

三井住友信託銀行

調査月報



時論

今一度、「貯蓄から投資(資産形成)へ」を考える.....1

経済の動き

米国金利を巡る環境の変化

～グローバル経済金融レビュー 2018年秋～.....3

新興国への逆風で転ぶ先、踏ん張れる先

～マネーフローを通じた、主要新興国のリスクシナリオ分析と信用力見通し～.....8

時論

今一度、「貯蓄から投資(資産形成)へ」を考える

今年、わが国は、大阪北部地震、平成30年7月豪雨、台風21号の暴風雨、北海道胆振東部地震など数多くの自然災害に襲われました。甚大な被害に見舞われ、今なお困難な状況におられる方々に、心よりお見舞い申し上げます。

金融庁の調査(2018年6月)が議論と波紋を呼んでいる。国内主要29行の窓口で投資信託を購入した顧客のうち46%が運用損失を抱えていると言う。調査手法については異論もあるようだが、「家計の金融行動に関する世論調査(2017年、金融広報中央委員会)」においても、対象世帯(元本割れリスクのある金融資産を保有していない世帯を含む)の23.1%が「元本割れの経験あり」と回答していることを見ると、さもありなんとも思う。「貯蓄から投資(資産形成)へ」の一翼を担ってきた金融機関に身を置く者としては心穏やかではない。金融機関サイドで反省すべき点は反省しなければなるまい。

ところで、この「貯蓄から投資(資産形成)へ」であるが、要は家計マネーを預貯金から株式や投資信託(以下株式等)に向かわせることである。そもそもこのことにどのような意義・目的・効果があるのか、なぜそれが求められるのか、今一度、正しい認識を政策当局・金融機関・家計の間で共有することが、上記調査結果を単なる悪者探しや相互不信の連鎖にしないためにも必要ではないか。

例えば「預貯金に偏重している家計マネーが株式等へ成長マネーとして向かえば、日本経済の成長と金融の好循環が生まれる」との文言はよく見かけるが、既発株式の所有者が機関投資家等から家計に変わるだけで新たな成長マネーが供給されるはずもなく、経済成長を促進するわけでもない。

新規の株式や社債が活発に発行され、これに家計マネーが向かうのであればともかく、今日の株式市場は企業にとって安定的かつ中心的な資金調達の間場とは言い難い。民間非金融企業の株式による資金調達額を見ると、2014年度は6.6兆円、2016年度は▲0.2兆円、2017年度は0.8兆円とかなりの振幅があり、金額規模も小さい(日本銀行「資金循環統計」)。国債が8割弱を占め、民間資金の出し手と取り手が出会う場としての存在感が低下している債券市場もしかりである。

この間、民間銀行借入による資金調達額は順調に増加し、2016年度には15年ぶりに300兆円台を回復している。日本の金融仲介の中核は依然として相対型間接金融(銀行貸出)である。

スタートアップ企業への資金供給はまさに成長マネーであろうが、これは家計マネーではなく、リスク許容度の高い機関投資家・金融機関・ファンド等が担うべきだろう。

また、長期保有によって価格変動リスクを抑えつつ好リターンが期待できる、という理屈はその通りだとしても、going concernの機関投資家等と異なり、人生の節目も定年も健康状態の変化も寿命もある家計は、“長期”の期間は可変的かつ運命的であり、突然期限を迎えた時点の市況次第では損失を被るという“人生リスク付き市況リスク”を抱えていることを勘案すると、長期積立分散投資の効用は説明しつつも、これを一律かつ安易に勧めることには慎重であるべきであろう。上記調査結果を見ると、なおさらである。

さらに、「日本の家計金融資産は預貯金に偏重し、米英に比べて伸びが低い。もっとリスクを取った運

用をすべきだ」とも指摘される。確かに現在の家計金融資産を1995年比で見ると、米国は3倍超、英国は約2.5倍、日本は約1.5倍と大きな差がある。だがグローバル運用も可能とは言え、利子配当所得も運用利回りも所詮は一国の経済成長＝生み出された付加価値の“おこぼれにあずかる”ところが大きく、名目GDPの成長格差(同じく米国は2.5倍、英国は2.4倍、日本は1.1倍)を考えれば、家計金融資産の成長格差を、家計の度胸のなさ？や成功体験の乏しさのせいにするのは筋違いであろう。

株式等への運用を否定しているわけではない。家計が海外の経済成長の果実を取り込もうとする際には、株式等は手軽かつ的確な運用手段と言える。

日本企業は近年、有形固定資産を増やす従来型の設備投資よりも、海外企業の買収・出資を活発に行うという事業投資会社の性格を強めている。海外の果実を取り込む形態は、生産・販売・設備拡大よりも、買収・出資企業からの受取配当金という形にシフトしており、これが配当原資となって国内の株主に還元されるルートは太く、速くなっている(かつ直接的な為替変動リスクもない)。

海外企業買収の成否や世界景気次第で、配当金の増減や元本割れがありうることは言うまでもないが、株式等運用の等身大のメリットが伝わっておらず、単に家計にリスクテイクを促しているように見える。

このように、巷間、見聞する「貯蓄から投資(資産形成)へ」の情宣文句には少なからず経済合理性が乏しいもの、説明不十分なものが散見されるが、今日、何より重要なことは、家計マネーを預貯金から株式等に向かわせることを目的化し、そのための情宣を行うことではなく、①自分の世代の負担は自分の世代で処理し、次世代に残さないという「世代の責任」、②公的セーフティネット・地域・家族に過度に頼らないという「個人の自立」という2つの考え方を定着させ、覚悟を促すことではないか。

このことは、社会保障関係費の増加、深刻な財政事情、人口オーナスの更なる進行、地域や家族の支え合い力の低下—という日本の経済社会の現状と将来を考えると当然のことであり、社会保障、税制、成長戦略、地方創生等わが国の政策策定と制度設計すべてにおいて貫徹されるべきことでもある。

この「世代の責任」「個人の自立」という覚悟の上に立つことによって、①老後の生活に備えるべく、公的・企業年金を補完するための資産形成を行う自助努力が、国から言われなくとも自然と引き出され、②若年時から少額でも積み立てることの意義・重要性が認識されるとともに、真の自己責任が根付き、③国は家計に自助努力を一方向的に押し付けているのではなく、税制等を通じて家計の自助努力を支援することに今日的役割があることが理解され、④NISAは、単なる株式等の運用優遇措置というよりも、自助努力支援税制の一つと捉えることによって、一層の活用が図られ、⑤iDeCo(個人型確定拠出年金)へのニーズが一段と高まるとともに、制度拡充(拠出限度額の上げないし撤廃等)も進むと考えられる。

換言すれば、「世代の責任」「個人の自立」の意義を十分理解した家計が、それぞれの事情に応じて、自己責任と自助努力で「資産形成へ」に踏み出しさえすれば、「貯蓄から投資へ」「貯蓄から貯蓄へ」「投資から貯蓄へ」「投資から投資へ」のいずれでも構わないのであり、「貯蓄」も立派な「資産形成」であり、家計金融資産の預貯金偏重が変わるかどうかは、結果に過ぎないと割り切るべきではないか。

こうした認識に立つことが「経済成長と金融の好循環」の近道であり、金融機関が真に顧客本位に立つことにも通じるのではないか。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

米国金利を巡る環境の変化

～グローバル経済金融レビュー 2018年秋～

<要旨>

今年2月初、米国の長期金利が3%を超えて上昇したことに端を発し、一部の新興国経済が大きく揺さぶられる事態が発生した。このことは、米国長期金利の動向が世界経済の持続的な成長にとって重大なリスク要因であることを改めて示した。

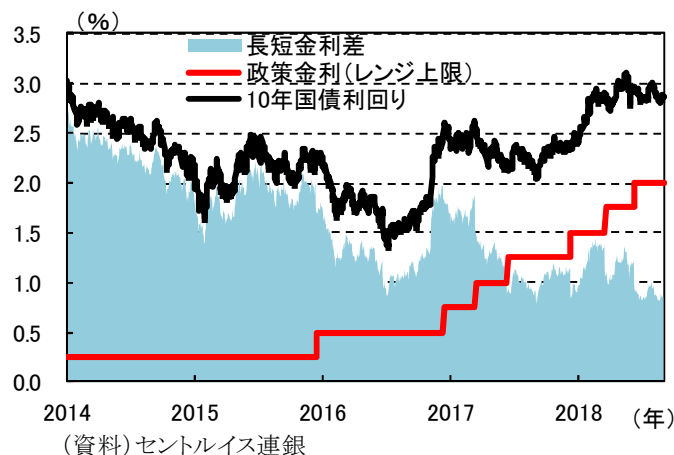
米国では、物価上昇率が概ねFRBの目標値である2%に到達したことに加え、足元で賃金上昇率の高まりが確認される等、ファンダメンタルズ要因は米国金利の上昇につながりやすい状況となりつつある。加えて、FRBのバランスシート縮小や米国政府の追加輸入関税措置も、米国金利が上昇しやすくなる要因になる。FRBは、今後2年間程度は段階的な利上げを継続すると見られるが、その間、何らかのショックにより長期金利が大きく上振れて、株価下落や新興国の金融情勢が悪化する可能性がある。

1. 米国長期金利と新興国通貨

今年2月初に公表された米国の平均時給(速報値)は、市場予想を大きく上回って、前年同月比+2.9%となった。これを契機に、米国の長期金利は3%を超え、多くの国の株価下落及び新興国通貨の下落を引き起こした。米国金利の上昇が、通貨をはじめとする新興国の金融情勢を悪化させる動きは、2013年5月に米国連邦準備制度理事会(FRB)が、当時実施していた大規模金融緩和策の規模縮小を示唆した際に生じた、いわゆる「テーパー・タントラム」に類似した事態である。今回は、調査月報今月号「[新興国への逆風で転ぶ先、踏ん張れる先](#)」で分析されているように、テーパー・タントラム時とは異なり、新興国通貨が一様に下落したわけではない。しかし、新興国の金融環境が揺さぶられる展開は、米国が主導する貿易摩擦問題と並んで、米国金利の上昇が世界経済の持続的な成長にとって重大なリスク要因であることを改めて認識させた。

ここ数年の米国の政策金利、長期金利の動きを振り返ると、FRBは2015年12月に金融危機後初めてとなる利上げを実施して以降、着実に金融政策の正常化の道を進み、2018年8月末の政策金利は1.75～2.0%まで引き上げられている(図表1)。その一方で、長期金利の上昇幅は小さく、

図表1 米国長短金利の推移

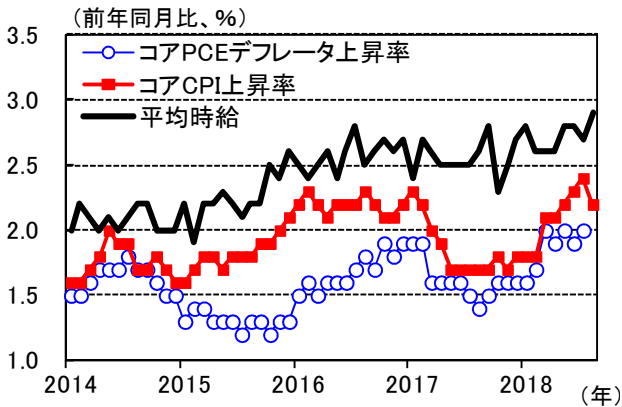


長短金利差は利上げ開始時から大きく縮小した。この背景として、米国での物価上昇率及び賃金上昇率の伸び悩みというファンダメンタルズ要因に加え、FRBによる国債等の大規模購入等、長期金利の上昇を人為的に抑制する要因の存在も指摘することができる。では、これらの要因は足元でどのように変化しており、この先どのように変化し、結果として長短金利を巡る環境がどのように変化していくのか。本稿ではこの点について検討していく。

2. 特殊要因が剥落し、2%に到達しつつある物価上昇率

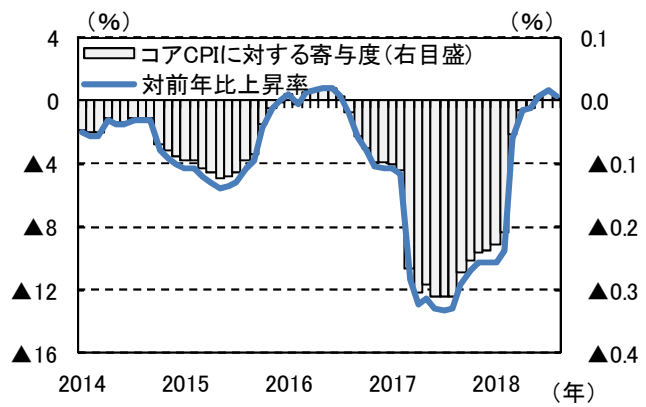
昨年までの物価動向を振り返ると、雇用統計をはじめ多くの経済指標は米国経済が非常に好調であることを示唆していたにもかかわらず、物価の上昇ペースは鈍かった(図表2)。この背景には、昨年2月に通信大手が携帯電話の通話料金に対して「無制限プラン」を導入したため、消費者物価指数(CPI)の中の「携帯電話サービス」が前年同月比で約13%も下落し、これが(コア)CPI全体の対前年上昇率を大きく低下させたという、特殊かつ一時的な要因があった(図表3)。

図表2 米国物価関連指標の推移



(資料) 米国労働省労働統計局、米国商務省経済分析局

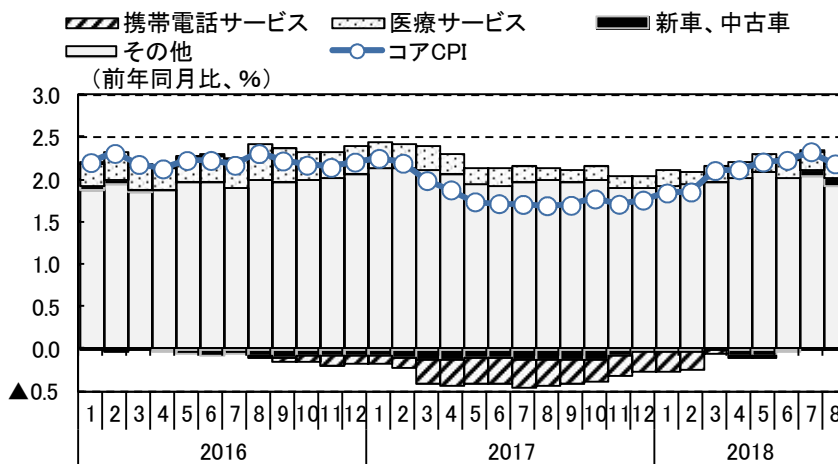
図表3 「携帯電話サービス」価格指数の推移



(資料) 米国労働省労働統計局

ただし、この「携帯電話サービス」に起因する下振れ要因が残存していた間の物価上昇率は横這いで推移したため、この特殊要因を除いても物価の上昇基調はやはり弱かったと言える(図表4)。2017年9月に開催された連邦公開市場委員会(FOMC)後の記者会見で、当時のイエレン議

図表4 コアCPIの寄与度分解



(資料) 米国労働省労働統計局

長はこのような状況を指して「物価の謎(mystery)」と語っており、この時点ではまだ、物価上昇率の低迷が長期化する懸念が残っていたと解釈できる。

しかし、その後、昨年10月にコアCPIの対前年比上昇率が再び拡大に転じ、今年2月には「携帯電話サービス」の前年の押し下げ効果が剥落、更に、2017年にはマイナスの寄与度だった「新車、中古車」が直近7月にはプラスに転じたこと、そして「医療サービス」のプラス寄与が拡大したこと等で、足元では前年同月比+2%を上回って推移している。また、FRBがCPIよりも重視していると言われるコア個人消費支出(コアPCE)デフレーターを見ても、5年毎に実施される包括改定により当該指数が遡及改定されたこともあり、今年3月の時点で既に同+2.0%に達し、その後も同+1.9~2.0%で推移している。こうした足元の状況を見ると、物価上昇率が長期に亘って低迷し続ける懸念はかなり後退したものと考えられる。

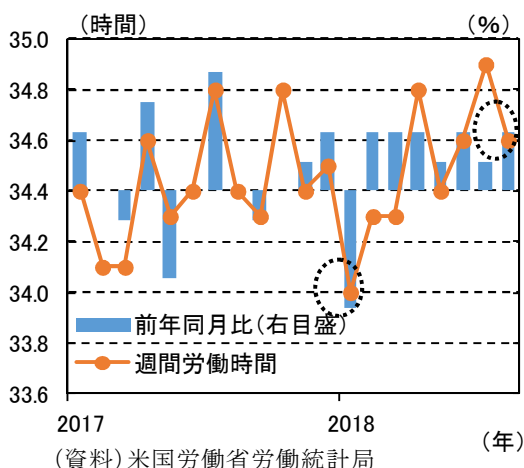
3. 労働需給逼迫を反映して上昇率を高め始めた賃金

物価や期待インフレ率に影響を与える要因としては、賃金が重要である。直近2018年8月の平均時給は、速報値ながら前年同月比+2.9%と、2009年6月以来の高い伸び率を記録した(前頁図表2)。昨年は同+2.3~2.8%と、2%台前半も含むやや広い範囲で振れていたが、2018年に入ってから2%台後半の範囲に収まり、基調としても高まっている(前頁図表2)。

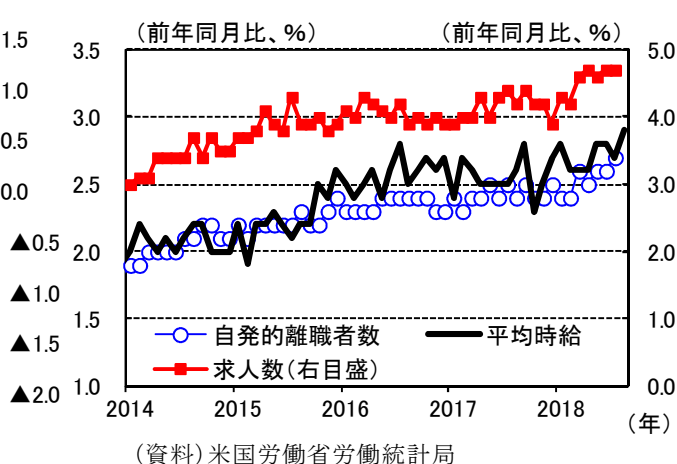
本年2月に速報値ベースで同+2.9%という伸び率を示した時は、米国東部を襲った寒波の影響により労働時間が短縮化し、固定給の労働者も多いために、統計上の計数が嵩上げされた(図表5)。これに対して、今回は労働時間の短縮が見られないため、今回の結果は基調的な賃金伸び率の高まりを反映している可能性が高い。

また、足元で自発的離職率が上昇していることも、ここ数ヶ月の賃金上昇ペースの趨勢が高まってきたことを支持する動きである。自発的離職率は、労働者がより良い条件を求めて転職する動きが強まれば高まるため、賃金上昇率と連動しやすく、このことは過去の動きを見ても確認できる(図表6)。

図表5 週間労働時間



図表6 求人数と離職者数の推移



こうした複数の材料を考慮すると、これまでは「労働需給が逼迫しているにもかかわらず米国の賃金上昇率はなかなか高まらない」状態であったものが、ここに来てようやく「労働需給逼迫を受け

て賃金上昇率が高まり始めた」という変化が生じていると判断できる。賃金の伸び率が高まることは、人件費増加を通じて、サービスを中心に消費者物価を押し上げる要因となる。賃金の伸び率が高まってきたという趨勢的变化は、やや長い目で見て物価、ひいては金利が上昇しやすくなってきたことを示す動きと見ている。

4. FRB のバランスシート縮小と対中追加輸入関税が物価・金利に及ぼす影響

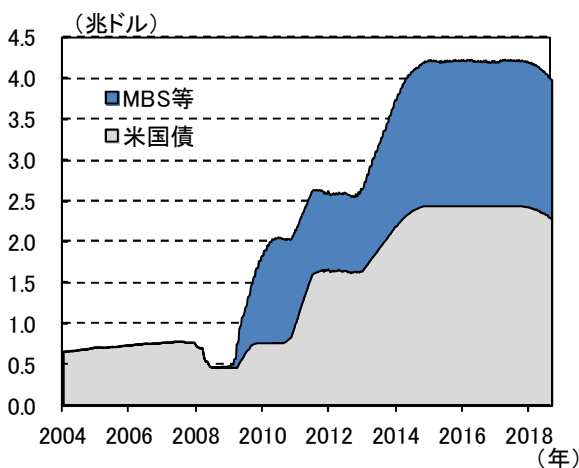
物価や賃金といったファンダメンタルズ面の変化に加えて、FRB や政府による政策も金利を押し上げる要因になる。

2008年のリーマン・ショック後、FRBによる金融緩和策に国債やMBS等の大量購入が含まれていたことは、長期金利の上昇を抑制した一つの要因となっていたが、FRBは既に昨年10月からバランスシートの縮小に着手しており、この先、FRBの国債等保有残高は減っていく(図表7)。これが、この先の長期金利上昇要因となる。

加えて、米国政府が立て続けに発動している中国からの輸入への追加関税も、この先の物価と金利が上がりやすくなる要因となる。特に9月24日からの発動を決めた対中輸入2,000億ドルに対する追加関税は、これまでとは異なり消費財が課税対象に含まれるため、消費者物価へ与える一次的なインパクトは既発動分よりも強いと考えられる(図表8)。また、消費財に限らず資本財等でも、発生した追加関税コストは、一旦は企業がその一部を負担するものの、その負担増加分はタイムラグを伴って徐々に各財の販売価格へ転嫁され、いずれは最終的な消費財価格に反映されていくと考えられる。これを前提とすると、追加関税の物価への影響は一時的なものではなく徐々に発現する可能性が高く、長い目で見て物価が上昇していく要因となる。

また、先進国の中では、米国が他国に先んじて利上げ路線に転じたが、欧州でも金融政策の正常化が進展しており、こうした状況も米国金利の上昇を後押しすると考えられる。

図表7 FRBの米国債等保有残高の推移



(資料)NY 連銀

図表8 追加輸入関税の対象となる中国からの輸入品目

(億ドル/2017年)

個人消費項目	中国からの輸入額 (a)	支出額 (b)	追加関税インパクト (a)*25%/(b)	総輸入額 (d)	中国からの輸入シェア (a)/(d)
家電	134	553	6.1%	322	41.6%
旅行用品等	64	297	5.4%	110	58.0%
家具類	247	1,896	3.3%	498	49.7%
住宅用雑貨	20	307	1.7%	66	30.9%
服飾用材料	20	839	0.6%	38	54.2%
娯楽品	16	648	0.6%	24	64.6%
その他	123	128,674	0.0%	1,179	10.4%
合計	624	133,214	0.1%	2,237	27.9%

(資料)米国商務省及び米国通商代表部の公表資料を基に、三井住友信託銀行調査部集計

5. 今後の米国金利に関する展望

FRBは、1990年代以降、日本経済がバブル崩壊と金融危機を経て長期に亘ってデフレに陥った経験に鑑み、金融危機後は積極的に金融緩和を行うとともに、景気回復局面にあっても景気や物価上昇圧力が十分な回復力を有するようになるまで、政策金利を低水準で据え置くスタンスを取ってきた。言い換えれば、FRBはデフレ圧力に相当な警戒感を抱いていたものと考えられる。こうした点を念頭に置くと、2015年12月以降、段階的ながらも、FRBが利上げを継続してきた背景として、2%という物価上昇率の目標達成に対してFRBが自信を深めたと解釈することができる。事実、米国では、物価上昇率が目標値に到達しつつあるほか、雇用市場の逼迫により賃金の上昇も確認出来るようになってきた。足元で米国の長期金利が3%を超えた背景にはこうしたファンダメンタルズ要因があり、この先は、FRBのバランスシート縮小と米国政府による追加輸入関税という政策要因も加わって、金利が上昇しやすくなっていくだろう。

こうした見方を前提とした金融政策の見通しについては、今年には既に2回の利上げが実施され、年末にかけて更に2回の利上げを見込んでいる。2019年に入ってから米国の景気の堅調な拡大が続くことから利上げも継続され、2019年末までには2%台後半～3%と、FOMC参加者が見込む政策金利の中長期的な目標水準の3%に近づくだらう。但し、3%という政策金利の中長期的な水準が上方にシフトするほど物価上昇率が高まるとは見込んでいない。そして長期金利は、物価・賃金の趨勢変化や政策要因を反映して「利上げが進む中でも3%前後に留まる」という状態を脱し、順イールドを維持したまま上昇していくと考えられる。

この間の米国長期金利の上昇ペースが、賃金・物価情勢の改善に見合った緩やかなものであれば、金利上昇が米国経済に打撃を与える可能性は低い。ファンダメンタルズの弱い国を中心に、新興国経済を巡る環境は確実に厳しくなっていく。また、物価上昇率等の経済指標の上振れやトランプ政権による追加的な減税・財政支出策といった米国発の何らかのショックを契機に、長期金利が急激に上振れることがあれば、米国をはじめとする先進国でも資産価格が下落する局面を迎えるほか、新興国では比較的ファンダメンタルズのしっかりした国でも、通貨下落や資金流出懸念の高まりで金融市場の動揺に巻き込まれやすくなる。米国の賃金・物価情勢が上向いたという環境変化を踏まえると、このような急激な金利上昇で金融市場が動揺するといった事態は、これまでよりも起きやすくなると考えられる。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

新興国への逆風で転ぶ先、踏ん張れる先

～マネーフローを通じた、主要新興国のリスクシナリオ分析と信用力見通し～

<要旨>

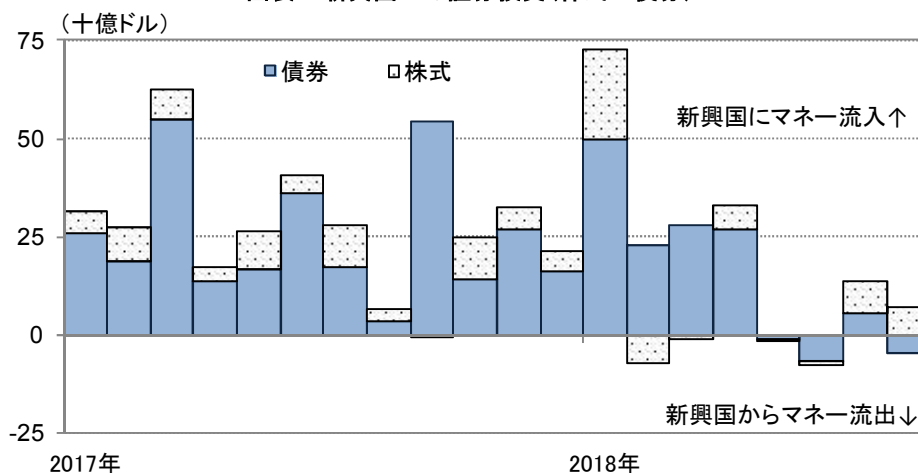
2018年に入り、新興国からグローバルマネー¹が流出する事態が発生し、トルコやアルゼンチンをはじめ一部新興国では通貨の急落に見舞われている。本稿では、主要新興国11カ国を対象に、マネー流出に対する各国の脆弱性評価を行った上で、今後発生するリスクシナリオを想定し、各々のシナリオにおけるリスク要因が、マネーフローの変調を伴いつつ、主要新興国の信用力に及ぼす影響を考察した。

その結果、今後特に要注意の国として、トルコと南アフリカが浮かび上がった。両国はマネー流出への脆弱性が突出し、本稿が想定するリスクシナリオにおいて大幅な信用力の悪化が懸念される。また、両国よりマネー流出への耐性が高いブラジル、メキシコ、インド、インドネシアなどの国も、一部のリスクシナリオにおいて深刻なマネー流出に見舞われ、経済・金融システムの混乱が発生する虞があり、留意が必要である。そして、マネー流出への耐性が最も高いと評価される韓国、中国、タイなども、深刻な貿易戦争が長期化するシナリオにおいて大きな悪影響を受けることとなるため、油断することはできない。

1. 新興国からのグローバルマネー流出

グローバルマネーは、先進国を中心に緩慢な経済成長とインフレ、低い金利水準が続く「適温経済」と呼べるような環境において、より高い収益性を追求して新興国資産に安定的に流入していた。しかし、18年に入るとその動きは不安定となり、米国の金利上昇や貿易摩擦の激化などを背景に、グローバルマネーが新興国から流出する事態が度々発生している(図表1)。

図表1 新興国への証券投資(株式&債券)



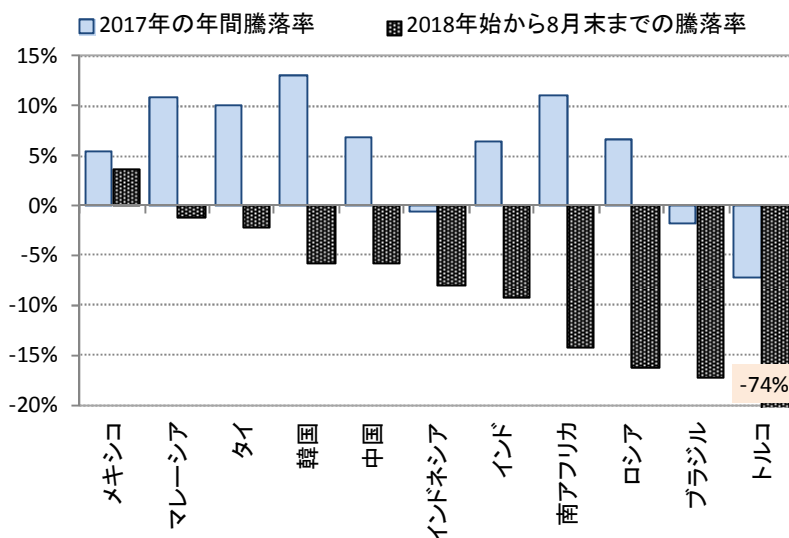
(資料) IIF データより、三井住友信託銀行作成

新興国通貨の騰落状況を見ると、トルコ、ブラジル、ロシア、南アフリカは▲10%を超える大幅な

¹ 本稿は原則として、「グローバルマネー＝国境を跨ぐ証券投資」と想定する。

通貨安に見舞われているものの、他の新興国通貨の騰落幅は小さく、国によってばらつきが大きい(図表2)。通貨騰落の状況からは、マネー流出は全ての新興国から一律に発生しているものではなく、選別的に発生していることが伺われる。

図表2 主要新興国の通貨騰落状況(対米ドル)



(資料) Bloomberg データ、IMF データより、三井住友信託銀行作成

本稿では、マネー流出に対する主要新興国の脆弱性を評価し、今後発生しうる外部環境の変化がマネーフローの変化を伴いつつ、主要新興国の信用力にどのように影響するかを考察した。なお、対象とした新興国は、中国、韓国、タイ、マレーシア、インド、インドネシア、ロシア、メキシコ、ブラジル、南アフリカ、トルコの計 11 カ国²である。

2. マネー流出に対する主要新興国の脆弱性評価

主要新興国のマネー流出に対する脆弱性を評価するため、次頁図表3のヒートマップを作成した。端的には、脆弱性が高い(図表3で下方に位置する)国ほどマネーは流出しやすく、マネー流出がもたらす悪影響も大きいと考える。また、各々の評価項目をあえて色分けすると、(1)の項目の脆弱性はマネー流出を直接的に引き起こす要因で、(2)の項目の脆弱性はマネー流出がもたらす悪影響を左右する要因となる。

評価分類が(1)の項目について説明すると、一般的に経済成長の鈍化、インフレの加速による金利上昇、政治リスクや地政学リスクの高まりなどは、資産価格を下落させ、マネー流出を引き起こし易い。また、経常収支が赤字となっている国はその赤字を海外マネーで補う必要がある点で弱みとなり、対外債務などの対外ポジションを示す経済指標の脆弱性と共に、それらの項目の悪化自体がマネー流出を引き起こし易い。

評価分類が(2)の項目については、マネー流出と共に通貨安が進むことを想定すると、対内証券投資が大きいほどマネー流出による金融市場の混乱が発生しやすく、また対外債務が大きけれ

² トルコと並んで、目下ではアルゼンチンも債務危機の懸念が高まることで通貨が急落している。但し、同国は2001年の対外債務支払い停止宣言を皮切りに長年、債務危機に陥り、2014年にも国債のデフォルトが再発している。同国のこうした特殊性を踏まえ、本稿の対象国には含めていない。

ば通貨安で返済負担が膨らみ企業のデフォルトを増加させる。そのほか、外貨準備は通貨の安定維持のための重要な手段であり、当局の危機対応力の高低もマネー流出時の悪影響の大きさを決める重要な要素となる。

図表3 主要新興国のマネー流出に対する脆弱性評価

	実質GDP成長率	インフレ率	政治リスク	地政学リスク	経常収支額GDP比	対外債務GDP比	対内証券投資残高GDP比	ネット国際投資ポジションGDP比	外貨準備短期対外債務比率	外貨準備額対適正額比率	財政収支額GDP比	政府債務額GDP比	当局の危機対応力
評価分類	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1),(2)	(1),(2)	(1),(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
韓国	中	低	低	中	黒字	低	中	黒字	高	中	黒字	中	高
中国	高	低	低	中	黒字	低	低	黒字	高	低	赤字	中	高
タイ	中	低	中	低	黒字	中	中	赤字	高	高	赤字	中	中
マレーシア	高	低	低	低	黒字	高	中	赤字	中	低	赤字	中	中
ロシア	低	低	低	高	黒字	中	低	黒字	高	高	赤字	低	低
インドネシア	高	中	低	低	赤字	中	中	赤字	高	中	赤字	低	低
インド	高	中	低	低	赤字	低	低	赤字	高	中	赤字	高	低
メキシコ	低	中	低	低	赤字	中	中	赤字	高	中	赤字	低	低
ブラジル	低	中	高	低	赤字	中	中	赤字	高	中	赤字	高	低
南アフリカ	低	中	低	低	赤字	中	高	黒字	中	低	赤字	中	低
トルコ	中	高	高	高	赤字	高	中	赤字	低	低	赤字	低	低

(注)各データの17年値を使用し評価。セルの色が濃いほどリスクが高いことを表す。対象国の順番は、リスクの高い項目(濃い色のセル)が少ない順で上から下に並べており、下に位置するほど脆弱性が高い。

(資料)IMFデータ、CEICデータより、三井住友信託銀行作成

図表3の結果から、マネー流出に対して最も脆弱性の高い国として、トルコが浮かび上がっている。昨今、「トルコショック」として世間を騒がせたトルコリラの急落は、対米緊張の高まりが直接のきっかけと見られているが、同国の持つ脆弱性の高さを踏まえると、マネー流出と通貨安に見舞われるのは、やむをえないものと言えよう。

3. マネーフローの変調につながるリスクシナリオとその影響

もともと、外部環境の変化により、脆弱性に関する対象国の順番が図表3と異なってくることもありうる。ここからは、外部環境の急変に伴うマネーフローの変調が、対象国に及ぼす影響について考察する。本稿では、今後、グローバル経済を取り巻く環境を一変させ、マネーフローの変調を引き起し、新興国の信用力を低下させるリスクシナリオを、次の通り想定する。

I. グローバル・インフレーションシナリオ

- ・ 先進国の成長加速とインフレの高騰を受け、FRB や ECB の金融引き締めが加速すること
- ・ 地政学リスク等で原油供給に大きな支障が生じ、原油価格が急騰・高止まりすること

II. グローバル・スタグフレーションシナリオ

- ・ 米国発の貿易戦争が全面的に実現し、世界貿易の停滞が長期間にわたり続くこと

以下では、各々のシナリオにおけるリスク要因が、マネーフローの変調を伴いつつ、主要新興国の信用力に及ぼす影響を考察する。

(1) グローバル・インフレシナリオ

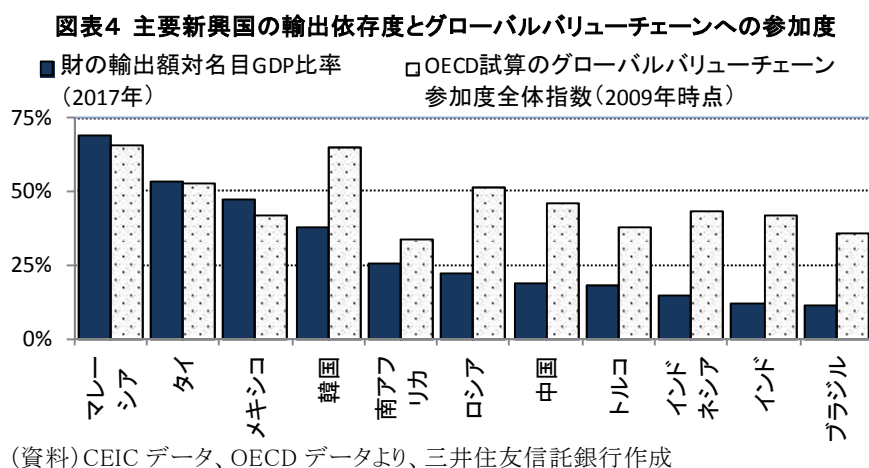
このシナリオの実現につながるリスク要因として、先進国の景気拡大によるディマンドプル型のインフレ発生と、原油の供給支障によるコストプッシュ型のインフレ発生の二つを想定する。

① 先進国の景気拡大と物価・金利上昇が同時発生、金融引き締め加速

先進国の景気拡大とインフレ上昇を背景に、FRB や ECB が金融引き締め策を加速させることで、新興国資産の相対的魅力度が大幅に低下し、新興国から先進国に向けて「マネーの逆流」が起こるケースを想定する。なお、マネーの逆流に伴う通貨安は、そのペースが緩やかであれば輸出を刺激するポジティブな効果も考えられるが、基本は経済・金融システムの混乱につながる要因として考える。

本稿対象国の内、経済成長や物価水準、経常収支といった項目で健全性が高いマレーシア、タイ、韓国、中国などは、急激なマネー流出と通貨安を回避することが可能と考える。特に、輸出産業が発達している（＝輸出依存度が高い、図表4）マレーシア、タイ、韓国は、通貨安が緩やかなものであれば輸出の伸びにより経済成長が支えられ、経済環境の安定回復につながりうると考える。

上記の国々とは対照的に、経済状況や対外ポジションの面において脆弱性を抱えるトルコ、インドネシア、インド、ブラジルなどは、急激なマネー流出と通貨安を回避し難く、また輸出産業の発達度（輸出依存度）も低いため、通貨安がもたらすポジティブ効果も期待できない。特に、外貨準備が不十分で、財政状況や当局の危機対応能力といった点において脆弱性が高いトルコや南アフリカは、急激な通貨安に対応するためには大幅な利上げに踏み切らざるを得ず、企業部門のデフォルト増加、国内景気の急失速につながることで、更なるマネー流出や通貨安が進行するという悪循環に陥るリスクがある。



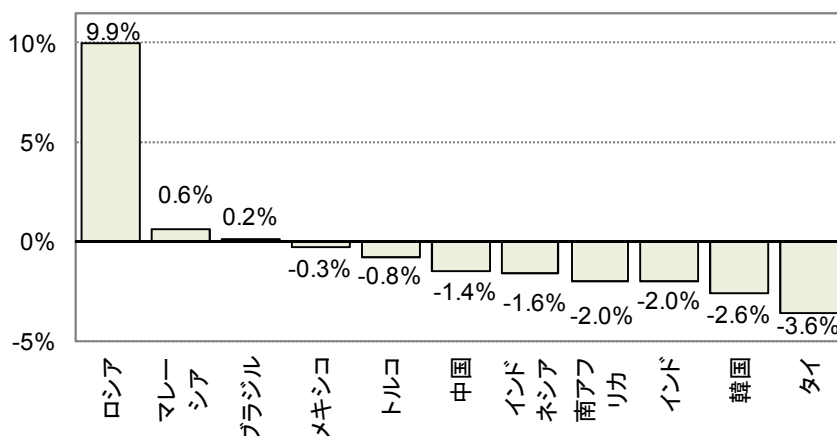
② 地政学リスク等による原油価格急騰

ここでは産油国を巻き込んだ戦争などにより、世界の原油供給に大きな支障が発生し、Brent 原油価格が 100ドル/バレルを超えて上昇し、高止まりするケースを想定する。

油価急騰はロシアなど産油国経済に追い風となる一方、タイ、韓国、インド、南アフリカ、インドネシア、中国、トルコといった原油輸入国(図表5)には、経常収支の悪化や輸入インフレの上昇といった悪影響をもたらし、深刻なマネー流出と通貨安につながる虞がある。

また、原油高と通貨安の同時進行による輸入インフレの高まりは、国内の物価高騰につながるリスクがある。原油輸入国の中でも、経常赤字体質で、輸入物価によるインフレの昂進が生じやすいトルコ、南アフリカ、インド、インドネシアなどは、油価急騰が経常赤字の悪化に拍車を掛け、更なる通貨安を誘発し、インフレの高騰を引き起こす虞がある。当局は通貨や物価の安定を取り戻すため、①のケースと同様に大幅な利上げに踏み切らざるを得ず、企業部門のデフォルト増加や国内景気の急失速につながるリスクがある。

図表5 主要新興国の石油関連貿易収支対名目 GDP 比率(2017年)



(資料)UNCTAD データ、IMF データより、三井住友信託銀行作成

(2) 全面的且つ長期的な貿易戦争によるグローバル・スタグフレーションシナリオ

米国発の貿易摩擦問題はエスカレートしつつあり、今後全面的な貿易戦争に発展するリスクがある。以下では、貿易戦争の激化が対象国に及ぼす影響を、初期段階と長期化したケースに分けて考える。

まず、全面的な貿易戦争が勃発する初期段階では、トランプ政権は財政刺激策を同時に導入することで景気の下支えを行い、政権支持率を保つ必要があると思われ、米国ではインフレ圧力は高まるものの、底堅い経済成長は維持される。それに対して、主要ターゲットとなる中国やメキシコ、そして間接的な影響を受けやすい輸出依存度やグローバルバリューチェーンへの参加度³が高いマレーシア、タイ、韓国などは輸出産業を中心に大きな逆風を受けることとなる。他方、輸出依存度やグローバルバリューチェーンへの参加度が低い他の対象国は、この段階で悪影響を受けにくい(前掲図表4)。

次に、深刻な貿易戦争が泥沼化、長期化するケースを想定する。世界貿易が大きく停滞することで、どの国においても深刻な景気悪化局面を迎える。米国自身も景気腰折れのリスクが高まり、トランプ政権は貿易戦争を続けるのであれば、米国はインフレの昂進と景気の悪化が同時進行するスタグフレーションに突入し、世界同時不況につながりかねない。投資家はリスクオフ姿勢を強め、米国債といった安全資産に集中することで、新興国全般から大規模なマネー流出が発生し、

³ OECD が発表したデータ。最後のデータは 2009 年で、2010 年以後のデータ発表は無し。

貿易戦争の初期段階では悪影響を受けずに済んだ新興国も深刻な打撃を受けることとなる。

特に、外貨準備や財政状況、当局の危機対応能力といった点において脆弱性が高いトルコや南アフリカは、深刻なマネー流出に見舞われ、経済・金融システムの混乱、更なるマネー流出といった悪循環に陥るリスクが高い。そのほか、米国向け輸出額は輸出全体の約80%を占め、名目GDPの約35%に上るメキシコも、深刻な状況に見舞われることが予想される。

4. 主要新興国の信用力見直し

今後、グローバルマネーフローと新興国の経済環境は、各リスク要因の影響により不安定さが増し、「デコボコ道」を辿ることが予想され、新興国は信用力によって大きく明暗が分かれていくことが考えられる。主要新興国を対象に行ったマネー流出に対する脆弱性の評価と、今後想定されるリスクシナリオに関する分析を鑑み、対象国の信用力見直しを次の通りまとめた。

まず、トルコと南アフリカは、対象国の中で最もマネー流出への脆弱性が高く、本稿で提起したいずれのリスクシナリオにおいても、大幅な信用力悪化に見舞われる懸念が高いため、特に注意すべき国である。また、マネー流出への脆弱性評価において両国より優れるポジションに位置するブラジル、メキシコ、インド、インドネシアなどの国でも、一部のリスクシナリオにおいては、深刻なマネー流出と通貨安に見舞われ、トルコなどと同様に、経済・金融システムの混乱が発生するリスクがある。

そして、マネー流出への耐性が最も高いと評価される韓国、中国、タイなどの国は、深刻な状況に陥ることから免れる可能性が高い。但し、これらの国についても、全面的且つ長期的な貿易戦争が実現するシナリオにおいて、大きな悪影響を受けることとなるため、油断することはできない。

シェン ショウイー

(海外調査チーム 盛 暁毅 : Sheng_Xiaoyi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。