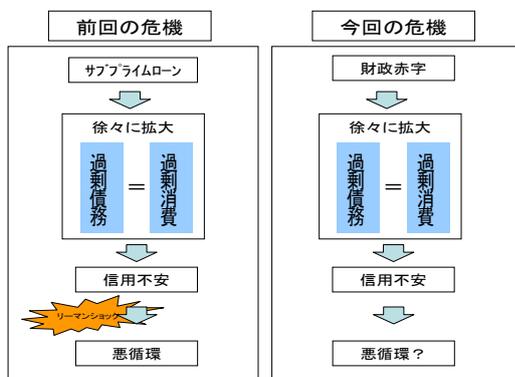


Weekly エコノミスト・ レター

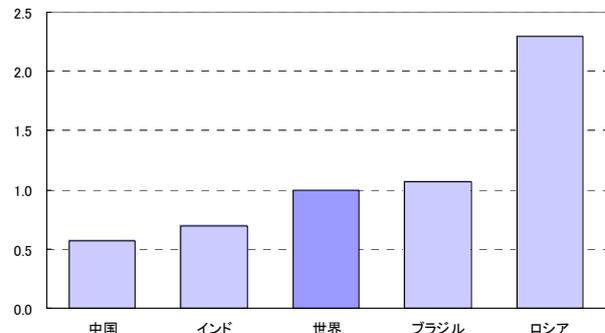
欧州危機と新興国経済

経済調査部門 上席主任研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 欧州危機の混迷を受けて新興国経済にも暗雲が立ち込めてきた。今回の危機はリーマンショックへの対応で積極化した財政の収支悪化が遠因となっていることから、世界金融危機の「第二波」と考えることができるだろう。
2. 前回の「第一波」では、信用収縮の悪循環に陥るまで、米国経済が失速しても新興国経済は高成長を維持するという「ディカップリング」の期待があった。見方が甘かったともいえるが、新興国には巨大なインフラ需要が潜在、ショック後も欧米に先駆けて回復したことを考えれば、過度な信用収縮が回避できていれば、「ディカップリング」は成功した可能性もある。
3. 「第一波」と「第二波」を比較すると、「過剰債務＝過剰消費」というバブル的消費需要が発生しそれが崩壊したこと、その崩壊過程で発生した信用不安の解消に手間取り、問題が深刻化してきたことが共通している。「第一波」ではリーマンショックを契機に信用収縮に至ったが、今回はその失敗経験も生かせることから、国際的信用収縮を回避できる可能性がある。
4. 今後のシナリオとしては、前回と同様に国際的信用収縮⇒世界貿易の急減⇒新興国経済の失速という悲観シナリオが考えられる。この場合は世界経済との連動性が強いロシアとブラジルは欧米と共に失速、中国とインドへの影響は限定的と考えられる。また、国際金融を牛耳ってきた欧米金融機関の体力が低下している中で、国際的信用収縮を回避するためには、日本などその他の国の金融機関の活躍が欠かせないだろう。



対世界経済連動性(β値)



(注) β値は世界経済の成長率が例えば1%変化した時、各国経済の成長率がどれだけ変化するかを推計した値であり、世界と各国経済の共分散÷世界経済の分散で計算

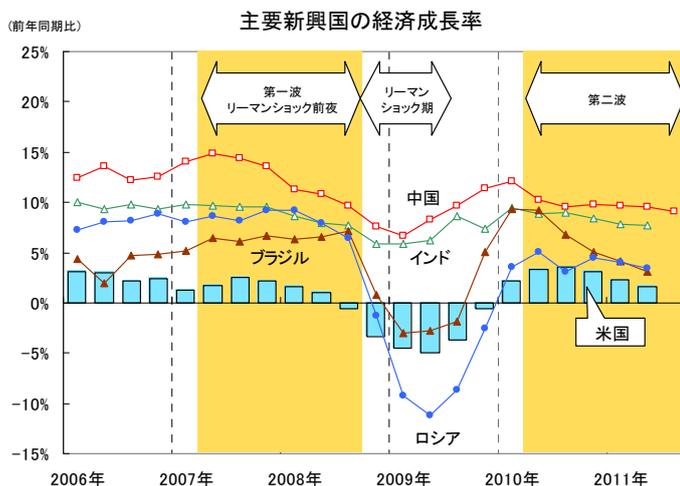
1. 新興国に波及し始めた欧州危機

欧州危機の混迷を受けて新興国経済にも暗雲が立ち込めてきた。新興国の経済成長率は鈍化傾向を示してはいるものの、今のところ過去10年のトレンドを僅かに下回る程度で、リーマンショック後のような急悪化には至っていない。しかし、欧州危機に加えて米国でもオバマ大統領が打ち出した雇用法案の審議が野党の反対で進まないなど (図表-1)

欧米先進国経済の先行き不透明感が高まっており、いずれは新興国経済にも悪影響が波及するのではとの思惑が高まり、新興国の株価は米国以上に下落、新興国の通貨も米国ドルに対して大幅下落に転じる国が増え、世界的に企業センチメントが悪化傾向を示すなど、リーマンショックと似たような動きも目立ち始めている。

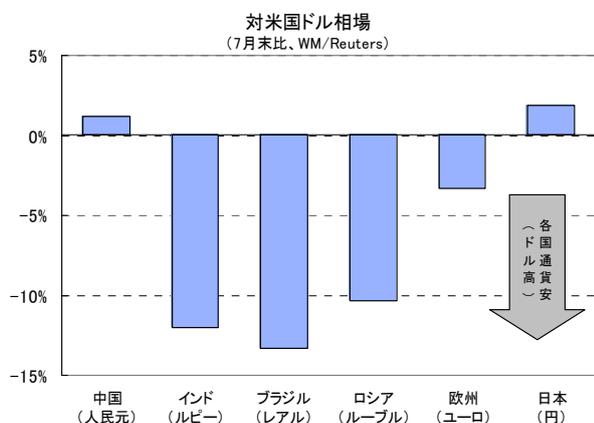
今回の欧州危機はギリシャの財政問題を発端とする危機といえるが、約3年前の世界金融危機と無縁ではない。米国の住宅市場は依然として低迷、前回の危機で悪化した失業率の改善も緩慢で、欧州では前回の危機への対応で積極化した財政の収支悪化が今回の危機の遠因となっている。そこで以下では、前回の世界金融危機を「第一波」、今回の危機を「第二波」と記述することとしたい。

また、新興国経済への影響に焦点を絞って「第一波」をみると、2008年9月のリーマンショックまでは、米国経済が失速しても新興国経済はある程度の高成長を維持できるという「ディカップリング」の期待があったが、その期待がリーマンショックで打ち砕かれるという道を辿った。そこで、「リーマンショック前夜」と「リーマンショック期」を区別して記述することとしたい (図表-1)。



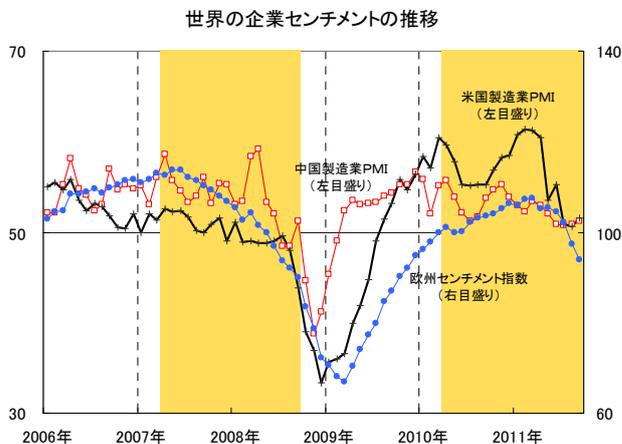
(資料) CEIC
(注) 網掛けは2007年4-6月期~08年7-9月期まで、2010年4-6月期~現在

(図表-2)



(資料) Datastreamを元に当研究所で作成

(図表-3)



(資料) CEIC
(注) 網掛けは2007年4月から2008年9月まで、2010年4月~現在

2. 「第一波」の振り返り

前回「第一波」は米国のサブプライムローン問題に端を発する世界金融危機であった。2007年4月のニューセンチュリーファイナンシャルの連邦破産法第11章の適用申請をはじめとして、2007年8月には傘下のファンドが解約停止に至るパリバショックが発生、2008年9月にはファニーメイとフレディマックが政府管理下に置かれ、9月15日にはリーマンショック、そして危機は世界最大の保険会社AIGにも及び、世界経済は大混乱に陥った。

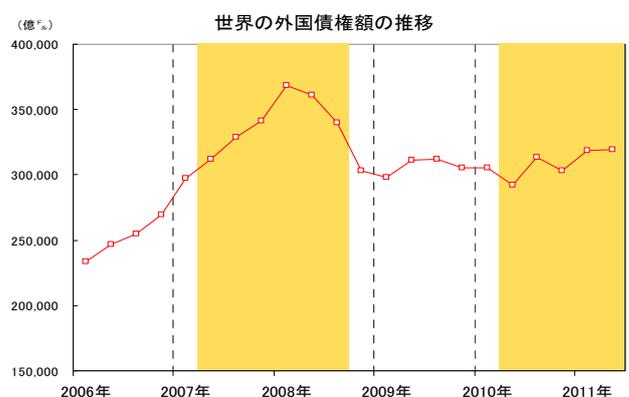
「リーマンショック前夜」の段階では「ディカップリング」の可能性は残っていた。主要新興国の輸出は次々に金融機関の経営破綻が明らかになるなかでも増加傾向を維持していた(図表-4)。ところが、2008年4-6月期に国際金融の信用収縮が始まると(図表-5)、堅調だった新興国通貨が資金回収の動きから急落(図表-6)、国際商品市況も急落して(図表-7)、ついには新興国の輸出も急減、欧米経済や原油価格の影響が大きいロシアやブラジルでは成長率がマイナスに転じるなど新興国経済は深刻な打撃を受けた。しかし、国際金融の急激な信用収縮を回避できていれば、新興国経済は「ディカップリング」に成功した可能性がある。何故なら、経済発展の途上にある新興国には巨大なインフラ需要が潜在しており、資金面での事情が許せば旺盛な需要が顕在化しやすいからだ。「リーマンショック期」からの回復過程をみても、新興国経済は欧米先進国よりも早く回復しており潜在的な成長力の強さを窺わせた。

(図表-4)



(資料) OECI(IMF)
 (注1) 主要新興国とは中国、インド、ブラジル、ロシアの4ヶ国
 (注2) 網掛けは2007年4月から2008年9月まで、2010年4月～現在

(図表-5)



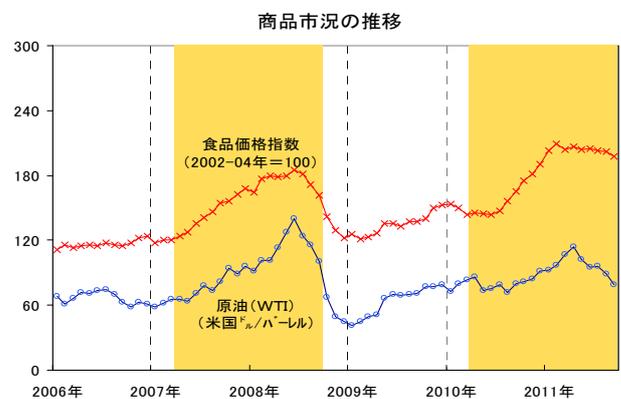
(資料) BIS
 (注1) 外国債権はConsolidated claims of reporting banks (immediate borrower basis)
 (注2) 網掛けは2007年4-6月期～2008年7-9月期まで、2010年4-6月期～現在

(図表-6)



(資料) Datastream
 (注1) 2008年9月15日を100として指数化
 (注2) 網掛けは2007年4月から2008年9月まで、2010年4月～現在

(図表-7)



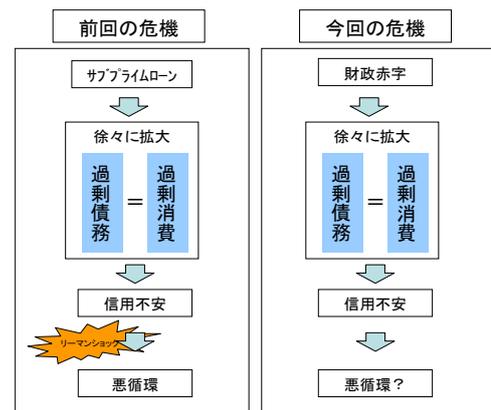
(資料) Datastream、FAO
 (注) 網掛けは2007年4月から2008年9月まで、2010年4月～現在

3. 「第一波」と「第二波」の比較

前回「第一波」と今回「第二波」を比較すると類似点が多い（図表-8）。

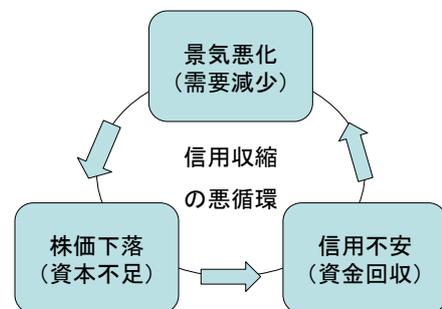
第一には、「過剰債務＝過剰消費」というバブル的消費需要が発生しそれが崩壊した点が挙げられる。世界金融危機「第一波」では、本来は住宅ローンを組成すること自体が難しい低所得者向けのサブプライムローンが肥大化、住宅価格高騰を背景にホームエクイティローンが増えて過剰債務が発生、それを元手にした個人消費は過剰消費となった。住宅価格の下落を契機にその「過剰債務＝過剰消費」構造が崩壊すると、バブル的消費需要が消えて需要不足となり（図表-8）

景気を悪化させた。他方、「第二波」では、本来は将来見込める財政歳入の範囲内で支出すべき財政歳出が肥大化、身の丈以上に充実した社会保障制度を維持したことなどから過剰歳出（国債発行という債務）となり、それを前提にした個人消費は過剰消費となった。ギリシャの場合には財政赤字の隠蔽が発覚したのを契機に、国債の格付けが引き下げられ国債価格が暴落して借り換えが困難になり、「過剰債務＝過剰消費」構造が崩壊すると、バブル的消費需要が消えて需要不足となり景気を悪化させた。このように、両者ともバブル消費需要の消失が景気の足を引っ張ることとなっている。



第二には、「過剰債務＝過剰消費」構造が崩壊する過程で発生した信用不安の解消に手間取っている点が挙げられる。「第一波」では、サブプライムローンを融資していた金融機関、それを元に証券化商品（CDOなど）を組成していた投資銀行、それを購入していた機関投資家、更にはCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）などの金融派生商品へと信用不安は加速的に波及、不良債権が拡大した金融機関は資本不足に陥り、金融システム不安に至った。金融システム不安を払拭しようと公的資金の投入やセーフティーネットの再構築を精力的

（図表-9）



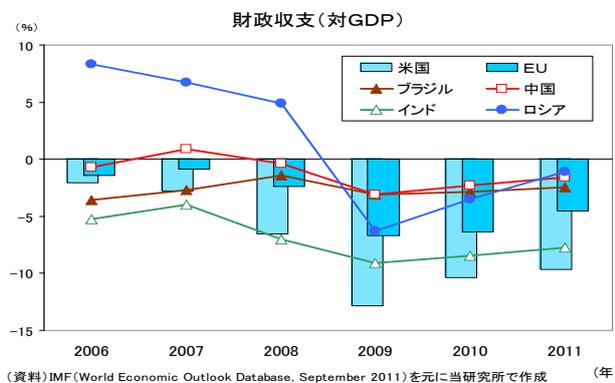
に進めたものの、それまで高給を食んできた金融機関に対する国民の反感は根強く、金融機関に大量の血税を投じて救済することへの理解が得られずに信用不安解消に手間取っている間に、国際金融は信用収縮の悪循環に陥った（図表-9）。他方、「第二波」では、ギリシャが財政危機に陥ると、ギリシャと同様に大きな財政赤字を抱える南欧諸国などへと財政危機の波は押し寄せ、暴落した国債を保有する金融機関は資本不足に陥り、金融システム不安に至った。金融システム不安を払拭しようと、欧州では財政健全化、ギリシャの救済、金融機関の資本増強、セーフティーネットの再構築などを精力的に進めているが、財政健全化で生活水準が下がる国の国民はストライキを起こすなど強く反発、ユーロ圏内でも救済する立場にある国の国民も、自分たちよりも良い生活をする国を救済することへの反感は根強く、信用不安解消に手間取っている。現在はまだ前回のような国際的な信用収縮の悪循環には至っていないものの、信用不安の解消に手間取っていると、第二のリーマンショックのような事態にも陥りかねない。

一方、「第一波」と「第二波」では相違点もある。「第一波」よりも今回の対応が難しい点としては世界的な政策対応力の低下が挙げられるだろう。財政政策については、「第一波」で消失した消費需要を補うべく各国が積極的な財政政策を実施したため、欧米に限らず主要新興国でも軒並み財政収支が赤字となっている（図表-10）。また、金融政策についても、実質金利（政策金利-物価上昇率）が高かったブラジルは8月以降2度に渡る利下げを実施することができたが、図表-12、13に示したようにインドや中国の実質金利はマイナスであり、インフレ懸念が払拭できない現状では金融緩和余地が少ない。

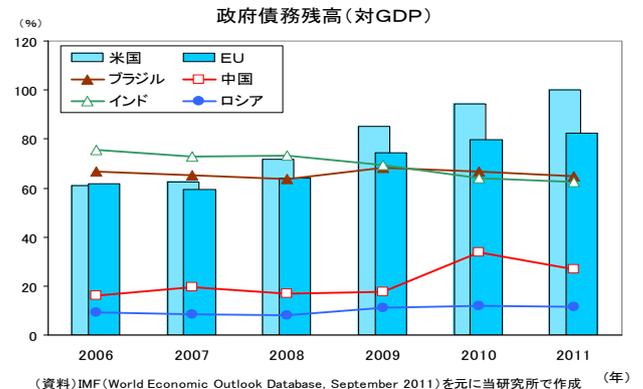
他方、「第一波」よりも今回の方が対応し易い点もある。前回の「第一波」では、不良化した債権が前述のCDOやCDSなど複雑な金融商品であったのに対し、今回は国債という伝統的で比較的単純な金融商品である点である。今回の危機では、財政危機が地域的に広く波及すれば規模が急拡大するリスクは残るものの、前回のように仕組みが複雑で波及範囲が見通せないという不透明感は少ない。また、今回の危機が「第二波」であるという点からも、「第一波」での苦い経験を生かせる面もある（今回もCDSの問題が発生する可能性があるが、前回の混乱で市場参加者はある程度のスキルを得た）。

「第一波」では、「過剰債務＝過剰消費」というバブル的消費需要が崩壊して景気が悪化するとともに、その崩壊過程で発生した信用不安の解消に手間取っているうちに、信用収縮が国際金融の世界にも波及して、期待された新興国の「ディカップリング」は失敗に終わった。しかし、今回は「第一波」の経験を踏まえて、国際金融への波及を用心深く防止すれば、国際金融の信用収縮は回避できる可能性もある。「過剰消費」の解消で新興国から欧米への輸出は鈍化が避けられないにせよ、新興国内部に潜在する巨大なインフラ需要を勘案すれば、「ディカップリング」は不可能なことではないだろう。

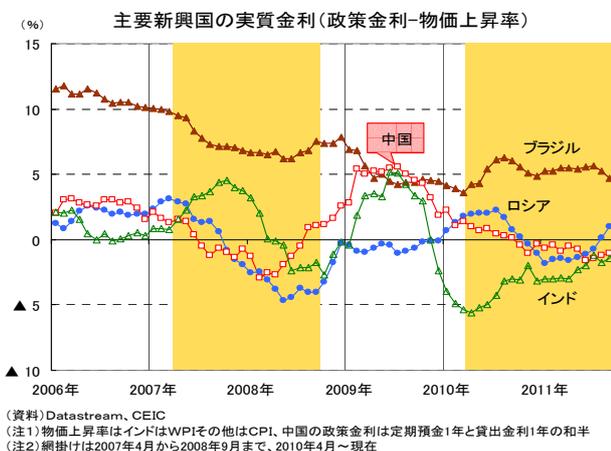
（図表-10）



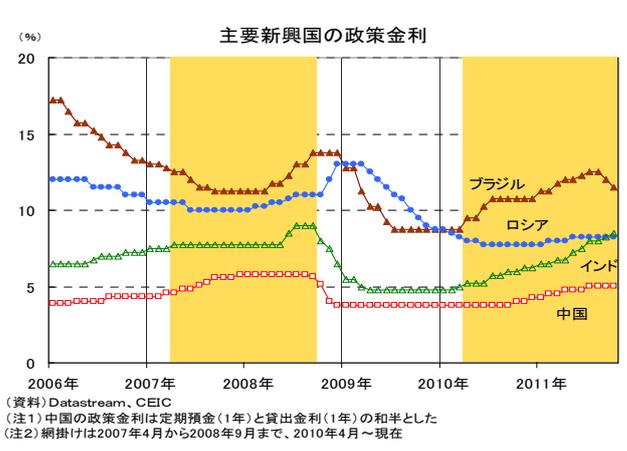
（図表-11）



（図表-12）



（図表-13）



4. 新興国経済の行方

さて、欧州危機の混迷を受けて世界金融危機の「第二波」に直面した新興国経済だが、今後のシナリオは2つ考えられるだろう。

第一のシナリオは、前回と同様に国際的な信用収縮、世界貿易の急減、「ディカップリング」の失敗という悲観シナリオである。欧州ではユーロ圏崩壊や金融システム不安拡大を阻止しようと精力的に議論が進められてはいるが、参加国が多く各国が血税を投入して、自国より高水準の社会保障制度を持つ国を救済したり、高給を食む金融機関を救済したりすることに対する国民の反発は強く、今後の成り行きは予断を許さない。バブル崩壊で傷ついた日本の金融機関の救済においても、サブプライムローン問題で傷ついた米国の金融機関の救済においても、リーマンブラザーズ社の経営破綻のようなショックなしには公的資金の大量投入が実現できなかったことを勘案すると、この悲観シナリオは否定しきれない。

このシナリオの場合、新興国経済は二極化する可能性が高いだろう。ロシアとブラジルはユーロ圏向け輸出が多く、国際金融もユーロ圏の金融機関に依存していることから、マイナス成長になる可能性が高いだろう。中国とインドもユーロ圏向け輸出は少なくないので欧米向け輸出の鈍化は避けられないだろうが、国際金融はユーロ圏以外の金融機関への依存度が高く、経済発展度が低く潜在的なインフラ需要も相対的に大きいため、ある程度高い成長は維持可能だろう（図表-14、15、16）。

第二のシナリオは、国際的な信用収縮の悪循環を回避、新興国のインフラ整備など需要増が欧米の需要減をある程度補い、新興国経済は「ディカップリング」に成功するというシナリオである。しかし、欧州の金融機関は資本不足で新たな国際金融の拡大は難しく、経営の安定度を高めるためにはある程度のディレバレッジは避けがたいだろう。また、米国の金融機関は収益に改善の兆しがあるものの、ゴールドマン・サックスのように約3年ぶりの赤字決算となる機関もあり、病み上がりで国際信用の十分な供給は期待しづらい。この楽観シナリオの示現可能性を高めるには、欧米の金融機関に次ぐ経験と実績を持つ日本の金融機関など欧米以外の金融機関の活躍が欠かせないだろう。

(図表-14)

主要新興国の輸出(2010年)

	中国	インド	ブラジル	ロシア	
対世界(億ドル)	15,804	2,232	2,019	3,737	
占率	米国	17.9%	10.6%	9.6%	3.2%
	欧州(ユーロ圏)	14.8%	14.5%	18.2%	35.7%
	日本	7.6%	2.2%	3.5%	3.3%
	新興国、途上国	29.6%	53.6%	56.9%	32.5%
輸出額(対GDP比)	26.9%	13.7%	9.7%	25.3%	

(資料)CEIC(IMF)

(図表-15)

主要新興国向けの外国債権額(2011年2Q)

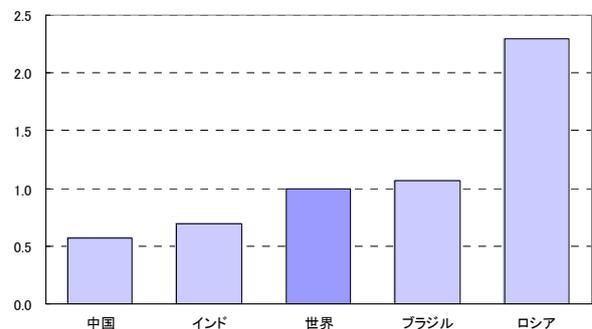
	中国	インド	ブラジル	ロシア	
債権額(億ドル)	6,614	3,161	5,611	2,168	
国籍別内訳	米国	12.4%	22.9%	17.1%	10.9%
	英国	22.2%	24.9%	16.8%	5.7%
	スイス	2.8%	2.8%	5.1%	4.3%
	ドイツ	4.2%	6.7%	2.2%	14.8%
	スペイン	1.4%	0.2%	37.5%	1.3%
	フランス	5.1%	6.3%	4.3%	19.0%
	オランダ	2.2%	4.3%	2.8%	6.4%
	日本	7.8%	6.9%	7.5%	4.6%
	債権額(対GDP比)	11.3%	19.4%	26.8%	14.7%

(資料)BIS, IMF

(注)外国債権はForeign claims(Consolidated Statistics, Immediate Borrower Basis)

(図表-16)

対世界経済連動性(β値)



(注)β値は世界経済の成長率が例えば1%変化した時、各国経済の成長率がどれだけ変化するかを推計した値であり、世界と各国経済の共分散÷世界経済の分散で計算

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。