

みずほマーケット・トピック(2014 年 1 月 27 日)

新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて

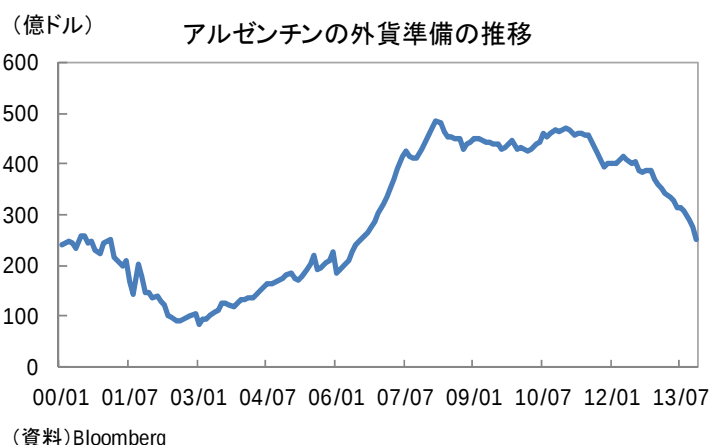
週末、国際金融市場が大荒れとなる一因になったアルゼンチンショックは、現状のところ、それほど尾を引かないと考えている。そもそも国際金融市場から締め出されていた以上、アルゼンチンショックが国外へ波及する直接的な経路は多くないはずで、この点が、国外に多くの債権者を抱えていたリーマンブラザーズやギリシャとの大きな違いに見える。政府・中銀が通貨の下落を容認した直後に割高であった公定レートが大幅調整し、その他の通貨も動揺するという展開は瞬間的には致し方ないことであり、今後の世界経済の回復シナリオに変更を迫るものとまで言えるのかは疑問。今回の混乱は「安いドル」を買いたいプレイヤーにとって絶好の押し目買い好機と捉えたい。

～大荒れ新興市場に伴い一時 102 円割れ～

先週末の為替市場は新興国通貨が大暴落となる中で、円やスイスフランに資金が回帰するという久方ぶりの展開が見られている。以下で議論するように中国の1月HSBC製造業PMI(速報値)に始まり、アルゼンチンペソ急落を受けた23～24日の為替・株式市場は大荒れとなっており、円は一時対ドルで101.77円、対ユーロで139.25円をつけている。しかしながら、昨年11月以降に続いてきた一方的なリスクオン相場を踏まえれば、依然として調整の範囲内と言って良いはずで、ましてFOMCのtapering判断を遅らせる理由足り得ないというのが現状の印象である。

～リーマンやギリシャとは違う～

今回の新興国通貨の暴落及びそれに連れる格好で発生した円高・株安の背景に関し、要因は1つではないため、順を追って事実の整理をしておきたい。事の発端は23日(木)発表の1月HSBC製造業PMI(速報値)が、拡大・縮小の分かれ目となる50を割り込み、前月の50.5から49.6まで下落したことを指摘する向きが多い。だが、最終的にパニックのトリガーを引いたのは明らかにその後のアルゼンチンペソ



急落である。23日(木)にアルゼンチン政府高官の発言として「アルゼンチン中央銀行は昨日(22日)、ドルを売りも買いもしなかった。これは為替相場への姿勢を示している(25日、日本経済新聞)」や「実施してきた為替管理政策が奏功し、アルゼンチン経済が目指すところに適した水準に収束したと考える(23日、ブルームバーグ)」などの内容が伝えられると、市場はこれを一斉に当局による通貨安容認と受け止めた。過去数年、慢性的に行われていたドル売り・ペソ買い介入の結果、同国の

外貨準備高は急減しており(前頁図)、ここにきて白旗を挙げた格好である。また、直前に明らかになっていた中国PMIの悪化により大豆の主要輸出国であるアルゼンチンの外貨獲得が更に苦しくなるという思惑が強まり、ペソ売りが加速してしまったことは、同国にとって不運であった。

しかしながら、混乱前の20日(月)にはアルゼンチン政府がパルクラブ(主要債権国会議)に対する債務約95億ドルの返済に関し再交渉を求める方針を発表しており、今思えばこれが前兆だったことになる。具体的には、約40億ドルに上る利息等の免除を求めた内容で、外貨準備が減少する中で一刻も早く国際金融市場にアクセスしなければならないという同国の状況が読み取れる。だが、この時点で市場が過敏に反応しなかったことが物語っているが、今後この問題がリーマンショックやギリシャショックに連なる大混乱に発展するとまで考えている向きは多数派ではないのだろう。そもそも国際金融市場から締め出されていた以上、アルゼンチンショックが国外へ波及する直接的な経路は多くないはずで、この点が、国外に多くの債権者を抱えていたリーマンブラザーズやギリシャとの大きな違いではないか。政府・中銀が通貨の下落を容認した直後に割高であった公定レートが大幅調整し、その他の通貨も動揺するという展開は致し方ないにしても、今後の世界経済の回復シナリオに変更を迫るものとまで言って良いのかは、今のところ、疑義がある。

～23～24日に集中した新興国売り材料～

なお、23日(木)にはトルコ中銀がドル売り介入を実施し、24日(金)には豪準備銀行(RBA)のリードアウト理事の「豪ドルの下落は十分でなく、豪ドル/ドルの水準は0.8ドルが豪経済にとって適正」といった趣旨の発言も報じられていた。こう振り返ると、23～24日にかけては新興・資源国通貨が売られ易い材料が同時多発的に見られていた。この流れを受けてアルゼンチンの主要貿易相手国であるブラジルリアル、元々売り基調にあった南アフリカランドなども急落しており、この一方で円やスイスフランが逃避的に買われている。だが、後述するように、今次混乱はあくまで一過性のものであり、特にドル/円にとっては買い場を与える機会と考えたい。

～競争力改善のため、実質為替レートの調整は止む無し～

アルゼンチン政府は24日、ドル購入に係る税率を現行の35%から20%に引き下げ、普通預金口座でドルの購入を認める方針を発表している。要するに、「国際金融のトリレンマ」で言えば、資本規制の緩和によって「完全な資本移動」の程度を高める政策である。アルゼンチンが直面する最大の問題は実質為替レートの急騰であり、これは高インフレとそれと不釣り合いに高い公定レート(名目レート)が原因である。高い公定レートは当然、ドル売り為替介入で維持されており、外貨準備の目減りに繋がる(なお、高い公定レートを維持する理由は言うまでもなく輸入インフレの抑制)。しかし、国内のフェルナンデス政権の拡張的な財政政策を背景に、為替とは無関係にインフレ率の高進が続いていたのも事実で、国内のコストは海外に比べて徐々に高くなっているという現状もあった。要するに、国内物価及び名目レートの両面から実質為替レートが押し上げられ、アルゼンチンの輸出競争力ひいては外貨獲得能力を劣化させている状況があつて、これが同国の苦境の根幹として指摘できる。政府・中銀は公定レートの高値維持により輸入インフレを抑えつつ、何とかこの苦境を切り抜けようとしてきたが、結局は外貨準備が尽きて降参したという構図である。

結局、インフレに見合った名目レート
の調整を人為的に押さえつけたことの
歪みが一気に噴き出したのであり、そう
することでしかアルゼンチンの輸出競
争力は改善し得なかった。これが今回
の下落容認であり、資本規制緩和の背
景である。ただ、毎度の話ではあるが、
結局は「国際金融のトリレンマ」(表)の

国際金融のトリレンマ

	政策目的	採用国の例		
		日本、米国 など	ユーロ圏、 香港など	中国、ブラジ ルなど
①	自由な資本移動	○	○	×
②	安定した為替相場	×	○	○
③	独立した金融政策	○	×	○(※)

(資料)筆者作成 ※但し、中国は国务院の指導の下での政策運営となる。

中で出来ることは限られている。一連の措置によって「安定した為替相場」は放棄せざるを得ず、特
に人為的に高値が維持されていた名目レートは下値模索が続くだろう。これにより輸入インフレが
惹起され易いはずで、今年のインフレ率は30%に到達するとの声もある。問題は政府債務の2割を
占めるとされるインフレ連動債が高インフレに伴う元利払い増加に耐えられるのかどうかであり、今
後アルゼンチン問題が相場のさらなる下押し要因になるとすれば、ここが論点になりそうである。

～tapering 着手は続行～

先進国側からの関心事はこれが今週28～29日のFOMCに影響を与えるか否かだろう。結論から言
えば、FOMCはtaperingに着手すると思われるし、そうすべきなのだろう。米経済指標に目をやれば、
特殊要因で下振れた米12月雇用統計を除けば、米経済指標は軒並み良好であり、「100億ドルの
買い入れ縮小(tapering)」がメインシナリオと思われる。そもそも、11月以降はNYダウ平均を筆頭に
してリスクオンムードが一方向的に支配してきた経緯があって、23～24日の下落が急激であったにせ
よ、調整の範囲内と言って差し支えないようにも思う。確かに、現下の新興国市場の混乱は気掛か
りであるにせよ、それとtaperingをリンクさせる解説は後付けにも程がある。そうした混乱が生じるの
であればtaperingスタートが決定された昨年12月中旬以降から今年1月上旬にかけて見られていな
ければ道理が立たない。本日のところ、現状の新興国混乱とtaperingを結びつけて解説する向きが
主流とは言えないが、今後2～3日でそうした論調が俄かに強まってくれば、FOMCが動揺して、決
断を先送りしてしまうことはリスクシナリオとしては否定しない。だが、あくまでメインシナリオは
tapering続行と考えたい。

～絶好の押し目買い好機～

ちなみに、taperingが行われるという前提に立った場合、現状のようなリスクオフ局面の受け皿として
米国債は選び難いかもしれない(まして2015年には利上げかもしれないのだから)。では、逃避的
なマネーはどこに向かうだろうか。先週末の相場つきを見る限り、依然としてその行き先として円や
スイスフランのようだが、少なくともドル/円の下落などはあくまで反射的な動きと割り切りたい。今や
円が対ドルで上昇する理由を列挙する方が難しく、特に需給面での円売り傾斜は甚だしいものがある
(本日朝方公表された貿易収支によれば、2013年通年の貿易赤字は▲11兆4745億円と過去
最大)。今後、100円付近までの調整が無いとは言えないが、それはあくまで今回の様な「事件」に
乗じた条件反射でしかなく、これと言った道理はない。今や貿易赤字大国となった日本の現状を踏
まえれば、大台100円を割ったところでは、多くの輸入企業のドル買い需要が存在すると思われるのが

自然ではないか。いずれ昨年夏の後の相場のように、正常モードに向かっていく可能性は十分考えられるため、悲観的にドルを手放す、円を買い戻す動きには慎重な見方をおきたい。まして、新興国が本当に荒れてくるのだとしたら、それは黒田日銀にとって追加緩和事由に発展してくる芽もあるだろう。新興・資源国通貨の暴落を理由とするドル/円急落は、「安ドル」を買いたいプレイヤーにとって絶好の押し目買い好機と考えておきたい。

以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見直し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見直し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を論める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見直しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業績改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かし」のパターン)を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそうな新興国通貨は・・・東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はデイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半年国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感