

野村證券
フィデューシャリー・マネジメント部
木須 貴司

米国の利上げは通貨・金融危機を引き起こすか

米国の政策金利が近いうちに引き上げられる可能性が高いと考えられています。さて、米国の利上げ前後に、これまで何度か通貨・金融危機が発生しています。米国の利上げと通貨・金融危機の間に因果関係はあるのでしょうか。どうやら米国の利上げと新興国の通貨・金融危機との間には、少なからず因果関係がありそうです。

米国の政策金利は引き上げ間近

米国の金融政策が引き締めに向かっていきます。

政策金利を予測する方法としてテイラールールが知られています。テイラールールとは、インフレ率や成長率などの経済変数と政策目標から政策金利を導く式で、9月7日時点でテイラールールにより計算される米国の政策金利は2.75%です。一方、実際の政策金利(FOMC政策金利)はこの水準を大きく下回っています(図表1参照)。そのため、米国の政策金利はいつ引き上げられ

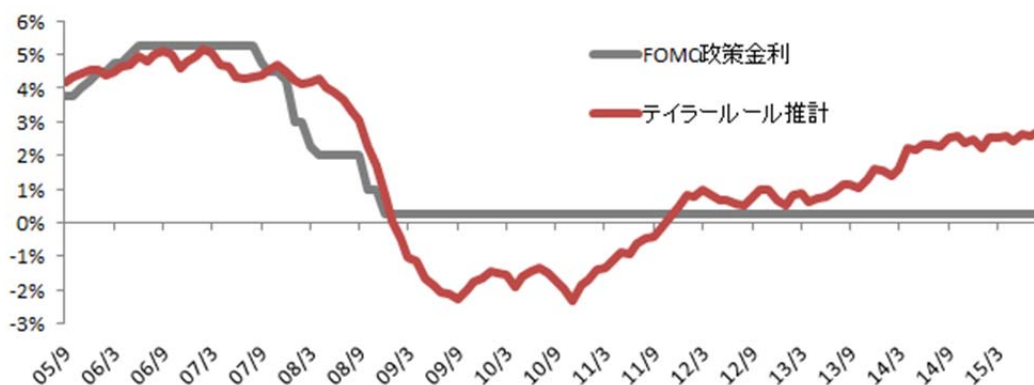
てもおかしくないと考えられます。

利上げ前後で発生する通貨・金融危機

過去の米国の利上げに関して気になる事実があります。それは、米国の利上げの前後に通貨・金融危機が発生しているということです(図表2参照)。

この現象は偶然の可能性もあります。利上げは数年毎に起こっていますし、通貨・金融危機も(残念ながら)数年毎に起こっており、いずれもそれほど稀な出来事ではないからです。

図表 1 FOMC 政策金利とテイラールールにより算出される水準



(出所) Bloomberg より野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

図表 2 過去の利上げと通貨・金融危機

米国の利上げ		通貨・金融危機	
1980年～1981年	9.5%⇒20%	1982年～1985年	中南米危機
1986年～1989年	5.88%⇒9.75%	1987年	ブラックマンデー
		1990年～	バブル崩壊(日本)
1994年～1995年	3%⇒6%	1994年～1995年	メキシコ通貨危機
1997年～1997年	5.25%⇒5.5%	1997年～1999年	アジア通貨危機
1999年～2000年	4.75%⇒6.5%		
		2001年～2002年	アルゼンチン危機
2004年～2006年	1%⇒5.25%	2007年～2009年	サブプライム・世界金融危機

(出所) 各種資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

実際、2007～2009年のサブプライム・世界金融危機は様々な要因があるため、必ずしも利上げが影響したとは言えません。

しかし、新興国の通貨・金融危機に関しては利上げが関係したケースが少なくありません。

たとえば、1982年にメキシコの債務返済期限の延長要請から始まった中南米債務危機は、FRB(当時の議長はポール・ボルカー氏)が政策金利を引き上げ、ドル金利が上昇したことが原因の一つと考えられます。中南米諸国はドル建てで借入を行っていたため、高い金利とドル高により、債務返済に困窮するようになりました。1994年のメキシコ危機についても、きっかけとなったのは米国の利上げでした。

また、1997年のアジア通貨危機に関しても米国の利上げが関係しています。利上げによりドル高となったため、ドルペッグ制であったタイバーツが割高となっていました。その点を突いた投機勢のタイバーツ売りがアジア通貨危機の発端でした。

新興国危機の特徴

新興国は成長のための資本を先進国、特に米国に依存しています。そのため、米国の利上げは単なる金利上昇にとどまらず、新興国に資本

流出による通貨下落と景気低迷を引き起こすのかもしれない。

国際決済銀行(BIS)のチーフエコノミストであるヒュン・ソン・シン氏は新興国経済における危機は以下のように相互に関連する特徴を持つと指摘しています。

1. 現地通貨のイールド・カーブの傾斜が急なものになる。
2. 通貨価値の下落、企業の財務的困窮、そして自国銀行システムからの法人預金の急激な流出が発生する。
3. 企業の投資支出が減少し、それに伴って経済成長が鈍化する。
4. アセット・マネジャーが経済成長の鈍化を理由に新興市場国の社債のポジションを削減する。
5. 上記の第1の動きが一段と強まり、変化のループが生じる。

(『リスクと流動性 金融安定性と新しい経済学』(ヒュン・ソン・シン著 大橋・服部訳) P236~237より引用)

米国の利上げは、この悪循環の最初のきっかけとなるため、新興国に危機を引き起こすのではないかと考えられます。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

今回の利上げではどうなるのか

今回の利上げ局面でも、新興国の通貨・金融危機の可能性を否定はできません。

国際決済銀行の2015年1月のワーキングペーパー¹によると2009年以降、新興国の非金融事業者のドル資金の借入は顕著に伸びており、たとえば中国ではドル資金の借入は5倍程度に拡大しています。そのため、米国の利上げが新興国の企業や個人の借入金利の上昇につながり、危機と言われる事態に発展する可能性はゼロではありません。

一方、安心できる材料もあります。それは新興国の危機に対する準備が強化されている点です。図表3は10年前と比較した主要新興国の外貨準備高です。いずれの国も外貨準備高が2倍以上に増えていることがわかります。また、チェンマイ・イニシアティブなどの国際協調体制が強化されたこともポジティブな点と考えられます。

いずれにせよ、米国の利上げがグローバルな経済環境に与える影響を注視する必要があると思われる。

図表3 新興国の外貨準備高

(単位:10億ドル)

	2005年 8月時点	直近	伸び率
中国	753	3,557	+372%
タイ*	48	150	+211%
インドネシア	31	105	+238%
フィリピン	18	80	+347%
インド	138	328	+138%
ブラジル	55	371	+573%
メキシコ	59	186	+213%
ロシア	148	313	+111%

(注) 直近データは、タイ以外は2015年8月時点、タイは2015年7月のデータ

(出所) Bloomberg より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991

FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

— 次号のお知らせ —

次号は

10月5日(月)

発行予定です。

¹ McCauley, R.N., McGuire, P. & Sushko, V. (2015)., "Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage", BIS Working Papers No 483

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会