

テーマ：不安の連鎖はいつまで続くのか
～混乱の中心はユーロ圏から中東欧へ～

発表日：2010年6月23日（水）

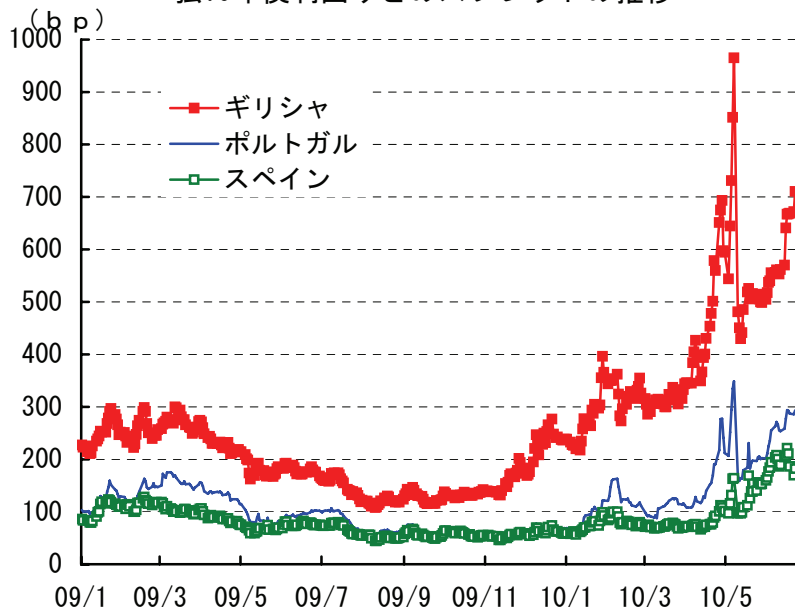
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 鳶峰 義清 (03-5221-4521)

ギリシャ問題という市場の“材料”

欧州の財政問題は、市場の話題の中心から徐々に外れているように見える。ギリシャの資金繰りが取り沙汰された4月から5月上旬にかけて、各市場の話題の中心がギリシャ問題であったことから比べれば、足元の市場はこの問題を完全に“織り込んだ”ように見える。しかし、この問題がすでに鎮火したと見る向きは少ない。財政状況が悪化しているというニュースはユーロ圏内にとどまらず、周辺国にも拡大の様相をみせている。降ってわいたようなハンガリーの財政問題は、『政府（前政権）が公表していた数字には誤りがある』ということをしっかきとしている点で、ギリシャのそれとよく似ている¹。また、ブルガリアについても欧州委員会が財政統計に疑問があるとして調査に乗り出す構えをみせた。事の真偽を判断するにはある程度の時間を要するが、リスクに敏感となっている市場の信用を失わせるには十分なものだ。財政状況が極めて厳しいギリシャについては、遂にソブリン格付けが“ジャンク級”にまで引き下げられた²。株式市場などはこの問題に関して動揺は見せていないが、債券市場ではギリシャをはじめとしたユーロ圏内の財政状況悪化国の金利が上昇基調を強めているほか、短期金融市場でもドルLIBOR金利が再び上昇し始めるなど、欧州に対する市場の評価は“地味に”悪化し続けている。

もともと、欧州各国の財政状況の悪化が表面化したのは、ギリシャやハンガリーの“嘘”がきっかけではない。ギリシャ危機が表面化する以前から、ユーロ圏内で財政状況が著しく悪化している国々については“PIIGS（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペインの頭文字）”などと、有り難くない名前で括られている。ハンガリーについても、08年の世界的な景気失速・金融危機の中で信用リスクが高まった結果、IMFの支援を仰いでいる。すなわち、この春に当該問題が各市場を大きく揺さぶったのは、特別な背景、あるいは材料があったためだと推察される。この点で必ず指摘されることが、一連の問題に対するEUやユーロ加盟国の対応の遅れが、市場の危機を煽ることに繋がったということだ。確かに、マーケットの“材料”としてはその通りであったと判断されるが、ギリシャをはじめとしてスペインやポルトガルなどの資金繰りがつかなくなるような事態が懸念された根本的な原因は、財政再建が極めて困難であると市場が判断しているため

独10年債利回りとのスプレッドの推移



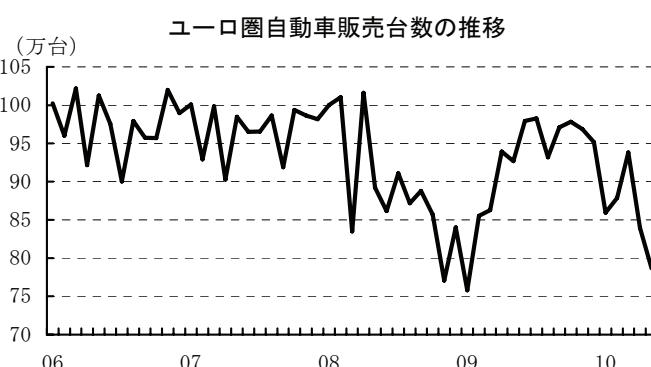
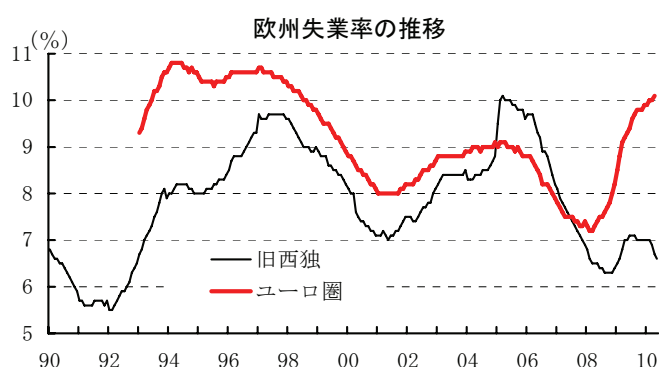
¹ ただし、ハンガリー政府当局者は後にこれを否定、財政状況がコントロールできる範囲内にあるとしている。

² 格付け会社のムーディーズ・インベスターズ・サービスは、6月14日付けでギリシャの国債の信用格付けを「A3」から「B a 1」へ4段階引き下げたと発表した。

だ。すなわち、歳出の削減や、場合によっては増税を行うなどの緊縮財政政策を執っても、景気の悪化によって税収は思ったように増えず、計画通りの財政の改善は見込めないということだ³。

信用リスクへの過敏反応の背景は景気に対する不安感

そもそも、欧州のファンダメンタルズについては、その脆弱性が露呈しつつある。住宅バブルの発生が確認されなかったドイツにおいては、ユーロ安の恩恵を輸出企業が受け、失業率も先進国中最も速いテンポで改善するなど景気は順調に回復しているものの、ユーロ圏全体の失業率は10.1%（4月）と上昇基調に歯止めがかかっていない。買い換え促進策が打ち切られた自動車販売が同政策導入前の水準にまで落ち込んでいることから明らかなように、欧州各国の景気は対策無しには需要の持続的な改善が見込めない程度にとどまっている。このように、景気の回復が循環的で、景気対策によって押し上げられた側面が大きいことが、翻って財政再建の難しさを際立たせるに至ったと判断される。



財政状況の悪化がユーロの信認低下に繋がったこともあり、非ユーロ加盟国であるイギリスを含め、EU各国は財政健全化へ一気に舵を切り始めている。しかし、少なくとも現状ではEUの中で相対的に経済力が劣ると見られているいくつかの国では、緊縮財政政策に耐えられるようなファンダメンタルズにはないと判断される。財政健全化策成功の可否は、財政緊縮策に耐えられるようなファンダメンタルズへと転換し、市場の信認を取り戻すことができるかどうかのカギを握る。すなわち、景気対策という梯子を外されても景気が改善基調を保てるような自律的な回復力を取り戻すことが重要なポイントだ。ユーロ導入国を中心とした欧州各国の景気が域内依存度が強いという特性を勘案すれば、回復という点で抜け出しているドイツの景気が重要となるし、ドイツが輸出に負うところが大きい点からは、米国のほか中国をはじめとした新興国の景気も重要となる。

しかし、このところ発表されている主要国の経済指標からは、景気の先行きに対する不透明感は払拭されるどころか、一部で再び不安が高まるような指標も見え始めている。このような状況で緊縮財政路線に転換しても、市場の不安は一掃されないだろう。

最終的には、市場のリスク許容度次第で財政懸念に対する許容度も変わってくることになるが、現状では欧州の財政懸念が“気にならない”ほど先行きに対する楽観度は高まっていない。一方で、新興国や資源国では利上げが繰り返されており、先行きの景気の勢いについて、あるいは流動性について、不透明感がある。筆者は、景気対策による押し上げ効果が剥落し始める年後半以降の世界経済について慎重に見ているが⁴、現状ではこれを覆すような経済指標などは見当たらない。懸念していた通り年後半に世界経済の減速度合いが強まる

³ こうした懸念は、統一通貨ユーロの維持可能性に対する不信感へと発展するに至った。統一通貨ユーロを導入している限り、財政赤字や政府債務は一定の範囲内にとどめることが決められているが、それが困難となればユーロ圏からの離脱を余儀なくされるのではないかと懸念は強い。ユーロ導入国のなかで経済力が比較劣位にある国にとっては、ユーロの為替水準は常に“割高”となることも、景気抑制圧力が働くとして財政改善の足を引っ張る要素になる。

⁴ たとえば、Market Watching「2010年の市場環境見通し～循環的回復の限界近く、各国政府の追加策がカギ～」(09/11/26)など。

ようになると市場のリスク許容度はさらに低下、財政問題や対外負債など、国へのリスクにより神経質となる恐れがある。この場合、ギリシャなどの“材料”によって脚光を浴びたユーロ問題よりも、ソブリン問題としてのファンダメンタルズそのものが再評価されることとなろう。

世界各国の金融政策動向（10/6/22時点）

国		政策金利	現行水準	直近変更幅	変更日時	通算変更幅	直近物価 上昇率	実質 政策金利
利上げ局面	チリ	Nominal Overnight Rate	1.000%	+50.0bp	10/6/15	+50.0bp	1.5	▲0.50
	NZ	Official Cash Rate	2.750%	+25.0bp	10/6/10	+25.0bp	2.0	+0.75
	ブラジル	SELIC Target Rate	10.250%	+75.0bp	10/6/9	+150.0bp	5.2	+5.03
	カナダ	Overnight Target Rate	0.500%	+25.0bp	10/6/1	+25.0bp	1.8	▲1.30
	トルコ	1 week Repo Rate	7.000%	+25.0bp	10/5/20	+25.0bp	9.1	▲2.10
	マレーシア	Overnight Policy Rate	2.500%	+25.0bp	10/5/13	+75.0bp	1.5	+1.00
	ノルウェー	Deposit Rate	2.000%	+25.0bp	10/5/6	+75.0bp	2.5	▲0.50
	豪州	Cash Target Rate	4.500%	+25.0bp	10/5/4	+150.0bp	2.9	+1.60
	インド	Repo Cut-off Rate	5.250%	+25.0bp	10/4/21	+25.0bp	13.3	▲8.08
	ベトナム	Discount Rate	6.000%	+100.0bp	09/11/25	+100.0bp	9.1	▲3.05
利下げ局面	ロシア	Refinancing Rate	7.750%	▲25.0bp	10/6/1	▲525.0bp	6.0	+1.75
	チェコ	2 week Repo Rate	0.750%	▲25.0bp	10/5/7	▲300.0bp	1.2	▲0.45
	ルーマニア	Policy Rate	6.250%	▲25.0bp	10/5/5	▲400.0bp	4.4	+1.83
	アイスランド	Repo Rate	8.500%	▲50.0bp	10/5/5	▲950.0bp	7.5	+1.00
	ハンガリー	2 week Deposit Rate	5.250%	▲25.0bp	10/4/26	▲625.0bp	5.1	+0.15
	南アフリカ	Repo Rate	6.500%	▲50.0bp	10/3/26	▲550.0bp	4.8	+1.70
	デンマーク	Repo Rate	1.050%	▲10.0bp	10/1/15	▲445.0bp	2.2	▲1.15
	スロバキア	2 week Repo Rate	2.500%	▲75.0bp	09/12/9	▲225.0bp	1.2	+1.30
	インドネシア	Reference Interest Rate	6.500%	▲25.0bp	09/8/5	▲300.0bp	4.2	+2.34
	メキシコ	Official Overnight Rate	4.500%	▲25.0bp	09/7/17	▲375.0bp	3.9	+0.58
	フィリピン	Policy Rate	4.000%	▲25.0bp	09/7/9	▲200.0bp	4.3	▲0.30
	スウェーデン	Repo Rate	0.250%	▲25.0bp	09/7/1	▲450.0bp	1.2	▲0.95
	ポーランド	Reference Rate	3.500%	▲25.0bp	09/6/25	▲250.0bp	2.2	+1.30
	ユーロ	Minimum Bid Rate	1.000%	▲25.0bp	09/5/13	▲325.0bp	1.6	▲0.60
	タイ	1-Day Repurchase Rate	1.250%	▲25.0bp	09/4/8	▲250.0bp	3.5	▲2.25
	スイス	3 month LIBOR Target Range	0.250%	▲25.0bp	09/3/12	▲250.0bp	1.1	▲0.85
	英国	Bank Rate	0.500%	▲50.0bp	09/3/5	▲525.0bp	3.4	▲2.90
	台湾	Discount Rate	1.250%	▲25.0bp	09/2/18	▲237.5bp	0.7	+0.51
	韓国	Target Overnight Call Rate	2.000%	▲50.0bp	09/2/12	▲325.0bp	2.7	▲0.70
	中国	Lending Rate, 1 Year	5.310%	▲27.0bp	08/12/22	▲216.0bp	3.1	+2.21
	日本	無担コール翌日物	0.100%	▲20.0bp	08/12/19	▲40.0bp	▲1.2	+1.30
	米国	Federal Fund Rate	0-0.25%	▲100.0bp	08/12/16	▲525.0bp	2.2	▲2.20

※網掛け（黄色部分）は2010年4月以降に政策金利を変更した国

中東欧・中南米の脆弱性はいずれ問題に

そこで、あらためて新興国や発展途上国のファンダメンタルズについて“信用リスク”という観点から洗い直してみると、地域によってかなりの格差が存在することが浮き彫りとなる。

まず、経常収支についてみると、世界への輸出地域となっているアジアや、資源が豊富な中東、旧ソ連地域などでは経常収支が黒字なうえ、IMFの予測によれば⁵先行きについても黒字を維持すると見込まれている。一方、アフリカや中東欧、中南米については赤字基調が続くと予測されている。なかでも、中東欧や中南米については、GDP比で見た経常赤字の比率は拡

世界の経常収支（GDP比）

	2001	2005	2009	2010	2011	(%) 2015
先進国	▲0.9	▲1.2	▲0.4	▲0.4	▲0.5	▲0.7
米国	▲3.9	▲5.9	▲2.9	▲3.3	▲3.4	▲3.5
EU	▲0.4	0.1	▲0.4	0.0	0.1	▲0.1
日本	2.1	3.6	2.8	2.8	2.4	1.8
発展途上 & 新興国						
アフリカ	0.3	1.7	▲2.1	▲1.7	▲2.0	▲1.4
中東欧	▲2.0	▲5.0	▲2.3	▲3.5	▲3.9	▲4.3
旧ソ連	8.0	8.7	2.6	4.0	3.6	▲0.1
アジア	1.6	4.2	4.1	4.1	4.1	5.0
中東	6.3	19.3	1.8	5.2	7.0	7.7
中南米	▲2.7	1.3	▲0.5	▲1.0	▲1.2	▲1.6

（注）2009年以降は予測

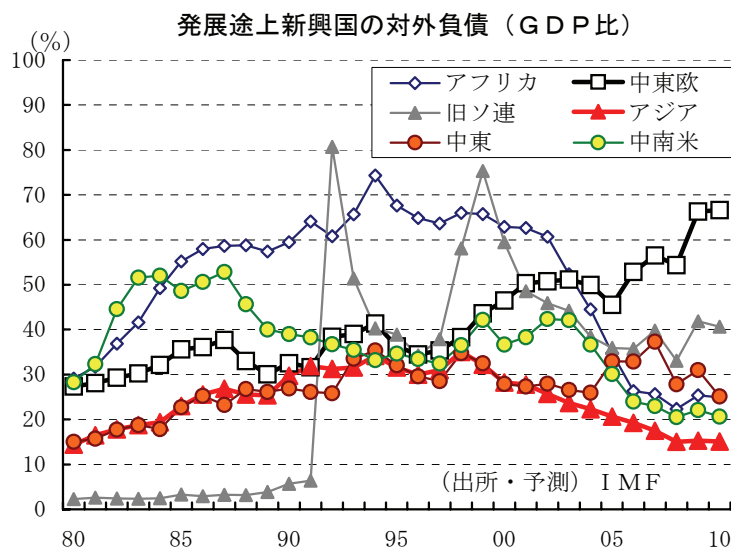
（出所）IMF

⁵ IMF 「WORLD ECONOMIC OUTLOOK April 2010」

大傾向を辿るとの見通しとなっている。

一方、対外負債残高でみると、90年代半ば以降は欧米で相次いだバブル（ITバブル、住宅バブル）や新興国ブームもあって、新興国全般でも高成長を達成する中、GDP比で見た対外負債の割合は大半の地域で低下基調を辿っている。しかし、中東欧地域だけは対外負債は拡大の一途を辿っており、少なくともサブプライム問題に端を発した金融混乱までは、主にユーロ圏を中心とした西欧諸国からの投資に頼って高成長を遂げてきた姿が浮き彫りとなっている。

足元でギリシャ問題を契機に欧州経済の悪化や、金融機関のバランスシートの一段の悪化などが懸念されているが、中東欧地域も等しく欧州各国との経済的・金融的な結びつきが強いことを勘案すれば、これらの問題が同地域の対外負債の大きさと結びつくリスクは極めて大きいと判断せざるを得ない。ハンガリーやルーマニア、ラトビアは、08年からの世界的な金融危機に際してEUやIMFからの支援を受けており、一部で“安全な投資先”と評されている。とはいえ、対外負債の大きさなどから判断すれば、今後世界的な景気推進力の減衰などを背景にリスク許容度がさらに低下するような事態となれば、当該地域からの資本流出が拡大、实体经济に深刻な影響を及ぼすリスクは高まる。こうした状況を勘案すれば、市場では“小ネタ”扱いされているハンガリーやブルガリアの財政問題も、大きな混乱を起こすトリガーになりかねない重大な“材料”だということが認識されよう。ちなみに、中東欧地域からの資本流出が強まる場合、同地域は外貨準備高も十分な水準にあるとは言えないことから、自国通貨の大幅減価も余儀なくされ、一部の国ではユーロ圏入りの時期が大幅に後ズレするリスクも出てこよう。また、外貨準備高の点ではブラジルを除く中南米各国も十分な水準にあるとは言えず、経常赤字下にあることを勘案すれば、中東欧地域に次いでファンダメンタルズ面で“リスク”を抱えている地域であると言える。



発展途上・新興国の外貨準備高の状況

	2005	2007	2008	2009	2010	2011
発展途上&新興国	2311.2 (57.1)	4378.4 (87.1)	4961.4 (80.3)	5500.2 (108.8)	6132.5 (102.4)	6740.7 (100.9)
アフリカ	80.5 (38.3)	14.7 (49.0)	155.5 (43.1)	147.3 (49.4)	160.1 (45.6)	176.2 (46.2)
中東欧	166.2 (35.6)	268.1 (37.3)	265.5 (30.7)	287.8 (47.3)	308.9 (44.9)	326.2 (43.9)
旧ソ連	214.4 (76.8)	548.7 (115.6)	504.0 (81.3)	518.1 (119.3)	559.8 (107.7)	606.9 (103.8)
アジア	1157.8 (81.4)	2131.6 (106.8)	2537.7 (106.5)	2998.2 (144.6)	3446.2 (135.3)	3865.6 (132.3)
中東	436.5 (90.7)	839.0 (114.1)	1001.6 (104.6)	993.6 (117.1)	1053.6 (111.6)	1124.6 (109.5)
中南米	255.3 (43.4)	445.1 (53.8)	497.5 (50.0)	555.3 (70.2)	604.0 (64.3)	641.2 (62.9)

(注) 2009年以降は予測

数字上段は実額、下段カッコ内は輸入金額に対する外債の割合

外債輸入比率は輸入代金の3ヶ月分（上記表では25%）以上が目安

(出所) IMF