

米利上げ後の新興国・資源国を巡る議論

～利上げ自体より、商品市況低迷による影響などが懸念される～

発表日：2015年12月21日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

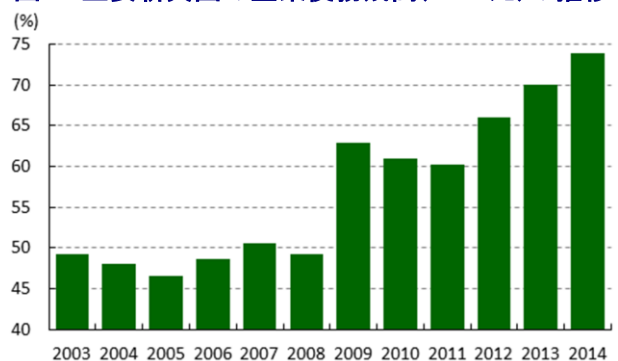
〈要旨〉

- 16日、米FRBは9年半ぶりの利上げ実施を決定した。世界金融危機後は主要国を中心に量的金融緩和政策が実施され、世界的なカネ余りに繋がってきた。中国の大規模景気対策も追い風に新興国や資源国は景気回復を果たし、海外資金の流入も活発化した。企業部門を中心に対外債務を拡大させてきたが、中国経済の構造転換を機に新興国を取り巻く環境は変化している。米国の利上げ後も世界的なマネーの規模は当面変わらない見通しだが、マネーの動き自体に影響を与える点で米国の利上げは注目材料となってきた。
- FRBのイエレン議長による慎重なメッセージに伴い金融市場の動揺は免れている。しかし、原油をはじめとする商品市況の低迷は資源国や新興国経済に悪影響を与えており、米ドル高による自国通貨安は企業部門の債務負担増大を通じて実体経済に悪影響を与える可能性がある。米国経済の堅調な拡大は世界経済にプラスである一方、利上げ実施の副次的影響が新興国のリスク要因になっている点は要注意と言える。

《米国の利上げ実施自体よりも、それによって引き起こされ得る原油安や世界的なリスク・オフの動きなどに要警戒》

- 16日、米国FRB（連邦準備制度理事会）は9年半ぶりとなる利上げ実施を決定した。2008年のいわゆる「リーマン・ショック」を契機とする世界金融危機の後、その震源地となった米国をはじめとする先進国は挙って量的金融緩和に踏み切り、米国自身は合計で3回もの量的緩和を実施する異例の政策対応が続いた。結果、主要先進国が軒並み量的金融緩和政策を実施したほか、新興国の中でも金融緩和に動く国が現われたことも重なり、国際金融市場ではいわゆる「カネ余り」の状況となった。世界金融危機の直後は、世界的に未曾有の信用収縮圧力が起こったことで、それまで世界経済のけん引となってきた中国経済もその影響を免れず、世界経済全体に大きく下押し圧力が掛かった。しかしながら、その後中国政府が大規模な景気対策の実施に踏み切ったことで中国経済がV字回復を実現したことに伴い、中国依存度を高めてきた資源国や新興国を中心に景気回復が促されることとなる。なお、こうした新興国や資源国の景気回復には中国による景気刺激策が直接的に影響を与えたとみられる一方、上述の世界的な金融緩和を背景とする「カネ余り」も少なからず貢献したと考えられる。というのも、世界金融危機後は先進国経済が軒並み勢いを失うなか、対照的に資源国や新興国経済は相対的に高い経済成長を続けたこと、さらに量的金融緩和政策の影響によって主要先進国では軒並み債券利回りが大きく低下するなど投資収益機会が大きく損なわれたこともあり、リスクマネーを中心に資源国や新興国に向かう動きが一段と促されるなど世界的なマネーを惹きつけた。事実、世界金融危機の後に新興国や資源国では企業部門を中心に、IT技術の進展なども追い風に海外金融市場における資金調達が可能になったことも重なり、社債や借入の拡大などを通じて積極的な資金調達が行われており、そのペースは世界金融危機以前と大きく異なっていることは一目瞭然である。ただし、こうした借入そのものに問題があ

図1 主要新興国の企業債務残高(GDP比)の推移

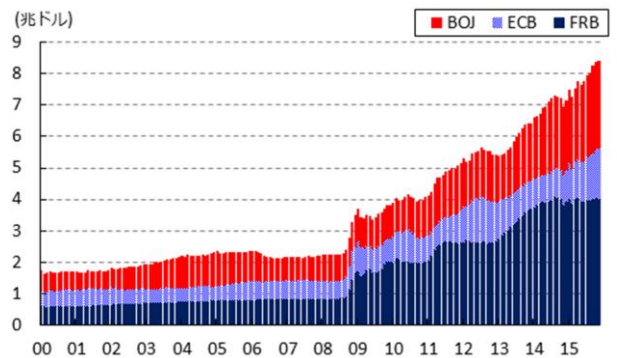


(出所)IMF “Global Financial Stability Report Oct. 2015”より作成

るという訳ではない上、世界経済の拡大などを通じて借入を行った企業自体が持続的に高い収益を上げる環境が備わっていれば、問題が表出する事態は免れていたと判断することが出来よう。しかしながら、上述のように世界金融危機後の世界経済、とりわけ新興国や資源国の景気回復は中国の大規模景気対策によって促されたものであり、かつその動きは持続可能とまったくかけ離れたものであったことが問題を増幅させた面は否めない。中国では2013年の習近平政権の発足後、それまでの外需や投資などに偏重する形で高い経済成長を目指してきた経済モデルから、構造改革などを通じて中高速成長を目指す「新常态」に移行する取り組みを強めており、それに伴って一定程度景気減速を容認する方向に経済政策をシフトさせている。こうした中国の政策転換は、それまで文字通り中国経済に「おんぶに抱っこ」の状態が続いてきた新興国や資源国にとって景気の足かせとなるとともに、借入や社債発行などの債務増加を通じて資金調達を行ってきたことは企業活動にとっても重石となる懸念が高まっている。足下においては、依然として欧州や日本などが量的金融緩和政策を継続している上、新興国のなかでも金融緩和に動く流れが続いていることを勘案すれば世界的な「カネ余り」状態が続いていると判断出来る。さらに、米国は利上げ実施にこそ踏み切ったものの、FRBのバランスシートの規模は当面維持する方針を示しており、今回の決定は「金融引き締め」への転換というより「金融政策の正常化」と捉えられ、世界的なベースマネーの規模自体が大きく縮小に向かう可能性は低い。

ただし、ここ数年は金融技術の発展などを通じて世界的なマネーの動きは一段と活発化している上、そうした動きに伴って信用創造の規模も大きく拡大してきたことを勘案すれば、国際金融市場の動揺が世界的なマネーの動きに与える影響やその度合いはかつてない水準になっている可能性がある。とりわけ上述のようにここ数年は海外からの資金流入によって支えられてきた新興国や資源国経済にとっては、この動きが変化することで企業の資金調達環境、ひいては実体経済に悪影響を与える傾向はより強まったと考えることが出来る。その意味において、ここ数ヶ月に亘って世界的なマネーの動きに影響を与え得る米国の金融政策に注目が集まってきたのは必然の流れと言えよう。

図2 主要先進国のベースマネー規模の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

- 今回は米国による利上げ実施を受けても、現時点においては国際金融市場が大混乱に陥るといった事態には繋がっていない。これはすでに金融市場において利上げ実施がほぼ織り込まれていたこと、利上げ実施後の記者会見においてFRBのイエレン議長は細心の注意を払いつつ、先行きの金融政策については基本的に「緩和的な姿勢を維持しつつ、極めて緩やかな利上げを志向する考えを示すなど「市場との対話」をこれまで以上に重視する姿勢をみせたことが影響したと考えられる。ただし、新興国や資源国のなかには自国通貨を米ドルとペッグ（固定）させている国が少なくなく、これらの国々においては足下の景気動向に拘らず米国と歩調を併せる形で利上げに踏み切らざるを得ないほか、米国からの資金流入に依存している国も利上げに追随する動きをみせるなど、通貨防衛に向けた取り組みが進んでいる。こうした動きが広がっている背景には、上述のように新興国や資源国企業がここ数年債務を拡大させてきたことに加え、この背後に海外での資金調達を活発化させてきたことが影響している。というのも、主要先進国による量的金融緩和による世界的な「カネ余り」を背景に国際金融市場ではリスクマネーの動きが活発化し、そうした動きを背景に新興国や資源国の企業部門は海外での資金調達の動きを広げてきた。こうしたなか、先進国においては軒並み利回りが大きく低下する一方、多

くの新興国や資源国では高インフレを理由に相対的に利回りが高止まりする状況が続いてきたほか、世界金融危機を経て一旦大きく下落した多くの新興国及び資源国通貨が上昇に転じたことも影響して、外貨建ての社債や借入を拡大させる動きに繋がった。さらに、中国をはじめとする新興国経済の回復に伴って世界的な資源需要の回復が促された結果、原油をはじめとする国際商品市況は再び上昇基調を強めたことから、資源国においては関連投資の拡大に繋がったほか、その資金調達手段として海外からの資金流入が

図3 国際商品市況(CRB 指数)の推移



(出所) THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

大きく貢献した。原油をはじめとする国際商品市況は世界的に米ドル建てで取引されるため、資金繰りの面で米ドルが取り扱いやすい特色があることも、資源関連企業を中心に米ドルをはじめとする主要国通貨で資金調達を活発化させることを促したとみられる。しかしながら、これについても中国の構造転換を通じた景気減速により新興国を中心とする需要鈍化が見込まれることに加え、ここ数年は米国でのシェールオイル開発の活発化などをはじめとする世界的な供給過多が意識されるなか、商品市況には急速に調整圧力が掛かっている。また、今月初めに開催されたOPEC（石油輸出国機構）総会では、OPEC加盟国間の思惑の違いに加え、非加盟国に対する対応でも歩調がバラバラになるなどOPECの機能不全が改めて明らかとなった（詳細は7日付レポート「[原油相場の低迷長期化の影響を考える](#)」をご参照ください）。先行きについては、イランの核開発疑惑を巡るIAEA（国際原子力機関）の解明作業が無事終了したことで、来月にも主要国によるイランに対する経済制裁が解除される見通しが強まったことでイラン産原油が国際市場に供給されるほか、足下ではイラクでの原油生産拡大が確認されるなど、供給過多状態が収まる見通しは立ちにくい。折しも米国が世界で唯一利上げが可能な環境にあることで米ドル高圧力が高まる可能性が見込まれるなか、上述のように米ドル建てで取引される原油などには価格調整圧力が掛かりやすくなっており、需給が一段と緩むとの見方も市況の下押し圧力となることが予想される。こうしたことから、原油相場は上値の重い展開が続く可能性が高まっており、一部の産油国などでは財政を原油や天然ガス収入に大きく依存していることを勘案すれば、財政欠陥の補填に向けていわゆる「オイルマネー」を取り崩す動きが広がることも予想される。ここ数年の国際金融市場においては、「オイルマネー」が世界的な投資の活発化を促すリスクマネーの供給源になってきたことを勘案すれば、この縮小は世界的なリスクマネーの縮小を通じて信用収縮を促す可能性が懸念される。それによって世界的に「リスク・オフ」の動きが広がる事態となれば、新興国及び資源国にとっては資金流出によって自国通貨安圧力が高まり、企業部門を中心に拡大してきた対外債務を巡る債務負担が増大し、それによって国内金融市場での信用収縮の動きが広がり、実体経済にも甚大な悪影響を及ぼすことも考えられる。米国の利上げ自体は、米国経済が利上げ可能なほどに堅調である証左であり、世界最大の需要国である米国経済の堅調な拡大は世界経済にとってプラスであると判断出来る。他方、それに伴う米ドル高や足下における原油をはじめとする国際商品市況の低迷は世界的なリスクマネーのあり方に影響を及ぼす可能性があるほか、地政学リスクなど新たなリスクを惹起させることも懸念される。その意味において、多くの新興国や資源国にとっては米国の利上げ自体よりもそれに伴う副作用的な影響が様々な形で実体経済にジワジワと悪影響を与えることに懸念する必要があると言えよう。

以上