

トランプ大統領に揺さぶられる 先進国と新興国の株式市場

2017年2月13日 調査部 鹿庭 雄介
TEL 045-225-2375
E-mail: kaniwa@yokohama-ri.co.jp

【要約】

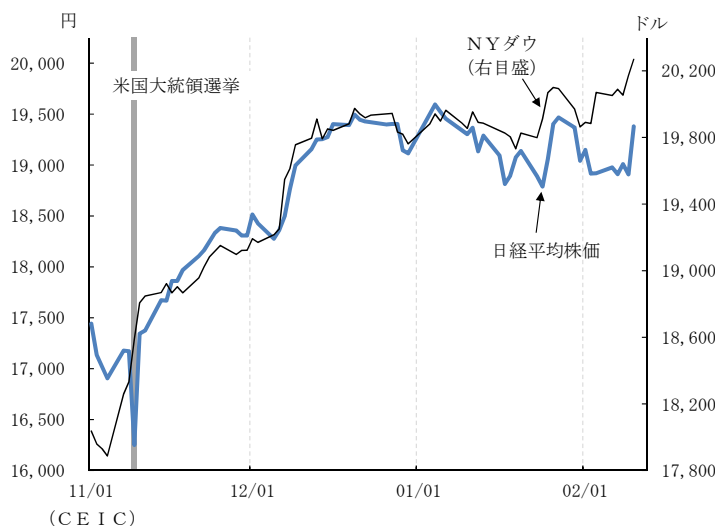
昨年11月の米大統領選挙から年末にかけて、日本を含む多くの先進国で株価が上昇した一方で、新興国では株価が下落した国が目立った。このように株価の動きに差が出た要因として、まず先進国では米国の長期金利上昇が各国金利の上昇に波及し、金融機関の収益改善期待につながったことが挙げられる。さらに、米株高と米金利上昇によりドル高・自国通貨安が進んだことで、日本などの輸出関連株も大幅に上昇した。他方、新興国でも自国通貨安による輸出関連株上昇の恩恵を受けたものの、インフレ率上昇による個人消費の悪化懸念に加え、外貨建て短期資金への依存度の高さが資金流出懸念に拍車をかけ、株価の下落圧力が高まったと考えられる。

先進国・新興国の株価は今後もトランプ米政権の政策動向に左右される可能性が高く、当面はトランプ米大統領の一挙手一投足に世界の注目が集まる展開が続くだろう。

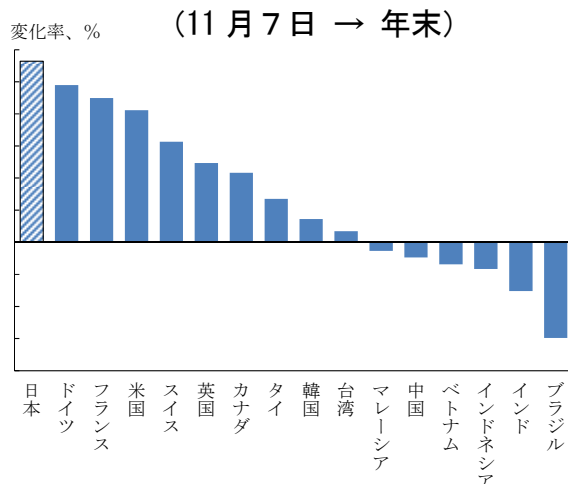
1. 米大統領選挙後の各国株式市場の動き

昨年11月8日に実施された米国の大統領選挙以降、日本では急激な株高が進んできた。米大統領選挙前に1万7,000円台前半であった日経平均株価は、米国のNYダウと歩調を合わせる形で12月中旬には1万9,500円まで2,500円近く上昇した(図表1)。しかし、同時期における他国の株式市場の動きを見てみると、必ずしも日本と同じように株価が上昇している国ばかりではないことが分かる。米大統領選挙前日の11月7日から昨年末にかけて、各国の主要な株価指数の変化率を並べたの

図表1 日米の株価指数



図表2 株価指数の変化率 (各国)



(注) 韓国とブラジルは12月29日、その他の国は12月30日の株価指数と比較。(CEIC)

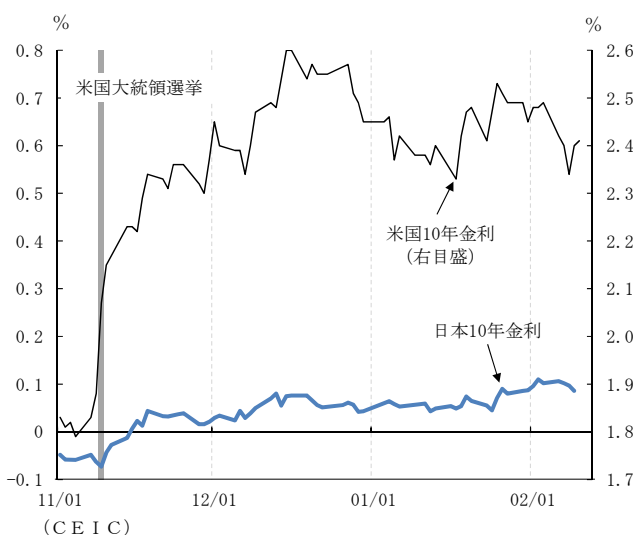
が図表2である。これをみると、この間に最も上昇しているのが日経平均株価であり、次いでドイツやフランスといったEU（欧州連合）主要国やカナダなどでも株価が上昇しており、その多くが先進国である。一方で株価が下落した国をみると、ブラジルやインド、インドネシアといった新興国が多いことが分かる。

本稿では米大統領選以降の株価市場の動きが先進国と新興国で異なる点に着目し、こうした違いがどのような要因によってもたらされたのかを明らかにしたい。

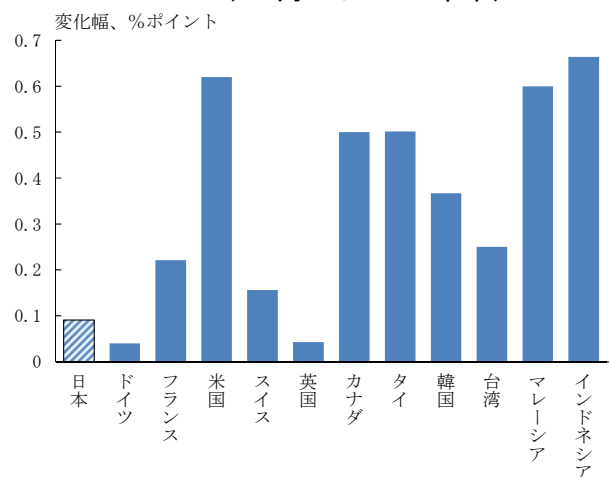
2. 長期金利上昇による各国株価への影響

米大統領選挙後の米金融市場では、株価の上昇とともに長期金利が大幅に上昇した。米大統領選挙前に1.8%前後であった米国の長期金利は、米国の景気回復期待の高まりなどを背景に年末には2.5%台まで急激に上昇している（図表3）。こうしたなか、日本の長期金利も緩やかに上昇しており、米大統領選前にマイナス圏で推移していたものが、年末には+0.04%とプラス圏に浮上している。また、日本以外の他国の長期金利も先進国・新興国ともに上昇しており、特にインドネシアやマレーシアといった新興国での上昇幅が大きいことが分かる（図表4）。

図表3 日米の長期金利



図表4 長期金利の変化幅（各国）
（11月7日 → 年末）

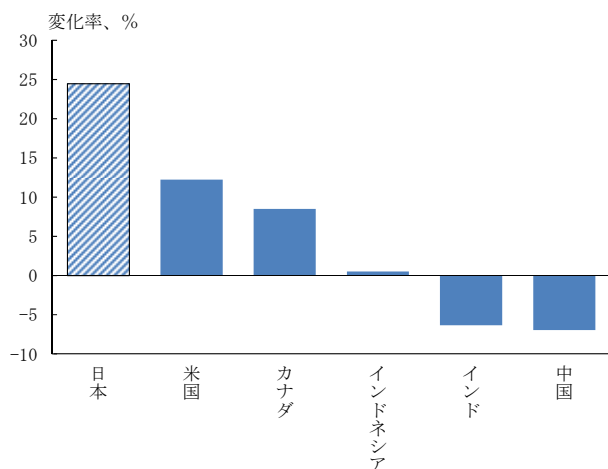


(注) 各国とも12月30日の金利水準と比較。
(CEIC)

しかしながら、長期金利上昇による影響は先進国と新興国で違いがみられる。各国の金利上昇による株価への波及経路として、まずプラス面では貸出金利の上昇や運用利回りの改善を通じた金融機関の収益改善効果が挙げられる。図表5は米大統領選挙から年末にかけての、金融関連株の変化率を各国別に並べたものである。これをみるとこの間最も上昇したのが日本であり、長期金利がマイナス圏から脱出しプラス転化したことで、金融機関の収益改善期待がより強まった可能性がある。また日本以外の国をみると、米国やカナダといった先進国の金融関連株が5%超上昇している。

それに対して、インドネシアやインド、中国といった新興国の金融関連株は横ばいないし下落している。こうした背景には先進国に比べ、新興国の金融機関の規模が依然小さく、株価全体に大きな影響を与えていない可能性が考えられる。また新興国の金利が先進国のような低い水準ではないため、金利上昇による金融機関の収益改善期待よりも、金利上昇による家計や企業の借入コスト増大がもたらすマイナス面の影響が強く意識されている可能性がある。

図表5 金融関連株の変化率（各国）
（11月7日 → 年末）

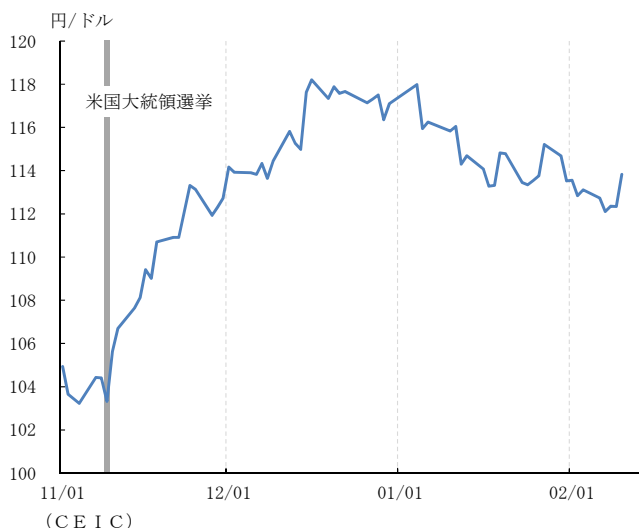


（注）各国とも12月30日時点の株価と比較。
（CEIC）

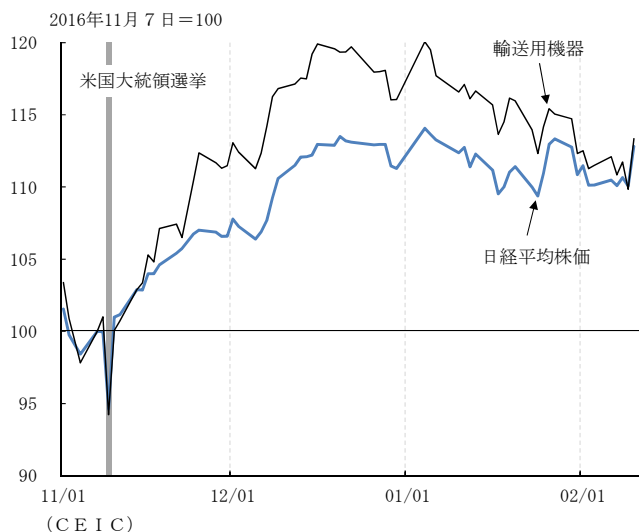
3. 自国通貨安による各国株価への影響

米大統領選以降の米国株と米長期金利の上昇は、外国為替市場においてドル高をもたらした。これは他の国にとっては、ドル高・自国通貨安となる。米大統領選以降の対ドル円レートの推移をみると、日経平均株価の上昇とともに急激な円安が進んできたことが確認できる（図表6）。米大統領選前に1ドル=104円前後であった対ドル円レートは、12月半ば頃には118円台と10円超の円安となった。こうした円安・ドル高により、輸出企業の円ベースでの売上が増加する（ドル建て価格を据え置いたままでも円建て価格が上昇する）ことが期待できる。また、円建て価格を維持すればドル建て価格を下げることができ、価格競争力の上昇を通じて輸出数量の増加が期待できる。こうしたことから、輸出関連企業の業績改善が意識され、輸出関連株が上昇したと考えられる。実際、米大統領選後の輸送用機器の株価は日経平均株価の伸び率を大きく上回って推移しており、株価全体を押し上げたことが確認できる（図表7）。

図表6 対ドル円レートの推移



図表7 輸出関連株の推移

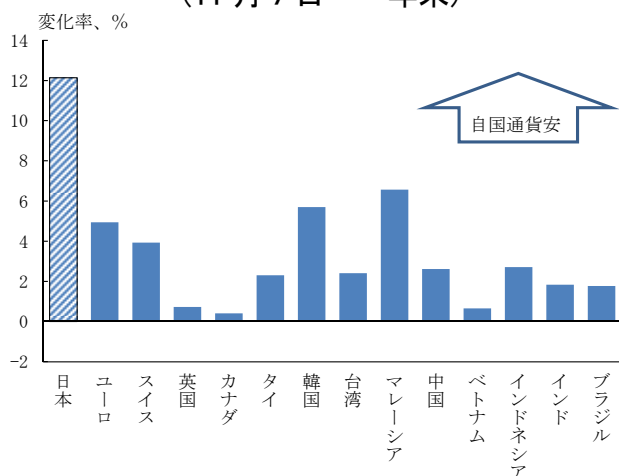


こうした米大統領選以降の自国通貨安は日本を含む先進国に限定されたものではない。各国の対ドル為替レートの変化率をみると、マレーシアやインドネシアといった新興国でも自国通貨安が進んでいることが分かる(図表8)。しかしながら、これら新興国では自国通貨安が進んだにもかかわらず、株価が下落している国が多く、自国通貨安による輸出関連株の押し上げ効果よりも自国通貨安による悪影響の方が強く懸念された可能性が考えられる。

その要因の1つとして、自国通貨安が個人消費の悪化懸念につながったことが挙げられる。図表9は各国のインフレ率を並べたものである。これをみるとブラジルやベトナムといった新興国のインフレ率が先進国に比べて高いことが分かる。自国通貨安は輸入物価の上昇を通じて、インフレ率の押し上げに寄与する。このため元々インフレ率が高い新興国においてさらにインフレ率が高まれば、個人消費への悪影響が拡大する可能性もあり、こうした点が懸念されて、新興国の株価に対する下落圧力が強まったと考えられる。

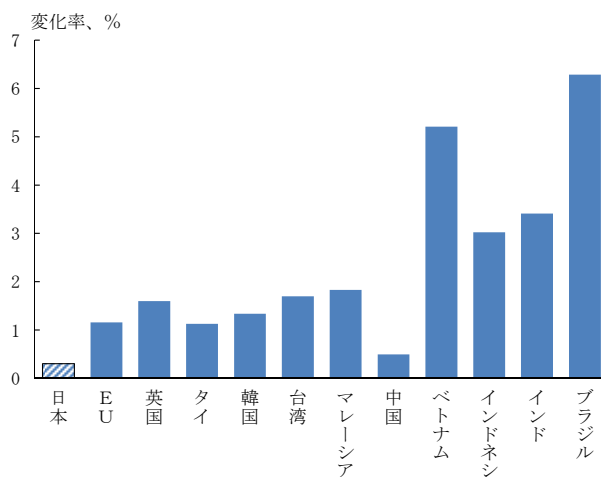
他方、先進国のインフレ率は新興国に比べ低い水準となっている。このため自国通貨安によるインフレ率の上昇が個人消費を悪化させるリスクは相対的に低いとみられる。特に日本は長年デフレの状況下にあったため、インフレ率の上昇はデフレ脱却という点からみれば、株価上昇のプラス材料となった可能性もある。

図表8 対ドル為替レートの変化率(各国)
(11月7日→年末)



(注) 各国とも12月30日の対ドル為替レートと比較。
(CEIC)

図表9 インフレ率(各国)



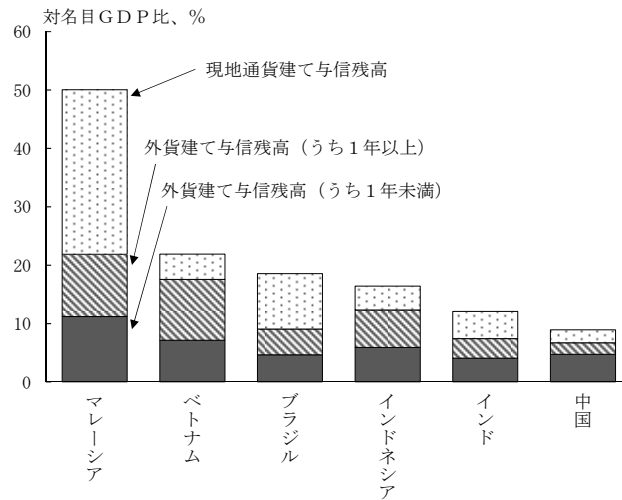
(注) 各国とも12月の数値を使用。ベトナムのみ1月。
(CEIC)

ドル高・自国通貨安が進むにつれて、各国からは資金流出に対する懸念も高まっている。特に新興国では、海外資金に対する経済の依存度が高いことが懸念され株価が押し下げられた可能性もある。またこれら新興国では、依然として「満期と通貨のダブルミスマッチ」を抱えた国も多い。これは、新興国の地場銀行が外国銀行から短期資金を借り入れ、地場企業に長期で貸し出す「満期のミスマッチ」と、地場銀行が外国銀行から外貨建ての資金を借り入れ現地通貨建てにして地場企業に貸し出す「通貨のミスマッチ」の両方を抱えていることを示す。外国銀行が短期資金を一斉に引き上げるような事態が発生すると、自国通貨安の進行も相俟って外国銀行への返済額が膨らみ、地場銀行が流動性不足に陥ることが懸念される。

図表10は新興国における海外からの与信残高(対名目GDP比)を示したものである。例えば、マ

レーシアをみると、海外からの与信残高は名目GDP（国内総生産）の50%近くに達しており、そのうちの約4割が外貨建てでの与信となっている。また外貨建て与信のうちの約半分は期間1年未満の短期与信が占めている。また、ベトナムやインドネシアでは海外からの与信残高が名目GDPの10～20%程度と、マレーシアと比べて低いものの、外貨建て与信や期間1年未満の短期与信の割合は高く、急激な資金流出に対する耐性が弱い可能性がある。

図表 10 海外からの与信残高の内訳（対名目GDP比、2015年）

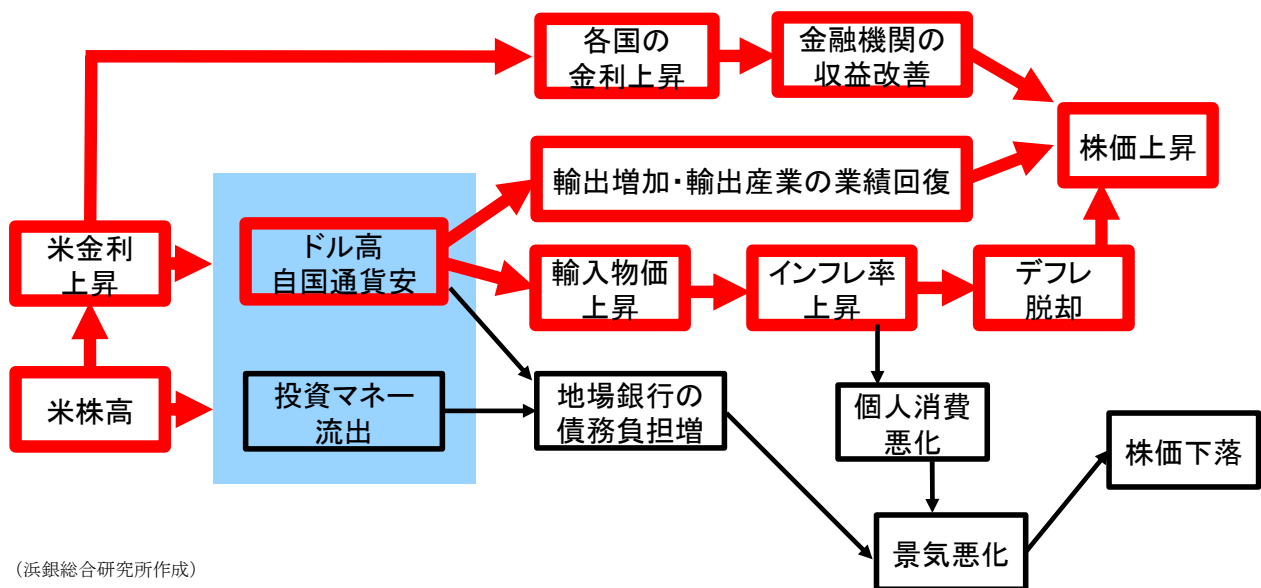


(BIS、IMFより当社作成)

4. 今後もトランプ政権の政策動向に左右される展開が続く

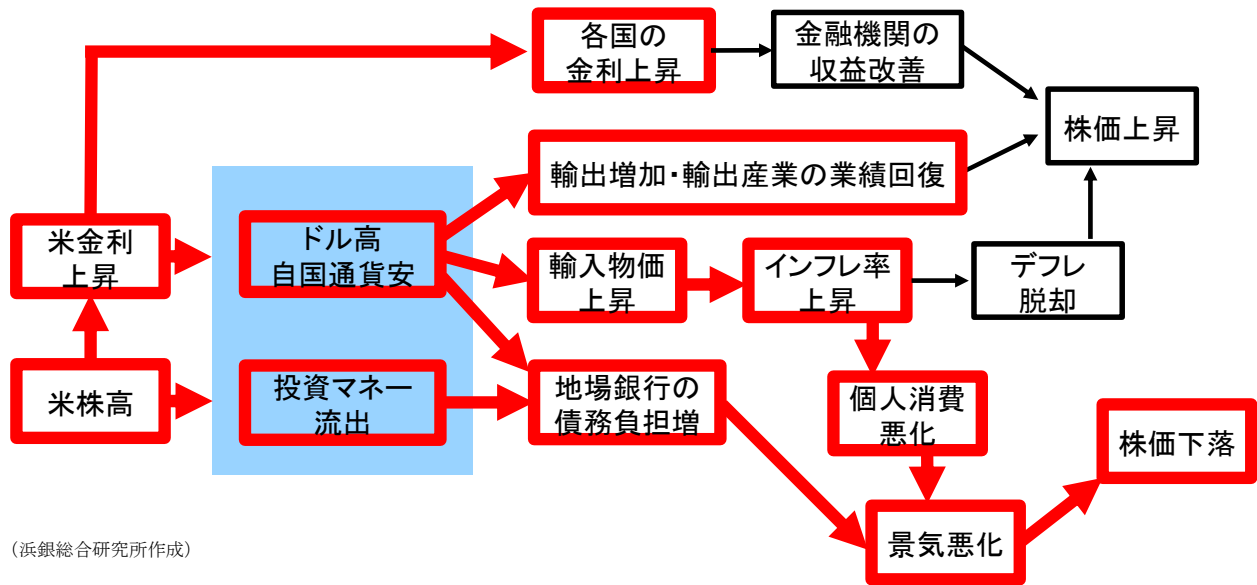
以上見てきたように、先進国と新興国での異なる株式市場の動きは、①各国金利の上昇が先進国では金融機関の収益改善期待へつながったこと、②ドル高・自国通貨安が先進国・新興国双方の輸出企業の業績回復につながったものの、新興国ではインフレ率上昇による個人消費の悪化懸念が高まったこと（日本ではデフレ脱却に対する期待が高まる）、③依然として「満期と通貨のダブルミスマッチ」を抱える新興国で資金流出懸念が高まったことによってもたらされたと考えられる（図表 11、12）。

図表 11 先進国における波及経路（短期、イメージ）



(浜銀総合研究所作成)

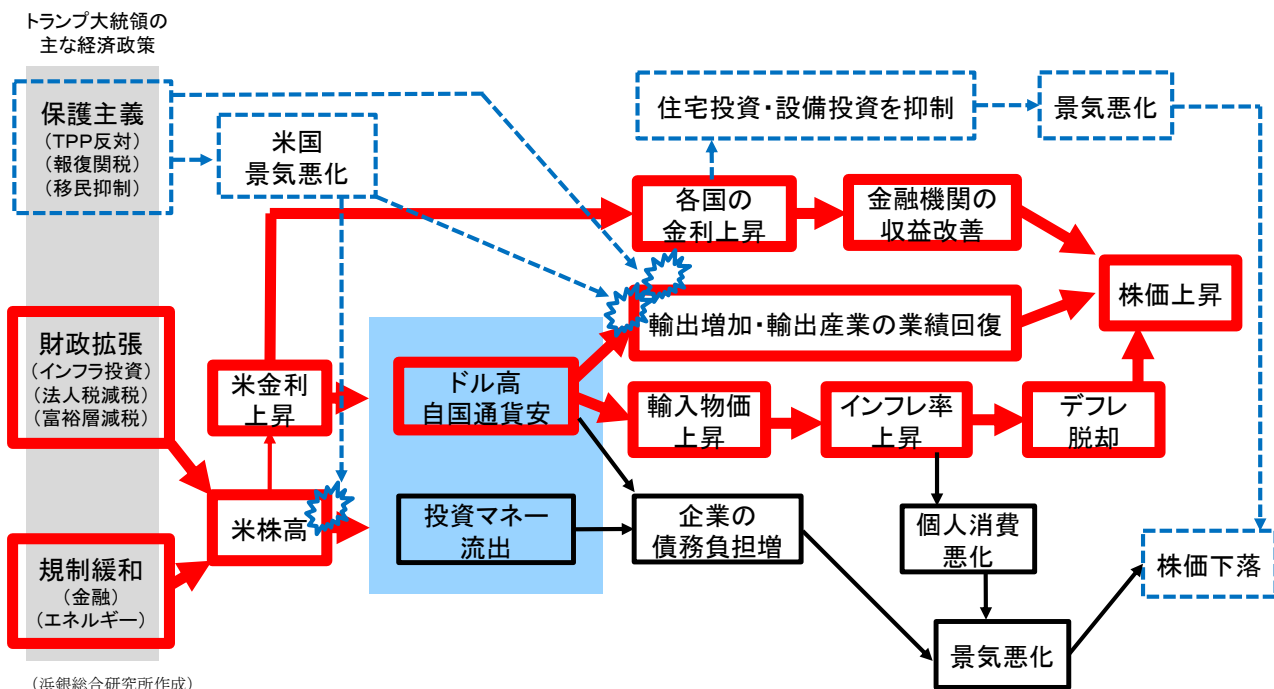
図表 12 新興国における波及経路（イメージ）



(浜銀総合研究所作成)

もっとも米大統領選挙後に株高の恩恵を受けてきた先進国の株式市場にも今後下押し圧力がかかる恐れがある。これまでトランプ政権の経済政策のうち、財政拡張や規制緩和などに注目が集まり米国の株価は上昇を続けてきた。しかし保護主義色の強い政策に今後関心が集まれば、米国の景気悪化懸念などを通じて各国の輸出に悪影響を与える可能性がある（図表 13）。また、景気悪化や政策に対する期待剥落などにより米国の株価が下落すれば、これまで先進国の株価を押し上げる要因となってきた各国の金利上昇や自国通貨安などにも影響を与えかねない。また仮に金利上昇が続いた場合でも、貸出金利の上昇を通じて住宅投資や設備投資を今後抑制する恐れもある。

図表 13 先進国における波及経路（長期、イメージ）



(浜銀総合研究所作成)

一方、新興国では、米国景気の悪化懸念で長期金利の上昇がいったん落ち着けば、ドル高・自国通貨安による悪影響への警戒にも歯止めがかかろう。しかし、米国景気の悪化懸念に加え、関税強化など保護主義色の強い政策に注目が集まることで、米国向け輸出の減少懸念が高まり新興国株の押し下げ圧力につながる可能性もある。

これまで上昇を続けてきた先進国の株価も、年明け以降は横ばい圏内での推移が続いている。先進国・新興国の株価は今後もトランプ米政権の政策動向に左右される可能性が高く、当面はトランプ米大統領の一挙手一投足に世界の注目が集まる展開が続くだろう。

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。