

インタビュー

新興国通貨・債券、「選別眼」カギ

初夏に大幅に荒れた新興国市場。足元では小康状態だが、再び混乱する可能性もある。先行きをどう占えばよいか。この秋に来日した通貨・債券の専門家に聞いた。

米緩和縮小待たず下押し圧力

——米国の量的緩和の縮小が新興国通貨にもたらす影響をどう見えていますか。

「米連邦準備理事会（FRB）は2014年3月に量的緩和を縮小するだろう。市場は当局の判断を先取りして米国債を売ることになる。ドル高を通じて新興国通貨には圧力がかかるだろう。似たような状況が、緩和縮小が9月になると市場が予想し始めた5月ごろから起きていた。来年3月に量的緩和が縮小されるという見方であれば、今年の12月から年明け頃から影響が広がるなかで、耐久力があるのはどの通貨ですか。

「投資家は選別眼を強めて投資先を探すことになる。例えば韓国や台湾は経常収支が黒字ということもあり、通貨は下がりにくい。半面、ブラジルやトルコ、南アフリカは経常赤字だから上がりにくい」

「インドは通貨ルピーがこの夏に大きく

マーク・チャンドラー
ブラウン・ブラザーズ・ハリマン シニアバイスプレジデント



下げた。だが、新しい中央銀行の総裁が状況を安定させるとみている。金融政策の引き締めを通して、通貨安と戦う姿勢を示しているためだ。通貨が急落するリスクは後退した。インドネシアも同様に、通貨の安定に取り組んでいる」

「BHHでは米経済が堅調に推移すると見ており、隣国メキシコの経済も支えることになろう。メキシコの中銀は最近政策金利を引き下げたが、利下げには打ち止め感がでていいる。一方、チリやペルーなど他の中南米諸国は経済の規模が小さい。大きな資本の流出入には耐えきれない面がある」

「原油価格も重要だ。ドル高のシナリオを描いているので原油安になるとみている。投資家の関心が強いロシアは厳しい」

——顧客に慎重な取引をしよう求めていると聞きました。その理由とは？

「主な顧客は年金や生命保険などの機関投資家だ。高い利回りを求める声が多いが、注意したいのは流動性とアクセスのしやすさだ。例えばベトナムは高利回りだが、お金の出し入れは難しい」

「低いボラティリティー（相場の変動）は、為替変動による思わぬ損失を避けるためのヘッジにかかるとお金を安くする。気を付けたいのは、ボラティリティー自体も大きく動くことだ。私はこれをバネにたとえている。バネは上から指で押さえると小さくなるが、指を離すと大きく跳ね上がる。ボラティリティーも同じで、今年は低くも来年突然大きくなる可能性がある」

——円相場はどうなりそうですか。

「日本では投資優遇税制が年末に終わり、消費税が来年4月に引き上げられる。日本の景気には下押し圧力がかかり、円は下がりになるだろう。今後1年間は1円＝94～103円で推移するとみている」

インドネシア債優位、南ア債は脆弱

パオロ・バトリ

モルガン・スタンレー マネージングディレクター



インドネシアが相対的に優位だ。経済成長率が高く、金融政策も自由度が高い。金利を引き上げること、一方的な通貨安を制御し、インフレを抑制することができる。これに対して南アフリカは脆弱だ。経常収支が赤字で中央銀行の政策対応も遅れがちだ。ブラジルは成長の鈍化や経常赤字、低い競争力などを背景に慎重に見ている。銀行や企業など民間部門の対外債務も多い」

——投資家は、ハイリスク・ハイリターン投資先探しに余念がないようですが、「金利が2ヶタの国に大きな関心を示し

ている。しかし、そういった国の債券を買うことを私は勧めない。例えばウクライナは直接投資を引き付けていないし、外貨準備も少ない。ペネズエラではドル不足が続き、社会不安もある。利回りはさらに上昇していく（価格は下がっていく）だろう」

——長期的に見て、新興国は投資先としての魅力を持ち続けることができますか。「超長期では強気だ。世界中の機関・個人投資家が投資額全体に占める新興国向けの割合を2%増やせば、2兆円の資金が新興国に流入する。現在は8～9%くらいだが、長い目で見れば20%になると見ている。巨額の資金が流入すれば流動性が高まり、市場の安定にもつながっていくだろう」

アジア市場、社債発行増え厚み増す

イワン・アジス

アジア開発銀行 地域経済統括室長



との見方が大勢です。市場が再び混乱することになるのでしょうか。

「米国が量的緩和の縮小を示唆しただけで、市場に大きな反応を引き起こした。こうした事態に備え、各国は何とかなければならないと対応を急いでいる。このため実際に米国が緩和を縮小しても、今年5～6月のような大きな揺り戻しは起きないだろう。あのようなときの混乱はいわば目覚まし時

——アジアの新興国の債券が最近、大きく売られました。その背景をどのように分析していますか。

「アジアの債券市場はこの数年間で急成長してきた。企業も銀行も、各国の国債を大量に保有するようになっている。10年前には考えられないことだったが、金利が上昇すれば破綻する投資家がでる可能性もゼロではなくなっている。成長の裏側にこれまで気づけなかったリスクが潜んでいることが、今年の動きで明らかになった」

——いずれ米国は量的緩和の縮小に動く

計のようなものだったと言える。あれがなかったら、アジアの債券市場は今も（ショックが起きそうなのに）眠ったままだったかもしれない」

——アジアの債券市場の特徴と課題をどのように見えていますか。

「これまでの商品は国債がほとんどだったが、社債の発行が急速に増えている。そのうちバランズが取れてくるのではない。欧米の資本が旺盛に入ってきたことで、企業にとってみれば銀行融資よりも起債のほうが割安で資金調達できようになりつつある。国境を越えた投資がアジア域内で活発になるようにしなければならぬ」（聞き手は秋山文人）