

みずほマーケット・トピック(2018年9月12日)

続・リーマン 10 年で注目される次のショックの「芽」

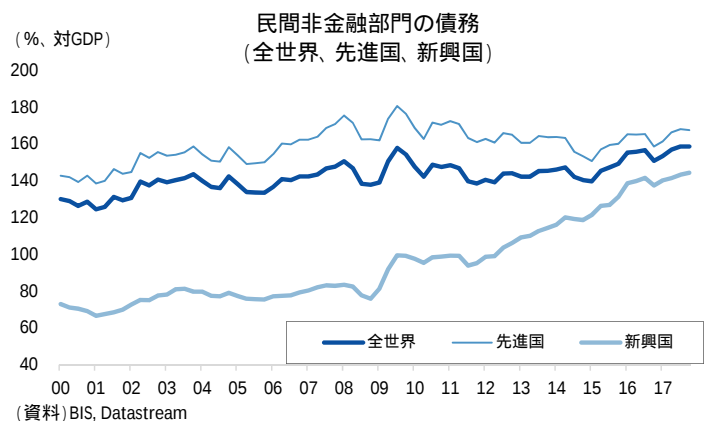
一昨日の本欄ではリーマンショック 10 年という節目を迎える中、次の危機の「芽」に関して考察した。そこでは民間非金融部門の債務(以下民間債務)に不安を抱える国・地域として中国、香港、カナダ、フランスといった個別名を挙げ、とりわけドイツを震源とする欧州の不安定に着目した。だが、より大局的な観点から「やはり先進国より新興国が危ないという声も多いがどう考えるか」、「債務が拡大しているというが、それは誰が金を借りているのか」という照会を複数頂戴した。本日の本欄ではこの点を議論したい。結論から言えば、現在、危機の「芽」として最も注目すべき論点では世界で累増する民間債務であり、とりわけ新興国の企業部門のそれが目を引く。FRB が海外経済環境を配慮することなく利上げを続け、来年には ECB もこれに加わりそうとしている中、新興国の資金調達環境は悪くなることはあっても良くなることはありそうにない。かつての日本がそうだったように、企業の過剰債務が調整する格好で長期不況に突入するパターンもあり、次の「芽」として議論すべきものだと考えられる。

～危機の「芽」、再考～

一昨日の本欄ではリーマンショック10年という節目を迎える中、次の危機の「芽」に関して考察した。この点、各種メディア報道も同論点に高い関心を寄せている時期ということもあり、多くの照会を頂戴した。同欄では民間非金融部門の債務(以下民間債務)に不安を抱える国・地域として中国、香港、カナダ、フランスといった個別名を挙げ、とりわけドイツの経常収支不均衡を震源地とする欧州の不安定に「芽」の可能性を指摘した。だが、より大局的な観点から「やはり先進国より新興国が危ないという声も多いがどう考えるか」、「債務が拡大しているというが、それは誰が金を借りているのか。企業なのか家計なのか」という照会を複数頂戴した。本日の本欄ではこれを議論したい。

～民間債務増加は新興国がけん引してきたもの～

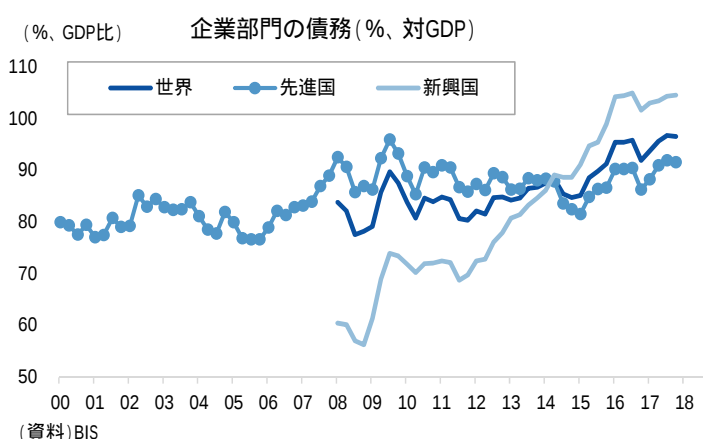
まず、結論から言えば、民間債務の増加という観点から最も注目されるのはやはり先進国より新興国である。前回の本欄ではドイツの経常収支不均衡問題およびこれに付随する同国の資産価格急騰という点に焦点を当てたが、世界大で見た場合、金融危機の「前」と「後」で最も変わったのは明らかに新興国の民間債務が増えたことである。これは右図を見れば一目瞭然だろう。金融危機前後で先進国の民間債務



はGDP比で横ばいだが、新興国に関しては約77% (08年9月) が約144% (17年12月) と倍増している。既に言い尽くされた論点だが、危機後、日米欧の中央銀行は形振り構わない金融緩和を行い、世界的に低金利が定着、資金調達のハードルが下がり、消費・投資意欲も刺激されやすくなった。元より世界経済のフロンティアが新興国にしかない状況で流動性が拡大したのだから、必然の帰結と言える。過剰流動性、新興国の成長国神話、「Search for yield」のアニマルスピリットが絡み合った結果、今やGDP比で見た新興国の民間債務は先進国のそれと変わらなくなったのである。

～とりわけ不安視されるのは新興国の企業部門の債務か～

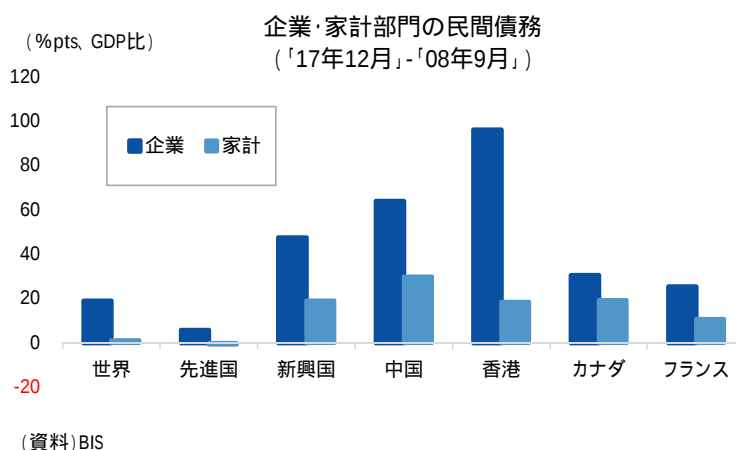
また、民間債務といった場合、これは企業部門(統計上は民間非金融法人企業部門)なのか、それとも家計部門なのかという疑問が生じる。例えばサブプライムショックおよびリーマンショック後の米国経済においては家計部門の過剰債務が問題となり、1990年代の日本におけるバブル崩壊では企業部門の過剰債務が問題となった。家計部門の過剰債務が問題になると個人消費、住宅投資といった需要項目から実体



経済が崩れ始め、いずれ企業部門にその影響が至る。一方、企業部門の過剰債務が問題になると設備投資が崩れ始め、雇用・賃金情勢を通じて家計部門にその影響が至る。いずれから始まるにせよ、経済は相互に関連しているので碌な話にはならないのだが、問題の所在を知る上では気になる。結論から言えば、これは企業部門にけん引されたものである。データの制約上、新興国(およびこれを含む世界)の部門別債務状況は2008年以降しか取得できないが、企業部門の債務増加ペースは過去と比べても恐らく普通ではなかったことが容易に推測される(図)。

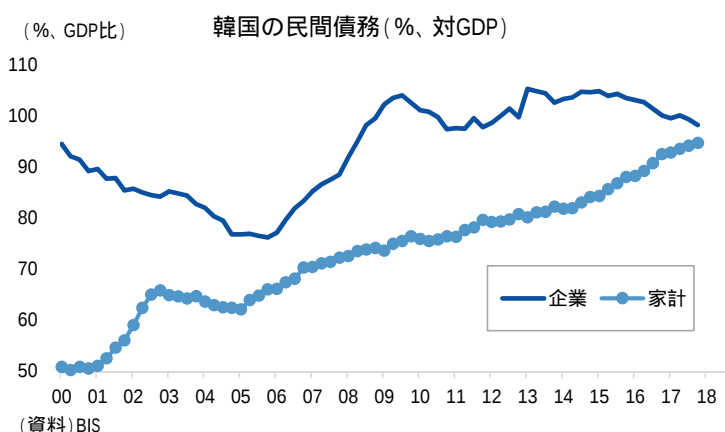
～異常な香港の企業債務の伸び～

国・地域別に見ても得られる含意はあまり変わらない。前回の本欄でも指摘した中国や香港の民間債務を見ると、家計部門も確かに増加しているが、企業部門の増加幅が突出している(図)。とりわけ、2008年9月対比で約100%ptsの増加幅となっている香港が目を引くだろう。もちろん、国際金融センターとしての特殊性が色濃く出ていると考えられ他国と単純比較



は難しいが、こうした増加幅を健全なものとして評価すべきなのは意見が分かれるだろう。なお、上述

したように、日本のバブル崩壊時には企業部門の過剰債務が問題視されたが、その際のピークは1993年12月末時点の147.6%だった。この点、2017年12月末時点で中国が160.3%、香港が232.3%、カナダが114.0%、フランスが133.8%となっており、当時の日本を優に超えるか、もしくは肉薄する状況にある。企業部門の抱える過剰債務が不良債権化し、これが金融システムを直撃、その処理に手間取ったことが日本の「失



われた20年」の一因として指摘されていることを思い返せば、やはり一部の国における過剰な企業債務は次の危機の「芽」となり得るだろう。ちなみに新興国全体として企業部門の債務の増加ペースが速いため、このように議論を進めたが、国によって家計部門の債務の増加ペースが速い国もあり、例えば韓国は企業部門よりも家計部門の債務が明らかに伸びている(図)。

いずれにせよ、FRBが(今のところは)海外経済環境を配慮することなく利上げを続けており、来年にはECBもこれに加わろうとしている中、新興国の資金調達環境は悪くなることはあっても良くなることはあるまい。次の危機の「芽」として指摘すべきは世界で見られている民間債務の拡大、とりわけ新興国の企業部門の債務が調整を迎える可能性と考えたいところである。リーマンショック後の金融市場が新興国の成長神話に乗って活況を呈し、それが復調の契機にもなってきたことを思えば、新興国経済の腰折れとその停滞の長期化は考えるだけでも恐ろしい事態である。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き?～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～敵寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか?～BISビューに基づき抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の変心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディオックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか?
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか?
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」?～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい理由なきドル/円上昇～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中開戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か?～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	まとも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか?～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き?～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか?
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか?～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ボジション～短期目線に振られるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古く新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～