

新興国や資源国を取り巻くリスクを如何にみるか

～原油底入れや米利上げ後退はリスク後退を促すも、潜在的な問題は残存～

発表日：2016年6月6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)

- 年明け直後の国際金融市場は、中国株式市場のドタバタなどをきっかけに中国経済自体への悲観視が意識されたことで大きく混乱した。その後は中国経済の底打ち期待やそれに伴う原油相場の底入れ、さらに米国の利上げ期待の後退などに伴い市場のムードは大きく改善している。原油相場については需給双方にリスクはくすぶるが、米国の利上げ期待が一段と後退していることも追い風に、しばらくは足下の水準近傍で推移すると見込まれ、結果的に金融市場は比較的落ち着いた様子が続く可能性が高いと予想される。
- 金融市場は落ち着きを取り戻しているが、新興国や資源国に向かうリスクマネーが以前のような勢いを取り戻すかは不透明である。足下の中国経済の底入れは「いつか来た道」を繰り返すなか、不動産バブルの再燃が警戒されており、先行きはこの調整が金融市場の動揺を引き起こすリスクがある。また、先行きは米国の利上げ期待が再燃することも予想され、新興国や資源国への資金流入の先細りも不可避である。主要新興国は、耐性が向上したことで度重なる市場混乱にも拘らず危機的状況を回避しているが、金融市場が落ち着いているうちに根本的な構造問題の解決に向けた意思及び道筋を示すことが求められている。

《原油相場の底入れや米利上げ期待の後退は一時的にリスク後退に繋がるも、先行きの潜在的な課題は残されたまま》

- 年明け直後の国際金融市場においては、中国株式市場を巡るドタバタなどをきっかけに中国経済に対する不透明感が過度に意識された結果、世界経済の先行きに対する過度な悲観視がまん延する異常事態に見舞われた。一昨年後半以降の長期に亘って調整局面が続いてきた原油相場を巡っても、中国経済の減速による世界経済の低迷が需要の重石になるとの見方が強まり調整模様が一段と強まった結果、世界的なリスクマネーの一端を担ってきたいわゆる「オイルマネー」の縮小が進むとの見方に繋がった。折しも昨年末には米国F e d（連邦準備制度理事会）が利上げに踏み切り、年明け以降も緩やかながら利上げを繰り返し実施するとの見方を反映して、世界的なリスクマネーの動きは変化を余儀なくされるとの観測が強まっていた。こうしたことも相俟って、国際金融市場は一気に「リスクオフ」に見舞われるとともに、多くの新興国では資金流出圧力が強まる動きが加速するなどの事態となった。その後、米国による利上げ実施のペースが想定よりも緩慢なものになるとの見方が広がった上、中国では全人代（全国人民代表大会）において構造改革を前進させる一方で景気下支えに向けてインフラ投資などの拡充に動く姿勢が示されたことで中国経済に対する過度な悲観視が修正された。その結果、年明け直後に調整圧力が一段と高まった原油相場はその後に急速に底入れを果たしているほか、原油相場の底入れを受けてオイルマネーの縮小に対する懸念が後退したことは、リスクマネーの縮小に対する警戒感を抑えるとともに、一転して楽観にも似た雰囲気醸成することに繋がっている。また、一部の産油国において原油安の長期化をきっかけに対外債務を中

図1 国際原油市況(WTI)の推移



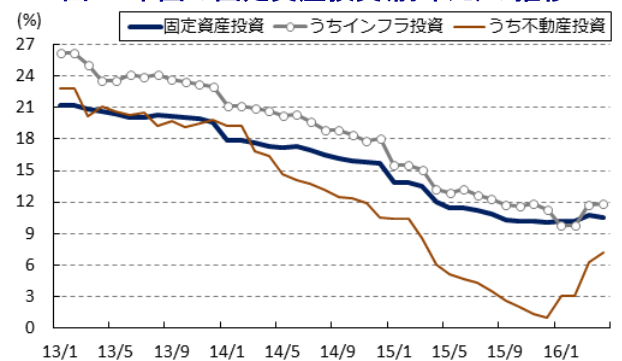
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

心に債務不履行（デフォルト）に陥る懸念から、世界的な信用収縮を引き起こすリスク要因になるとの見方に繋がっていたが、原油相場の底入れによってそうした警戒感が後退していることも、金融市場におけるリスク許容度の改善を促したと考えられる。足下の世界的なリスクマネーの動きは一進一退の動きをみせており、新興国や資源国などにおいては月ごとに流入超や流出超の状態が入れ替わる動きがみられるものの、こうした状況にも拘らず主要な新興国や資源国のなかからIMF（国際通貨基金）などに対して救済を求めるような動きは出ていない。足下の原油相場の水準は依然として多くの産油国にとり均衡財政の達成に十分な水準ではなく、財政赤字の解消を促す可能性は低い一方、主要産油国においては経常黒字の確保には充分であり、少なくとも対外信用力の低下には歯止めが掛けられている。先行きの原油相場を巡っては、供給面では先日開催されたOPEC（石油輸出国機構）総会において加盟国どうしが生産枠調整で合意に至らなかった一方、主要産油国であるカナダとナイジェリアでの混乱が抑制要因になっている。他方、中国経済に底打ち期待は出ているものの、以前のような高い経済成長は期待出来ないなか、こうした動きは文字通り中国経済に「おんぶに抱っこ」で成長を実現してきた世界経済の足かせとなることで、需要面でも伸び悩みは避けられない。その意味において、過去数ヶ月に亘って急速に上昇局面が続いてきた原油相場ではあるが、先行きについて相場が一段と上値を探るためのハードルは決して低くない一方、下値を促すほどに需給が緩むとも考えにくいと考えられる。さらに、米国の利上げのタイミングが後ろ倒しされる可能性が高まるなか、それに伴って米ドル高圧力の後退が進むことで米ドル建資産である原油相場を下支えすることも期待される。したがって、当面の原油相場は足下の水準（1バレル=50ドル近傍）での推移が続く可能性が高まっていると判断出来る。

- さて、上述のように原油相場の底入れなどを背景に国際金融市場ではリスク許容度が大幅に改善する動きが出ているものの、こうした動きがすなわち新興国や資源国に向けたリスクマネーの動きを回帰させるかは不透明と言える。というのも、文字通り世界経済のけん引役となってきた中国経済は幅広い分野において生産設備や在庫に加え、債務についても過剰状態に直面しており、持続可能な経済成長を実現するためにはこれらの調整が急務となっている一方、急速な構造転換に舵を切ることは、足下で底入れが期待される景気に冷や水を浴びせるリスクがある。さらに、中国政府は構造改革を通じていわゆる「ゾンビ企業」の淘汰を図る方針をみせているが、性急な淘汰は大量の失業者の発生を招くことが避けられない一方、現下の雇用環境に鑑みれば当局が期待するサービス産業での雇用創出が十分な受け皿を生み出すとは考えにくく、新たな社会不安をもたらすことも懸念される。こうしたことも、足下の中国経済が公共投資や不動産投資などによって下支えされる「いつか来た道」を辿っているにも拘らず、構造改革に向けて大きく舵を

切ることが難しい一因になっていると考えられる。また、足下の中国においては一昨年来の金融緩和政策の影響で大都市部を中心に不動産バブルが再燃する事態に陥っており、すでに深圳や上海などでは取引規制をはじめとする窓口規制を強化する動きが出ていることから、遅かれ早かれ相場が調整局面に突入する可能性が出ている。中国においては昨年、株式市場におけるバブル崩壊をきっかけに国際金融市場が混乱に陥る事態に見舞われたことを勘案すれば、先行きについては中国発によるイベントリスクが再び市場に動揺をもたらす可能性には注意が必要と言えよう。他方、米国の利上げ実施についても今月実施される可能性は大きく後退している

図2 中国の固定資産投資(前年比)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、伸びは年初来前年比

ものの、その先については米国経済の動向如何により引き続き実施される可能性は残っており、それに伴って新興国や資源国などから資金流出が起こるリスクはくすぶっている。さらに、多くの新興国や資源国がここ数年に亘って中国経済に対する依存度を高めてきたことを勘案すれば、中国経済の減速は玉突き的に新興国や資源国経済の足かせとなることは避けられず、各国の景気が勢いの乏しい展開となることは間違いない。そうしたなかで海外からの資金流入が先細りすることは、特に経常赤字を抱えるなど対外収支が脆弱、かつ経済活動に必要な資金を国内で賄うことが出来ない国々を中心に景気を下押しすることに繋がり、結果的に近年のような「新興国バブル」に浴することは難しくなっていると判断出来る。年明け直後の混乱などを経ても主要新興国及び資源国のなかで危機的状況に陥る国が出ていないことは、各国経済の外的ショックに対する「耐性」が高まっていることを意味しているが、それが即ち先行きに起こり得るリスクを克服し得るかは不透明である。その意味においても、足下で金融市場が落ち着きをみせているなか、各国がそれぞれ抱えている構造問題に対して根本的解決に向けた意思、ないし道筋を示すこと、各国政府にはそのための政治的決断が求められている。

以 上