

# 米バランスシート縮小の影響

## それでも新興国市場の堅調推移を見込む

アジア調査部エコノミスト

齋藤周

03-3591-1283

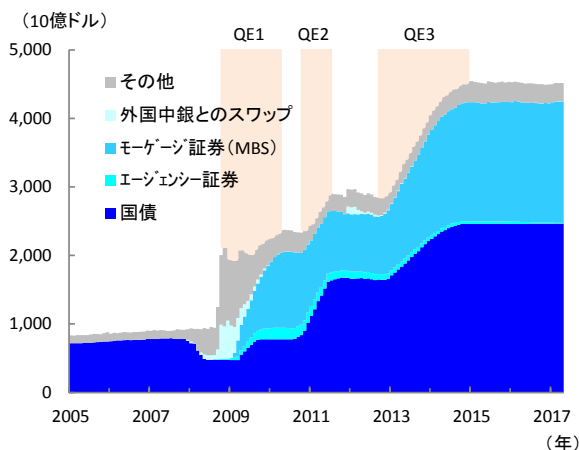
amane.saito@mizuho-ri.co.jp

- 6月14日のFOMCでは市場予想通り25bpの利上げを決定。今後の注目点は9月利上げの有無に加えてバランスシート縮小がどのタイミングで開始されるか
- 2008年11月の量的緩和導入から足元まで、新興国の株式は92.8%、債券は21.3%と大幅に上昇。FRBのバランスシート縮小でこれが巻き戻される恐れも
- もっとも、世界経済が好調ななかでFRBのバランスシート縮小にもかかわらず、新興国からの資金流出は限定的と予想。リスクは米金利急騰や世界経済のけん引役である米中経済の不安定化

### 1. 米金融政策はバランスシート縮小へ

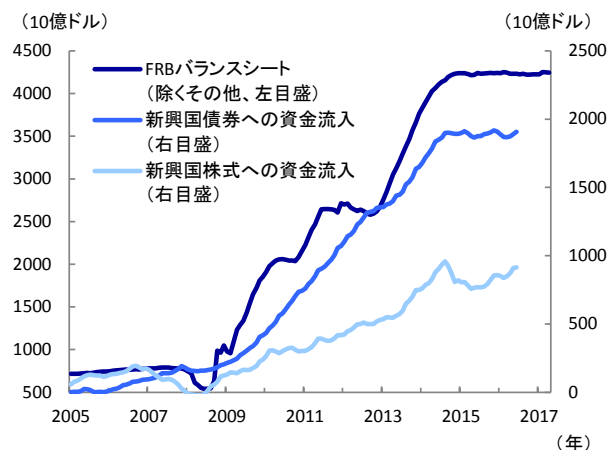
6月14日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、25bpの利上げが決定され、FF金利誘導目標が0.75～1.00%から1.00%～1.25%に変更された。また、年内のバランスシート（B/S）縮小方針が示された。これを受けて米ドルインデックスは一時上昇したものの、その後はほとんど値を戻して推移している。新興国通貨は一時的な動揺をみせたが、今回の利上げは事前に織り込まれていたこともあり、その後は落ち着いた値動きとなっている。今後は米国が9月の利上げに踏み切ることができるかが注目されると同時に、2008年11月の量的緩和政策第1弾（QE1）導入以降に拡大を続けてきていた連邦準備制度理事会（FRB）のB/S縮小がどのタイミングで開始され、どのような規模まで縮小するかが市場のテーマとなっている。みずほ総合研究所のメインシナリオでは、米国が9月に利上げを行う

図表1 FRBのB/S



(資料)ブルームバーグより、みずほ総合研究所作成

図表2 新興国への資金フロー



(注)資金流入の値は10か月遅行。

(資料)ブルームバーグより、みずほ総合研究所作成

とともに、12月にB/S縮小を開始すると想定している。そして、米国の利上げやB/S縮小に伴う相対的なリターンの低下や流動性縮小は、新興国にとって金融引き締めの効果を持つ可能性が高い。以下では、これまで行われてきた米国の量的緩和政策が新興国市場へ与えた影響を整理するとともに、今後予想されるB/S縮小が新興国市場にどのような影響を与えるかを考察したい。

## 2. これまでのB/S拡大は新興国への資金流入を後押し

### (1) B/S拡大で新興国の国債と株式は大幅上昇

米国のサブプライムローン問題に端を発した世界金融危機を受けて、FRBは2007年9月より利下げを開始、2008年11月にはエージェンシー証券や米国債の買い取りを行うQE1の導入に踏み切った。その後、2010年3月にQE1は終了するが、2010年11月から2011年6月には米国債の買い取りを行う量的緩和第2弾(QE2)が実施された。さらに、2012年9月から2014年10月にかけては米国債やエージェンシー証券に加えてモーゲージ証券(MBS)の買い取りを含む量的緩和第3弾(QE3)が実施されている(前項図表1)。こうした米国債やエージェンシー証券などの買入れはFRBのB/Sを拡大させ、それと連動するように国債を中心に新興国への資金流入を促してきた(前項図表2)。新興国への資金流入は、2008年11月から2014年10月までの間に株式では5,548億ドル、国債に関しては9,054億ドルの規模となっている。これを受けて新興国の株価は92.8%、国債価格は21.3%上昇した(図表3)。

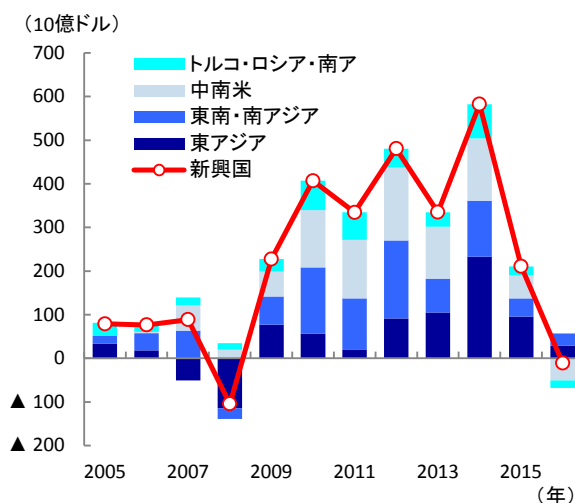
なお、地域別に流入額をみると、トルコ・ロシア・南アはやや規模が小さいが、そのほかの東アジア(中国・韓国など)、東南・南アジア(インド・インドネシア・タイ・フィリピン・マレーシアなど)、中南米(ブラジル・メキシコなど)には概ねバランスよく資金が流入している(図表4)。ただし、その後の2015年に行われた米初回利上げを受け、経済的なファンダメンタルズが比較的弱いとされる中南米やトルコ・ロシア・南アは既に資金流出に転じている。

図表3 量的緩和と株価上昇率

	QE1	QE2	QE3	合計
	2008年11月 ~2010年3月	2010年10月 ~2011年6月	2012年9月 ~2014年10月	2008年11月 ~2014年10月
FRBのB/S拡大額	204.2	520.1	1,684.3	<b>2,408.6</b>
新興国への資金流入額	271.8	265.9	922.5	1,460.2
株式	165.7	59.0	330.2	<b>554.8</b>
国債	106.1	206.9	592.3	<b>905.4</b>
新興国資産の上昇率	-	-	-	-
株式	91.7	6.5	1.3	<b>92.8</b>
国債	-	7.6	4.2	<b>21.3</b>

(注)1.株価はMSCIグローバルマーケットインデックス。  
2.国債価格はブルームバーグ算出のデータ。  
(資料)ブルームバーグより、みずほ総合研究所作成

図表4 地域別資金流出入



(注)東アジアは中国、韓国、台湾。東南・南アジアはインド、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、スリランカ、ベトナム。中南米はブラジル、メキシコ、コロンビア、チリ。  
(資料)ブルームバーグより、みずほ総合研究所作成

## (2) 国債市場では高インフレ・経常赤字国が軟化

新興国への資金流入の多くを占めていたのは国債であり、中南米やトルコ・ロシア・南アからの資金流出の中心には国債市場がある。これまで、海外投資家の新興国からの資金引き揚げに際しては「高インフレ・経常赤字国から資金が流出する」というパターンがよくみられてきた。今回の資金流出においても、高インフレと経常赤字がセットになっているトルコと南アが軟化している(図表5)。また、ブラジル、メキシコ、チリを始めとした中南米もアジアに比べて高いインフレ率を抱えた経常赤字国であり、相対的に売られやすいと言えるだろう。2009年以降の資金流入額に比べて2016年の流出額は依然小幅なものにとどまっている。そのため、今後の資金流出の余地は大きいといえ、中南米やトルコ・ロシア・南アからの資金流出に留意する必要がある。

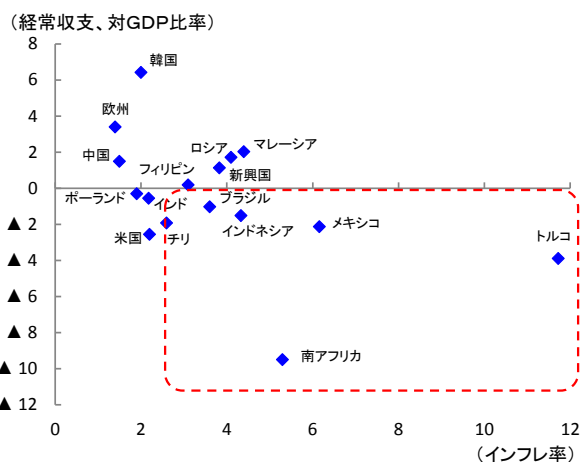
## (3) 株式市場では割高感のある国に注意

株式市場では、国債と同様に中南米や南アのほか、アジアにも注意が必要だ。各国の12カ月先予想株価収益率をみると、メキシコやチリで過去10年平均を上回って割高感が出ているほか、南アでも同様の傾向がある。さらに、アジアではインドに加えてインドネシアやマレーシアといった東南・南アジアで割高感が出ている。今年に入ってアジア株式市場で過去最高値を更新する国が相次いだ。この理由として、世界的な景気回復を受けて好調な企業収益が好感され、業績が好調な銘柄が買われた結果と見る向きがある。こうした見方に則れば、FRBのB/S縮小がアジア株式に与える影響は比較的小さいと言えそうだ。それでも、FRBのB/S拡大とともに株式市場へも相応の資金が流入してきたことは事実であり、バリュエーションに鑑みても今後はB/S縮小に際してタカ派的なサプライズが発生した場合には、アジア株を始めとして新興国株が大きく売り込まれる素地はある。

## 3. ポイントは市場との対話や米金利の動向、米中経済動向

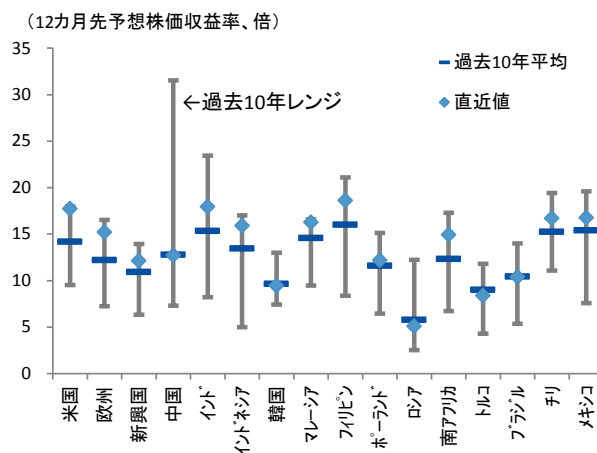
米国経済の長期にわたる景気回復や中国経済の安定、そして世界的なITサイクル改善に伴う輸出増加など好調な世界経済を背景に、このところの新興国市場は堅調に推移してきた。みずほ総合研究所は、世界経済は2017年に+3.7%、2018年は+3.8% (2016年実績は+3.4%) と成長率が高まると

図表5 インフレ率と経常収支



(注) 1. 経常収支は2017年1~3月期までで各国最新の値。  
2. インフレ率は2017年5月までで各国最新の値。  
(資料) ブルームバーグより、みずほ総合研究所作成

図表6 各国株価収益率



(注) データは2017年6月9日時点。  
(資料) Datastream、I/B/E/Sより、みずほ総合研究所作成

予想している<sup>1</sup>。そうしたなかで、6月米利上げでみられたように、米国の利上げについて市場の織り込みが進んでいる場合、新興国市場へのインパクトは限定的なものにとどまるだろう。つまり、世界経済が堅調に推移しているなかで、9月利上げやB/S縮小に関してもFRBが丁寧なフォワードガイダンスを続ける限り、米国の金融政策が新興国市場の混乱を引き起こすとは考えにくい。

しかし、仮に米インフレ加速を受けた債券市場参加者のセンチメント悪化などをきっかけに、市場がB/Sの縮小規模を短期的に織り込んだ場合、2013年のテーパ・タントラム時にみられたような米金利急騰のリスクは今次局面でも警戒される<sup>2</sup>。また、米国の景気回復ペースが鈍化する可能性があるし、秋の党大会を終えた中国経済がその後も安定推移する保障はない。米中経済が弱含んだ場合にもかかわらず、FRBが利上げやB/S縮小を続けたとすると、どれだけフォワードガイダンスを丁寧に行っているとしても市場は金融引き締めの影響を問題視してくるだろう。そうした際には、新興国市場からの資金流出が引き起こされる可能性が高い。みずほ総合研究所のメインシナリオでは、あくまで新興国市場の安定を見通している。ただし、米金利急騰や米中経済の動向に陰りがみえた場合には、国債市場では中南米やトルコ・ロシア・南アが、株式市場ではそれらにアジア諸国を加えた新興国全般が売られるリスクがあると警戒している。

---

<sup>1</sup> 「17・18年度内外経済見通し～日本経済は内外需ともに回復基調～」(みずほ総合研究所『内外経済見通し』2017年6月8日)  
[https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/forecast/outlook\\_170608.pdf](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/forecast/outlook_170608.pdf)

<sup>2</sup> みずほ総合研究所 調査本部 市場調査部 (2017) 「米再投資政策見直しと金融市場～金利急上昇による株式バリュエーション調整に警戒～」みずほインサイト (6月16日) <https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/mk170616.pdf>