

高まりつつある政治・地政学的リスク

～グローバル経済金融レビュー 2017年春～

＜要旨＞

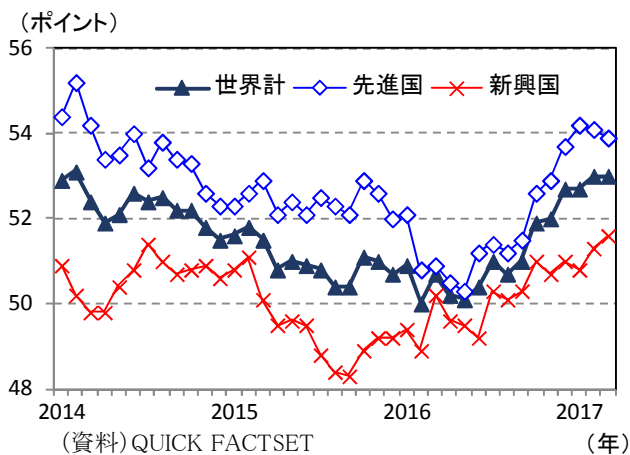
3月半ば頃から、米国を筆頭に株価や長期金利が低下に転じている。この要因としては、トランプ大統領の政策遂行能力に対する疑念が強まって米国の経済政策効果に対する期待が弱まったことに加えて、4月以降シリアと北朝鮮を中心に地政学的リスクが高まったことがある。金融市場の警戒度合いは、過去1～2年における同様の局面に比べるとまだ弱い。金融市場の警戒度合いは、過去1～2年における同様の局面に比べるとまだ弱い。金融市場の警戒度合いは、過去1～2年における同様の局面に比べるとまだ弱い。金融市場の警戒度合いは、過去1～2年における同様の局面に比べるとまだ弱い。

政治動向に起因するリスク要因は、イギリスのEU離脱交渉やフランス大統領選挙など、欧州にも存在する。昨年来、選挙や国民投票において、一見非合理的とも見える選択がなされる事例が出ている。このため、経済金融情勢の先行きが一般的な経済ロジックでは予想し難く、それ故に金融市場は神経質にならざるを得ない時期が続くだろう。

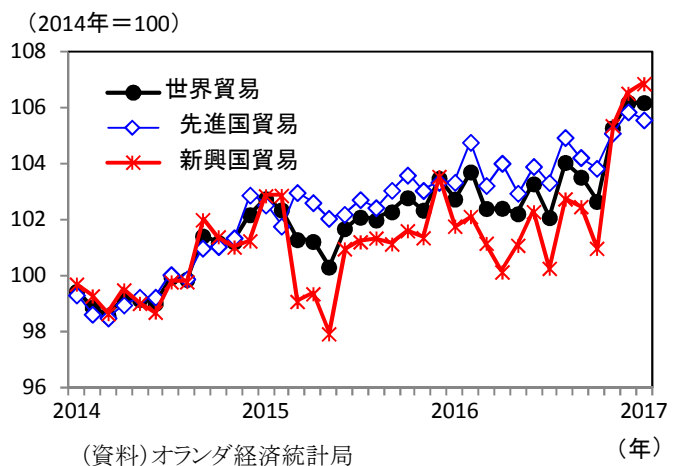
1. 浮上し始めた地政学的リスク

中国の民間債務に起因するリスクに触れた[3か月前の前回レポート](#)以降も、国際金融市場は概ね平穏な状態を維持し、低迷が続いていた新興国の製造業PMI指数が回復し、世界貿易数量が上向くなど、実体経済面でも改善が続いている(図表1, 2)。米国経済も堅調な推移を維持しており、米国連邦準備理事会(FRB)は昨年12月に続いて3月にも政策金利を0.25%引き上げ、加えて、これまで維持してきたFRBのバランスシート規模を今年内に開始する可能性にまで言及した。

図表1 製造業PMI指数

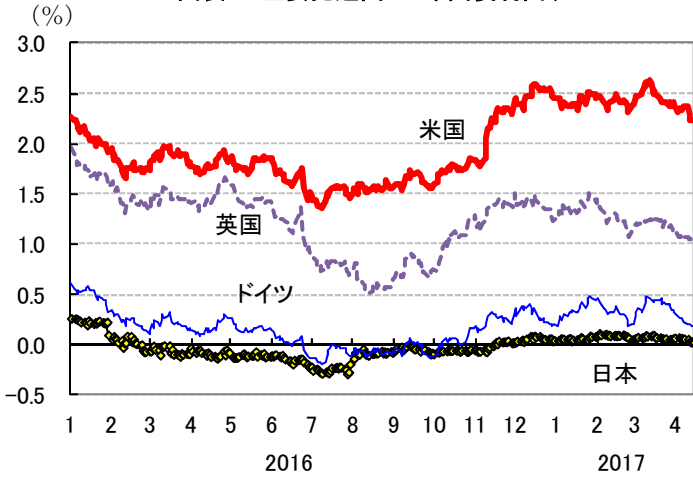


図表2 世界貿易数量



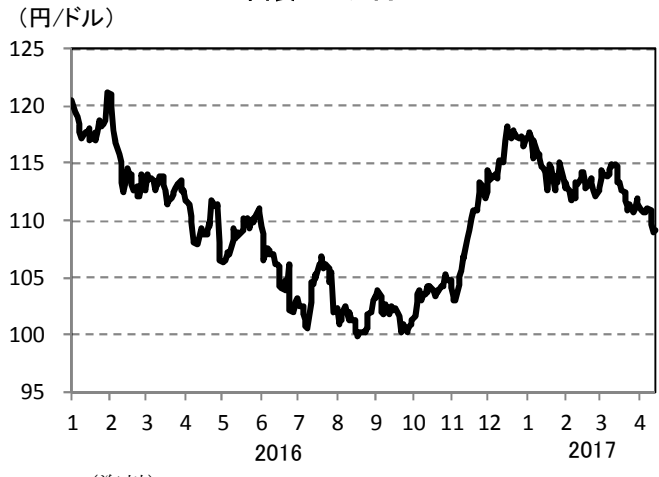
にもかかわらず、3月半ば頃から米国株価と長期金利が低下基調に転じた。この動きは他国にも波及し、日本では株価金利の低下とともに円高が進み始めている(次頁図表3, 4)。

図表3 主要先進国 10年国債利回り



(資料)CEIC

図表4 ドル円レート



(資料)INDB

この動きが生じた要因は複数ある。最初に挙げられるのは、トランプ大統領の経済政策への期待が弱まりつつあることである。きっかけは3月下旬、トランプ大統領が医療保険制度改革法(所謂オバマケア)の代替法案を米議会で成立させることができなかったことであった。これによって大統領選挙期間中からの主張である大型財政支出中心とする政策実行力に対する疑念が高まった。昨年11月の大統領選挙以降、大規模な財政政策の効果に対する期待で株価と金利上昇、および円安が進んだのと逆の動きが生じたと解釈できる。

もう一つが、大統領自身による低金利を志向する発言である。トランプ大統領は4月半ばに行われた新聞社のインタビューで、「ドルが強くなりすぎている」「低金利政策が好ましい」と発言したとされる。保護主義的な通商政策を訴えて大統領に当選した経緯を踏まえると、過去と比べて米ドルレートがかなり高水準にある状況では自然な発言であり、特段のサプライズというわけではないが、改めてこの考えを口に出したことで、FRBが利上げを続ける中でも長期金利を押し下げ、円高をもたらす要因になった(図表5)。

図表5 米ドルの名目実効レート



(資料)FRB

(年)

そして最も大きな要因と見られるのが、地政学的リスクの高まりによって金融市場でリスクオフの流れが強まったことである。4月7日に、化学兵器を使用したとされるシリアに米国が巡航ミサイルを撃ち込んだのに続いて、北朝鮮との対立による武力行使の可能性が意識されたことも緊張を高

める要因になり、VIX 指数は足元で 15 ポイント程度まで上昇している(図表6)。過去数年間、北朝鮮がミサイルと見られる物体を発射した時や核実験を行った時に国際金融市場で材料視されることはほぼなかったが、足元では、①米国が実際にシリアに対して武力行使に踏み切ったために北朝鮮に対しても同じ対処をするのではという見方が出やすいこと、②2017年以降、北朝鮮のミサイル発射回数が実際に増えていたこと、そして③米朝両国の指導者の意向や行動が読めないという不確実性が、過去と異なる金融市場の反応をもたらしている。

図表6 VIX 指数の推移

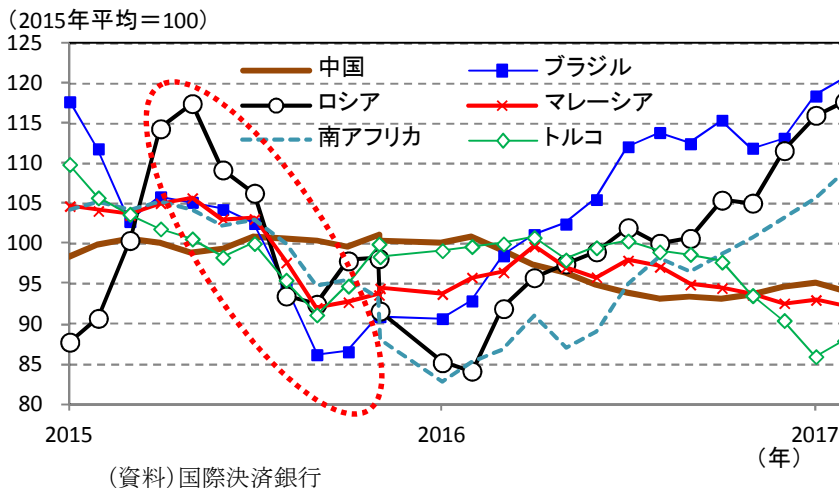


2. 過去数年のリスクオフ局面との比較

尤も、VIX 指数の水準が一般的な警戒ラインといわれる 20 ポイントを下回っていることにも見られるように、金融市場の警戒度合いは過去の局面に比べてまだ弱い。

人民元レートが突然切り下げられた2015年夏や2016年初めの時期に金融市場の緊張度合いが高まったのは、①中国景気減速自体が世界経済の懸念材料になったことに加えて、②中国景気減速による資源価格下落が資源輸出国の経済情勢悪化を通じて政治・地政学的リスクを惹起したこと(典型例がブラジルの政情悪化)、③FRBの利上げペースに関してFOMC参加者と市場コンセンサスの乖離が大きく、速すぎる利上げが新興国・資源国からの資金流出加速など悪影響をもたらす懸念が高かったことといった複数要因が重なって悪影響が増幅し、複数の新興国・資源国の通貨レートは急速に下落していた(図表7)。これに対して、足元で浮上している懸念材料

図表7 主要新興国・資源国通貨の名目実効レート



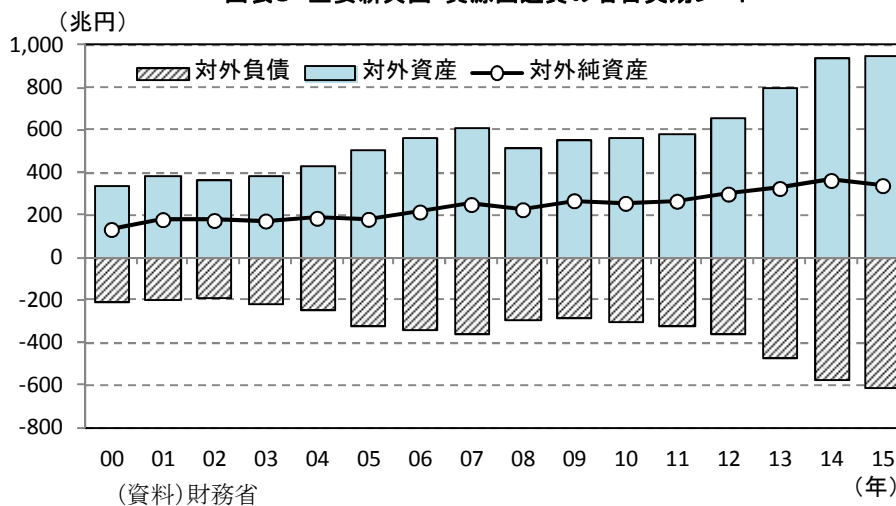
は地政学的リスクが単独で浮上しているにとどまっており、更には単独のリスク要因としてのインパクトも、2016年6月のイギリス国民投票や、同年11月の米国大統領選挙ほどに大きくはないというのが現状であろう。

とはいえ、更なる情勢悪化の可能性がなくなったわけではない。北朝鮮が核実験を強行して米国が攻撃に踏み切り、両国が交戦状態に入るといったリスクは意識され続けるだろう。この先も米朝を中心とする当事者国の動きには神経質にならざるを得ない展開が続くだろう。

3. 有事の際の円レート動き

朝鮮半島での有事発生の際に、世界的に株価下落と景気下振れ要因になることはほぼ確実で、日本も例外ではないが、円レートが円高・円安のどちらに振れるかについては、これまで国際金融市場でリスクオフの動きが出た時と同様に円高という見方と、日本のリスクが高まるために円安、という双方の見方が有り得る。この点については「日本を巡る状況が余程悪化しない限り円高が進む」と予想している。最大の理由は、対外純債権国であるために、リスク許容度が下がった場合は日本の投資家が対外資産を円転して国内に戻す動きが強まる、あるいはそういった見方が出やすいことである(図表8)。加えて、2011年の東日本大震災や直後に発生した原発事故で日本の居住可能性が懸念された時でさえも、瞬間的な反応として円レートは対ドルで上昇したことも踏まえると、「リスクオフの際の円高」という為替市場の反応様式はそう簡単には変わらない(図表9)。この先の朝鮮半島有事で先行きの不透明感が高まる場合も、過去何度かのイベント発生時と同様に「リスクオフの円高」が進み、日本の金利は低下するというのが基本的な見方である。

図表8 主要新興国・資源国通貨の名目実効レート



図表9 過去における重大イベント前後のドル円レート変化

	発生日	ドル円レート			20日営業日後
		発生前日	発生直後	変化幅	
東日本大震災	2011/3/11	81.84	81.63	0.21円高	84.91
福島第一原発3号機爆発	2011/3/14	81.63	80.72	0.91円高	84.76
リーマンショック	2008/9/15	107.95	104.66	3.29円高	102.02
イギリス国民投票	2016/6/23	106.16	102.22	3.94円高	105.82
米国大統領選挙	2016/11/8	105.16	105.67	0.51円安	114.02

(資料)INDB

東日本大震災当時は、米国経済の回復が十分進んでいなかったために、米国政府・FRBともにドル安円高を志向していたことも円高が進みやすい背景にあったが、現在もトランプ大統領が通商政策における保護主義的なスタンスからドル安志向を隠していないため、米国政府の意向から円高が進みやすい点で共通している。

北朝鮮有事が理由で円安と金利上昇に転じるのは、日本の投資家が円資産を持つことを忌避するほど状況が悪化した時、ということになる。北朝鮮からの攻撃で日本国土に明確かつ広範な被害が生じた場合はこういったシナリオの可能性は高まるが、現時点ではここまで状況が悪化する可能性は低いと判断している。

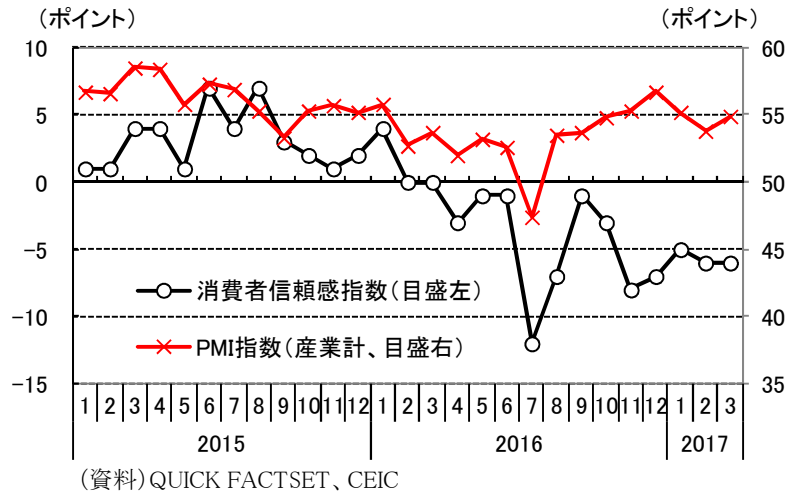
なお米朝が交戦状態に入った場合、その後の動きがどうなるかは、中国をはじめとする周辺大国の動きが分岐点となろう。北朝鮮単独では長期戦に耐え得ると思えないため、比較的早い時期に戦闘終結を見込んだリスクオンの円安株高に戻る可能性がある。逆に、可能性は低いものの一部国が直接間接の支援を始めるなどで長期化・泥沼化が見込まれる状況になると、不確実性は更に高まり、その状態が長期化することになる。

直接的な当事者以外の国が今後の展開を左右するというのは、シリア情勢も同様と見ている。米国のシリア空爆直後に原油価格は上昇したが、シリアは主要な産油国でも原油輸送経路でもないことから、原油価格への影響も短期にとどまるだろう。この後の展開に関して、周辺への影響が大きくなる可能性としては、アサド政権を支持するロシアやイランへの影響の波及がある。特に5月19日に大統領選を控えるイランで対米感情が悪化すれば、これまで米国等との核開発合意に漕ぎ着け今回再選を目指す穏健派で現職のロウハニ師が落選し、強硬派大統領が誕生する可能性が高くなる。その場合、米国のみならずサウジアラビア等アラブ諸国との関係が悪化し、世界経済と国際金融市場に新たな不確実性をもたらす。

4. 欧州にもある政治リスク

更に、政治面でのリスクは欧州にも存在する。イギリスでは昨年6月に行われたEU離脱の是非を問う国民投票における「離脱支持」という結果に基づいて、3月末に正式にEUに対する離脱の意思伝達が行われた。そして離脱交渉が始まる中、メイ首相は6月に下院の総選挙を行う旨を表明した。野党である労働党の支持が低く保守党が有利な情勢の中、離脱交渉を進める上で国内政治の地盤を固めるとともに時間を確保することが主な狙いと見られる。狙い通り選挙で勝利した後はイギリスの国内政治に関する不透明感はある程度払拭されるだろうが、EUとの交渉が有利になるわけではないため、交渉の難航、長期化が見込まれる点では変わらない。昨年6月の国民投票後、イギリスの経済情勢がさほど悪化しなかったのは、離脱交渉が始まらなかったためにその困難さに直面することもなく、家計や企業のマインドが悪化しなかったという事情もあった。しかし交渉が始まってからその困難さが明らかになり、新たな貿易・投資協定が厳しい条件になるといった悲観的な見方が強まると、イギリス家計や企業のマインドが悪化して経済金融情勢を下振れさせる要因になる。ここ数ヶ月、企業のマインドは堅調だが、国民投票後のポンド安が引き起こした物価上昇で家計のマインドが悪化していただけに、離脱交渉難航による更なるマインド悪化と経済の下振れはリスクシナリオとして残っている(次頁図表10)。

図表 10 イギリスの企業・家計マインド



また、フランスでは4月から始まる大統領選挙で、極右政党候補が勝利すればEU解体を想起させることや、移民に対する排外的な姿勢を強めることに対する反発が、ユーロ圏内外に悪影響を及ぼすリスクシナリオである。第一回投票前は左派メランション氏の支持率が上昇、主要4候補の支持率が拮抗してきているため、結果が読みにくくなったとの懸念があったが、第一回投票では中道マクロン氏、ルペン氏の二候補が決選投票に進む見込みとなった。最終的にはマクロン候補が勝利するとのメインシナリオは不変で、仏大統領選に起因する市場の緊張は一旦和らいだ。但しメランション氏の主張は反EUなど一部がルペン氏と重なるため、支持者の一部が決戦投票でルペン氏に流れることを懸念する向きもある。

2016年に入ってから、主要国の選挙や国民投票において、事前には想定しにくく一見非合理的とも思えるような選択がなされる事例が複数出たことが、「何が起こるか分からない」という認識を強め、金融市場のセンチメントを悪化させやすくしている。实体经济と金融市場ともに、一般的なロジックで先行きを予想し難しく、それ故に金融市場が神経質にならざるを得ない状態はまだしばらく続くことになろう。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。