

新興国を取り巻くリスクと欧州経済

～アルゼンチンやブラジル以上に注意が必要なトルコの情勢～

山口 勝義

要旨

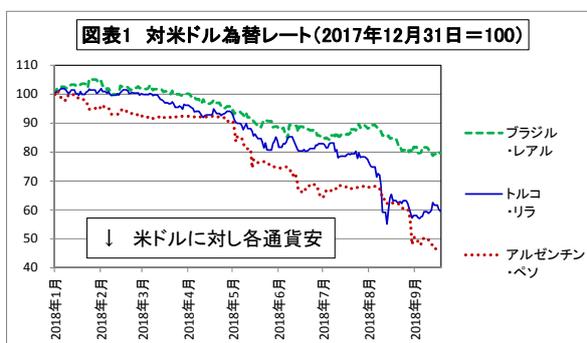
新興国では、一部で各国固有のイベントによる通貨の下落が生じているが、広く横断的に債務残高の増加という、より本質的な問題を抱えている。欧州経済の立場からは、関係が密接でありまたリスクも大きいトルコを中心に、新興国の情勢に十分な注意を払う必要がある。

はじめに

欧州を含む世界の金融市場や経済にとり、新興国経済の混乱とその影響の拡大が根強い懸念材料のひとつになっている。新興国の中には、6月に国際通貨基金(IMF)の支援が決まった後も不安定な情勢が続くアルゼンチン、米国人牧師の拘束を巡り8月に米政権が課した経済制裁を機にリラの急落に見舞われたトルコ、10月の大統領選挙を控え政治面からの混乱が予想されるブラジルなど、困難な状況に置かれた国々が存在している(図表1)。

しかし、新興国リスクの本質はこれらのイベントリスクにあるわけではない。むしろ問題は、世界的な金融緩和の下で積み上がった新興国の債務残高にあり、その後の米国の政策転換に主導された、金利水準の上昇や米ドル高に向かう金融環境の変化にある。このリスクの高まりについてはこれまでもIMFや国際金融協会(IIF)などが繰り返し注意喚起を行ってきているが、この広く横断的に新興国が抱えるリスクのために、各国固有のイベントに対する市場の反応も、より神経質なものになっているとも考えられる。

こうした新興国の中でも、欧州連合(EU)の立場からすれば、やはりトルコの情勢に最大の注意が必要である。まず、EUへ



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

の加盟候補国でもあるトルコはギリシャなどに隣接し、既にEUとは関税同盟を形成するなど経済関係が緊密である。また、1952年の北大西洋条約機構(NATO)への加盟や、16年の、EUとの間で締結した非正規の移民や難民の送還策などを通じ、トルコはEUにとっての重要なパートナーである。これらの結果、トルコ経済が混乱に陥った場合には、経済面に限らず様々な分野で、EUに対して影響を及ぼす可能性をはらんでいるということになる。

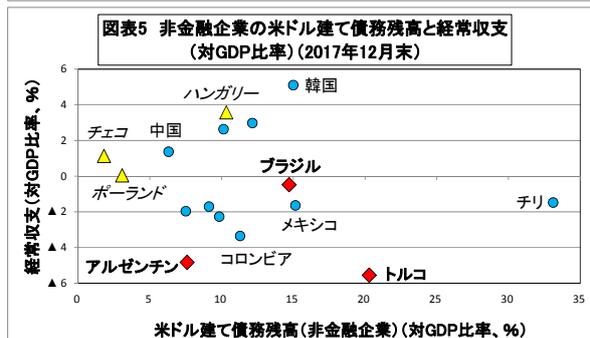
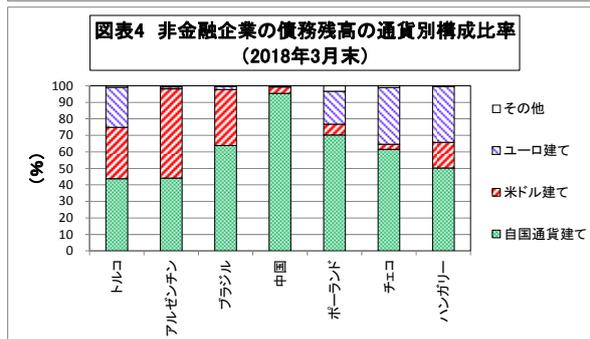
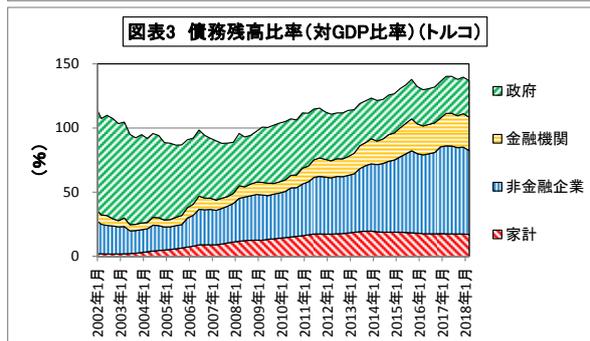
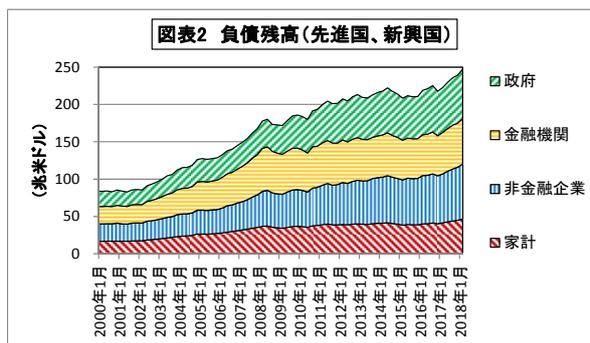
そして新興国の例に漏れず、このトルコでも債務残高が積み上がっており、またエルドアン大統領の強権的な政治運営などからすれば足元での米国との軋轢も容易に解決に向かうとは考え難い。このように、トルコについても債務残高と固有のイベントという、新興国を巡るリスクの二層構造に注意が必要になっている。

債務残高の増大によるリスクの蓄積

異例な金融緩和の下で、債務残高は世界的に増加を続けている。その世界での合計額は、18年3月末には世界金融危機が始まった07年の年末時点の約1.5倍に当たる247兆米ドルに達している(図表2)。これを先進国と新興国に区分してみれば、概ね前者では政府債務の、また後者では民間の、中でも非金融企業の債務の増加が顕著である。トルコにおいても同様に、非金融企業の債務残高が、対GDP比率で見て、07年末から直近の18年3月末にかけて2.2倍近くに拡大している(図表3)。

このように新興国を巡る主要なリスクは非金融企業の債務残高の増大にあると捉えられるが、米国の金融引き締めが続く下では、まず米ドル高に伴う米ドル建て債務の実質的な膨張に注意を払う必要がある。そこで、主要な新興国の非金融企業の通貨別債務残高の内訳を確認すれば、アルゼンチンやブラジルとともにトルコの米ドル建て債務の構成比率は高く、この点では、中国や欧州の新興国などと対比して、トルコ情勢にはより大きな注意が必要ということになる(図表4)(注1)。

さらに非金融企業の米ドル建て債務残高に当該国の経常収支を加味し、それぞれのGDPに対する比率をプロットすると、新興国を取り巻くリスクがより明確になる(図表5)。これからすれば、トルコでは非金融企業の米ドル建て債務残高と経常赤字の比率がともに高いばかりか、これらのいずれもが、アルゼンチンやブラジルを超える水準にある点が注目される。かつてユーロ圏の財政危機では、政府債務残高に不安を抱える国々が同時に大幅な経常収支赤字を有していたため、海外資金の急速な流出という形で危機が深



(資料) 図表2~4はIIFの、図表5はIIFおよびIMFの、各データから農中総研作成

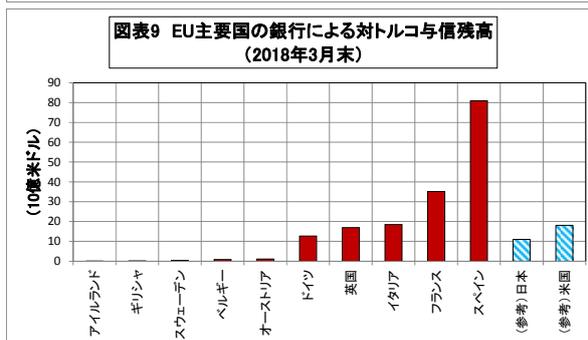
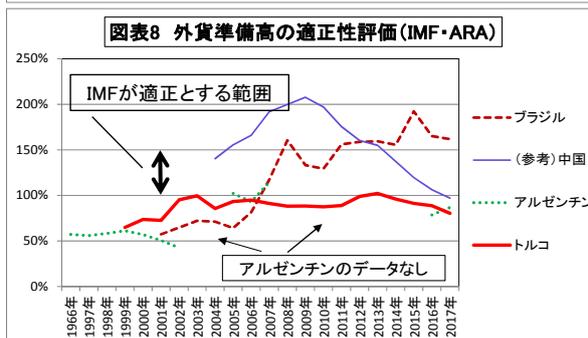
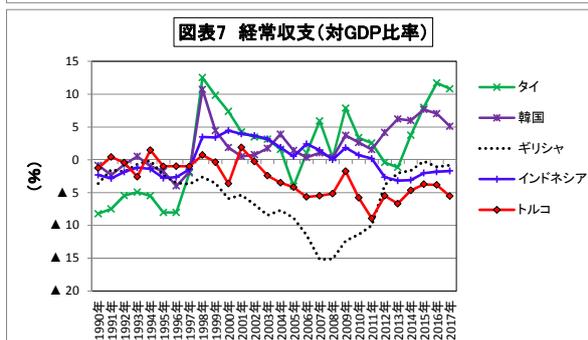
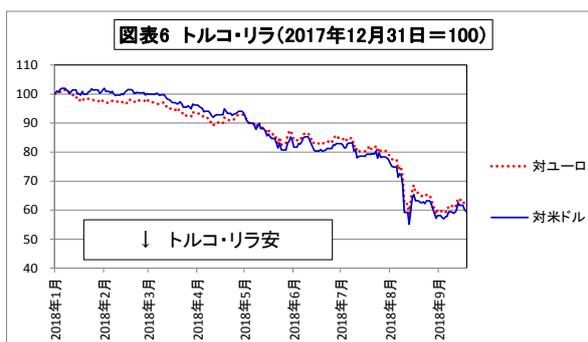
刻化した経緯がある。確かに市場流動性の点では国債と、事業債や企業融資には格差があるため、影響の拡大の速度はより緩やかなものになるとはしても、現在の新興国は当時のユーロ圏と同種のリスクの下に置かれていることになる。

固有のイベントによるリスクの拡大

一方、トルコでは固有のイベントにより足元で自国通貨の大幅な下落が生じているため、米ドル建てに限らず外貨建て債務全体に対して注視が求められる。現実にはトルコ・リラはユーロに対しても対米ドル並みの下落となっていることから、相応のユーロ建て債務残高を持つトルコを取り巻くリスクは先に見た以上に大きいものと認識する必要がある(図表4~6)。

こうしたリスクの実態を踏まえ改めて経常収支について点検すれば、トルコの赤字幅は財政危機時の10年前後のギリシャほどではないものの、通貨危機時の97年前後のアジア諸国に比べれば大きく、楽観はできない(図表7)^(注2)。これに加え、トルコの外貨準備高は13年をピークに減少傾向にあり、IMFによる評価(ARA)においても適正範囲を下回る水準で推移しているため、これがトルコのもうひとつの弱点となっている(図表8)^(注3)。

以上により、EUで6位のオランダのGDP規模を上回るトルコを取り巻くリスクには一層の注意が必要と考えられるが、ここで欧州経済への影響波及の可能性の観点から注目されるのは、まず、海外からの対トルコ与信残高合計に占める割合が75%に上る、EUの銀行による対トルコ与信である(図表9)。しかし、この銀行与信も、EUから見た対外与信残高合計の中では1%程度でしかなく、EU全体としてのトルコに対するエクスポージャーは限られたものでしかない^(注4)。また、トルコからの欧州の新興国への波乱の伝播の可能性が論点となり得るが、これらの国々では非金融企業の債務残高が比較的小さく、かつ経常収支も概ね黒字を維持している点が安心材料となっている(図表5)。



(資料) 図表6はBloombergの、図表7、8はIMFの、図表9はBISの、各データから農中総研作成

このように、トルコの混乱が欧州経済に直接的に打撃を与える可能性は限定的であるとみられる。しかし、混乱が他の懸念国に波及し、世界経済の成長鈍化を経て影響が間接的に欧州経済に及ぶなどの可能性を、軽視することはできない。

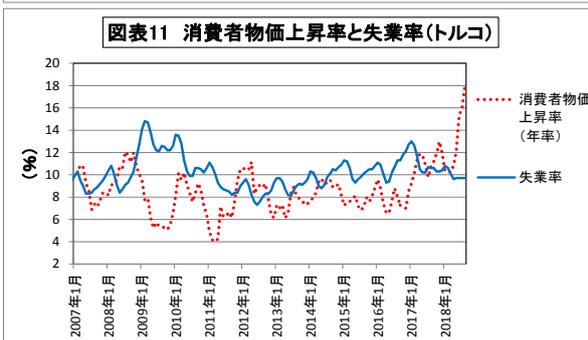
おわりに

トルコでは、通貨の急落の他にも株価の下落や金利の上昇が進行している。これらは輸入物価の大幅な上昇を伴いつつ、企業財務や個人消費などへの負担となり、着実に実体経済への下押し圧力として働くものと考えられる(図表10、11)。

これを受け経済の先行きに対する悲観的な見方が強まり、これがエルドアン大統領の強権的な政治運営やその下での中央銀行の独立性の阻害などとも絡み合いながら、資金流出をさらに後押しする要因に発展しかねない。こうした一国の情勢は不安材料を抱える他の新興国にも波及し、世界各地で問題を拡大する懸念がある。これが折からのトランプ米政権主導での貿易摩擦の激化とも複合することで世界貿易の縮小をもたらし、欧州経済にも重荷となる可能性が考えられる。

このように現在の新興国リスクはユーロ圏の財政危機のように混乱が急速に拡大する類のものではないにしても、間接的な影響が中期に渡って及ぶ可能性を伴っている。また、トルコとの移民や難民の送還策が適切に機能しなくなり大量流入が再発することで、政治面を通じ欧州経済に影響を与える展開も危惧される。

新興国ではかつて、経済の過熱で貯蓄不足に陥り対外債務が増加するなか、資金流入の突然の停止に直面し、通貨の暴落、金利の急上昇、インフレの昂進、資本流出の拡大などを通じた経済危機に見舞われてきた。現在も対外債務を含め債務残高は積み上がっており、金融環境の変化の下で先進国への資金還流や外貨高に伴う債務膨張のリスク、また、様々なイベントによる海外資金の流出のリスクにさらされている。仕掛的な通貨の空



(資料) 図表10、11は、Bloombergのデータから農中総研作成(図11の原データはトルコ統計局による)

売りが主導した新興国危機などとは直接的な対比はできないとはいえ、欧州に対して様々な経路を経て影響を与える可能性のある新興国の情勢には、十分な注意が必要になっている。(18.9.19現在)

(注1) 図表4では、欧州の新興国としてGDP規模が大きいポーランド、チェコ、ハンガリーの3ヶ国を取り上げた。これら3ヶ国はユーロ圏には未加入である。

(注2) ただし、97年に始まったアジア通貨危機ではヘッジファンドなどによるアジア通貨の仕掛的な空売り攻勢が危機を深化させた主要な要因であったため、危機の性格が異なる点には留意が必要である。

(注3) IMFによるAssessing Reserve Adequacy(ARA)では、新興国を対象として、輸入額や短期債務残高などに限定せずに、各国の潜在的なリスク、想定される波乱要因、経済の脆弱性について総合的に評価したうえで、各国毎に妥当と考えられる外貨準備の水準を算定している。これを実際の準備高と対比するに当たっては、外貨準備には機会費用(相対的に低い運用収益など)が伴うことから上限も設定し、妥当と考えられる外貨準備の100~150%を、IMFは適正な外貨準備高の範囲としている。

(注4) ただし、スペインの銀行については、トルコに対する与信が近年急増している点や、トルコ以外にもアルゼンチンやブラジルなどの南アメリカ諸国に対する与信額が大きい点などに注意が必要とみられる。なお、銀行与信残高の割合はBISのデータによる。