

ここもとの金融市場の混乱を考える

～中国景気の減速、原油安による世界的なマネーの動揺を考察する～

発表日：2016年2月5日(金)

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)

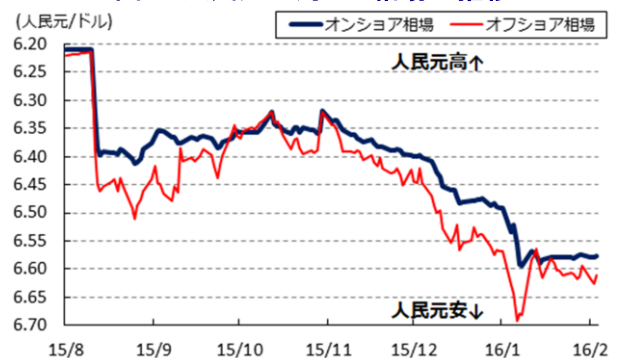
(要旨)

- 年明け以降の国際金融市場は波乱の幕開けとなった。昨年末の米国の金融政策正常化への動きが世界的なマネーに与える影響が懸念されるなか、中国景気に対する警戒感と金融市場における中国当局の対応の拙さが不安の増幅に繋がっている。足下では外国人投資家を中心に資金逃避の動きを加速させるが、これは中国国内の過剰債務問題が限界に近いとの見方を反映している可能性がある。当局は面子を維持しつつ「ソフトランディング」を目指す姿勢を維持しようが、景気低迷は国内の社会不安を招くリスクもある。外国人投資家による中国に対する不信感は、中国を巡る「テールリスク」を意識している可能性がある。
- さらに、足下の金融市場の動揺を増幅しているのが原油安の長期化である。中国の景気減速による需要鈍化の一方、産油国間の協調が進まず供給過多の状況が続いていることが根本的な原因とされる。一部ではOPECとロシアとの協議に期待する向きもあるが、過去の事例をみても合意は容易ではない。また、原油安の長期化は財政悪化を招いており、既に財源確保に向けた産油国のSWFの取り崩しによるオイルマネーの縮小は直接的に金融市場に影響を与える。現時点で通貨危機状態に陥りつつあるのは小国で世界経済への影響は限定的だが、今後他の産油国に波及し得るか否かは原油相場の動向如何と言えよう。
- そもそも、昨年末以降の米国の金融政策の正常化の取り組みは世界的なマネーの動きを変化させる懸念もくすぶる。新興国や資源国では、世界金融危機後の先進国主導の量的金融緩和による「カネ余り」を背景に成長の「ゲタ」を履かせて貰った側面がある。これが流出に転じれば実体経済のみならず、金融市場を通じた悪影響が生じうる。ここ数年の企業部門の債務増大がリスク要因となる懸念があるなか、特に産油国では長引く原油安と相俟ってその引き金が弾かれる可能性も高まりつつある。こうした問題は依然「テールリスク」の類ではあるが、それぞれの要因を慎重に見極めることが必要なタイミングにあると言えよう。

《様々な要因が複雑に絡んでいるが、中国の減速と原油安、それに伴う世界的なマネーの動きを注視する必要は不変》

- 年明け以降の国際金融市場は波乱の幕開けを迎えている。昨年末に米国F R B（連邦準備制度理事会）が利上げを実施するなど金融政策の正常化に向けた取り組みを進めたことは、米国が世界金融危機後に3度に亘る量的金融緩和を実施したことで世界的なマネーがかつてない水準に膨張しているなか、この縮小を通じてマネーの動きに変化が起これとの見方を招いている。こうしたなか、中国では政府主導で経済構造の転換を図ることで「新常态（ニューノーマル）」に移行する姿勢をみせており、この動きに伴う形で景気が徐々に勢いを失う展開が続いている。足下における中国景気の減速自体は、共産党及び政府による「管理」の影響が予想外に効いている側面がある一方、昨年半ば以降の中国金融市場においては当局の「管理」が難しくなっている、ないし当局の管理能力に疑念を生じさせる展開が続いている。昨年半ば以降の中国株式市

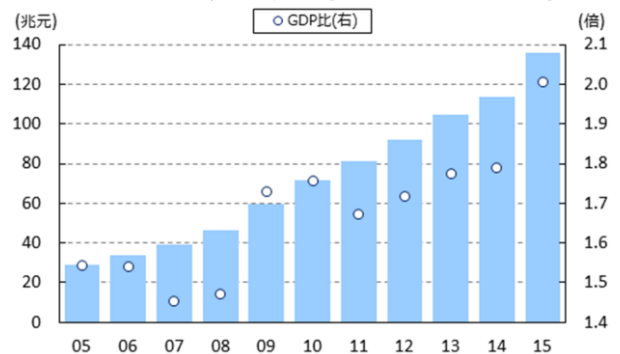
図1 人民元の対ドル相場の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

場では、一昨年末以降の株価急騰の反動も重なり大きく動揺する局面が頻発しており、年明けには導入直後のサーキットブレーカーをきっかけに動揺が増幅される場面もみられた。株価の下落局面では、当局が「なり振り構わぬ」PKO（株価維持策）を打ち出すなど市場に対する管理強化を図る姿勢をみせたものの、足下では上海総合指数も急騰以前の水準に戻っている。このように当局の管理が効きにくくなっている背景には、一昨年末に本土株に対して外国人投資家が香港市場を通じて投資可能となる「直通列車」が適用されたことで投資家の裾野が広がったことも少なからず影響している。とはいえ、依然として日々の取引の太宗を占めるのは中国国内の個人投資家であることを勘案すれば、個人投資家の中に広がる疑心暗鬼が相場の動揺を増幅させている可能性はあろう。さらに、人民元相場を巡っても、中国人ディーラーのみが参加可能で閉鎖的なオンショア相場が比較的落ち着いている一方、昨年末以降は取引の自由度が高く外国人投資家にも開かれたオフショア市場を中心に人民元安圧力が急速に強まるなど両者の乖離が広がる事態が続いた。この背景には、長年に亘って人民元相場が米ドルと実質的にペッグ（固定）されてきたために実効ベースで大幅に上昇しており、景気の減速感が強まっていることを勘案すれば実勢に合わないとの見方が広がっていることが影響している。そもそも人民元を巡っては、今年10月にIMF（国際通貨基金）のSDR（特別引出権）の構成通貨になるなど「国際通貨」の仲間入りが予定されているが、その実態は自由な取引が可能な「ハードカレンシー」でないなどの問題も抱えるなど制度上の歪みを抱えている。当局は昨年8月に管理変動相場制を維持しつつ基準値の算定方法を急遽変更したほか、昨年末には13通貨で構成される通貨バスケットを参照する方針を打ち出したことで金融市場では実質的な「人民元安誘導」に繋がると思惑が広がり、オフショア市場での人民元安圧力に繋がった。こうした展開を受けて、当局はオフショア市場において人民元買い（米ドル売り）の為替介入を行うなど通常においては考えにくい対応をみせており、あらためて中国の「異質性」を浮き彫りにしたほか、中国の外貨準備は一昨年半ばをピークに減少基調を強める事態となっている。このように金融市場における中国への見方が急速に悪化している背景には、世界金融危機後に中国当局が実施した巨額の景気対策により生じた生産設備や在庫、不動産投資など様々な過剰状態が経済の足かせとなるなか、その裏打ちとなった銀行部門の抱える過剰債務が「抜き差しならない状況」になりつつあるとの危機感の現われでもある。同国の金融セクターが間接金融部門に対する依存度が高いことも影響しているが、世界金融危機後に拡大した

図2 中国の銀行融資残高及び GDP 比の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

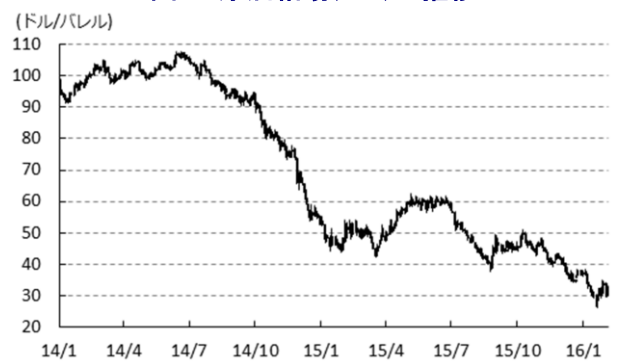
銀行融資残高は公表ベースでも昨年末時点でGDPの2倍超に達しているなか、銀行部門のオフバランス資産などを含めた資産全体でみればこれを大きく上回る。さらに、中国国内ではここ数年シャドーバンキング（影の銀行）を通じた融資が拡大しており、それに伴ってレバレッジを拡大させる動きが広がったことを勘案すれば、経済規模に対して相当な水準に上るマネーが供給されていることを意味する。したがって、米国の金融政策の正常化をきっかけに世界的なレバレッジ縮小の動きが出るとの見方は、外国人投資家を中心とする中国からの資金引き上げの動きを加速させており、それに伴ってオフショア市場を中心に人民元安圧力が強まっているとみられる。当局は国内メディアを通じてこうした動きを痛烈に批判するなどけん制しているが、市場の自由化を前進させた段階で市場を管理可能と考える方が間違いであり、制度面での歪みを温存してきたことにより「国際金融のトリレンマ」に直面している。過去の中国当局の対応をみれば「資本規制」を通じて金融市場

を無理矢理に安定させる可能性もあり、一部にはそうした動きを是認する姿勢もみられる一方、こうした対応は現執行部（習政権）が目論んでいた「人民元の国際化」に逆行するなど、同国で兎角重視される「面子」が潰される格好となる。また、これまでの取り組みをすべて台無しにする上、実態的には現在も存在するとされる様々な「抜け穴」を通じて資金流出を一段と加速させるリスクも生む。その意味では、資金逃避を抑制すべく金融政策を徐々に引き締めスタンスに移行させつつ、為替の自由度を緩やかに拡大させることが必要になるなかで、国内金融市場においては債務縮小を通じて外国人投資家が抱く不信感の払拭に努めることも不可欠である。これらの取り組みは景気にマイナスに作用するものの、足下で急速に外貨準備が減少するなかで懸念される危機的状況の回避には避けて通れない。他方、過度な景気減速は国内での社会混乱など新たなリスクを生む可能性もあり、こうした対応が容易ではないことには注意が必要である。外国人投資家の不信感はこうした様々な「テールリスク」を少しずつ意識し始めている現われとみることも出来よう。

- さらに、足下の国際金融市場の不透明要因を増幅させているのが、原油をはじめとする国際商品市況の動向であろう。国際商品市況の調整は一昨年後半以降始まっており、ここもとで急激に進んできた話ではないことには注意が必要であり、その要因とされている中国の景気減速についても同様である。ただし、中国景気の減速感が強まるなかで近年中国経済に対する依存度を加速させてきた新興国や資源国で軒並み景気の勢いが弱まったことは、世界的な資源需要の一段の鈍化を招くことが意識された可能性はある。さらに、上述のように中国経済が

以前のような力強い成長を実現することは難しいなか、世界経済にそれに代わる存在が居ないことは、世界経済全体の減速に繋がるとみられている。このように当面の世界的な需要を巡っては拡大が見込みにくくなっている一方、世界的な原油供給は依然として拡大局面が続くとの見方が根強く、実需面での緩みが意識されていることが市況の重石となっている。また、元々中国の景気減速が徐々に意識さ

図3 原油相場(WTI)の推移



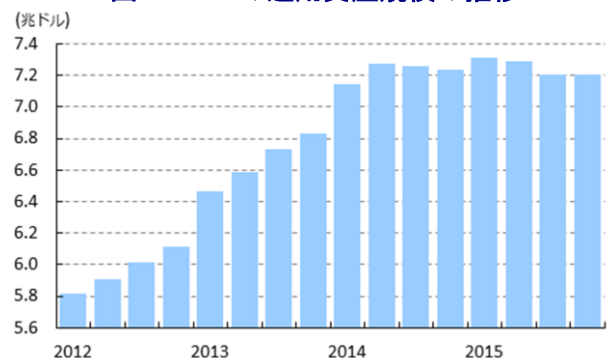
(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

れつつあったにも拘らず、OPEC（石油輸出国機構）加盟国は減産に向けた協調で合意することが出来ない展開が続いたなか、昨年末に開かれた総会ではOPECの機能自体が不全状態に陥っていることが確認されたことは、調整局面が続いてきた原油相場を一段と下押ししたと考えられる。年明け直後には、サウジアラビアとイランを巡る対立をきっかけにサウジがイランに国交断絶を宣言し、サウジに追随する形でGCC（湾岸協力会議）諸国が相次いでサウジを支持する姿勢を示すなど、地政学リスクの高まりが中東からの原油供給に悪影響を与えることが一時的に警戒された。しかしながら、サウジが「国交断絶」を宣言した後もイランと直接的に事を構える展開とはなっておらず、結果的に中東からの原油供給量は依然として高水準で推移する展開となっている。イランにおいては、昨年締結された欧米など6ヶ国による「核合意」に基づき、先月には欧米や国連による合意事項の履行が確認されたことを受けて経済制裁が解除された。したがって、早ければ今月ないし来月にもイラン産原油が国際市場に供給される見通しが強まるなど、中東産原油の供給拡大が見込まれている。一方、OPEC諸国以外ではロシアが産油量を拡大させるなど存在感を高めており、一昨年末に原油相場の急落をきっかけに通貨ルーブルを変動相場制に移行させたことで、サウジをはじめとする中東諸国が依然通貨を米ドルにペッグさせていることも重なり輸出競争力が向上している。ロシアも中東諸国と同様に、財政の原油及び天然ガス関連収入に対する依存度は比較的高いため、原油相場下落は歳入減に直結する構造的な問

題を抱える上、欧米による経済制裁の痛手を受けているものの、通貨安を追い風に周辺国などに対する輸出を拡大させることで関連収入を確保している節がある。足下では、ロシアとOPEC加盟国の間で原油減産に向けた緊急会合を開催する動きを模索しており、1998～99年にかけて当時のOPEC内で対立関係にあったサウジとベネズエラ、そして非OPEC加盟国であるメキシコが協調して減産合意に至ったことを踏まえ、市場には楽観的な見方も出ている。他方、足下におけるOPEC内対立は一義的にはサウジとベネズエラで前回と同じだが、上述のようにサウジはイランとも対立関係にあるほか、イラクとも対立関係にあることもこれまでのOPECの機能不全の一因になってきた。なお、サウジ、イラン、イラクの3ヶ国と今回の非OPEC加盟国の当事者であるロシアはすべて中東において現在進行形で進んでいる紛争当事国であり、それに伴う軍事費増大を勘案すれば、原油収入の増大による財政状況の改善を望むことは共通利益と言える。とはいえ、紛争の中心地であるシリアを巡っては4国ともに「打倒IS（通称「イスラム国」）」では一致しているものの、シリア政府を支援するロシアとイランと、反政府側を支援するサウジとの間では利害が一致しておらず、双方の不信感は根深い。よって、当該国が協議の場に着いたとしても、それが合意に至るまでには相当の時間を要すると考えられるなど、直ちに原油供給を取り巻く環境が変わるとは考えにくい。さらに、非OPEC諸国の中ではここ数年「シェールブーム」を背景に産油量を増大させてきた米国の存在も大きくなるなか、昨年末には輸出解禁が議会上院で承認されたことも、世界的な原油の供給拡大圧力が収まらないとの見方に繋がっている。原油価格の下落自体は、日本をはじめとする輸入国にとっては交易条件の改善を通じて経済にプラスに作用する一方、上述のように産油国にとっては原油収入の減少が財政に直接的に悪影響を与えており、例えばサウジの昨年の財政赤字はGDP比▲20%超の水準に達したとされる。ここ数年、産油国を中心に原油収入を原資とするソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）が設立される動きが広がり、産油国のSWFはいわゆる「オイルマネー」として国際金融市場で存在感を高めてきたが、財政補てんの観点からこれを現金化する必要に迫られる国も出ている。結果、世界のSWFの運用資産残高は昨年3月末をピークに減少基調を強めており、原油及び天然ガス収入由来のSWFだけで昨年末までの間に1.32兆ドルも減少していることは、各国の財政状況を巡る苦境を示している。

折しも米国の金融政策の正常化によって世界的なマネーが

図4 SWFの運用資産規模の推移

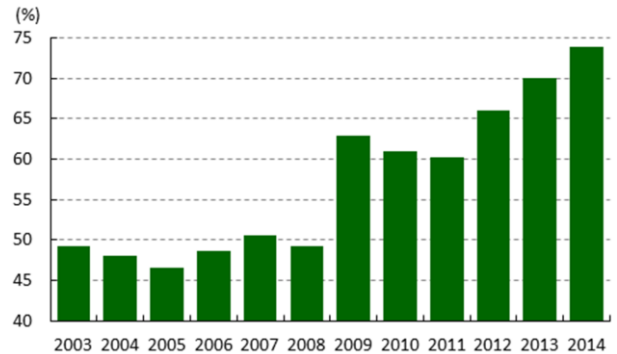


（出所）Sovereign Wealth Fund Institute ホームページより作成

米国に還流する動きが出つつあるなか、多くの産油国では原油安を理由に海外資金の流出圧力が強まっており、中東をはじめ自国通貨を米ドルとペッグさせている国々では通貨安定のために米ドル売り（自国通貨買い）の為替介入に動かざるを得なくなり、外貨準備が減少する事態を招いている。また、昨年末にかけてカザフスタンやアゼルバイジャンはペッグ制を事実上放棄したものの、その後も原油安が続いたことでアゼルバイジャンと南米のスリナムがIMFに支援要請をしたほか、ナイジェリアも世界銀行やアフリカ開発銀行（AfDB）に緊急融資を要請する状況となっている。現時点において「通貨危機」に陥りつつある国は比較的小国に限られており、国際金融市場に直接的に与える影響は限定的とみられるが、先行きは原油相場の動きとのにらみ合いの展開になると言えよう。

- 米国による金融政策の正常化の取り組みは、量的金融緩和によって発生した「緩和マネー」の縮小に繋がるとの連想から、これまで高い収益を求めて新興国や資源国に流入してきた資金の巻き戻しを促すとの見方があったものの、足下においては中国の景気減速に伴い新興国や資源国の成長率が以前に比べて低下している上、資金流出による通貨安懸念も投資妙味の低下に拍車を掛けているとみられる。資金流出による通貨安といえは1997～98年に発生したアジア通貨危機などのような「通貨危機」が連想されやすいが、足下において上述のように自国通貨を米ドルなどにペッグさせている国は資源国以外では少数派となっている。さらに、それらについても比較的経済規模が小さいなど世界経済に与える影響は限定的であることを勘案すれば、こうした国々が危機的状況に陥ることが世界的な信用不安を招くかは不透明である。昨今懸念されているのは、世界金融危機後の先進国を中心とする量的金融緩和政策の影響で世界的な「カネ余り」が長期間続いてきたなか、新興国や資源国の企業部門が積極的に海外での資金調達を活発化させており、外貨建債務が経済規模に対して急速に拡大してきたことである。また、多くの新興国や資源国では海外資金の活発な流入が経済成長の押し上げに寄与してきた一方、企業部門では借入拡大によるレバレッジ拡大の動きが広がっており、不動産を中心とする建設部門や資源関連部門においてはその傾向が顕著になっている。したがって、世界的な「カネ余り」が続くことで資産価格の継続的な上昇が見込まれる環境下や、資源価格が高止まりしてきたなかでは問題が表面化する可能性は低かったとみられるが、足下では多くの新興国や資源国からの資金流出が起きているほか、資源価格の調整が長期化したことで、これらの債務に対するデレバレッジ圧力が掛かりやすくなっている。資源国においては通貨安による外貨建債務を巡る債務負担の増大に加え、デレバレッジ圧力の高まりという二重の圧力が掛かる事態となっているなか、中東をはじめとする産油国では通貨防衛に向けた対応というさらなる圧力も経済に大きな打撃を与えている。中東以外の産油国においても、このところの資金流出圧力に伴い通貨が最安値圏で推移しているブラジルでは、国営石油公社（ペトロブラス）が有力政治家を巡る汚職疑惑に見舞われるなかで政治はリーダーシップを発揮出来ないなか、景気低迷と物価高が共存するスタグフレーションに陥る事態となるなど身動きの取れない状況が続いている。同社は1000社以上に上る子会社を有する上、その多くが建設会社などで公共工事などを多く請け負っていることから、原油安の長期化による業績悪化に加え、主要格付機関のうち2社がブラジルのソブリン格付が「投機的水準」とするなど資金調達環境が悪化するなかで資金繰りに窮する状況となれば、同国経済に与える影響は甚大である上、株式市場や債券市場、ひいては為替市場など金融市場にも飛び火することは避けられない。ブラジルは対外的にみれば依然純債権国であり、国家として問題が表面化する可能性は低いものの、企業部門の債務問題が金融市場を通じて実体経済に波及していくリスクは小さくないと考えられる。また、ロシアにおいても財政悪化が進むなかで昨年のうちにSWFの半分近くを取り崩しているとされ、原油相場が現状の水準で推移し続けた場合は早ければ年内にも枯渇が懸念される状況となっている。ロシアも政府部門の債務は極めて小さいものの、ウクライナ問題をきっかけにした欧米による経済制裁も残るなか、主に欧州系金融機関に依存する企業部門の債務返済などに支障が出ることは、金融市場を通じて実体経済に甚大な悪影響を引き起こす可能性に注意する必要がある。ここに挙げた事象は、足下においては依然「テールリスク」の類であるため直ちに表面化する可能性は高くないと予想

図5 主要新興国の企業債務(対GDP比)の推移



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

されるものの、足下の国際金融市場は起こり得るリスクに先んじて動く傾向が極めて強いなか、中国景気の先行き不透明感や原油安の長期化をきっかけに、これらが「頭の体操」から現実的な経済活動などに徐々に反映されつつあるとも言える。過度な悲観が様々な行動を萎縮させることは本末転倒ではあるが、「今回は違う（This time is different）」と楽観に過ぎるとどこかで「しっぺ返し」を喰らう可能性もあり、慎重な事象及び事態の見極めが必要なタイミングにあると言えよう。

以 上