

「脱米」するアジア新興国の金融政策

＜要旨＞

米国の利上げ再開にもかかわらず、アジア新興国の多くは米国に追随することなく、緩和的な金融政策を実施している。その背景としては、為替相場が比較的安定的に推移する中でデスインフレが広がっていること、それに伴い政策金利の引き下げ余地が拡大していること、が挙げられる。

米国では2016年12月にも追加利上げの実施が見込まれている。だが、米ドルペッグ制を採用する香港を除けば、アジア新興国の金融政策や為替相場には大きな影響を与えないものと予想する。その理由は、①米国の利上げペースは緩慢なものになることが想定されること、②インドネシアやインドといった伝統的な高インフレ国を含め、アジア新興国では低インフレが続いており、依然緩和余地があること、③大規模な資金流出および為替相場の急落を引き起こしうる対内証券投資の流入額は限定的であること、である。アジア各国の中銀は当面緩和的な金融政策を維持するものと想定する。

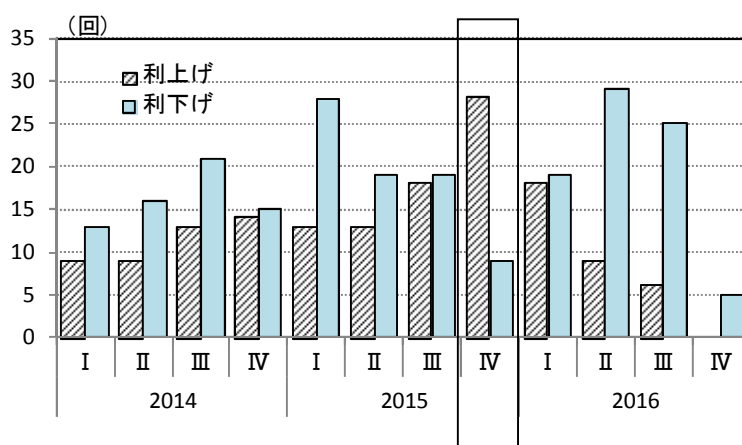
1. 米国の金融政策に追随しなくなったアジア新興国

米国では追加利上げの公算が高まっている。9月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では見送られたものの、大統領選挙を経た12月のFOMCでは、堅調な雇用動向などを理由に、2015年12月16日以来約1年ぶりとなる政策金利(フェデラル・ファンド金利)の25bp(0.25%ポイント)引き上げが決定されるものとみられる。

前回の利上げをめぐるのは、新興国への悪影響が強く懸念された。今回予想される追加利上げは、アジア新興国の金融政策に影響を与えるのか、与えないのか。以上が本稿の主題である。

それを論じる前に、前回の米利上げ以降における世界各国の金融政策の方向を簡単に振り返っておこう。

図表1 世界各国・地域の中銀による利上げおよび利下げ回数 (～2016年10月21日)



(注) 利上げおよび利下げ回数は四半期毎の累積。

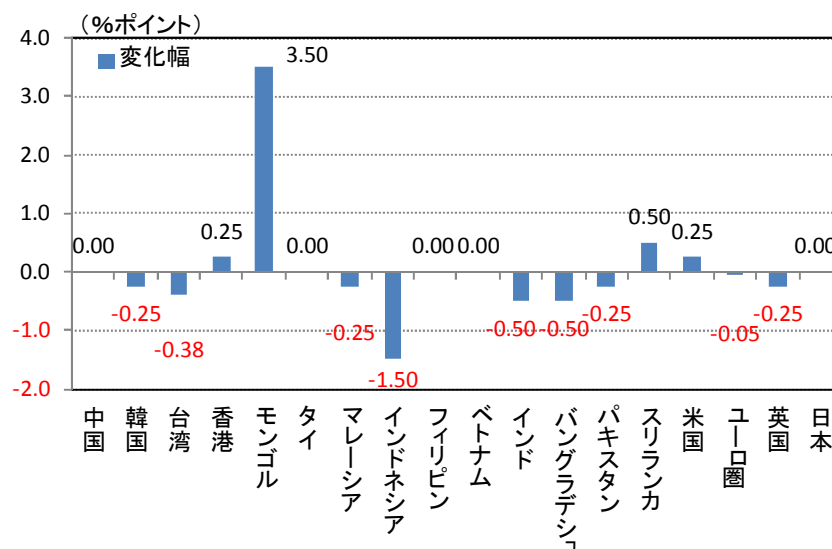
(資料) Bloomberg など

前頁図表 1 は、世界各国・地域の中銀による利上げおよび利下げの累積回数を四半期毎に示したものである。2014 年以降、一貫して利下げが利上げを上回る状況が続いていたが、米国が利上げを再開した 2015 年第 4 四半期をみると、利上げ回数が利下げ回数を大きく上回っている。これは、主にアフリカ諸国による通貨防衛目的の利上げに加えて、米国に追随した利上げの増加が主な要因である。なお、米国に追随して政策金利を引き上げた国・地域には、米国経済の影響を強く受けるラテン・アメリカ諸国（メキシコ、チリ、コロンビア）や、米ドルペッグ制を採用する中東湾岸諸国（サウジアラビア、アラブ首長国連邦、クウェート、バーレーン）や香港が含まれる。

しかし、その後の展開をみると、利下げ回数が利上げ回数を再び上回る状況が続いている。特に 2016 年第 2 四半期から第 3 四半期にかけては、対ドルでの新興国通貨の下落が一巡したことから、利下げ回数が利上げ回数を圧倒している。

そうした中、アジア新興國中銀の多くは、米国の利上げ再開後も、政策金利を小幅に引き下げるか、もしくは緩和的な水準で政策金利を据え置いており（図表 2）、米国とは異なった動きをみせている。

図表 2 2015 年 12 月 16 日以降のアジア新興国の政策金利の変化（～2016 年 10 月 21 日）

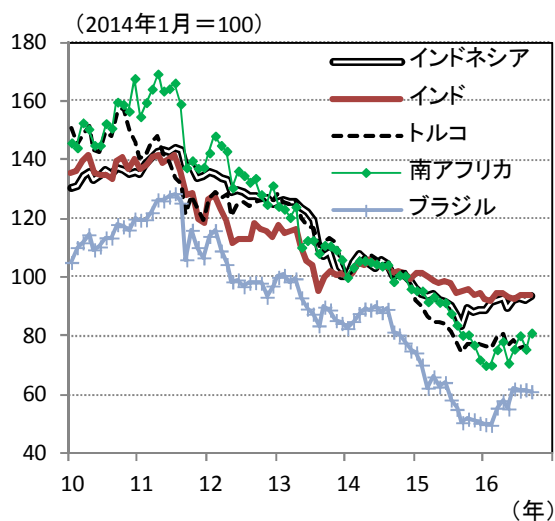


（資料）IMF、Bloomberg など

とりわけインドネシアとインドは、2015 年以降、米国の金融政策の影響を受けにくくなっているように見える。両国は、「テーパー・タントラム」¹が発生した 2013 年、ブラジル、トルコ、南アフリカとともに、経常収支赤字国・重債務国として「フラジャイル 5」（脆弱な五カ国）のレッテルを貼られ、自国通貨が売り浴びせられる中、通貨防衛のための利上げを市場に強いられた。だが、2015 年以降におけるインドネシア・ルピアとインド・ルピーの推移をみると、米利上げ観測の高まりにもかかわらず、また 2015 年 12 月の米利上げ再開にもかかわらず、比較的安定的に推移している（次頁図表 3）。政策金利についても、インドネシアとインドの中銀は、米国の利上げに引きずられることなく、むしろ緩和方向に向かっている（次頁図表 4）。

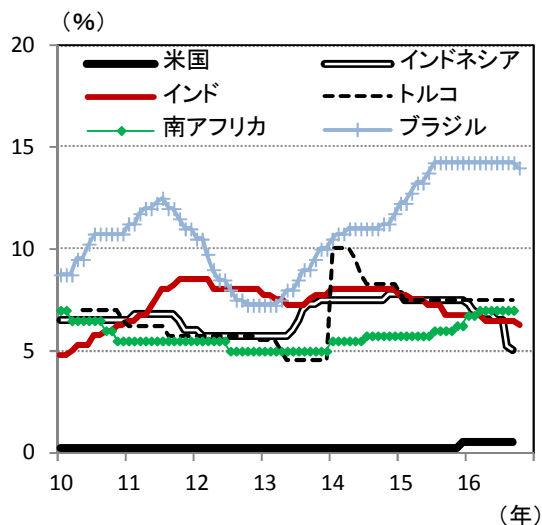
¹ 2013 年 5 月にバーナンキ前米連銀議長が議会証言の中で近い将来における量的緩和の縮小を示唆したことにより引き起こされた市場の混乱。

図表3 「フラジャイル5」の対ドル為替相場



(資料) Bloomberg

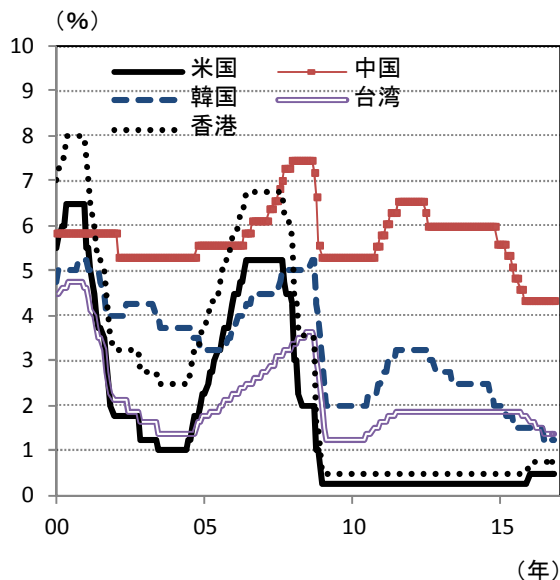
図表4 「フラジャイル5」と米国の政策金利



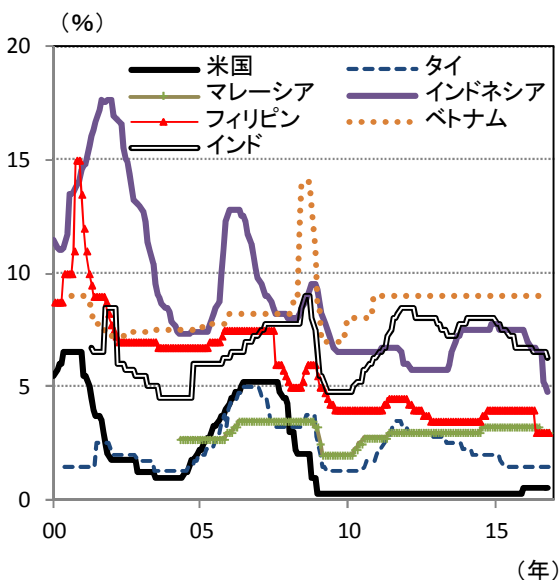
(資料) Bloomberg

米国の金融政策に左右されにくくなったという意味では、この二カ国以外のアジア新興国も同様である。図表5は、2000年以降におけるアジア新興国の政策金利の変化を示したものである。2010年代までアジア新興国の政策金利は米国の金融政策に追随する形で推移していた。だが、2010年代以降の推移をみると、香港を除けば、アジア新興国の政策金利は米国とは独立的に変動しており、2014年後半～2015年以降は、米利上げ観測が高まる中であっても、概ね緩和方向で推移している。

図表5 アジア新興国の政策金利(左:東アジア、右:東南・南アジア)



(資料) Bloomberg

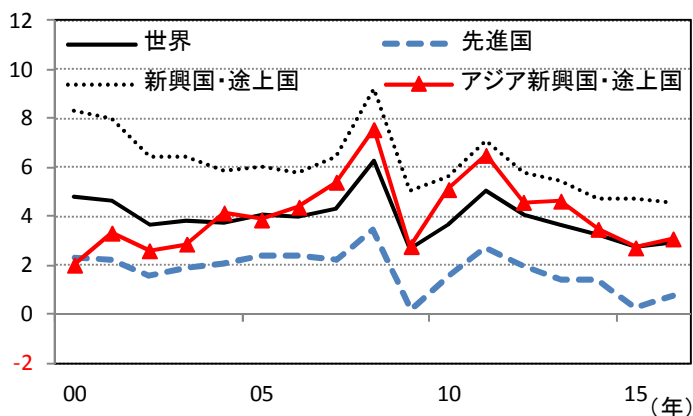


(資料) Bloomberg

2. ディスインフレとアジア新興国の金融政策

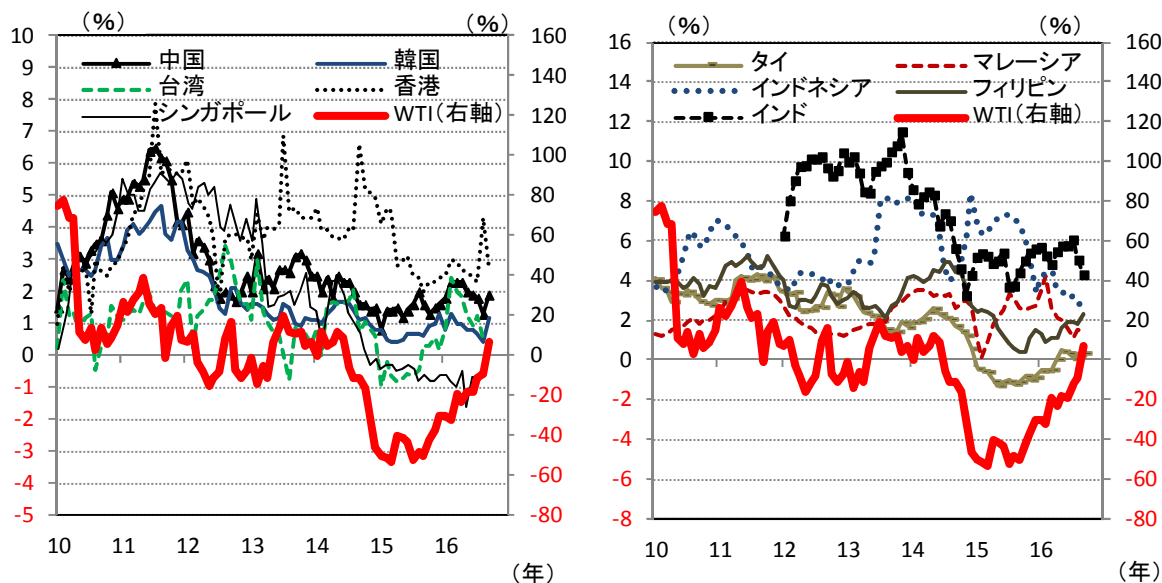
アジア新興国が米国の金融政策に左右されにくくなった要因としては、為替相場が比較的安定的に推移する中で、ディスインフレ(物価の持続的下落)が広がり(図表 6)、それに伴い政策金利の引き下げ余地が拡大したことが挙げられる。

図表 6 世界の地域別インフレ率 (2016 年は予測値)



(資料) IMF

図表 7 アジア新興国の CPI 前年比上昇率(左: 東アジア、右: 東南・南アジア)および原油価格(WTI)前年同月比



(資料) Bloomberg

(資料) Bloomberg

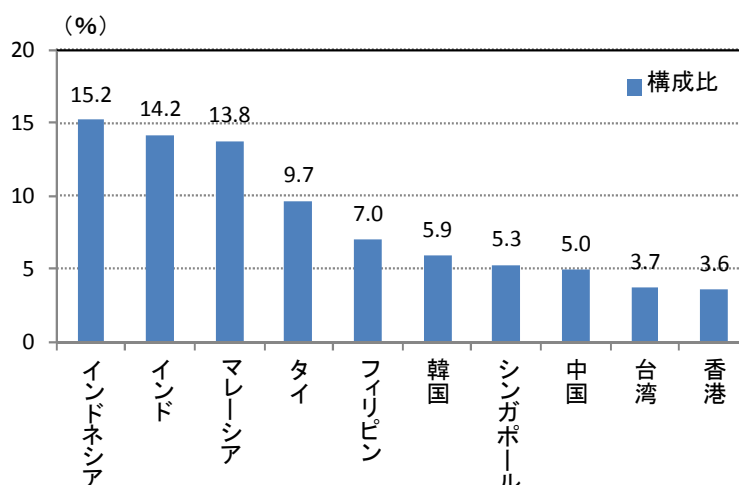
IMF は新興国のディスインフレについて、世界経済見通し(2016 年 10 月)の中で、経済資源の余剰(economic slack)と輸入インフレの低迷(weak import inflation)に起因すると分析しているが²、輸入インフレの低迷には、国際商品市況、特に原油価格の下落が強く影響している。

² 詳細は IMF, “Global Disinflation in an Era of Constrained Monetary Policy”, World Economic Outlook October 2016 を参照。

前頁図表 7 は、アジア新興国の消費者物価指数 (CPI) と原油価格 (WTI) の前年同月比上昇率の推移をみたものである。国毎に差はあるものの、デフインフレは原油価格の下落を反映しており、特に 2014 年から 2015 年にかけての油価急落の局面では、CPI に占めるエネルギー関連構成比 (図表 8) が比較的高いインドネシアやインドを中心に、CPI 上昇率は軒並み縮小した。

デフインフレはインフレ懸念の後退をもたらし、インドネシアやインドといった伝統的高インフレ国を含め、アジア新興国では政策金利の引き下げ余地が拡大した。このことが米国の金融政策に対する独立性を高めたものと考えられる。

図表 8 アジア新興国の CPI に占めるエネルギー関連構成比



(注) 国際比較が可能な統計として有用であるものの、調査時点は 2010 年とやや古い。

(資料) IMF, “Regional Economic Outlook: Asia and Pacific 2010”

3. 米国の追加利上げのアジア新興国の金融政策に対する影響

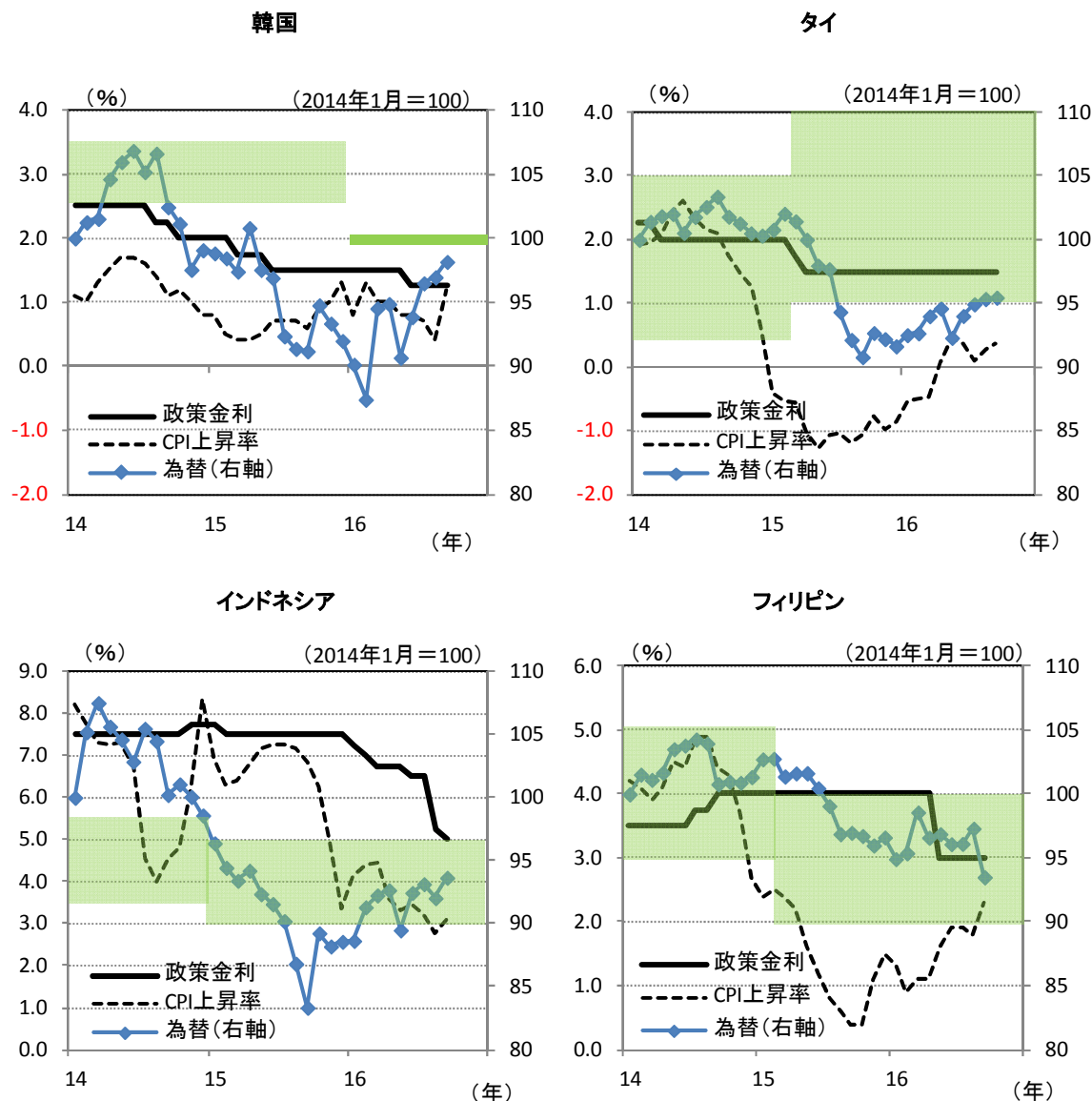
米国は今年 12 月に 2 回目の利上げに踏み切るものとみられる。ここで、冒頭に掲げた、米国の追加利上げがアジア新興国の金融政策に影響を与えるのか、という問いに答えると、以下の理由から「否」である。

第一に、2013 年のテーパー・タントラムの際、あるいは前回利上げ時における市場予想に比べても、米国の利上げのペースは緩慢なものになることが想定されるためである。その背景としては、連邦準備制度理事会 (FRB) が重視している個人消費支出 (PCE) コアデフレーターの前年同月比上昇率が目標とする 2% に依然として到達していないこと、FOMC 参加者の間でもタカ派的なスタンスは弱まっていること、そもそも前回 2015 年 12 月の利上げから 1 度も利上げが行われていないことなどが挙げられる。

第二に、既にみたとおり、アジア新興国では、政策金利に引き下げ余地が残っているためである。次頁図表 9 は、アジア新興国のうちインフレ・ターゲティングを採用している韓国、タイ、インドネシア、フィリピンの政策金利、インフレ目標、CPI 上昇率、対ドル為替相場をみたものである。為替相場が上昇、もしくは安定する中、直近の CPI 上昇率はインフレ目標の上限を軒並み大きく下回っており、各国とも依然緩和余地があることがみてとれる。

図表9 インフレ・ターゲティング採用国のインフレ目標(網掛け・太線)・政策金利・

CPI上昇率(前年同月比)・対ドル為替相場(2014年1月=100)

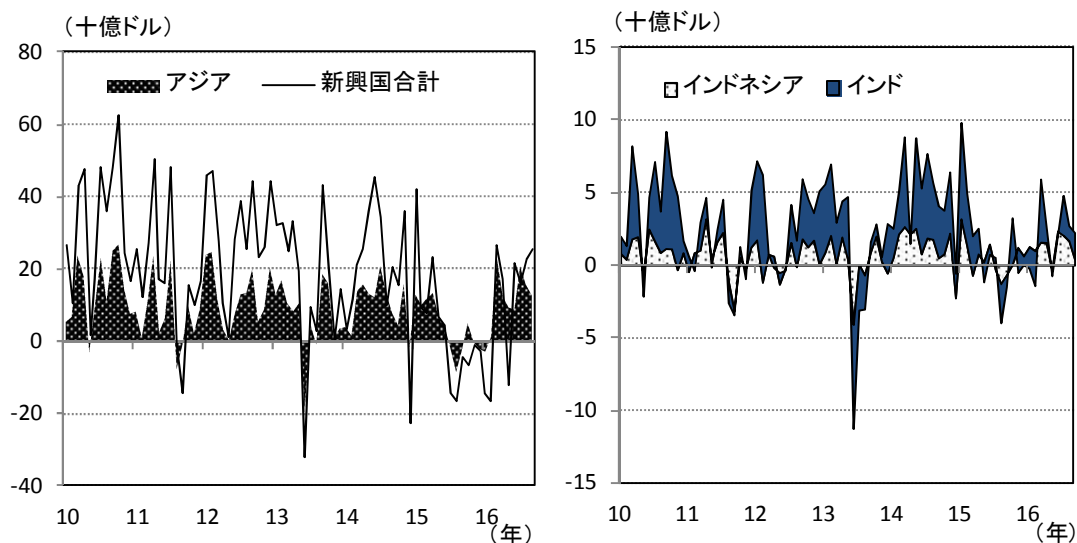


(注) インドネシア中銀は2016年8月、政策金利の指標金利を従前のBIレートから7日物リバースレポ金利に変更

(資料) 各国中銀、Bloomberg

第三に、新興国から米国への大規模な資金の逆流が起こった2013年のテーパー・タントラムのときに比べ、海外資金によるアジア新興国向け証券投資流入額は、「フラジャイル5」とされたインドネシアやインドを含め限定的なことから(次頁図表10)、2013年当時のような大規模な資金流出が発生する可能性は低く、したがって、アジア新興国が通貨防衛を目的とした利上げを迫られる蓋然性は小さいとみるためである。

図表 10 非居住者による新興国向け証券投資流出入
(左:新興国合計およびアジア主要国、右:インドネシアおよびインド)



(注) 2016年8～9月は推計値

(資料) Institute of International Finance

以上を踏まえ、アジア新興国の中銀は、米国の追加利上げにもかかわらず、当面現行の緩和的な金融政策を維持するものと予想する。

4. まとめと見通し

米国の利上げ再開にもかかわらず、アジア新興国の多くは、米国に追随することなく緩和的な金融政策を実施している。その背景としては、為替相場が比較的安定的に推移する中で、デイスインフレが広がっていること、それに伴い政策金利の引き下げ余地が拡大していること、が挙げられる。

米国では2016年12月にも追加利上げが見込まれている。しかし、アジア新興国の金融政策や為替相場には大きな影響を与えないものと予想する。その理由は、①米国の利上げペースは緩慢なものになることが想定されること、②インドネシアやインドといった伝統的な高インフレ国を含め、アジア新興国では引き続き低インフレが続いており、政策金利には引き下げ余地があること、③大規模な資金流出および通貨の急落を引き起こしうる対内証券投資流入額は限定的であること、である。原油価格上昇に伴うインフレ再燃や、想定外の米利上げ加速がリスク要因として挙げられるものの、メインシナリオとしては、アジア各国の中銀は当面、現行の緩和的な金融政策を維持するものと想定する。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami_Kazuya@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。