

## 緩和マネーの流入が依然続く新興・資源国

### ～地政学リスクの行方に注意～

多田 忠義

#### 要旨

米中経済の回復期待などで、先進国の金融緩和マネーが新興・資源国に再び流入し始めたが、ウクライナや中東では、地政学リスクを意識させる事件が相次いでおり、リスクオフの市場センチメントから、一時的に緩和マネーの流入が鈍った。しかし、13年に見られた「新興国売り」には至っておらず、金利差を狙った緩和マネーの流入は続くとみられる。

### 新興・資源国の経済指標・商品動向

#### ① インフレ率(図表1)

インド(WPI、6月)では前年比5.4%と、5月(同6.0%)から鈍化した。新政権が農産物輸出を抑制したことや、天候不順の影響がいったん解消したことなどによる鈍化である。

インドネシア(6月)では前年比6.7%と、5月(同7.3%)から減速、食料品・生鮮品が寄与した。7月は燃料補助金削減から1年経つため、さらに減速する可能性がある。

ブラジル(IPCA、6月)では前年比6.5%と、5月(同6.4%)からさらに加速した。飲料食品群ではインフレ圧力が緩和したものの、ワールドカップ開催の影響を受

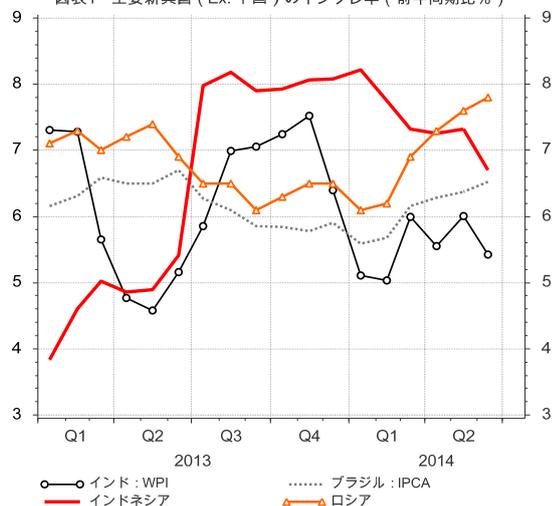
け、ホテル等の宿泊料金、航空運賃が上昇し、物価押し上げに寄与した。

ロシア(6月)でも前年比7.8%と、6ヶ月連続で上昇率が拡大している。ルーブル安による輸入物価押し上げの影響が続いているとみられるが、ロシア中銀の見通しによれば、6月で消費者物価指数の上昇率はピークに達し、9月までに前年比6.8~7.0%程度に落ち着くとの見通しを発表している。

#### ② コモディティ市場(図表2)

ロンドン金属市場(LME)における銅価格は、世界最大の銅消費国である中国で製造業PMIが改善したことを受けて、3月以来の高値を付けた。

図表1 主要新興国(Ex. 中国)のインフレ率(前年同期比%)



Source: Thomson Reuters Datastream

図表2 主要商品価格の推移(銅、ニッケル、石炭、石油)



Source: Thomson Reuters Datastream

LME におけるニッケル価格は引き続き高値で推移している。米雇用が改善したことを受け、世界経済の回復に伴うニッケル需要増が連想され、5月以来の高値となった。ただ、インドネシア大統領選挙（9日）の民間調査会社による非公式集計で、ジョコ候補の優勢が伝わると、ニッケル鉱石の禁輸緩和が連想され、7月初めに付けた高値から下落した。

石炭価格（豪ニューキャッスル FOB）は5月から横ばいで推移し、70ドル/トン前半での取引となっている。主な輸入先である中国では、需給調整局面が続いており、石炭価格は当面横ばい圏内とみられる。

原油価格（OPEC バスケット）は、イラク情勢が緊迫化したことで、6月末にかけて110ドル/バレル目前まで上昇し、その後下落した。7月中旬には、マレーシア航空機がウクライナ領内に墜落したことや、イスラエル軍がガザ地区へ侵攻したことで、再び上昇に転じている。

### ③ 金融政策(図表3)

最近1ヶ月に開催されたオーストラリア、ブラジル、インドネシアでは、金融政策の変更はなかった。一方、ニュージーランドでは、4会合連続で利上げを決定した。

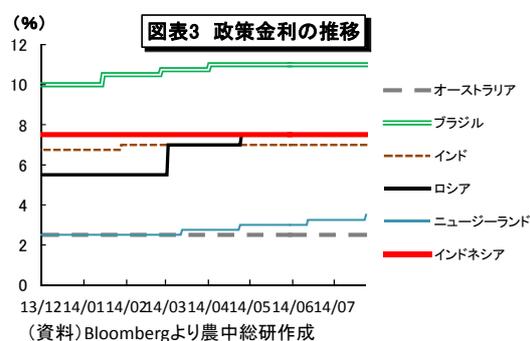
オーストラリアでは政策金利が据え置かれた（7月1日）。歳出削減と資源投資の落ち込みに加え、豪ドル相場の高止まりが成長の阻害要因になっているとしている。このため、当分の間は現状維持が適切との認識を中銀は表明している。

ブラジルでは、2会合連続で政策金利は据え置かれた（7月16日）。インフレ上昇圧力は依然として高く、中銀が目標とするレンジの上限付近で消費者物価指数の上昇率は推移するものの、利上げによる経済活

動への悪影響も考慮したとみられる。

インドネシアでも政策金利は8会合連続で据え置かれた（7月10日）。中銀のスタンスは前回からほとんど変更はない。

一方、ニュージーランドでは、4会合連続で利上げを決定し、政策金利は25bp引き上げ3.5%となった（7月24日）。声明文では、14年の成長見通しが前年比3.7%となり、輸出や復興需要等による建設部門などで好況なため、4会合連続の利上げとなったと説明した。一方、乳製品・木材輸出価格が下落したほか、現在のNZドルは持続不能なほど高水準であり、物価の押し下げ圧力が高まっていると指摘した。以上を踏まえ、今後の利上げは、これまでの利上げ効果や経済指標等を検討したうえで実施すると表明し、次回会合で利上げを中断することが示唆された。



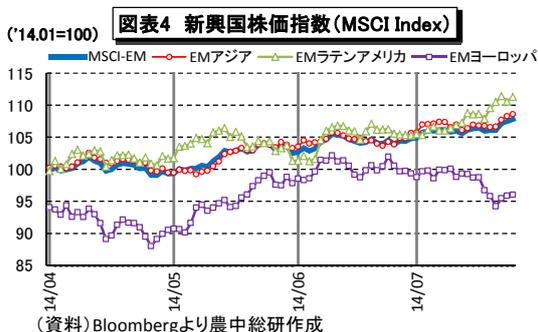
### 金融資本市場

図表4~6に挙げる各国主要株式指数・対米ドル為替の騰落率を見ると、1ヶ月前に比べて、アジアでは通貨が買われた一方、ヨーロッパやその周辺地域では売られる傾向となった。一方、株価は、ウクライナ情勢を背景として、ロシアでは株安となったほかは、株高となった。米雇用統計が堅調に推移していることや中国製造業活動が拡大し始めたことで、リスクオンになりやすく、新興国へ緩和マネーが流入しやすいく状況となってきた。地政学リスクが急浮上す

る、あるいは政治・選挙問題などが発生すると、一時的に資金が巻き戻される状況ではあるが、今のところ13年夏のような資金の引き揚げは見られない。

### ① MSCI-EM 株価指数(図表 4)

MSCI 新興国株価指数は、米雇用環境の改善したことなどを受けて、7月上旬は緩やかな上昇であった(図表4)。地域別にみると、ウクライナ領内でマレーシア航空機が墜落した事件では、親ロシア派が撃墜したとの見方が浮上したほか、米国がロシアに対し、追加制裁を決定したことでEMヨーロッパは急落した。一方、ラテンアメリカでは、ブラジル次期大統領選に関する世論調査で、現大統領の支持率が低下したことで政権交代期待が台頭し、株価は上昇した。



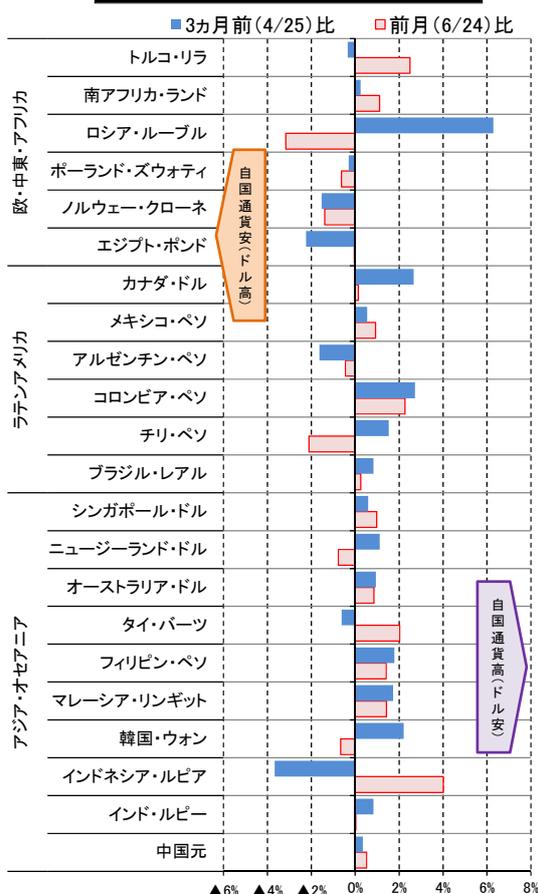
### ② 国別株価・為替騰落率(図表 5・6)

以下、地域別にみる。まず、欧州・中東・アフリカ地域では、ロシア株・ルーブルが大幅安となった。前述の通り、ウクライナ情勢を巡る不透明感や、マレーシア航空機墜落事件が嫌気されている。

ラテンアメリカでは、前述の通り、ブラジル株が上昇した。一方で、通貨の騰落率は小幅であった。

アジア・オセアニアでは、株高、自国通貨高が目立った。インドネシアでは、大統領選挙が実施され、ジョコ候補が当選したことを受けて安心感が広がり、株高・ルピ

**図表5 新興・資源国通貨・対米ドル騰落率**



(資料) Bloombergより農中総研作成  
(注)一部通貨は前営業日終値、それ以外は本グラフ作成時点との比較

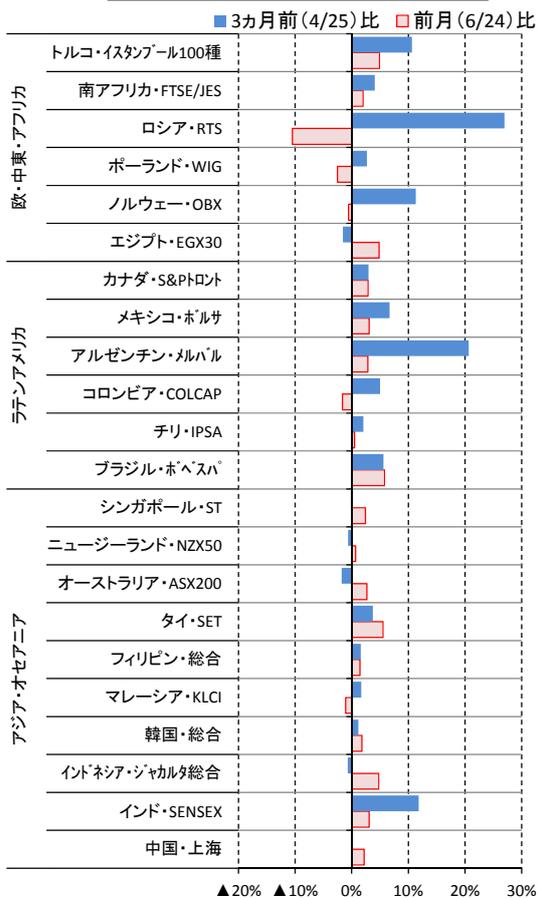
ア高となっている。そのほかの地域でも株高、通貨高となったが、中国の4~6月期経済成長率が前年比7.5%と、1~3月期から小幅ながらも上昇したことに加え、製造業PMIが51.0と6ヶ月ぶりの水準を取り戻し、製造業に対する期待が高まったことで、資源や製品などの輸出が回復することが連想された。

### 最近の動き

#### ① インドネシア:大統領選挙を実施

インドネシア大統領選挙は7月9日に実施され、22日に開票結果が選挙管理委員会から発表された。結果は、得票率53.15%となったジョコ・ウィドド候補が当選し、対抗馬のプラボウォ・スビアント候補は同46.85%で落選となった。

図表6 新興・資源国主要株価指数騰落率



(資料) Bloombergより農中総研作成  
 (注) 一部株式は前営業日終値、それ以外は本グラフ作成時点との比較

プラボウオ氏は、この公式結果発表の直前に、この大統領選は不透明で、非民主的、憲法に反するものだ、と支援者に伝え、選挙結果について争う可能性を排除しなかった。このため、22日の取引時間中、株安・ルピア安となる場面もあった。憲法裁判所への異議申し立ては7月25日までであるが、異議申し立てへの動きもみられ、選挙結果を巡ってもうしばらく不安はくすぶりそうだ。

なお、議会におけるジョコ氏支持の陣営は、国会での議席占有率が37%であり、今後の議会運営にとっても懸念材料は残っている。

## ② インド: 予算案を提示

インド政府は10日、予算案を発表した。ポイントは、補助金中心の予算編成から

決別する意志の表れであろう。第一に、財政赤字の対名目GDP比目標を4.1%としたことが挙げられる。市場予想(4.4%、ロイター調べ)に比べ小さく、16~17年度にかけて、同目標を3%台まで縮減させる方針も打ち出した。

このほか、インフラ整備強化や外資規制の緩和なども織り込んだ内容となっている。もっとも、予算を実行して初めて政権が狙った経済効果が得られることには留意したい。

## ③ BRICS 開発銀行の設立で合意

ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカの5ヶ国は15日、BRICS開発銀行を設立することで正式に合意した。各国が100億米ドル拠出して資本金を整えたほか、外貨準備基金は1,000億米ドルに達する。初代総裁はインドから選出、本部は中国・上海に設置予定である。

## おわりに

新興・資源国市場は、米中経済の回復期待と緩和的金融政策による過剰流動性を主な背景に、資金流入が続いているとみられる。今後も、突発的な事件に対して一時的にリスクオフとなることもあるものの、ウクライナや中東情勢といった地政学リスクは徐々に織り込まれている。テールリスクは、資源や製品の輸出先である中国の経済腰折れであり、立ち直りつつある新興国の景気を冷やす可能性もある。

当面の注目ポイントは、ブラジル大統領選(10月)であろう。同国経済は高インフレ下の不況というスタグフレーションに陥っているが、選挙戦が終盤に向かう中、ルセフ現大統領がどのような政策を打ち出すか、一方、対抗馬がどう追い上げていくかなど、注目される。(14年7月24日現在)