Asia Trends

マクロ経済分析レポート

動揺が広がるアジア新興国市場

～米次期政権への期待に拠るなか、今後はどちらにも転び得る～

発表日：2016年11月24日(木)

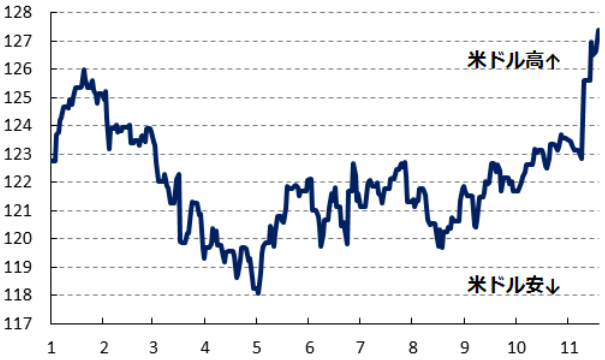
第一生命経済研究所　経済調査部
担当 主席エコノミスト 西濵　徹(03-5221-4522)

（要旨）

- 金融市場では米大統領選を経てトランプ次期政権の政策運営期待を背景に、米国など先進国でリスク・オンの動きが出る一方、新興国では資金流出圧力が高まるリスク・オフが共存する奇妙な展開が続く。新興国では米ドル高に伴う自国通貨安が輸出拡大を促さない一方、輸入インフレが景気を下押しするとの懸念もある。年半ばにかけて新興国への資金流入が活発化してきた反動も足下の資金流出を加速させている。
- わが国ではドル高に伴う円安は企業収益を通じて株式市場の活況に繋がる一方、加工貿易が中心のアジア新興国では保護主義的な政策は企業収益を圧迫するリスクがあり、為替も株式にも調整圧力が掛かる。急速な通貨安は輸入インフレを招く懸念から利下げ局面が続いたアジアの中銀が警戒感を示す動きも出ている。ただし、足下の動きは金融市場が先回りした結果であるため、事態が急変する可能性も残っている。
- 次期政権の運営が期待に反すれば動きが一転して新興国に一息付く間が出来る一方、期待通りに進めば金融市場が先回りする形で新興国市場、ひいては実体経済に悪影響が出ることも懸念される。この背景には世界的な「カネ余り」続いたなかで新興国側が必要な改革を怠ったことも影響しており、危機的状況を回避させるべくセーフティーネットを構築させつつ、新興国側も改革を前進させる必要に迫られている。

- 足下の国際金融市場においては、今月初めに行われた米国大統領選において共和党候補のトランプ氏が勝利したことに加え、同日実施された上下両院議会選挙で共和党が両院ともに過半数を獲得するなど、大統領と議会の「ねじれ状態」が解消することでトランプ次期政権による政策運営が容易になるとの見方が広がっている。こうした動きは、トランプ氏が選挙戦を通じて訴えてきた減税や大規模インフラ投資のほか、オバマ政権下で実施された環境規制の撤廃などが米国景気にプラスの効果を与えるとの観測に繋がっており、米国株（ＮＹダウ指数）は過去最高値を更新するなど活況を呈する動きもみられる。さらに、トランプ次期政権による政策遂行によって米国では財政赤字が拡大するとの見方から長期金利は急上昇しており、安全資産からリスク性資産に資金が移動する「リスク・オン」の様相をみせている。他方、長期金利の急上昇はＦｅｄ（連邦準備制度理事会）による先行きの利上げ実施ペースが加速を余儀なくされるとの思惑を反映して米ドル高圧力を強めており、世界的にみればリスク性資産である新興国や資源国からの資金流出を招く「リスク・オフ」にも似た動きをみせている。こう

図１　米ドルインデックスの推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図２　米国長期金利(10 年債利回り)の推移

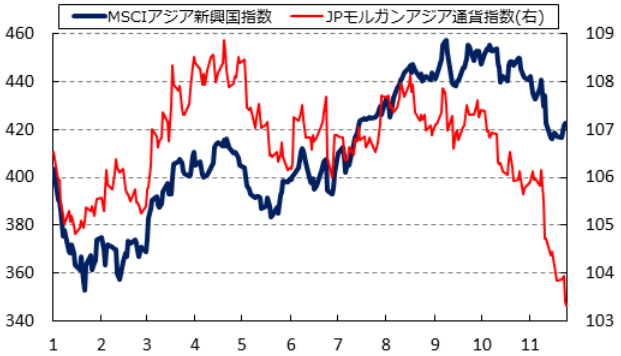
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

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。

した国際金融市場におけるマネーの動きは、一見すると矛盾している流れが混在する展開にもみえる。通常、米国をはじめとする先進国を中心とした景気拡大は相対的に輸出依存度の高い新興国を中心に景気回復が促される傾向が強く、アジア通貨危機や世界金融危機といった全世界的な金融市場の動揺の後においてもそうした動きがみられた。しかしながら、このように新興国や資源国に対するリスク・オフの動きが広がった背景には、トランプ氏が選挙戦を通じて保護主義的な経済政策を志向する姿勢をみせてきたため、仮にトランプ次期政権の下で米国景気が加速感を増したとしても、新興国や資源国などにとって米国向け輸出拡大を通じてその「恩恵」に浴すことが難しいとの見方が影響している。つまり、新興国や資源国にとっては資金流出により自国通貨安圧力が高まるなか、通常であれば自国通貨安による価格競争力の向上が輸出拡大を促すと期待されるにも拘らず、その恩恵が得られない状況で自国通貨安は輸入インフレの増幅を通じて経済に悪影響を与えると懸念される。そうなれば相対的に輸出依存度の高い新興国のみならず、内需依存度の高い新興国もともに景気に下押し圧力が掛かる。また、海外資金の流出に伴って多くの新興国や資源国では長期金利が上昇する事態を招いており、自国通貨安による輸入インフレと相俟って内需の下押し圧力となることで景気の重石となることも予想される。その上、ここ数年の先進諸国を中心とする量的金融緩和政策などの影響により、ほんの数ヶ月前まで世界的に金利は低水準で推移、ないし埋没してきたなか、相対的に高金利である新興国においては企業部門を中心に米ドルをはじめとする外貨での資金調達を活発化させる動きが広がってきたが、足下における米ドル高とその反動による新興国通貨安は債務負担の増大に繋がる。このように新興国や資源国を取り巻く悪材料が揃う展開となっていることは、これまで新興国や資源国に流入してきた資金を逃避させる誘因に繋がっているとみられ、一時的に「狼狽売り」にも近い状況が生まれたと判断出来る。

- 例えばわが国においては、米ドル高に伴う円安の進展は輸出拡大に繋がるとの期待を生んでいるほか、仮にトランプ次期政権が保護主義的な政策を志向した場合においても、すでに多数の日系企業が米国に進出して大量の雇用を生んでいる状況ではその影響は限定的ななか、円安の進展が円建てでの企業収益の向上を促すとの思惑が株式市場の活況に繋がっている。その一方、アジアをはじめとする多くの新興国については、貿易構造が原材料や部材などを他国から調達して加工組立を行う加工貿易が中心となるなか、トランプ次期政権による保護主義的な政策運営は米国向け輸出に直接的に下押し圧力となることが懸念される。さらに、新興国の企業で米国をはじめとする先進国に進出している例も少ないことを勘案すると、米ドル高圧力に伴う自国通貨安の進展が企業業績に与えるプラスの効果は生じにくいと捉えられ、結果的に金融市場では通貨安が進むなかで株式市場にも調整圧力が強まる動きとなっている。このように新興国において「狼狽売り」の様相を呈している動きは、上述のように輸出を通じた景気回復及び企業収益の改善が難しいとの見方が強まることで雇用環境への調整圧力が懸念されるなか、自国通貨安による輸入インフレが進むことで個人消費を中心とする内需に下押し圧力が掛かり、その結果として企業収益が一段と圧迫されることを警戒したものとも捉えることが出来る。このようにアジアをはじめとする新興国の金融市場に動揺が広がるなか、各国中銀は足下のインフレ率は長期に亘る原油安などを理由に低水準での推移が続くなど、依然として金融緩和余地があると見做される状況にも拘らず金融緩和の休止を打ち出さざるを得ない

図３　アジア新興国の為替・株式相場の動向



（出所）Bloomberg より第一生命経済研究所作成

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。

事態に直面している。今月 17 日にインドネシア銀行は通貨ルピア相場の急速な下落を理由に利下げ局面の停止を発表したほか、23 日にはマレーシアネガラ銀行（中銀）も通貨リンギ安を理由に政策金利を据え置く決定を行っている。また、これら以外でもタイ銀行は９日の定例会合で「資本フローや為替動向を注視する」との考えを示したほか、韓国銀行も 11 日の定例会合で先行きのリスク要因に「米国の次期政権による政策運営の方向性」を挙げるなど、トランプ次期政権の政策運営やそれに伴う国際金融市場の反応を注視している様子がうかがえる。とはいえ、このところの米ドル高が急速に進んでいるなかで今後も同様のペースで米ドル高が進むかについても不透明さが残る。トランプ氏自身は選挙戦の最中に「アメリカを再び偉大な国に」のスローガンの下、製造業を中心とする労働者層に対して同国製造業の回帰を盛んに訴えてきたことから、急激な米ドル高と金利上昇は同国経済に打撃を与えることが懸念され、次期政権がこうした動きを容認するとは考えにくい。このように考えると足下の金融市場の動きはプレイヤーによる「逸った動き」と捉えられる一方、トランプ次期政権が公約に挙げた政策を「満額回答」で実施出来れば金融政策などの動きにも変化が生ずることは避けられず、結果的に金融市場の動きが先回りした格好となる。しかしながら、議会上院において与党共和党は過半数こそクリアしたものの安定多数を形成出来ていないこと、トランプ次期政権の閣僚人事が共和党主流派との対立の火種となる可能性があることを勘案すれば、足下の状況は完全な「期待先行」と判断出来る。

- 仮にトランプ次期政権が金融市場の期待する政策を充分に実現出来ないことが明らかになれば、これまで「期待先行」で買い圧力が増幅されてきたことから、一時的に米国金融市場では一転して売り圧力が高まり、足下で資金流出懸念が高まっているアジアをはじめとする新興国にとっては一息つくことが出来る事態となることが予想される。他方、次期政権が満額回答ではないにせよ事前の期待に沿う形で政策運営を行うことが可能な環境を整えることが出来れば、金融市場は米国の予想外に早い景気回復を期待することで米Ｆｅｄによる早期の利上げを織り込む動きが加速し、結果的にアジア新興国などからの資金流出圧力が一段と高まる動きに繋がるとみられる。ただし、その場合は米ドル高の急進と長期金利の上昇が米国経済に対してボディーブローのように悪影響を与えることが予想され、そのことは最終的に世界経済にとって必ずしも良い結果をもたらさない事態も想定される。その上、トランプ次期政権が保護主義的な政策運営を行うことで世界的な貿易量の伸びが抑制される事態となれば、そのこと自体が世界経済の成長の足かせになるとともに、経済の輸出依存度が比較的高い国が多いアジア新興国にとっても景気の重石となることは避けられない。そして、世界経済の成長鈍化は翻って米国経済にとっても足かせになることが予想されるものの、上述したようにトランプ氏が選挙戦を通じて国内の製造業を中心とする労働者層からの熱狂的な支援を後押しに大統領選に勝利したことを勘案すれば、こうした懸念が次期政権の共通認識として広がるか否かも分からない。トランプ氏が「君子豹変す」の如く政策運営を翻すことになれば、アジア新興国、ひいては世界経済にとっても大きな痛手とならない形で事態が収まる可能性はあるものの、そうした「希望的観測」に則って行動することのリスクは極めて大きい。その一方、足下のアジアをはじめとする新興国経済が苦境に立たされている背景には、先進国を中心とする量的金融緩和政策に伴う世界的な「カネ余り」を前提とする資金流入が景気を押し上げる恩恵に浴する一方、必要な構造改革を怠ってきたことにも注意が必要である。したがって、足下においてアジア新興国が直面している状況はこれまで外的環境の良さに甘えてきたツケとも捉えられるが、各国を突き放すことによる国際金融市場への悪影響も想像にかたくない。その意味では、金融市場の行き過ぎた行動がどこかの国で「危機的状況」を引き起こし、そうした流れが他の国に伝播するという最悪の事態を想定しつつ、外貨融通などによる実効性のあるセーフティーネットを早期に構築することが望まれよう。　　以　上

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。