

市場動揺による新興国・資源国への影響は

～短期、中長期で影響に違いはあるが、総じてマイナスとなるのは不可避～

発表日：2016年1月12日(火)

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)

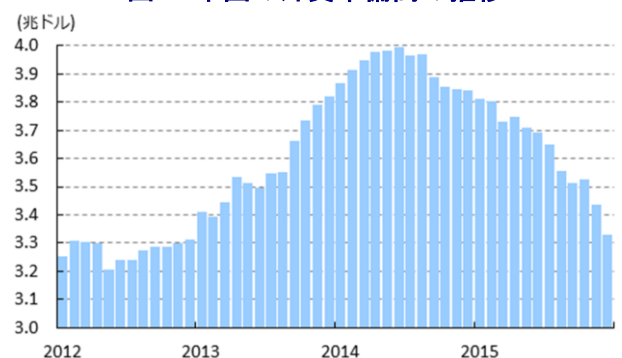
(要旨)

- 年明けの国際金融市場では、昨年末の米国の利上げ実施をこなしたものの、中東情勢の混迷や中国市場の動揺などを理由に混乱が続いている。中国当局の対応の稚拙さ及び予見性低下でリスクが過大評価されやすくなるなか、中東の地政学リスクが意識される一方で原油需給のダブつきを理由に商品市況は調整し、リスクマネーの縮小懸念が台頭している。リスクオフに伴い新興国や資源国では資金流出で自国通貨安圧力が強まる動きも出ており、そうした動きがさらにリスクオフムードを助長させている可能性がある。
- 短期的には、海外資金の流出が新興国の信用収縮を誘発させる可能性がある上、近年は多くの新興国で外貨建債務が増大したため、債務負担の増大が信用収縮の動きを加速させると懸念される。アジアなどでは原油安が物価安定を通じて実質金利上昇を招くなど金融緩和余地拡大に繋がっているが、米国の利上げが意識されるなかで金融緩和は難しい。他方、資源国ではスタグフレーションに陥る国があるほか、通貨ペッグを放棄せざるを得ない国も出ており、商品市況の調整も相俟って厳しい経済環境に立たされている。
- 中長期的にみれば、米国の堅調な景気拡大に加え、中国も以前ほどではないものの景気拡大が続くなか、新興国では通貨安による輸出競争力向上を追い風に外需の下支えに繋がると見込まれる。ただ、先行きは世界的なリスクマネーの縮小は避けられず、新興国にとっては経済成長の「ゲタ」縮小は不可避である。政治などの要因も経済成長に影響するなか、その実現には外部要因などを注視する必要は高まっている。

《短期及び中長期的観点で影響に差異。リスクマネーの縮小が成長機会の「ゲタ」縮小に繋がる可能性に要注意》

- 年明け直後の国際金融市場は、昨年末の米国F R B（連邦準備制度理事会）による利上げ実施を踏まえ、今後も緩やかながら継続的な利上げが実施されるとの見方を反映して新興国から米国に向けたマネーの回帰が見込まれるなか、中東情勢を巡る混迷拡大や中国株式市場が再び動揺するといった懸念要因が表面化したことで、世界的に混乱が連鎖する事態となっている。上述のように新興国から米国に向けた資金の巻き戻しが警戒されるなか、金融市場におけるリスクセンチメントが急速に冷え込んだことで、巻き戻しの動きが加速される状況となり、多くの新興国通貨を巡っては下値を探る動きが強まっている。さらに、原油をはじめとする国際商品市況の調整は多くの資源国通貨にとって売り圧力を加速させており、新興国及び資源国通貨は厳しい環境に直面している。金融市場の動揺を増幅させる一因となっている中国株式市場の動揺は、必ずしも中国の実体経済の動きを反映したものではないと考えられる一方、昨年夏場の株価暴落の際と同様に当局による対応の稚拙さに加え、その予見性の低さも市場の不安を煽っていると考えられる（詳細は7日付レポート「[稚拙すぎる中国当局の市場対応](#)」をご参照ください）。中国経済を巡っては、以前より懸念要因となっている生産設備や在庫をはじめとする様々な過剰状態が経済の足かせとなるなか、習政権主導による構造転

図1 中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

換に伴い一定程度の景気減速を容認する姿勢をみせており、その勢いが鈍化することは市場でも織り込まれている。ただし、構造転換の動きを反映する形で中国経済における成長のけん引役は従来からの製造業を中心とする生産拡大や設備投資などから、個人消費などにシフトする動きは確認されているものの、個人消費の勢いは依然生産や投資の鈍化を十分にカバーすることは出来ていない。こうしたなか、株式市場における動揺は個人消費には必ずしも直接的に影響を与える可能性は低いとみられる一方、外国人投資家を中心とする資金逃避の動きは金融市場の信用収縮をもたらすきっかけになるとの警戒感が出ている。事実、中国の外貨準備は足下でも依然巨額の貿易黒字を計上しているにも拘らず一昨年半ばをピークに減少基調を強めており、これは外国人投資家を中心とする資金逃避の動きや、下落基調を強める人民元相場を下支えするための為替介入などが影響しているとみられる。結果、国際金融市場では中国の景気減速が過度に意識される展開を招いており、そうした展開を嫌気した短期資金を中心に資産市場、特にリスク資産から手仕舞いの動きを加速させており、新興国や資源国からの資金流出を引き起こしている。さらに、中国経済の減速が過度に意識されたことで、世界的な資源需要にも悪影響が出るとの見方が強まるなか、原油をはじめとする国際商品市況には一段の下押し圧力が掛かっている。折しも、中東ではサウジアラビアがイランに対して国交断絶を宣言するなど緊張が高まる動きがみられ、一見すればこれは原油市況の上昇要因と捉えられるとみられる。しかしながら、両国は緊張状態にある一方で直接的に衝突する事態に陥ることは想定しにくいなか、イランの核協議を巡る合意を受けて来月にはイラン産原油が国際市場に出回るとの見方が出ている一方、サウジはこれに対抗する形で供給量を維持するとみられる。さらに、世界的な原油を巡ってはロシアなど非OPEC（石油輸出国機構）諸国の原油供給量が拡大基調を強めている上、米国もシェールオイルの輸出に動くなど、全世界的に供給

図2 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

拡大傾向が続いている。したがって、中国をはじめとする新興国の需要低迷が意識されるなか、国際商品市況は下値を探る展開を招き、産油国を中心とする資源国全般で資金流出圧力を加速させている。南アフリカなど一部の資源国ではすでに通貨が最安値を更新しているほか、その他の新興国や資源国でも昨年夏場の国際金融市場の動揺の際に更新した最安値を再びうかがう動きをみせるなど、国際金融市場におけるリスクオフの動きを一段と増幅させている。

- 短期的にみれば、新興国や資源国にとって海外資金の流出は国内金融市場における信用収縮圧力を増幅させることに繋がるため、各国景気にとって下押し圧力となる可能性に注意が必要である。さらに、資金流出に伴う自国通貨安の進展は、ここ数年各国が外貨建による対外債務を拡大させてきたことを勘案すれば、債務負担の増大を通じて信用収縮の流れを一段と後押しすることが懸念される。また、信用収縮が進展することによって各国の市場金利が上昇する事態となれば、足下において多くの新興国や資源国景気が以前の勢いを欠くなかでさらに景気に下押し圧力が掛かる事態となることも考えられる。なお、アジアの新興国など原油をはじめとする資源を輸入に依存する国々にとっては、足下における国際商品市況の低迷はインフレ圧力を後退させており、これによる実質金利の高止まりが景気の足かせとなっている可能性がある。こうした動きは金融緩和余地が拡大していることを意味しており、一見すれば金融緩和によって景気下支えを図ることが可能であるように思われる。しかしながら、足下の国際金融市場を巡っては米国が唯一利上げに動くことが出来る環境であるように、

潜在的に米ドル高圧力が強まりやすい状況にあることを勘案すれば、新興国が安易に金融緩和に踏み切ることによって金融政策の方向性が米国と真逆となることは、自国通貨安を一段と加速させるリスクがある。したがって、多くの新興国にとっては景気の先行き不透明感が意識される展開が予想されるにも拘らず、景気下支えに向けた有効な政策対応の余地が狭められていることに注意が必要である。他方、資源国においては国際商品市況の調整が交易条件の悪化を通じて景気の足かせとなっているなか、資金流出による自国

通貨安によって輸入インフレが誘発されたことも重なりインフレ率が高止まりしており、ブラジルやロシアのようにスタグフレーションが直撃している国もある。これらの国々においては、足下における原油をはじめとする国際商品市況の低迷が資金流出に繋がることで自国通貨安圧力が強まる傾向にあるなか、物価高抑制の観点からもさらなる自国通貨安は「自殺行為」に繋がることを勘案すれば、少なくとも金融政策のスタンスは引き締め姿勢を堅持せざるを得ない。また、中東や中央アジア・コーカサス、アフリカなどの産油国の中には自国通貨を米ドルにペッグ（固定）させている国が多いなか、国際商品市況の調整が自国経済の足かせとなり、資金流出圧力が強まるなかで米国の利上げ実施と共同歩調を採ることが難しくなり、為替フロート制への移行を余儀なくされた国も出ている。米ドルとのペッグはこれらの国々にとって為替リスクの低減を図るとともに、輸入物価の安定に寄与してきたことを勘案すれば、フロート制への移行に伴う実質的な通貨切り下げは輸出競争力向上に繋がる一方、輸入インフレを増幅させると懸念される。その意味においては、多くの新興国や資源国にとって市場動揺による世界的なマネーの巻き戻しが実体経済面でも悪影響を与えるリスクは小さくないと考えることが出来よう。

- 他方、中長期的な観点でみれば、状況は少しばかり異なる可能性に注意が必要である。実体経済面をみれば、中国経済は以前の力強さはないものの、依然として緩やかな拡大が続いている上、世界最大の需要国である米国経済は利上げが実施可能なほどに堅調な景気拡大基調にあることは、世界経済全体にとって決して悪い話ではない。さらに、多くの新興国や資源国にとっては、これまでの金融市場の動揺により自国通貨安が相当進んだことで輸出競争力が向上しており、米国をはじめとする主要国景気が緩やかな拡大が続けるとみられるなかでは、輸出をてこにした景気下支えを図ることが比較的容易になると見込まれる。ただし、2000年代や世界金融危機直後の新興国や資源国を取り巻く環境は、世界的な金融緩和を追い風にリスクマネーの拡大に伴い、それらが新興国や資源国に流入することで各国内の信用創造が容易になり、各国内の消費や投資など内需が押し上げられるなど成長の「ゲタ」を履かせてもらっていた状況に近い。足下では米国が金融政策の正常化に向かっている一方、日本や欧州は依然量的金融緩和政策が続けている上、新興国のなかでも金融緩和を模索する動きがみられるなど、世界的なベースマネーの規模自体が直ちに縮小するとは考えにくい、リスクマネーの源泉が膨張しにくくなることは避けられない。さらに、ここ数年の国際金融市場では国際商品市況の高止まりを追い風に、中東をはじめとする産油国によるいわゆる「オイルマネー」がリスクマネーの源泉として大きな存在感を示してきたが、このところの商品市況の急激な調整により一部の国では財政補てんの観点からオイルマネーの巻き戻しが必要になっており、これがリスクマネーの縮小をもたらす可能性が懸念されている。多くの新興国や資源国は経常赤字状態にあるなど、経済活動に必要な資金が国内に不足しているため、海外か

図3 アジア新興国の実質金利の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、政策金利－インフレ率

らの資金流入を前提に経済成長を実現していることを勘案すれば、リスクマネーの規模自体が縮小することは、新興国や資源国にとっては経済成長機会を縮小させることに繋がる。したがって、ここ数年の世界経済を巡っては「新興国の台頭」などと称されるように、文字通り中国をはじめとする新興国経済の成長が世界的な経済成長をけん引する展開が続いてきたものの、先行きについてはそうした勢いに陰りが出ることは避けられないと見込まれる。なお、国際商品市況の調整が長引けば、原油関連をはじめとする新規投資への資金流入が先細りする結果、5～10年先を見据えれば原油供給が低下することで中長期的には需給ひっ迫を要因に市況が高騰する可能性にも注意が必要である。こうしたことから、長期的には資源国に向けた資金回帰の動きが広がるほか、それによって資源国景気が再び息を吹き返す可能性があることを意味しているが、多くの資源国が経済構造の資源依存度を強める「オランダ病」に陥ったことを勘案すれば、足下の商品市況の調整を契機に産業多角化の取り組みを前進させることが不可欠である。中東やロシアなどでは産業多角化の取り組みに意欲を示す動きがみられる一方、地政学リスクの高まりなどがその取り組みの阻害要因となる可能性もあり、物事が一筋縄で進まないことも懸念される。新興国や資源国にとっては、政治など他の不確定要因が経済成長の実現を大きく左右する展開が続いてきただけに、リスクマネーの縮小による成長機会の「ゲタ」が縮小するなかで、政治をはじめとする外的要因の影響はこれまで以上に大きくなる可能性があると言えよう。

以 上