

## 新興国発で「危機」の連鎖は起こるのか

～今後の展開はロシアが危機的状況に追い込まれるか如何～

発表日：2014年12月17日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

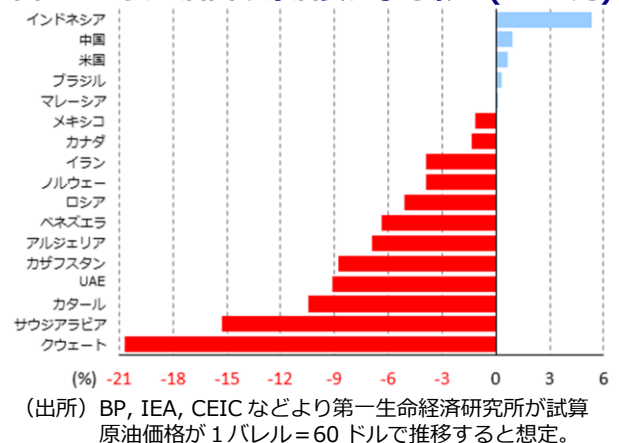
担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

## (要旨)

- 足下の急激なドル高や原油安の進行をきっかけに、国際金融市場では動揺が広がっている。資源価格下落が輸出や財政などを通じて経済を直撃する資源国では資金流出の動きが強まっており、一部では歯止めが掛かりにくい状況に直面している。原油安をきっかけにした『リスクオフ』の動きは資源国のみならず、新興国でも資金流出の動きを加速させており、世界経済の新たな不透明要因になろうとしている。
- ロシアでは資金流出による『危機的状況』が懸念される状況が続く。今後の焦点はロシアで事態が収まらなければ、他の新興国などに動きが波及することであり、昨年来資金流出が直撃した『フラジャイル・ファイブ』の国々はその筆頭に挙がる可能性はある。ただし、各国ごとに置かれた状況は異なっている上、構造改革への取り組みの差などを勘案すれば、一括りで判断することは難しいとみることが出来る。
- 危機の連鎖という観点では1997～98年のアジア通貨危機を連想する向きもみられる。しかし、各国の為替制度や外貨準備を巡る状況は往時とは全く異なっており、平時であれば十分に対応力は備わっていると言える。アジア域内には資源国もあるなど不透明要因はあり、短期的に資金流出に見舞われる可能性は残るが、今後は中長期的な潜在力の高さを活かす取り組みが一段と求められることは変わらないと言える。

- 足下の国際金融市場においては、米国景気の堅調な回復を追い風にF R B（連邦準備制度理事会）による利上げ実施時期に注目が集まるなかで『米ドル高』圧力が高まりやすいなか、原油を巡る世界的な需給の緩みが意識されたことを理由に原油安基調が収まらない状況が続いている。さらに、足下では原油や原油市況に連動する天然ガスに加え、新興国景気が以前の勢いを失うなかで、多くの鉱物資源全般に対する需要の見方が弱含むなか、多くの鉱物資源価格は調整模様を強めている。結果、経済構造や輸出などで鉱物資源に対する依存度の高い、いわゆる『資源国』を中心に景気に悪影響が出るとの見方が強まっており、折からの『米ドル高』圧力と相俟って資源国や新興国では海外資金の流出圧力に直面する事態となっている。特に、近年は日米欧をはじめとする先進国による金融緩和の影響で世界的なマネーの規模はとてつもない規模に膨張する一方、金融緩和に伴って先進諸国では金利低下が進んだ結果、米国を中心とする世界経済の回復期待を追い風に投資資金は再び利回りを求めて新興国に回帰する動きが強まってきた。資源価格の調整は、資源国にとって輸出の足かせとなるほか、交易条件の悪化を通じて国民所得の下押し圧力となるなど景気に直接的に悪影響を及ぼすことは避けられない。さらに、資源国においては資源関連分野などを国営企業が牛耳っている例が少なくなく、そうした構造的な問題から資源価格の動向が政府の歳入に大きく影響を与える傾向があり、足下のような急激な市況の調整は財政状況を急激に悪化させることも懸

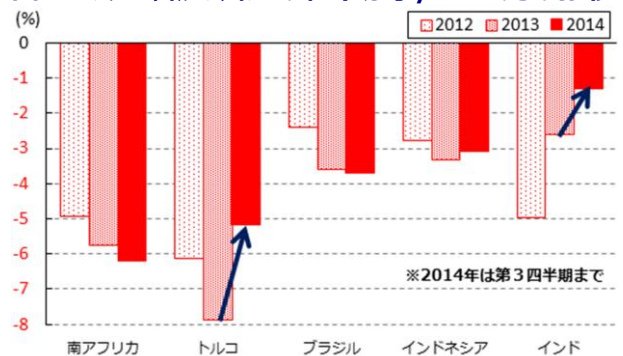
図1 主要産油国の原油安による影響(GDP比)



念されている。したがって、資源国などでは景気減速にも拘らず財政面で景気を下支えする余地が縮小することに繋がり、景気浮揚が図りにくくなるとの見方が強まっていることもあり、資金流出に歯止めが掛かりにくい状況となっている。その一方で、鉱物資源を輸入に依存する国々にとって資源価格の下落は輸入抑制を通じて対外収支の改善のほか、交易条件の改善による国民所得の押し上げに加え、物価上昇圧力の後退を通じた実質購買力の向上など景気にプラスの効果を与えることが期待される。こうした状況にも拘らず足下においては資源国のみならず、多くの新興国においても資金流出圧力が強まっている背景には、過去において米国FRBによる金融政策の変更が新興国経済で危機的状況を生むきっかけになったことが考えられる。さらに、近年の新興国経済は世界的なマネーの膨張を背景とする海外資金の流入が経済成長の機会拡大を促してきた側面が強く、実力以上の成長に繋がってきた可能性は否めない。経常赤字を抱えるなど対外収支が脆弱な国においても、海外資金の流入が国内の経済活動を押し上げることにより、個人消費など内需主導による経済成長を実現してきたことはその証左と言える。昨年半ば以降の国際金融市場の動揺に際しては、対外収支など経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱な国々を中心に資金流出圧力が強まる動きがみられ、こうした動きを反映する形で足下においてはこれらの国々の景気に下押し圧力が掛かっている。こうした状況も重なり、資源価格の下落をきっかけにしたいわゆる『リスクオフ』の動きは、資源国や新興国からの資金流出の動きを後押しする流れとなっている。

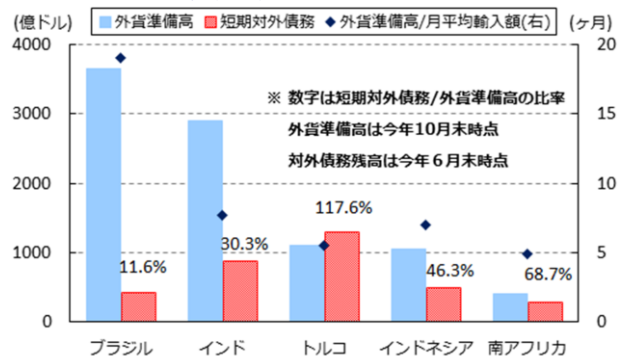
- 足下において資源国や新興国からの資金流出の動きが強まっていることをきっかけに、一部で言われているように『危機的状況』が発生するに至るかは不透明と言える。最も厳しい状況に直面しているロシアでは、通貨ルーブル相場が過去最安値を更新する展開が続いており、中銀は通貨防衛とそれによる物価安定を目指して緊急利上げに踏み切るなど政策対応を強化する姿勢をみせる。しかし、同国ではいわゆる『ウクライナ問題』による欧米諸国の経済制裁で海外資金のアクセスが難しくなる一方、国内では通貨に対する信認低下を受けて資金逃避の動きが強まるなど自国通貨安圧力が治まる道筋は見えにくくなっている。同国の外貨準備高は平時においては規模の面でも、対外収支とのバランスを考えると十分な規模にあると考えられるものの、世界的なマネーの膨張により金融取引が急拡大してきたことを勘案すれば、金融市場の流れが一方向に大きく傾く事態に陥れば同国単体で対応しきれなくなる可能性もくすぶるなど、安心出来ない状況にあると判断出来る（詳細は16日付レポート『ロシア経済はいよいよ俵に足が掛かったか』をご参照下さい）。このように金融市場における不安要素がくすぶるなか、昨年半ば以降と同様に国際金融市場においては世界的なマネーの動きが大きく動揺する事態に見舞われており、『フラジャイル・ファイブ（脆弱な5ヶ国）』と呼ばれた国々からは資金流出圧力が強まり、各国通貨は下落基調を強める動きがみられる。これらの国々は慢性的に経常赤字と財政赤字の『双子の赤字』を抱えている上、自国通貨安による物価上昇圧力が掛かりやすいなどファンダメンタルズの

図2 フラジャイル・ファイブの経常赤字/GDP比の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 フラジャイル・ファイブの対外バランスの比較

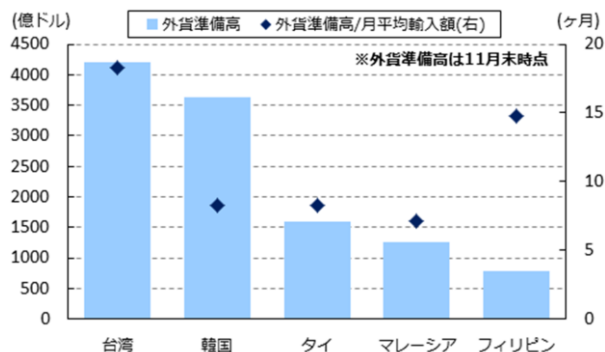


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

脆弱さが海外資金の流出を招きやすい一因になってきたが、足下では国ごとに努力に応じて経常赤字の圧縮が進む国とそうでない国に分かれる動きがみられる。しかしながら、足下ではこうした状況とは関係なく、世界的な『リスクオフ』の流れが強まっていることに加え、先行きは米国による利上げ実施など金融政策の変更が意識されるなかで新興国に向かってきた資金が逆流する動きが活発化していると考えられる。なお、これらの国々は脆弱なファンダメンタルズを共通項にひとまとまりにする見方があるものの、外貨準備高の規模やその月平均輸入額との比率、短期の対外債務残高との比較をみると国ごとに状況は大きく異なる。足下の状況は『狼狽売り』に近いと判断することが出来る一方、上述のようにロシア経済を取り巻く環境に不透明感が高まるなかでは、こうした展開が長期化していく可能性もくすぶる。こうした不透明感が早期に払拭することが出来れば、中長期的にみて潜在成長率が高いと見込まれるこれらの国々のなかでも、相対的にファンダメンタルズが強固な国では海外資金が回帰する余地は小さくないものと予想される。その一方、ロシアを巡る状況が一段と悪化した場合には、外国人投資家を中心に『次に悪い国』を探る動きが広がることを見込まれるなか、これらのなかでもよりファンダメンタルズの脆弱な国が標的にされるリスクがある点は意識のなかに置いておく必要性はあろう。

- 新興国での資金流出により危機的状況が連鎖した例として、一部では 1997～98 年に発生したアジア通貨危機を想起する動きも出ており、足下では ASEAN（東南アジア諸国連合）を中心とするアジア新興国においても資金流出圧力が強まっている。なお、当時のアジア新興国は輸出主導による経済成長を実現するべく、自国通貨の為替を実勢水準より高く米ドルとペッグ（固定）させていたことが影響しており、米国によるドル高容認姿勢が強まったことで、実勢レートからかなり高い水準で為替相場を維持せざるを得なくなったことが背景にある。為替レートの動向に疑問を抱いた外国人投資家からの売り圧力が強まるなか、各国は自国通貨買い（ドル売り）を通じて為替相場の維持に取り組んだものの、結果として外貨不足に陥る事態となり、最終的には変動相場制に移行し、IMF（国際通貨基金）などに救済を求めるに至った。アジア新興国がこうした無謀な動きを進めた背景には、改革開放路線への転換により巨大な中国が新たな生産拠点として魅力を増すと期待されたことが影響しており、工業化で先行するアジア新興国は通貨の安定を海外からの投資受け入れの拠りどころにした側面があった。こうした状況と対比すれば、足下の主なアジア新興国は変動相場制に移行しており、自国通貨を一定の相場に固定ないし収斂させる必要性はないことから、その点で外貨不足に陥るリスクは大きく低下している。さらに、アジア通貨危機を経て ASEAN と日本、中国、韓国の間では外貨資金を融通する枠組であるチェンマイ・イニシアティブが締結されているほか、日本との間では個別に外貨スワップ協定が締結されるなどの動きもみられることから、様々な形でアジア新興国において外貨不足に陥る国が出た場合のセーフティネットは構築されている。また、アジア新興国における外貨準備高の動向をみると、足下においては短期的に危機的水準に陥るとされる『輸入の3ヶ月分』を大きく上回る水準の外貨を保持していることも、往時とは大きく環境が異なっていると判断できることから、アジア新興国で危機が連鎖していく可能性は低いと見込まれる。ただし、ロシアの場合と同様に足下の世界的なマネーの規模はこれまでにない水準に膨張していることを勘案すれば、外貨準備は通貨危機当時と比較して比べものにならない水準

図4 アジア新興国の外貨準備高の比較



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

に拡大していると言っても、必ずしも安穩と出来る訳ではない。さらに、多くのアジア新興国は鉱物資源を輸入に依存していることから、鉱物資源の価格下落は交易条件の改善や対外収支の強化に繋がると期待される一方、マレーシアは域内でも有数の資源国であるため、『アジア新興国』と一括りにして議論することは難しい側面もある。なお、ASEAN諸国の中には低所得者層対策としてガソリンをはじめとするエネルギー価格を低く抑えるために補助金を課している国が多く、ここ数年の原油価格の高騰は補助金支出の膨張を通じて財政悪化を招く一因になってきたが、このところの原油安は補助金削減による財政健全化の取り組みを後押しする動きに繋がっている。財政健全化の取り組みによって生じた余剰資金を潜在成長率の向上を図るべくインフラ投資などに振り向ける動きが加速するとともに、構造改革を着実に前進させることが出来れば、中長期的な観点でみたアジア新興国の存在感を高めることも期待される。その一方、短期的には米国の金融政策の見直しなどに伴って国際金融市場では世界的なマネーの動きに変化が現れることは避けられず、ボラティリティーの高いアジア新興国から海外資金が流出する可能性は残っていると考えられる。その後は中長期的に安定した人口増加が見込まれるなど、アジア新興国の潜在力は比較的高いと見込まれ、こうした魅力を理由に海外資金が回帰する動きは期待されるものの、その動きを着実なものとして捉えていくためには、各国が海外資金を安定的に受け入れるべく構造改革やインフラ建設をはじめとする投資環境の整備を進めることがこれまで以上に重要になるであろう。

以 上