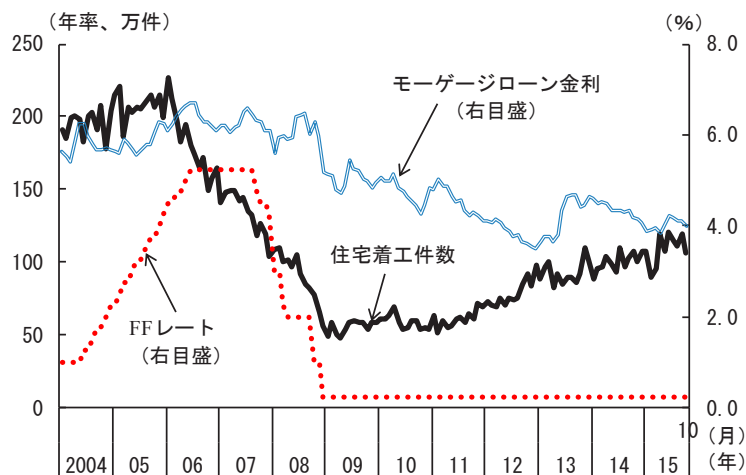


第2-2-26図 FFレートと住宅ローン金利と住宅着工件数：  
前回の局面ではFFレートが上昇に転じて2年を経て住宅着工件数が減少



(備考) アメリカ商務省、FRBより作成。

また、16年11月には大統領選挙が予定されている。候補者選びは既に本格化しており、中間層の底上げ、所得格差への対応、対外経済関係等が経済面での主要論点になりつつある。経済政策の動向にも注視が必要である。

### 第3節 アメリカの利上げの世界経済への影響

アメリカの利上げが開始されれば2006年6月以来、約10年ぶりとなる。利上げが新興国の金融市場に与える影響について懸念が高まる中、国際機関の要人は繰り返し、新興国は利上げに備えるべきと発言している。

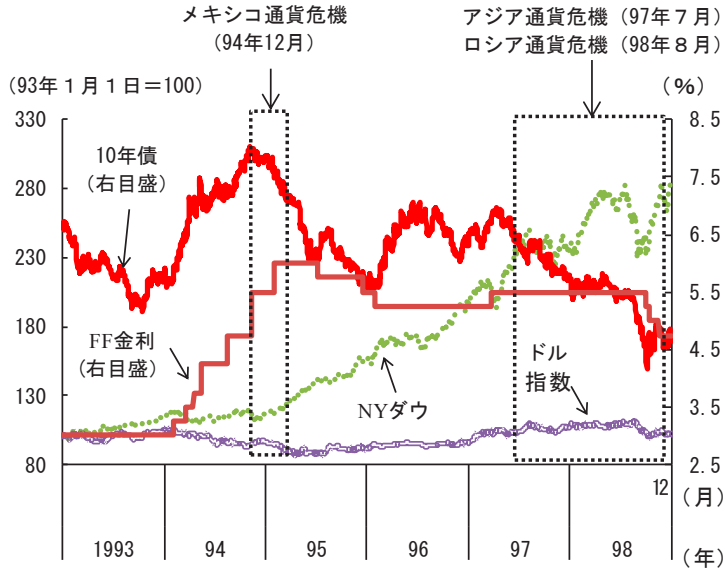
#### 1. 新興国の過去の通貨危機・混乱

アメリカの過去の利上げ局面及び量的緩和の縮小に向けた動きの中、その前後に起こった世界経済のリスクイベントをまとめると、金融政策の変更ないし変更を示唆した後何らかのリスクイベントが発生した局面があったことが分かる（第2-3-1図）。

第2-3-1図 FFレートと過去のリスクイベント（世界）

(1) 94~95年にかけて7回で3%引上げ(3→6%) :

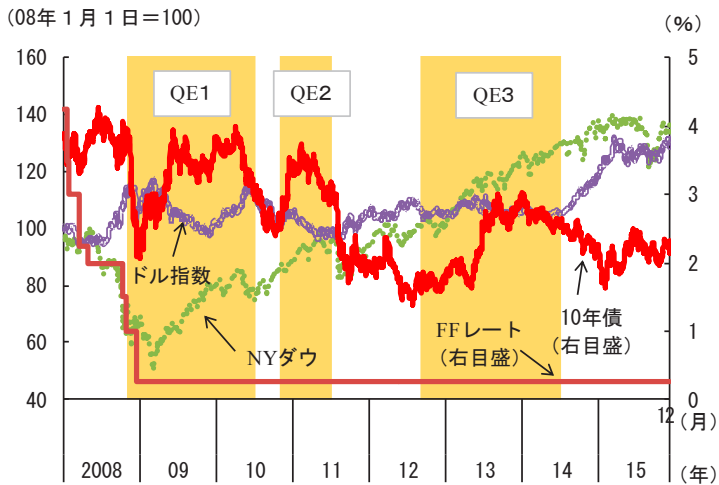
94年末にメキシコ通貨危機が発生



(備考) ブルームバーグより作成。

(2) QEの縮小を示唆:

13年5月バーナンキショック発生



(備考) ブルームバーグより作成。

以下では、メキシコ通貨危機（94年）、アジア通貨危機（97年）及びバーナンキショック（13年）を例示として取り上げ、90年代以降の新興国の通貨危機や金融市場の混乱がどのような要因で起こったのかを分析する。

### （1）メキシコ通貨危機

メキシコでは94年末から95年にかけて、大規模な通貨危機（テキーラ危機）が発生した。この背景としては、(1) 割高な為替レート、(2) 政策対応の失敗、(3) 政情不安の高まり、(4) 短期資本への依存が指摘できる。加えて、94年2月にFRBが初回利上げに踏み切ったことを契機として、同国への資金流入が減少傾向となったことも危機の一因と考えられる<sup>9</sup>（第2-3-2表）。

メキシコでは、92年末に北米自由貿易協定（NAFTA）が成立したことに伴い、経済に対する先行きに楽観的な見方が広まっていた。加えて、構造改革の一環として、外国投資の規制緩和や資本取引の自由化、国内金融部門の自由化などが実施されたこともあり、資本が流入するとともに、外貨準備も増加した（第2-3-3図）。資本流入の拡大に対応して、メキシコ中銀はインフレ抑制のために、91年11月よりクローリング・バンド制度<sup>10</sup>を導入したものの、内外インフレ率の差を下回る為替変動の切下げ率が設定された。その結果、ペソは実質増価となり、経常収支が悪化するともにペソの切下げ予想が高まった。

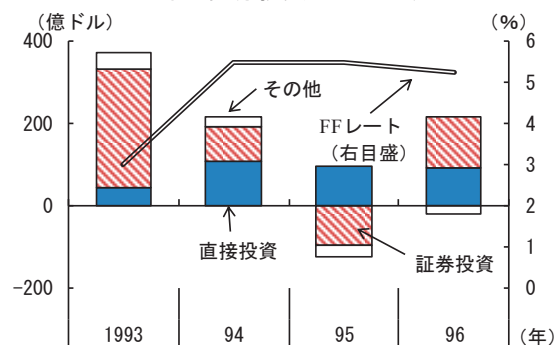
第2-3-2表 メキシコ関連指標

	1993年	94年	95年
通貨制度	クローリング・バンド制 変動相場制		
政治動向	左派ゲリラ集団の武装蜂起 制度的革命党・大統領候補暗殺		
対外収支・債務・外貨流動性			
経常収支/GDP (%)	▲ 4.6	▲ 5.6	▲ 0.5
輸出/GDP (%)	8.1	13.4	19.0
財政収支/GDP (%)	0.1	▲ 0.6	▲ 4.1
短期債務/対外債務 (%)	27.8	28.4	22.5
外貨準備 (100万ドル)	24,886	6,101	15,250
対短期対外債務 (%)	61.3	81.1	77.2
対月間輸入 (か月分)	3.0	0.6	1.8
対GDP (%)	4.9	1.2	4.4
成長率・物価上昇率			
実質経済成長率 (%)	2.3	4.7	▲ 5.8
消費者物価上昇率 (%)	9.8	7.0	35.1

（備考）IMF及び世界銀行より作成。

第2-3-3図 資本収支：

95年は証券投資がネット流出



（備考）1. IMF及びブルームバーグより作成。  
2. 資本流入（資本収支の負債側）の増減。その他には、預かり金、借入等が含まれる。

財政政策については、93年には景気減速の影響で財政黒字が縮小し始め、94年の大統領

<sup>9</sup> 経済企画庁（1995）

<sup>10</sup> クローリング・バンド制度とは、為替相場を安定させるために、目標値の上下一定の許容変動幅内に為替介入を行うもの（西川、2013）。

領選挙に向けて、景気浮揚のための特別減税措置や公共投資の前倒し実施など拡張的財政政策が採られた。これにより、インフレ懸念が高まり、ペソの切下げ予想が一層高まった。

94年には、左派ゲリラ集団の武装蜂起（1月、12月）や当時の与党・制度的革命党の次期大統領候補及び与党幹事長の暗殺（3月、9月）等が起り、政情不安が高まっていた。

適切な為替切下げの先送りにより為替レートが割高になり、経常収支赤字が拡大していたが、赤字は90年代初頭から94年初めまでは、アメリカなどからの証券投資を中心とした短期的な資本流入によってファイナンスされていた。政府は、94年3月の与党大統領候補暗殺の後に資本が流出した際にも為替レートの切下げを行わず、ドル建て短期国債（テソボノス）の発行の増加で対応してきた。結果、94年末にはテソボノスの非居住者保有残高が約170億ドルに達し、当時の外貨準備高61億ドルを大きく上回っていた。

メキシコに対する資金流入は、94年2月のアメリカの金利引上げを契機として減少した。94年末以降、短期資金を中心に、メキシコからの資金の逆流が大幅となり、ペソの減価圧力が高まった。94年11月に米国の公定歩合が0.75%引き上げられたことを契機に、メキシコから安全で利回りの高い米国債券へと資金が環流し始めた。これに対し、政府は、12月20日に15%の為替レートの切下げを発表したが、ペソの切下げ圧力は止まらず、12月22日には変動為替相場制に移行した。また、外貨準備は93年12月末の263億ドルから95年1月末には35億ドルにまで急減した。

なお、アメリカの利上げにより資金流出を招くおそれがあった新興国に対し、FRBが利上げを市場に織り込ませるだけの十分なガイダンスを示さなかったことも市場心理を不安にさせたと考えられる。

## （2）アジア通貨・金融危機

97年には、タイを始めとするアジア各国において、アメリカのヘッジファンド等による投機売りが仕掛けられ、外貨準備額が急減し、変動相場制への移行を余儀なくされる事態に陥った（アジア通貨・金融危機）。危機の背景としては、(1)実質的な対ドル固定為替相場制の維持、(2)大幅な経常収支赤字と短期資本流入の急増、(3)金融システムの脆弱性が指摘されている<sup>11</sup>。

第一の危機発生要因としては、東アジア諸国の多くが、80年代半ば以降実質的なドルペッグ制を採用していたことが挙げられる。ドル高の進行等の要因もあって実質実効為替レートでみて各国通貨の増価が進み、96年以降の半導体市況の低迷などとあいまって、

---

<sup>11</sup> 経済企画庁（1998）

輸出が減速し、経常収支赤字が増大する傾向にあった。

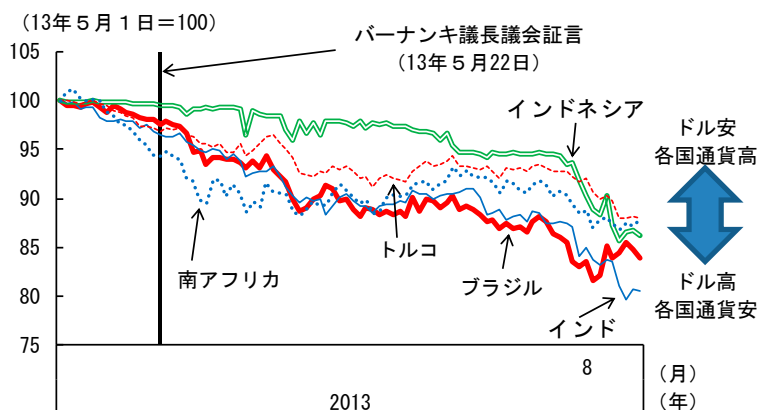
第二の要因としては、危機に見舞われた国々では、高金利政策によるアメリカとの金利差拡大によって、経常収支赤字を短期の資本流入でファイナンスするという傾向が強まっていたことが挙げられる。実質的な固定為替相場制は、海外投資家にとっては為替変動のリスクが少なく、高収益を期待できる面もあった。しかし、投資家が経済の先行きについて懸念を持つようになると、短期資本が急速に海外に逃避した。

第三の要因としては、海外から流入した短期資本が製造業の過大な設備投資や、株式や不動産に対するバブル的な投機に向けられていた一方、金融機関も不十分なリスク評価に基づく融資の拡大を行っていたことが挙げられる。また、金融機関に対する規制・監視体制が十分でなかった。このため、非効率的な投資が助長され、経常収支赤字の更なる拡大と短期資本流入を招いたことも危機発生の要因に挙げられている。

### (3) バーナンキショック

13年5月にバーナンキFRB議長(当時)が今後数回のFOMCにおいて資産購入の縮小を可能とする発言をしたことに伴って、金融市場が大きく変動した。市場との対話が十分になされていない中で唐突な発言だったことから市場の混乱が増幅されたとみられている。中でも、FRB等先進国の金融政策の影響を受けやすい新興国の5通貨(ブラジルレアル、インドルピー、インドネシアルピア、南アフリカランド、トルコリラ)は「フレンジャイル・ファイブ(F5)」と呼ばれ、13年5月から8月にかけて最大で約20%程度下落した(第2-3-4図)。これらの国には、高いインフレ率や経常収支赤字、財政赤字等、経済のファンダメンタルズがぜい弱であるという共通点がみられた。

第2-3-4図 バーナンキショック時の新興国通貨：減価



(備考) ブルームバーグより作成。