

新興国情勢悪化がユーロ圏に与える影響

<要旨>

ユーロ圏景気がようやく底入れの動きを見せ始めた中で、複数の新興国通貨が急落するなどの動きが出ており、ユーロ圏経済への影響も懸念されている。今のところ、貿易構造からみて新興国経済の悪化が、輸出などの実体経済ルートを通じて直ちにユーロ圏経済へ大きな影響を及ぼす可能性は低い。ただし金融ルートでは、銀行与信の面で、スペインからブラジルなど南米地域向けに、ユーロ圏各国からは中東欧諸国向けに多額の与信が行われている点には注意を要する。中東欧の新興国は、外貨建ての借入割合が高いために、通貨下落が国内家計・企業の債務負担を増やすといった脆さも抱えている。金融ルートを通じた悪影響は、波及するスピードが速いだけに、この先の新興国経済金融情勢とその影響の広がりを、ユーロ圏経済の下振れ要因として留意しておきたい。

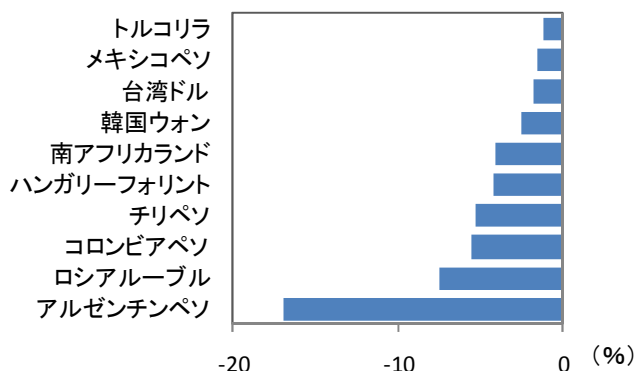
1. 加速する新興国の通貨安

ユーロ圏の2013年10-12期GDPは、外需環境の改善などを受け、前期比0.3%と3期連続のプラスとなった。ドイツ(同0.4%)・フランス(同0.3%)・イタリア(同0.1%)・スペイン(同0.3%)と主要国いずれもプラスとなり、ユーロ圏経済もようやく底入れしつつある。但し、多くの国で失業率は高く、なお緊縮財政が続くなか、景気回復は今後も外需頼みとならざるを得ない。

かかる状況下で、新興国経済の先行きに対する懸念が高まってきた。米国での債券購入措置(QE)の縮小観測が強まった2013年5月以降、特に問題視されているのがブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコの経常赤字5カ国であり、これらの国の通貨レートが大幅に下落する局面が度々見られた。そして2014年に入ると、1月にアルゼンチン中銀が為替介入を停止する方針を示したことなどが影響してアルゼンチンペソが大幅に下落したことをきっかけに、ユーロ圏と経済的関わりが深い中東欧諸国のハンガリーやその他の新興国通貨も下落したことから、今後の新興国の動向が懸念される状況にある(図表1)。

そこで本稿では、新興国の経済金融情勢悪化が、ようやく景気底入れへの動きを示し始めたユーロ圏経済にどのような影響を及ぼすのかについて、中東欧新興国も視野に入れて考察したい。

図表1 新興国通貨の年初来騰落率 (対ドル、新興国市場ワースト10)



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

2. 実体経済チャネルと金融チャネルを通じた影響

新興国経済金融情勢の悪化が、実体経済のルートを通じてユーロ圏に悪影響を及ぼす可能性としては、①ユーロ圏から新興国向けの輸出が減少すること、および②新興国景気減速が長期化した場合、資源価格低迷を通じてユーロ圏の期待インフレ率を低下させ、現在のディスインフレ傾向を強めることが考えられる。

最初に①の貿易ルート通じた悪影響について、ユーロ圏主要国の輸出依存度を輸出 GDP 比率で見ると、現在問題となっている経常赤字 5 カ国とアルゼンチン向けの輸出依存度は GDP 比 2%程度と小さい(図表2)。中東欧の新興国向けの輸出依存度もドイツ・オランダなどで4%前後とさほど高くない上に、中東欧向けの輸出は生産拠点向けのものとしての性格が強く、最終財の割合が4割程度¹と低いことも踏まえると、貿易ルート通じた新興国からの悪影響が深刻なものになる可能性は低いという整理ができよう。

図表2 新興国向け輸出依存度

(輸出元GDP比、%)

	新興国向け				先進国向け	輸出依存度合計
	経常赤字新興国向け					
	経常赤字5カ国 +アルゼンチン 向け	経常赤字 中東欧 向け				
ユーロ圏	1.7	2.8	5.4	9.0	27.6	36.6
ドイツ	2.1	4.1	6.9	12.0	29.3	41.3
フランス	0.9	1.0	2.9	5.3	16.0	21.3
ギリシャ	1.7	2.6	4.5	6.5	7.6	14.1
イタリア	1.5	2.2	4.5	7.3	17.6	24.9
ポルトガル	0.9	0.9	2.9	6.4	21.1	27.5
スペイン	1.1	1.1	3.7	5.4	16.2	21.6
オランダ	2.2	4.1	8.2	13.2	71.9	85.1
オーストリア	1.2	3.9	5.9	9.7	30.5	40.2

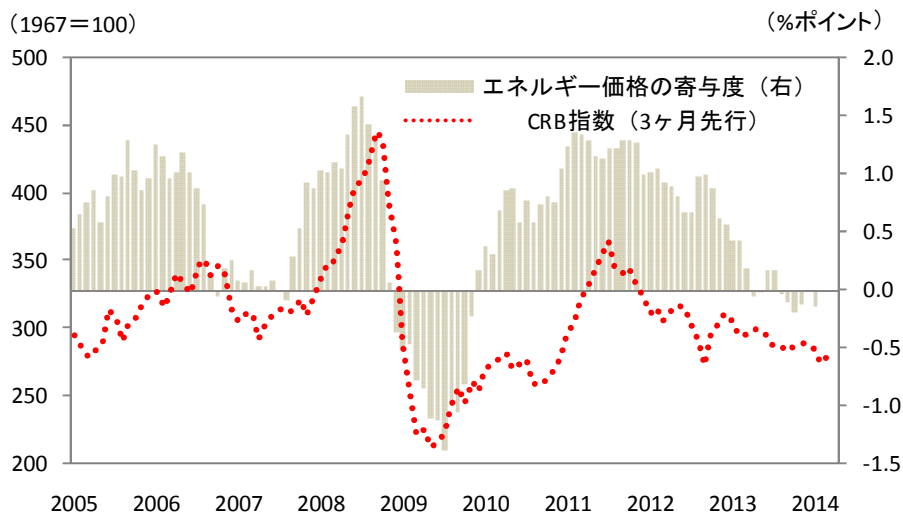
(注) 新興国は IMF の分類による

(資料) UNCTAD、Eurostat より三井住友信託銀行調査部作成

もう一つのルート、すなわち新興国の景気減速による資源価格下落がユーロ圏のディスインフレを長期化させる可能性を検討する。国際商品指数であるCRB指数と、ユーロ圏の消費者物価上昇率におけるエネルギー価格の寄与をみたのが次頁図表3である。これによると、直近のエネルギー寄与は-0.1%ポイント程度と、今のところ新興国の景気減速がユーロ圏のディスインフレに拍車をかけているというわけではない。ただし、新興国の景気低迷が長引けば、商品価格の下落に伴ってエネルギー価格のマイナス寄与が拡大することになる。ディスインフレの長期化は、ECBも懸念する「期待インフレ率の低下」をもたらすために、かかるデフレ懸念に及ぼすリスクについては念頭に置く必要がある。

¹ 経済産業研究所「RIETI-TID2012」のデータによる。

図表3 エネルギー価格のインフレ率への影響

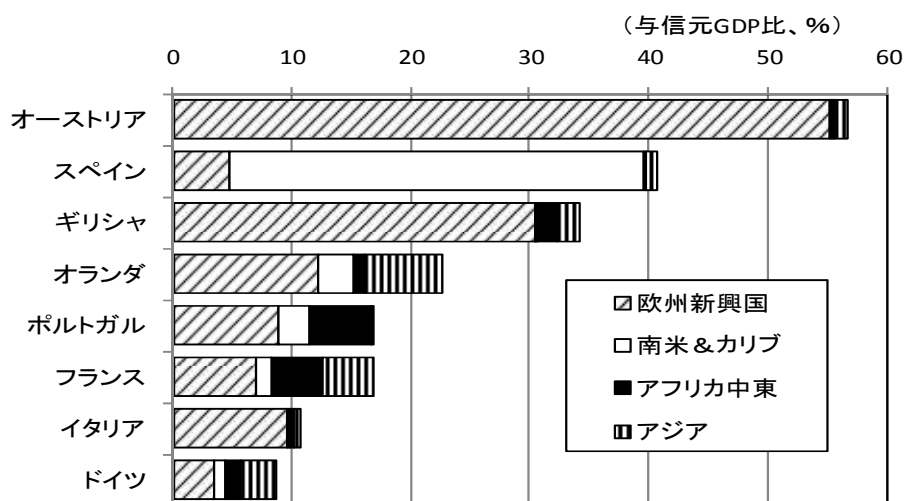


(資料) Bloomberg, Eurostat より三井住友信託銀行調査部作成

次に、金融部門を通じた影響について考える。BIS「国際与信統計」のデータによって、ユーロ圏主要国からの対外与信規模を与信元GDP比で見ると、スペインからは南米&カリブ地域への与信が多い。この中でもブラジル向けの与信が多く、その規模はスペインGDPの1割を超えているため、スペインは現在懸念の対象となっている経常赤字新興国の情勢悪化の影響を直接的に受けやすい国であることがわかる。

もう一つ指摘できるのは、中東欧の新興国に対して、オーストリア・ギリシャを筆頭にユーロ圏の主要国からGDP比で1割程度以上の与信が行われていることである。これら与信先地域の景気悪化によって中東欧向け与信の損失が拡大すれば、ユーロ圏金融機関の財務悪化リスクにつながる恐れがある。

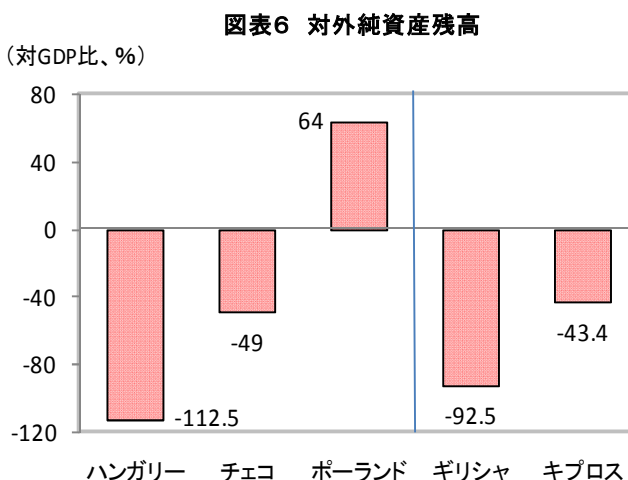
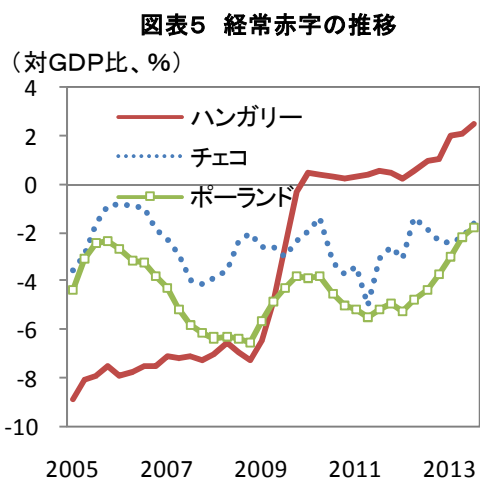
図表4 ユーロ圏主要国からの国際与信



(資料) BIS, Eurostat より三井住友信託銀行調査部作成

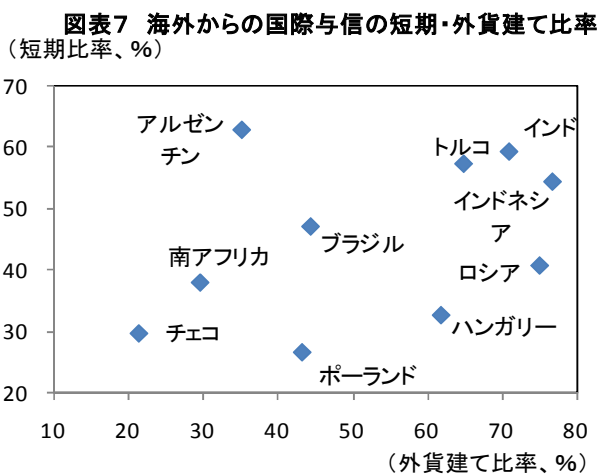
3. 中東欧新興国の現状

ところで、前掲図表1にも示したように、為替レートを見る限り、新興国情勢悪化の中で、中東欧諸国もハンガリーを筆頭に今後、金融市場の懸念の対象となる可能性がある。ハンガリーは経常黒字であり、ブラジル等の経常赤字新興国と異なり、フロー面で国外からの資金流入に依存しているわけではない(図表5)。ただし同国は、リーマンショック前まで他の東欧新興国を超える経常赤字が続いてきた。その結果、GDP比で約113%の対外純負債が残っており、この割合は実質的なデフォルトを起こしたギリシャを超えている。フロー面の対外収支は改善したが、ストック面ではなお国外資金に依存しているという金融面の弱みを残している。従って通貨安が行き過ぎると、金融面の弱みに焦点が当たり、更なる通貨下落幅拡大のトリガーになる可能性がある(図表6)。



(注) 経常赤字は後方四半期移動平均
(資料) Eurostat、欧州委員会資料より三井住友信託銀行調査部作成

また、海外からの国際与信の特徴をみると、中東欧諸国は1年以内の短期資金の割合が低く長期資金の割合が高い点で他の多くの新興国より安定していると言えるが、ハンガリーは、外貨建ての割合が高いために、通貨安によって実質的な債務額が増えてしまうという脆さをもつ(図表7)²。

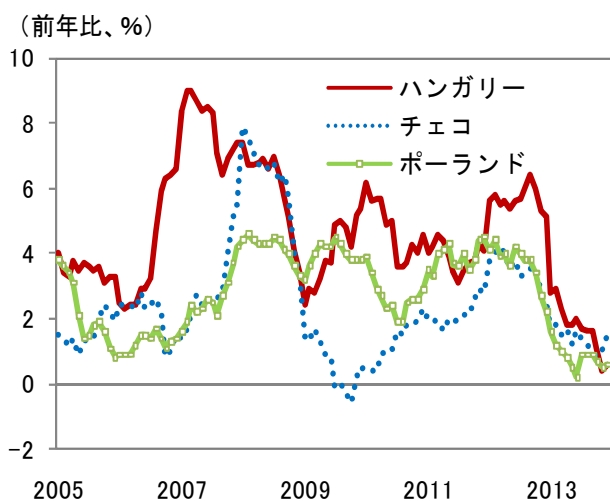


(注) 所在地ベース。短期比率は、国際与信全体に占める1年以内の割合。
(資料) BIS 統計より三井住友信託銀行調査部作成

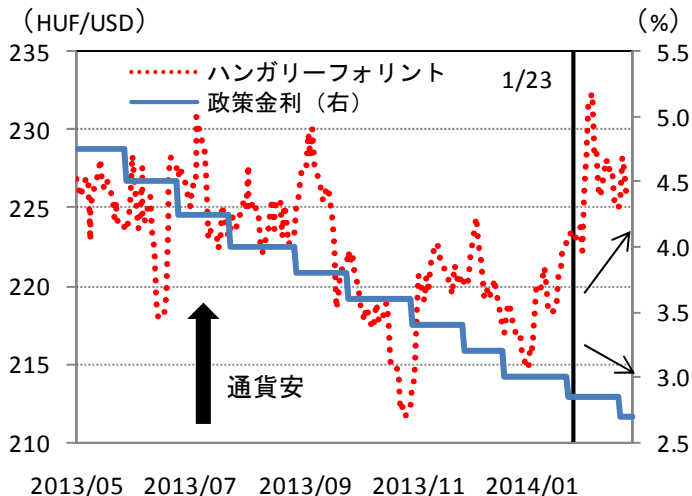
²ハンガリーでは、住宅ローンに占める外貨建ての割合が約6割と多く、昨年11月にも、2011年から施行されている外貨建て住宅ローン利用者の救済法案の適用条件緩和などが行われている。

ハンガリーを含む東欧諸国のインフレ率はいずれも2%を下回る水準にあり、通貨安が輸入インフレ圧力の高まりを招いて利上げを余儀なくされ、それが实体经济に打撃を与えて更に通貨安が進むという悪循環に陥る可能性は今のところ小さい(図表8)。実際にハンガリー中銀は、2012年8月以降、19回連続で利下げを行い、政策金利は過去最低の2.7%となっている。この点で、利上げを余儀なくされたトルコ、インド、南アフリカなどの経常赤字国ほど深刻な状況に陥っているわけではない。但し、通貨レートの下落にこの先も歯止めがかからず、輸入インフレ圧力や、国内家計・企業の外貨建て債務の返済負担が増えてしまえば、将来的に利上げを余儀なくされることになる(図表9)

図表8 東欧3カ国のインフレ率



図表9 ハンガリーフォロントと政策金利



(注)インフレ率はユーロ圏統一基準(HICP)。ハンガリーフォロントは、1ドルあたりの推移
 (資料)Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

4. まとめ—新興国情勢悪化がユーロ圏に与える影響

新興国の経済金融情勢悪化がユーロ圏に及ぼす影響は、輸出依存度から見て大きくないと見られるほか、資源価格の下落がユーロ圏のデシインフレを長期化させる動きも、今のところは顕在化していない。

このように实体经济チャネルを通じた影響が拡大する懸念は目下のところ小さいが、金融チャネルに着目すると、スペインから経常赤字5カ国のブラジルに対して多額の与信が行われている他、オーストリアをはじめとする複数の国が中東欧の新興国に対して多額の与信残高を抱えているなど、相応の波及・伝播構造を有している。現在の中東欧新興国は、通貨下落が輸入インフレを招き、利上げを余儀なくされることで更に経済悪化と通貨下落につながるという悪循環に陥る懸念は小さいが、この先も通貨下落に歯止めがかからなければ、将来的にインフレ圧力の高まりや外貨建て借入の負担増を避けるための利上げに踏み切らざるを得なくなる可能性がある。

また、中東欧諸国においては、それぞれの経済規模は小さいとはいえ、一部の国への対外与信に損失が出る懸念が高まれば、損失を受ける側の状況悪化懸念が高まり、それが複数の国に連鎖していくという欧州債務問題の際に注目された構造はなお残っている(図表10)。スペイン、イタリアともに国内経済悪化による不良債権増加が問題とされているなか、金融機関の資産を劣化させる要因は海外にも存在するということになる。金融チャネルを通じた悪影響は、波及するスピードが速いだけに、経常赤字新興国の経済金融情勢とその悪影響の広がりの可能性は、ユーロ圏景気の下振れ要因としてしばらく留意しておきたい。

図表 10 ユーロ圏主要国間の国際与信構造

上段:与信残高 (百万US\$)		与信先					
		オーストリア向け	ギリシャ向け	アイルランド向け	イタリア向け	ポルトガル向け	スペイン向け
与信元	イタリア	97,857 (4.9)	1,354 (0.1)	9,544 (0.5)	/	1,484 (0.1)	20,949 (1.0)
	ポルトガル	108 (0.1)	280 (0.1)	3,619 (1.7)	4,381 (2.1)	/	20,665 (9.7)
	スペイン	5,031 (0.4)	645 (0.0)	5,078 (0.4)	28,818 (2.2)	70,322 (5.3)	/
	オランダ	10,310 (1.3)	1,276 (0.2)	12,155 (1.6)	33,869 (4.4)	3,916 (0.5)	50,056 (6.5)
	ドイツ	77,795 (2.3)	10,088 (0.3)	70,798 (2.1)	126,773 (3.7)	22,398 (0.7)	124,073 (3.6)
	フランス	15,992 (0.6)	2,119 (0.1)	39,044 (1.5)	351,111 (13.4)	15,327 (0.6)	106,818 (4.1)

(注)最終リスクベース

(資料)BIS、IMFより三井住友信託銀行調査部作成

(経済調査チーム 薫 貞明 : To_Sadaaki@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。