

「トランプ癡癪(Trump Tantrum)」は杞憂に終わるか

～米国の判断に一段と注目が集まる事態に～

発表日：2016年11月21日(月)

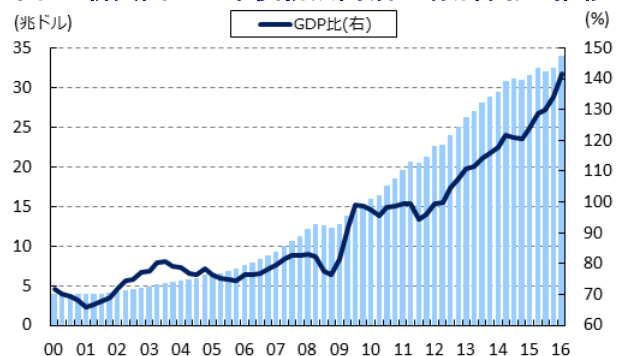
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 米大統領選でのトランプ候補の勝利に加え、議会との「ねじれ」解消は米国経済の楽観的な見通しに繋がる一方、その政策への不透明感は新興国に悪影響をもたらすと懸念される。金融市場では新興国からの資金流出圧力が高まり、保護主義政策の台頭も相俟って通貨安が新興国経済に打撃を与えるとの見方に繋がっている。足下では政策への「不透明感」が新興国からの資金流出を促す一因になっており、その解消が安定に繋がる可能性はあるものの、多くの新興国にとって「視界不良」状態が続くことは不可避である。
- 新興国を取り巻く環境を探る上で当面最も注目を集めるのは米Fedによる利上げの可否であろう。足下の金融市場の動揺はバーナンキ前議長による「テーパリング」を巡る発言を発端にした動揺に類似するが、今回は利上げであるなど政策のステージは異なる。Fedが新興国の直面する状況に配慮するかは不透明である一方、トランプ次期政権による政策運営は利上げを早めるリスクもある。世界的なセーフティネットの構築など、金融市場の安定に向けて全世界的な連帯を図る必要性は高まっていると言えよう。
- 米大統領選における共和党候補のトランプ氏の勝利に加え、同日行われた上下両院選においても共和党が双方で過半数を維持するなど、米国において大統領と議会の「ねじれ状態」が解消することとなったことは、トランプ次期政権による政策運営の障壁が低下するとの見方に繋がっている。さらに、トランプ氏は選挙戦を通じて減税や大規模なインフラ投資の拡充に加え、環境規制の撤廃などを訴えてきたため、景気拡大が促される一方で財政状態の急速な悪化をもたらすとの懸念から、金融市場においては米ドル高圧力とともに、米長期金利の上昇に繋がっている。他方、トランプ氏は米国内における製造業の復権を目指し、TPP（環太平洋パートナーシップ協定）やNAFTA（北米自由貿易協定）をはじめとする通商協定の破棄、ないし見直しを行う考えを示しており、保護貿易主義的な姿勢を強めるとの懸念がある。こうしたなか、金融市場における米ドル及び米長期金利の上昇は、新興国からの資金流出圧力に繋がっており、多くの新興国で通貨安圧力が急速に高まるといった動きが出ている。通常、輸出依存度が高い新興国の通貨安は価格競争力の向上をもたらすなか、米国経済の成長による需要増は米国向け輸出の増加を通じて新興国経済にプラスに作用することが期待される。しかしながら、米国が内向き志向の強い通商政策を志向する事態となれば、新興国にとっては米国向け輸出をてこにした景気回復は期待しにくくなる一方、通貨安に伴う輸入インフレ圧力は自国経済の重石となることが懸念される。また、ここ数年に亘って多くの新興国においては世界的な長期金利の低下を追い風に、企業部門を中心に外貨建ての資金調達を活発化などを通じて債務を拡大させる動きが強まってきたため、自国通貨安圧力の高まりは債務負担の増大に繋がることも予想される。さらに、海外資金の流出圧力が強まった影響で新興国においても長期金利が上昇する動きがみられることから、こ

図1 新興国の企業債務残高(非金融部門)の推移

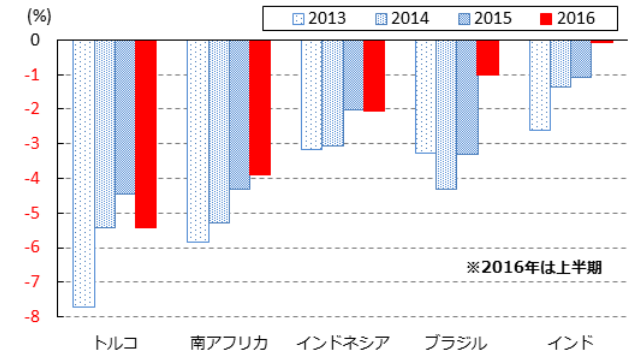


(出所)BIS より第一生命経済研究所作成

こうした動きも債務負担の増大に繋がるほか、海外資金の流出に伴う金融市場での信用収縮圧力と相俟って新興国の経済活動を萎縮させることも予想される。こうした新興国からの資金流出の動きは、2013年に当時の米Fed（連邦準備制度理事会）のバーナンキ議長による量的金融緩和政策の縮小を示唆する発言をきっかけに国際金融市場が大きく動揺した事象（いわゆる“Taper Tantrum”）に類似している。その際には、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱える上、慢性的なインフレに直面している経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な国々を中心に資金流出圧力が高まり、その代表格となった5ヶ国（インド、インドネシア、ブラジル、南アフリカ、トルコ）が「フラジャイル・ファイブ（脆弱な5ヶ国）」という不名誉なレッテルを貼られる事態となった。足下の状況を当時と比べると、

原油相場が大きく低下するなどインフレの加速や経常赤字の拡大を招く要因が後退していることから、各国が直面する環境は大きく異なっている。その一方、依然としてファンダメンタルズが相対的に脆弱な国々を中心に資金流出圧力が高まる可能性は充分にある上、米国のトランプ次期政権による政策、特に、保護主義的な政策運営による悪影響を受けやすいとみられる国々においては海外投資家を中心に資金逃避を強める動きが出ることは避けられないと考えられる。今後、トランプ次期政権の主要閣僚などの陣容が判明するなかで政策スタンスやその可否、そして、それに伴う各国経済などへの影響などが判明するなかで「不透明感」が払拭される可能性はあるものの、新興国にとっては「視界不良」の状態が長続きするリスクには注意が必要と言える。

図2「フラジャイル・ファイブ」の経常収支/GDPの推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

- 先行きの新興国を取り巻く環境を考える上で当面注目を集めそうなのは、来月にも予想される米Fedによる利上げ実施の可否であろう。上記の“Taper Tantrum”においては、その後に金融市場が落ち着きを取り戻したことを受けて2014年1月から漸進的に量的金融緩和政策の終了に向けた取り組みが進められることとなったが、実態としては金融緩和のペースを緩めるだけである上、Fedのバランスシートはその後にも維持されたことで緩和的な状態が続いたことには変わりがない。しかしながら、利上げ実施については金融引き締めであるため、当時とは政策のステージが違っている。なお、Fed内部からは足下の米国経済の堅調さや、金融市場における株式市場の活況、及び長期金利の上昇などを理由に利上げ実施のハードルが低下しているとの見方が広がっている。さらに、トランプ次期政権の政策運営が仮に「満額回答」で実施されるとすれば、米国経済にとっては短期的に大きな押し上げ材料となる可能性がある一方、財政状況の悪化などを理由に長期金利が上昇することも懸念されるなか、現時点において想定される以上のペースでFedは来年以降の利上げを実施せざるを得ない事態となる可能性も考えられる。そうなれば新興国にとっては、これまで米国をはじめとする先進国を中心とする金融緩和政策の影響で世界的な「カネ余り」が長期化し、さらに今年に入って以降は金利が沈まないし低迷するなかで、より高い利回りを求めて資金流入が活発化してきた流れが大きく巻き戻すことで、資金流出圧力が大きく加速する事態も予想される。他方、Fedが新興国の状況に「配慮」する形で利上げのペースが後ろ倒しされるとともに、トランプ次期政権が計画する金融規制の緩和が進む事態となれば、米国金融市場はバブル的な活況を呈することも考えられ、金融引き締めが遅れることでその後には性急な利上げに踏み切らざるを得なくなり、結果的にその後の米国経済が後退局面に直面する可能性も想定される。基本的にFedは米国経済及び雇用環境などの動向を中心に政策判断を行うことを勘案すれば、足下で新興国が直面してい

る要因が国際金融市場全体のリスク要因として認識され、世界的な「リスクオフ」に繋がるほどの悪影響が意識される事態でなければ、これらを斟酌する可能性は低いと見込まれる。しかしながら、その場合は新興国を中心とする信用収縮の動きが金融危機的な事態を誘発することで、こうした動きが連鎖的に他の新興国に波及して国際金融市場を動揺に巻き込む最悪の状況に繋がる可能性があり、そのような事態を回避するためにも世界的な「セーフティーネット」の構築が早急に望まれる。とはいえ、金融市場を巡るマネーの動きはITの進化とともに過度に高速化が進んでいる一方、IMF（国際通貨基金）をはじめとする国際的な連携の枠組は十分に機能しているとは言いがたい状況にある。金融市場の安定を維持するためには、様々なレベルで世界的な「連帯」を図る必要性がこれまで以上に高まっていると判断出来よう。

以 上