

新興国にも「トランプラリー」の波か？

～米ドル相場の動きに沿ったものに過ぎない可能性も～

発表日：2017年2月17日(金)

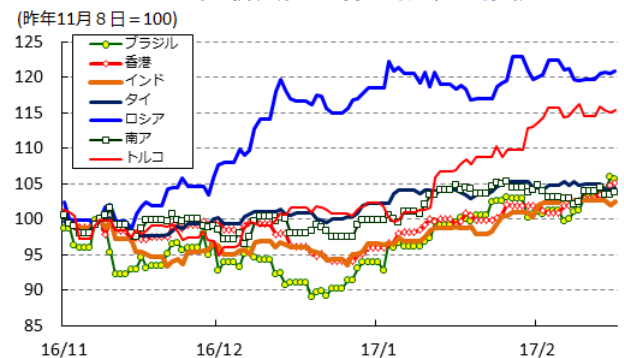
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

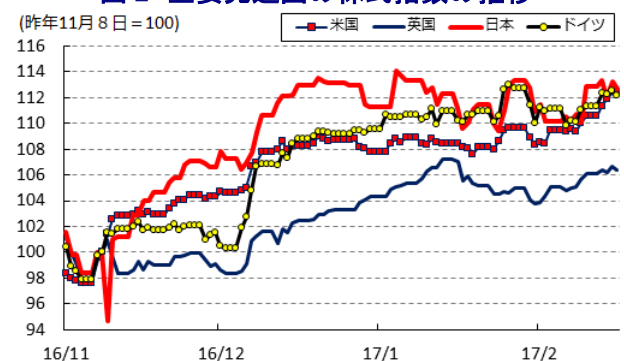
- 昨年11月の米大統領選を経て、国際金融市場では米国経済の拡大期待から米国に資金が回帰する流れが強まり、「トランプラリー」とも呼べる状況にある。他方、資金流出懸念がある新興国では調整模様が強まる一方、資源国ではOPEC減産などに伴う商品相場の底入れが金融市場を盛り上げている。また、先進国が相対的に盛り上がる一方で新興国市場は沈滞ムードが続いてきたが、年明け以降には底打ち感が出ている。世界経済を巡るファンダメンタルズの改善が進んでいることも金融市場を盛り上げている模様だ。
- ただし、「米国第一主義」を掲げるトランプ政権の動向には不透明感が多く、米ドル高進展に伴う新興国通貨安が輸出増の恩恵に繋がりにくい事態も懸念される。年明け以降の新興国市場の底打ちは米ドル高圧力が弱まっていることも影響していると考えられる。つまり、米ドル高期待を反映した米国への資金回帰が弱まり、相対的に高収益期待がある新興国に戻っただけともみえる。足下の世界経済は循環的な回復局面にあるが、新興国への「トランプラリー」が息の長いものとなるかは慎重な見極めが必要と言えよう。
- 昨年11月の米国大統領選におけるドナルド・トランプ氏の勝利以降、国際金融市場においてはトランプ政権が主導する減税や巨額のインフラ投資などにより米国景気が押し上げられる一方、その結果としてFed（連邦準備制度理事会）が予想外に早いペースで利上げに踏み切らざるを得なくなるとの見方を反映して米国の長期金利が上昇する事態となった。他方、米国の景気拡大期待に伴い米国金融市場においては安全資産である国債から株式への資金移動が活発化する動きが広がり、さながら「トランプラリー」とも呼べる展開となるとともに、米国への資金回帰の動きを反映して米ドル高圧力が強まる状況が続いてきた。こうした動きは新興国にとっては、それまで流入が続いた海外資金の「逆戻り」を意味しており、特に経常赤字を抱えるなど構造的に対外収支が脆弱な国々では資金流出圧力が高まる懸念に繋がった。この背景には、過去における米国Fedによる利上げ実施とそれに伴う米ドル高圧力が新興国に対して危機的状況を引き起こす「火種」となってきたことが影響していると考えられる。こうした見方を反映するように、大統領選直後には多くの新興国で資金流出圧力が強まる動きがみられ、通貨、株式、債券のすべての市場が下落する「トリプル安」の状況に見舞われる国が出たものの、少なくとも現時点においてIMF（国際通貨基金）などに救済を求め

図1 主要新興国の株式指数の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 主要先進国の株式指数の推移

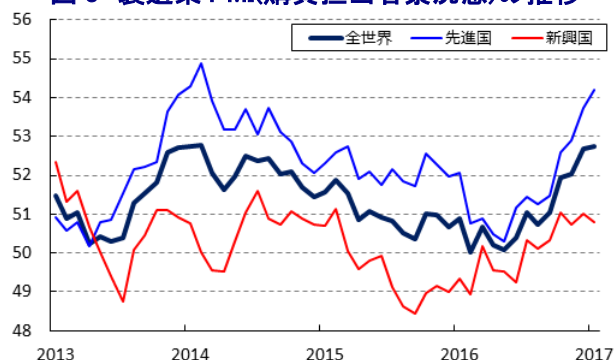


(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

る国は出ていない。他方、昨年末におけるOPEC（石油輸出国機構）の減産合意を受けて原油相場に底入れ感が出ているほか、中国によるインフラ投資拡充の動きを反映して様々な鉱物資源価格が上昇してきたことも重なり、国際商品市況は上昇基調を強めている。この結果、長期に亘る原油安などを理由に景気低迷に喘いできた産油国や資源国などにおいては景気の底打ちが期待されるといった環境変化が起こった。こうした状況に加え、原油安に加えて欧米による経済制裁も重なり2年連続でマイナス成長となることが必至の様相を呈しているロシアでは、米国トランプ政権の誕生によって経済制裁を取り巻く環境が好転するとの期待が高まったことも相俟って、他の新興国や資源国などに関しては依然株価がもたつく展開が続いてきたにも拘らずこれらに先んずる形で株価が大きく持ち直した。なお、多くの新興国市場において株価がもたつく状況に見舞われた折にも、先進国市場においては総じて堅調な推移をみせるなど「トランプラリー」は先進国を中心に起こってきた。しかしながら、昨年末くらいを底に多くの新興国において株式市場は底打ちを果たしており、足下では一転して底堅い展開が続くなど「トランプラリー」の動きは新興国にも広がりを見せているようにみえる。ただし、このように世界的に株式市場に資金流入が起こっている背景としては、世界経済自体が底入れ感を強めているなどファンダメンタルズが改善していることも大きく影響していると考えられる。昨年来の世界経済を巡っては、新興国景気が緩やかに景気回復基調を強める動きが続くなか、先進国が年半ばに底打ちを果たした後に世界経済をけん引するように回復感を強めており、新興国景気もその勢いに引っ張られる形で引き続き緩やかに拡大している様子がうかがえる。こうした傾向は年明け以降も続いており、年明け以降における株式相場の押し上げに大きく貢献した可能性が考えられる。

- 確かに足下の世界経済は先進国を中心に拡大基調を強めており、循環的にも回復局面にあることは間違いないと捉えられる一方、トランプ政権による政策運営を巡る動きからは強烈な「自国中心主義」的な色彩とともに、様々な「仮想敵」を作りつつ前進していく様子には危なさもくすぶる。トランプ氏が選挙戦のあいだから主張してきた減税やインフラ投資といった政策の実現は、米国経済にプラスの効果をもたらすことが期待される一方、上述したように金利の上昇や米ドル相場の上昇をもたらすことで金融市場におけるマネーの動きに大きな影響を与えることが懸念される。通常において世界最大の輸入国である米国経済の拡大は世界経済全体にとってもプラスになることが期待されるものの、トランプ政権は「米国第一主義」を旗標に自国製品を優先する方針を明らかにしているほか、米国内における雇用機会を拡大させるべく「国境税」の導入を示唆するなど、国際協定に抵触するギリギリを狙いつつ自国利益の最大化を目指す方針を隠していない。したがって、米ドル高圧力が強まる半面で新興国にとっては通貨安圧力が強まり、結果として輸出競争力が高まることが期待されるにも拘らず、米国が輸入を抑制する事態となれば、経常赤字を抱えるなど対外収支構造が脆弱な新興国にとっては通貨安による輸入インフレの悪影響しか残らないことを意味する。このように考えると、年明け以降において新興国の株式市場に資金が回帰する動きが出ていることには他の要因が影響を与えている可能性が考えられる。米ドル相場の動きをみると、昨年半ばを底に米ドルインデックスは緩やかに底入れする動きをみせてきたが、米国大統領選でのトランプ氏勝利を受けて上昇ペースは急速に加速する展開が続いてきたものの、年末

図3 製造業PMI(購買担当者景況感)の推移



(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

にかけて頭打ち感が高まった後、年明け以降は一転して下落している。この背景には、急速な米ドル高圧力が米国経済に悪影響を与えることが懸念されるなか、トランプ政権内部から米ドル高に対するけん制がなされるとの見方が強まり、その後実際にトランプ氏が米ドル高を嫌気する発言を行ったことが影響したと考えられる。つまり、米ドル高圧力が弱まったことで米国への資金回帰の動きにも一服感が出たことに加え、トランプ政権が低金利政策を志向する姿勢をみせたこと

で相対的に高い収益が期待出来る新興国に資金が舞い戻っているだけも捉えられる。よって、今後トランプ政権が打ち出す具体的な政策の内容や米国経済への影響に加え、そのことがFedの判断に如何なる影響を与えるかによって新興国の株式市場における資金の動きは大きく変わる可能性が考えられる。確かに上述したように、足下の世界経済は循環的な回復局面にあると考えられるなか、相対的に輸出依存度の高い新興国にとっては世界経済の回復の勢いに乗って外需主導による景気拡大が図りやすいと見込まれる一方、米国をはじめとして様々な国で「保護主義」「反グローバル」的な動きが台頭していることは、こうした流れを難しくさせる可能性がある。特に、多くの新興国にとって近年の経済成長の「拠りどころ」となってきた中国経済は山積する課題が足かせとなる形で景気の勢いに陰りが出る展開となることは避けられず、景気、ひいては企業業績などの足かせとなることも考えられる。その意味では新興国にも波及しそうな兆しがある「トランプラリー」ではあるものの、その動きが息の長いものとなり得るかは慎重に見極める必要がある。

以上

図4 米ドルインデックスの推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成