



2016年1月22日

## 金融市場はなにを恐れているのか

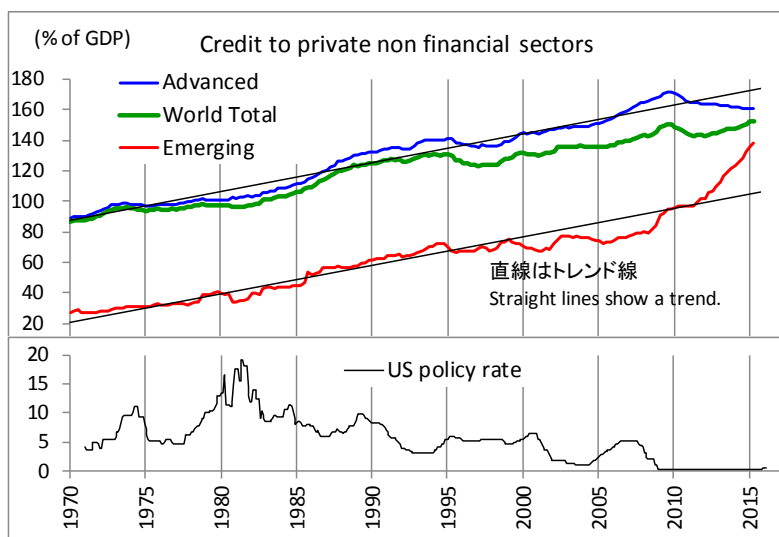
公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部長 佐久間浩司

年初から世界の株価は下落が続き、投資家のセンチメントは冷え込んでいる。大きな要因として、一般には中国の減速、米国の利上げ、原油安の資源国への打撃の3つが挙げられる。国単位の中規模要因としては、日銀の量的緩和が物理的にいつまで可能かという懸念、米国製造業ルネッサンスの色褪せ、政治要因としてサウジとイランの対立、北朝鮮の核実験、パリでのテロ事件などが挙がる。

### 悪材料を共鳴させる最大の悪材料

しかし、その背後でこうした複数の要因すべてを共鳴し合う悲観材料に仕立てているものがある。それは、途上国の過剰債務だ。米国の利上げは、そもそも経済回復の結果起きていることだ。原油安は、イランの石油輸出市場への参入期待などの供給要因もあるが、世界の景況感の後退の結果である。これらと比べると、途上国の債務問題は、諸々の悪材料の最上流に位置する圧倒的に大きな悲観材料だ。

図表1：先進国と途上国の債務の推移（対GDP比）



債務（Credit）とは、各国内の銀行貸出、債券などの合計。各四半期の末残が、各国別に地場通貨建て、米ドル換算額、GDP比の3種類で発表されている。

(Source) BIS: total Credit Statistics, Federal Reserve, Detastream

過剰債務は一旦生まれると、短期的に処理しようとするれば大きな景気後退を招く。痛みを抑え少しずつ処理しようとするると非常に長い時間がかかる。下手をすればデフレの罠にはまる。1990年代の日本、1991年の北欧、1997-98年のASEAN・韓国、2008年の米国やその後の欧州の経験から、誰もがこのことを知っている（巻末 Appendix 参照）。名目的な成

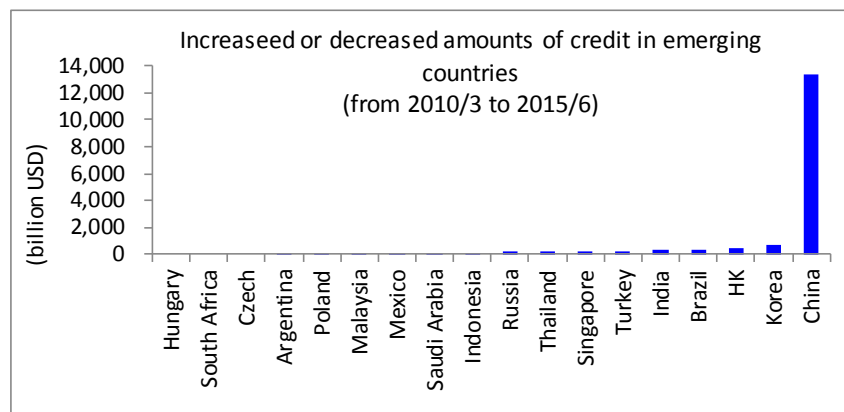
長によって債務を目減りさせる方法はある。しかし、この数年に途上国が積み上げた債務規模は、名目成長だけで乗り切れる程度ではない。

この規模の大きさは、単に途上国の GDP 比でという相対的なものではない。世界全体の規模でも、リーマン危機前の水準に匹敵する大きさなのだ。米国の利上げを機に、この後始末がどうなるかという点に投資家の意識が向き始めた。今日の世界の金融市場の動揺は、その最初の衝撃波であろう。

### 途上国債務の増加はほとんどが中国

途上国債務の増加の内訳は、ほとんどが中国だ。中国の民間債務の大きな部分は人民元建てであり、ここには米ドルの金利引き上げの直接の影響は受けない。しかし、為替取引の自由度を上げようとしている中国にとって、国内金利が米国の利上げの影響を受けないわけにはいかない。今後の景気減速で、製造業の設備や開発不動産の稼働率が下がる一方で、債務の金利負担は上がっていく。不良債権が徐々に生まれ、それが更に景気減速をもたらすという悪循環が起こることは容易に想像できる。世界の金融市場が恐れているのは、こうしたつらい調整期が訪れる未来である。

図表 2：米ドルの金融緩和期に積み上がった途上国債務の国別内訳



(Source) BIS: total credit statistics

ただ、この悪循環がいつ始まるのかは予想できない。今の世界的な株安のまま調整期に入るかもしれないが、そうならない可能性もある。前回、米国は 2004 年半ばに利上げを始めたが、サブプライム問題がさかんにメディアに取り上げられたのが 2006 年だ。パリバショックという実害が起きたのは 2007 年 8 月、更にリーマンショックというクライマックスに至ったのは 2008 年 9 月である。実際に金利水準が 5% 台まで上がり、現実の利払い負担が重くなってから問題は起きている。その間、約 3 年のタイムラグがあった。

FRB は、今回の利上げペースを非常に緩やかにするとしている。何かをきっかけに金融市場のセンチメントは好転するかもしれない。そうなれば、一旦はこの債務問題は忘れ去られるかもしれない。しかし、何年か後に実際にドル金利が 3%、4% の域に達した時には、間違いなく、米ドルのゼロ金利時代に広がった安易な与信の膿が噴き出すであろう。

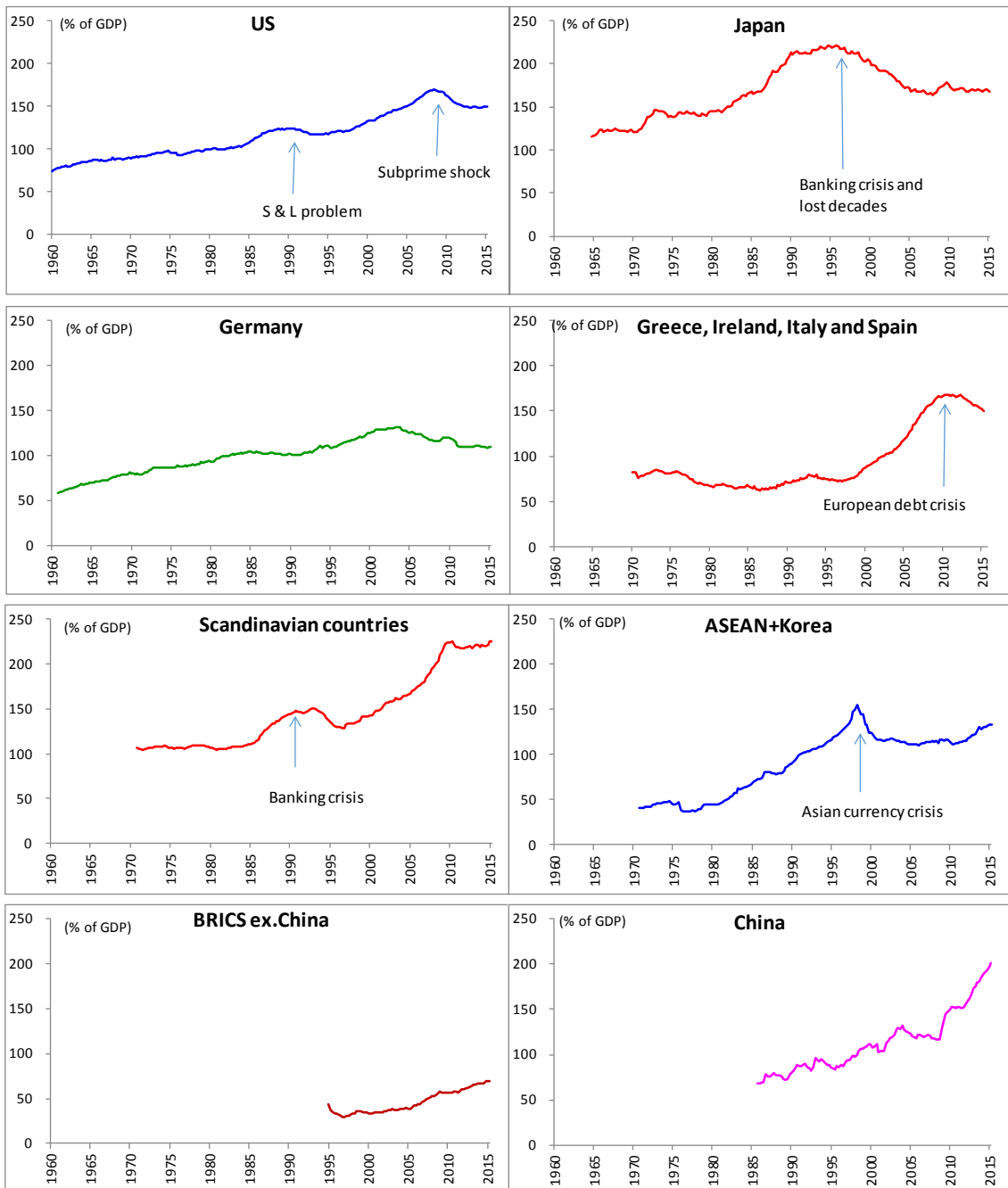
## まだ世界はグローバル危機の後遺症の中に

中国の与信拡大のきっかけは、2008年11月の4兆元の財政出動であった。これを呼び水として、地方政府などを巻き込みながら全土で与信と投資が拡大した。もし、この需要対策がなかったら、リーマン危機後の世界経済の落ち込みはもっと大きかったのではないだろうか。そういう意味では、米国の利上げは、米国にとっての危機の終止符に過ぎない。世界全体で見れば、まだ深刻な後遺症が続いているのだ。

### <付属資料 / Appendix>

#### 各国・各地域の民間債務残高 GDP 比率

#### Credit to non financial sectors (% of GDP)



(Source) BIS: total Credit Statistics

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。