

World Trends

マクロ経済分析レポート

新興国経済事情：IMFへの支援要請国が抱えた課題とは何なのか

～資源高と金融危機による投資資金の一斉逃避が露わにした国際収支の構造的な脆弱性～

発表日：2008年11月13日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 米国発の世界金融危機によって、一部の新興国では実体経済に危機的状況を招いており、IMFに対して緊急支援を要請する事態が起こっている。ここ数年の世界的な経済成長が続く中で、先進国で溢れたマネーの一部が新興国に流入、とりわけ金利高によって国内投資をファイナンスせざるを得ない国に海外からの投資資金が流入した。さらに、こうした国では国内の金利高から、低金利の先進国通貨による対外債務で国内の資金需要をファイナンスする流れも出来、対外債務がさらに拡大する状況が生まれた。
- しかし、世界のマネーフローが順調に進む間はこうした状況にも問題は起こらなかったものの、米国のサブプライムローン問題、さらにリーマンショックにより投資資金のリスク選好が大きく変化したことは事情を変えた。新興国に流入した投資資金は安全資産を求めて逆流し、株式や通貨を押し下げたことで実体経済が悪化。その上、対外借入により国内の資金ニーズを埋めてきた国では債務が大きく膨らむこととなり、一部にデフォルトが発生する事態に陥り、IMFに緊急支援を求めざるを得なくなった。
- 今回のIMFへの支援要請に際しては、1997～98年のアジア通貨危機後の支援で不満が高まった事情を背景に、借入条件が大きく緩和されるなどIMFの態度にも柔軟さが目立つ。しかし、アジア危機後はITバブルによる世界経済の押し上げによって少なからず被支援国の回復が押し上げられたことを考えると、足元は世界経済の減速が強まっており、マネーフローが往時と全く異なっている。その上、ここ数年の成長を下支えしたマネーの勢いは当面回帰しにくい状況では、各国には国際協調の枠組みに沿った緊急支援・貿易体制の構築が求められる。また、被支援国側にもファンダメンタルズの構造的脆弱性という問題に真正面から取り組む構造改革を受け入れる度量が求められる。

《リーマンショックが引き金となり新興国からの資金逃避が加速、新興国の一部にデフォルト懸念が発生》

- ここ数年、先進国を中心に金融緩和姿勢が強められてきた一方、新興国は高成長を持続し続けてきた上、先進国に比べて相対的に高金利状態が続いたこともあり、金利差に着目する投機資金が流入し、新興国通貨の為替が先進国通貨に対して強含む状況にあった。さらに、新興国内においても国内金利の高さを嫌い、海外からの投資資金にファイナンスを依存する動きが呼応するように発生し、海外から流入した投資資金が新興国の成長を押し上げる構図が築き上げられた。
- しかし、9月のリーマンショックにより、リスク志向を強めてきた投資資金は、金融機能が不全に陥るのを見るや安全資産への乗り換えを進めたことで資金の流れが大きく変化した。多くの新興国では海外からの投資資金によって成長が押し上げられてきたものの、この剥落が国内の投資に必要な資金のファイナンスを滞らせることとなり、先行きの高成長への疑念が強まった。それまで新興国に流入してきた投資資金は大幅に流出、新興国の株式、通貨は大きく売られる展開に陥ることとなった。
- 一部の新興国では、急激な投資資金の流出により自国通貨の大幅安を招き、日本円をはじめとする低金利の先進国通貨による借入ポジションを高めた国では一部に返済が滞り始めるなどの影響が出た。さらに、通貨の急激な減価に対して金融当局は自国通貨買い（外貨売り）の為替介入を行うものの、外貨準備の規模の小さい国の中には外貨準備がほぼ枯渇するなど、対外的なデフォルト状態に陥る懸念も高まった。こうしたことから、IMFに支援を求める国が続々と出始める事態に陥ったのである。

《支援要請を行った国に共通する課題① 一目立った輸出産業がない中、商品価格高騰が貿易収支を打撃》

- これまでのところ IMF に対して支援要請を行った国は、アイスランド、ハンガリー、ウクライナ、そしてパキスタンなどがある。これらのうち、パキスタンを除く国に当てはまる共通点があるとすれば、EU という巨大な経済圏に隣接する国であることが挙げられる。こうした国々では、国内外での資本の移動が比較的容易であり、EU が相対的に低金利状態にあったことに加えて EU 通貨のユーロが対米ドルで増価基調を強めたことも影響し、EU 圏から高収益を求める投資資金が流入し易い環境にあったと言える。
- また、これらの国のうち、アイスランドでは小国ゆえに国内に大きな輸出産業を持たず、金融を主要産業に位置付けることで海外からの投資資金の流入を促す取り組みが進められてきた。ハンガリーは独立後に EU 圏への輸出を梃子に自動車産業の誘致を行ったものの、足元では人件費の高さが懸念材料となっていた。ウクライナやベラルーシは旧ソ連が存在した折には旧共産圏内での分業制に基づく産業構造が築かれてきた。しかし、その分業体制は必ずしも各国の比較優位を反映したのではなく、独立後にはそうした構図の再構築が必然的に進んだことで工業の基盤は強固さを失い、農業国家となった。
- パキスタンについても、2001 年の米国同時多発テロ以降、米国との関係が緊密化したことで海外からの直接投資が増大した。しかし、隣国インドが 10 億人を超える人口の多さを背景に高成長を遂げるのと裏腹に、1 億人以上という人口を誇りながら治安の問題から必ずしも潜在性を高めることが出来なかった。さらに、経済に対する公的部門の介入が大きかったことで、主要産業である繊維関連でも国際競争力を高められなかったことで強大な輸出産業を築き上げるに至らなかった。
- こうした輸出産業の競争力の乏しさに対して、年明け以降の原油や穀物をはじめとする商品価格の高騰は、ウクライナなどの穀物輸出国にとっては部分的には追い風になった一方、資源に関連する輸入額の押し上げから貿易収支を悪化させた。貿易収支の悪化は、経常収支の悪化材料となってマクロ経済のファンダメンタルズの脆弱性を露呈するきっかけになり、折からの米国のサブプライムローン問題によりリスク許容度が低下しつつあった海外の投資資金に逃避誘因を与えることになった。

《支援要請を行った国に共通する課題② ー海外からの投資資金に依存する国際収支の構造的脆弱性ー》

- さらに、これらの国では経常収支赤字を抱える中、国内投資を海外からの投資資金に依存する体質が続いてきた。中でもアイスランドは小国ゆえ、金融業を中心とするサービス業を経済成長の中心に据えることでここ数年の高成長を享受した。しかし、国内市場の規模が小さく、目立つ産業がない同国が海外からの投資資金を惹きつけるには高金利とすることで魅力を高める必要があった。一方で、政策金利の高止まりは国内金利高に繋がることから成長を持続させるボトルネックとなり、金利の低い海外から資金調達を行って国内に資金を還流することで国内のファイナンスニーズを満たす対応がなされた。こうした流れに沿って、低金利の日本円を用いた円借り取引やユーロ借り取引を通じた対外債務が拡大した。
- ハンガリーやウクライナにおいても、金利が低い EU などからの対外借入により企業部門のみならず家計部門もファイナンスを行う状況となっていた。こうした海外からの投資資金の流入は国際収支の上では資本収支に組み入れられ、その結果、経常収支は赤字状況が続くにも拘らず、外貨準備の増減を示す総合収支を押し上げることで外貨準備の順調な積み上げに寄与してきた。これらの国の中で最も外貨準備の規模の大きいウクライナでは、最大の時で約 373 億ドル（8 月末時点）と今年の前年同月平均輸入額の 5.0 ヶ月分相当まで積み上がっていた。このように外貨準備を積み上げてきたことによって、一見すると国際的な信任の高まりに繋がったことで海外からの投資資金の流入を後押しした感は否めない。
- パキスタンについては、上述に挙げた EU 周縁部の国々とは様相が異なっており、政治的な思惑が絡んだ話

が付いて回る。米国の同時多発テロ後、米国をはじめとする西側諸国は同国を「対テロ戦争」の最前線と位置付け、その後の戦略が展開されてきた。その見返りに西側諸国は大量の援助資金をパキスタンに投入し、それらをシードマネーとして西側企業による直接投資が展開されるようになる。しかし、隣国アフガニスタンでの政情が再び不安定化する中で、同国の状況も悪化し、さらに、年明け以降は政治そのものも機能しなくなったことで投資資金の流入が一気に先細りするようになる。

- そこに、米国発のサブプライムローン問題、そしてリーマンショックによる世界金融危機で投資資金はリスク資産から手を引くようになり、投資資金の流入によっていわば「水ぶくれ」した経済を大きく収縮させた。特に、対外借入によるファイナンスのポジションを膨らませた国では、資金流出によって通貨が大きく減価する中で借入の返済額が膨れ上がることとなり、その返済に延滞が生じるケースも出た。事実、アイスランドでは大手民間銀行がすべて対外債務の抱え過ぎにより国有化を余儀なくされたほか、サムライ債の利払いで延滞が発生するなどの事態に陥っている。また、外貨準備が大きく減少したパキスタンのように輸入決済のための外貨の用意が難しくなるケースも出た。こうしたことから、これらの国より IMF に対して緊急支援の要請を行われるに至った。

図1 経常収支の推移

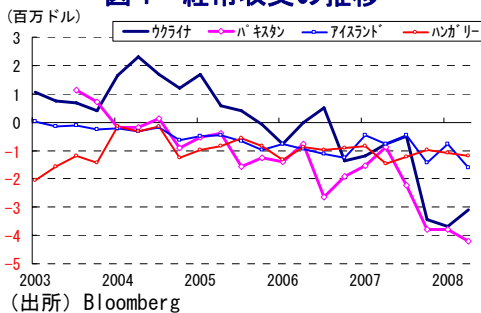


図2 政策金利の推移

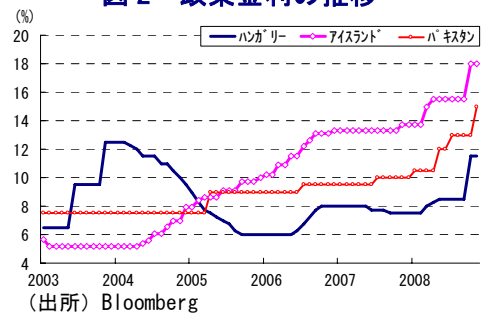


図3 外貨準備高の推移

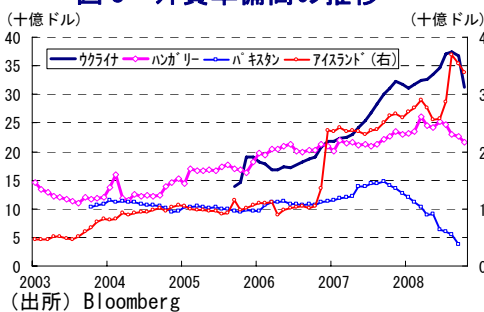
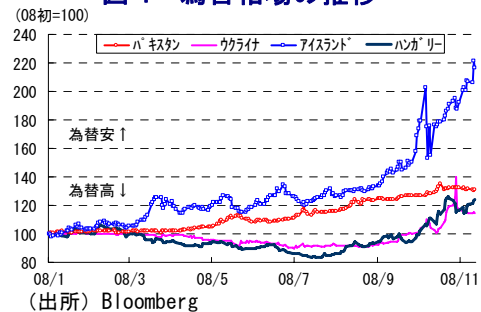


図4 為替相場の推移



《アジア通貨危機後と異なる足元の世界経済の状況から、これらの国が対峙する環境は厳しさの度合が違う》

- 一連の世界金融危機による IMF への緊急支援要請国に対して、IMF は貸付金の上限を出資金と同額とする従来のルールを撤廃したほか、審査を迅速に行うこと、そして 1997～98 年のアジア通貨危機の際に不満の温床となった所謂「ワシントン・コンセンサス」の押し付けによる政策指導の方針を改めるとの大きな方向転換を図っている。その他にも、融資決定に際しては IMF の余裕資金が限られていることから、EU や世界銀行などとの協調融資が実施されることや、日本や中国をはじめとする外貨準備が潤沢な国が IMF に対する出資や融資を通じて支援原資を拠出する方針が出されており、現時点では迅速な対応がなされている感がある。
- アジア通貨危機の際には、その後すぐに起こった IT バブルにより世界経済が成長局面を迎えたことで、IMF の支援を仰ぐこととなったインドネシアや韓国にも海外からの投資資金が素早く回帰し、その後のアジアの高成長の下支えとなった。しかし、足元の外的環境を考えると、米国発の世界金融危機によって世界の实体经济そのものも大きく押し下げられる懸念が強まっている。さらに、足元の金融危機が通常であれば市場に

参入し得ない層を対象にしたローン債権を組み込んだ形での証券化商品に端を発する危機だけに、金融市場の機能が完全に回復してマネーフローに勢いが戻るには相当の時間を要すると予想される上、ここ数年のような勢いに達するかを考えると、極めて厳しい状況を想像せざるを得ない。

- そう考えると、実は足元の状況こそ緊縮的な財政及び金融政策を堅持することで、各国が「身の丈」に合う成長のロールモデルを模索すべき時が来ていると言える。ただし、既に各国が抱えてしまった対外債務を急激に削ぎ落とすとなると、既存の枠組では経済そのものを大きく縮めることになり、世界経済そのものが減速していく中では縮小均衡の度合をさらに高めることに繋がるであろう。こうした非常時には、資金面で比較的余裕のある国どうしが国際協調してマネーフローの創造役となることが求められ、苦しんでいる国の側も国際協調の枠組の中で政策運営を行うなど、各国が「譲りあう」構造を創り上げることが求められる。
- 足元では資金枯渇に喘ぐ国がある以上、当座のところはそうした資金を国際協調による取り組みで融通しあう仕組みが必要である。現在、日本が主導する形で IMF に対して出資ないし融資をする形で支援要請国に対して緊急融資を行う仕組み作りが協議されている。とはいえ、その規模については依然として不透明な部分が多い上、今後はさらに緊急融資を要請する国が出てくる可能性を考えると、足元で協議される規模を超えた資金ニーズが出ることも予想され、より機動的な対応が求められるようになることも懸念される。
- そして、短期的な取り組みとは別に、中長期的な取り組みとして欠かすことが出来ないのは、一連の世界金融危機の煽りを受けて支援を要請せざるを得なかった国の多くが抱える、国内に輸出産業が根付いていないことによるマクロ経済の構造的脆弱性を克服する仕組み作りである。ここ数年続いてきた大規模な世界的な資金フローを前提とする成長モデルの維持が先行きにおいて困難になることを前提とすれば、中小・新興国を含めて一律に自由貿易を求め続ける貿易体制の枠組みに修正が求められるのは必至となろう。その意味では現行の WTO 体制についても、各国が一定程度独自の成長産業を抱えつつ、大枠のところでは自由貿易を志向する、協調的なあり方に修正していく取り組みが求められよう。

以 上