

2019年7月5日 全4頁

# 新興国経済ニュースレター（2019年7月）

## 金融緩和競争はいつまで続くか

経済調査部長  
児玉 卓

### [要約]

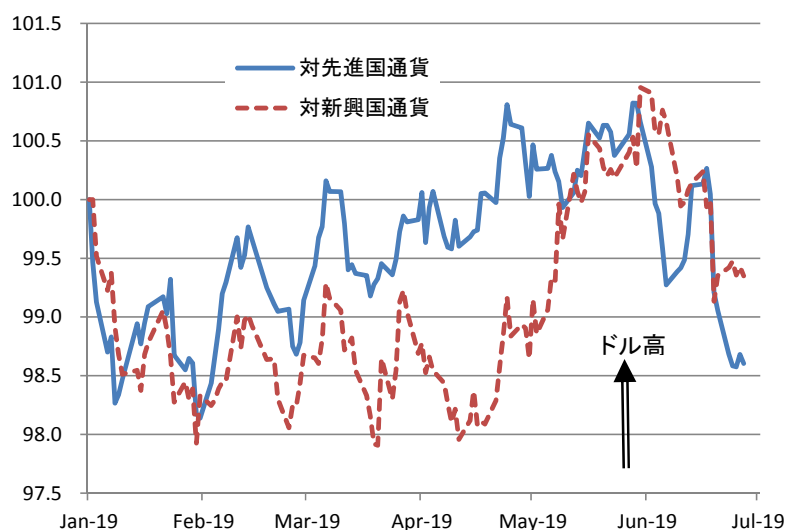
- 新興国通貨が復調している。FRBの金融緩和が確実視されていることに加え、米中摩擦一服による世界景気悪化懸念の後退も追い風となっている。金融緩和は国際的な連鎖を生みやすく、実際FRBからECBへ、更には多くの新興国への追従的な緩和が行われる可能性が高まっている。これは世界景気を支える一定の役割を果たし得る。しかし、新興国がどれほど緩和モードを継続できるかは、世界的な景況感にも依存する。その点、現在の金融市場はやや「いいとこ取り」的な状況にあるように見える。緩和に便乗するのは良いが、現在の環境の持続性にベットするのは危険かもしれない。
- トルコからは久々に良いニュースが届いている。イスタンブール市長選挙のごたごたで明らかになったのは、エルドアン氏が結局は選挙結果を尊重しているということだ。同国ではかろうじて、民主主義の命脈が保たれているように見える。

### 新興国為替レートの復調

このところ、新興国通貨の上昇が目立つ。新興国にはいいニュースである。ざっと、次頁のグラフで確認しよう。現局面に先立つ5月にはドル高局面が見られたが、当時のドルの上昇は主として対新興国通貨で進行し、先進国通貨に対する同月のドルの変動は限定的であった。6月に入ると、ドルは対先進国通貨、新興国通貨を問わず下落する。これは5月末頃を境に、為替市場のテーマが変わったからであろう。5月の為替市場の流れを決定づけたのは同月上旬のトランプ大統領のツイートに端を発する米中摩擦再燃であった。これが世界経済の先行きに対する懸念を強め、リスク・オフ的なドル高・新興国通貨安が生じた。こうした局面では、先進国通貨全般が、対ドルで下落する必然性はない。

しかしその後、市場のテーマが世界景気から米国の金融政策に移行する。かねてハト派的姿勢を強めていたFRBによる利下げが確実視されるに至り、ドルの全面的な状況に移行したと整理できよう。また、新興国通貨に対しては、6月末のG20大阪サミットに合わせて行われた米中首脳会談が、増価要因としてオンされている。関税引き上げ合戦の激化がいったん休止されたことで、世界経済の先行き不安が後退したからである。つまり、新興国通貨には現在、米国の金融政策、世界的な景況感という二つの追い風が吹いていることになる。

図表1 米ドルの実効レート



(注) 先進国は豪州、カナダ、ユーロ圏、日本、英国など 7 개국・地域、新興国はブラジル、インド、インドネシア、ロシア、中国など 19 개국・地域

(出所) FRB より大和総研作成

### 緩和競争？

金融緩和には国際的な連鎖を生みやすいという特徴がある。既に ECB が追加緩和の実施を匂わせているが、これなども FRB の金融緩和が既成事実化していることを多分に受けたものであろう。新興国でもインド、フィリピン、マレーシア、ロシアなどが利下げモードに入っている。こうした連鎖が起こるのは、金融緩和はそれを実施する国・地域の通貨を下落させる要因であり、他国・地域はそれに乗り遅れることで自国通貨に上昇圧力がかかることを避けようとするためである。

この点、同じ需要刺激策であっても、財政支出拡大が当該国の通貨の上昇要因であり、ここに着目する限り、ある意味「やったもの負け」になりやすく、連鎖などは生みにくいのは対照的である（金融緩和の場合、仮に他国が追随しなければ先行緩和国には為替減価が加わって緩和効果が増強される。つまり「やったもの勝ち」になる。しかし、そのようなうまい話はそうは起こらない＝追随者が現れる）。

なお、金融政策について付け加えれば、金融引き締め局面では、先進国・新興国で非対称的な対応が行われやすい。日本やユーロ圏は、強いインフレ圧力に直面しているなどの（今どき考えにくい）局面を除けば、米国の利上げを傍観することで被るデメリットはほとんどない。しかし、新興国の場合、米国の利上げは資本流出懸念を高める。追随せずに放置することのリスクは大きい。

ともあれ、米国の金融緩和が確実視される中、その波及効果によって多くの国が緩和に舵を切れば、為替レートはゼロサムである一方で、世界的に金利水準が低下し、インフレリスクが限定的な現在、世界景気にはプラスに作用する。新興国経済も一安心、ということになる。

## 景況感との綱引き

もともと、FRBの緩和姿勢が維持される限り、新興国も緩和モードを続けることができるというわけではない。冒頭述べたように、5月には景況感の悪化とリスク・オフで新興国通貨が売られた。同じようなことが起きれば、FRBのスタンスにかかわらず、緩和モードは修正せざるを得なくなる。

これに関して、このところ気になるのは、金融市場の動きが極めて短期的なイベントで左右されているように感じられることだ。例えば、先にも触れた米中首脳会談で両国間の協議再開と米国の輸入関税引き上げ第4弾が見送られたことは、世界景気の先行き不安を後退させ、世界的な株高につながった。これはこれで、一見矛盾がないようにもみえるのだが、米中摩擦がこれで終息とみる向きが皆無に近いこともまた確かである。米中間の対立とそれに伴う世界景況感の悪化という局面が、いつ再現されてもおかしくないという見方がコンセンサスになっている。これを考えると、今の株高はいささか、ごく目先の材料への過剰反応のようにもみえるし、「いいとこ取り」が過ぎるようにも思われる。「とりあえずの楽観論」はいつ「とりあえずのリスク回避」に取って代わられるかわからない。新興国の緩和モードの継続性にベットするのは危険だということだ。

## 中国とブラジル

実際、「いいとこ取り」の風潮の中で、看過されている暗い部分は少なくない。例えば中国の景気である。「第4弾」が回避されたのは確かに朗報だが、「これまでの」米中摩擦の余波などによって中国景気がどの程度悪化するのかについて、グローバル金融市場はどこまで織り込んでいるのだろうか。対米輸出に限らず、モノを作る場としての中国の競争力は明らかに劣化しており、製造業の投資が激減しても不思議ではない状況と考えられるが、それを政策的なインフラ投資などで十分に相殺することは可能なのだろうか。仮に可能だったとして、景気対策に伴う債務の増加に中国は持ちこたえることができるのかという問題もある。中国経済が変調を来せば、それは世界的な景況感の悪化に直結することとなる。

ブラジルに目を転じてみよう。同国には中国のようなグローバルな影響力はない。ブラジル経済が失速したとして、それをきっかけに世界的なリスク・オフが起きることはない。問題は、金融市場の評価と同国経済のファンダメンタルズとの間に無視できない乖離があるように感じられることだ。ブラジルは1-3月期、9四半期ぶりに前期比マイナス成長に転落したが、4月以降も鉱工業生産は均せば前月比ゼロ成長が継続している。ボルソナロ政権発足への期待などから一時期改善した消費心理も悪化に転じ、小売売り上げも減速するなど、足元の経済は停滞の度を強めている。また、ボルソナロ政権への期待が剥げ落ち、支持率が低下する中で、同政権による経済構造改革の実現可能性も低下している。改革の本丸は財政規律の回復であるが、政権への支持率が低下する中、国民に痛みを強いる政策への逆風は強まりつつあると考えられるからだ。つまり、ブラジルは足元の景気が悪い上に、将来的なファンダメンタルズの改善への道筋も描きにくくなっている。にもかかわらず、ブラジルの株価は上昇し、レアルも堅調であ

る。新興国市場が外部環境次第の面が強いことは否定できないものの、一体、実体経済と市場の乖離はどれほど持続可能なのであろうか。

もちろん、今後の新興国経済、世界経済を支えていく上で、緩和競争はより広範に、より長く繰り広げられることが望ましい。実際、比較的そのような局面が長く続く可能性もある。しかし、各新興国はその持続性を前提とするのではなく、例えば緩和に便乗するのであれば、財政政策は比較的引き締め気味に運営するなど、外部環境の変調への備えを怠らないことが求められよう。既述のように現在の外部環境は最良とあって良く、ここから悪化することはあっても更に良くなることはありそうにないと考えておくべきではないか。

### トルコからの良い便り

最後に、トルコの政治状況について簡単に触れておきたい。周知のように、同国では3月に行われたイスタンブール市長選の結果に国政与党が介入し、6月下旬に再選挙が実施されたのだが、結局、第一回投票と同じく、野党・共和人民党のイマモール候補が勝利し、当選が確定した。第一回投票の結果に政府が介入したのは悪いニュースであった。しかし、第二回投票を受けて、与党が速やかに敗北宣言を行ったことは良いニュースであった。

プチ独裁者エルドアン大統領といえども、選挙結果を蔑ろにできないことが示された。これが最大の良いニュースであったといえるだろう。確かに政権は第一回選挙に介入した。しかし、これはエルドアン氏が選挙結果を軽視したからではない。むしろ、政治的権威は選挙によってしか得ることができないことを同氏が明確に認識しているために介入したのであろう。第一回投票で与党は僅差で負けた。難癖をつけてやり直せば、次は勝てるかもしれない。エルドアン氏は恐らくそう考えた。やり口は公平といえない部分が多々あろうが、いずれにせよエルドアン氏は（例えばトランプ氏と同じく）選挙で勝つことを最大の命題としている。そして、最終的には選挙の結果を尊重する。そうでなければ、選挙で勝つことにこだわる意味がそもそもない。つまり、いささか大げさに言えば、トルコにおける民主主義は命脈が保たれているということだ。野党候補を拘束したり被選挙権を奪ったりするなどが横行するロシアの「名ばかり選挙」とは、相当に距離があるといえるだろう（もちろん、それとて選挙で勝つためにやっていることであり、プーチン氏も選挙結果への強いこだわりがある点では同じだ。トルコとロシアの違いはロシアでは与党が負けないことだ）。

そして、これに付随する良いニュースは、イスタンブールをはじめとする地方選挙での敗北が、エルドアン氏が進めてきた強権化への反発、経済失政と景気悪化への国民の反発の結果であると同氏自身が認識している可能性があることだ。これが民主主義に備わる一種の自浄作用として、エルドアン氏の（次なる選挙での勝利のための）政策転換につながっていけば、トルコ経済、政治は改善し得る。楽観しすぎることなく、注目していきたい。