

## 「リーマン・ショック級」が来てしまうのか・・・

～リーマン・ショック後とは環境が異なるなか、主要国の対応に注目が集まる～

発表日：2016年6月24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)

- このところの国際金融市場では「リスク・オン」と「リスク・オフ」が入り混じる展開が続いてきたが、英国のEUからの離脱を巡る国民投票の結果「リスク・オフ」の動きが広がるとみられ、新興国や資源国からの資金流出が懸念される。英国とEUとの経済関係については不透明なところが多いが、相対的に堅調な景気が続いた先進国の躓きは世界経済にとっても下押し圧力となることは避けられないであろう。
- 「リーマン・ショック」に始まる世界金融危機後の世界経済は、中国の存在が予想外に早い景気底入れを促したとみられる。中国は巨額の景気対策でV字回復を実現し、それに伴い新興国や資源国は景気回復を実現した。また、資源高を背景にしたソブリン・ウェルス・ファンドの存在はリスクマネーを供給し、結果的に新興国や資源国に流入してこれらの景気回復を後押しし、世界経済の回復を促したとみられる。
- しかし、現在の中国は構造改革の真っ只中で巨額の景気対策を行いうる状況になく、一部に中国の代わりが期待されるインドも直ぐに代わりが務まる訳ではない。さらに、一昨年来の原油安の長期化でソブリン・ウェルス・ファンドの存在感は低下しており、リスクマネーの供給源としても力強さに乏しい。実効性ある主要国主導の政策的な共同歩調が金融市場に安心感を与えられるか否かに注目が集まっている。
- このところの国際金融市場を巡っては、米国F e d（連邦準備制度理事会）による利上げ実施のタイミングの後ずれが意識されたことで「リスク・オン」に向けた機運が広がるかにみられたが、ここに来て英国によるEU（欧州連合）からの離脱を巡る国民投票に対する不透明感が高まっていることを受けて、離脱決定となった場合の世界経済に対する悪影響を懸念して急速に「リスク・オフ」に空気が傾いてきた。ここに来て、最終的には英国の国民投票において「離脱派」が勝利する事態となったことで、先行きの国際金融市場では英国からの資金流出圧力が高まる懸念があるほか、今回の決定によってEU諸国に分裂の動きが広がることでEU自体の存亡を警戒する動きが広がることも予想され、結果的に欧州からの資金流出圧力に繋がる可能性もある。そうなれば世界的なマネーが安全資産を求める動きが広がり、消去法的に米ドルや日本円のほか、金などに流入することが予想されるとともに、相対的にリスクが高いと見込まれる新興国からは資金流出圧力が強まることは避けられないであろう。さらに、世界的な信用収縮懸念を背景に世界経済に下押し圧力が掛かることも予想され、世界的な原油をはじめとするエネルギー需要も鈍化すると見込まれることで国際商品市況が低下することで、ここ数ヶ月に亘る原油相場の上昇で息を吹き返しつつあった資源国も再び厳しい状況に立たされるとみられる。なお、英国はEUから離脱することを決定したものの、英国とEUとの関係については今後の協議を通じて詳細が決定する上、その期間は相当長期に亘ることが予想されることから、直ちに実体経済そのものに大きな影響を与え得るかは現時点においては不透明である。しかしながら、域内におけるヒト・モノ・カネの移動が自由であったEUから英国が離脱することにより、製造業を中心にEU域内のサプライチェーン構造が大きく変化する可能性が予想されるなか、それに伴って英国のみならずEUの生産能力自体に悪影響が出る可能性もある。そういう事態になれば、このところの世界経済を巡っては世界経済のけん引役となってきた新興国が勢いを欠く様相をみせる一方、米国やEUなど先進国の底堅い経済成長が世界経済を下支えする展開とな

ってきたものの、先進国経済の勢いが細ることで世界経済に一段と下押し圧力が掛かる事態も予想される。今回の英国によるEUからの離脱決定を受けて世界的な信用収縮懸念に繋がるリスクがあるなか、今後は主要先進国を中心に政策的な共同歩調を採ることが期待されるものの、こうした事態はいわゆる「リーマン・ショック」以来と考えられ、対応如何によっては世界経済に深刻な大打撃を与えることも懸念されよう。

- 「リーマン・ショック」に始まる世界金融危機は、それ以前の金融危機と比較して信用収縮の影響が世界隅々に行き渡ったことで世界経済全体を大きく混乱させることとなり、その意味でも「未曾有」の危機であったと評することが出来よう。なお、その後の世界経済は予想外に早い段階で回復軌道に回帰することが可能であったが、そのなかで最も大きな役割を果たしたのが中国の存在であろう。当時の中国政府はGDP比で10%超に上る「4兆元」規模の景気刺激策を打ち出したことで、文字通り景気の「V字回復」を実現するとともに、2000年代に亘って中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれてきた多くのアジア新興国も中国の景気回復に歩を併せる形で景気回復を果たした。さらに、世界的な信用収縮に伴い暴落した原油をはじめとする国際商品市況についても、中国をはじめとする新興国の景気回復を追い風に世界的な需要拡大期待が高まったことを受けて上昇基調を強めた結果、経済並びに財政の面で資源に対する依存度の高い資源国の景気回復にも繋がった。ここ数年に亘って、多くの資源国では商品市況の高騰に伴う財政的な余剰を原資に「ソブリン・ウェルス・ファンド」が作るるとともに、これらが世界的なリスクマネーの供給源になってきたが、そうした動きはリーマン・ショック後の景気回復局面においても発揮された。その結果、世界経済は実体経済面での回復に加え、国際金融市場におけるリスクマネーの供給も相俟って景気が押し上げられることで、予想外に早く景気が回復軌道に復帰することが可能になったと考えられよう。
- しかしながら、現在の世界経済を見回すとリーマン・ショック後とは様相が大きく異なることに注意が必要である。中国経済を巡っては、リーマン・ショック後に実施した投資に偏重した景気刺激策の影響で生産設備や債務などの過剰状態に直面しており、かつてのような巨額の景気刺激策を実施することは難しくなっている。さらに、2013年に発足した習近平政権は構造改革を通じて外需や投資に依存しがちな同国経済を消費を中心とする内需主導に構造転換する考えを示しており、短期的な成長率の維持に拘泥しがちな以前の政権の採ってきた政策とは距離を置く姿勢をみせている。こうした状況を勘案すれば、先行きにおける世界経済の成長を中国の歳出拡大に期待することは極めて難しくなっていると言えよう。他方、一部では中国に代わる世界経済のけん引役としてインドに期待をする向きがあり、昨年経済成長率は中国を上回るなどの動きがみられる。しかしながら、共産党による「領導（指導）」が機能する中国と異なり、インドは自ら「世界最大の民主主義国家」と名乗るように意思決定に時間を要する上、依然として経済成長を促すインフラの整備度合いをみても中国に大きく劣後していることを勘案すれば、直ちにインドが中国に代わる世界経済のけん引役となる可能性は極めて低いと見込まれる。さらに、一昨年後半以降から原油相場が長期に亘って低迷してきたことを受けて、産油国などのソブリン・ウェルス・ファンドは自国の財政余剰が急速に縮小したことで国際金融市場における存在感を低下させており、リスクマネーの供給源としての役割をも果たしにくくなっている。今後、世界的な信用収縮が起こることで商品市況に一段と下押し圧力が掛かる事態となれば、ソブリン・ウェルス・ファンドの資産規模が一段と圧縮されることでリスクマネーの規模自体も縮小していくことも懸念される。こうしたことから、足下の世界経済を見回すとリーマン・ショック後のように景気回復を促す材料に乏しい状況にあると判断出来る。その意味においては、今後主要国を中心に打ち出されるとみられる政策的な共同歩調が実効性の高いものとなるか否かが先行きの世界経済の浮沈を占う材料になる可能性が高いと見込まれる。以上