

# 平穏な国際金融市場に潜むリスク要因

## ～グローバル経済金融レビュー 2016年秋～

### <要旨>

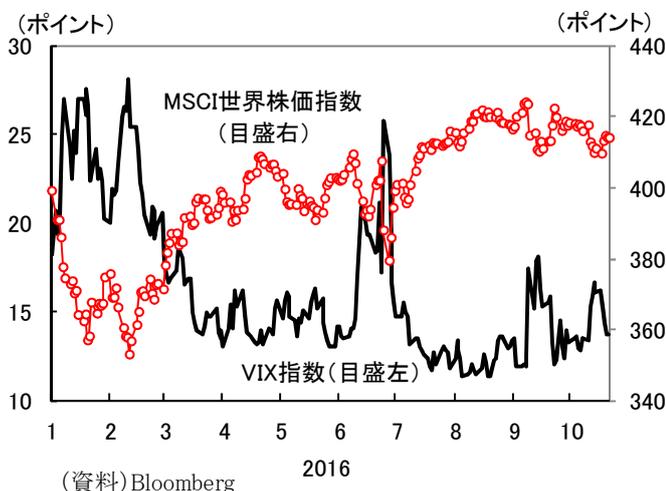
中国景気減速の影響や、EU 離脱を選択したイギリスの国民投票といった、昨年来の国際金融市場に緊張をもたらしてきた要因は最近になって改善しており、国際金融市場は平穏な状態を保っている。米国が今のような堅調な回復ペースを維持すれば世界経済の下振れも回避され、日米の金利差拡大から、緩やかな円安という日本にとっては望ましい展開になるように見える。しかし中国を中心に、過去数年で膨らんだ過剰設備と過剰債務の調整が始まっており、その痛みが出始めている他、一見落ち着いたように見えるリスク要因の多くは、今なお解消されず残っている。向こう1年間、何事もなく平穏に推移するよりも、再び金融市場の振れが拡大する局面が訪れ、内外経済の下振れリスクを意識させられる展開になる可能性の方が高いと見る。

### 1. 落ち着きを取り戻している国際金融市場

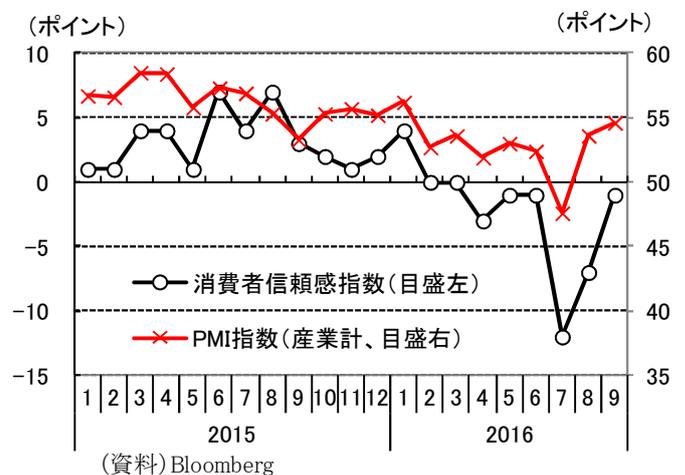
[3か月前に公表した前回のレポート](#)以降も、国際金融市場は総じて落ち着いた状態を保っている。VIX 指数は一時上昇したものの警戒ラインとされる20を下回ったままで、世界全体の株価指数も高い水準を維持している(図表1)。

この理由としては、イギリスの EU 離脱を支持した国民投票の影響に対する懸念が後退していることと、中国景気の持ち直しが確認できるようになっていることが大きい。イギリスでは、投票直後の7月に急激に悪化した企業と家計のマインド指数が8月から9月にかけて急回復し、投票前の水準を回復したことが安心感をもたらした(図表2)。キャメロン前首相の後任が懸念されていたよりもスムーズに決まったという政治面での安定や、ポンド安やイングランド銀行の追加緩和を背景とした株高、そしてポンド安でインバウンド需要が伸びたことなどが背景にあるのだろう。

図表1 VIX 指数と世界株価指数

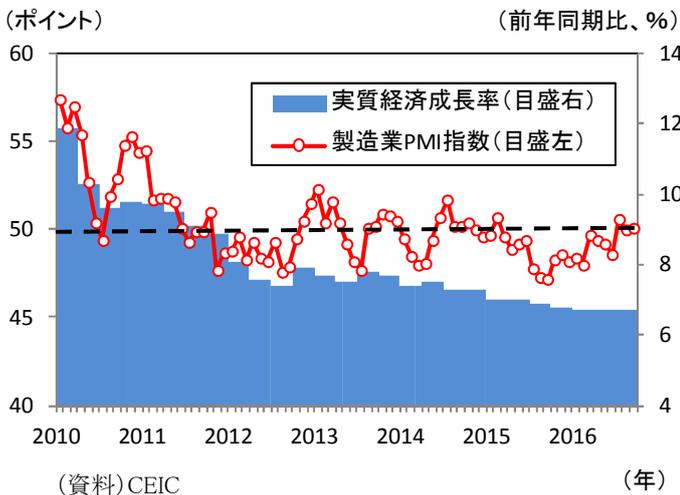


図表2 イギリスの家計・企業のマインド指数

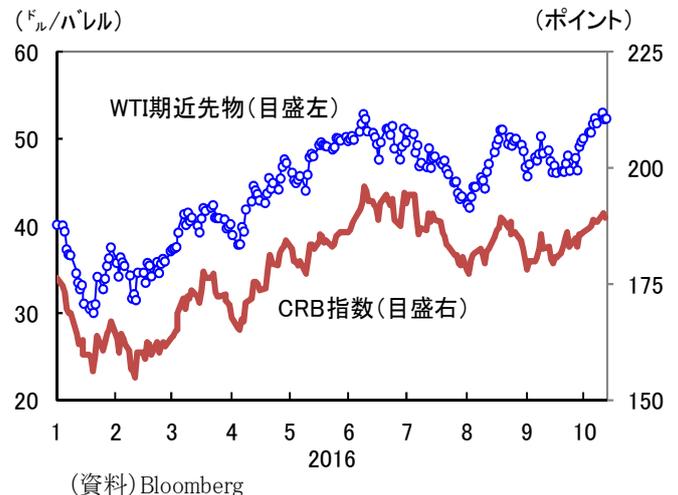


一方中国では、低下が続いていた前年同期比の経済成長率が6.7%で下げ止まり、製造業PMI指数が2015年後半の40台から50前後まで戻している(図表3)。中国景気減速とその影響に対する懸念は、昨年来何度か国際金融市場の緊張を高めた主因であったが、この点に関する不安の沈静化とともに、資源価格が底打ちし、資源輸出国に対する懸念後退と重なって、国際金融市場全体のセンチメントが改善した(図表4)。

図表3 中国の経済成長率と製造業PMI指数



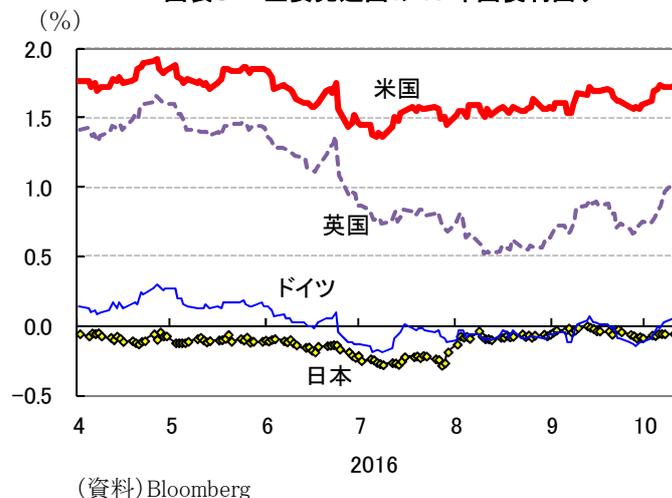
図表4 国際商品市況の動き



## 2. 強すぎず弱すぎない米国経済金利環境

そしてこの3ヶ月間、主要経済圏の長期金利が上昇に転じつつある(図表5)。最初のきっかけは、7月末に日銀が黒田総裁就任以降の金融政策などに関する「総括的な検証」を行う旨を公表したことである。日本では金利が低下し過ぎたことによる弊害に注目が集まっていたため、検証を経た日銀がマイナス金利の弊害を緩和するために国債買入れ額を縮小するとの見方が出た。7月中は▲0.2～▲0.3%で推移していた10年国債利回りは8月に入ってから0.0～▲0.1%の範囲で推移するようになった。

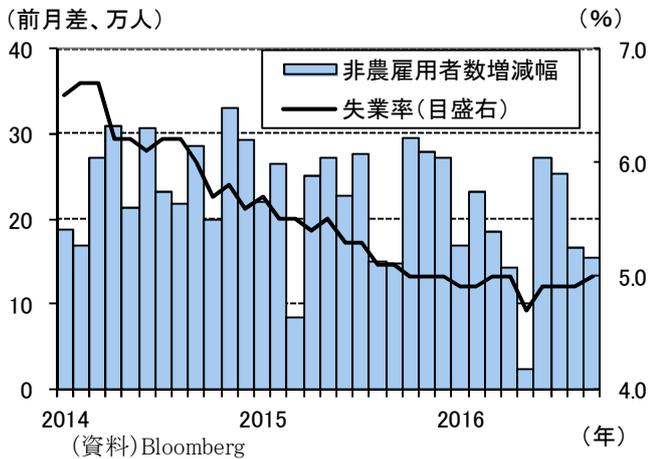
図表5 主要先進国の10年国債利回り



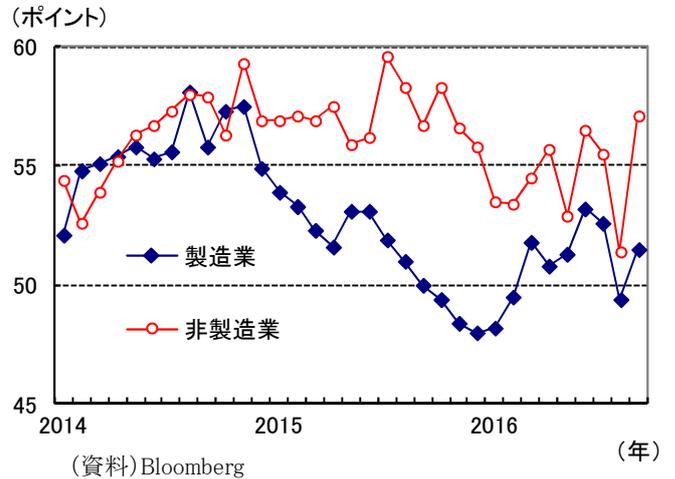
海外でも、既に見たイギリス・中国経済に対する懸念が和らいだ他、ユーロ圏では欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁が「量的緩和策の延長を議論しなかった」と発言したことが量的緩和策の縮

小を示唆したと解釈されて金利が上昇する局面があった。米国では、9月 FOMC での利上げは見送られたが、雇用の回復、8月に急低下した製造業・非製造業の ISM 指数が9月に戻ったといったファンダメンタルズの好転や、原油価格底打ちがこの先の物価に及ぼす影響が徐々に意識され始めたため、10月半ばの10年国債利回りは1.7～1.8%前後まで上昇している(図表6, 7)。

図表6 米国雇用情勢の推移

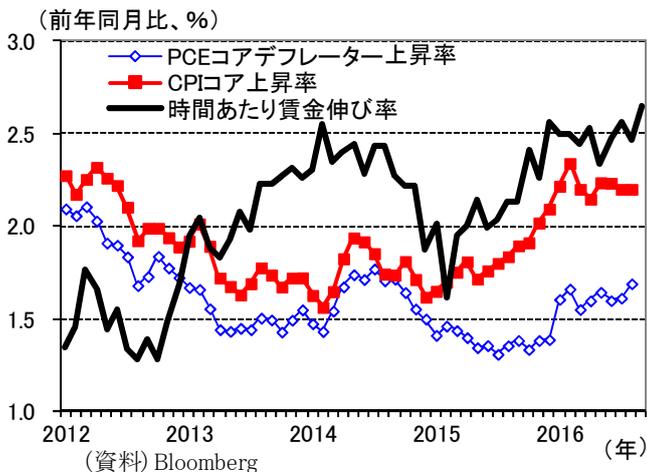


図表7 米国 ISM 指数

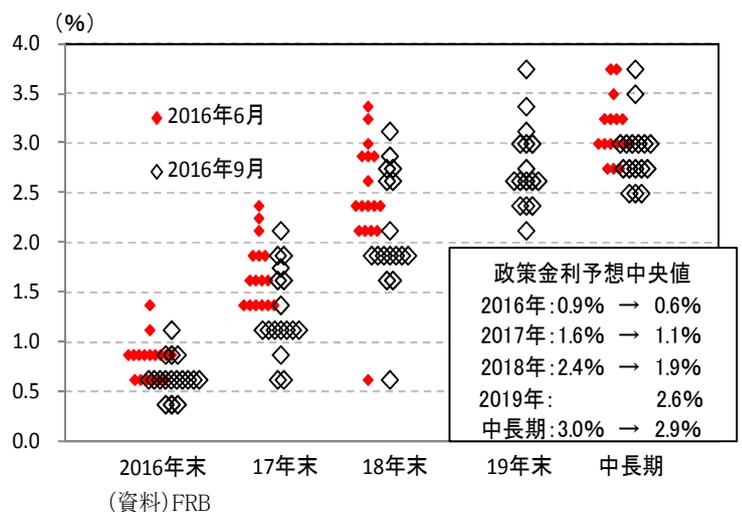


尤も、米国では物価関連指標の落ち着きもあり、FOMC 参加者が予測する利上げペースが下方修正され続けていることも長期金利の上昇ペースを抑えている(図表8, 9)。米国の利上げペースが速まるとの見方が強くなった場合には、再び新興国からの資金流出懸念が高まり国際金融市場に緊張をもたらすが、そこまでの動きを見込めるほど米国の景気と物価が強くなっていない。しかし、先行きを暗くするほどは弱くもなく、世界経済の下支え役を果たしている。言い換えると米国の経済物価情勢が強すぎもせず弱すぎもしない「ちょうど良い状態」にあることが、今の平穏さをもたらしていると言える。

図表8 米国物価関連指標



図表9 FOMC 参加者の政策金利見通し変化



この先も米国景気が底堅い推移を保ち、世界経済も緩やかな回復を続ければ、国際金融市場で緊張が高まることも避けられる。日本の物価情勢を踏まえると日銀の金利引き上げは遠く、むしろ

る追加緩和に踏み切る可能性が高いのに対して、米国ではペースは遅くとも利上げが続くので、日本にとって「世界経済が底堅く推移する中で緩やかな円安が進む」という平穏で望ましい展開も期待できるように見える。

### 3. 平穏な金融市場に緊張をもたらす複数の要因

しかしこの平穏な状態を破るリスク要因は、複数存在する。向こう1年程度を視野に入れた際に念頭に置くべきと考える要因は以下の通りであり、これらが複数重なって影響が大きくなることも考えられる。

#### (1) 日銀の金融政策を巡る予想の振れ

日本にとっては、1ドル=100円を超えるような円高の進行が、景気や物価に対する最大の下振れリスクである。この点から見ると、日銀がこの先追加緩和、あるいは逆に金利の引き上げに動く条件に関するコンセンサスが全く出来上がっていないため、金融政策決定会合前に日銀の決定に関する見方が交錯して金融市場の振れ幅が拡大、あるいは金融市場が追加緩和を織り込んだ後の現状維持決定で円高といった、従来同様の動きが生じる素地は残っている。

また、日銀が10年国債利回りを誘導するイールドカーブコントロールを採用してから、日銀の国債買入額とマネタリーベース供給額は既に縮小し始めている(図表10)。この先いずれかの時点で国債購入額縮小に反応した円高が進み始めた場合、円高で国内物価と金利に下押し圧力がかかると国債購入額が更に減り、そのことで円高が進むという循環に入って、円高進行幅が大きくなるシナリオも考え得る。

図表10 日銀が公表した国債買入方針における月間買入額

		(兆円)	
		8/31公表額	9/30公表額
1年以下	範囲	0.1～0.3	0.1～0.18
	(中心値)	(0.2)	(0.1)
1年超 5年以下	範囲	3.6～6.0	3.5～6.4
	(中心値)	(4.8)	(4.9)
5年超 10年以下	範囲	1.8～3.6	1.7～3.2
	(中心値)	(2.7)	(2.5)
10年超	範囲	1.5～3.0	1.2～2.4
	(中心値)	(2.3)	(1.8)

(資料)日本銀行

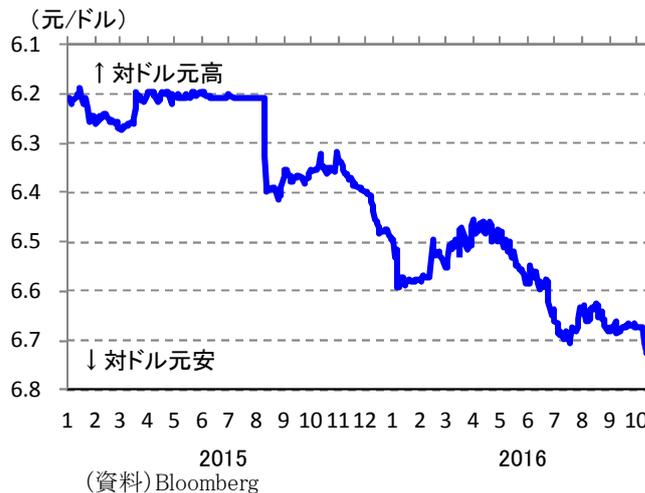
#### (2) 中国の過剰設備・過剰債務の調整圧力と周辺新興国への悪影響

リーマン・ショック以降の数年間、中国をはじめとする新興国経済の先行きに対する過度に楽観的な見方と世界的な金融緩和が重なったことで、過剰な供給能力と過剰な債務が積みあがったが、足元ではその調整による痛みが出始めている。典型的な例が大手国有企業の経営破綻が生じた中国鉄鋼業であり、この先も過剰設備・過剰債務の調整圧力が強まって不良債権が増加し、中国金融システムの安定に対する潜在的なリスクが蓄積していく可能性がある。

また、中国での過剰設備の存在は、中国企業の輸出ダンピングを招き、人民元安も相俟って、周辺新興国にある同業他社の業績を悪化させる要因になる。韓国で大手海運企業が破たんした

例は、過去数年の過度に楽観的な前提に基づいて積み上がった過剰船腹による債務負担増加と、元安による中国造船業との価格競争激化が重なったために生じたものという解釈も可能であろう。最近の人民元安は、景気対策の一般として中国政府が許容していると見られ、この先も人民元安は続くと思われる。周辺新興国の同業他社への悪影響は、この先も強まって行く可能性が高い(図表 11)。

図表 11 人民元の対ドルレート



### (3) 政治・地政学的リスクの残存

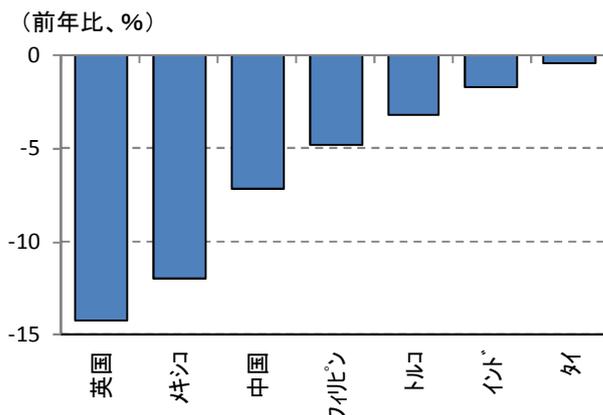
各地で政治・地政学的リスク再燃の可能性が残っている。ブラジルやマレーシアの政治情勢は、金融市場で材料視されにくくなっただけで問題が解決したわけではない。未遂に終わったとはいえクーデターが発生したトルコでは半年前から政治リスクはむしろ高まっている他、地政学的リスクの再浮上が、資源価格底打ちでいったん落ち着いている産油国のクレジットに悪影響を及ぼす可能性も残る。

イギリスの EU 離脱問題も、前回の当レポートでも指摘したように、ポンド安と原油価格底打ちによる物価上昇が消費マインドを押し下げる可能性がある他、ここ数年で経常赤字幅が急拡大してきたことを踏まえると、海外からの資金流入が減少してそれを裏付けとした内需に影響が出る可能性がある。政治面からも、離脱交渉が始まってからその困難さが露わになり、国内のマインド悪化や投融資を押し下げる要因となり得る。更に、2017 年以降に予定されているフランス・ドイツなどの選挙も、国家としてのスタンスの大幅な変更を示唆するものになれば、政治要因に起因するリスクオフを招くことになる。

### (4) 原油価格底打ちによるインフレ

原油をはじめとする資源価格の底打ちが、先進国長期金利の低下基調を上昇方向に変えつつある(前掲図表 5)。向こう半年や1年程度の間、資産価格の大幅下落と言った悪影響が出るほどの長期金利上昇は想定しにくく、資源国に関する不透明感は払拭される点でポジティブな材料でもあるが、原油価格がこの先横ばいでも、2016 年末から 2017 年にかけてドル建ての前年同月比上昇率は 6~8 割に達する。この先、インフレで景気が減速したり、通貨安によるインフレ高進を回避するために景気を犠牲にした利上げを余儀なくされたりする国が出る可能性がある。石油・天然ガス純輸入国のインドや、イギリス・メキシコなど通貨安でインフレ率が上乗せされる国は、相対的にこの影響を受けやすい(次頁図表 12)。

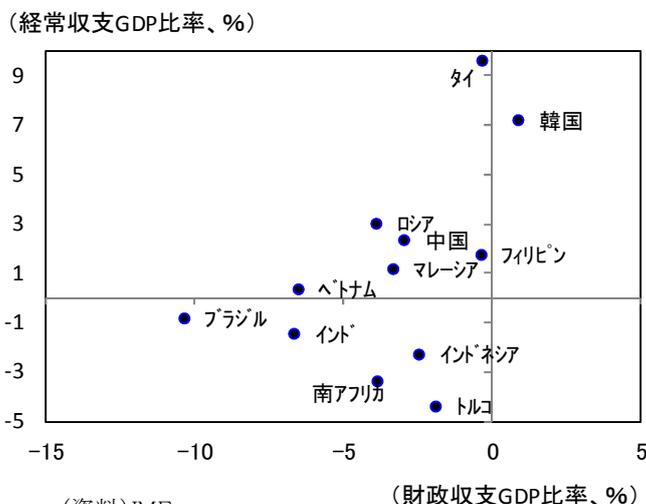
図表 12 2016年9月の実効為替レート前年比



(資料) BIS

## (5) 米国景気と利上げの加速

上記に示した複数の下方リスクとは逆に、米国については景気が上振れた場合のリスクもある。現在の米国景気の堅調な推移は世界経済にはプラス材料だが、物価上昇ペースが加速した場合、利上げのスピードが速まる。日本にとっては円安が好材料になるが、新興国では資金流出懸念が再燃する。従来と同様に財政収支と経常収支双方が赤字になっている国がターゲットとされやすく、原油価格上昇と重なって通貨安とインフレの悪循環が生じやすくなる(図表 13)。

図表 13 IMFによる2016年の  
財政収支・経常収支予想(GDP比率)

以上複数のリスク要因がどれも顕在化しなければ、という条件付きの平穏なシナリオの実現可能性には、慎重な見方が必要であるように思われる。金融市場の振れ幅が度々拡大して日本にとっては望ましくない形での円高が進んだり、内外景気の下方リスクを意識させられたりといった展開が続くと見る。

(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。