

新興国

予測 36

リスクオンへの転換で 明るさが増す新興国経済

児玉卓 ●大和総研アジアリサーチヘッド

2 013年の新興国経済は米国の金融緩和と縮小観測に揺さぶられる展開が続いた。米国の金融政策の転換は、二つのルートから新興国の脅威となり得る。

一つは、ドル金利の上昇が新興国から米国への資金移動をもたらすことである。これは必然的にドル高・新興国通貨安を伴う。特に経常収支赤字国の場合には、資本の流出で経常赤字を穴埋めできなくなるのではないかと疑義を市場に抱かせる。それだけ、為替レートはより下落しやすくなる。

もう一つは、ドル金利の上昇が(ドル建て) 対外債務を抱える新興国の返済負担を増大させることである。これがドル高を伴えば、自国通貨換算での新興国の返済負担増大の度合いは一段と増す。前者の弊害は、ブラジル、イン

ド、インドネシアなど、少なからぬ新興国が金融引き締めを余儀なくされたことに表れている。外部環境が不安定な中では、新興国の金融政策はどうしても通貨防衛色が強まり、結果的に、景気回復が先送りになる可能性を高める。

一方、後者のルートを通じたドル金利上昇の悪影響は低下しているはずだ。IMF(国際通貨基金)によれば12年の新興国・途上国全体が抱える対外債務のGDP比は24.4%、2000年の36.4%からは顕著に低下している。

また、2000年に新興国・途上国が保有する外貨準備は対外債務の半分以上にすぎなかった。だが、12年には外貨準備が対外債務を20%程度上回っている。ドル金利の上昇や自国通貨の下落が債務の返済負担を増すことには変わりはないが、そのデメリットは新興国

が持つ対外資産の価値の増加によって相殺されるようになったということだ。これが資本逃避圧力に対する耐久力の増強をもたらしている。

先進国依存の成長モデル 金融政策より景気が重要

米国の金融政策の新興国へのインパクトを考える際、もう一つ重要なことは、金融政策の転換は实体经济の好転という裏づけを伴って初めて実現するということだ。13年9月に、事前の予想を覆してFRB(米連邦準備制度理事会)が量的緩和と縮小を見送ったことが示すように、FRBは非常に景気配慮的であり、先走りの政策転換によって景気の回復を阻害するような懸念は限定的である。

当然ながら、新興国にとって米国の経済の改善は朗報以外の何物でもない。だが、昨今のグローバル金融市場では、米国の金利上昇という新興国にとってのマイナスイメージが強調され、米国の景気改善というプラス面には目が向かないといった、アンバランスが継続してきたように見える。こうした状況は早晩修正されることになる。これを示唆するのが左ページの図だ。ここではOECD(経済協力開発機構)の景気先行指数、お

よび新興国のドル建て国債の米国債に対する利回り格差を示している。後者は、市場が新興国に要求する信用リスクプレミアムであり、中長期的には、財政、外貨準備と債務のバランスなど新興国の経済の基礎的要因が決め手となるが、短期的にこれを動かすのは市場におけるリスク許容度である。

図は、世界経済のよしあしがリスク許容度を決定づけることを示している。景気拡大による所得の増加に伴ってリスクを取る余裕が生まれ(いわゆるリスクオン)、新興国にも資本が流れやすくなる。逆に、リーマンショック時のように世界経済が危機的状況に陥れば、リスク許容度が著しく低下し、リ

2020

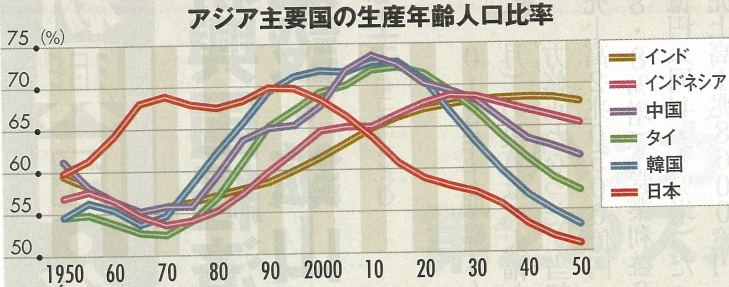
中国の高成長終焉で始まる アジア諸国の「成長の連鎖」

予測 37

中国経済は2010年まで4年連続で2桁成長した後、11年の9.3%を経て、12年以降は7%台の成長が続いている。李克強首相が主導する経済構造改革「李コノミクス」の下で、景気浮揚策の発動などを控えているという事情もあるが、同国の中期的成長率の鈍化は人口構成上の必然でもあると考えられる。日本でも1970年代初頭に生産

年齢人口比率(15〜64歳人口の全人口に対する比率)がピークに達し、労働供給の増加、貯蓄率の上昇などからなる、いわゆる人口ボーナスが終わるとともに高度成長が終焉した。同様のことが現在の中国でも起こっている可能性が高く、2桁成長の再現は考えにくい。

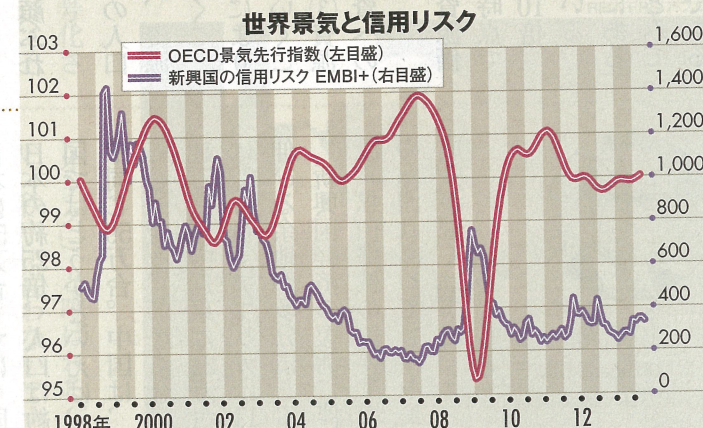
中国の生産年齢人口はピークアウト



*2014年以降は予測 出所: The United Nations, World Population Prospects: The 2012 Revision

年齢人口比率(15〜64歳人口の全人口に対する比率)がピークに達し、労働供給の増加、貯蓄率の上昇などからなる、いわゆる人口ボーナスが終わるとともに高度成長が終焉した。同様のことが現在の中国でも起こっている可能性が高く、2桁成長の再現は考えにくい。大國・中国の減速により、アジア新興国全体の中期的成長率も減速を余儀なくされることになるだろう。ただし、周辺アジア諸国にとっては悪い話ばかりではない。アジアでは、長期にわたって「成長の連鎖」が継続してきた。起点は日本であり、韓国などが続き、さらにはタイなどのASEAN先行国、中国が次々に高度成長を経験した。日本の高度成長に伴い所得水準、賃金が上昇し、産業の新陳代謝が必須となることで、既存産業の集積が他国へシフトしたことがあった。したがって、中国の人口構成の成熟化と賃金の上昇は、インドネシアやフィリピン、ミャンマーなど、より若い国が中国で競争力を失いつつある産業の受け皿となる可能性を高めるということだ。足元では減速気味ではあるが、アジアの成長連鎖はまだまだ続くということである。

2014年はリスクオンへ



*景気先行指数はOECD+ブラジル、中国、インド、インドネシア、ロシア、南アフリカ共和国。EMBI+は新興国国債の米国債に対するスプレッド・ベースポイント *OECD、Haver Analytics、JPモルガンの資料を基に大和総研作成

こうした中、14年の新興国経済には比較的楽観が許されよう。自律性を欠いた新興国経済であるからこそ、米国を中心とした先進国経済の回復は停滞脱却の特効薬に他ならないからだ。結局、新興国にとって怖いのは米国金融政策の転換ではなく、米国景気回復の頓挫だということだ。



こだま・たかし/大和総研経済調査部、大和総研香港シニアエコノミスト、ロンドンリサーチセンター長などを経て現職。