

先進国と新興国の逆デカップリング

発表日：2013年7月11日（木）

～先進国株価は回復し、新興国株価は鈍い～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

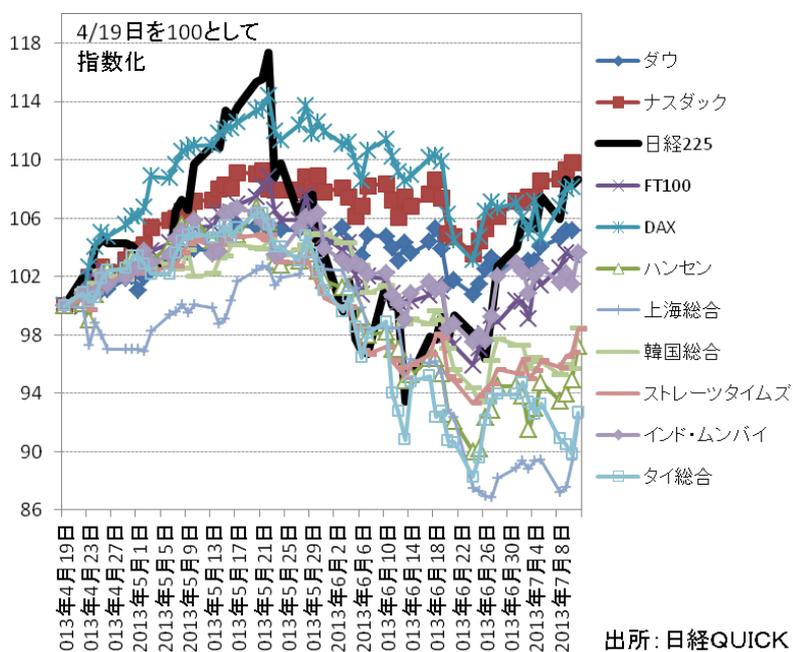
5月から各国株価が下落した後で、日本株の回復が目立っている。おそらく、そこには実体経済の好調な先進国と必ずしもそうではない新興国の景気実勢の格差が反映しているのだろう。今後、QE3の出口を模索する動きが本格化していけば、先進国よりも新興国経済への悪影響がより色濃く表れる可能性がある。このコントラストについては、以前言われていたデカップリングの反対の図式として、「逆デカップリング」と言われる。

株価回復の格差は、経済成長の違いを反映

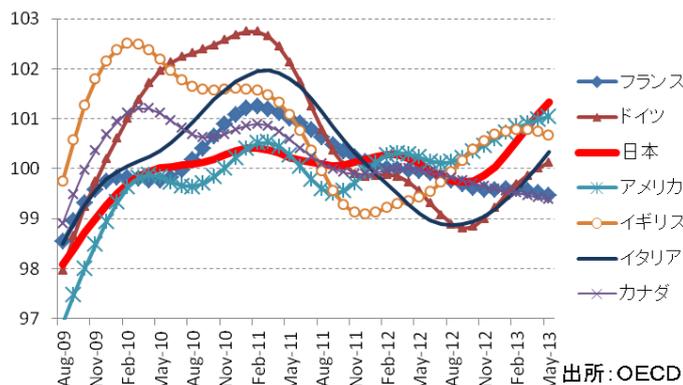
5月23日に株価下落に見舞われた後、日経平均株価は回復基調にある。一方、上海総合、ハンセン指数、シンガポールSTI、タイ総合などのアジア・オセアニア株価指数は軒並み低迷している（図表1）。実は、こうしたコントラストは、NYダウ、ナスダックなど米株は落ち込み前の水準を回復しそうな勢いである。欧州株はFT100、北欧株価が堅調である一方、中南米株はブラジルボベスバなどが低迷しているというコントラストがある。概して言えば、先進国株価には好調があり、新興国株価は低調さが目立つ。回復力にみられる格差は、各国経済の拡大ペースの差を反映しているとみられる。

各国の景気拡大ペースの差を確認するために、OECD景気先行指数を参照すると、やはり米国・欧州経済が回復する反面、BRICSをはじめとする新興国経済はここ1年近く足取りの重さがみられる（図表2、3）。割と堅調にみえるG7諸国の中では、日本が2012年9月に遅れてボトムを迎えた後は、他国以上に急速に回復する動きをみせている。ほかに、ドイツ、イタリア、そして米国の回復が鮮明だ。G7の中では、フランス、カナダが低迷を続けているのを除き、概ね拡大基調にある。

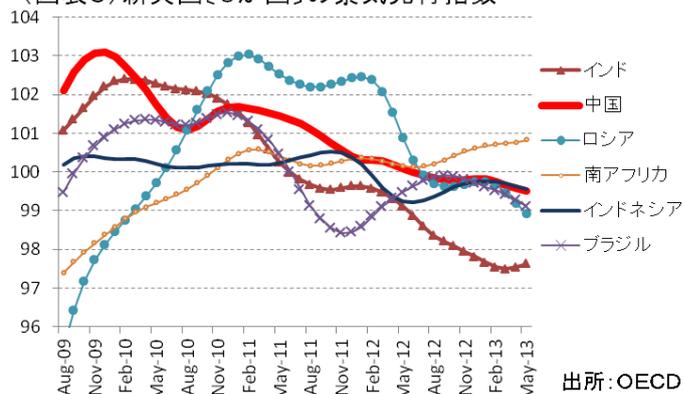
（図表1）各国株価の推移



（図表2）G7諸国の景気先行指数



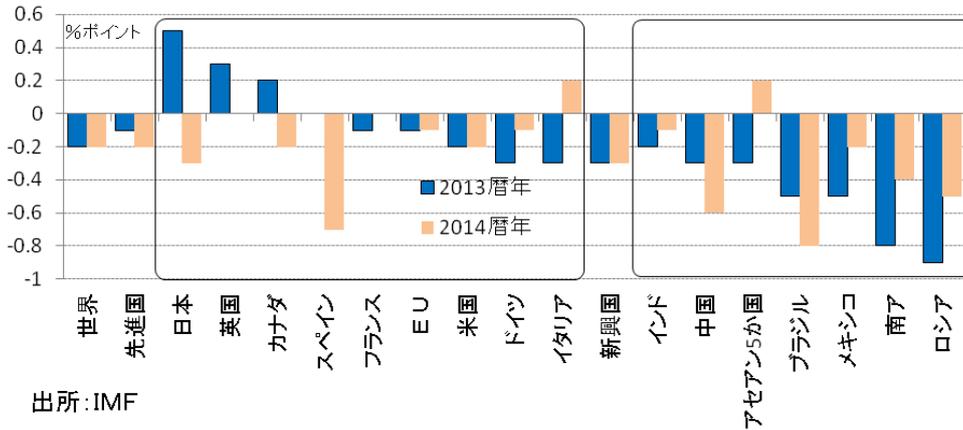
（図表3）新興国[6か国]の景気先行指数



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

同様に、景気見通しの変化は、IMFの経済見通しの修正状況からわかる（図表4）。世界経済の実質成長率見通しは、2013 暦年は 3.1%（4 月比▲0.2%）、2014 暦年は 3.8%（4 月比▲0.2%）と下方修正されている（図表4）。その中で、2013 年は日本をはじめとし、英国、カナダは上方修正され、新興国経済はロシア、南ア、ブラジル、メキシコなどが下方修正されている。

（図表4）各国経済見通しの修正幅の比較（IMF予測 4月→7月）

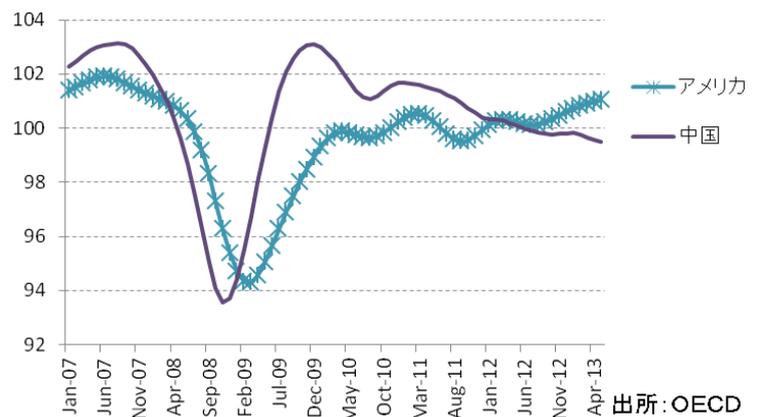


米中の金融政策の変更

目下、各国の金融市場を席卷しているのは、米国と中国での金融政策の見直しである。米中の二極で緩和時代が終わり告げたことが、世界各国に共通した過剰流動性の時代を終了させて、新たな均衡点を模索しているというのが現状であろう。

注意しなくてはならないのは、米国のQE3の規模縮小と中国の金融改革が同じようにみえて異なっている点である。OECD景気先行指数を見比べると、米国は景気拡大の中で金融緩和を終了させようとしているが、中国は景気拡大ペースがおぼつかない状況で金融規制を強化している（図表5）。

（図表5）中国と米国の景気先行指数



中国政府には、習近平体制に移行して、政治的判断に基づき、質素儉約令を敷き、綱紀粛正を徹底させる狙いがある。そのため、金融面では、理財商品を規制してシャドーバンキングを取り締まり、不動産投資などに流れる隠れた資金の流れを制限しようとしている。筆者には、中国の金融規制が日本のバブル潰しを彷彿とさせ、後々の実体経済への悪影響が尾を引きかねないのではないかと強い危機感を抱く。オーストラリアやシンガポールはそうした中国経済の悪化が波及してくるかもしれないという懸念がある。

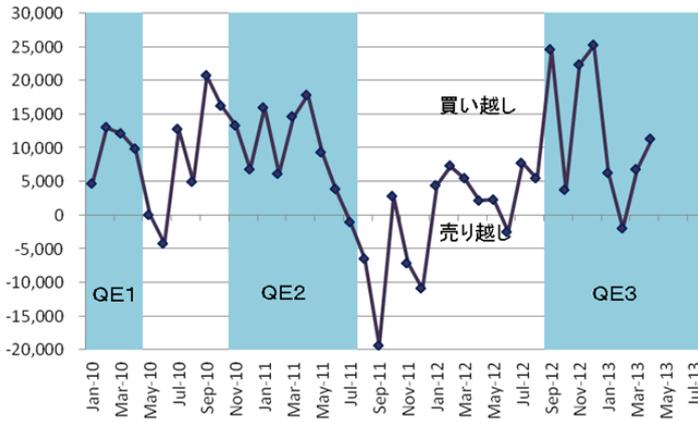
米国の場合は、QE3の出口政策が、景気情勢を注意深くみながらスピード調整している点で、オーバーキルの悪影響は相対的に表れにくいと考えられる。ただし、米国経済は安定を保つことができても、その派生効果が米国以外に表れる懸念は看過できない。なぜならば、QE3の開始前後から米国発で各国に拡散した過剰流動性は巨大であり、QE3の出口政策によって回収されて、意図せざる結果として新興国経済にダメージを与える可能性があるからだ。

米金融緩和と米国から海外への株式投資資金の流出の間には密接な関係がある（図表6）。QE1とQE2のときは新興国経済も拡大していたが、QE3の実施によって新興国経済は先進国ほどは浮上しなかった（図表7）。そうした中でさらに新興国からは、投資マネーが引き上げられようとしている。

概観すると、各国の実体経済は①出口を模索する米経済と、②出口政策の反動で意図せざる金融引き締め悪影響

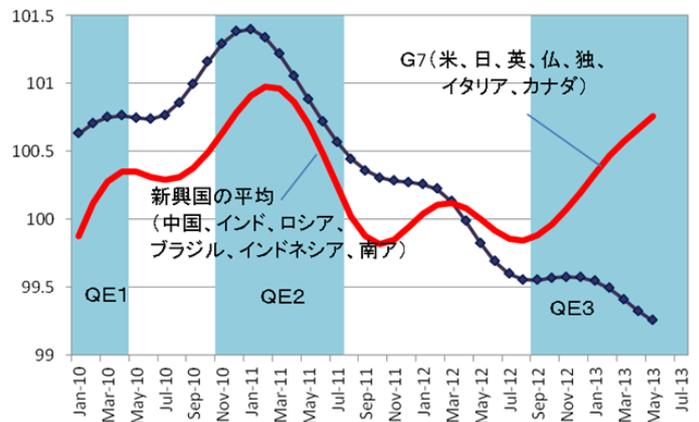
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表6) 米国から海外への株式投資額



出所: 米財務省

(図表7) 先進国と新興国の景気先行指数



出所: OECD

を受ける新興国経済、そして、③中国の金融引き締めによって中国経済が悪化して、その悪影響を受ける新興国経済などが表れる、という3つの色分けができそうだ。

アベノミクスと景気の持続性

日本経済は幸運なことに、新興国に比べて前向きに評価されている。巷間言われるのは、アベノミクスへの期待感である。確かに、内閣府「景気動向指数」では、先行指数が大きく改善している。その内訳を調べると、金融指標と企業収益環境の改善が牽引役になっているようである。円安と株価上昇が梃子になって輸出増加、個人消費拡大へと好影響が波及しているとみることができる。従って、アベノミクスの1本目の矢、黒田緩和によって、景気回復が進んでいると言っても差し支えないだろう。

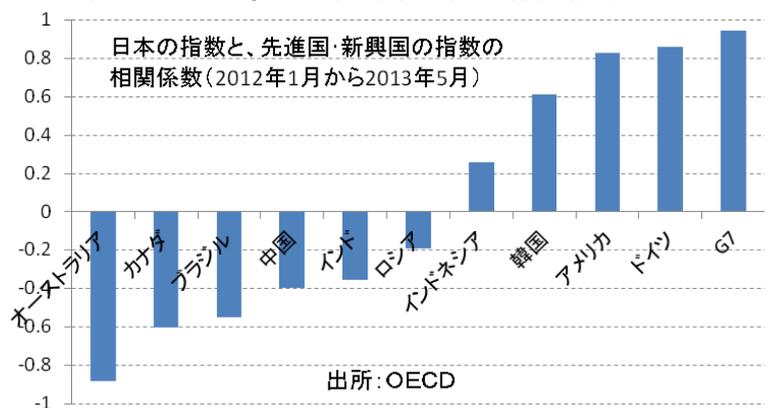
しかし、今後、この流れがしっかりと続くかみてよいのだろうか。例えば、中国経済が減速感を強めた場合、日本経済がそれに引きずられて悪化せずいられるのだろうか。かつて、新興諸国経済の好調さを背景に、悪化する先進国との間で、デカップリングが起これと言われた。しかし、現実にはリカップリングの様相に変わった。

今回は、浮上する先進国経済と、停滞する新興国経済の間で、逆デカップリングが叫ばれる。先行きはまだ読み切れないが、最近のOECD景気先行指数では、日本の指数は新興国よりも先進国との関連性が深いという関係になっている(図表8)。これだけで逆デカップリングの頑健さを主張することはできないが、ひとつの傍証にはなるだろう。

日本経済の見通しに依拠して言えば、企業収益の回復力を支えている円安基調は、ドル高が継続することによってある程度は継続するとみている。当面、消費税の増税が予定される2014年春までは維持できると筆者はみる。企業収益の拡大が、設備投資増加に結び付き、賃金上昇を誘発すれば、中国経済の悪影響があったとしても乗り切れると言えるが、内需の加速度合いには十分な自信を持っていない。おそらく、その点は、アベノミクスが投資減税を始めとして、内需拡大を後押しする施策に舵を切れるかどうか、また、企業経営者が蓄積した円安メリットを、取引価格の引き上げ(円高時に値下げした部分を戻すこと)に応じること、あるいは賃金上昇に寛容になるかどうかにかかっている。

今のところ、金融指標だけをみていると、日米長期金利差は拡大して、それが円安と株価上昇へと波及している。この金融の流れは今後の日本経済にとっては追い風であろう。

(図表8) OECD景気先行指数の間の相関係数



出所: OECD

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。