

## 国際金融市場を巡る不安はクリアになったか

～年明け直後の混乱要因は一旦後退も、潜在的なリスクは依然残ったまま～

発表日：2016年3月29日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 足下の国際金融市場は、年明け直後の混乱一巡で落ち着きを取り戻している。昨年末の米国の利上げによる世界的なマネーの動揺が意識されるなか、一段の原油安でオイルマネーの縮小が懸念され、中国市場のドタバタが重なったことも過度な悲観に繋がった。しかし、足下ではこれらの要因が後退するなかでリスクセンチメントは改善し、大量の資金流出に見舞われた資源国や新興国では資金が回帰する動きもみられる。ただし、こうした動きが持続可能なものとなるかは依然として慎重な見極めが必要になるであろう。
- 原油相場は産油国間での「増産停止」に向けた協議進展を受けて急ピッチで上昇している。しかし、足下の水準はオイルマネーの縮小に歯止めを掛けるには至らず、欧州や日本などの追加金融緩和にも拘らずワールドダラーは頭打ちの様相をみせる。仮に増産停止で合意しても抜け穴があるなど、需給改善に繋がるかも不透明である。また、原油相場の反転は輸入国にとってはマイナスとなる懸念もある。さらに、米国景気の堅調さを受けて早期の利上げ実施を示唆する動きもみられるなど、市場が動揺する要因は残る。
- 中国については全人代などを通じ、景気が当面ハードランディングに陥るリスクは後退している。中国の実体経済は云わば「鳥籠」の中で管理された環境だが、国際金融市場との接点が広がった分野ではそうはいかない。人民元相場については当局の「思惑」に対する警戒感がくすぶるなか、米ドルの動向によっては再び大幅切り下げなどに動くリスクはある。過剰債務についてもその実勢が掴めないなか、原油安や不動産市況の低迷が資金繰り悪化の引き金をひく可能性もあるなど、潜在的なリスク要因は残っている。

### 《「米国の利上げ、原油安、中国不安」といった混乱の引き金は一旦後退も、潜在的なリスクは残されたままの状況に》

- 足下の国際金融市場を巡っては、年明け直後の混乱が一巡したことも影響して落ち着きを取り戻す動きがみられる。年明け直後の金融市場の混乱は、昨年末の米国F e d（連邦準備制度理事会）による利上げ実施を受けて世界的なマネーの動きが大きく変化するとの見方がくすぶるなか、原油相場の一段の下落によりいわゆる「オイルマネー」の縮小が意識される状況となったことに加え、中国市場における当局のドタバタ振りも重なり、市場の不安心理が過度に増幅されたことが影響したと考えられる。特に、中国金融市場におけるドタバタは、昨年8月の実質的な人民元相場の切り下げを発端として全世界的に連鎖的な株安に繋がった「チャイナショック」に対する連想を招いたことも大きな懸念となった。しかしながら、金融市場の混乱は世界経済自体の下押し圧力となることが警戒され、米国F e dによる利上げ実施のタイミングの後ろ倒しと回数減少が意識されるようになると、マネーを取り巻く環境に変化が生じるようになる。さらに、E C B（欧州中央銀行）や日銀による追加金融緩和の実施を受けて、マネーを巡る動きが大きく変化する可能性は低いとの見方に繋がっている可能性も考えられる。また、長期に亘り低迷状態が続いてき

図1 恐怖指数(VIX 指数)の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

た原油相場についても、中東産油国とロシアをはじめとする非OPEC（石油輸出国機構）加盟国による「増産凍結」に向けた協議開始の動きを受けて底入れが進んでいる。そして、中国金融市場については当局による「市場との対話」を巡る稚拙さや過剰債務問題などといった根本的な課題は残されているものの、先日開催された全人代（全国人民代表大会）を通じて短期的に中国経済がハードランディングに陥るリスクは後退しているとの見方が広がっている。このように、年明け直後の国際金融市場を覆っていた不透明要因が一旦クリアになったことは、投資家のリスクセンチメントに少なからず好影響を与えているとみられ、結果的に足下の金融市場を取り巻く環境を好転させていると捉えられる。事実、足下においては市場のセンチメントを示すVIX指数が低下するなどの動きがみられるほか、バラ積み船の国際市況であるバルチック海運指数も上昇基調を強めるなど世界的な貿易取引の拡大を示す動きもみられるなど、世界的に実体経済は依然底堅く推移していることを示唆している。こうした一連の動きを受けて国際金融市場を覆っていた過度な不信感が払拭されたこと、さらに、先進国を中心に債券利回りの低下ないし沈没に直面するなど収益を得る機会が縮小するなか、金融市場を取り巻く環境の改善は世界的なリスクマネーの動きを再び活発化させている可能性がある。原油をはじめとする資源価格の低迷長期化を受けて資金流出圧力が高まったいわゆる「資源国」では、原油相場の底入れを背景に海外資金が回帰する動きが顕著になっており、これらの国々の通貨や株式相場は上昇基調を強めている。特に、年明け直後にかけては政治不安の高まりも重なり売り圧力が強まっていたブラジルでは、主要株式指数が足下において年明けの最安値から約4割近くも上昇する事態となっており、これまでの「売られ過ぎた反動」も勢いを強めている。ただし、足下の勢いがこれまでの下落に伴う反動の域に留まるものであるか、先行きも息が長く続くような動きになるかについては慎重な見極めが必要になると思われる。

- 一昨年後半以降、長期に亘って低迷が続いてきた原油相場は、上述のように供給国どうしによる「増産凍結」に向けた協議が前進しつつあることを受けて底入れしており、足下の水準は年明け後の最安値から5割近くとなるなど急ピッチでの上昇をみせている。しかしながら、足下の水準においても依然として多くの産油国にとっては「均衡財政」の実現に十分な水準とはなっておらず、「オイルマネー」の縮小をカバーするには至っていないのが実情ではある。したがって、欧州や日本は足下においても量的金融緩和を拡大する動きをみせているものの、オイルマネーの縮小に伴っていわゆる「ワールドダラー」は伸び悩んでいる模様である。さらに、供給国どうしによる協議についても過去の経緯などをみれば、容易に合意に至るか否かは不透明である上、実態としては「増産凍結」で合意に至った場合

においても供給拡大に向けた「抜け穴」が存在する内容となる可能性もあるなど実現性に対する疑問もくすぶる。また、足下では世界的に実体経済の底入れを示唆する動きがみられるものの、こうした動きの背景にはこれまでの原油安によって多くの資源輸入国にとって物価上昇圧力が後退するなか、これによって実質購買力が押し上げられていることも少なからず影響している。よって、足下のように急ピッチで原油相場が上昇することはこうした動きに「水を差す」可能性があり、それに伴って実体経済に下押し圧力を与えることも懸念され、結果的に原油をはじめとする鉱物資源に対する世界的な需給が再び緩む事態も予想される。世界経済を巡っては元々先進国を中心とする潜在成長率の低下に伴う「長期停滞論」が声高に叫ばれる展開が続いており、こ

図2 原油相場(WTI 指数)の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

数年世界経済のけん引役となってきた中国も以前の勢いを回復することが難しいことを勘案すれば、資源需要の力強い拡大は望みにくい。そうした中で原油相場が再び下値を探る展開となれば、金融市場を取り巻くマインドが急速に悪化する事態も予想されよう。その一方、世界的なマネーの動向に最も影響を与える米国の金融政策を巡っては、今月のFOMC（連邦公開市場委員会）において参加者による年内の利上げペースが年2回に減少していることが確認されたものの、依然として金融市場の織り込み（年1回）との間で乖離がある。さらに、足下においては米国経済の底堅さやそれに伴うインフレ圧力の高まりを受けて早期利上げの可能性を示唆する動きもみられるなど、世界的なマネーの動きが再び動揺する可能性も残る。先月行われたG20（主要20ヶ国・地域）財務相・中銀総裁会議では、世界経済の下振れリスクに対して各国が「政策総動員」で対応する方針で合意がなされ、これに伴って各国は追加金融緩和に踏み切るなどの動きに繋がっている。米国の金融政策の行方が金融市場に十分に織り込まれる形で進展することが望まれるものの、足下の金融市場は「カネ余り」を前提とする環境に慣れきっていることを勘案すれば、織り込まれる過程で動揺が過度に広がることで構造的に最も脆弱な新興国や資源国などに悪影響が出る事態も予想されよう。

- なお、年明け直後における市場の動揺の引き金となった中国経済については、上述の通り今月行われた全人代において財政出動などを通じて様々な景気下支え策が行われる方針が示されており、短期的に景気が大きく失速するリスクは後退していると考えられる。さらに、全人代においては「サプライサイド改革」により中長期的に持続可能な経済成長を目指す方針のほか、製造業を中心とする生産設備や在庫などを巡る様々な過剰状態の解消に取り組む方針を示すなど、改革に向けて一定の方向性を示したことは評価出来る。その一方、「サプライサイド改革」については理論的には正しいとみられるものの、現場レベルでは様々な政策の「枕詞」的な扱われ方に留まるなど、党中央が掲げる理念などが末端にまで浸透しているとは言いがたい内容も見受けられる。また、全人代において党・政府は市場メカニズムの活用・浸透を図る姿勢をみせているものの、その後示されている方針などをみる限りはこれまで以上に党及び政府による管理・監督を厳しくするだけに留まっており、制度面での歪みが一段と拡大する可能性も懸念される。中国の実体経済については、国有企業をはじめとする公的部門に対する依存度が極めて高い上、当局による管理・監督が効きやすい云わば「鳥籠」のような状況にあることを勘案すれば、世界経済からの影響に対しても独自の対応を採りやすい特殊な環境にあると考えられる。他方、金融市場については徐々に対外的に開放の度合いを高めるなど国際金融市場の動向と切っても切れない関係になりつつあるなかでは、当局による「市場との対話」がこれまで以上に重要な意味を持つことになろう。当局はこれまで中国の「独自ルール」をゴリ押しする傾向があり、そうした対応は市場との軌轢に繋がってきたほか、市場内において中国当局の意図を「勘繰る」動きを招いたことで反って混乱が増幅するなどの動きを引き起こしてきた。こうした傾向は通貨人民元相場において最も顕著にみられ、年明け直後は外国人投資家が自由に取引可能なオフショア市場において人民元相場（CNH）は当局が設定する基準値から大幅に安値水準で推移する展開が続いたものの、

図3 オフショア人民元相場(CNH)と基準値の推移



(出所)CEIC, Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

足下においては基準値に近づく動きがみられる。これは金融市場において、景気に対する不透明感が高まるなかで当局が「人民元安」を目指すとの見方が強まったことを反映したものと考えられる一方、その後は中国経

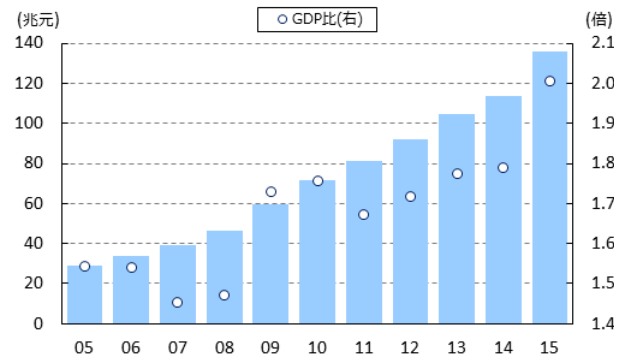
済に対する過度な不安が後退したことでそうした見方が落ち着いているだけとも捉えられる。当局は一昨年末以降、人民元相場を 13 通貨で構成される「バスケット」に連動させる方針を示すなど米ドルとの連動性を弱めたい考えをみせているが、これは米ドルが主要通貨に対して高止まりするなかで人民元も実勢に比べて高いとの見方に繋がる。よって、市場のなかには依然として大幅な人民元相場の切り下げを見込む声がかすぶっており、米ドル高圧力が今後も続くことになればその動きによって市場が再び混乱に陥るリスクも出てくると考えられよう。また、中国と金融市場との関係では過剰債務を巡る問題が最も対応が難しいと考えられる。銀行

部門による融資残高は昨年末時点において GDP 比で 2 倍超に達しているが、このほかに銀行をはじめとする金融部門はオフバランス資産を積み上げている上、シャドーバンキング（影の銀行）など銀行以外による貸付を勘案すれば債務水準は途方もない水準となっている可能性がある。当局の発表によると昨年末時点における銀行部門の不良債権比率は 1.67% となっているが、地方政府系の中小零細金融機関では当局による資金繰り支援が行われている間は当該融資が不良債権扱いにならないなど

不透明なルールも存在しており、実態はその数倍に達するとの見方もくすぶる。民間企業においては、ここ数年は世界的な「カネ余り」を背景に社債などを通じて国際金融市場での資金調達を活発化させたことで外貨建による債務が増大する動きもみられている。分野別では、石油・天然ガスをはじめとする鉱物資源関連のほか、不動産関連においてここ数年はレバレッジ比率を大きく高めてきたことを勘案すれば、足下で底入れが進んでいるものの依然として国際商品市況が低迷していることや、地方を中心に不動産市況が底打ちしないことは、債務事情を一段と悪化させるリスクがある。さらに、不動産市場を巡っては低迷が続く地方とは対照的に、深圳や上海、北京など一部の大都市では再びバブル化するリスクが高まっており、これらの都市では住宅ローンに対する頭金規制の強化に動かざるを得ない事態となっている。こうした動きは都市と地方との格差を広げることで社会不安に繋がる可能性も懸念されるなど、中国を取り巻く課題解決の道のりは一朝一夕に進展する話ではない。その意味においても、中長期的な観点でみた中国の課題はまったく解消しておらず、今後も市場が警戒するリスクとなる可能性はくすぶると判断出来よう。

以上

図 4 中国の銀行融資残高と GDP 比の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成