



新興国中央銀行の信頼性を検証する

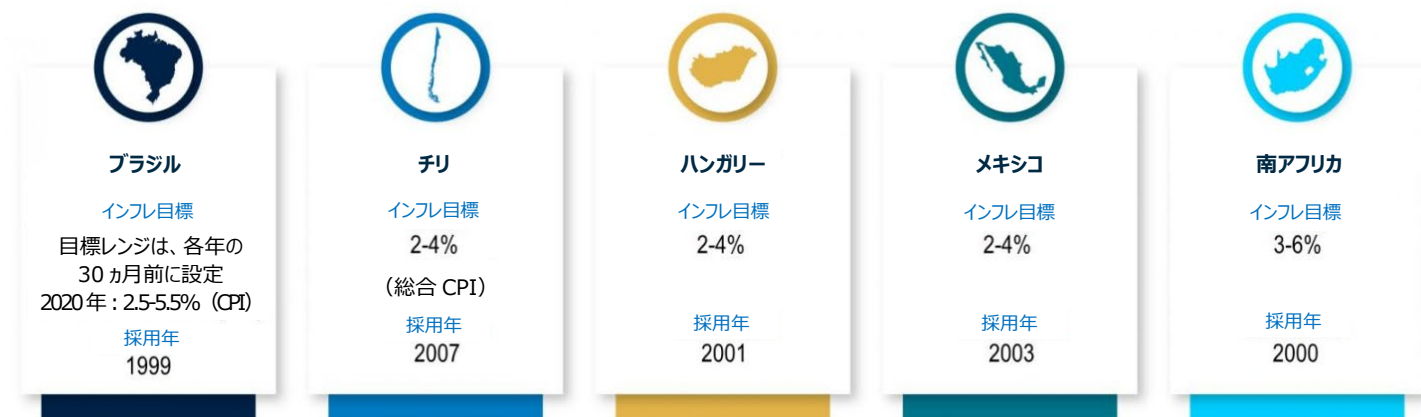
Giancarlo Perasso, Lead Economist Africa and Former Soviet Union
Tyler Linsky, Economist

2000 年台に入り、新興国の金融政策は大きく変化した。1997 年のアジア通貨危機と 1998 年のロシア危機を受けて、多くの新興国中央銀行は為替レートの誘導目標を放棄するとともに、インフレターゲットのフレームワークを採用した。この転換によってインフレ率を抑制し、中央銀行の信頼性を向上することに成功したと言えるだろう。

しかし、足元では多くの新興国でインフレが高進しており、中央銀行と投資家に新たな課題を提起している。我々は、足元の高インフレは主に外部からのショックによるものだと考えているが、コロナ禍で肥大した財政を再建する動きが鈍いなど、国内政策もその一因になっていると見ている。

最近のインフレ高進は、新興国の中央銀行が苦労して築き上げた信頼性を危うくする可能性がある。本レポートでは、インフレターゲット政策を採用している 5 つの主要な新興国中央銀行について検証する（表 1）。

表 1：主要な新興国中央銀行のインフレターゲット



出所：国際通貨基金（IMF）、2023 年 4 月現在。

期待インフレ率のアンカリング（期待インフレ率を物価目標から大きく逸脱しないようにアンカーさせること）は、インフレターゲット政策の重要な要素である。期待インフレ率をアンカリングできなくなると、インフレが物価目標から外れて大きく高進するリスクが高まる。その結果、中央銀行がより機動的に対応していた場合に比べて、より厳しい金融引き締めが必要になる可能性がある。よって、インフレ率が急上昇する際に期待インフレ率を物価目標にアンカリングすることは、インフレターゲット政策を採用している中央銀行にとって重要な予防的措置となる。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

本レポートで検証対象として取り上げた 5 つの中央銀行の政策を分析するにあたり、最初に単純な「信頼性指数」を計算することによって、各中央銀行が期待インフレ率のアンカリングにどれだけ成功しているかを評価する。この指数は、期待インフレ率と中央銀行のインフレターゲットとの差を正規化したものであり、1 = インフレターゲットと期待インフレが一致していることを示すものである。

表 2：インフレ率、期待インフレ率、中央銀行の信頼性に関する統計値

国	物価目標 (%)	平均インフレ率		平均期待インフレ率		信頼性指数	
		採用後 10 年	採用以来	採用後 10 年	採用以来	採用後 10 年	採用以来
ブラジル	2-5 (年毎に設定)	6.7	6.4	5.3	5.1	0.86	0.87
チリ	2-4	3.7	4.4	3.0	3.1	0.90	0.80
ハンガリー	2-4	5.7	3.7	6.4	4.3	0.43	0.76
メキシコ	2-4	4.3	4.5	3.6	3.5	0.89	0.92
南アフリカ	3-6	5.3	5.2	6.1	5.7	0.41	0.54

出所： PGIM フィクスト・インカム、ハーバー、2023 年 4 月現在。

表 2 は、実際のインフレ率がインフレターゲットを上回っている状況にあっても、期待インフレ率は概ねインフレターゲットに向けて収束していることを示している。ハンガリーとブラジルだけが、「信頼性構築期間（インフレターゲット政策を採用後 10 年間で設定）」を経た後も、平均期待インフレ率がインフレターゲットを（僅かではあるものの）上回っている。

次に、中央銀行の政策とその結果の規則性を理解するために、統計データに目を向ける。

図 1～図 5 は、他の条件がすべて同じであれば、中央銀行がより迅速かつ大規模な利上げを実施するほど、期待インフレ率もより早期に低下することを示している。

期待インフレ率を低下させるためには、ハンガリーの最近の例が示す通り一度の大幅な利上げでは十分でなく、チリやメキシコのように数度の大幅な利上げが必要になると見られる。現在のチリ、2008 年当時のチリと南アフリカ、2002 年当時のブラジルのように、期待インフレ率が目標レンジ内に収まるようになれば、慎重な利下げが可能となる。

図 1～5：期待インフレ率の変化と政策対応

図 1：ブラジルにおける政策金利対応

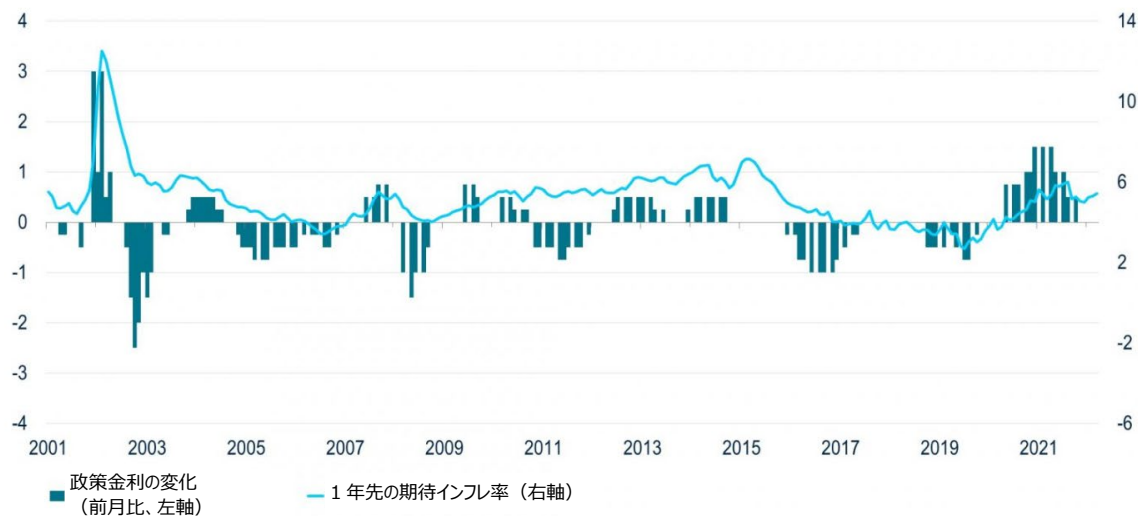


図 2：チリにおける政策金利対応



図 3：ハンガリーにおける政策金利対応



図 4 : メキシコにおける政策金利対応

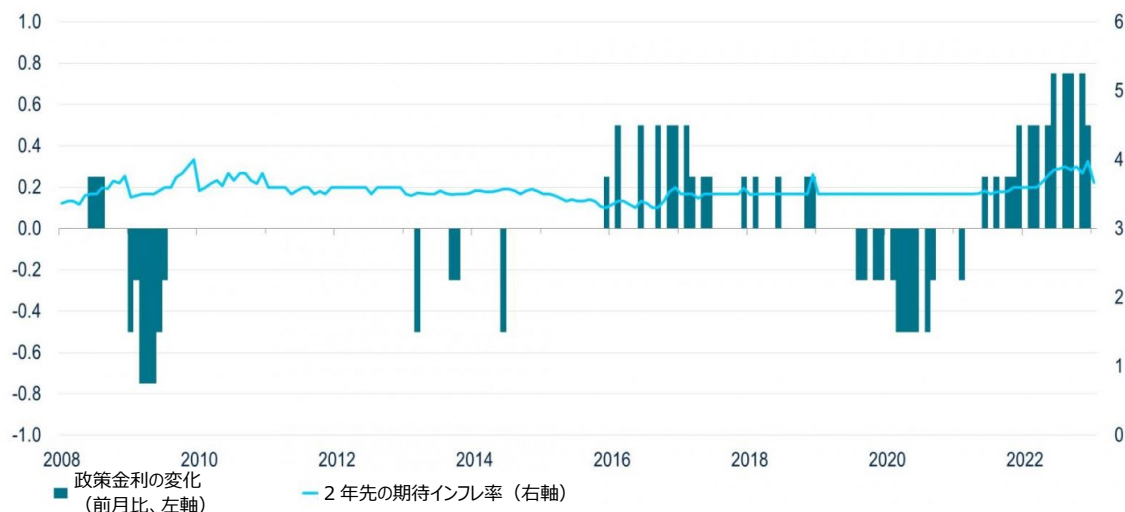
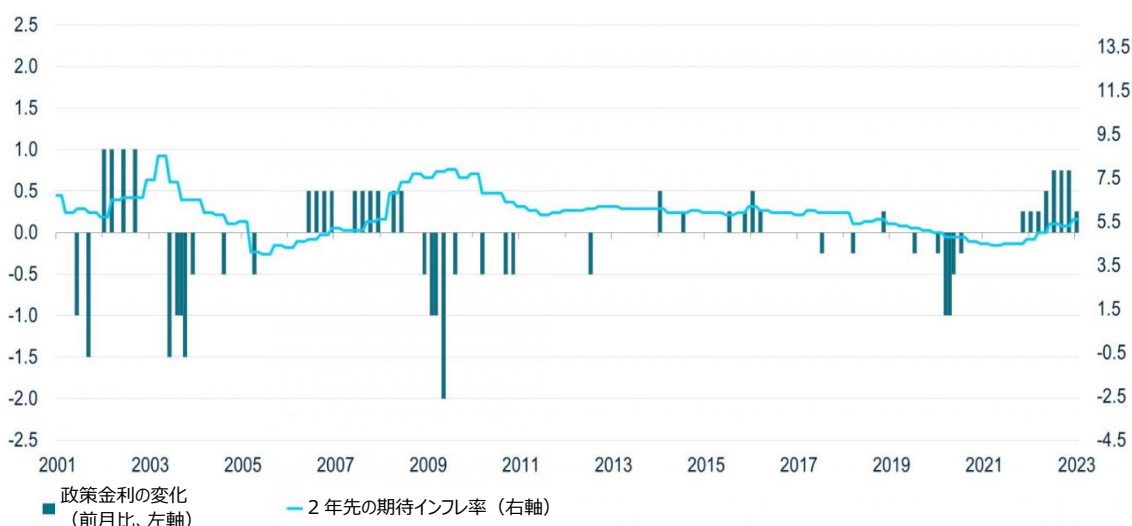


図 5 : 南アフリカにおける政策金利対応



出所：PGIM フィクスト・インカム、ハーバー、2023 年 4 月現在。

こうした検証結果は、投資において重要な意味を持つ。本レポートで検証対象として取り上げた国は、財政政策、需給ギャップ、資本フロー、中央銀行の独立性、推定実質金利など、様々な点で異なっている。しかし、他のすべての条件が同じであれば、より迅速かつ大幅な利上げを実施した中央銀行は、信頼性の面で恩恵を受けると見られることが分かった。結果的に、こうした中央銀行はより早期に政策金利を引き下げる可能性が高い。よって、現地通貨建エマージング債券の投資家は、インフレが加速した際に中央銀行がどの程度迅速に政策対応するかを注意深く観察する必要がある。

補足：中央銀行の信頼性指数について

各国中央銀行の信頼性指数については、1 年先の期待インフレ率（中央銀行が設定したインフレターゲットによっては 2 年先の期待インフレ率）と中央銀行のインフレターゲットとの差を算出する。なお、各国中央銀行はインフレターゲットのレンジを設定しているため、期待インフレ率と目標レンジの中央値との差を計算し、この差の時系列データが 0 から 1 の間に収まるように正規化する。ある時点 "t" における信頼性指数は以下の通りとなる¹。

$$\text{指数}(t) = 1 - dP(t) / \{\max[Ex(0 \dots T) - P^*] - \min[Ep(0 \dots T) - P^*]\}$$

P^* = インフレーターゲット

$Ep(t)$ = ある時点 “ t ” における期待インフレ率

$$dP(t) = Ep(t) - P^*$$

$$0 < t < T$$

1 = インフレーターゲットの達成を完全に信頼していることを示す

$$\text{サンプル} = 0 \dots T$$

この例として、図 A.1 は南アフリカの中央銀行の信頼性指数を示したものである。

図 A.1 : 南アフリカの中央銀行の信頼性指数



出所 : PGIM

¹ 期待インフレ率がインフレーターゲットを下回った場合の数値はゼロ（すなわち、目標達成）とする。

本資料に含まれるコメント、意見および予測は、現時点で PGIM フィクスト・インカムが信頼できると判断した公開情報から入手したものに基づく、あるいはこうした情報のから導き出されたものですが、その情報の正確性を保証するものではありません。本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、本資料作成時点の我々の見方について示したものです。その根拠となる前提条件、および我々の見解は変更される場合があります。過去の実績は、将来の結果を保証するものでも、信頼できる指標でもありません。

データの出所(特に断りのない限り) : PGIM フィクスト・インカム、2023 年 5 月 17 日現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 1

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。特定の投資ニーズに関する情報が必要なお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、および意見について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。**すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。**

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反：PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV 第2A 部をご覧ください。

英国では、PGIM インクの間接子会社である PGIM リミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM リミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIM リミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) **欧州経済領域 (EEA)** では、PGIM ネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM ネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定の EEA 諸国では、それが認められる場合には、英国の EU 離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIM リミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIM リミテッドまたは PGIM ネーデルラント B.V.によって、FCA の規則が定めるプロの投資家、および/または第 2 次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社 PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。**日本**では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録している PGIM ジャパン株式会社が情報を提供しています。**韓国**では、投資顧問サービスのライセンスを有する PGIM インクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。**香港**では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業である PGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されている PGIM インクに委託されることがあります。**オーストラリア**では、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州 2001 年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIM オーストラリアは PGIM リミテッドの代理人であり、PGIM リミテッドは金融サービスに関して豪州 2001 年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIM リミテッドは英国法に基づき FCA の監督下にある（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009 が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。**南アフリカ**では、PGIM インクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。

(ライセンス番号：49012) **カナダ**では、情報開示基準である NI 31-103 における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIM インクは次の事項について通知しています。(1) PGIM インクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103 に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIM インクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIM インクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州における PGIM インクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。**ケベック州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、**ブリティッシュコロンビア州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、**オンタリオ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、**ノバスコシア州**：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、**アルバータ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2023 PFI and its related entities.2023-4067

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した"Assessing Central Bank Credibility in Emerging Markets"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC の登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

本資料は、プロの投資家を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 392 号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ99956