放置される可能性があるだろう。

その他、要注意の国々

以上、変動相場制の国の通貨を検討してみた。以下では、固定相場制や管理フロートの国の通貨を検討してみよう。これらの国では為替レートの変動率は小さいが、不均衡が蓄えられている国がある。こうした国は、為替レートの急激な切り下げが起こる可能性があり、要注意である。

ベネズエラはインフレ率が突出して高い。この国はアルゼンチン同様、極めて経済への政府介入が強く不均衡が蓄積されている。相場、為替の大幅な切り下げが必要になるだろう。

表 2 その他新興国の不均衡指標と為替レート変化率

	経常収支	財政収支	逆インフレ率	不均衡指標
ベネズエラ	4.3	-8.2	-25.7	-29.6
エジプト	-2.3	-9.5	-9.2	-21.1
パキスタン	-0.9	-6.5	-11.5	-18.9
ベトナム	0.8	-3.7	-12.2	-15.2
モロッコ ¹	-7.5	-6.3	-1.1	-14.8
ポーランド ¹	-4.6	-5.6	-3.6	-13.8
ルーマニア ¹	-4.0	-4.4	0.0	-8.4
ブルガリア ¹	-1.0	-2.2	-3.2	-6.3
ハンガリー ¹	1.2	-0.7	-4.8	-4.3
中国	2.7	-0.4	-1.1	1.2

(注)経常収支、財政収支、逆インフレ率は、2010～2012年の平均。不均衡指標は、3者を合計したもの。為替変化率は2013年5月からの対ドルレートの変化率。

1 これら諸国は立地を考慮し対ユーロレートの変化率を記入している。

(資料)Datastream

エジプト、パキスタン、ベトナム、モロッコ、ポーランドは不均衡指標が大きい。エジプト、パキスタン、ベトナムはインフレ率も高く、不均衡の弊害が国民生活にも及んでいて、政治的にも不安定化しやすいことに注意しておく必要がある。

ルーマニアの為替レートは既に 4.5%下落しており、ある程度の調整が始まっている。ハンガリーは順当な調整が起こっているようである。中国は健全である。ただし、中国に限らず財政収支は基本的に中央政府のみを対象とし、地方政府が含まれていないことをお断りしておく。

この指標は単純なので、多くの新興国の不均衡の大きさを見ることができる。それと為替レートの変化率を比較することによって、どの通貨が売られ過ぎか、あるいは買われ過ぎかの目安とすることができる。

しかし、これはあくまで目安である。次のステップとしては、個別の国の経済情勢を分析し、買われ過ぎ・売られ過ぎの理由を検証する必要があることを付言しておきたい。

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。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

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