

# 新興国

## 世界経済の先導役だった 新興国経済も頼りにならない

ユーロ圏危機は、新興国通貨を下落させ、世界経済の先導役たるエネルギーを新興国から奪っている。

こだま たかし  
児玉 卓

(天和総研ロンドンリサーチセンター長)

**グ**ローバル金融市場では、ユーロ圏危機の深刻化によるリスク回避が新興国からの資金逃避を引き起こしている。新興国通貨は下落し、新興国が世界経済の先導役とな

るシナリオの実現可能性を低めている。先進国と比べ、利下げ余地も財政出動の余裕もある新興国本来の力が発揮しにくい状態に陥っているのだ。

世界全体に占める新興国・途上国の名目GDPのシェアは2011年には36%と、10年前の20%から大幅に上昇し、世界経済への影響力を高めてきた。この間、とりわけ印象的だったのは、08年秋のリーマン・ショックを受けた翌09年のグローバル不況期に示した、新興国の「耐久力」である。もちろん、新興国も景気失速を余儀なくされたが、先進国と比較した場合、前年比の成長率の低下幅は小さかった。新興国は08年の成長率6・0%から09年の2・8%と3・2%の低下幅だが、先進国は08年0・0%から09年マイナス3・6%と低下幅3・6%となった。その結果、両者の成長率格差は6・4%まで拡大した。つまりこうした現状

は、追い風には乗りやすいが逆風にも弱い（上にも下にもボラティリティが高い）という、新興国にまつわる通念を覆した。そして当時の新興国の景気の底の浅さは、現在の政策対応余地の大きさにつながっている。日米欧はいずれも、財政で景気を支える余裕が限りなくゼロに近い。政策金利もゼロ近くであり、金融政策の発動余地は効果不明な流動性の増加くらいしかない。

一方、新興国はというと、先進国とは違い、財政の傷みが小さく、政策金利にもふんだんな下げ余地が存在する。それらを踏まえて、新興国がその余力を生かし、さえない状態が続く世界経済を再度成長軌道に乗せる先導役を果たしていく。これが従来、期待されてきた世界経済の景気回復のシナリオだ。しかし、収束の兆しが見えないユーロ圏危機以降、その実現に向けた期待のハードルは高まっている。

### 通貨安のインフレ圧力

ハードルを上げた1つの要因は、ユーロ圏危機により、新興国の為替レートが軒並み下落し、輸入インフレの圧力が新興国内に広範囲で増している点だ。

ブラジル・レアル、インド・ルピーなどの軟調は最近始まったことではないが、5月以降、ロシア・ルーブル、南アフリカ・ランドなどに加えてタイ・バーツやインドネシア・ルピアなど、比較的安定的に推移していた新興国通貨も、下落が進んでいる。言うまでもなく、背景にあるのはギリシャのユーロ離脱論沸騰に代表されるユーロ圏の混迷である。

同様のことは、昨年秋にも起こっており、はじめてのことではない。当時もユーロ圏危機が世界経済2番底懸念と相まってグローバル市場のリスク回避を引き起こし、新興国通貨の下落をもたらした。

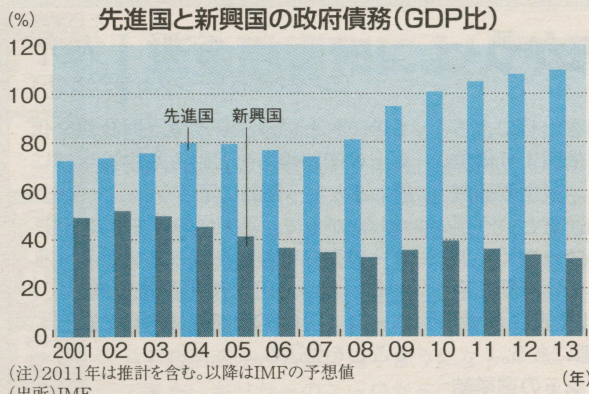
ただし、今回のユーロ圏危機による影響は、新興国通貨が十分に回復しないうちに再び危機となったため、累積的な為替下落の「マグニチュード」はより大きくなっている。

レアル、ルピー、ランド、さらにハンガリー・フォリント、ポーランド・ズロチなどは、5月時点の対ドルレート下落率が前年比で20%近く



中国など新興国も世界経済の先導役にならない (写真は中国・北京)

Bloomberg



に達している。輸入GDP比など、国による為替変動のインパクトの違いはもちろんあるが、輸入インフレの圧力がリーマン・ショック後の翌09年に匹敵する強さになってきたということだ。

東欧諸国などは、最近のユーロ安により、実効レートの下落はかなり相殺されるが、例えば原油価格の輸入コストなどは確実に上昇する。

新興国経済は、リーマン・ショック後に比較的速度やかな回復を見せたが、インフレ圧力の増大に応じた金融引き締めなどから減速に転じ、昨年後半以降はインフレ圧力の後退を受けて金融緩和へ転じる国の裾野が徐々に広がっていった。11年8月末のブラジルをはじめ、この春以降は

## 為替レートの不透明感

4月にインドが3年ぶりとなる利下げ、6月に入ると中国も約3年半ぶりに利下げに踏み切った。これまで、こうした展開の延長線上に、新興国を起点としたグローバル経済の回復というシナリオを想定することも可能だったのだが、通貨の大幅下落がその障害になっている。

今後の為替レートの方向性は、主にユーロ圏問題の行き着くところで決まる。同問題をめぐる悪材料が尽くすことで、早期に新興国通貨の下落が止まるのであれば、新興国による金融緩和のハードルは低くなる。これまでの通貨安によるインフレ圧力を消し去ることはできないものの、利下げが通貨下落を助長するという不安を、各国中央銀行は押さえ込みやすくなるからだ。

ただし楽観はできない。ギリシャの再選挙をもって、市場が嫌う「不透明感」がピークに達したという見方は成り立つが、緊縮策をめぐる欧州連合(EU)などの条件闘争が再開されることは不可避に近く、交渉継続中にEUが決定済みの資金支援の実行を是とするか、是としない場合にギリシャ政府の予期せぬデフォルトが生じないか、などの懸念は残る。

もちろん、年初からしばらくの間は、ユーロ圏をめぐる市場の不安定性が後退したことが示すように、危機が継続する限り市場の混乱が収まらないというものでは無論ない。遠からず、新興国通貨を含む金融市場がしばしの小康を得ることもありえよう。ただし、それには欧州中央銀行(ECB)の力業が再開されるか、あるいは財政統合への明確で信頼に足るシグナルが政治的に発せられることが条件になると思われる。

しかし、ギリシャが緊縮財政の緩和に向けた条件闘争を行っている限り、ユーロ圏としてはモラルハザードを是とするかのようなシグナルは出せないだろう。また、ECBが長期資金供給オペ(LTRO)第3弾に踏み切る、あるいはスペイン等の国債の購入を拡大させる、ということとはあり得るが、過去のLTROがせいぜい数カ月の時間稼ぎにしか過ぎなかったことが既に示されてしまっている以上、その効用も低下しつつある。

## 余力発揮できず

そうなると残る期待はやはり新興国の財政出動となるが、新興国の財政政策の置かれた環境も、実は政策の実現が期待しにくい金融政策と大差はない状況にある。

新興国全般の財政状況が相対的に良好(図)であるのは確かだが、高成長をテコとした財政構造の改善に失敗してきたインドのような例外も存在する。またブラジルは「高金利・緩めの財政」からの転換を図る途上であり、金利の下げ余地を拡大させるためにも積極財政はとりにくい状況にある。そして、新興国の多くの国は財政出動がもたらしうる格付けの低下を恐れている。格付けの低下を材料として為替レートの下落してしまつては、金利引き下げを回避する意味がなくなる。場合によっては、金利引き上げを検討する必要さえ出てくる。

もちろん、豊富な財政出動余力が宝の持ち腐れということではない。財政の傷みが小さいからこそ、多くの新興国は格付け改善の後押しもあり、資金調達コスト抑制の恩恵を享受している。こうした構図を崩しかねない財政出動には、多くの新興国は慎重を期すだろうと考えられる。

いずれにせよ、早期解決を望むべくもないユーロ圏危機の現状を踏まえれば、それがグローバル市場のリスク許容度を萎縮させる構図が続く限り、新興国が豊富に持つ政策対応余力が発揮されることは期待しにくい。そして新興国全体ならびに世界経済の景気回復時期を先送りにさせるだろう。

