

みずほマーケット・トピック (2018 年 8 月 14 日)

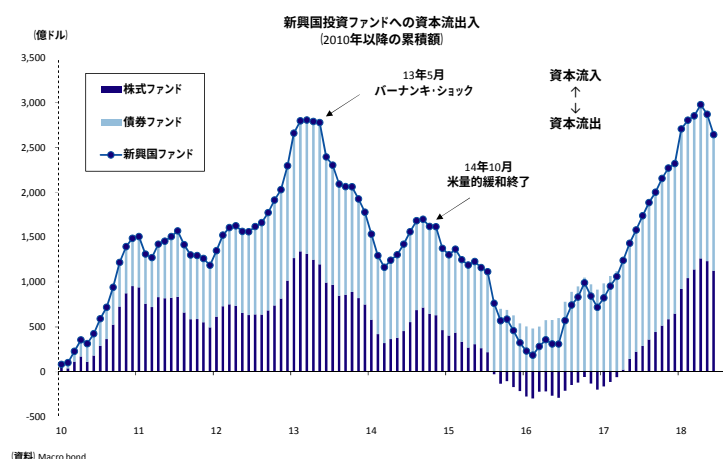
第二次資本流出局面が始まったのか？

本欄では米国が利上げに耐えられるとしても新興国がそうとは限らないという論点を繰り返し強調してきた。そうした懸念の背景には FRB の緩和環境を前提として新興国に流入していた巨額の資本の存在がある。2010 年以降に関し、新興国投資ファンドへの累積資本流入額を見ると、2013 年 5 月までは一方的な資本流入が続いていたが、同タイミングで発生したバーナンキショックを契機として一気に逆流が始まり、2016 年初頭までの約 2 年半にわたって資本流出が続いた。これが FRB の正常化プロセスのもたらした第一次資本流出とすると、現在は第二次資本流出の局面が始まっているという理解か。第一次資本流出の局面では FRB の正常化プロセスも相応に遅延した。確かに、トルコはエルドアン大統領という特殊な政治リスクを抱えるが、主要な新興国通貨の動向を見る限り、結局のところ、年初来で弱い通貨は経常赤字国通貨である。かかる状況下、「トルコリラだけは特別だから」という言い分は通用しづらくなっている印象。

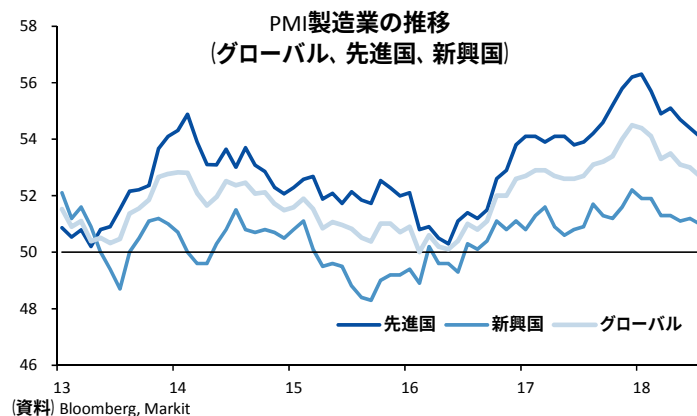
～第一次資本流出:2013年5月-2016年初頭～

昨日の金融市場もトルコショックの余波が続いており、ドル/円相場は 110.50 円から 111 円の直近安値圏で推移している。利上げも国際金融支援も退け、米国による追加関税拡大の原因となっている米国人牧師解放にも応じず、ひたすら流動性供給と資本規制だけで対応するエルドアン政権のスタンスが市場から評価されるはずも無く、混乱が収束する気配は今のところ感じられない。昨日はこの流れの中で通貨安に歯止めがかからなくなったアルゼンチン中銀が主要政策金利を従来の 40% から 45% に引き上げている。後述するように、こうした連鎖は相応に続く可能性がある。

本欄では米国が利上げに耐えられるとしても新興国がそうとは限らないという論点を繰り返し強調してきた。そうした懸念の背景には FRB の緩和環境を前提として新興国に流入していた巨額の資本の存在がある(図)。ここで少しだけ過去を振り返ってみたい。2010 年以降に関し、新興国投資ファンドへの累積資本流入額を見ると、欧州債務危機を脇目に FRB が金融緩和の強化に動いた結果、一方的な流入が続いた。しかし、2013 年 5 月の議会証言でバーナンキ元 FRB 議長が段階的な量的緩和 (QE) の縮小 (いわゆるテーパリング) を示唆すると一気に逆流へ転じ、2016 年初頭までの約 2 年半にわたって資本流出が続いた。いわゆるテーパータントラム (かんしゃく) が取り沙汰された時期であり、これが FRB の正常化プロセスのペースにブレーキをかけたこともあった。ちなみに



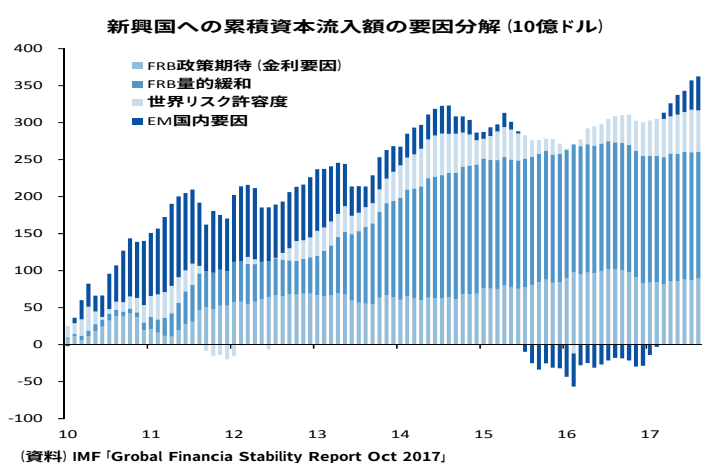
に、同期間は新興国経済の景気減速局面と合致することでも知られており、例えば途上国全体の PMI などを見ると、2015～16 年初頭にかけては 50 割れが定着した（先進国および世界全体では 50 を超えているが、新興国だけは 50 割れとなっていた）。2016 年入りに原油価格が 1 バレル 30 ドルを割り込んだのは FRB の緩和縮小に伴い投機資金が縮小したこともあろうが、そもそも新興国経済の停滞により実需が縮小したという側面もあっただろう。FRB の緩和縮小で資本流入が細ったために（資源国でもある）新興国の成長が減速したのか、それとも元々新興国の景気循環縮小局面だったのか、もしくはその両方だったのかは定かではないが、この局面では NY ダウ平均もほぼ横ばいとなり、ドル/円相場の一方的な上昇も反転するなど、市場全体で元気の無い局面であった。さしずめ、FRB の正常化プロセスに伴う第一次資本流出とでも言うべき局面だろうか。



～第二次資本流出：2018年5月から始まった可能性～

その後、2016 年後半に入ると新興国経済も持ち直し、世界経済は再度拡大局面に入る。テーパートラムを経て FRB の正常化プロセスが遅延したため、完全雇用状態にある米国経済の資産価格が騰勢を強め、これが他国にも波及したというのが筆者の基本認識である。例えば FRB スタッフ見通しにおける長期失業率（自然失業率）見通しは 2013 年 3 月時点で 5.6%であったが、そこから 3 年後の 2016 年 6 月の失業率は 4.9%まで下がっていた。それでもその時点で利上げは 1 回しか出来ておらず、バランスシート (B/S) 縮小に至っては当分先の話だと考えられていた。2015 年 8 月にチャイナショック、2016 年 6 月に英国の EU 離脱方針決定、同年 11 月にトランプ大統領誕生という巨大なリスクオフイベントが続いたため、緩和解除が遅延せざるを得なかったという不可抗力があるが、世界最大の経済である米国において「完全雇用下での緩和継続」という状況が許容された結果、米国内外で資産市場の騰勢がもたらされたという疑いは強い。

ちなみに本稿執筆時点の米国の最新の失業率は 2018 年 7 月の 3.9%まで下がっており、これに着目すれば FRB が正常化プロセスに邁進することは頷ける。だが、繰り返しになるが、FRB の金融緩和を前提に資本流入を当て込んできた新興国の動揺は不可避である。過去の本欄でも IMF の分析を引用して議論したように、2014 年以降、新興国に流入した資金の 9 割弱が米国の金融緩和要因によるものであり、新興国のファンダメンタルズに依存する部分は 1 割程度である (図)。昨秋から

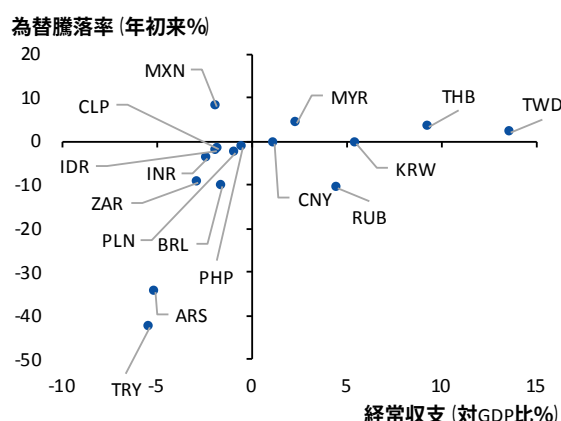


B/S 縮小に着手し、四半期ごとの迷い無き利上げが続けられている以上、新興国からの資本流出は必然の帰結であり驚くべきものではない。市場参加者として関心があるのは「何がきっかけでそれが加速するか」だろう。この点、前頁図を見る限り、2018 年 4 月に流入がピークアウトし、5 月から第二次流出局面が始まったように見受けられる。要するに、5 月初旬に見られたアルゼンチンペソ急落がきっかけとなった疑いがあるように思われる。今、直面しているトルコショックが第二次資本流出局面の到来を決定づけたのかどうかという目線で現状を評価したいところである。

～「トルコリラだけは特別」は通用しない可能性～

もちろん、今、トルコで起きているパニックの大部分はエルドアン大統領に特有の政策運営（利上げ妨害・米国人牧師の解放拒否・IMF 融資要請拒否など）に起因しており、他の新興国とリンクさせるべきではないという考え方もあろう。しかし、欧州債務危機時も本来に公的部門に問題を抱えているのはギリシャとイタリアくらいであったが、「経常赤字国である」という一点だけを理由に、本来は財政黒字であったスペインやアイルランドなども

新興国の経常収支と為替相場



(資料) IMF, Bloomberg 経常収支は18年見通し、為替は8月14日までの年初来

もエルドアン大統領ほどの政治的リスクを抱える国が少ないとはいえ、そもそも対外経済部門に脆弱性を抱える新興国は多く、トルコショックを契機として過剰に流入していた資本が新興国から継続的に流出する恐れはある。実際、足許を見ても下落幅の大きな通貨は往々にして経常赤字国である(図)。トルコリラやアルゼンチンペソは世界有数の経常赤字国通貨であり、この2通貨がとりわけ騒がれているのは偶然ではない。また、その2通貨の変化率が巨大過ぎるために図ではイメージが掴みにくい、南アランドやブラジルレアルも約▲10%とかなり大きな下落幅となっている。この局面に至っては、「トルコリラだけは特別だから」という言い分は通用しづらくなっている。

第二次資本流出局面が始まった疑いのある中、果たしてFRBが現行の正常化プロセスをこれまで通り敢行できるのか。9月会合までまだ時間はあるが、この状況が続けば少なくとも声明文では国際金融市場のリスクとして言及しなければならないような事態と見受けられる。その際、利上げ見通しにどの程度影響し、米金利およびドル相場はどの程度動くのか。筆者は引き続き年内にFRBの正常化プロセスが終着点に到達し、米金利、ドル共に下方向に振れる展開を予想している。

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ポンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版 (BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議 (FFR) の関係性
2018年7月20日	週末版 (「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
2018年7月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年6月分)
2018年7月13日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月12日	週末版 (新興国市場の混乱) と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～
2018年7月10日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける陰険～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	まとも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
2018年6月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版 (外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版 (イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン經由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
2018年5月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか？
2018年5月18日	週末版 (続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
2018年4月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年3月分)
2018年4月20日	週末版 (日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版 (ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版 (保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状 (17年12月末) ～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版 (日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版 (FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
2018年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年2月分)
2018年3月16日	週末版 (実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？