

「ぬるま湯」に気をよくする新興国・資源国

～金融市場が安定するなか、先を見据えた動きがその後を左右する～

発表日：2016年9月26日(月)

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米国による利上げ実施時期の後ろ倒しに加え、主要国による量的金融緩和政策なども影響して落ち着いた推移が続いている。金融市場が落ち着くなか、主要国の利回り低下で投資家の収益を求める動きが活発化しており、商品市況の長期低迷などでインフレが低下する新興国や資源国向けの投資妙味が高まっている。結果、足下の新興国や資源国には資金流入が活発化して通貨も安定し、それによってインフレ圧力が一段と後退するなどファンダメンタルズの改善に繋がる動きもみられる。
 - 国際金融市場の安定で「ぬるま湯」に似た環境にあるなか、インフレ率の低下も相俟って足下の新興国や資源国では金融緩和に動く流れが広がっている。通常金融緩和は自国通貨安を誘発することが懸念されるが、世界的な「カネ余り」を追い風とする資金流入の活発化は通貨の下支えに繋がっている。なお、先行きの国際金融市場を巡っては引き続き米国の金融政策の行方が鍵を握る展開が予想されるなか、新興国や資源国が足下のような資金流入に浴することが出来るか否かは引き続き不透明な状況にあると言える。
 - 直近のFOMCでFedは先行きにおける緩慢な利上げペースを示唆しており、当面は世界的なカネ余りが続く可能性は高まっている。ただし、足下で新興国や資源国の物価安定を促した材料が徐々に薄れつつあるなか、インフレ率が上昇基調を強めれば投資家にとっては妙味が薄れるリスクがくすぶる。足下の金融市場の安定は潜在リスクを覆い隠しているきらいもあり、外部環境の良さを景気維持に使うなど時間的猶予を得られたなか、各国が構造転換など長期的課題に取り組めるかはその後を左右しよう。
- 足下の国際金融市場を巡っては、米国Fed（連邦準備制度理事会）による利上げ実施のタイミングが当初の見通しに比べて後ろ倒ししていることに加え、日本や欧州など先進国を中心に量的金融緩和を強化する動きがみられるなか、昨年夏場のような中国発による金融市場の混乱もなく、落ち着いた推移が続いている。さらに、国際金融市場が落ち着きをみせるなか、主要先進国を中心に量的金融緩和措置の実施に伴い長期金利が大きく低下、ないし沈没したことで、多くの投資家にとっては厳しい資産運用環境に直面する事態となっており、より高い収益を求めるべく資金を新興国などに移転させる動きが活発化している。また、一昨年後半以降の原油をはじめとする国際商品市況の低迷が長期化していることを受けて、世界的なデフレーション基調が続いており、先進国のみならず新興国においても物価上昇圧力が後退する動きがみられる。昨年末の米国による利上げ実施直後には、新興国や資源国を中心に海外資金の巻き戻しを警戒する動きがみられたものの、上述のように足下の国際金融市場は落ち着きをみせている上、海外資金が再び回帰する動きも追い風に新興国や資源国の金融市場は落ち着いた展開をみせている。特に、資源国においては国際商品市況の低迷長期化が交易条件の悪化などを通じて実体経済の下押し圧力となる状況が続いてきたものの、足下では産油国間での増産凍結に向けた協議が前進するとの思惑を反映して商品市況が底入れしており、この動きに歩調を併せる形で景気にも底打ち感が出る兆しもうかがえる。この結果、昨年夏や年明け直後の国際金融市場の動揺に際しては売り圧力が強まったことで、大幅な下落に見舞われた新興国及び資源国通貨は足下で落ち着いた推移をみせているほか、一部の国では株式相場が最高値をうかがう動きもみられるなど、新興国や資源国の金融市場を取り巻く環境は大き

く好転している。国際商品市況の低迷長期化を受けてインフレ圧力が後退するなか、足下における新興国や資源国通貨の安定は、これらの国々にとって輸入インフレ圧力を減退させることを通じてインフレ圧力を一段と低下させている。なお、年明け以降は夏場にかけてラニーニャ現象の発生が懸念されたものの、そのタイミングが当初の予想に比べて後ずれしていることを受け、世界的な穀物をはじめ、生鮮食料品を中心とした食料品価格の上昇が抑えられていることは、消費に占める食料品の割合が相対的に高い新興国や資源国にとりインフレの昂進を抑えることに繋がっている。このように、多くの新興国や資源国においては、米国の利上げ実施のタイミングの後ずれやそれに伴う国際金融市場の落ち着きという要因に加え、原油をはじめとする国際商品市況の低迷長期化や懸念された気象問題などによる物価への影響が回避されたことに伴いインフレ圧力が後退するなど、実体経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）が改善している。こうしたファンダメンタルズの改善は、上述のように先進国を中心に量的金融緩和の影響で利回りが低下し、さらに「カネ余り」の状況にある国際金融市場において新興国や資源国への資金流入を促す一因になっており、その動きが自己実現的に新興国や資源国のファンダメンタルズの改善に繋がる事態を招いている。このように、足下の新興国や資源国を取り巻く状況は先進国を中心とする金融緩和が生み出した「ぬるま湯」の環境が続いていることで、一時懸念された危機的状況に陥るリスクが後退していると判断することが出来よう。

- ただし、こうした「ぬるま湯」に長く浸かっていることを受けて、足下の新興国や資源国においてはこうした外部環境を前提に政策対応を進める動きがみられる。上述のように様々な要因が重なることで多くの新興国や資源国ではインフレ率が低下しており、結果的に実質金利が高止まりする状況が続くなか、景気の先行き不透明感がくすぶるなかで足下においては利下げなどの金融緩和を通じて景気下支えに動く流れが広がりつつある。年明け直後にはインドネシアが約1年ぶりの利下げに踏み切り、その後も断続的に利下げを実施しているほか、アジアのなかではインドや韓国、台湾、タイ、シンガポールなどが利下げや金融緩和に動いており、その他にも豪州やニュージーランドが繰り返し利下げを実施し、一時は国際金融市場の混乱に伴い急激な金融引き締めに動かざるを得ない事態に直面したロシアやトルコも金融緩和を強める動きをみせている。こうした動きは、文字通りの「けん引役」となってきた中国経済を巡る不透明感などを理由に足下の世界経済がかつての勢いを失うなか、外需依存度の高い国々を中心に輸出を頼みとする景気回復の道筋が描きにくくなっており、インフレ圧力が後退していることに加え、国際金融市場の落ち着きを受けて自国通貨安圧力が高まる懸念が後退したことで、内需喚起を通じた国内景気の下支えを図る姿勢を反映している。また、通常において金融緩和の実施は自国通貨安を誘発することでインフレ圧力を増幅させることが懸念されるものの、足下においては米国による利上げ実施時期の後ずれに伴い米ドル高圧力が掛かりにくくなるなか、国際金融市場の落ち着きを追い風に上述のような世界的な「カネ余り」が続くなかで高い収益を求める資金の動きが活発化しており、自国通貨安圧力が高まりにくくなっていることも金融緩和を後押ししている。しかしながら、足下において新興国や資源国への資金流入の動きが強まっている背景には、世界的な低金利環境の長期化と「カネ余り」に拠るところが大きく、運用期間についても短期のものが多く見込まれるなか、こうした条件が変わる事態となれば動きが一変するリスクをはらんでいる。その意味においては、先行きの新興

図 米ドルインデックスの推移



国及び資源国を取り巻く環境は先進国を中心とする金融政策の行方と、それに伴って国際金融市場における資金需給を巡る状況が大きく左右することが予想される。主要国のうち、日本では依然として金融緩和の「出口」に関する議論が出る状況にはないなか、足下においては名称を変更しつつ様々な形で金融緩和を続ける姿勢をみせていることから、先行きもしばらくの期間に亘って金融緩和状態が続くことは避けられないと見込まれる。また、欧州においては足下では英国によるE U（欧州連合）離脱に伴う実体経済への悪影響は出ていないものの、今後は徐々にその影響が表面化することが予想されるなか、金融当局にとってはそうした状況を見極める観点からも足下の緩和小な金融政策の転換は図りにくくなるとみられる。したがって、先行きの国際金融市場における資金需給を巡る環境を左右するのは米国の金融政策であることは間違いない。足下の国際金融市場においては、依然としてF e dが年内に1回の利上げを実施するとの見方が織り込まれつつある一方、その後について安定的に利上げが繰り返し実施される環境であるとの見方には繋がっていない。昨年末のF e dによる利上げ実施に際しても、F e d内ではその後におけるコンスタントな利上げ実施を見込む一方、国際金融市場においては極めて緩やかな利上げしか織り込まれておらず、こうした両者の間の認識の差は金融市場における動揺を引き起こす一因になることが懸念される。F e dはここ数年「市場との対話」を重視する姿勢を強めているが、国際金融市場に波風が立つか否かはF e dの姿勢如何であり、新興国や資源国が足下のようなぬるま湯状態に浴していただけるか否かを左右することは間違いない。

- 先日F e dが開催したF O M C（連邦公開市場委員会）では、来年以降の利上げペースは金融市場が織り込んでいる動きよりも緩やかなペースになるとの見方を示唆しており、多くの新興国や資源国にとっては足下におけるぬるま湯状態に近い環境がしばらく続く可能性は高まっていると判断出来る。とはいえ、多くの新興国や資源国において足下のように安定的に海外資金の受け入れが可能な環境が続くかは不透明である。長期に亘る原油をはじめとする国際商品市況の低迷は世界的なディスインフレ圧力に繋がるとともに、多くの新興国にとってもインフレ圧力の後退を促してきたものの、年明け以降の相場の底入れを受けて物価に対する下押し効果は徐々に剥落しつつある。さらに、発生時期が当初に比べて後ろ倒しされているラニーニャ現象についても今月初めに発生が確認されている上、今冬にかけて続く可能性が高まっており、世界的な異常気象の発生に伴って穀物をはじめとする農作物の生育に悪影響が出ることで食料品価格の上昇圧力が高まることが懸念される。そうなれば、足下で落ち着いた推移が続いている新興国や資源国のインフレ率は一転して上昇基調を強めることで多くの投資家にとって妙味となっている高い実質金利が金融緩和の影響も相俟って急速に縮小していく可能性もある。足下で新興国や資源国に流入している海外資金の多くが短期資金であることから環境変化に対する対応は極めて早い上、オーバーシュートする傾向が強いことを勘案すれば、外貨準備の規模や対外収支構造などのファンダメンタルズの脆弱な国を中心に急速に事態が悪化することも考えられる。このところの国際金融市場においては、政治や地政学リスク、ファンダメンタルズの脆弱などを理由に格下げが意識されるような国においても世界的な「カネ余り」や投資家の収益を求める動きを反映した市場の安定がそうしたリスクを覆い隠す形で資金流入が活発化しているきらいがある。金融市場の「ぬるま湯」状態がしばらく続く可能性があるなか、各国は景気維持の追い風に利用することが可能になる「棚ぼた」の時期を活用しつつ、経済構造の転換などを通じた中長期的な潜在成長率の向上を図るといった取り組みが必要と言える。

以 上