

2025 年 10 月 14 日

通貨ニュース

新興国：新興国金融市場の構造変化～ IMF WEO の分析～

サマリー

IMF は 10 月の世界経済見通し(WEO)で、新興国市場が金融ショックに対し強靱になったと指摘した。金融・財政政策の枠組み改善などの構造変化が理由だ。筆者はこれに同意しつつも、特に相互関税ショック以後の新興国資産の堅調さに関しては、グローバルな資本フローの構造変化も要因として挙げたい。実際、相互関税ショック後の新興国への資本流入は、例えばパンデミック期を大幅に上回っている。これは、ショック時に投資家が安全資産を求めて米国市場に殺到した従来の動きが変化し、米国資産の安全性低下を背景に新興国が資金の受け皿になりつつある可能性を示唆する。

新興国金融市場の構造変化～IMF WEO の分析～

IMF による 10 月の世界経済見通し(WEO)の第二章『新興市場国の強靱性：運の良さか、政策の良さか？』は、新興国金融市場を担当する市場参加者にとって必読の内容だ。

詳細は原文をフルバージョンで読むことを推奨するが、要約すると以下の通りである。まず、リスクオフ局面で新興国市場は深刻な打撃を受けてきた過去があるが、近年はそうなのではない(図表 1)。その理由は、外部環境の幸運さもあるが、それだけではなく新興国側の構造変化も指摘される。金融政策の信頼性確保、中央銀行の独立性向上、財政政策の透明性強化といった政策枠組みの改善に加え、現地通貨建て債券市場の頑健性向上、為替介入への依存度低下などが挙げられよう。

確かに思い返せば昨今でも、パンデミックや FRB による急速な利上げ、米相互関税ショックなど、市場全体がリスクオフに傾く局面はたびたび確認された。毎回、新興国資産の先行きに対する不安が台頭していたように記憶するが、全体として大きな打撃は回避されてきた。もちろん、IMF 自身も「試練は今後も続く」「改革を継続して、強固な基盤を築くことが必要」としている通り、過度な楽観姿勢は禁物である。ただし、筆者も含め、「新興国市場は金融ショックに極めて脆弱」といったある種の固定観念をアップデートする必要があるのだろう。

相互関税ショック後の新興国資産価格の解釈～資本フローにも構造変化？～

上述の通り、新興国市場の金融経済の頑健性が向上しており、だからこそリスクオフ時のダメージが抑制されているという IMF の主張は十分に首肯できる。実際、米トランプ政権による相互関税公表以後にグローバル金融市場はリスクオフに晒されたが、新興国資産はダメージを被るどころか、足許にかけてむしろ好調である。この要因は、(IMF が指摘するような)新興国市場の頑健性向上だけではとても説明しきれるものではない。もちろん直近の新興国資産の好調さには様々な要因があろうが、筆者は資本フローにおける構造変化にその要因を

国際為替部

マーケット・エコノミスト

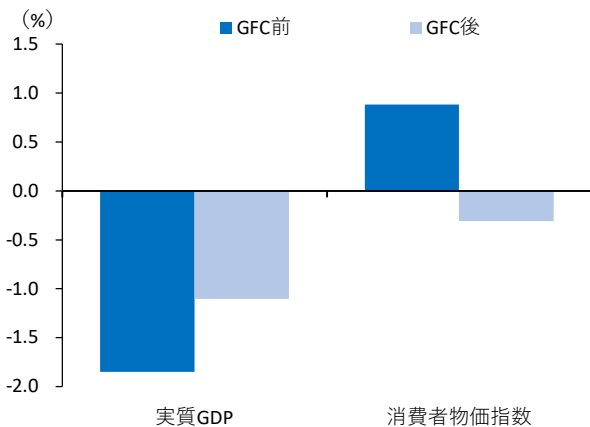
長谷川 久悟

03-3242-7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

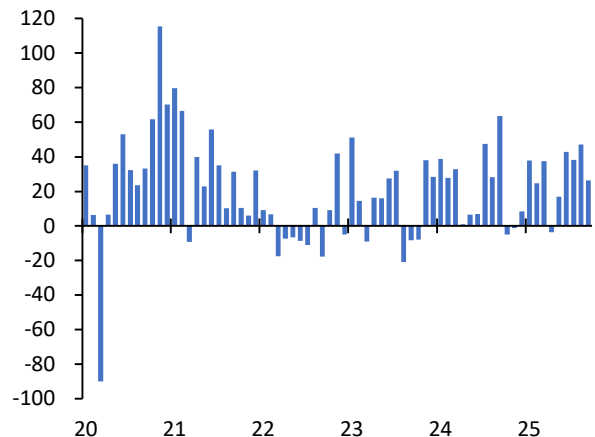
求めたい。例えば、国際金融協会 (IIF) が公表している新興国市場への資本フローを確認すると、相互関税ショックがあった 4 月から 9 月までの 6 か月間で、実に +1673 億ドルもの資金が新興国株式債券市場に流入した (図表 2)。前回のショックであるパンデミック期の 6 か月間 (2020 年 2 月～7 月) は、+437 億ドルの資金流入に留まっていた。前提条件が様々に異なるから単純比較はできないが、直近のショックと比較して実に 4 倍近くの資金流入が確認されたことになる。

これは、グローバルな資本フローに構造的な変化が起こっている可能性を示唆するものである。即ち、「トランプ 2.0」以前のグローバル金融市場では、何らかのショックが起きた際、世界中の投資家は安全資産を求めて米国市場に殺到してきた。そのショックの震源地がウォール街であっても、である。しかしながら、「トランプ 2.0」を境に、潮流が変わっているかもしれない。即ち、米国資産 (特に米国債) の安全性が毀損される環境下では、ショックが起きた際に米国市場に殺到する投資家の数は減るしかない。新興国市場が一部その受け皿になっている可能性は十分にあるだろう。同様の議論は、米国→欧州への資産のローテーション、というテーマでも行ってきた。かねて論じている通り、対米証券投資統計 (TIC) などのハードデータで所謂「米国離れ」が明確に確認されているわけではない。ただし、新興国市場への資本フローを確認する限り、その疑いは持つべきと考えている。

図表 1: リスクオフ局面における新興国経済への影響の変化


出所: IMF、みずほ銀行

※リスクオフ開始から 6 か月間における各経済変数の変化幅 (リスクオフが発生しなかったシナリオとの比較)

図表 2: 新興国株式・債券市場への資金流出入状況


出所: 国際金融協会 (IIF)、みずほ銀行 ※月次、10 億ドル

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。