

欧州債務問題深刻化によるアジア新興国への影響

～一時的な悪影響はあろうが、危機的状況は回避できよう～

発表日：2011年12月2日(金)

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)

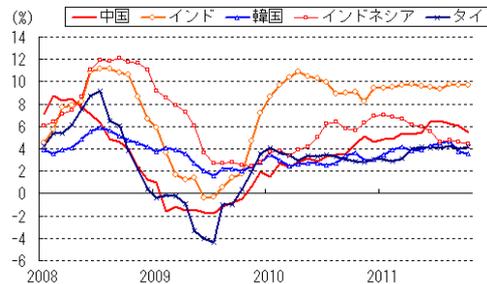
- これまでアジア新興国にとってインフレ対策が重要課題であったが、欧州債務問題によるマネーフローの変化などにより、こうした状況は一変しつつある。海外投資家はアジア新興国など「高リスク」資産を敬遠しており、アジア新興国における過剰流動性懸念は後退している。欧米経済の低迷は輸出の下押し要因になろうが、今後はインフレの落ち着きとともに金融政策による内需刺激の余地が高まると見込まれ、財政政策による下支えも期待され、総じてアジア新興国景気は底堅さを保つと予想される。
- 欧州債務問題はアジア新興国への海外資金の流入を細らせ、金融市場に少なからず悪影響を与えよう。海外金融機関によるアジア12ヶ国向けの与信残高はGDP比1割以上の達しており、うち半分は欧州系金融機関が占める。しかし、その大半は英国系であるなど債務残高の多くが流出に繋がるリスクを抱えている訳ではない。外貨の融通を支援するアジア域内での協約も強化されており、アジア通貨危機時のような危機的状況は回避可能であろう。

《欧州債務問題の深刻化はアジア景気にも悪影響を与えようが、内需に支えられて底堅い景気拡大は続こう》

- 今年のアジア新興国経済においてはインフレ対策が最重要課題であった。リーマン・ショックによる世界金融危機後は、世界的な信用収縮により国際商品市況も大幅に調整し、それまで懸念されてきた「資源バブル」は一旦解消した。ただし、その後の世界的な金融緩和によるカネ余りに加えて、新興国を中心とする需要拡大期待により、国際商品市況は再び騰勢を強めた。さらに、資金の一部は新興国の金融市場にも流入し、新興国において過剰流動性懸念が高まった。これは内需を押し上げて景気拡大を促したものの、新たな物価上昇要因として各国のインフレ率を高止まりさせた(図1)。しかし、足下では欧州債務問題による懸念が高まっており、こうした流れに変調の兆しが出ている。
- 欧州債務問題により欧米景気に不透明感が高まっており、「世界の工場」として輸出主導の経済成長を遂げてきたアジア新興国でも、景気が下押しされると見込まれる。世界的な金融市場の混乱により「高リスク」と見做されがちなアジア新興国への資金流入が細るなど、海外資金の動きは変化しており、これまでアジア新興国の資産価格を押し上げてきた過剰流動性も後退している。しばらくは輸出の減速が景気の重石になると見込まれ、これまで堅調に推移してきた雇用・所得環境に少なからず悪影響を与えると予想されるほか、金融市場の混乱による信用収縮懸念もあることから、内需の下支え効果は弱まろう。アジア新興国においては景気の減速感が高まろうが、一方で今後のインフレ圧力は緩和に向かうと見込まれよう。
- インフレ圧力の高まりを反映して、アジア諸国は一昨年秋以降、利上げによる金融引き締めを進めてきたが(図2)、足下では物価や金利の上昇によって内需の下押し懸念が高まっている。さらに、先進国景気の減速によって外需低迷が予想される中、輸出依存度の高い国々にとっては、より景気の減速感が高まる可能性がある。ただし、先行きについてはインフレ圧力の緩和が見込まれるため、例えばインドネシアは2ヶ月連続で利下げを実施しており、中国でも預金準備率の引き下げが実施されるなど、アジア諸国の金融政策のスタンスは徐々に引き締めから中立、緩和に転換する動きがみられる。また、アジア諸国では来年多くの国で政治イベントを控える中、比較的財政状態は健全であることから、歳出余力もあるため(図3)、財政政策によっても内需の下支えが図られよう。
- インドやインドネシアなど内需主導型の経済構造である国々にとっては、金融緩和や歳出拡張といった内需

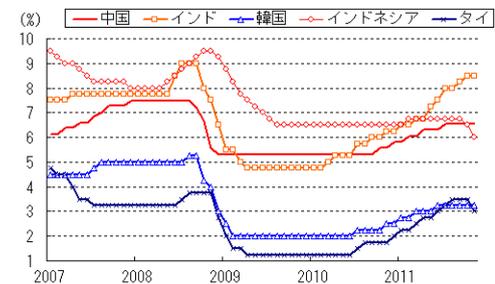
刺激策によって景気の押し上げ効果が出易いため、年明け以降も相対的に底堅い景気拡大が続くと見込まれる。他方、アジア諸国は輸出依存度の高い国々が多いものの、これらの国々においても固定資本投資まで含めれば内需依存度は決して低い訳ではなく（[図4](#)）、公共投資などによる景気の下支えは期待される。欧州債務問題の深刻化はアジア新興国の景気にも少なからず悪影響を与えようが、こうした中でも比較的底堅さは維持されよう。

図1 アジア諸国のインフレ率の推移



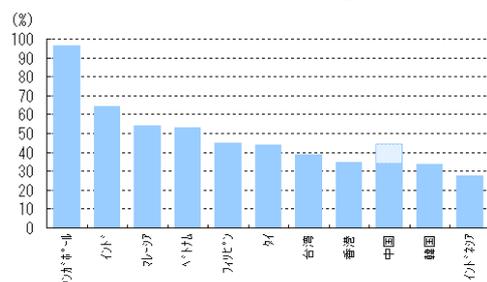
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 アジア諸国の政策金利の推移



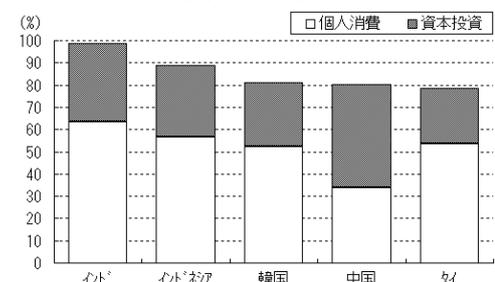
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 アジア諸国の公的債務/GDP (2010年末)



(出所) CEIC、IMF などより第一生命経済研究所作成

図4 アジア諸国の内需依存度 (2010年)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

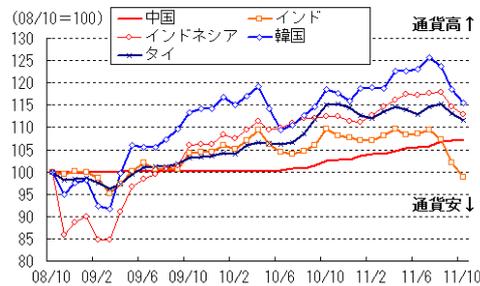
《債務問題の深刻化に伴う信用収縮リスクについて、危機的状況への備えは整備されている》

- 欧州債務問題がアジア新興国にもたらすリスクは、実体経済への悪影響のみならず、世界的なマネーフローの変化に伴う各国金融市場の混乱もある。8月以降の投資家のリスク許容度低下により、それまでアジア新興国に流入してきた海外資金が一時的に逆流するなど、アジア新興国の金融市場を取り巻く環境は一変している。これによってアジア諸国の為替相場は対米ドルで下落基調に転じており（[図5](#)）、各国は自国通貨の安定のため自国通貨買いの為替介入を実施しており、外貨準備高も減少している（[図6](#)）。さらに、アジア諸国において信用収縮が強まれば、資金繰りの悪化などにより企業活動を萎縮させ、景気の減速感が一段と高まることも懸念されており、欧州債務問題の動向はアジア新興国と無関係ではない。
- アジア新興国において特に懸念されるのは、欧州債務問題が一段と悪化した場合、各国の外貨の資金繰りにどのような影響を与えるかであり、アジア通貨危機の記憶が生々しい国々においてはこうした懸念が高まりつつある。足下ではギリシャ国債で始まった信用不安がEU主要国にも波及しつつあり、欧州系金融機関などでリスク資産を圧縮する動きが強まる可能性もある。海外の金融機関によるアジア新興国向け与信については、リーマン・ショックによる世界金融危機時に一時的に縮小したものの、その後は欧州系金融機関を中心に再拡大し、6月末時点におけるアジア新興12ヶ国向けの与信残高はGDP比12.7%に達している（[図7](#)）。このうち欧州系金融機関による与信は全体の半分以上を占めており、これは欧州債務問題が深刻化した場合にアジア新興国からの資金流出を懸念する一因となっている。しかし、一概に「欧州系金融機関」と言っても、与信額の多くは英国系であるなど、債務の多くが流出リスクを抱える訳ではない。もっとも、アジア有数の金融市場を抱えるシンガポールや香港などでは、海外金融機関の与信残高はGDPをはるかに上回っており（[図8](#)）、仮に世界規模で金融市場が大きく混乱する事態となれば、これらの国々に与える影響

も深刻なものとなろう。

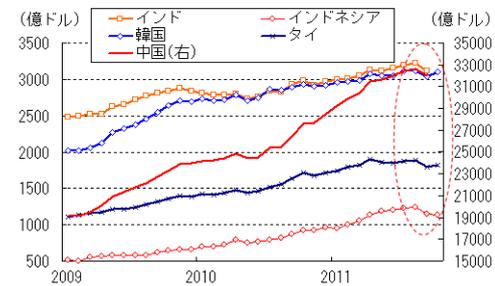
- アジアの域内大国である中国では海外金融機関の活動が制限されているため、これらの与信全体のGDP比は8.3%に過ぎず、欧州の信用問題が拡大しても中国经济へのインパクトは限定的であろう。しかし、韓国や台湾などは国内金融市場の自由度が比較的高く、海外金融機関による与信はともにGDP比3割を上回り、且つその多くは短期資金であることから、一部では外貨確保が困難になるリスクも懸念されている。なお、韓国は日本や中国との間で通貨スワップの規模を拡大するなど、このような事態への備えを強化させてきた。近年、アジア新興国の対外債務は短期の比率が高まっており、これも外貨確保についての懸念要因とされているが、各国の外貨準備は過去に比べて大きく積み上がっている。また、ASEAN諸国においてもチェンマイ・イニシアティブの拡充などを通じて対応を強化させている。仮に一時的なショックはあったとしても、過去の通貨危機のような最悪の事態に陥ることは回避可能であろう。

図5 アジア諸国の為替動向の推移



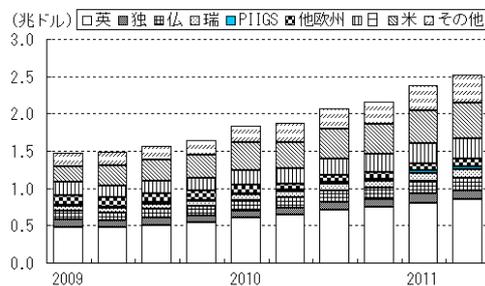
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 アジア諸国の外貨準備高の推移



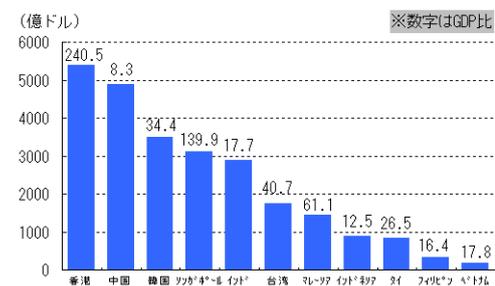
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 海外金融機関のアジア向け与信の推移



(出所) BIS より第一生命経済研究所作成

図8 海外金融機関のアジア向け与信(6月末)



(出所) BIS より第一生命経済研究所作成

以上