

新興国市場、米国鈍化「遅行波及」警戒

ドル下支えや日本株シフト余地も、循環回復は維持

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2017/5/22

新興国市場は短期リスクとして、米国経済鈍化の「遅行波及」が警戒されよう。昨年11月以降は米国でのトランプ新政権誕生による保護主義懸念が新興国の打撃となる一方で、米国の成長加速は新興国をサポートしてきた。足元の米国の息切れは中国での金融・不動産バブル抑制強化や一部新興国の政治混乱などとあいまって、新興国にもブレーキ材料となる。日本ではリスク回避の円高・株安材料となる一方、新興国からの利食いマネーのドル回帰によるドル下支えや、出遅れ感の残る日本株への部分的シフトとなる余地も秘めている。

ブラジルでも大統領疑惑、対新興国ではドル高

「中国が主導するAIIB（アジアインフラ投資銀行）に関しては、時期を見計らって米国が参加し、続いて日本も協力する方向で日米中で調整が進みつつある」――。

日本の公的金融幹部はこのように打ち明ける。引き続き日米が主導するアジア開発銀行（ADB）との競合問題は残るものの、「より質の高いところをADBがやり、インフラの一部など分かりやすく単純な部分をAIIBがやるという考えもある」（16日の経済同友会・小林喜光代表幹事会見）など、相互協力によるウィン・ウィン関係の構築は可能だ。

AIIBは中国が掲げる現代版シルクロード経済圏構想「一帯一路」のファイナンス役を担うが、14-15日に北京郊外で開催された関連フォーラムでは、沿線国などに新たに総額9500億元（約15.6兆円）以上の融資や援助を行う方針が示された。それ以前に今年2月にはADBが、「2016年から30年にアジアのインフラ需要は26兆ドル（約2900兆円）に上る」とする報告書をまとめている。

日本がAIIB協力などを通じ、一帯一路を含めたアジアのインフラ整備に積極関与していくことは、中長期スパンで日本の関連企業や新興国の内需成長にプラスとなりやすい。米国の政治経済面での不透明感を補完するものだ。同時に日本では運用難の中にあって、アジアの膨大なインフラ整備に派生したインフラ関連ファンドなどの投資先が多様化されるメリットもある。

もっとも短期的には、新興国市場に過熱調整が警戒され始めた。昨年後半からの新興国復調は中国や欧州の持ち直しだけでなく、米国経済の「トランプ政策期待」などによる成長加速の恩恵を受けている。足元では米国の成長ペースが鈍化してきたほか、米国では政治リスクや政策停滞の警戒感が高まっており、新興国へも遅行打撃が懸念される。

しかもトランプ米大統領の複合疑惑と同時進行で、ブラジルではテメル大統領が「汚職スキャンダル」の隠ぺいに関与した」という疑惑が浮上してきた。英金融大手スタンダード・チャータードのストラテジストは18日、顧客向けレポートで「テメル大統領の野心的な改革計画は目先の将来において保留となり、一例として年金改革の見通しは2018年の大統領選挙を控えて非常に簡素なものになりかねない」、「ブラジル発の政治ショックは、新興国市場の全般にネガティブな意味合いを持つ」、「金融市場の低ボラティリティー（市場変動率）の中でキャリーが魅力的だった高金利通貨は、ブラジルの状況に合わせて短期的にはなおさら明確な売り圧力にさらされる」（ブルームバーグ）という警告を発した。

現在は米国で政治リスクが警戒されており、日本市場にとっては新たなリスク回避の円高・株安の材料となるものだ。すでに19日のアジア外為市場では、ブラジル・レアルの急落に続いて、韓国ウォンやインドネシア・ルピアなどが連動下落に転じてきた。しかし、現状ではまだ「昨年後半からの新興国の株高・通貨高の過熱調整」の範囲にとどまっている。新興国からの短期的な利食いマネーは、米国への回帰となってドルの下支えへと作用。18日以降はドル/円でも、ドルの下支え要因となっている。

日本株の対「新興国株」倍率、15年以来の出遅れ

すでに中国では政府が金融・不動産バブルの阻止に向けて、金融規制強化やレバレッジ解消の圧力を強めている。これまた中国以外の新興国にとっても、回復ペースを抑制させていくものだ。中国や新興国での成長ペース鈍化は、裏表で各国の官民が抱える巨額なドル建て債務の借入れ負担を重くさせる。

例えば米調査会社ディーロジックによると、中国企業によるドル建て債の発行は2016年に過去最大の1110億ドル（前年は880億ドル）に達した。しかし、現在は中国政府が不動産セクターの過熱を冷まそうと不動産会社のオフショア市場へのアクセスを遮断しているため、「中国の不動産開発会社によるオフショア市場でのドル建て債発行は、近いうちにほぼ枯渇する見通し」（18日のロイター）となってきた。ドル債務の借り換えや返済に向けた資金調達手段に縛りが掛かっている。

S&P グローバル・レーティングの推計によると、同社の格付け対象で2021年までに満期を迎えるアジアの社債1兆ドル（約110兆円）近くのうち、ドル建ては63%、ユーロ建ては7%となっている。

かたや米FRBは緩やかなペースながらも利上げス

タンスの継続姿勢を保っており、来年に向けてはバランスシート縮小に着手する構えだ。新興国では、ドル債務負担の増加が返済の前倒しや借り換えなどの圧力に迫られていく。FRBは2015年12月に9年半ぶりとなる利上げを開始させたが、2015年には対新興国通貨を含めてドル全面高が加速された。ドル高の一因としては、新興国による「低金利で借入れや調達してきたドル債務の返済やヘッジなどの対応」が指摘されている。

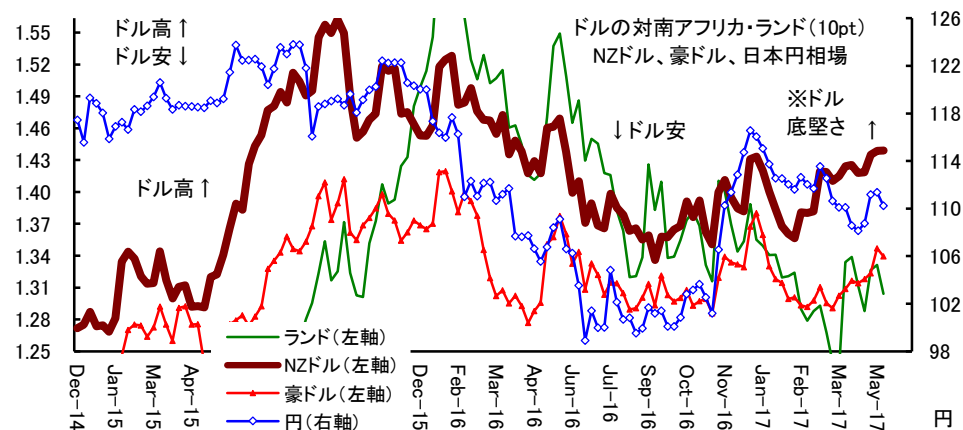
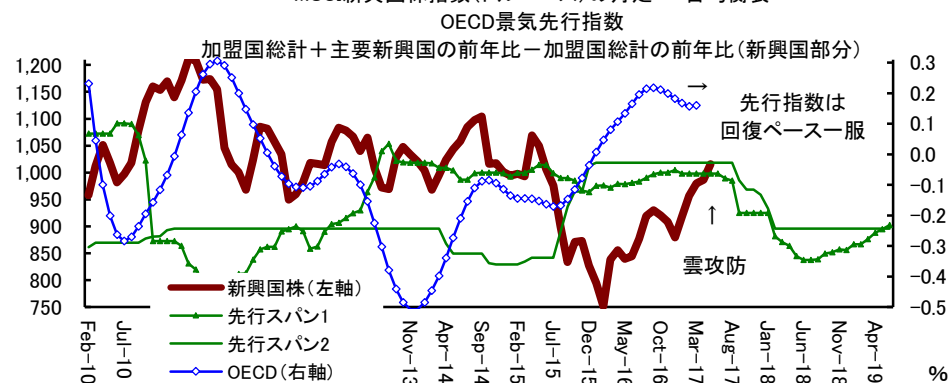
現在はトランプ大統領の弾劾リスクなどがドル安材料となっているが、新興国で膨張したままのドル債務の潜在的な返済圧力がドルの下支え要因となっていく。米国不安の高まりは米国マネーや米国系金融機関による本国回帰やデレバレッジ、融資回収を促すことになり、なおさら新興国のドル建て債務は返済と逆回転に圧力に迫られることになる。

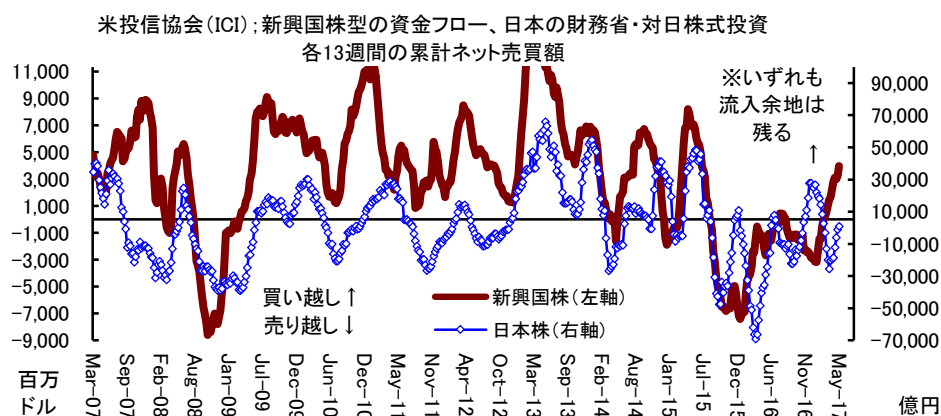
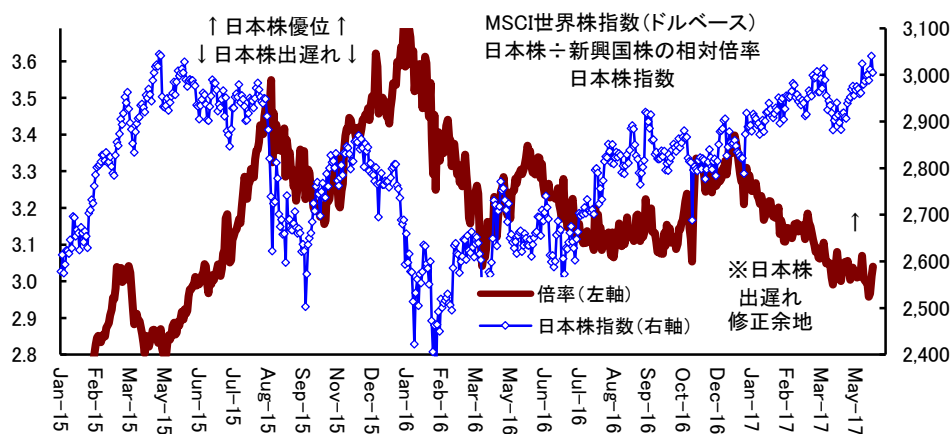
もっとも2015-2016年までと異なり、現在は新興国を含めて世界経済が循環的な回復軌道にある。IT

ハイテク分野のスーパーサイクルは、新興国でのハイテク需要の増大も大きい。日本株市場では資生堂の株価が過去最高値を更新してきたが、一因としては中国やアジアなどでの中間所得層の増加と生活水準の向上が影響している。

その意味で新興国での株安・通貨安は、まだ短期的な過熱調整にとどまる可能性がある。日本でもリスク回避の円高・株安よりも、新興国市場からの利食いマネーの部分的な日本株シフトが期待されやすい。MSCI世界株指数（ドルベース）での日本株指数と新興国株指数を割った相対倍率は5月15日に2.96、18日に3.04となり、2015年5月以来の低水準へと切り下がってきた。直近最高である2015年12月の3.6に比べると、大きく日本株は出遅れた状態にある。対新興国株との相対見合いでは、依然として日本株に出遅れ修正や割安修正の余地が残されている。

MSCI新興国株指数(ドルベース)の月足・一目均衡表





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。