

米利上げにも拘らず様子見可能なアジア新興国

～FRBの「市場との対話」の成功に加え、原油相場の調整も後押し～

発表日：2017年6月23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)

- 米国FRBは断続的に利上げを実施し、年内にもバランスシートの縮小を検討するなど、金融政策の正常化を着実に前進させている。米国の利上げは米国への資金回帰を招く一方、新興国からの資金流出が懸念されたが、現状は「市場への対話」などを理由に落ち着いた対応が続く。他方、世界的な「カネ余り」を背景に「リスクオン」の動きが広がり、新興国への資金流入が再び活発化している。今後は利上げに加え、バランスシートの縮小に注目が集まるが、金融市場に織り込ませられるかがFRBの腕の見せ所になろう。
 - FRBによる慎重な政策運営が金融市場の安定に繋がるなか、アジア新興国では資金流出懸念の後退を受けて金融政策を据え置く動きが広がっている。昨年の資金流出懸念に伴い資本規制を強化した中国も、足下では規制の一部緩和に動いている。昨年以降拡大基調が続いた世界経済は年明け以降頭打ちしており、世界経済との連動性が高いアジア新興国では、低金利で景気を下支えしたいとの思惑もある。足下のアジア新興国にとっては、低金利の維持が可能な一方、資金流入が景気を押し上げる「心地よい」環境にある。
 - アジア新興国の中銀が「様子見」可能な背景には、昨年以降底入れが進んだ原油相場が年明け以降頭打ちしていることも影響している。米国のシェールオイルの増産が見込まれる一方、OPECの減産協調の動きが不透明ななか、足下で調整圧力が強まる原油相場が一段と下押しされる可能性もある。他方、サウジは新皇太子誕生に伴い外交戦略が強硬になることも予想され、供給懸念が意識されるリスクもある。アジアにとっての「心地よい」環境が続くか否かは、米国及び中東情勢の行方が鍵を握っていると言えよう。
- 米国FRB（連邦準備制度理事会）は昨年末に1年ぶりとなる利上げを実施し、先週13～14日に行われた直近のFOMC（連邦公開市場委員会）においても追加利上げを決定するなど、この半年ほどの間に計3回とコンスタントに利上げを進めている。さらに、今回のFOMCでは、世界金融危機後に実施した量的金融緩和政策（QE）に伴い拡大したバランスシートを年内にも縮小させる方針が示された。このようにFRBは着実に金融政策の「正常化」の取り組みを前進させている。事前には、国際金融市場ではこの動きに伴い世界的なマネーの動きが変化し、動揺が広がるとの見方が広がっていた。ただし、イエレン議長が積極的な「市場との対話」を行ってきたことで、国際金融市場も利上げや年内のバランスシート縮小の検討を事前に織り込んだことに加え、FRBによる先行きの政策運営方針も3月時点と変わらないなど「想定外」の事態が避けられたことで国際金融市場は安定している。国際金融市場では、昨年11月の米大統領選におけるトランプ氏の勝利に伴い、選挙戦を通じてトランプ氏が主張した巨額のインフラ投資や減税などの経済政策に対する期待が高まったことで、FRBによる利上げペースが早まるとの見方を受けて米国への資金回帰が進む動きが強まっていた。これに伴い米ドルインデックスは上昇基調を強め

図1 米ドルインデックスと米国長期金利の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

たほか、企業業績拡大期待を反映してリスク性資産への資金移転が進んで米国株式市場も活況を呈するなど「トランプラリー」とも呼べる動きがみられた。しかし、年明け以降は急速な米ドル高の進展を受けてトランプ氏を中心にこれをけん制する動きが出たことから、米ドルインデックスは一転して調整模様を強めるなど、風向きは大きく変化している。さらに、足下ではいわゆる「ロシアゲート」をはじめトランプ政権を巡る疑惑が高まっていることに伴い、政権が掲げてきた政策遂行に疑問符が付き始めており、トランプ政権の誕生に伴い上昇基調を強めた長期金利が一転して上値の重い展開となっていることも米ドルインデックスの下押し圧力となっている。この動きは、海外から米国への資金回帰に繋がるとの見方を後退させる一方、足下の国際金融市場で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」が続いていることも追い風に、「リスクオン」に繋がっている。アジアの新興国においては、米国大統領選の直後には資金流出圧力が高まり、各国通貨の下落を受けて通貨防衛に動く国も出るなど一時的に厳しい状況に追い込まれた。しかし、足下では国際金融市場の「リスクオン」の波に乗る形でアジア新興国への資金流入の動きが再び強まっており、米ドル安の動きも相俟って各国通貨は米ドルに対して強含んでいる上、株式相場も上昇基調を強めるなど各国金融市場は活況を呈している。過去における米国FRBによる金融引き締めは、新興国などで様々な危機的状況を生む「種」となってきたため、今回もその動向に注目が集まっているが、現時点においてはそうした事態を免れている。他方、先行きについてはバランスシート縮小の動きに注目が集まると予想され、現時点では緩やかなペースでの縮小を目指す方針が示されているが、金融市場に事前に織り込ませることが出来るかがFRBの腕の見せ所になるであろう。

- 米国FRBによる慎重、かつ「市場との対話」を重視した政策運営を受けて国際金融市場は活況を呈しており、アジア新興国にとっては当初懸念された資金流出ではなく資金流入が続いていることで、各国中銀は落ち着いた対応を採ることが可能になっている。各国中銀は、昨年末以降の米国FRBによる利上げに伴う国際金融市場の動向を注視する姿勢をみせるが、今月に入って以降も豪州やインド、インドネシアが金融政策の据え置きを決定し、先週のFOMC後もニュージーランドやフィリピン、台湾が相次いで金融政策を据え置くなど、「様子見」姿勢をみせている。インド準備銀は、今年2月に金融政策のスタンスを「緩和的」から「中立的」に引き上げるなど引き締め姿勢を強めたものの、今月7日の直近の定例会合では金融機関に対する法定流動性比率の引き下げを決定するなど手綱を緩める動きをみせている（詳細は6月8日付レポート「[インド準備銀、金融政策を一段と「平時モード」に](#)」をご参照下さい）。さらに、昨年以降の景気減速懸念に加え、米ドル高圧力の高まりを受けて資金流出圧力が強まり、通貨人民元相場に大幅な調整圧力が掛かったことで、中国当局は資本規制を強化するなど、市場開放や自由化に向けた動きに逆行する対応に追い込まれた。しかし、足下では国際金融市場が落ち着きを取り戻すなか、中国国内からの資金流出懸念も後退しており、中国当局は一転して資本規制を一部緩和する動きをみせる。また、中国当局は金融機関に対して投機の抑制を目指すとともに、レバレッジの縮小を促すべく短期金融市場における金利上昇の誘導を図る一方、金融政策は「穏健中立」を維持するなど景気を下支えする姿勢を変えていない。昨年以降の世界経済を巡っては、先進国を中心に回復の動きが強まり、中国経済の持ち直しも相俟って拡大基調を強めてきたが、足下では製造業の景況感に頭打ち感が出

図2 MSCIアジア太平洋株指数(除、日本)の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

るなど景気鈍化が懸念されている。輸出依存度の高さなどを理由に世界経済との連動性が相対的に強いアジア新興国にとっては、世界経済の不透明感を理由に低金利環境を続けたいとの思惑がくすぶる。よって、米国FRBの利上げ実施にも拘らずアジア新興国において資金流出懸念が後退したことは、景気動向に関係なく米国に追随する形で利上げせざるを得ない事態を免れさせている。この結果、アジア新興国にとっては低金利を通じて景気下支えを図ることが出来る一方、国際金融市場の活況に伴う資金流入の動きが景気を押し上げる好循環が続くなど、極めて「心地よい」環境にあると捉えられる。

- アジア新興国にとって金融政策の「様子見」が可能な背景には、米国FRBによる金融引き締めにも拘らず国際金融市場が活況を呈していることに加え、各国内でインフレ圧力が後退していることも影響している。国際金融市場が落ち着きを取り戻し、アジア新興国にとって資金流出圧力が後退したことは、通貨安に伴う輸入インフレ懸念の払拭に繋がる。また、昨年以降の世界経済の回復を受けて世界的な需要拡大への期待が高まり、OPEC（石油輸出国機構）による減産合意も影響して原油相場の底入れが進んだことは、原油をはじめエネルギー資源を輸入に依存する多くのアジア新興国にとってインフレ圧力の昂進に繋がると懸念された。事実、年明け直後にかけてはエネルギー価格の上昇などに伴い多くのアジア新興国でインフレ率が上振れし、金融政策の見直しが早晚必要になるとの見方も出ていた。しかし、年明け以降の原油相場は頭打ちしている上、先月にはOPECによる協調減産の9ヶ月延長決定にも拘らず相場は一転して調整圧力を強めており、先行きは一段と下値を追う可能性も出ている。米国のシェールオイル増産に加え、OPEC内でも減産合意の枠組外の国々を中心に増産の動きが続き、世界的な原油在庫が一向に縮小しないことが影響している（詳細は5月26日付レポート「[OPECの協調減産延長は効果を挙げられるか](#)」をご参照下さい）。よって、アジア新興国においては昨年来の原油相場底入れに伴うインフレ懸念が後退し、金融引き締めの必要性を低下させている。シェールオイルの動向は相場の行方が左右するが、稼働中の油井は生産性が高く、以前に比べて生産コストが低下しており、当面は増産に向けた圧力が掛かりやすい。他方、OPEC内では最大の産油国であるサウジアラビアが「涙を呑む」形で減産圧力を強め、OPEC全体としての減産目標をクリアしているが、21日のムハンマド副皇太子の皇太子への昇格は、今後の行方を不透明にしかねない。ムハンマド新皇太子は経済政策のみならず、外交・軍事でも実権を振るってきたが、今後は副首相と国防相を兼任するなど、サウジの対外戦略が一段と強硬になることも考えられる。そうなれば、供給懸念の高まりを理由に原油相場が上昇に転じ、アジア新興国にとっては再びインフレに対する警戒感が強まることも警戒される。アジア新興国にとっては、足下の心地よい環境が「東の間の休息」となるか否かは、米国と中東情勢が鍵を握っていると言えよう。

以上

図3 世界の製造業PMIの推移

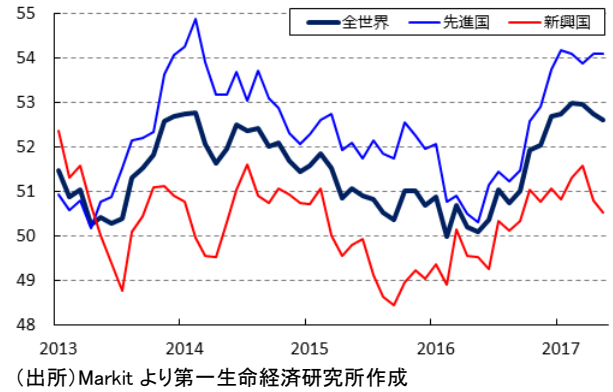


図4 原油相場(WTI)の推移

