World Trends

マクロ経済分析レポート

新興国が浸かった「ぬるま湯」は大転換するか

～「発火点」となった米国FRBの動きが最も重要な鍵を握る～

発表日：2018年２月６日(火)

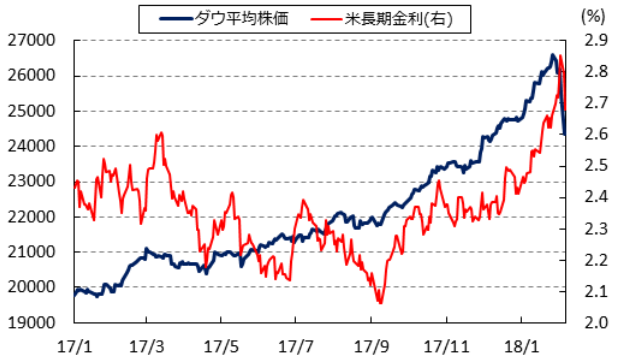
第一生命経済研究所　経済調査部
担当 主席エコノミスト 西濵　徹(03-5221-4522)

（要旨）

- 米雇用統計を受けたＦＲＢの利上げペースの加速観測は米長期金利の上振れを招く一方、株価暴落に繋がっている。トランプ政権発足後は株価上昇局面が続いて高値が意識されやすかったことも調整圧力に拍車を掛け、世界的に連鎖的な株価暴落を引き起こしている。多くの新興国や資源国はこのところ、世界経済の自律回復が続くなかでの世界的な「カネ余り」を追い風に資金流入が続くなど、「ぬるま湯」的な環境に浴してきたが、そうした流れも変化する可能性があるなど大きな岐路に立たされようとしている。
- 狼狽的な動きが広がった背景には、今年が周期的に「金融ショック」が意識されやすいことも影響したとみられる。先進国による金融政策の「正常化」の動きは世界金融危機後の金融市場のルール変更に繋がり、新興国にとっては動揺が増幅されやすい環境にあった。ただし、足下の世界経済は引き続き自律回復の動きを強めるなど、過去のショック時には世界経済の「ピークアウト」が意識されやすかった状況とも異なる。
- 過去の「ショック」では金融市場の混乱を契機に金融機関が破たんし、連鎖的に信用収縮が拡大して実体経済を下押ししたことがある。世界金融危機後は金融機関のリスク管理強化が進んでおり、事態が短期的に収束すれば実体経済への悪影響は比較的軽微に留まるとみられる。その意味では、一連の動揺の発火点となった米国ＦＲＢのパウエル新議長は就任早々から重責を背負うことになっていると言えよう。

- 先週金曜に発表された米国の１月の雇用統計では、非農業部門の雇用者数が引き続き堅調な拡大を続けていることが示されたほか、１月から一部の州で最低賃金が大幅に引き上げられたことを受けて平均時給の伸びが約８年半ぶりの高い伸びとなり、金融市場では先行きの物価押し上げに繋がるとの見方が強まった。折しも原油相場の底入れに伴いインフレ圧力が高まるとの見方から、年明け以降の金融市場では米国ＦＲＢ（連邦準備制度理事会）による利上げ実施ペースが加速するとの観測が高まり、それを反映する形で米国長期金利も上昇基調を強める流れがみられた。上述の雇用統計はそうした動きを一段と加速させることに繋がったほか、先月末のＦＯＭＣ（連邦公開市場委員会）において「ハト派」的な姿勢を維持してきたイエレン前議長が退任し、パウエル新議長が就任したタイミングと重なったことは、金融市場の疑心暗鬼を惹起した可能性が考えられる。パウエル氏は 2012 年にＦＲＢ理事に就任して以降、基本的にコンセンサスに従う意思決定を行ってきたことから、イエレン体制下で行われた極めて慎重なスタンスを共有しているとみられる一方、自らが主導する形でコンセンサス形成に動いた形跡は乏しいとされる。今後任命される副議長をはじめとする空席ポストの陣容によって政策スタンスは如何様にも変わる可能性が見込まれており、雇用環境が堅調さを維持するなかで賃金上昇に伴いインフレ圧力が高まる事態が具現化すれば、政策スタンスの大幅な変更を余儀なくされるとの見方が動揺を増幅させているとみられる。さらに、この

図１　米長期金利とダウ平均株価の推移



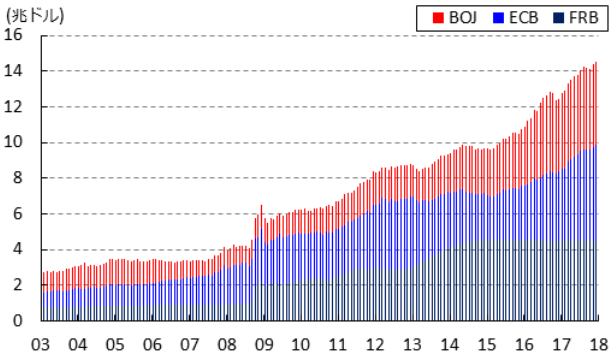
（出所）Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

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。

ところの金融取引を巡ってはその太宗がコンピュータプログラムを通じたアルゴリズムの活用が進んでいる上、足下ではＡＩ（人工知能）の活用も進むなど、平時においては問題が起こりにくいものの、市場混乱など「異常値」に該当する事態に直面すると一方向に大きく動きやすい傾向が指摘されている。結果、長期金利の予想外の上振れを招くとともに、昨年の米トランプ政権誕生以降、株式市場では政権による経済政策への期待に加え、足下の世界経済が自律回復の動きを強めていることも相俟って「トランプラリー」と称される資金流入が続いて相場の高値感が意識されていたことは、予想外の金利上昇への過剰反応を引き起こして相場の急落に繋がっている。米国発の株式相場の急落を受け、先進国・新興国問わずに世界中の株式市場に動揺が波及しているほか、米国の長期金利上昇は国際金融市場における「カネ余り」も追い風に新興国に流入してきた資金の動きを変える可能性が高まっており、新興国や資源国通貨は調整している。このところの国際金融市場を巡っては、先進国を中心とする「超緩和状態」の長期化を背景とする「カネ余り」が続く一方、世界経済の自律回復の動きを背景に「ぬるま湯」的な環境が続いており、世界的にリスクマネーの動きが活発化してきた。また、昨年来の原油をはじめとする国際商品市況の底入れに伴い資源国景気にも底打ち感が出ており、新興国や資源国などへの資金流入の動きが活発化してきたが、環境変化を受けてそうした状況が大転換を迎えるのか、足下の状況は大きな岐路に立っていると判断出来る。

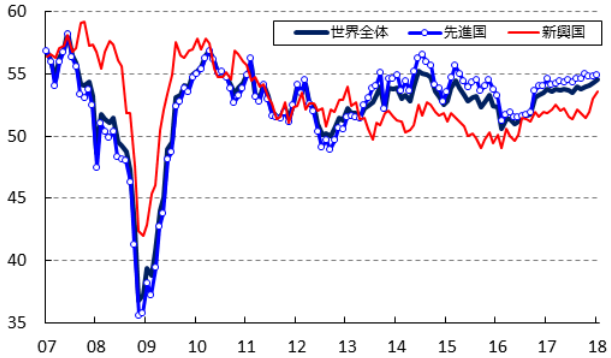
- ここ数日における米国株式市場の調整幅が 1987 年に発生したいわゆる「ブラックマンデー」を上回っていることを受けて、一部では同種の危機的状況に発展する可能性を想起する声も仄聞される。ただし、調整幅の観点でみれば当時と現在は相場の水準がまったく異なっている上、当時の下落幅は１営業日中に２割以上（▲22.6%）と極めて異常な水準に達したが、今回のダウ平均株価の下落幅は２営業日併せたベースでも▲6.6%の下落に留まるなど些か反応が過剰になっている可能性はある。なお、このような反応が広がっている背景には、上述した 1987 年の「ブラックマンデー」から 10 年後の 1997 年に「アジア通貨危機」が発生、その 10 年後の 2007 年には世界金融危機の端緒となる「パリバショック」が発生するなど、10 年周期でバブルの発生と崩壊を繰り返してきたことがある。そして、今年はいわゆる「リーマンショック」をきっかけとする世界金融危機から丸 10 年を迎え、周期的にみて連想が働きやすい環境にあることも影響している可能性がある。足下では世界金融危機後に先進国を中心に実施されてきた「超緩和状態」の巻き戻しの動きが進むなど、世界的な「カネ余り」を前提にした国際金融市場のゲームのルールが変更されるとの見方が出ていることも、市場に渦巻く疑心暗鬼を増幅させているとみられる。事実、昨年秋以降米国ＦＲＢはバランスシート規模の縮小を開始し、四半期ごとにそのスピードを緩やかながら加速させる動きをみせているほか、ＥＣＢ（欧州中央銀行）は年明け以降量的金融緩和政策による資産買入規模を縮小する方針であり、日銀も「ステルス」的に事実上の資産買入規模が縮小するなど、金融政策

図 2　先進国主要中銀のバランスシート規模の推移



（出所）Bloomberg より第一生命経済研究所作成

図 3　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

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。

の正常化に向けて動き始めている。こうした動きを反映する形で先進国の長期金利が上昇基調を強める可能性が高いことを勘案すれば、それに伴って新興国や資源国向け投資の妙味は低下することに伴い資金流入ペースが鈍化する可能性は考えられる。ただし、依然として世界的なマネーの規模自体は緩やかながら拡大するなど「カネ余り」の状態が続いていることには変わりがない上、足下の世界経済は引き続き自律回復の動きを強めるなど実体経済は力強く推移しており、上述したような「ショック」の頃のようにいずれも世界経済のピークアウトが意識されていた状況とは異なっており、単純に比較することは難しいと考えられる。

- なお、過去の「ショック」においては株価下落やそれに伴う信用収縮の動きをきっかけに金融機関が破たんに追い込まれ、その結果として信用収縮が連鎖的に拡大して実体経済にも大打撃を与えることに繋がったものの、現状は世界金融危機後に定められた「ボルカー・ルール」に基づき金融機関による高リスク投資は抑えられている。また、各中銀は監督下にある金融機関に対する「ストレスシナリオ」の義務化を通じてリスク管理の強化に取り組んでおり、早期に実体経済に影響を与える信用収縮に繋がる可能性は見通しにくい。ただし、混乱が長期化することになれば、そのことが金融機関のみならず企業部門の体力を奪うことになり、結果的に実体経済にじわじわと重石となっていくことは避けられないであろう。その意味では、今後は一連の株式市場における混乱を早期に収束させることが出来るか否かに注目が集まる。発火点が米国であることを勘案すれば、一義的には米国ＦＲＢが事態収拾に向けて動くことが求められており、パウエル新議長は就任早々から重責を背負うことになったことは間違いない。なお、上述した 1987 年の「ブラックマンデー」の際には、当時ＦＲＢ議長の就任からたった３ヶ月のグリーンスパン議長が金融市場での流動性懸念に対して水面下での供給を行う旨の声明を出し、比較的早期に事態収拾が図られた経緯がある。足下では世界経済の拡大局面が長期化しており、ここ数年は「ピークアウト」が意識される状況が続いているものの、現時点でそうした状況に陥る可能性は低いとみられてきたなか、今回の一連の動揺がそのきっかけになるか否か、パウエル新議長の一挙手一投足は大きな鍵を握っている。

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。