

「ぬるま湯」状態が続く新興国に「死角」はないか

～短期的にリスク顕在の蓋然性は低いが、耐性強化の取り組みは不可欠～

発表日：2017年11月22日(水)

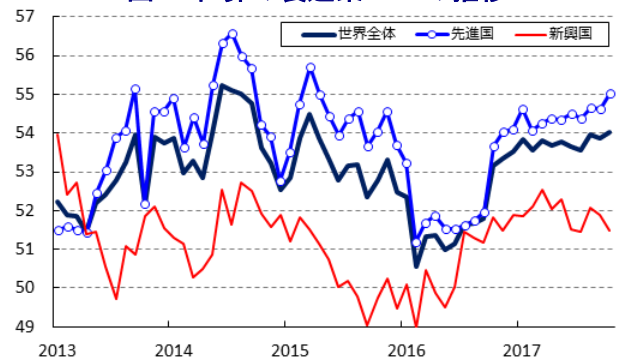
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は全体的に景気拡大が続いている上、国際金融市場では「カネ余り」も追い風に資産価格も上昇基調を強めている。「カネ余り」が続く一方で世界的な低インフレ環境は金融緩和継続期待に繋がり、より高い収益を求めるマネーが新興国に流入する動きも続く。新興国は相対的に輸出依存度が高く、世界経済の回復に伴う貿易拡大の影響を受けやすい上、資金流入も景気の押し上げに繋がる。多くの新興国は堅調な景気拡大に加え、金融市場も活況が続くなど「ぬるま湯」的な環境に直面していると言える。
- こうした環境が続くか否かをみる上では米国の政策動向を注視する必要がある。米国やEUは金融政策の「正常化」に向かうなか、この動きが世界的なマネー動向に与える影響は現状不透明である。ただし、米FRBの政策判断や米国の税制改正などの動きがマネーの動揺に繋がる可能性は残る。さらに、中東や北朝鮮などに起因する地政学リスクにも注意が必要である。近年の「カネ余り」を背景に新興国ではクロスボーダーでの資金調達が生発化しており、仮に資金流出圧力が強まれば新興国の景気拡大シナリオが崩れることも懸念される。「ぬるま湯」的な環境を謳歌している間に耐性強化や協調体制構築などが求められる。
- 足下の世界経済を巡っては、先進国を中心に自律的な景気回復の動きが続いていることに加え、昨年来の中国経済の持ち直しも重なり、多くの新興国や資源国でも景気の底入れが進むなど全体として堅調に拡大している。こうした動きは国を跨ぐ形での連動性が生まれやすい製造業の景況感が、先進国のみならず新興国でも好不況の別れ目となる50を上回る推移をみせており、全体としても景気拡大を示唆する動きが続いていることに現われている。さらに、過去数年に亘る先進国での量的金融緩和政策の影響により国際金融市場に供給されたベースマネーは拡大基調が続いており、それに伴う「カネ余り」を追い風に世界的にマネーの動きが活発化しやすい環境が続いている。また、上述のように全世界的に景気回復の動きが進んでいるにも拘らず、年明け以降は原油をはじめとする国際商品市況が頭打ちしており、それに伴って先進国のみならず新興国においてもインフレ率は低位で安定的に推移し、全世界的に緩和的な金融政策を続けることが可能になっている。こうした状況も国際金融市場における「カネ余り」を助長させており、世界経済の堅調な拡大も追い風に全世界的に資産価格は上昇基調を強めているほか、一部のマネーはより高い収益を求めて新興国などに流入す

図1 世界の製造業PMIの推移



(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

図2 MSCI 新興国株指数の推移



(出所)Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

る動きも活発化させている。よって、足下の世界経済や国際金融市場を取り巻く環境については、いわゆる「ぬるま湯」に浸かっているような心地よい状況にあると評することが出来る。さらに、足下の世界経済が回復基調を強めている背景には、今年初めに誕生した米トランプ政権が「米国第一主義」を標榜してきたため、通商政策などあらゆる面で「保護主義」的な色合いを強めるとみられたものの、現実には議会との協議の問題などから政策の揺り戻しが限定的なものに留まっていることもある。そして、米国トランプ政権の発足に呼応する形で欧州にも「保護主義」の動きが広がり、全世界的に内向き志向が強まることが懸念されたものの、そうした動きには歯止めが掛かる兆しもみられる。この結果、世界経済の自律回復の動きに歩を併せる形で世界的な貿易の動きも活発さを増しており、それに伴って経済の輸出依存度が相対的に高い新興国や資源国経済においては、外需が主導する形で景気回復が促されやすくなっている。こうした動きに加え、上述したような世界的な「カネ余り」に伴う新興国への資金流入の動きが活発化して資金調達環境が改善するなか、新興国においても低インフレ環境が続いていることで実質購買力が押し上げられており、新興国にとっては外需のみならず内需を取り巻く環境も改善している。過去数年に亘って新興国の経済成長率は低調な推移が続いてきたものの、外需並びに内需に押し上げ圧力が掛かることで景気の回復感が強まっており、多くの国で今年通年の経済成長率は数年ぶりの高い伸びとなる見通しとなっている。このように新興国経済を取り巻く状況は大きく改善していると言えよう。

- ただし、先行きの新興国経済をみる上では、上述のような「ぬるま湯」的な環境による景気押し上げ効果が続くか否かに不透明要素が漂いつつある。そうした不透明要因のなかで最も注視されるのは米国の政策動向であろう。米FRB（連邦準備制度理事会）は一昨年末以降緩やかなペースながらコンスタントに利上げを実施しており、先月以降は世界金融危機後の3度に亘る量的金融緩和政策実施に伴い拡大したバランスシート規模の縮小に取り組んでいる。なお、米FRBによるこれまでの利上げ実施やバランスシート規模の縮小決定などにも拘らず国際金融市場への動揺が抑えられてきた背景には、イエレン議長による「市場との対話」が奏功した面が大きいとみられるが、同氏は来年2月の任期満了を以って退任することが決定している。後任にはパウエル理事が就任する見通しであり、過去のFOMC（連邦公開市場委員会）ですべての決定に賛成してきたことを勘案すれば、次期体制の下で政策の方向性などが大きく変化する可能性は極めて低いとみられるものの、過去の政策決定を巡る発言などから不透明感はなくす。また、イエレン氏は議長退任後には理事職をも退任する意向を示しており、それに伴いFOMC参加者に占める「ハト派」委員の減少が政策スタンスに微妙な変化を与えることも考えられる。バランスシートの縮小スケジュールについては、現時点では極めて緩やかなペースで行われる見通しが示されており、国際金融市場を取り巻く環境を勘案しながら進められるとみられるが、金利の誘導目標を設定する利上げと異なり資金供給量の動向が金利に与える影響などは不確実であることを勘案すれば、慎重な対応が求められることは間違いない。さらに、年明け以降はECBが実施する資産買入プログラムに基づく買入規模は縮小する見通しであり、引き続き量的金融緩和政策は続くものの資産拡大ペースは徐々に鈍化するほか、その後の政策スタンスの転換を見据えた動きを前進させつつある。なお、日銀は年明け以降も予見可能な期間のうちに質的・量的金融緩和政策の方向性を転換させる可能性が低いことを勘案すれば、主要先進国の中央銀行が供給するベースマネーの量が減少基調を強めることはないと思われるが、各中銀による買入資産の価格変動が結果的に国際金融市場におけるマネーの動揺を招く可能性はある。また、米トランプ政権が進める税制改正の動向も重要であり、仮に米国金利が上昇基調を強めることで、より高い収益を求めて新興国などに流入してきたマネーの動きが逆流すれば、過去数年に亘って拡大基調を強めてきた新興国におけ

る海外からの信用残高の縮小が国内金融市場の資金調達環境の悪化を招くことが予想される。また、こうした動きに伴い米ドル高圧力が強まることは、新興国における自国通貨安による輸入インフレ圧力増大のほか、近年拡大基調を強めている新興国のクロスボーダー信用残高の多くは米ドルなど外貨建てであることを勘案すれば、自国通貨安の進展に伴い債務返済負担が増大することも懸念される。さらに、新興国におけるクロスボーダーでの信用拡大の動きは企業部門による資金調達の活発化によって促されており、非金融部門民間企業の信用残高のGDP比を先進国と新興国で比較すると、かつては先進国の比率が高かったものの、新興国企業による資金調達活発化の動きを受けて足下では逆転してGDP比で100%を上回る水準に達している。なお、足下の比率上昇をけん引しているのは中国であり、中国国内の民間企業が純粋な民間企業と捉えられるかについても不透明なため、この動きがそのままリスクに繋がるとは見做しにくいものの、新興国では総じて資金調達が活発化してきたことを勘案すれば、新興国からの資金流出は企業部門のバランスシート調整圧力を招く「引き鉄」となる可能性には注意が必要である。なお、国際金融市場を取り巻く環境は「地政学リスク」など異なる要因をきっかけに変化する可能性もあり、足下ではサウジアラビアの王族内部の動きをきっかけにした中東情勢、北朝鮮情勢を巡る動きのほか、ベネズエラ情勢がその背後にあるロシア及び中国と米国との「代理戦争」的な様相を呈していることにも注意する必要がある。仮にこれらの情勢悪化が国際金融市場を取り巻く環境変化に繋がれば、新興国のなかで経常赤字であるなど対外収支が脆弱な上、財政赤字を抱えるなど「双子の赤字」に直面する国々は資金流出の動きが活発化して苦境に立たされる事態は想像に難くない。現時点においてこうした環境変化の蓋然性は高くないとみられるが、国際金融市場におけるプレゼンスが高いなかで対外収支や財政構造が脆弱かつ、政治情勢の不安定化が懸念されるトルコや南アフリカは資金流出の「標的」にされやすい。一度どこかの新興国における信用不安懸念に火が点けば、同様の材料をきっかけに他の新興国に飛び火する事態も予想され、国際金融市場における「ドミノ倒し」的な信用不安が各国金融市場の資金調達環境の悪化が内需を下押しするとともに、世界経済の減速が外需の下振れを招くことも考えられる。足下の新興国経済は「ぬるま湯」的な市場環境を謳歌しており、この変化は新興国経済の成長シナリオの見直しにも繋がることから、好調な状況のうちにリスクへの耐性強化が求められるほか、そのための協調体制の構築も不可欠である。

以上

図3 新興国のクロスボーダー信用残高の推移

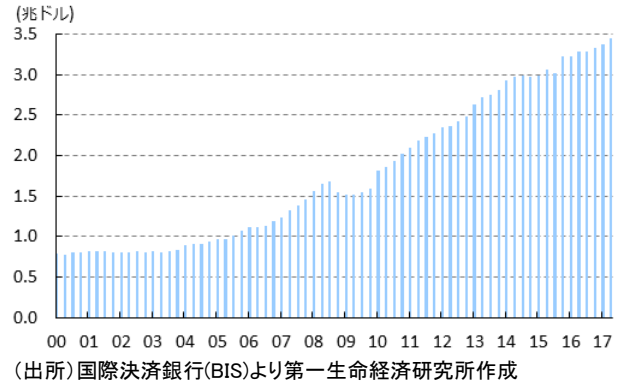


図4 非金融民間企業部門信用残高/GDP比の推移

