

World Trends

マクロ経済分析レポート

ユーロ問題で浮上する新興国の課題

～為替レートの柔軟性向上は過剰流動性解消の鍵を握る～

発表日：2010年5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)

- ギリシャの財政危機を発端とするユーロ不安の高まりは、EUやIMF、他の先進国中銀によって金融危機への伝播が阻止され、国際金融市場の混乱は一旦沈静化している。しかし、ギリシャの財政健全化の実現は不透明な状況にあり、今後も世界経済のリスク要因として燻るであろう。また、欧州系金融機関に対する不安は、再び新興国市場にも悪影響をもたらし、改めて外国人投資家による影響の大きさが再認識された。
- 昨年春以降の世界経済の回復局面において新興国経済は牽引役を果たしてきたが、同時に世界的なカネ余りを背景にリスクマネーが再流入していた。しかし、今般のユーロ問題は先進国のみならず新興国でも大幅な株式・為替相場の急落をもたらした。ギリシャの財政悪化がソブリン・リスクを強く意識させたことは、大規模な財政支出を行っている新興国についても無縁とは言えない。
- リスク許容度の低下が続くことで新興国への資金流入が細り、これまで上昇してきた資産価格が予想外に落ち込めば、実体経済に悪影響を及ぼす可能性が懸念される。しかし、新興国においても経常収支や財政収支の状況は格差が大きく、選別投資の動きが強まると予想される。
- 新興国では過剰流動性によるインフレやバブル懸念から金融緩和を見直す動きが出ているが、過剰流動性はもっぱら海外資金の流入がもたらしている訳ではない。多くの新興国は通貨高による輸出への悪影響を懸念して為替介入を行っており、これが過剰流動性をもたらしている側面は無視できない。新興国においても、世界的に柔軟かつ安定した金融システムの構築に向けて積極的役割が求められよう。

《金融のグローバル化で海外投資家の存在感が高まる中、ユーロに対する不安は一旦沈静化》

- ギリシャの財政危機を発端にEU圏の共通通貨ユーロに対する信認が揺らいでいる。今月7日にはEU加盟国の首脳会合でギリシャに対する緊急融資の実施を合意。9日にはIMFが理事会でスタンドバイ取極に基づく融資を承認した。さらに、他国や金融機関に信用不安が波及することを回避するため、「欧州安定化基金」の創設に合意し、10日には日米欧の中銀がドルスワップの締結に再合意して資金供給を図ることを決定した。結果、ギリシャ国債の格付引き下げに始まった国際金融市場の混乱は、一旦は沈静化する可能性が出ている。ただし、この問題の根本的な解決は、当事者であるギリシャの財政健全化計画の履行に係っており、今後の世界経済においてユーロにまつわる不透明感はリスク要因として燻るであろう。
- 欧州の金融機関はEU内取引の割合が大きいため、ギリシャに対するエクスポージャーの大きい金融機関を中心に信用不安が高まり、金融市場の疑心暗鬼に繋がった。さらに、こうしたリスクはギリシャ同様に財政赤字問題の大きいポルトガル、スペインといった国々についても懸念され、これら国債金利のプレミアムの拡大を引き起こし、信用不安が波及したことで世界的な同時株安に繋がった。欧米の株式相場が軒並み大幅に下落したことや、先進国に先んじて景気拡大している新興国市場でも影響が大きかったことから、外国人投資家の影響力の大きさが再認識された。

《世界的なカネ余りで資金流入が続いてきたが、ユーロ問題がマネーフローの変調を招く》

- 金融危機後の世界的な金融緩和や景気対策で世界的なカネ余りとなり、成長が期待される新興国にリスクマネーが回帰した。このことは新興国の代表格であるBRICS諸国での外貨準備高の急回復に現れており

(図1)、特にブラジルやインドなど経常赤字を抱える国でも外貨準備の増加は顕著となっている。また、需要回復のみならず、カネ余りによる投機で国際商品市況は高騰しており、交易条件の改善により資源輸出国の成長が押し上げられている。結果、資源国や新興国ではインフレが懸念され始めており、金融緩和と海外資金による資金流通量の大幅拡大で不動産などの資産バブルの発生も懸念され、金融緩和の見直しに動く国も出ている。一方、先進国の金融緩和が続く中で、新興国との金利差拡大が資金流入を促すジレンマも生んでいる。

- 信用縮小はリスク資産からの資金流出を招き、ユーロ問題の深刻化は欧米先進国のみならず新興国での株価や為替の急落を引き起こした。海外資金の流入により新興国の株式相場は昨年1年間で倍近くに上昇していたが(図2)、その前に大幅下落していたことを勘案しても上昇ペースは非常に速く、高値感が出ていたことから、一連のユーロ問題が利益確定売りのきっかけとなった。
- EU内の協調のみならず、IMFや先進国中銀との連携でユーロ問題への対応が行われることになったため、国際金融市場を取り巻く環境も一旦は沈静化しており、リスク許容度の改善で新興国市場への資金の流れも回復すると思われる。ただし、問題の発端はギリシャでの大幅な財政悪化であったが、新興国の中にも支出拡大で財政悪化を招いている国は多く、選別投資の動きが強まると予想される。なお、ギリシャ問題が大きくなった背景には、ユーロ加盟国には金融政策の主権がないため為替調整が不可能なことがあり、新興国が危機的状況に陥った場合には通貨切り下げという選択肢は残されている。

図1 BRICs 諸国の外貨準備高(前月比)の推移

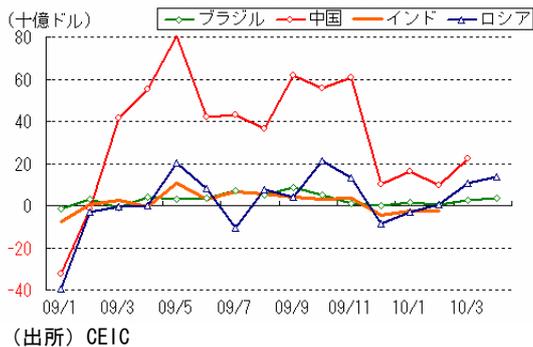
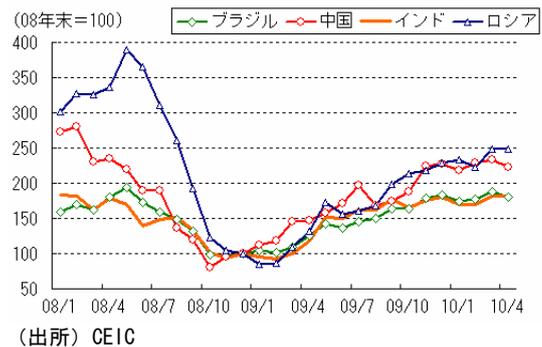


図2 BRICs 諸国の株式相場の推移

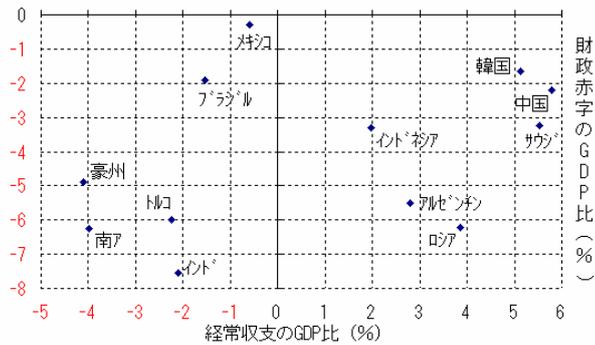


《不安が煽る中で経常収支と財政は選別材料の可能性。新興国には柔軟な為替制度への対応が求められる》

- 今後もギリシャが財政健全化計画を達成出来るか否かは不透明であり、国際金融市場ではギリシャの財政問題を発端としたユーロ問題が世界経済のリスク要因としてくすぶると懸念される。これは、新興国にとっては海外資金の流出リスクをもたらし、資産価格の過度な下落が実体経済を下押しすることも懸念される。ギリシャ問題が金融危機に波及する可能性は低いと思われるが、今後の動向如何では市場参加者が過度にリスク回避に振れ、新興国の金融経済に悪影響を与える可能性はゼロではないであろう。
- 海外資金が新興国に与える影響について、経済活動上の対外収支である経常収支の状況は重要な要素となる。また、ギリシャの財政悪化がユーロ問題の発端になったため、各国の財政状況も特に注目されている。これらのGDP比についてG20に参画する新興諸国をプロットしたものが以下の通りとなる(図3)。このグラフでは、右寄りに属する国は海外資金が流出した場合でも、外貨調達力の高さにより対外信用力が低下する可能性が低い。また、上寄りに属する国は財政の健全性が高く、金融市場での信用収縮が実体経済に悪影響を及ぼすような場合においても追加的な景気対策を行う余力もある。一方、左下に近いほど、海外資金の動向に影響を受け易いと言える。特に南アフリカやトルコは地理的に欧州経済との関係が深いため、先行きの景気において欧州問題が重石となることも懸念されよう。
- 現在、幾つかの新興国では過剰流動性によるインフレや資産バブル懸念が高まっており、金融緩和を見直す

動きが強まっている。しかし、過剰流動性を生んだ理由は海外資金の流入のみではない。実質的なドルペッグ政策を採る中国などは典型例だが、多くの国で自国通貨高が輸出に悪影響を及ぼすことを回避するため為替介入を行っていることも資金供給量を拡大させており、外貨準備の増大にも繋がっている。国際金融市場では、特に中国の為替政策に議論が集中しているが、すべての新興国にとって柔軟な通貨制度を導入することは重要な課題となっている。G20などではこれまで、先進国と新興国という枠組みで議論が行われてきた側面がある。ギリシャ問題に象徴されるEUの構造問題は一義的にEU内で解決される必要があるが、新興国側でも世界的に柔軟かつ安定した金融システムの構築にむけた積極的役割が求められよう。

図3 G20 諸国の経常収支・財政の動向(2009年)



以上