

# World Trends

発表日: 2019年8月15日(木)

## 市場環境の変化で新興国の「利下げドミノ」は終わりを迎えるか

～「逆イールド」発生による懸念の一方、当面は「米国」の動向に左右させられる展開に～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 年明け以降の国際金融市場では、米FRBの「ハト派」転換を契機に昨年の動揺を受けて利上げ実施に追い込まれた新興国は落ち着きを取り戻した。さらに、一部のマネーはより高い収益を求めて新興国に回帰するなど活況を呈した。一方、世界経済は頭打ちの様相を強める対照的な動きが続くなか、新興国では利下げによる景気下支えの動きが広がる「利下げドミノ」がみられた。今月に入って以降、米中摩擦再燃などで国際金融市場は短期的に動揺したが、米FRBが追加的な「予防的利下げ」に動くとの期待は「利下げドミノ」を下支えした。
- しかし、足下では米国での「逆イールド」発生を受けて景気後退局面入りが意識されるなど、市場環境が一変するリスクが高まっている。世界経済の不透明感の高まりを受けて「質への逃避」の動きが広がれば、足下で下落する新興国通貨の下振れが意識され、「利下げドミノ」の転換を余儀なくされるなど景気下支えが困難になる可能性もある。新興国を巡るリスク要因も山積するなか、一気に顕在化すれば環境変化にも繋がりが得る。当面は米国経済が鍵を握るなか、トランプ米大統領や米FRBの一挙一動に左右される展開が続くであろう。

年明け以降の国際金融市場においては、米FRB（連邦準備制度理事会）による『ハト派』姿勢への転換をきっかけに、昨年の金融政策の正常化の動きに加え、夏場のいわゆる『トルコ・ショック』を発端とする国際金融市場の動揺を受けた資金流出圧力への懸念から金融引き締めに追い込まれた新興国などでは落ち着きを取り戻す動きがみられた。さらに、米FRBは『予防的利下げ』の実施とバランスシート縮小の終了を決定したほか、ECB（欧州中央銀行）も金融緩和の実施を言明するなど、先進国中銀を中心に金融緩和圧力を強める動きをみせている。結果、先進国を中心に長期金利が低下傾向を強めたことで、米国株は一時過去最高値を更新する動きをみせたほか、一部のマネーはより高い利回りを求めて新興国に回帰する動きも出るなど、国際金融市場は活況を呈する動きをみせた。他方、昨年来の米中摩擦の激化に加え、世界的に保護主義的な動きが広がりを見せていることを受け、ここ数年堅調な動きをみせてきた世界貿易は昨年末以降急速に萎縮するなど、世界経済の下押しに繋がる動きが顕在化している。こうした状況を受けて、世界貿易の動向に敏感なグローバルに製造業は企業マインドを悪化させており、足下では欧州債務問題をきっかけにした世界経済及び国際金融市場の混乱直後以来の低水準となる一方、サービス業の企業マインドの堅調さが下支え役となる展

図1 グローバル製造業・サービス業 PMI の推移



(出所) IHS Markit より第一生命経済研究所作成

開となっている。このように、実体経済の減速懸念が高まっているにも拘らず、国際金融市場は世界的な『カネ余り』というぬるま湯状態を背景に活況を呈する対照的な状況が続いてきたものの、足下ではそうした環境に『陰り』が出る兆候もうかがえる。なお、このところの新興国においては、国際金融市場の活況に伴い上述の通り昨年利上げ実施に追い込まれた状況が一変したことも追い風に、利下げ実施を通じて景気下支えを図る流れが続き、さながら『利下げドミノ』とも呼べる動きが広がりを見せてきた（詳細は7月17日付レポート「[米FRBの姿勢転換で新興国の「利下げドミノ」が始まるか](#)」をご参照下さい）。そうした動きは今月に入って以降、米中摩擦の再燃が意識されたことで国際金融市場が短期的に動揺する動きをみせたにも拘らず、新興国による『利下げドミノ』の動きが変化するには至らなかった。その背景としては、米国経済が依然緩やかながら拡大を続けている上、金融市場が米FRBによる追加的な『予防的利下げ』の実施を期待したことが大きいと捉えられる（詳細は2日付レポート「[米中摩擦、FRB、米国経済…、新興国を左右するのは結局「米国」](#)」をご参照下さい）。

足下では米国金融市場において長期金利が急速に低下して長短金利が逆転する「逆イールド」状態となったことから、過去においては逆イールドの発生を起点にして米国経済が景気後退局面入りする傾向が強いことを受け、金融市場を取り巻く環境を一変させている。なお、逆イールドの発生が景気後退局面入りに繋がる経路としては、長期金利の低下に伴う利ざや縮小に伴い銀行など金融機関による企業向け貸出が急速に細り、それを受けて企業倒産が拡大するとともに雇用環境の悪化を招いて、最終的に景気後退を余儀なくされるということが考えられる。今次局面における逆イールドの発生は、国際金融市場の『カネ余り』状態が続くなかで世界経済を巡る不透明要因の増大を理由に『質への逃避』の動きが強まる一方、米FRBが金融政策正常化の動きから緩和に転じたばかりで短期金利が高止まりしている局面と重なったと捉えられ、米FRBが一段の金融緩和に動くことを通じて解消が図られる可能性はある。ただし、上述のように世界経済を取り巻く環境は着実に悪化の方向に向かうなど不透明感が増しており、仮に米FRBをはじめとする先進国中銀が相次いで緩和方向に舵を切るとともに、一段の深掘りを図る姿勢をみせても、国際金融市場における『質への逃避』の動きが収まるかは不透明である。なお、

『質への逃避』の動きは、年明け以降の国際金融市場の落ち着きなどを背景に新興国などに回帰したマネーの動きを再び逆流させることに繋がっており、リスク性資産である新興国通貨などには下押し圧力が掛かりやすくなる。つまり、国際金融市場の活況も追い風に『利下げドミノ』の動いてきた新興国にとっては、通貨防衛の観点から休止ないし転換を余儀なくされ、世界経済及び自国経済が減速感を強めるなかで利下げ実施による景気下支えに動くことも出来ない困難な状況に直面する可能性が高まっている。折しも、アルゼンチンでは11日に実施された大統領予備選挙でバラ撒き政策を志向する野党候補が予想外の勝利を収めるなど、現政権の再選に『黄信号』が点ったことをきっかけに通貨、株式、債権が『トリプル安』の様相をみせるなど混乱する動きがみられる（詳細は13日

図2 MSCI 新興国通貨指数の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

付レポート「[アルゼンチン、マクリ大統領の再選に「黄信号」でリスク再燃](#)」をご参照下さい)。また、世界経済の最大のリスク要因である米中摩擦の行方は依然見通しが立たないなか、足下では香港で発生している反政府デモを巡って中国当局が『実力行使』を示唆する動きをみせており、仮にそうした事態に突入すれば米中摩擦が新たな段階に突入するとともに、アジア有数の金融センターである香港市場が大きく動揺する可能性もくすぶる。これら以外にも、イランを中心とする中東情勢の行方など、世界経済や国際金融市場の動向に影響を与え得るリスク要因は山積しており、こうした問題が折り重なるように具現化すれば、ここ数年の世界的な『カネ余り』を背景にリスク投資を積極化させてきた投資家マインドは一変し得る状況にある。その意味では、当面の鍵を握るのは『一人勝ち』を続けてきた世界経済の『最後の砦』である米国経済の行方次第の状況は変わらず、トランプ米大統領の言動に加え、米FRBの対応などに一喜一憂させられる展開になると判断出来る。

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、第一生命保険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。

