

# 米国景気堅調な中で高まる不確実性

～グローバル経済金融レビュー 2016 年冬～

## <要旨>

2016 年に入ってから急速に国際金融市場の緊張が高まり、昨年 8～9 月に生じたいわゆるチャイナ・ショックに似た様相を呈している。マクロ経済情勢を当時と比べると、雇用統計を中心に米国景気の堅調さが確認されたにもかかわらず、先行きへの懸念が高まっている背景には、米国の利上げによる悪影響への懸念に加えて、資源価格下落や中国景気減速、国際政治面での不安定化といった複数の要因が、相互作用的に先行きの不確実性を高めていることがある。米国景気の堅調さは世界経済を支えるプラス要因であると同時に、米国利上げが新興国・資源国の景気とクレジットを悪化させるというマイナス面もある。この先の世界経済を見る上では、両者のどちらが強くなるかが重要だが、後者の方が強くなるリスクが徐々に高まりつつあるのが現状であろう。

## 1. 再び高まり始めた国際金融市場の緊張

[3か月前に公表した前回のレポート](#)では、米国の非農民間雇用者数増加幅が強弱の目安である前月差 20 万人を 2 か月連続で下回ったことを取り上げた。その背景として製造業の雇用者数が減少に転じていることに触れ、グローバル規模で貿易量が伸び悩んでいることが米国の製造業雇用に影響し、製造業と関連が深い運輸業や卸売業の雇用者増加ペースが鈍化していることを指摘したが、ここ 3 か月の非農民間雇用者数増加ペースは前月差 20 万人を大きく上回った。業種別の内訳を見ても、製造業で増加が続き、運輸・卸売とも増加している(図表1)。こういった堅調な景気の推移を背景に、米国連邦準備理事会(FRB)は 2015 年 12 月に政策金利を引き上げた。

図表1 業種別の米国非農雇用者数

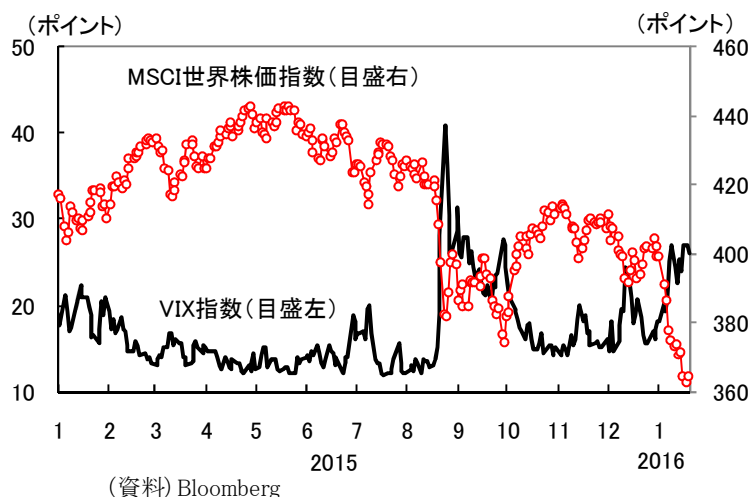
(前月差、万人)

|          | 2015 |       |       |       |      |      |
|----------|------|-------|-------|-------|------|------|
|          | 7    | 8     | 9     | 10    | 11   | 12   |
| 非農雇用者計   | 22.3 | 15.3  | 14.5  | 30.7  | 25.2 | 29.2 |
| 民間計      | 19.5 | 12.5  | 16.5  | 31.2  | 24.0 | 27.5 |
| 建設       | 0.5  | 0.8   | 1.9   | 3.5   | 4.8  | 4.5  |
| 製造業      | 1.1  | ▲ 1.9 | ▲ 0.8 | 0.3   | 0.2  | 0.8  |
| 非製造業     | 18.8 | 14.6  | 16.9  | 27.8  | 20.1 | 23.0 |
| 専門サービス   | 4.0  | 3.5   | 3.2   | 9.4   | 2.1  | 7.3  |
| 空運・陸運・海運 | 0.1  | 0.0   | ▲ 0.5 | ▲ 0.4 | 0.4  | 0.5  |
| 卸売       | 0.3  | 0.5   | ▲ 0.1 | 1.1   | 0.9  | 0.2  |
| 政府部門     | 2.8  | 2.8   | ▲ 2.0 | ▲ 0.5 | 1.2  | 1.7  |

(資料) 米国労働省

しかし、2015年末頃から国際金融市場の緊張が再び高まってきている。このことは、金融市場の緊張度合いを示すとされ、「恐怖指数」とも言われるVIX指数が上昇し、株価が下落しているところに表れている。中国元の切り下げが行われたことがきっかけで生じたいわゆる「チャイナ・ショック」のあった2015年8～9月と似た様相を呈しており、VIX指数の水準は昨年夏を下回っているものの、世界株価指数は当時を下回る水準まで下落している(図表2)。

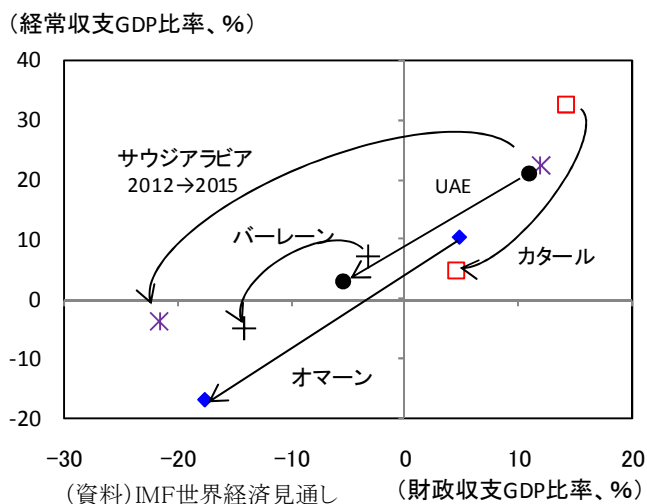
図表2 VIX指数と株価の動き



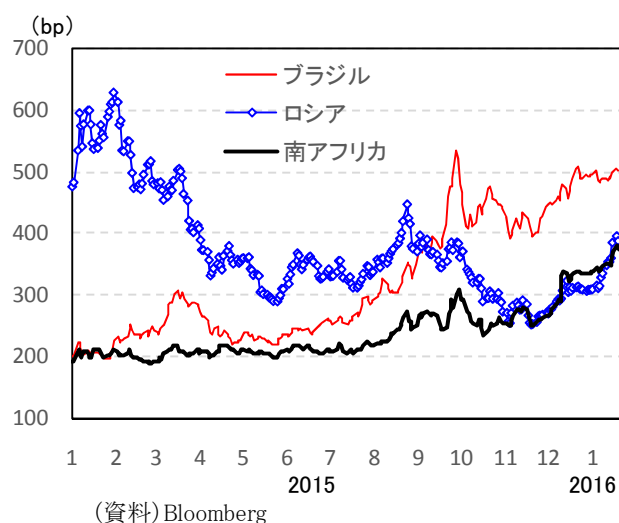
## 2. 金融市場の緊張を招いた複数の要因

金融市場の緊張を招いた要因は一つではなく、複数指摘できる。最初に挙げられるのは、資源価格下落が資源輸出国経済に及ぼす悪影響への懸念が高まっているところに、政治面の不安定性や地政学的リスクがそれを強めていることが挙げられる(図表3、4)。資源価格の下落は世界経済全体にとってはプラス材料になるのが本来の姿だが、想定以上に下落した上に政治面でリスクが加わることで不確実性の源泉となり、足許ではマイナス要因になっている。

図表3 産油国の財政・経常収支変化(2012年→2015年)

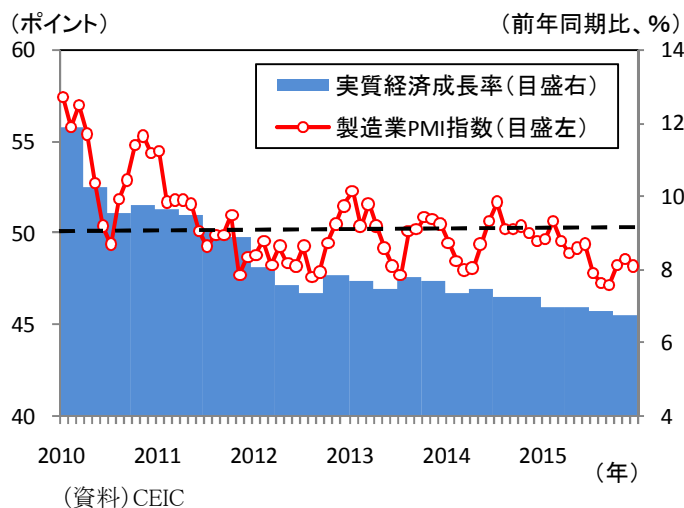


図表4 主要資源輸出国のCDSプレミアム(5年)

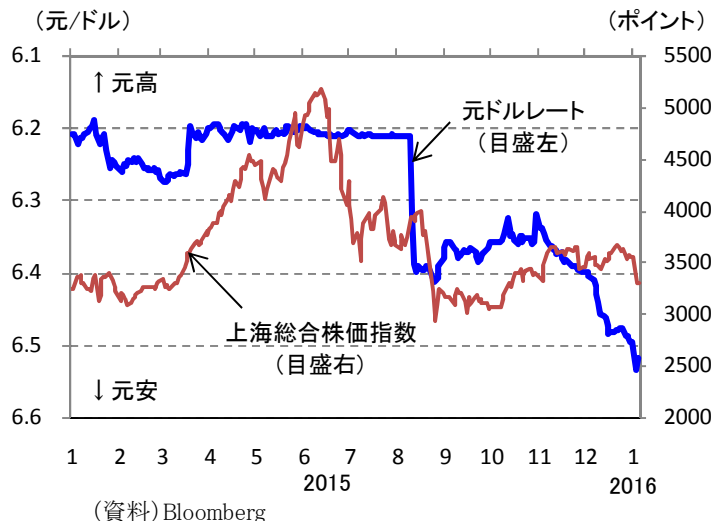


次に挙げられるのが、中国景気減速の影響に対する懸念である。製造業 PMI 指数も 50 を下回って推移する中で、10-12 月期の経済成長率は前年比 +6.8% まで低下した(図表5)。更に元ドルレートは 2016 年に入ってから 1ドル=6.5 元を超え、2015 年 8 月のチャイナ・ショックのきっかけになった 2015 年 8 月の元切り下げ時を大きく下回って推移しており、周辺の新興国に対する悪影響も懸念される状況にある(図表6)。

図表5 中国製造業 PMI 指数と実質経済成長率



図表6 元ドルレートと上海総合株価指数

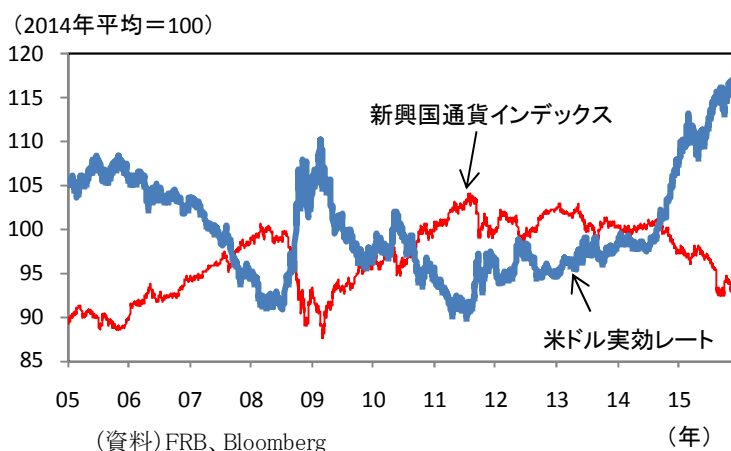


### 3. 米国利上げが開始された中での新興国通貨・金融政策の動き

そして米国景気の堅調さ故に行われた利上げが、新興国からの資金流出と実体経済悪化の懸念につながっていることもある。

新興国に対する懸念を示す動きの中で典型的なものの一つが、通貨レート下落である。米国景気が他国と比べて堅調な推移を維持し、利上げに至るまでの間に、米ドルの実効レートは過去 10 年間の最高値を更新し続けており、その裏で新興国通貨レート下落が続いている(図表7)。

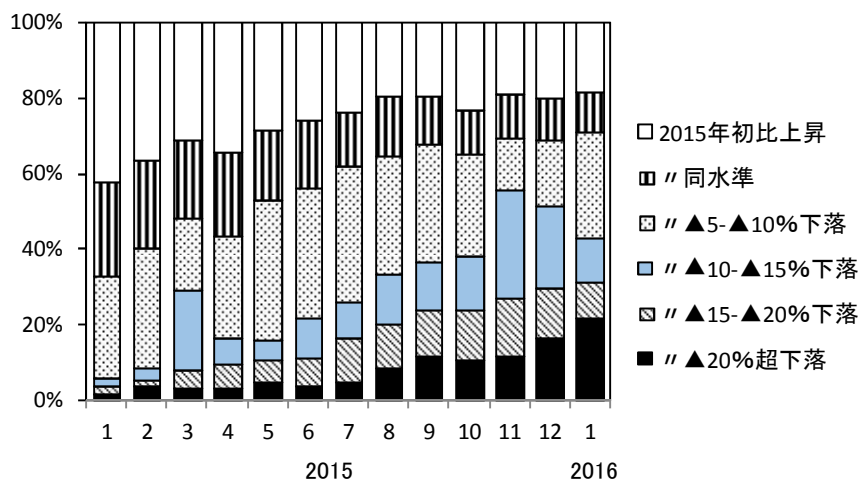
図表7 米ドルと新興国通貨の動き



米国以外の国の通貨の動きをもう少し詳しく見るために、2015 年初めからの対ドルレート変化率を通貨別に見ると、2016 年に入ってから▲10-▲15%下落している通貨が減り、下落率が小さい▲

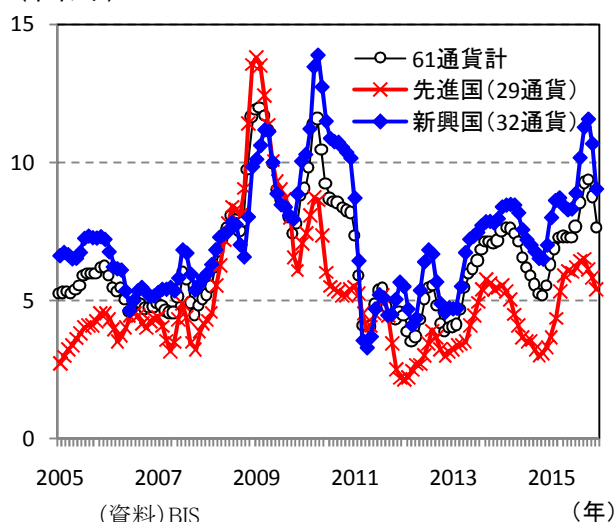
5-▲10%下落の通貨が増えており、一部の通貨は対ドルで値を戻していることが分かる。その一方で、▲15%以上下落している通貨の割合は継続的に上昇し、2015年12月以降は▲20%以上下落する通貨が目立って増加している(図表8)。BISが集計している名目実効レート前年比伸び率の分散が新興国中心に高まっていることも踏まえると、新興国通貨の動きも一様ではなく、格差が生じていることが示唆される(図表9)。

図表8 対ドル変化率で分けた通貨の割合(156通貨中)



(資料) Bloomberg

図表9 各通貨名目実効レート変化率の分散推移(ポイント)



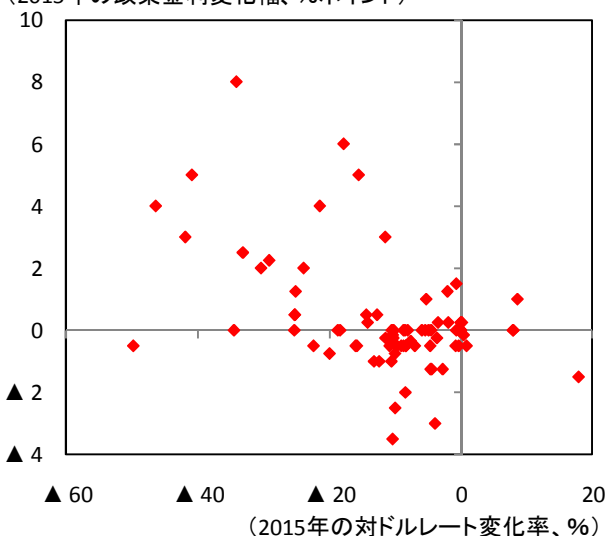
(資料) BIS

(年)

こういった新興国通貨レート下落によって、利上げを余儀なくされているケースが増えている。2015年12月にFRBが利上げを決定した直後に、対ドルで通貨レートを固定している複数の中東産油国や香港が、米国に追随する形で利上げを決定したことが典型的な例である。変動相場制を採用している国でも、通貨レート下落が輸入価格上昇を通じて国内インフレを招く事態を防ぐために利上げに踏み切るケースが増加している。このことは、2015年一年間の対ドルレート下落率と政策金利変更幅の関係が、概ね対ドルレート下落幅が大きいほど政策金利引き上げ幅が大きくなっていることから窺える(図表10)。結果として、2015年後半から資源価格が低下する中でも利上げをする国の数は増え、10-12月期は利下げを行った国の数を大きく上回った(図表11)。

図表10 2015年の対ドルレート変化率と政策金利変更幅の関係

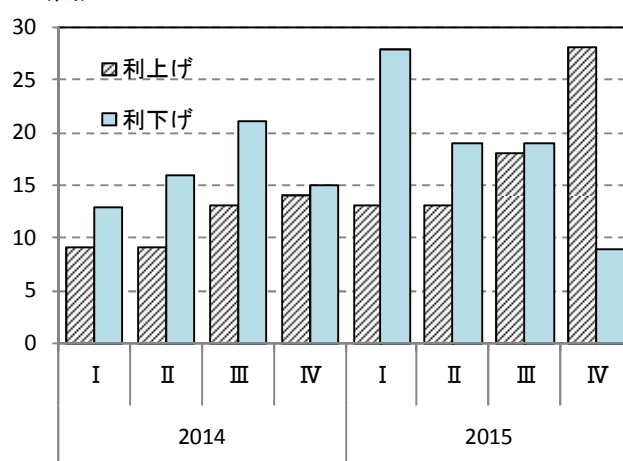
(2015年の政策金利変化幅、%ポイント)



(資料) Bloomberg

図表11 利上げ国と利下げ国の推移

(国)

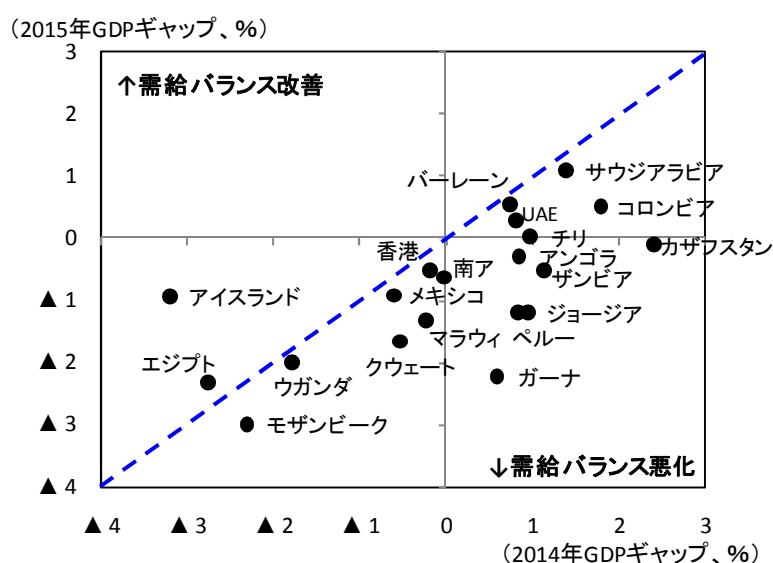


(注) 同じ四半期に2回利上げした国は2カ国としてカウントしている。

(資料) Bloomberg

利上げに踏み切った国の景気が順調であれば問題はないが、2015年10月以降から年末までに利上げた国のGDPギャップを試算すると、ほぼ全ての国で2015年のGDPギャップはマイナスか、プラスであっても2014年から2015年にかけて需給バランスが悪化方向に向かっている。このことから、多くの新興国がやむなく利上げに踏み切っていることが窺える(図表12)。多くは経済規模が小さい国であるために世界経済や国際金融市場に与える影響は限定的との見方もできるが、中にはメキシコや南アフリカなど、ある程度の経済規模を持つ国も含まれており、この先世界経済及び金融市場に無視できないインパクトを与える可能性がある。このように通貨下落やインフレ防止の利上げがこの先新興国実体経済に悪影響を及ぼす懸念が高まっていることも、新興国通貨の下落に拍車をかけていると見られる。

図表12 2015年10-12月期に利上げた国のGDPギャップ  
(2014年・2015年、米国除く)



以上で見てきたような複数の要因が相互的に作用し、先行き懸念の高まりに拍車をかけているのが現状であろう。米国景気の堅調さは世界経済を支える面がある一方で、新興国通貨レートの下落をはじめとして、先行きの不確実性を拡大させている面もある。この先はどちらが強くなるのか、言い換えれば「米国が堅調な推移を維持して世界経済を支え、足許高まった不確実性が払拭されていく」のか、逆に「米国利上げの影響と新興国側の悪材料が重なって世界経済の不確実性が拡大し、金融市場における緊張度合いの高まりが米国を含む世界経済を減速させる」のか、後者のリスクが徐々に意識されつつあるように思われる。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada\_Hiroshi2@smtb.jp)

※本資料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。