

乖離する先進国と新興国の金融政策

～グローバル経済金融レビュー 2017年秋～

<要旨>

アメリカをはじめとする先進国の金融政策が引締め方向に動き始めた一方、新興国ではなお金融緩和が続いている。このような金融政策スタンスの乖離は、新興国からの資金流出懸念を高めて経済金融情勢の不安定化につながるというのが過去の経験則だが、中国景気と資源価格の安定、そして米国の長短金利の上昇ペースが緩やかなものになったという複数の要因で、新興国の経済金融情勢は安定を保っている。逆にこれらの要因が崩れると再び不安定化する可能性が高くなる。特に、貿易や為替レートを通じて周辺国への影響が大きく、資源価格も左右する中国の景気動向が重要であり、10月に開催された共産党大会で決定される新指導部の経済運営方針が注目される。

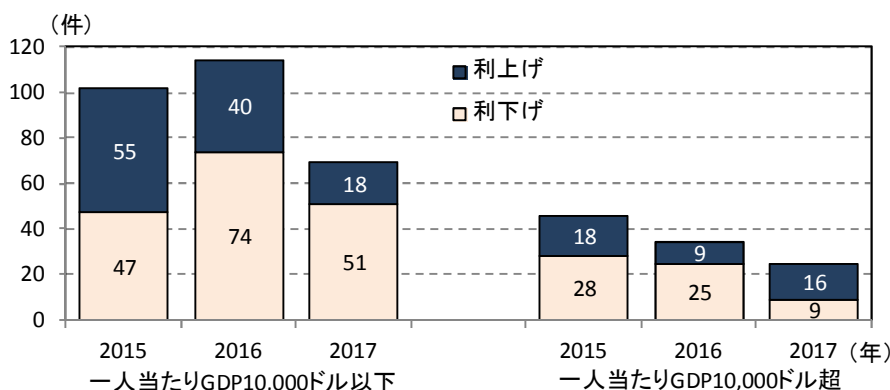
1. 乖離し始めた先進国と新興国の金融政策スタンス

米国連邦準備制度理事会(FRB)は2015年12月から始まった4回の利上げに続いて、2017年9月にバランスシートの縮小開始を決定した。更にこの先も利上げは続けられる見通しで、FOMC参加者の政策金利見通し中央値を見る限りでは、2017年内に更に0.25%、2018年には0.75%程度の利上げを見込むのがFRBの標準的な見方ということになる。リーマン・ショック後に採用された大規模な金融緩和からの出口を着実に進んでいる。

同様の動きは他の先進国でも出始めており、欧州中央銀行(ECB)は、9月の理事会で現在毎月600億ユーロの量的緩和策の規模を2018年から縮小する可能性を示した。イングランド銀行は政策金利の引き上げが近いことを示唆し、カナダ銀行は7月に続いて9月にも、2回に亘って政策金利を合計0.5%ポイント引き上げるなど、主要先進国の金融政策は米国を筆頭に引き締め方向に進み始めている。

その一方、新興国の多くはまだ金融緩和を続けている。2017年に入ってから、名目一人あたりGDP10,000ドル超の国では米国への追随利上げも含めて利上げが多いのに対して、10,000ドル以下では利下げが大半を占めている。先進国と新興国の間で金融政策の方向性に乖離が生じていることがわかる(図表1)。

図表1 一人当たりGDPで分けた国別の政策金利変更回数

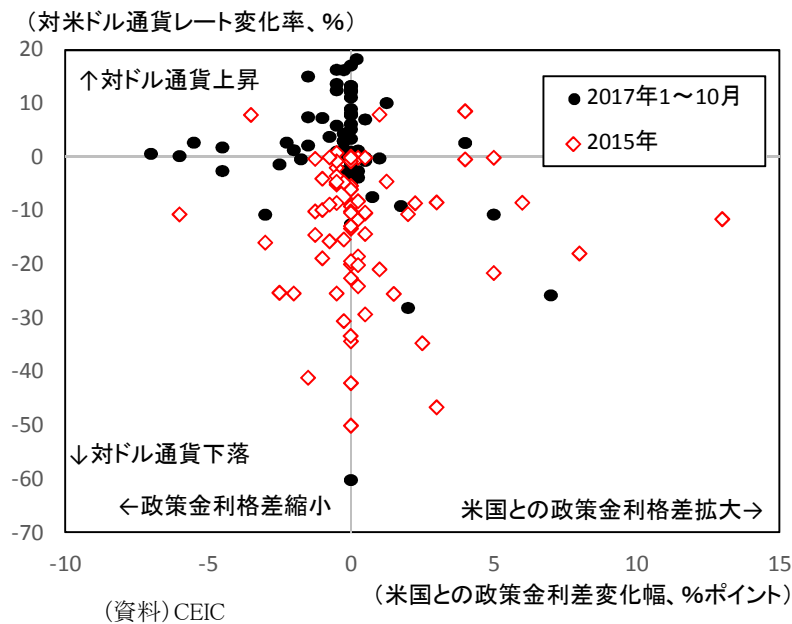


(資料) 各種報道より作成

このような環境では、金利差の縮小で新興国からの資金流出が加速して経済情勢が悪化するリスクが高まりやすくなるというのが過去の経験則である。2013年5月に当時のFRBバーナンキ議長が、量的緩和策の縮小を示唆した所謂「テーパー・タントラム」や、米国の利上げが始まった後の2015年から2016年にかけての時期にも、新興国からの資金流出懸念が高まって通貨レートが下落し、それが輸入物価上昇を通じて国内インフレ圧力を高めて利上げを余儀なくされ、利上げが経済にダメージを与えることが嫌気されて更に通貨が下落する—という悪循環が多く国で生じた。

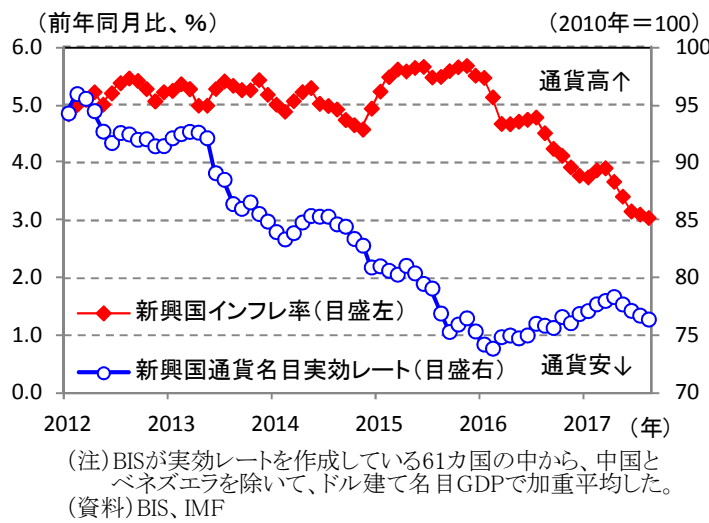
しかし、現在の新興国通貨レートは安定している。複数の新興国において【米国との政策金利差変化幅】と【対ドル通貨レート変化率】の関係を、2015年と2017年(10月まで)で見ると、2015年は米国との政策金利差が拡大したにもかかわらず通貨レートが対ドルで下落している国(グラフの第4象限、右下の領域)が多かったのに対して、2017年に入ってから米国との政策金利差が縮小しているにもかかわらず対ドルの通貨レートが上昇している(グラフの第2象限、左上の領域)国が多くあり、米国との政策金利差が拡大したにもかかわらず通貨レートが下落した国の数は大幅に減っている(図表2)。

図表2 新興国の【米国との政策金利差】と【対ドル通貨レート】変化の関係

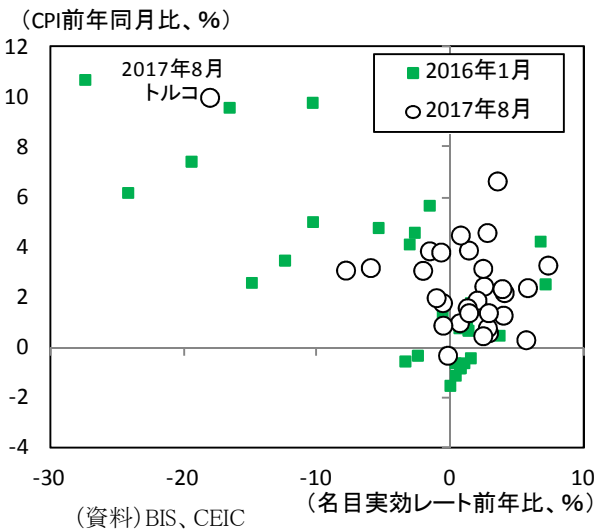


通貨レートが安定していることで、新興国のインフレ圧力も抑制されている。新興国全体で見ると、2016年以降は通貨レートの上昇基調が続く中でインフレ率低下が続いており(次頁図表3)、国別に見ても、2016年初めの時期は多くの国で大幅な通貨下落・大幅な物価上昇という状態にあったのに対して、直近2017年8月はトルコを除いて通貨レートの大幅下落と高インフレの状態には陥っていない(次頁図表4)。現在の新興国は、米国との政策金利格差が縮小する中でも、通貨レートと物価が相互作用的に安定をもたらすという好循環の状況にあると言える。

図表3 新興国全体の通貨レートとインフレ率



図表4 国別に見た新興国の通貨レートとインフレ率



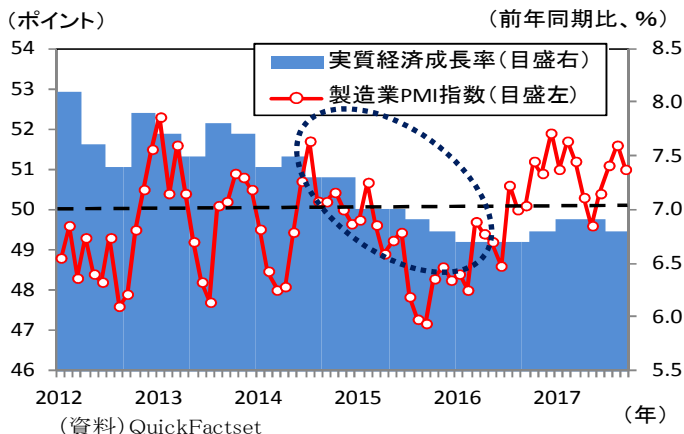
2. 現在の新興国経済金融環境を安定させる要因 ～ 2015～2016年との比較

では、今の新興国を巡る環境は2015～2016年と比べてどういった点が異なっていて、何が現在の新興国経済や通貨の安定をもたらしているのだろうか。その要因として挙げられるのは以下の通りである。

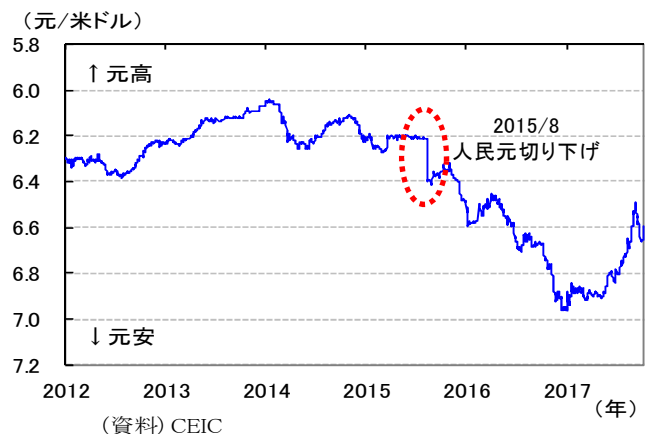
(1) 中国景気・金融情勢の安定

最も大きな相違点は、世界景気が先進国、新興国ともに安定しており、とりわけ中国の景気や金融情勢が安定していることである。2000年代は先進国、新興国が両方とも安定成長をしていた時期は少なく、2015～2016年の時期は、先進国の景気が回復する中で中国景気の減速が続いていた。前年同期比で見た経済成長率は徐々に低下しており7%という節目を割って6%台に下がったことは、金融市場の心理にも影響したと思われる。また、製造業 PMI 指数も好悪の境目とされる 50 を下回る状態が続いていた(図表5)。更には元レートも下がっていたため、周辺新興国の輸出は中国需要減少という所得効果に加えて、元安自国通貨高による競争力低下という価格効果が重なることで大幅に減少し、周辺国の景気にも大きな悪影響を及ぼすとの懸念が強まった(図表6)。特に、2015年8月に中国人民銀行が元レート切り下げを発表した時には、中国経済の

図表5 中国経済成長率と製造業 PMI 指数



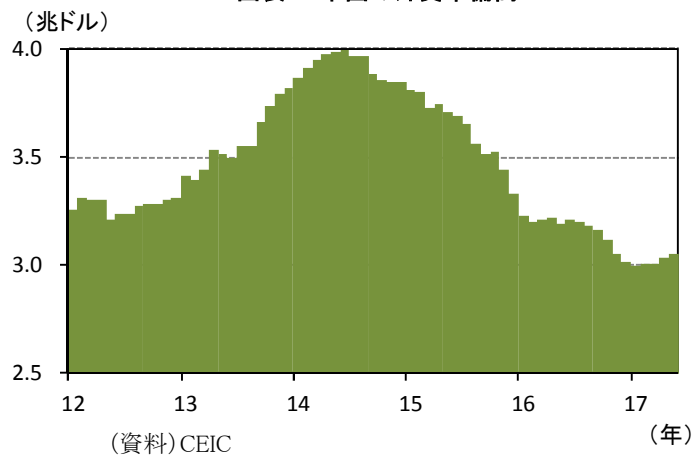
図表6 元の対ドルレート推移



厳しさを示唆するものとして金融市場には大きなネガティブサプライズになった。この時期に外貨準備高が目立って減少したことは、中国からの資金流出加速を示すものと解釈された(図表7)。

これに対して現在は、中国の経済成長率は下げ止まり製造業 PMI 指数も 50 を上回るなど景気減速に歯止めがかかっており、元の対ドルレートも上昇、外貨準備高も下げ止まるなど資金流出圧力も弱まっている。中国からの資金流出に歯止めがかかったのは規制強化によるところも大きい。ため、純粋な経済金融情勢の安定を評価されたものとは言い難い面もあるが、人民元のオフショアレートとオンショアレートの格差を見ても、2015～2016年にはオフショアの方が目立って低い局面があったのに対して、足元ではほぼ同水準にあることから、金融市場からの評価もかなりの程度戻していると判断できよう。中国の経済・金融情勢の安定が、周辺国にも安定をもたらしている。

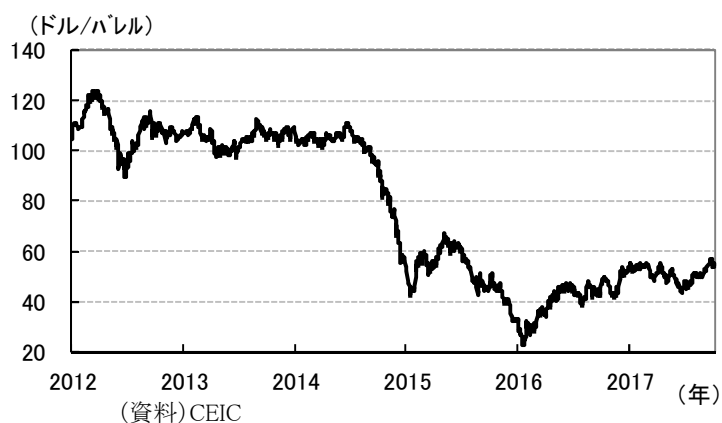
図表7 中国の外貨準備高



(2)資源価格の安定

次に挙げられるのが、資源価格が過度に低下していないという意味で安定していることである。2014年半ばまで1バレル＝100ドル前後だった原油価格は同年後半から急低下し、一時はドバイスポット価格で同30ドルを下回った(図表8)。原油をはじめとする資源価格低下は、コスト減少を通じて世界経済にとってプラスになるのが通常の様だが、原油価格低下のスピードも幅も事前の想定を大きく上回ったために、原油輸出国の経済悪化に対する懸念が強まった。この時期には原油輸出国であるロシアでウクライナ問題が浮上した他、ブラジルでは国内政治が不安定化するな

図表8 原油価格(ドバイスポット)推移

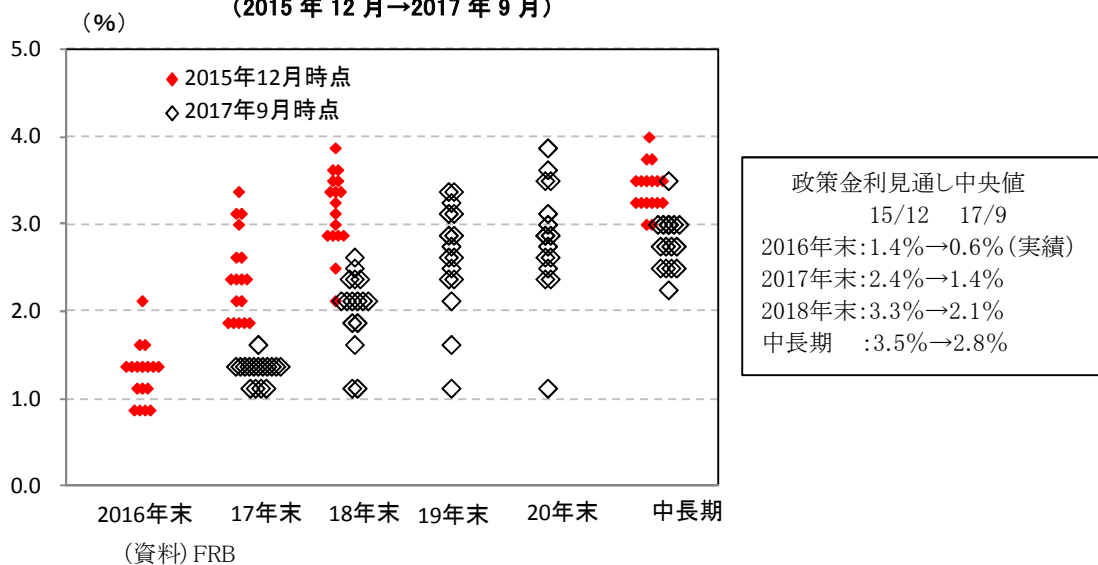


ど、原油価格の過度な低下が輸出国の経済のみならず当該国の政治・地政学的リスクが高まったことも、状況の悪化に拍車をかけた。これに対して現在の原油価格は、米国でのシェールオイルの増産による価格下押し圧力を意識しながらも1バレル50～55ドル前後で概ね安定している。2016年11月には石油輸出国機構(OPEC)加盟国と一部非加盟の産油国間で石油減産合意が成立し、2017年5月には合意が延長されるなど、過度な原油価格低下が再び起こる可能性は低下している。このように資源価格の下げ止まりは、資源輸出国含む新興国を巡る経済情勢を安定させる要因の一つになっている。

(3)FRBの利上げペースに関する見方の安定

3つ目の要因として挙げられるのが、FRBの利上げペースに関して、FOMC参加者と市場参加者間のギャップが解消したことである。2015年末にFRBがリーマン・ショック後最初の利上げに踏み切った時、FOMC参加者の政策金利見通しはかなり強気であった。例えば最初の利上げを決めた2015年12月のFOMC開催時点で、2016年末の政策金利見通し中央値は1.4%、1回当たり0.25%ポイントとすると4回の利上げを見込んでいた(図表9)。ちょうどこの時期は、PCEデフレーターの前年比上昇率が底を打ち、消費者物価(CPI)や時間当たり賃金の伸び率が高まる過程にあったために、先行きの物価に対する強気な見方が成立しやすかったものと思われる。こういったFRBの強気な姿勢が、新興国からの資金流出加速懸念に拍車をかけた。

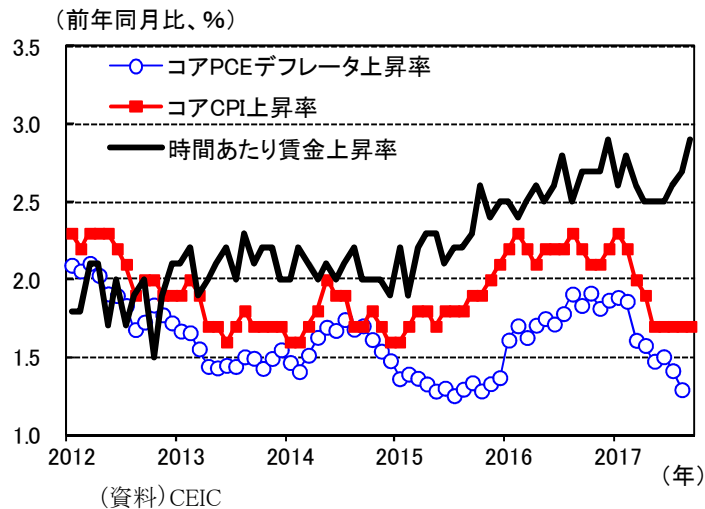
図表9 FOMC参加者の政策金利見通し変化
(2015年12月→2017年9月)



2016年に入ってから、FRBが米国景気の減速を認識し、新興国中心に不安定になっていた海外情勢が米国の景気や物価に影響を及ぼすリスクに言及したこと、3月のFOMCで参加者の2016年末の政策金利見通しが1.4%から0.9%に下方修正されたことなどで、FOMC参加者と市場のギャップは縮小していき、最終的には2016年内の利上げは1回に留まった。2015年末から足元までの間、FOMC参加者による中長期的な政策金利水準見通しは下方修正され、中央値で3.5%から2.8%まで下がっている。10年国債利回りも、トランプ大統領の誕生をきっかけに上方シフトしたが、その後は依然として物価の動きが鈍かったことや(次頁図表10)、中東・北朝鮮を中心に地政学的リスクが意識されたこと、また大統領就任後の政権運営停滞で選挙中に打ち出してい

た大規模な財政政策の実現可能性が低下したこともあって、結果的に上昇していない。このように米国金利上昇に一定の歯止めがかかったことも、新興国の経済金融環境の不安定化が回避される要因になっている。

図表 10 米国物価関連指標



3. 今後の展望とリスクシナリオ

以上、足元の新興国経済金融環境を安定させている要因を逆に見ると、①この先中国景気が大幅に下振れる、あるいは②OPEC 諸国やロシアなど産油国の足並みが乱れて増産が相次ぐなどで原油価格が再び低下する、③米国で賃金伸び率やインフレ率が加速して米金利が急上昇する—といった事態が生じれば、新興国の経済金融環境が2015～2016年と同様の不安定なものになる可能性が高まる。この中でも中国景気の先行きは、貿易と為替レートの双方を通じて周辺新興国に与える影響が大きく、景気が減速した場合は資源需要減少を通じて価格下落につながりやすいことを踏まえると、最大のキーポイントになると見る。この観点からは、10月に決定される中国共産党の新指導部がどのような経済運営スタンスを取るのか、具体的には、ここ1～2年と同様の経済安定を重視するのか、それとも景気が減速しても積年の課題である過剰設備や過剰債務の問題解決を優先するのか、といった点が注目される。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@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。