

2017. 1 No.57

三井住友信託銀行

調査月報



時論

よそう、また夢になるといけねえ.....1

経済の動き

長期化する金融緩和による懸念点～大量の国債買入と金利操作の持続性～.....3

トランプショック後の新興国マネーフロー.....8

時論

よそう、また夢になるといけねえ

トランプ大統領誕生以降、株式市場を中心にトランプ・ユーフォリアとも言えるような相場展開が続いている。NYダウが史上最高値を更新し続けている米国を中心に、株価はグローバルに上昇を続け、ドルの独歩高も鮮明となっている。しかし、その一方で、長期金利の上昇も顕著となっており、イールドカーブ・コントロール政策により中央銀行が長期金利をコントロールしている日本を除くと、長期金利はこの数週間で大幅に上昇している。

株高をトランプ・ユーフォリアと表現したが、夢のような状態はどこかで現実に戻るので、株高・ドル高の流れはいずれ終焉を迎えるであろう。しかし、長期金利の場合は少し様相が異なるのではないかな。

債券市場が夢の世界にいたのは、世界の国債利回りの半数以上がマイナスとなっていたり、クレジットに見合わない低金利での資金調達が可能であったこれまでで、現在の金利上昇は夢から現実の世界へ戻る正常化の過程とも言える。

異例なほどの超金融緩和を可能にした根拠の一つは低インフレが長期化するという前提であった。

先進国において、人手不足、人口減少、労働市場のスラックの枯渇が共通テーマとなりつつある中で、雇用環境が逼迫しても賃金上昇の動きは限定的で、結果としてインフレに繋がることは無かった。

このような低インフレが今後も持続するのであれば、まだまだ夢の続きが見られることになる。

しかし、足元で進行している通貨安と原油高を前提にすると、持続性や日銀が目標としている2%の達成などはともかくとして、今後物価が上昇していくことは確実な情勢にある。

加えて、先進国においては自国の出生率では人口維持が難しくなっている中で、英国の国民投票や米国大統領選挙で見られたようなポピュリズム的な感情の高まりは、ヒトやモノの移動に規制を強める事を通じて、物価上昇圧力を高めることに繋がりやすい。

かつて三重野日銀総裁は過剰流動性によるインフレリスクを「我が国は乾いた薪の上に座っているようなものである」と表現したが、現在の過剰流動性は薪どころか、ガソリンの海をクルージングしているようなもので、一度火がつけば、モノの価格や資産価格が炎上してもおかしくない状況にある。

クリストファー・シムズがダボスで発表した論文には、日米欧で金融政策の効果が無かった理由として、「金利引き下げが需要を刺激するのは、効果的な財政拡張策を伴う場合である」と述べている。やや暴論ではあるが、財政拡張を伴った場合は、金融政策が効果を発揮する可能性があるとも読めなくは無い。

トランプ新大統領の4~5兆ドルにも及ぶ財政拡張政策が何処まで実現するのかは分からないが、既にオバマ政権下においても2016~2020年にかけて約3000億ドルのインフラ投資計画が策定されている。我が国においても財源の目処が立たないまま消費増税が見送られ、約28兆円の景気対策が採られるなど財政拡張政策が採られようとしている。マーストリヒト条約で財政拡張が抑制されている欧州においても、IMFがドイツに対して、低金利を活用したインフラ投資を拡大すべきとの考えを示している。

マネーの量を増やすという金融政策に手詰まり感が強まる中で、政策の軸が財政による需要刺激へと移って行くのは、ある種自然な流れであり、デフレの原因の一つといわれてきたグローバル化に対する否定もあわせて考えると、インフレ発生にまでは繋がらなくとも、今後も低インフレが続くという前提を維持し続けるのは、やや難しくなっているのではないか。

強いアメリカの復活を打ち出した、トランプノミクスは80年代のレーガノミクスと比較されることがあるが、レーガノミクスが打ち出された80年代は金融市場においてもエポックメイキング的な時代であった。

米国の10年国債は81年の15%をピークにシクリカルな変動を繰り返しながらも35年間にわたって低下が続いている、対主要国でのドルの実効レートもプラザ合意直前の水準をピークとした下落トレンドが続いている。“まさか”のショックが相次ぐ中で、トランプショックが35年間の金利低下トレンドを反転させるきっかけとなるのかもしれない。

その時には、グローバルなイーロッド消失により、消去法的に投資されてきた資産は何か、低利回りの国債を保有してるのは誰か、低金利が続くことを前提として投資されたプロジェクトはどれか、米国債の利回りが上昇する中で信用力の低い債券の適正利回りは何%か、本当に中央銀行が長期金利をコントロールできるのかなど、夢の世界と現実の世界を見分けることが必要となる。

この先まだ夢の世界にいられるのか、厳しい現実が訪れるのか、無秩序な財政拡大により悪夢を見ることになるのかは、現時点では分からない。必要なことはトランプ・ユーフォリアが100日間の夢で終わり、再び超低金利に戻ることを夢見るのではなく、これから起こるであろう事態に向き合い、備えをすることである。

タイトルの「よそう、また夢になるといけねえ」というのは、落語「芝浜」の下げの一節である。

大酒飲みで怠け者の魚屋の勝五郎が、芝の浜で大金の入った財布を拾った。喜んだ勝五郎は友達を呼んでドンちゃん騒ぎをして、そのまま寝てしまった。しかし、目を覚ましてみると財布を拾ったのは夢で、手元には大騒ぎをした借金の証文だけが残っていた。

これにはさすがの勝五郎も心を入れ替えて、寝る間も惜しんで働き、3年後には自分の店がもてるようになった。しかし、その年の大晦日、勝五郎は奥さんから夢で拾った財布を渡された。勝五郎に内緒で奉行所に届けていたものが、落とし主不明で戻ってきたのだった。

「おまえさんは、もう大丈夫、さあ好きな酒を飲んでおくれ」という奥さんに、勝五郎が発した言葉が、「よそう、また夢になるといけねえ」である。

落語の世界では夢から覚めた勝五郎は寝食を忘れて仕事に励み、再び夢の世界に戻ることはなかったが、「事実落語より奇なり」となるのは、どうもいただけない。

(業務調査チーム 寺坂 昭弘 : Terasaka_Akihiro@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。

長期化する金融緩和による懸念点 ～大量の国債買入と金利操作の持続性～

<要旨>

2013 年 4 月から始まった一連の金融緩和政策は 3 年半余りが経過した。金融緩和の長期化でマネタリーベース拡大は継続し、足元の残高は 400 兆円を超える規模まで達したが、年 80 兆円とする大量の国債買入は持続可能なペースではない。当部の試算では現在の買い入れペースが持続できるのは 2017 年後半から 2018 年前半までとなった。

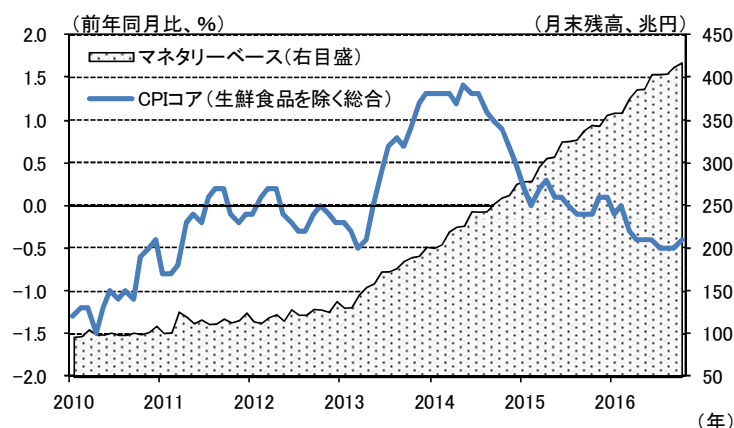
また、マネタリーベースの拡大に伴い、額面を超える金額での国債買入が続いているが、これは日本銀行の償却負担を増大させ収益を悪化させる要因となる。当部の試算では、2020 年度までは保有国債からの受取利息を償却額が上回ることはいないが、海外の長期金利が上昇する中で、長期金利の抑圧を続けることは内外金利差を拡大させ、日本国債の売却増加を誘引しやすくなる。そうなれば、償却負担額は累増していき、日本銀行の財務やイールドカーブ・コントロールの維持可能性に対する疑念を高め、結果として更なる金利上昇圧力を招きかねない。

2017 年以降の米欧の政治イベントによる金利を中心とした金融市場の不安定化は、量と金利操作の両面から、現在の日本銀行による金融政策の枠組みに変更を迫ることとなるであろう。

1. 大量の国債買入の持続性

2013 年 4 月の量的・質的金融緩和政策 (QQE) の導入から 3 年半余りが過ぎた。しかし、消費者物価の前年比上昇率 2% の「物価安定の目標」は、当初念頭に置いた 2 年を優に超えたにも関わらず、未だ達成されていない (図表 1)。金融緩和の長期化により、国債買入によりマネタリーベースも拡大を続け、足元の残高は 400 兆円を超える規模まで達している。

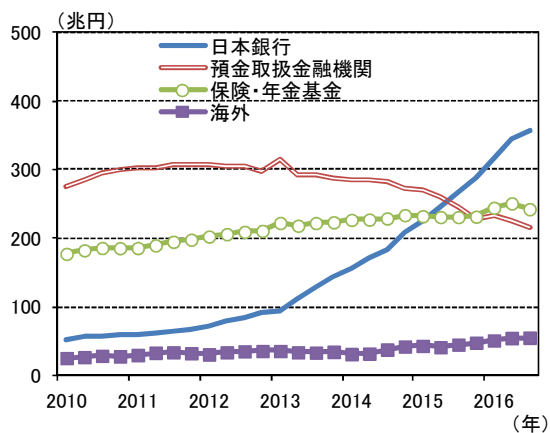
図表 1 マネタリーベースと CPI コア



(注) CPI コアは消費税調整済み。

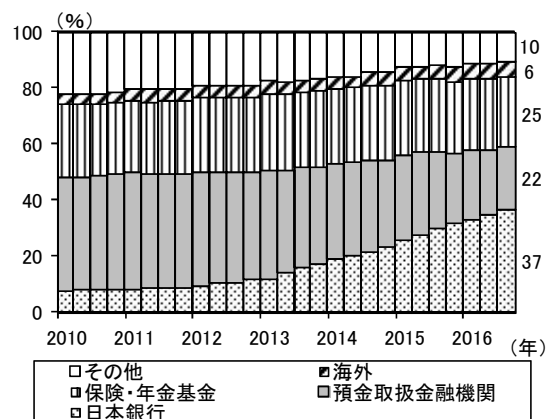
(資料) 総務省『消費者物価指数』、日本銀行『マネタリーベースと日本銀行の取引』

図表 2 保有者別国債保有残高の推移



(資料) 日本銀行『資金循環統計』

図表 3 国債保割合の推移



(資料) 日本銀行『資金循環統計』

QQE の柱であるマネタリーベース拡大は、当初年間 60～70 兆円のペースでの増加目標からスタートし、2014 年 10 月には更に年間 80 兆円に増額された。2016 年 9 月には「イールドカーブ・コントロール(YCC)」の導入に伴い、マネタリーベースの増加目標は「めど」とされたが、物価情勢の弱いままの中、増加ペースは依然として維持され、足元では日本銀行が最大の国債保有者となった(図表 2)。国債の保有割合も上昇を続け、2016 年 9 月末時点では 37%を保有していることになる(図表 3)。

日本銀行の国債保有急増は、「資金量を目標にした枠組みでは、目標額の国債を買い続けられなくなることで金融政策の限界が来る」という懸念を高める要因となり、こうした状況で日本銀行が採用したのが、9 月に導入した YCC であった。金融政策の目標を量から金利にすることで、国債需給が引き締まればより少ない額の買い入れでも金利を押さえ込んで金融政策の目標を達成し続けることができるというのが日本銀行の説明であり、同時に資金量を目標にした枠組みの限界説に対する回答でもあった。

YCC において、マネタリーベースの増加は「めど」とされて目標ではなくなったが、「消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまで、拡大方針を継続する」として、大量の資金供給に依然として重要な意味を持たせている。これは、9 月の総括的検証において示された「マネタリーベースの拡大は、人々の物価観に働きかけ、予想物価上昇率の押し上げに寄与した」という考え方に基いている。そしてこの先は、10 年国債利回りをゼロ%前後に維持するために、多少増減はしてもこれまでとほぼ同じという大量の国債を買入れ続けることを想定している。

では、日本銀行はこの先も大量の国債購入を続けられるのであろうか。今回、以下の通り単純な仮定を置くことで、大量の国債買い入れができなくなる時期を試算すると 2017 年後半から 2018 年前半となった。

まず、試算の前提となる国債の供給と需要額を確認すると、2016 年度の国債発行予定額から新規発行額は 37 兆円、日本銀行の買入額は、2018 年度までの 3 年間で毎年度平均 40 兆円の償還が発生することを考慮し、年間 80 兆円の拡大をするために、総額で約 120 兆円が必要になる。(次頁図表 4、5)。

ここで、①毎年度 37 兆円の国債が新規に発行され、②これを日本銀行が市中取引で全額買入れること、③残りの 83 兆円を主要な買入先である金融機関から買入れることの三つの前提を置くと、2016 年 3 月末時点で 232 兆円ある金融機関の国債残高は約 2.8 年(232 兆円÷83 兆円)で底をつくことになる。但し、実際には、金融機関は担保として一定程度の国債を保有する必要があり、全額売却に応じることはないことを考慮すると、2017 年後半から 2018 年前半までには大量の国債買入は難しくなる。

図表 4 平成 28 年度の国債発行予定額

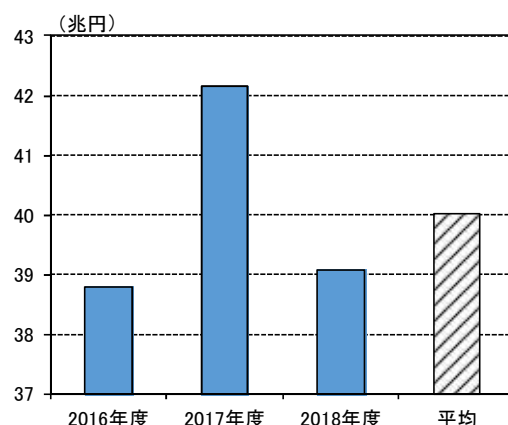
(単位:兆円)

発行根拠法別		消化方式別	
新規国債	37	市中発行分	158
復興債	2	個人向け販売	3
財投債	20	公的部門(日銀乗換)	8
借換債	109		
合計	168		168

(注)2 次補正後の値。内訳の数字は兆円以下を四捨五入しているため、合計の値と必ずしも一致しない。

(資料)財務省『平成 28 年度国債発行予定額』

図表 5 国債償還金額の推移



(注)2016 年 11 月末時点での保有銘柄を元に算出。

(資料)日本銀行『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』、財務省『国債の償還予定額』

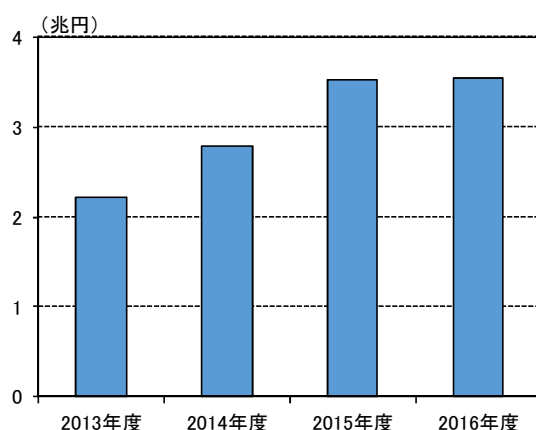
大量の国債買入れが持続出来なくとも、国債需給が引き締まった場合には、より少ない買入額で金利を抑え込むことができるようになるため、日銀の考え通り目標とする金利は維持できよう。しかし、買入額が減ってしまうとオーバーシュート型コミットメント(OSC)に結び付けられた「マネタリーベースの拡大」による予想物価上昇率への働きかけの効果は弱まることになる。この点で、大量の資金供給に重要な意味を持たせる OSC の考え方は、さほど遠くないうちに見直しを迫られる可能性がある。

2. 国債買入の償却負担増による金利上昇の懸念

金融緩和政策が長期化するにつれて持続性が懸念されるのは量による緩和だけではない。マネタリーベースの拡大に伴う、額面を超える金額での国債買入は、日本銀行の償却負担を増大させ収益を悪化させる要因となる。そこで、こうした日本銀行の財務面での悪化が、現在の金融緩和策の持続性に対する懸念の高まりを通じて、実際の金利上昇につながる可能性がどの程度あるのかをみていきたい。

QQE 以降、民間投資家からの額面を超える価格での国債買入が急増し、マイナス金利以降にはそのペースが更に加速している。額面と買入額との差額は、要償却額として日本銀行にとっての将来の損失となる。そこで、この要償却額を当部で試算すると、QQE が開始された 2013 年から 2016 年 11 月末までに年度平均で約 3 兆円、累計で約 12 兆円発生したことになる(次頁図表 6)。この金額は残存期間を通じて均等な金額が償却されていくため、単年度で見れば、直ちに日本銀行の収益を悪化させる主要因とはならない。

図表 6 償却必要額

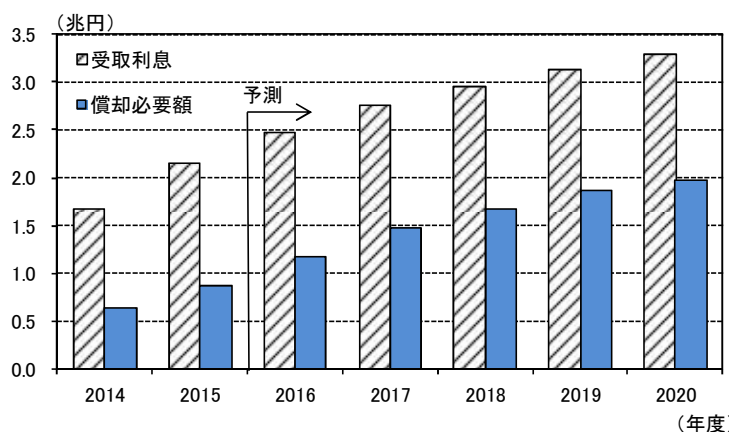


(注) 2016 年度は 2016 年 4 月～2016 年 11 月末まで。

(資料) 日本銀行『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』、『マネタリーベースと日本銀行の取引』、『2015 年度の金融市場調節』

この償却負担が日銀の利益を圧迫して、日銀財務内容に対する懸念が高まるのではないかと
いう観点から、毎年度の国債買入額と利回り、償却必要額の 3 つの動きについて一定の仮定¹を
置くことで、2020 年度までどの程度償却負担が日本銀行の収益を押し下げるかシミュレーションを
行った(図表 7)。このシミュレーションに基づくと、2020 年度までの間に日銀の保有する国債の受
取利息の金額を、償却負担額を上回ることはない。今回のシミュレーションでは、国債買入額が
2017 年度をピークに低下していくと共に、償却負担も減少していくと仮定しているため、受取利息か
ら償却額を差し引いた償却調整後の利息収入は 1.3 兆円程度で維持されることになる。

図表 7 受取利息と償却必要額の推移



(注) 2016 年度の数値については、2016 年 4 月～2016 年 11 月末までの動きが
続くと仮定して算出した。

(資料) 日本銀行『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』、『マネタリーベース
と日本銀行の取引』、各種報道を元に作成

¹ ここでは、①2017 年度に 80 兆円の買入がなされ、2018 年度以降は徐々に買入額が減少すること、②2020 年度まで、日本銀行の保有国債の平均利回りが 0.3% 程度(過去の低下トレンドを参考とした)まで徐々に低下していくこと、③償却負担額が毎年度 2,000～3,000 億円程度で増加するとの仮定を置いた。

しかし、現在のように海外からの金利上昇圧力が高まる中で、長期金利を抑え込み続けると、内外金利差の拡大で日本銀行に対する国債の売りが増加しやすくなる。こうなると、日本銀行は金利維持のために売りに応じる必要があり、前節で触れた買入額の減少には至らないが、償却負担額は累増していき、日本銀行財務への懸念を高めかねない。これが YCC の維持可能性に対する疑念を強めれば、国債の売り圧力(金利上昇圧力)に拍車をかけることになる。日本銀行の内外でこの枠組みに対する懸念が強まれば政策の変更を余儀なくされ、結果として金利急騰に至る可能性も将来的には考えられる。米国を中心とする海外の金利上昇圧力が強まるほど、こういったリスクは高まっていくだろう。

3. 今後の展望

2016 年 12 月の金融政策決定会合で、日本銀行は長短金利の目標水準と国債買入ペースの変更は行わなかった。現在は適切なイールドカーブの形状は維持されているとの見方をしているが、長短金利の誘導水準の変更がどのような条件でなされるのかは明らかにされておらず、変更のタイミングや変更する金利水準等、なお不確実性は高い。

円安、原油高の影響でCPIコアが 2%に近づいていくことが見込まれるが、その過程で 0%の誘導水準を維持し続けることは過剰な緩和となる可能性があり、国内需要の動きに応じた適切なイールドカーブの形状を示すことが求められる。ただし、誘導水準の引き上げは前述した償却必要額の増加を意味するため、日銀の財務面からの政策の限界が意識され意図しない金利上昇を招きかねない一方で、緩和を強化する際には量的な限界が意識されやすくなる。今後、日本銀行は難しい政策判断を求められるであろう。

2017 年以降は、米国や欧州の政治イベントを起因として、金利を中心とする金融市場の振れが拡大することを想定しており、将来的には「オーバーシュート型コミットメント」と「イールドカーブ・コントロール」の枠組みによる現在の金融緩和の方向に変更が求められる可能性は高いと考えられる。

(経済調査チーム 加藤 秀忠:Kato_Hidetada@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。

トランプショック後の新興国マネーフロー

＜要旨＞

2016 年、ブレグジットショックとトランプショックという 2 つの政治イベントが世界を驚かせたが、新興国金融市場により大きな影響を与えたのは、トランプショックである。

トランプショックは、新興国証券市場において、2013 年以来となる大規模な投資資金の流出をもたらした。新興国からの大規模資金流出という点で、この現象は同年発生した「テーパー・タントラム」(バーナンキ米 FRB 議長(当時)による量的緩和縮小示唆発言を受けた米長期金利急騰およびそれに伴う市場の混乱)に似る。しかし、今回の大規模資金流出に際しては、経常収支赤字や高インフレといった共通のマクロ要因に焦点が当てられたテーパー・タントラムの際とは異なり、トランプショックの政治的性格ゆえ、対米輸出依存度など米国をめぐる新興国各国の個別要因がより強く意識されたものと推測する。

2017 年も重要な政治日程を控えており、引き続き政治リスクが意識されやすい年となるだろう。新興国マネーフローをみるにあたっての重要イベントとしては、年明けのトランプ政権発足および秋の中国共産党大会が特に注目される。

1. トランプショックの新興国金融相場への影響

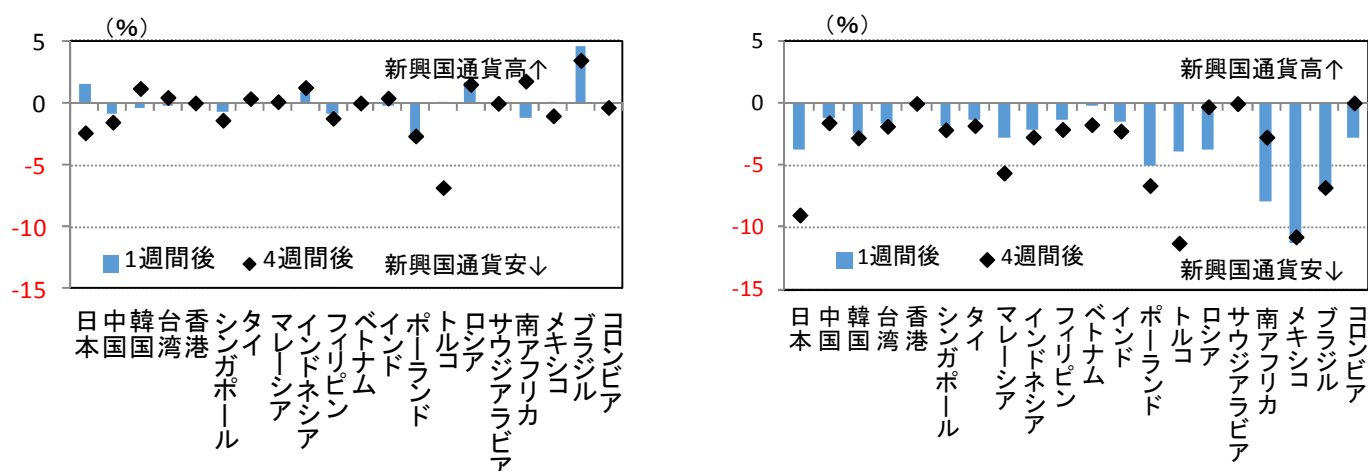
2016 年、2 つの政治イベントが世界に衝撃を与えた。1 つは 6 月 23 日の英国国民投票(ブレグジットショック)であり、もう 1 つは 11 月 8 日の米国大統領選挙(トランプショック)である。もっとも、新興国市場に対するインパクトという観点から両者を比べると、少なくとも短期的には、トランプショックの大きさは、ブレグジットショックをはるかに上回った。

以下の図表 1～4 のグラフは、トランプショックが新興国市場に与えた影響の大きさを、ブレグジットショックとの比較で、通貨、ソブリン CDS スプレッド、株価指数、長期金利の順に、それぞれのイベント発生日の前日(ブレグジットショック:6 月 22 日、トランプショック:11 月 7 日)から 1 週間後(6 月 29 日、11 月 14 日)および 4 週間後(7 月 20 日、12 月 5 日)までの変化をみたものである。一連のグラフからは、ブレグジットショックが新興国全体の長期金利をやや低下させ、中東欧の通貨を小幅に減価させるにとどまったのに対し、トランプショックは、国毎に度合いは異なるものの、広範にネガティブな影響を与えたことが確認できる。

(1) 通貨

まず通貨への影響をみると、トランプショックは、財政拡大期待から米金利の上昇を引き起こすとともに、大幅なドル高・新興国通貨安を招いた。メキシコ・ペソはその最たる例で、米大統領選挙前からの激しい売りに続き、トランプ氏当選からの 1 週間だけで約 10%も下落し、その後の戻りも弱いままとなっている。もっとも、メキシコ・ペソ安に関しては、トランプ氏の反メキシコ的主張だけではなく、その豊富な流動性ゆえに、市場の不透明性が増す中、流動性の低い他の新興国通貨の「身代わり」として売られるという同通貨固有の要因も大きいとみる。なお、当選から 4 週間後の主要新興国通貨の下落率をみると、トルコ・リラが最大となっているが、これは政情悪化・経済低迷といったトルコ固有の要因によるところが大きい(次頁図表 1・右)。

図表 1 対ドル為替相場増減率（左：ブレグジットショック、右：トランプショック）

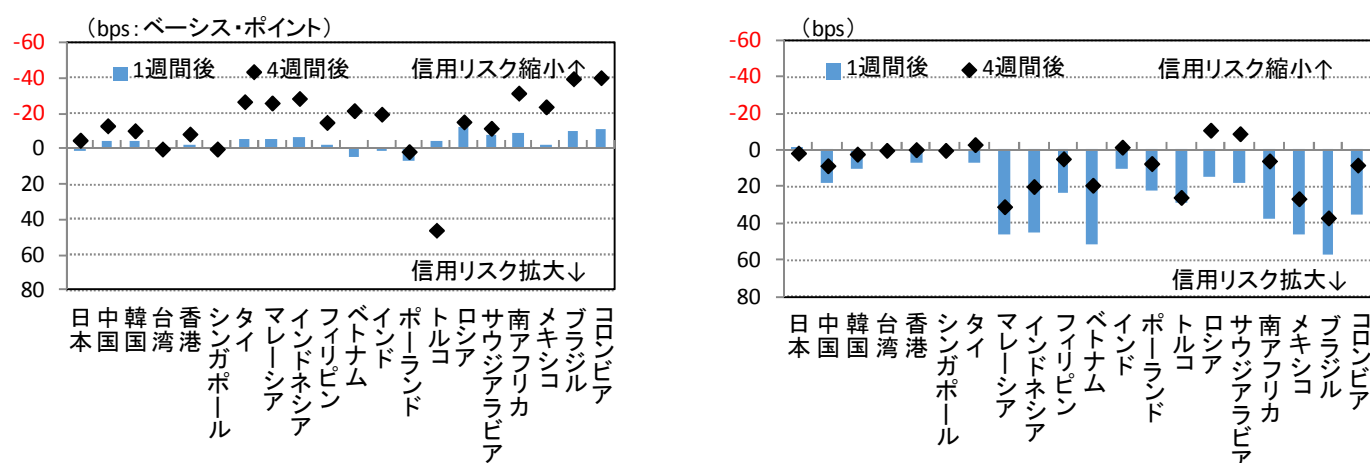


(資料) 各国中銀等

(2) ソブリン CDS スプレッド

一国の信用リスクの大きさを示すソブリン CDS スプレッドの動きをみると、トランプショックは、ブラジルやベトナム、メキシコ、マレーシア、インドネシアを中心に新興国のスプレッドを急拡大させた（図表 2・右）。これらの国は、対外債務や外貨準備、あるいは政府債務などファンダメンタルズ面でそれぞれ脆弱性を抱える。とはいえ、共通点はさほど多くなく、スプレッド拡大にはファンダメンタルズというよりもむしろ、新興国各国の対米関係をめぐる個別事情が強く作用したものと考えられる。たとえば、メキシコやベトナムに関しては、対米輸出依存度の高さから、米国における保護主義台頭に対する懸念が影響したと推測される。同様に、中国のスプレッド拡大は、為替操作国認定など米中関係の悪化懸念を反映したものとみられる。もっとも、トランプ氏当選から 4 週間後のスプレッド水準をみると、いずれの国についても 1 週間後に比べ縮小しており、トランプショックのソブリン CDS への影響は比較的短期間で薄らいだといえる。

図表 2 ソブリン CDS スプレッド増減幅（左：ブレグジットショック、右：トランプショック）

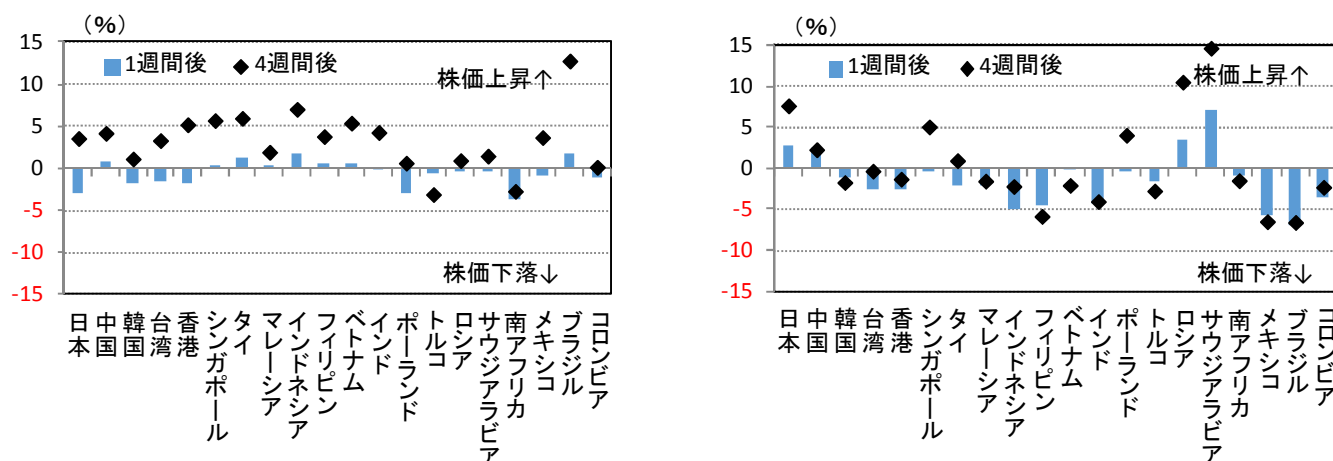


(資料) CMA

(3) 株価指数

トランプショックに対する株式市場の反応も、国毎にバラつきがあるものの、総じていえばネガティブだった。中でもメキシコとブラジルの株式相場は大幅に下落した。一方で、サウジアラビア株やロシア株は急騰しているが、これは主に OPEC の原油減産合意への期待に伴う油価上昇を反映したもので、米国政治の影響は限定的といえる(図表 3・右)。

図表 3 株価指数増減率 (左: プレグジットショック、右: トランプショック)

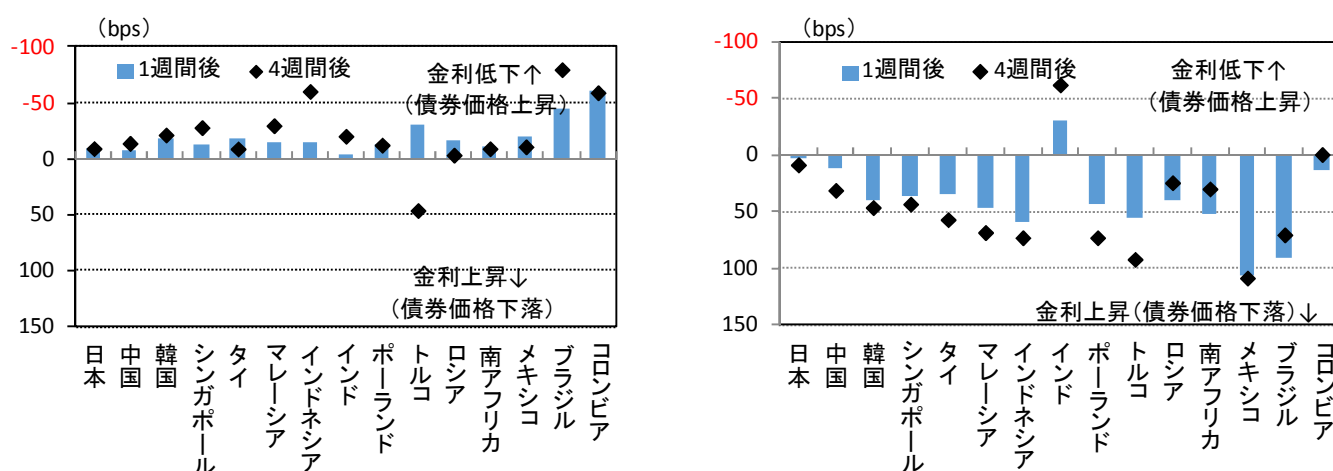


(資料) 各国証券取引所等

(4) 長期金利

最後に、長期金利の変化をみてみよう。ブレグジットショックは、先進国金利同様、新興国金利も押し下げた(債券価格は上昇)(図表 4・左)。これに対し、トランプショックは、米金利の急上昇を引き起こすと同時に、インドを例外として、新興国の長期金利も軒並み急騰させた(債券価格は下落)。その後も、ロシア、南アフリカなど一部の国を除くと戻りは弱く、長期金利はむしろ上昇が続いている(図表 4・右)。この点、長期金利の動きは通貨や株価、ソブリン CDS とは異なる。

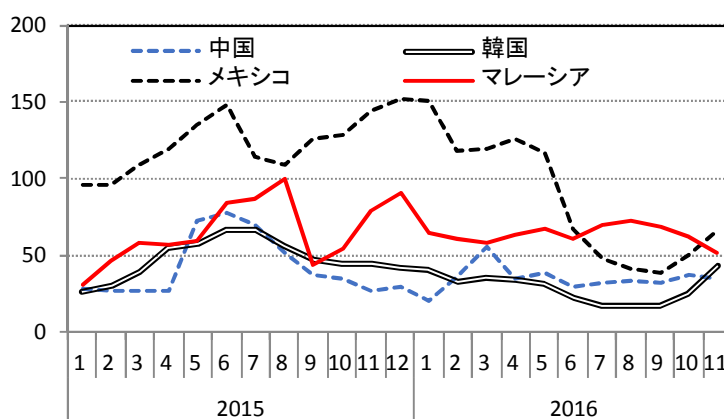
図表 4 10年債(自国通貨建て)利回り変動幅 (左: プレグジットショック、右: トランプショック)



(資料) 各国財政当局等

新興国の自国通貨建て債券市場では、2015 年半ば以降、イールドカーブのフラット化が進み（図表 5）、期間の長い債券を中心に、足元で割高感が出てきていた。裏返していえば、新興国の債券相場には調整が加えられる可能性が高まっていた。これを踏まえると、トランプショックは単に調整のきっかけ、あるいは理由を市場に提供したに過ぎず、仮にトランプ氏が落選していたとしても、極端に低くなっていた新興国の長期金利は、早晚上方修正されていた、という見方もできる。

図表 5 主要新興国国債の 10 年債-3 年債利回りスプレッド



(資料) 各国財政当局等

2. トランプショックの新興国マネーフローへの影響

トランプショックの新興国市場への影響の大きさは、マネーフローからも確認できる。国際金融協会(The Institute of International Finance, IIF)の推計によると、2016 年 11 月単月の新興国証券市場からの資金流出額(非居住者)は、242 億ドルの純流出だった。単月の純流出額としては、「テーパー・タントラム」¹が発生した 2013 年 6 月以来最大である(次頁図表 6)。

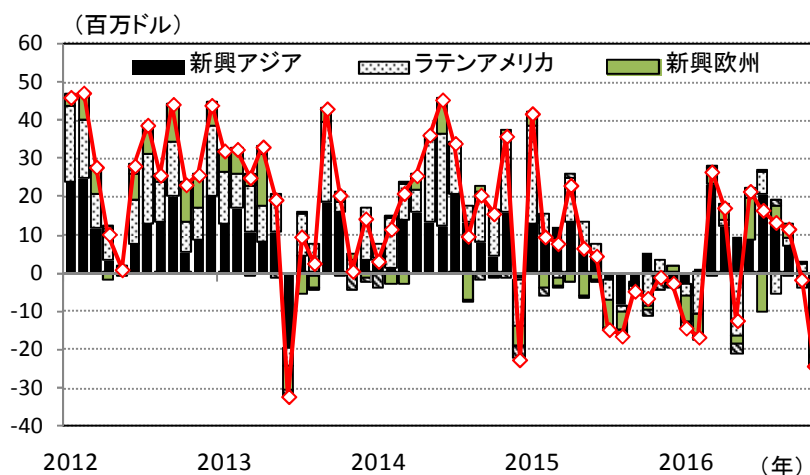
地域別にみると、11 月の純流出額全体のおよそ 3 分の 2 は新興アジア地域に占められている。これは、2016 年以降の新興国向け資金流入の中心がアジアであったことの反動であろう。国別にみると、IIF による限定的な推計(たとえば巨額の資金流出が発生したとみられるメキシコや中国についてはデータがない)によれば、資金流出が顕著だったのは、インドや台湾、タイ、南アフリカ、インドネシア、トルコ、ブラジルなどである。このうちインド、南アフリカ、インドネシア、トルコ、ブラジルの 5 カ国に関しては、2013 年のテーパー・タントラムの際、その通貨が「フラジャイル・ファイブ」(脆弱な 5 通貨。モルガン・スタンレーが命名)として一括りにされた経緯がある。その意味で、今回のトランプショックに伴う新興国からの資金流出は、テーパー・タントラムの再来のように見える。

だが、フラジャイル・ファイブというレッテルを貼られた国が経常収支赤字、高インフレという共通要因に特徴付けられたのに対し、トランプショックに強く影響を受けた国は必ずしもそうした共通要因をもたない。今回の大規模資金流出の局面においては、ソブリン CDS スプレッドの変化に関連し前節でも言及したように、ファンダメンタルズ面での脆弱性よりもむしろ、対米輸出依存度やドル

¹ バーナンキ米連邦準備理事会議長(当時)が 2013 年 5 月 22 日に議会証言の中で「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、米長期金利急騰およびそれに伴う市場の混乱。

調達依存度の強弱、あるいは対米外交のあり方などといった新興国各国の米国をめぐる個別要因がより強く意識されたものと推測する。それは、トランプショックがもつ政治的性格に起因するものと考えられる。

図表 6 新興国地域別証券投資純流入額(非居住者)



(資料) IIF

大規模な資金流出や比較的大きな相場変動にもかかわらず、トランプショックに対する新興国中銀の反応は、これまでのところ概ね落ち着いている。トランプショック発生から 1 ヶ月以内に政策金利を変更した主な新興国は、11 月 17 日に 50bps の利上げを行ったメキシコと、11 月 24 日に同じく 50bps の利上げを行ったトルコにとどまる。いずれも通貨防衛を目的としたものである。一方、大部分の新興国中銀は政策金利を据え置か、あるいはブラジル中銀のように景気対策として利下げを実施している²。トランプショックに対し新興国中銀の反応が少ない理由としては、そもそもショックの影響が各国の金融当局・中銀の想定範囲内にとどまっていること、インフレ率は引き続き落ち着いており、むしろ政策金利には緩和余地があること(特にインフレ・ターゲティング採用国)、またトランプ次期米大統領の政策が具体的にみえない中、動向を見極めていること、などが挙げられる。

トランプショックに伴う資金流出が新興国のマクロ経済に与えた影響については、データが出揃っていないことから、現時点では評価が難しい。しかしながら、仮に資金流出が一時的な現象にとどまらず基調として定着した場合、通貨安に伴う輸入物価上昇や外債建て債務の支払い負担増大などが新興国景気の下押しリスクを高めることが想定される。加えて、政府債市場における外国人保有比率が高い国(たとえば、インドネシアや南アフリカ、マレーシア、ポーランド、メキシコなど)では、外国人投資家の資金引き上げに伴う国内金利の上昇加速が景気減速の要因として懸念される。

² その後、12 月 14 日の米連邦準備理事会による 25bps の利上げを受け、翌 15 日、メキシコ中銀と香港金融管理局はそれぞれ 50bps と 25bps の追従利上げを実施した。一方で、コロンビア中銀は 12 月 16 日、4 年ぶりとなる 25bps の利下げを行っている。

3. 新興国マネーフローをめぐる 2017 年の主要政治リスク要因

2016 年は政治リスクが強く意識された年となったが、2017 年も「政治の年」になる見通しである。図表 7 は、2017 年における世界の主な政治日程(執筆時点で明らかなもの)を示したものであるが、新興国マネーフローをみるうえでとりわけ重要性の高い政治イベントは、①年前半のトランプ政権発足、②春から秋にかけて行われる欧州の重要選挙(特に仏大統領選挙と独連邦議会選挙)、③秋に予定される中国共産党第 19 期全国代表大会(党大会)である。いずれもポピュリズムやナショナリズムがキーワードになるだろう。

ただし、②欧州の重要選挙に関していえば、マネーフローという点で直接的な影響を受ける新興国は、ポーランドやルーマニアといった、貿易や投資、移民などを通じ欧州中核国との結びつきが強い中東欧諸国にとどまる可能性が高いとみる。新興国全般のマネーフローをみるうえでより重要な政治イベントは、①年明けのトランプ政権発足と③秋の中国共産党大会である。

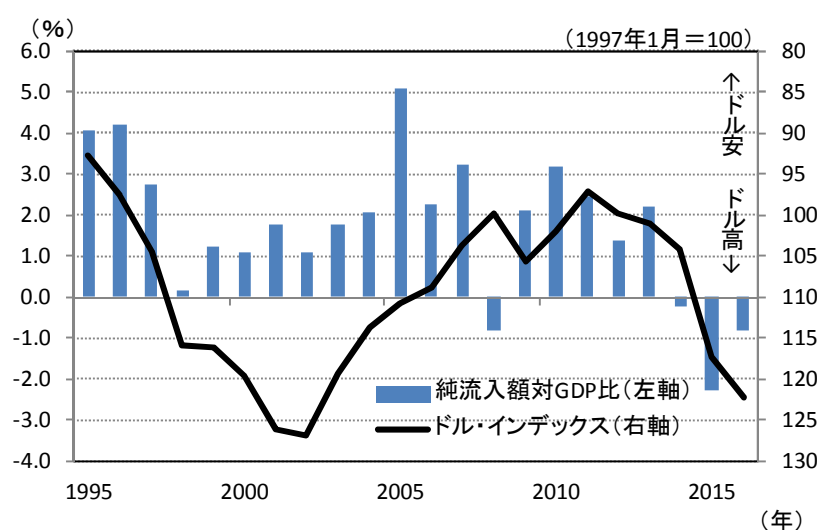
図表 7 2017 年の世界の主な政治日程

1月3日	米国／第115議会開会
1月6日	米国／上下両院合同会議で正式に大統領選出
1月中旬	英国／最高裁、EU離脱通知の議会承認の要否に係る判決公表
1月17～20日	世界経済フォーラム (スイス・ダボス)
1月20日	米国／新大統領就任式
1月末～2月初旬	米国／一般教書演説・予算教書演説
3月上旬	中国／全国人民代表大会(全人代)
3月15日	オランダ／総選挙
3月16日	米国／債務上限適用再開
3月26日	香港／行政長官選挙
3月31日	英国／EU離脱申請期限 (EU基本条約(リスボン条約)第50条発動期限)
4月15日	米国／財務省半期為替報告書公表
4月23日	フランス／大統領選挙(第1回投票)
5月7日	フランス／大統領選挙(決選投票)
5月19日	イラン／大統領選挙
5月26～27日	G7 シチリア・サミット
6月11・18日	フランス／国民議会選挙
7月7～8日	G20 ハンブルク・サミット
8月23日～10月22日	ドイツ／連邦議会選挙
秋(11月頃)	中国／中国共産党第19期全国代表大会(十九大)
12月20日	韓国／大統領選挙

(資料) 各種報道

トランプ新政権に関し、その政策の具体的な内容が明らかになるのは、就任演説を経た 1 月下旬から 2 月にかけてとみられるが、財政拡大と大幅減税を基軸とする「トランプノミクス」が公約どおりに進められることになった場合、少なくとも短中期的には米国の長期金利はさらに上昇し、これに伴ってドル高が一層進行するものと予想する。ドル高と新興国向け投資の間にある負の関係を勘案すると、その場合、新興国からの資金流出ペースは加速する可能性が高い。次頁図表 8 は、ドル・インデックス(逆目盛り)と新興国向け民間投資純資金流入額対 GDP 比の推移であるが、ドル高進行は新興国市場への純資金流入に対しネガティブに作用する傾向があることがみてとれる。

図表 8 新興国向け民間投資(証券投資・直接投資)純資金流入額対 GDP 比とドル・インデックス



(注) 純流入額＝非居住者対内投資純資金流入額＋居住者純対外投資純流出額

(資料) IIF、米セントルイス連銀

また、トランプ政権が公約にしたがって中国を為替操作国に認定し、貿易や投資分野で対中規制を強化した場合、中国による対米報復も含め、人民元相場をめぐる不確実性は一層高まることが見込まれる。さらに、元安を阻止したい米国側の意図とは裏腹に、中国が対米協調に応じず、元の下落に歯止めがかからなくなった場合には、元に連動した新興国通貨の全面安リスク、さらに新興国市場からの大規模資金流出リスクが高まるものとみる。

2017 年前半における最大の政治イベントがトランプ政権発足であるのに対し、年後半において最も注目されるイベントは、11 月頃の開催が見込まれる中国共産党第 19 期全国代表大会である。全国代表大会は 5 年に 1 度開催される党大会で、会期中には事実上中国の最高意思決定機関である中共中央政治局常務委員会のメンバーが選出される。現在の第 18 期常務委員は、習近平総書記³を筆頭とする 7 名からなる、いわゆるチャイナ・セブンである。

第 19 期党大会では、7 名の常務委員のうち、習近平氏と李克強氏を除く 5 名が事実上の定年制度に伴って退任する見込みである。そのため、おそらく 5 名もしくは 7 名が新任となる次期常務委員人事をめぐることは、今後、熾烈な権力闘争が繰り広げられていくものとみられる。そうした中、権力闘争の過程において、ポピュリスティックで対外的に強硬な経済政策が打ち出されてくる可能性がある。たとえば保護主義的・排外主義的な貿易・産業・通貨政策の導入、資本取引規制の厳格化などである。これらの政策は、内容によっては、中国発のグローバルなリスクオフを引き起こす可能性を孕むものと考えられる。

³ 習氏については、10 月 26 日に開催された第 18 期中央委員会第 6 回全体会議において、毛沢東、鄧小平、江沢民と並ぶ「核心」と位置づけられるなど、権力基盤のさらなる堅固化が進められているもようである。

4. まとめと今後の見通し

2016 年、ブレグジットショックとトランプショックという 2 つの政治イベントが世界を驚かせた。うち新興国市場に対してより大きな負の影響を与えたのは、トランプショックである。その影響の大きさは、通貨、ソブリン CDS スプレッド、株価指数、長期金利のいずれの面からも確認できる。

もともと、新興国の長期金利上昇に関していえば、トランプショックは近年割高になっていた新興国の債券相場に対し、調整のきっかけ、あるいは理由を与えたにすぎず、トランプショックがなくとも、長期金利は新興国でも早晩上方修正されていた、という見方もできる。

トランプショックはまた、新興国の証券市場に対し、相場下落と同時に、2013 年以来となる大規模な資金流出をもたらした。この現象は同年に発生したテーパー・タントラムに似るが、テーパー・タントラムの際は、経常収支赤字と高インフレというマクロ面での脆弱性に焦点が当たり、この共通条件に該当した「フラジャイル・ファイブ」が売りのターゲットにされたのに対し、今回の大規模資金流出の局面においては、共通要因よりもむしろ、トランプショックがもつ政治的性格ゆえ、対米関係、とりわけ対米輸出存度やドル調達依存度の強弱、対米外交のあり方など、新興国毎の個別要因がより強く意識されたものと推測する。

なお、トランプショックに伴う資金流出が新興国のマクロ経済に与えた影響については、データが出揃っていないことから現時点では評価が難しい。だが、仮に資金流出が一時的な現象にとどまらず基調として定着した場合、通貨安に伴う輸入物価上昇や外貨建て債務の支払い負担増大などが景気の下押しリスクを高めるものと予想する。加えて、政府債市場における外国人保有比率が高い国では、海外投資資金の引き上げに伴う金利上昇が景気減速要因として懸念される。

2017 年も重要な政治日程を控えており、引き続き政治リスクが意識されやすい年になる見通しである。新興国のマネーフローをみるにあたっての重要なイベントとしては、年明けのトランプ政権発足と秋の中国共産党大会が特に注目されよう。

(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。