

2012年7月25日 全8頁

新興国の時代は終わったか

ユーロ圏危機下のけん引力を問う

ロンドンリサーチセンター
児玉 卓

[要約]

- 財政金融政策の豊富な発動余地から世界経済再拡大のけん引役となることが期待される新興国だが、ユーロ圏危機という外部環境の悪化により、政策発動余地が室の持ち腐れとなってしまっている。
- 2000年以降の新興国の成長パターンの特殊性は、投資をけん引役としながらも膨大な外貨の蓄積を同時に達成したことにある。これがリーマン・ショック後の景気の底を浅くし、アップダウンが激しい新興国経済というレッテルを陳腐化させた。
- だが、金融市場での新興国のボラティリティの高さは相変わらずである。このような实体经济と市場の評価のギャップが続く限り、新興国がグローバル経済のけん引役となることは期待しにくい。

大きなダウンサイドリスクと小さなアップサイドリスク

新興国経済の低調なパフォーマンスが継続している。世界経済の足を引っ張るといってほどひどくはないが、期待されるけん引力を発揮できていない。昨年の後半にかけてユーロ圏危機が深刻化の一途を辿り、当時から2012年の世界経済に対しては厳しい、良くて慎重な見方が大勢を占めていた。「緩やかな成長減速が継続、リスクシナリオは上下ともに存在するものの、ユーロ圏発のダウンサイドリスクは新興国発のアップサイドリスクを蓋然性において、また顕在化したときのマグニチュードにおいても上回る」といったあたりが年初の標準的な世界経済シナリオだった。

IMFの世界経済見通しでは、1月時点で2012年の世界の成長率予想が3.3%と昨年9月時点から0.7%ポイント引き下げられ、2013年についても3.9%と0.6%ポイント下方修正された(図表1)。当時の2011年の成長率の実績見込みが3.8%だったから、2012年の位置づけが緩やかな拡大からはっきりした減速に変わったことになる。後、2012年、2013年いずれについても4月には若干の上方修正、7月にはわずかな下方修正が行われ、現在、IMFは2012年の世界の成長率を3.5%、2013年は3.9%と見込んでいる。1月の下方修正が最後のメジャーな修正ということになるが、これはユーロ圏発の世界経済大混乱というダウンサイドリスク、新興国が停滞

打破の先陣を切るというアップサイドリスク、双方が潜在リスクにとどまり、実現しないまま2012年がここまで経過してきたことを意味している。

では、このような状況は今後も続くのだろうか。ただらとした減速の継続は、結果的にユーロ圏発のグローバルな混乱のリスクを高めることになりはしないだろうか。欧州域外の成長加速は、ユーロ圏発のショックに対する耐久力の向上に資するであろうし、貿易等を通じてユーロ圏の調整過程の困難さを緩和させましょう。このような観点からも上記アップサイドリスクの顕在化が待たれるのだが、その蓋然性を考えるに当たり、新興国経済と先進国経済の同時性、新興国経済の自律性の相対的力関係を再確認しておきたい。

図表 1 IMF の世界経済見通しの変遷 (%)

時点		2011年		2012年	
		9月	1月	4月	7月
2012年	世界	4.0	3.3	3.6	3.5
	先進国	1.9	1.2	1.4	1.4
	新興国	6.1	5.4	5.7	5.6
2013年	世界	4.5	3.9	4.1	3.9
	先進国	2.4	1.9	2.1	1.9
	新興国	6.5	5.9	6.1	5.9

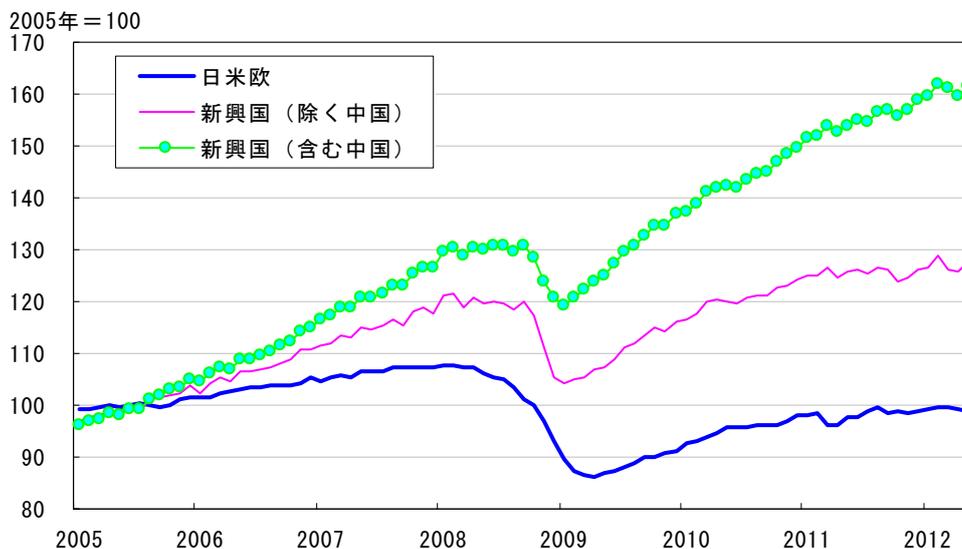
出所：IMF “World Economic Outlook” 各号より大和総研作成

リーマン・ショック前後の教訓

図表 2 は日米欧、新興国の鉱工業生産を示しているが、ここでは注目すべき点が三つある。第一は、リーマン・ショック後の景気の底の深さ（あるいは浅さ）である。リーマン・ショックが先進国、新興国双方の生産ハードランディングを引き起こしたことに変わりはないが、先進国の生産水準は2009年初頭には1990年代後半時点まで後戻りしてしまった。一方、新興国（中国を含まないベース、以下同じ）の生産の落ち方の角度は急（瞬間風速の減少率が大）だが、ボトム時点の生産水準は3年程度後戻りしたにとどまっている。

第二は、リーマン・ショック一巡後の回復力である。新興国は2010年にはショック前のピークの生産水準を超えた。一方、先進国の最近時点（5月）の生産水準は2005年相当であり、2008年のピークを8%程度下回っている。まとめていえば、新興国は先進国よりもリーマン・ショック後の底が浅く、その後の回復力も強いということだ。特に重要なのは前者であろう。新興国経済の相対的な底堅さは、良いときは良いが崩れるときは大崩れという、新興国経済に付きまっていたレッテルを陳腐化させたからである。確かに、1990年代後半のアジア通貨危機などとは異なり、リーマン・ショックは先進国発の経済危機であった。しかし、こうした外部環境の悪化への脆弱さが、新興国経済の弱みとして長く認識されてきたのであり、この通念を覆したことがリーマン・ショックの最も重要な教訓の一つであった。そして、だからこそ、現下のユーロ圏危機下においても同様の耐久力、けん引力の発揮が待たれているわけだ。

図表2 先進国と新興国の鉱工業生産



注：欧州はエストニアを除くユーロ圏 16 カ国、新興国は中国、インド、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、トルコ、チェコ、ポーランド、ハンガリー、ロシア、南アフリカ、途上国・新興国全体の GDP の約 70% をカバー

出所：各国統計、Haver Analytics より大和総研作成

ところが、その期待が実現する気配は見えていない。図表2において注目すべき第三の点は、2011年以降、先進国、新興国ともに、生産活動が均せばフラットになってしまっていることだ。経済活動のアップダウンにおいて、新興国は（下へのボラティリティの高さという）これまでの弱点を克服しつつある。しかし景気の同時性に着目する限り、新興国経済の先進国離れが進んでいるようには見えない。

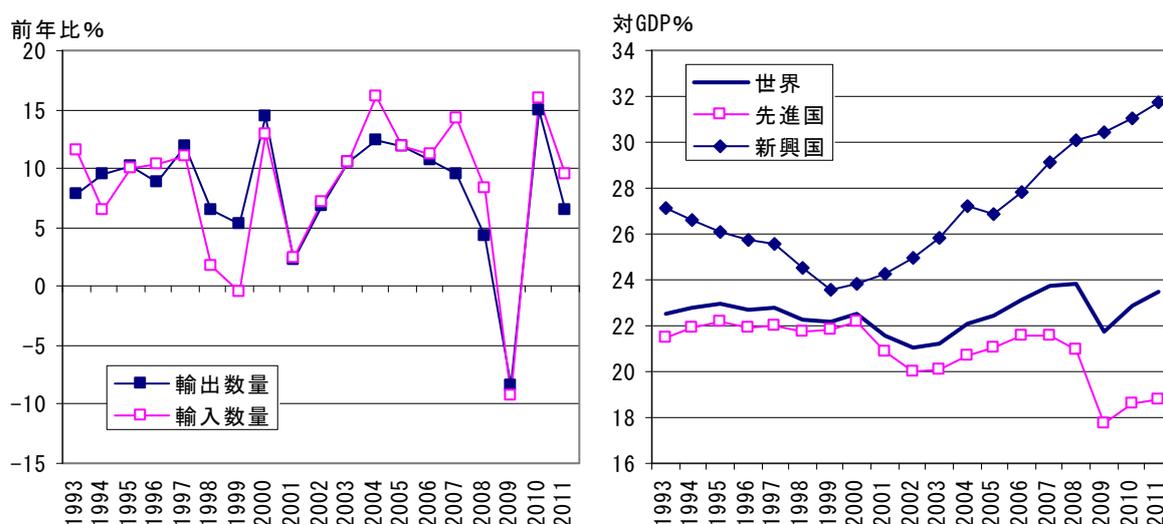
投資主導の成長下での外貨蓄積

上で述べたリーマン・ショックの教訓もあり、近年では新興国の成長率が先進国のそれを上回るのは当然のこととみなされがちである。しかし1980年代には4回、1990年代には3回、新興国の成長率が先進国を下回った年があり、「新興国>先進国」が定着したのは2000年以降のことに過ぎない。2000年から2009年にかけて、成長率格差は拡大の一途を辿ったのだが、この間の新興国の成長のけん引役は、図表3（右）に見るように明らかに投資であった。

輸出主導型の成長ではなかったことは、図表3（左）において、新興国の輸入数量の伸び率がほぼ恒常的に輸出数量を上回っていることから確認できる。純輸出の成長への寄与という意味では、むしろ先進国が受益者だったということだ。ただし、資源や一次産品の工業製品に対する相対価格の上昇などから、2000年以降、新興国は継続的に経常収支の黒字を記録しており、2006年にはその幅がGDP比5%にも達した。また、この間の成長のけん引役となった投資における直接投資の役割は大きく（図表4）、2005年から2008年にかけての直接投資のGDP比は新興国全体で2.4~2.8%の高水準を継続した。こうして、2000年以降の新興国は、投資主導の成長

を膨大な外貨の蓄積と両立させてきた。この点に、近年の新興国の成長パターンの特殊性がある。新興国の高い成長が投資にけん引されることに目新しさはないが、それは貯蓄投資バランスの関係から経常収支の赤字と並存しやすく、過去においては新興国が外貨を蓄積することは必ずしも容易ではなかった。アジア通貨危機は十分な外貨蓄積を伴わない投資主導経済の帰結という側面をも有していたとみなせよう。

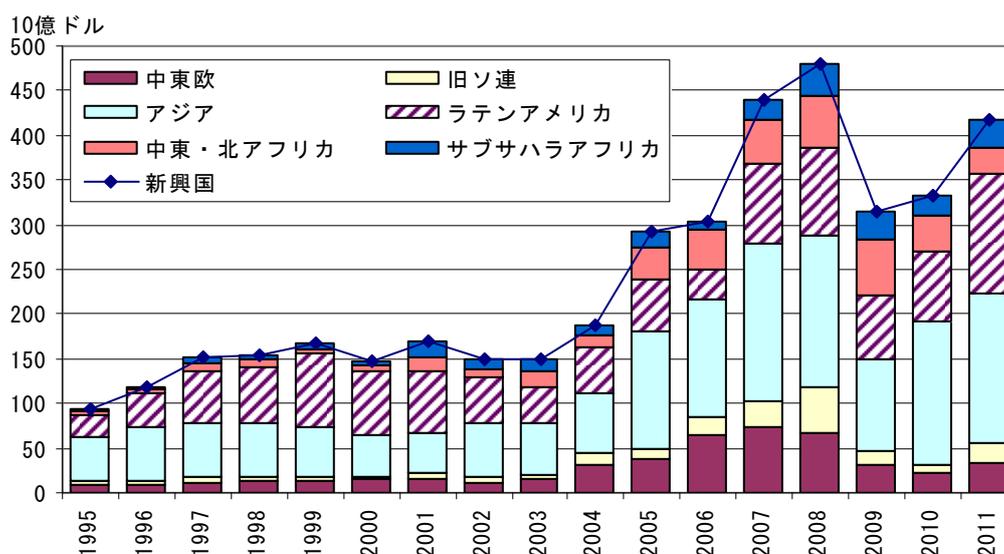
図表3 新興国の輸出入数量（左）と投資率（右）



注：投資率はGDPに占める固定資本形成の比率%

出所：IMFより大和総研作成

図表4 新興国向け直接投資



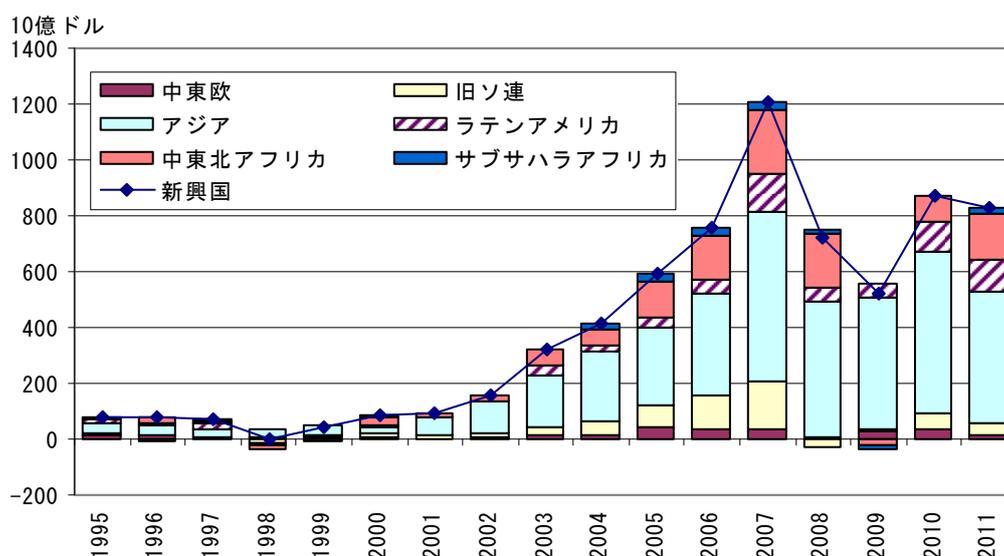
(出所) IMFより大和総研作成

現在でも、経常収支赤字のファイナンスが恒常的な悩みの種になっている国は存在する（例えばトルコ）。しかし新興国トータルで見たとき、外貨の蓄積状況は1990年代以前とは様変わりである。このようなストックの蓄積が外部環境の悪化に対する耐久力の強化に貢献し、リーマン・ショック後の景気の底を浅くする背景ともなったと考えられる。

例えば1997年夏のタイでは、中央銀行が資本逃避にドル売り介入で対抗した。それは外貨準備の費消を招き、介入の継続性に対する疑義がバートの大幅下落の可能性を高めることを通じて資本逃避を激化させた。投機的なバート売りを誘発することにもなった。

リーマン・ショック後にも資本逃避は広範な新興国で観察された。ブラジルでもレアルが急落し、中央銀行はドル売り介入を実施した。その結果、外貨準備も2008年10月から翌年2月にかけて減少したのだが、そのボトムの時期にあっても外貨準備の総額はおよそ1,900億ドル、800億ドル程度の公的対外債務は無論、民間部門を含めた対外債務総額をほぼ完全にカバーする水準を維持していた。これは中央銀行が必要とみなせば、長期にわたる為替介入の継続が可能であることを意味しており、タイのケースのような通貨の暴落予想は当初から封じられる。投機家も勝ち目の薄い戦（レアルの売り崩し）は挑まない。こうして通貨下落のマグニチュード自体が抑制された。更には通貨防衛を目的とした高金利政策などが内需の疲弊に拍車をかけることも回避された。なお図表5が示すのは新興国による年々の外貨準備の蓄積であり、ストックではない。2008年、2009年は増えるペースが落ちているのみであり、残高は増加を続けている。

図表5 新興国の外貨準備の蓄積（フロー）



出所：IMF より大和総研作成

フローの経済活動はカップリング

以上のように考えれば、中小国の外貨資金繰り破綻などが皆無になることはなかろうが、メ

ジャーな新興国が連鎖的に破綻に追い込まれるリスクはかなり減っていると判断されよう。ただし、外貨準備に代表される豊富なストックは、その時点までの経済活動（フロー）の結果であり、ショックに対する防波堤として機能することはあるにせよ、それ自体が新たな成長を生むわけではない。そしてリーマン・ショックに先駆けて、新興国が豊富な外貨準備を蓄積できたのは、主に直接投資形態による先進国からの資本流入、および、先進国の新興国に対する経常収支赤字が継続したからである。これが外貨蓄積にとどまらず新興国の投資主導の高成長をも可能にしたのだ。リーマン・ショック後の先進国の継続的な苦境は、このような新興国にとっての理想的な展開を中断させている。フローの経済活動の多少の巻き戻しではびくともしないストックは確保したものの、こうした耐久力と景気の推進力・自律性は全くの別物だということである。

もちろん、見方を変えれば、現下の状況を新興国が経済の自律性を獲得する好機と捉えることもできなくはない。政策金利が軒並みゼロ近傍、財政拡大の余地にも乏しい日米欧先進国に比較して、新興国は総じて財政金融政策の自由度を有しており、これが悪いときにも連動してしまう先進国との景気の同時性を打破する武器になりえるからだ。

ところが現在までのところ、この武器は散発的にしか利用されていない。2011年8月末にはブラジルがいち早く利下げに踏み切り、同国に限ってはその後も積極的な利下げを継続している。しかし後に続く国が少ない。インドは今年4月に利下げを行ったが6月には政策金利を据え置きとした。ロシアも昨年12月に0.25%の微調整的利下げを行った後は据え置きを続けている。ポーランドに至っては今年5月にわずか（4.5%→4.75%）ではあるが利上げを実施している。

このような金融緩和への躊躇の背景に、インフレへの警戒が存在していることはいままでもないが、もう一つのポイントは為替レートの下落である。昨年以降、為替市場の大きなテーマの一つがユーロ圏危機となっており、それが発するリスク許容度のアップダウンに新興国通貨が翻弄される状況が続いている。ユーロ圏危機の深刻化（懸念）はユーロを下落させるが、図表6が示すように、少なからぬ新興国通貨はその局面でユーロ以上に下落している。ボラティリティの高さも相変わらずである。このような市場の不安定性が、新興国の豊富な金利引き下げ余地を宝の持ち腐れのような格好にしてしまっている。

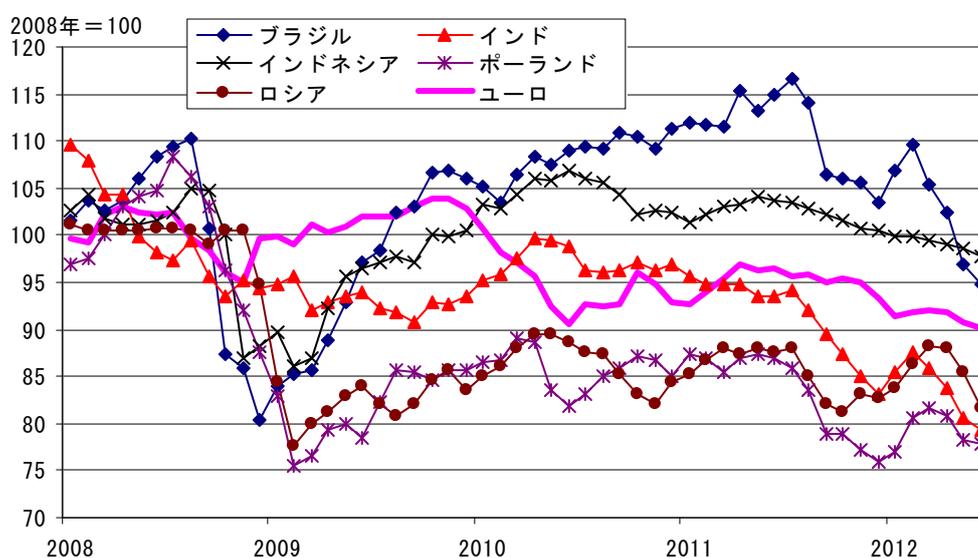
既述の様にブラジルは例外的に積極的な利下げを続けているのだが、同国にそれが可能であるのは、中期的に見たレアルの水準の高さ（最近の下落に先立つ上昇のマグニチュードの大きさ）、及びそれが外需の悪化を通じた景気減速の一因になっているという認識（さらには、それを主張する産業界ロビーの声）があるためであろう。レアルの下落スピードは確かに速いものの、水準に対する懸念は希薄だということだ。一方、他の新興国から見れば、ブラジルにおける継続的な利下げと最近の急速なレアルの下落の並存が、金利引き下げを躊躇させる要因ともなっていよう。

同様のことは財政政策についても言える。先進国と比較した政策自由度の格差という意味では、新興国の財政政策は金融政策に劣らぬ優位性を保持している。特に政府債務における彼我

の格差は大きい。ただし、このような新興国の財政状況の優位性は、慎重な財政運営が格付けの改善と金利の低下をもたらし、それが再度財政バランスを改善させるという循環の中で実現してきたものである。多くの新興国はこの好循環を崩すことを恐れているに違いない。

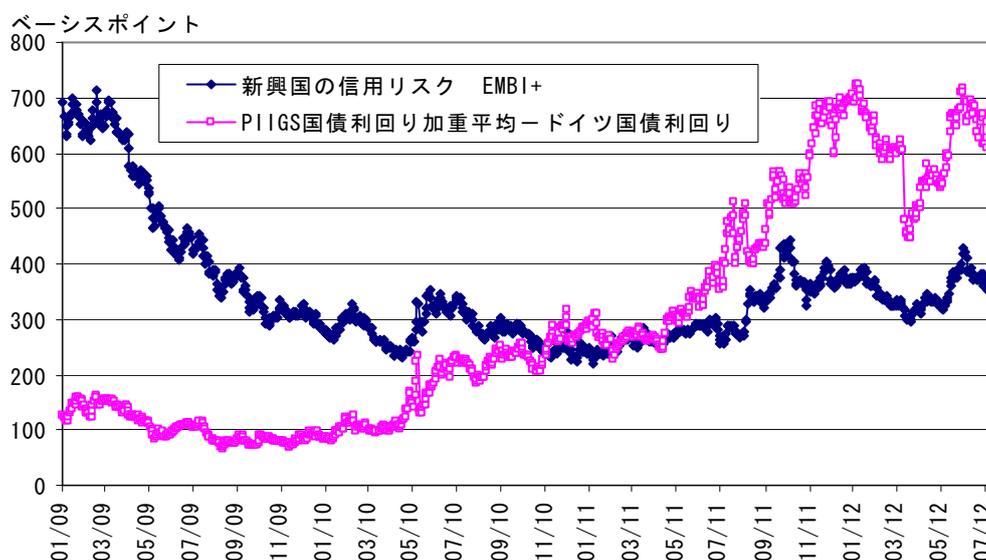
特に最近では、ユーロ圏危機が深刻化する場面で、為替レート同様、新興国の信用リスクプレミアムが上昇する傾向が見られる。多くの新興国にとって、景気刺激を企図した財政支出の拡大に対する躊躇が、ユーロ圏危機がもたらすリスク回避によってより強まっているであろうことは想像に難くない。

図表6 名目実効為替レート



出所：国際決済銀行より大和総研作成

図表7 新興国とユーロ圏財政危機国の進行リスク



出所：JP モルガン、Bloomberg より大和総研作成

以上のように、全体としての新興国が外部環境の悪化への強い耐久力を獲得したにもかかわらず、豊富な政策発動余力を活かして景気拡大の先陣を切ることはできずにいる。その主因の一つはユーロ圏危機にあった。外部環境の悪化が新興国の耐久力と成長力に非対称的なインパクトを与えるようになっているということだ。

考えてみれば、これは妙な現象とも言える。述べてきたように、外貨の蓄積と高成長の並存が、新興国に外部ショックへの耐久力を与えた。にもかかわらず、最近の為替レートの変動が象徴するように、外部ショックは相変わらず新興国からの資本逃避的な動きを誘発している。実体経済の（下への）ボラティリティが低下した一方で、マーケットにおける新興国のボラティリティは依然として高い。これは市場の信頼を獲得するに足る、新興国の実体経済安定の実績がまだ不十分だということだろうか。とすれば、今後5年、10年という月日の中で、市場の反応と実体経済との乖離が徐々に埋まっていくことは期待できるのかもしれない。

あるいは、グローバルな金融仲介機能の主たる担い手が先進国の金融機関である結果であろうか。新興国経済が成長の自律性を獲得するには、先進国の金融機関に依存しない資本循環の仕組みの構築が必要なのだろうか。そうだとすれば市場と実体経済の乖離の解消には10年超という時間が必要であるかもしれない。

いずれにしても現在見られるこうした乖離は、今年から来年といった時間軸における新興国主導の景気回復のシナリオの実現可能性を低下させている。来るべき世界経済回復の端緒としては、新興国の中ではグローバル市場のインパクトをおおむね遮断している中国、あるいは原油価格下落に力を得た米国、ユーロ安をてこととしたドイツなどにより注目すべきと考えられよう。