



2016年2月9日

## 21世紀型「資源価格ショック」:IMFが懸念する「金融システム不安」への波及経路

公益財団法人 国際通貨研究所  
 経済調査部 上席研究員 武田 紀久子

「南米スリナムが金融支援要請を行い、IMF 代表団が今週にも協議を開始する」というニュースを気に留めた向きは極めて少ないだろう。同国は「過去 10 年で所得が 5 倍になるような資源依存型のバブル的高度成長」から一転。昨年以降は「資源価格急落による輸出低迷を受けた景気後退」に陥り、「財政収支・国際収支が極端に悪化」した結果「外貨準備が枯渇」し、資金繰りに窮し国際機関の支援を仰ぐという経路を辿った。原油のみならず、大半の資源価格が 2014 年半以降の 1 年間で約 50% も下落した事実を鑑みれば、今後その他の資源依存度の高い低所得の新興・開発途上国が同様の事態に追い込まれ“スリナム化”する可能性は多分にある。南米最小国の危機は確かにニュースバリューに欠けるが、今回の支援要請はその意味で冰山の一角と言えそうだ。実際、IMF ラガルド専務理事は 1 月 31 日のインタビューで「目下の頭痛の種は、低所得で資源輸出依存度が極めて高い国の命運」と述べ、これら諸国に対し緊急貸出や支援策等を検討している様子を仄めかしていた。

ラガルド氏がこのインタビューで具体例として挙げたのはナイジェリアだ。輸出の約 90%、歳入の 60% が原油関連で構成される同国は目下、世銀・アフリカ開発銀行等の国際機関に約 90 億ドルの支援要請を検討しているとされ、こうした事態にラガルド氏も年初に同国を正式訪問している。他方、アゼルバイジャンは約 40 億ドルの支援を IMF と交渉中であり、また、ベネズエラは昨年中国に対し原油供出を条件に個別支援を要請した。英紙 FT が伝えるところでは、この他にエクアドル、アンゴラ、ガボンなどの名前が挙がっているという。資源価格の急落を受けて、一部の低所得資源国の置かれた状況は対外支援が必要な「危機レベル」へ急速に悪化している。

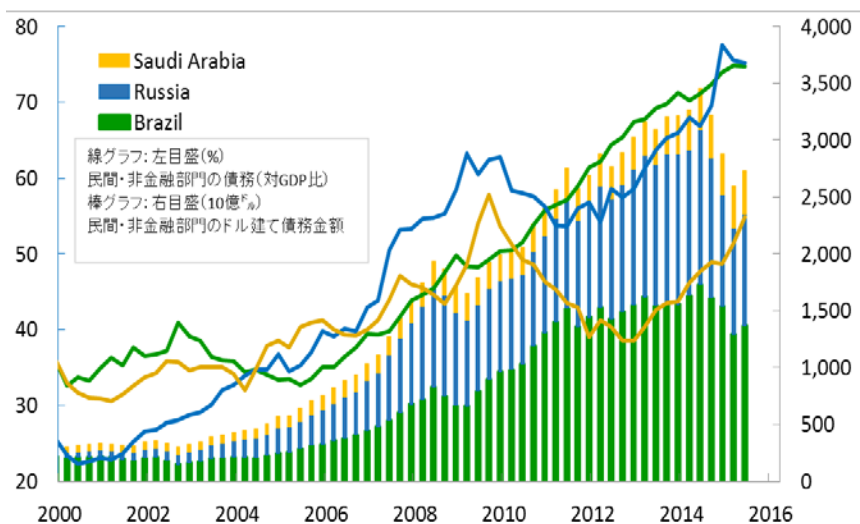
しかし、ラガルド氏の真の“頭痛の種”は、旧来型の財政収支・国際収支危機に留まらず、それらとスパイラルに悪化し、グローバルに拡散するリスクのある「金融システム不安」にある模様だ。IMF は先週末、新興・開発途上資源国 71 ヶ国の 1997-2013 年の分析を元に、ワーキングペーパー“Commodity Price Shocks and Financial Sector Fragility”を発表。「資源価格急落ショック」は金融セクターの脆弱性を高めるとして、次の 3 点（①景気悪化を通じた銀行バランスシートの毀損、②預金流出が発生し流動性が逼迫、同時に自国通貨安が進行し対外債務が膨張、③基幹産業の資源輸出部門低迷を受け、税収減や財政刺激策発動等により財政収支が悪化<≡金利急上昇>）を挙げている。更に、

これらが「金融システム不安」へ拡散していくプロセスとして、a)景気後退で大量の不良債権を抱え込み、銀行経営が行き詰まる、b)低所得・資源依存国の特徴として「ガバナンスの質の低さ」、「高水準の公的債務」、「未成熟の金融セクター」等の共通項があり混乱を助長すること等を指摘。結局は、GDP 成長率、政府部門の歳出入、貯蓄率などのマクロ変数、そして、外貨建て債務の状況等が波及経路として注目されるとしている。

一方で、比較的安定を保っている国の特徴として、ガバナンス能力向上や公的債務抑制、そして、SWF のような国富の備蓄がある国、更に、経済成長モデルに多様性があることなども指摘している。確かに、資源依存・新興国の大国であるロシアやブラジルが持ち堪えているのは、これまで積み上げてきた大規模な外貨準備や SWF などのセーフティネットの恩恵であろう。もっとも、この2 大国にしても、資源に過度に依存した多様性に欠ける経済成長モデルにあることに加え、ドル建て対外債務の規模も大きく(図 1)、IMF が懸念する金融不安から必ずしも遠い場所にいるわけではないだろう。

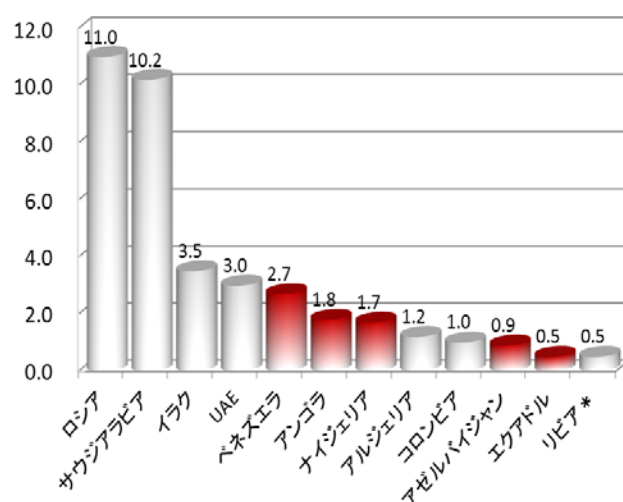
世銀は先月、2016 年の原油価格見通しを昨年 10 月発表の 1 バレル=51 ドルから 37 ドルへ引き下げた。原油を筆頭に資源価格安が長期化する蓋然性は高まっており、これに伴い発生する資源国への様々な悪影響も一時的に耐え凌げば済むという性質のものではなくなっている。換言すれば、資源依存国は「低エネルギー価格時代」を前提とした経済成長モデルへの転換を迫られており、これが 2014 年以降に発生した「資源価格ショック」の本質と言える。同時に、その移行プロセスでは、当事国の財政状況や国際収支だけでなく、金融システムの機能不全を通じたグローバルな伝播が警戒されることも「21 世紀型ショック」の必然となっている。

(図 1) 民間・非金融部門の債務状況



(出所) BIS 国際決済銀行

(図 2) 2015 年の原油産出見通し (日量、バレル)



(出所) OPEC、EIA

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せ、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います。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。