

# World Trends

マクロ経済分析レポート

## 欧州問題の深刻化、新興国を取り巻く環境も変化

～海外資金の動向により、経済政策の舵取りはより困難となろう～

発表日：2011年9月28日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

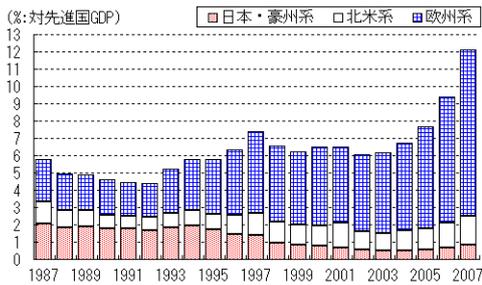
### (要旨)

- 欧州財政問題の深刻化によって国際金融市場は混乱している。仮にこれが世界的な信用収縮に発展すれば、新興諸国においては海外資金の流出圧力が高まり、再び世界金融危機に陥る可能性も懸念される。「リーマン・ショック」後は新興国の景気刺激策が世界経済の回復に貢献したが、足下では新興国においても景気対策の余地が乏しくなっており、対応がより困難になっている。
- 先進国の金融緩和による世界的なカネ余りは「通貨安競争」の要因にもなったが、足下の新興国では海外資金の流出による急激な為替変動を抑える必要が出ている。海外資金の流入は一昨年以降の新興国の景気回復に貢献したが、今後は資金流出による下押しが懸念されている。
- 金融市場の混乱が続く中、先進国の金融緩和は長期化が見込まれ、新興国にとって海外資金の動向はしばらく重要な不安定要素となろう。来年には政治的イベントを控える国が多いため、国民受けのよい政策が採られる可能性もある中、財政規律を保ちつつ景気や物価のバランスに配慮した難しい政策対応が求められよう。

### 《欧州問題は第2のリーマン・ショックに繋がる可能性も。対応は当時に比べてより難しくなっている》

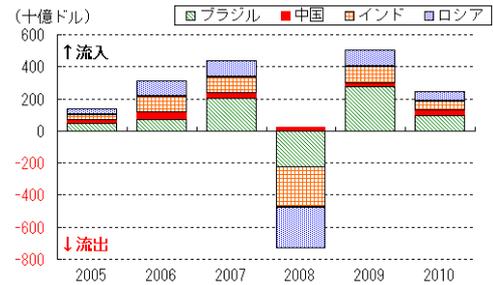
- 欧州の財政不安は深刻さを増しており、ギリシャ国債のデフォルト（債務不履行）リスクの高まりをきっかけに再び世界的な金融不安に発展する可能性も懸念されている。EUの国債市場に占めるギリシャ国債の規模は必ずしも大きくないが、これを保有する金融機関においては財務体質の悪化が懸念され、バランスシート調整による信用収縮が危惧されている。アジアを中心とする新興諸国は、各国の景気対策や世界的な金融緩和によるカネ余りを背景とする海外資金の流入によって景気回復を果たしており、世界金融危機後の世界経済をけん引してきた。しかし、金融不安の深刻化による信用収縮は、新興国に流入してきた資金の逆流によって各国の景気を押し下げる可能性がある。
- 世界金融危機後、サブプライムローン関連債権を大量に保有していた欧米の金融機関は財務体質の改善に努めてきたことから、新興国向けの与信の内容も往時に比べてより健全なものになっている（[図1](#)）。しかし、その後の新興国経済の急回復などから新興諸国向けの投融資を拡大させていた可能性はあり（[図2](#)）、先行きについても新興諸国から相当額の資金が流出するリスクがある。欧州の財政問題は第2の「リーマン・ショック」を引き起こす可能性もあるが、ギリシャのみならずより規模の大きいイタリアやスペインなどの信用問題に波及する可能性があるため、その影響の範囲や大きさについてはより不透明となっている。
- リーマン・ショック後は、中国の大規模な景気対策が世界経済回復の起爆剤となったが、現下の中国では地方政府傘下の投資会社（LGFV）における債務懸念が高まっている上、インフレ率も政府目標を大きく上回る状況にあるなど物価上昇懸念も熾っており、追加的な景気刺激策を打ち出すことは難しくなっている。他の新興国においてもインフレ懸念があるほか、過去数年の景気対策や物価対策などによって財政状況は厳しくなっている。金融市場は財政規律に神経質になっていることから、各国の格下げリスクが高まることは資金流出リスクをより大きくする懸念もある。このような状況から、現状はリーマン・ショックの頃に比べてもより困難かつ深刻な状況にあると判断される。

図1 先進国金融機関の新興国向け融資の推移



(出所) IMF より第一生命経済研究所作成

図2 BRICs 諸国の海外証券投資動向の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

### 《投資家の不安心理の高まりを受けて、新興国からの資金流出圧力は高まっている》

- 米国を中心に先進国で金融緩和が強化されている上、世界経済の景気減速リスクもより高まっていることから、世界的なカネ余りの長期化は避けられなくなっている。これまで世界的な余剰資金は新興国に流入して景気の押し上げ要因となってきたが、こうした資金の一部は商品市場にも流入して国際商品市況の高騰を招いており、多くの新興諸国における物価上昇問題をもたらしている。しかし、足下では欧州の財政問題や世界経済の減速懸念によって投資家のリスク回避姿勢が強まったことから、資金の流れに変化が生じている。多くの新興国においては、これまで資金流入による自国通貨高が輸出競争力を低下させることを懸念して自国通貨売り介入を実施してきたことから「通貨安競争」のような様相にあった。しかし、足下では一転して資金流出による通貨安リスクに直面しており、急激な為替変動に対応するとして自国通貨を買い支える介入を実行している。金融市場の混乱が続くことで新興国通貨に対する売り圧力は続くと見込まれ、しばらくは自国通貨買い介入を継続する必要性があるが、これによって外貨準備が減少して対外信用力を損なうことも懸念されよう。
- 年明け以降は各国のインフレ懸念などから外国人投資家からの資金流入は細っていたが、足下の欧州問題などは投資家のリスク許容度を急速に悪化させており、リスク資産と見做される新興国向け投資の流出圧力が高まっている。足下ではBRICsなど新興諸国のオフショア取引も縮小している。こうした状況が長期化する場合、特に経常赤字体質にある国を中心に信用力が問題視される可能性もあり、これらが新興諸国の景気に対しても悪影響を与える可能性が懸念されよう。

### 《新興国においても景気減速は免れず。多くの新興国にとって難しい経済政策の舵取りが迫られよう》

- 欧州問題が懸念され始めた当初、新興国は欧州への直接支援を示唆するなどの動きが注目されたが、現状では新興国自体の景気悪化も懸念されており、外国を支援するような余力は乏しくなりつつある。実際、ブラジルは新興諸国によるユーロ諸国やIMFの債券引き受けなどによる直接支援の可能性を示していたが、先日開催されたBRICS (BRICs + 南アフリカ) 財務相会合では各国の足並みは揃わず一枚岩での対応は難しい。リーマン・ショック後のように「救世主」としての役割が困難なことは、欧州問題の解決に時間を要する可能性を暗示している。
- 欧州問題の解決のためには当事者であるEU諸国のみならず、G20など幅広い枠組みでの取り組みが不可欠になっているが、新興国と先進国との認識には溝があり、前述の通り新興国も一枚岩とは言いがたい状況にある。したがって、しばらくは金融市場を取り巻く環境は厳しい状況が続くと見込まれ、多くの新興国における資金流出リスクは燻るであろう。さらに、新興国にとっては主要輸出先である先進国の景気減速により輸出が落ち込む可能性もあり、景気の下押し圧力は一段と高まると予想される。
- 新興諸国の潜在成長率は依然として先進国に比べて高い。さらに、先進国による金融緩和は長期化する見込

であることから、投資家のリスク許容度が回復すれば再び新興国に資金が流入する可能性はある。国際商品市況の上昇は一服しつつあり、先行きはインフレ率も鈍化すると期待されるが、海外資金の再流入によって物価上昇が再加速する懸念もある。一方、しばらくは欧州問題の本格的な解決は難しいと見込まれ、金融市場も不安定な状況が続くと思われるが、これらの動向に左右され易い新興諸国においては難しい経済政策が迫られる。特に、来年には政治的イベントが予定される国が少なくないため、有権者に迎合的な政策が採られがちになることから、財政規律にも留意した政策運営が必要となろう。

以 上