

2013年10月18日 全8頁

新興国の成長鈍化はなぜか？

中国の趨勢成長率鈍化のインパクト

経済調査部

アジアリサーチ・ヘッド 児玉 卓

[要約]

- 最近の新興国悲観論には行き過ぎの面もあるが、中期的な成長率に対する慎重な見方が増えていることには相応の根拠がある。実際、2000年代の「新興国ブーム」は出来過ぎであり、その再現の可能性は低い。
- 「ブーム」期の特徴は、新興国全体の経常収支の黒字拡大と投資主導型高成長が並存したことである。それを可能にしたのが、資源・一次産品価格の上昇、そして中国の高成長であった。その前提が崩れている。
- 中国の成長鈍化はアジアの後発国の飛躍に道を開く面もある。新興国全体の中期的成長に対し、過度の悲観は不要であろうが、ある程度の鈍化は免れない。そこで重要となるのは、偏在する外貨準備の有効活用を通じた、グローバルなセーフティネットの継続的強化である。

新興国の低成長はなぜ？

新興国経済を巡る悲観論には多くのバリエーションがあるが、外部環境の悪化への耐久力にかかわる悲観論、成長力に対する悲観論はその代表格と言ってよい。いずれも古くて新しい議論であり、前者が米国の量的緩和縮小との関連で再燃しつつあるのは周知の通りである。ただし、新興国からの資本流出や、それに伴う金融引き締めインパクトなどを軽視することは禁物だろうが、それが金融危機に発展するリスクは極めて小さいし、このような見方は少しずつコンセンサスに近づいているように思える。各国のバランスシートの強化、外貨の相互融通などセーフティネットの整備に加え、リーマン・ショックという最大級の外部環境の悪化に際してさえ、新興国の連鎖破綻のような事態が生じなかったという実績の意味は小さくない。そこで本稿では、もう一つの主たる悲観論、成長力の低下の可能性について論じてみたい¹。

¹ 新興国の耐久力については、2013年7月9日付け大和総研レポート「『新興国危機』は本当か？」（児玉 卓）を参照。基本認識はここから変わっていない。

http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/emg/20130709_007411.html

10月8日に発表されたIMFの世界経済予測では、2013年の世界全体の成長率が前年比2.9%と予想されている。昨年10月時点の予測、同3.6%から0.7%ポイントの下方修正である。景気の方向性という意味でも、昨年10月時点では2012年の見込み3.3%からの回復が展望されていた一方、今回は同実績の3.2%からの鈍化継続という格好に変わってしまっている。

下方修正の主因は新興国にある。新興国の2013年の成長率予想は、昨年10月時点で前年比5.6%であったが、これが今回同4.5%まで引き下げられている。これに対し、先進国の成長見通しは同1.5%から同1.2%への修正に留まった。新興国全体の成長率が同4.5%というのは、リーマン・ショック後の2009年の成長率が同3.1%だったことを考えれば、かなり低い。2009年を除けば、ITバブル崩壊後の2001年（同3.9%）以来の低さである。

IMFは新興国の成長見通しについて、2013年だけではなく2014年以降の中期についてもかなり大幅に下方修正している。それをまとめたのが図表1である。ここでは2014年から17年にかけての地域（国）別平均成長率について、昨年10月と今年10月のIMFの予想値、および両者の差を示している。世界全体では0.5%ポイントの下方修正、その多くが新興国・途上国の0.8%ポイントの下方修正の結果であることが示されている。

図表1 IMFによる2014~17年の成長率見通し（%）

	12年10月時点	13年10月時点	変化
世界	4.4	3.9	▲ 0.5
先進国	2.5	2.4	▲ 0.1
新興国・途上国	6.1	5.3	▲ 0.8
中東欧	3.5	3.3	▲ 0.3
旧ソ連	4.2	3.6	▲ 0.5
アジア	7.6	6.6	▲ 1.0
ASEAN5	5.8	5.5	▲ 0.4
中南米	4.0	3.5	▲ 0.5
中東・北アフリカ	4.3	4.1	▲ 0.2
サブサハラ・アフリカ	5.7	5.7	0.0
ブラジル	4.2	3.1	▲ 1.0
中国	8.5	7.1	▲ 1.5
インド	6.7	6.1	▲ 0.6
インドネシア	6.7	5.9	▲ 0.8
メキシコ	3.3	3.5	▲ 0.2
フィリピン	5.0	5.6	▲ 0.6
ポーランド	3.2	2.9	▲ 0.3
ロシア	3.9	3.4	▲ 0.5
南アフリカ	4.1	3.3	▲ 0.8
タイ	4.7	4.8	▲ 0.1
トルコ	4.3	4.2	▲ 0.1

（出所）IMF, World Economic Outlook Database より大和総研作成

足元の景気の悪さが、中期的な成長力に対する悲観論を生んだという側面もあるかもしれないが、IMFは新興国の成長率下方修正を循環的な現象としてだけではなく、構造問題、ないしは潜在成長率の低下として捉えているということであろう。そして、こうした見方は少なからぬ観察者に共有され始めているように思える。

新興国の成長パフォーマンスの劇的な変化

こうした、新興国の趨勢成長率の下方屈折説の妥当性を考える手がかりとして、まず、リー

マン・ショックまでの新興国の成長パターンを振り返ってみたい。

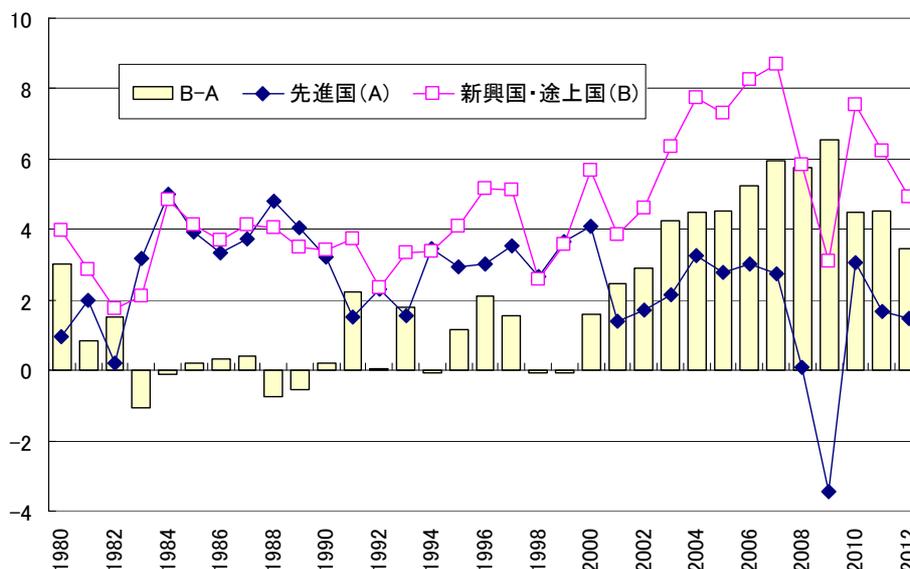
80年代から90年代にかけての20年のうち、新興国・途上国の成長率が先進国のそれを下回った年が7回あった。80年代にはしばしば中南米が全体の足を引っ張った。90年代半ばにはロシアが大混乱に陥った。また、90年代後半には「アジアの奇跡」がいったんご破算となったし、それがブラジルやロシアに飛び火した。さらにサブサハラ・アフリカは、低成長の罫にどっぷりつかっていた。新興国経済はまさに危険がいっぱいだったのだ。

しかし、2000年以降、新興国・途上国の成長率が先進国以下となった年は一度もない。のみならず、この間、両者の格差は拡大の一途を辿った。そして格差がピークに達したのが、リーマン・ショック後の2009年であった。同年、新興国経済も確かに急失速に見舞われた。しかし、豊富な外貨準備などを背景に、世界同時不況に伴うリスク許容度の低下とそれに伴う資本逃避を乗り越え、新興国の連鎖的な流動性危機をもたらすような事態が避けられたのは冒頭触れた通りである。

こうした積み重ねの中で、新興国経済に対する通念も徐々に変化してきている。確かに最近の成長鈍化の結果、新興国の成長力に対する悲観論も増えてきている。しかし、先進国との所得格差の存在を梃子に、新興国・途上国のキャッチアップ過程が継続し、中期的な成長率は先進国を上回るという見方を否定するのは少数派であろう。

実際、先に触れたように、90年代までの新興国・途上国にはしばしば、全体の足を引っ張る「お荷物」地域が存在した。こうしたボラティリティの高さが中期的な成長率を引き下げてきた。繰り返しになるが、外貨準備の蓄積などにより耐久力が強化された現在、そのような事態が繰り返される蓋然性は低下している。人口構成の優位性（新興国・途上国の若さを反映した人口ボーナスの享受）なども踏まえれば、新興国・途上国の趨勢的な成長率が先進国以下に陥る可能性は極めて小さいとみてよいだろう。

図表2 先進国と新興国・途上国の成長率、および格差（前年比%）



(出所) IMF より大和総研作成

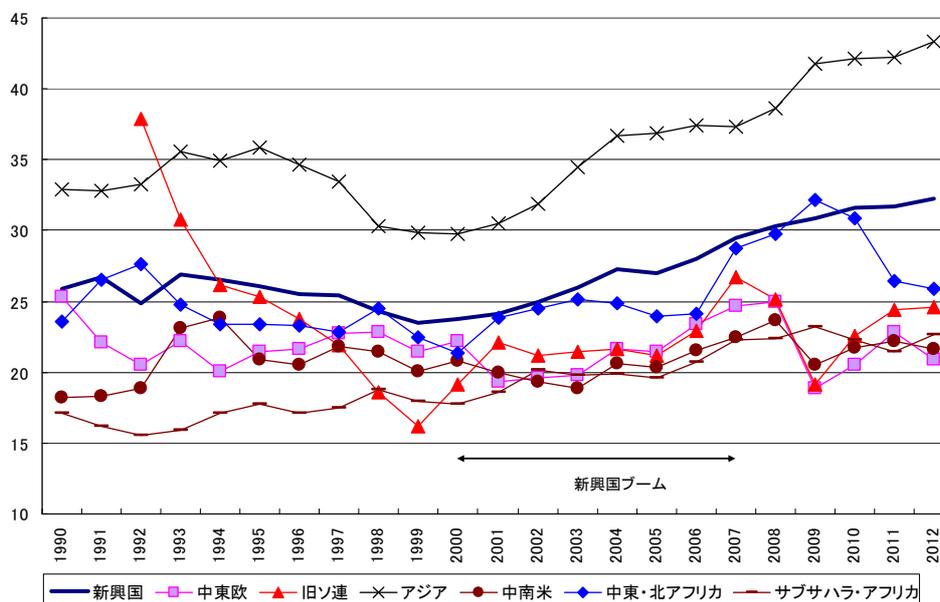
ただし一方、00年代半ばの新興国・途上国の成長パフォーマンス（2004年から2007年にかけての成長率は7.3%~8.7%成長）に近い将来再現されるかといえば、その可能性は低いと判断せざるを得ない。以下で述べるように、当時の高成長を支えたいくつかの重要な条件は失われていると考えられるからである。

投資主導型成長下での経常黒字

図表3は、新興国の地域別投資率（固定資本形成のGDP比）を表している。仮に先進国との成長格差が明確化し始めた2000年からリーマン・ショック前年の2007年までを「新興国ブーム期」と呼ぶと、このブームを支えたのが固定資本形成であったことを浮き彫りにするグラフである。

その水準ではアジアが圧倒的に高いが、図中の6地域いずれも、2007年の投資率は2000年のそれを上回っている。特に両年の変化幅ではアジアの7.6%ポイントに続き、旧ソ連（7.5%ポイント）、中東・北アフリカ（7.4%ポイント）の上昇が目立つ。サブサハラ・アフリカの投資率も17.7%から22.3%へ4.6%ポイント上昇しており、新興国・途上国に広く、投資主導型高度成長が行き渡っていたことが確認される。

図表3 地域別投資率（%）

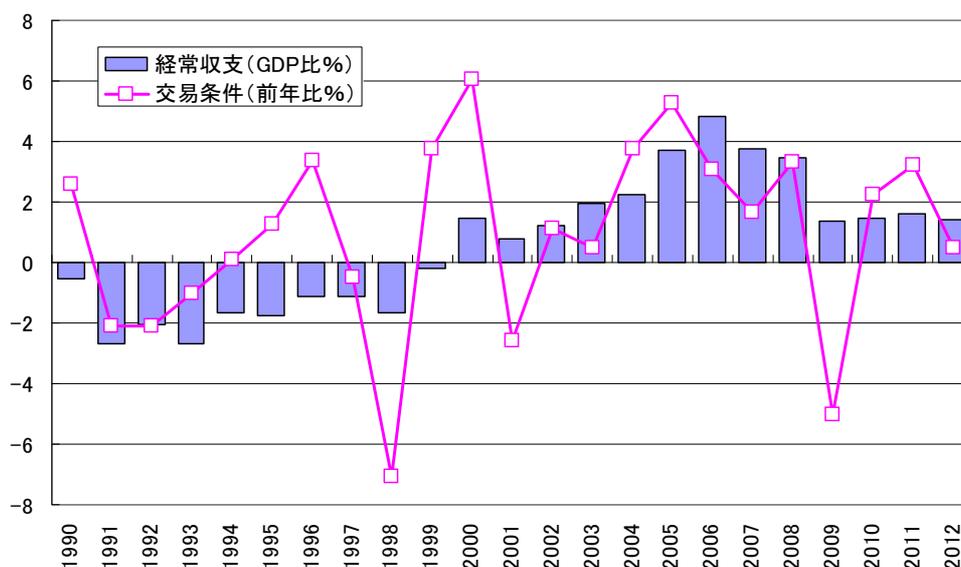


（出所）IMF より大和総研作成

70年代初頭までの日本、過去20年余りの中国の例が示すように、新興国の高成長を主導するのは通常、投資である。というよりも、経済のキャパシティの拡大をもたらす投資の増加があって初めて、高成長が実現する。一方、00年代における成長加速下の新興国の特異性は、第一に、投資主導型成長がすべての地域で動き出したこと、第二には、投資の増大が新興国全体の

経常収支の黒字化、その拡大を伴ったことである。新興国における投資主導型成長は、一般的には経常収支を赤字化させる傾向がある。資本蓄積の未熟な段階での投資活動は、資本財等の輸入を誘発する一方、輸出の増大につながるにはよくても時間がかかる。インフラ建設等の場合であれば、直接的には輸出の増大には全く寄与しないからである。ところがブーム期の新興国においては、経常収支が2000年に黒字化し、概ね投資率の上昇、成長率の加速に歩調を合わせる格好で、経常収支の黒字幅が拡大した。

図表4 新興国・途上国の経常収支と交易条件



(出所) IMF より大和総研作成

このことの意味は非常に大きい。まず、当たり前だが、経常収支の黒字は外貨準備の蓄積に直結する。これが、何度も述べてきた新興国・途上国の外部環境悪化に際する耐久力の強化の基礎となってきた。2000年以降の新興国においては、直接投資などのボランティアな資本流入も外貨準備の蓄積に貢献してきてはいる。しかし、経常収支の好転、および往々、それと同時進行する各国の財政収支の改善などが、格付けの引き上げをもたらし、それが民間資本の流入を刺激してきたという側面も無視し得ない。そして直接投資が典型的だが、資本流入は新興国の投資主導型高成長を大きく後押ししてきたはずである。つまり、経常収支の黒字化とその拡大がなければ、新興国ブーム自体が、よくてかなり小粒になってしまっていた可能性が高いということだ。

資源価格と中国

では、何が投資主導型高成長と経常収支の黒字拡大の並存を可能にしたのか。一つには資源・一次産品価格の上昇であろう。2000年から2008年半ばにかけて、鉱物資源から穀物等のソフトコモディティに至るまで、コモディティ価格はほぼ一貫した右肩上がりの上昇を続けた（1999年

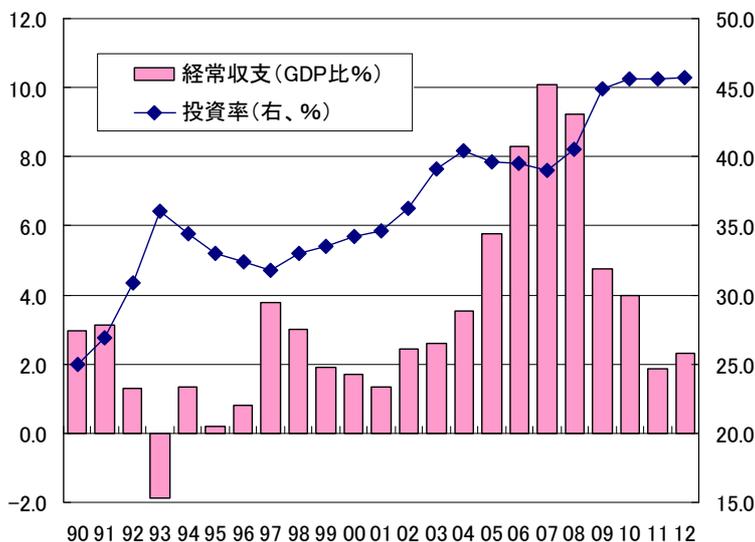
末から 2008 年 6 月までの CRB 商品指数の上昇率は 193%、WTI 原油価格は 447%)。これはコモディティのネット輸出国・地域である新興国の交易条件を改善させ、経常収支を黒字化させる効果を持つ。このことは、図表 4 において、新興国の交易条件が 2000 年から 2008 年にかけて（前年の大幅改善の反動で悪化した 2001 年を除き）改善を続けていることに対応している。

また、資源価格の上昇は資源開発の採算性を高め、投資を促進する効果を持つ。ここを通じ、新興国の経常収支の黒字化と投資の拡大はつながっている。図表 3 において、旧ソ連、中東・北アフリカの投資率の上昇が顕著だったことは、このストーリーの中で理解できる。従っていうまでもなく、資源価格が反落すれば、交易条件が悪化し、経常収支が赤字化するとともに、採算に合うプロジェクトが減少し、投資が鈍化する。現在懸念すべきは、こちらである。

さて、コモディティ価格の上昇に加え、新興国の経常収支黒字化と投資拡大をもたらした、第二の要因が中国である。まず、中国自身が、投資主導型の成長下で大幅な経常黒字を記録した。これが新興国全体の、趨勢的な投資率の上昇とブーム期における経常黒字の拡大に大きく貢献している。

ただし、中国について仔細に見ると、経常黒字が急拡大した 2005 年から 2007 年にかけて、投資率は若干ながら低下している。それは、この間の中国が、90 年代初頭以降の資本蓄積（投資主導型成長）の収穫期に入っていた結果であると解釈することが可能であろう。投資の高い伸びは継続していたが、それに伴う輸入の増加を、過去の投資の結果としての生産能力の拡大がもたらした輸出増加の効果が大きく上回ったのである。

図表 5 中国の投資率と経常収支



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

新興国の投資主導型成長と経常黒字拡大の並存に対する、もう一つの中国インパクトは、同国の高成長が、前述の広範な資源・一次産品価格の上昇に大きく寄与したことである。先進国と新興国という括りの中では、先進国が資源等の買い手、新興国が売り手であるが、新興国の

中では中国を中心としたアジアと中東欧が買い手、その他地域が売り手という構図が定着している。中でも中国の買い手としての存在感は圧倒的である。経済成長率そのものが高いことに加え、資源の利用効率が先進国に比して低い（成長がもたらす資源需要の増分が大きい）ことから、中国の資源需要は急増した。これによる資源価格の上昇が、中国自身の輸出（数量）増大と相まって、新興国全体の経常黒字の拡大をもたらした。

既述のように、経常黒字の拡大は信認の向上を通じて新興国への資本流入を促した。つまり、新興国の投資主導型成長と経常黒字拡大の並存はミステリーではなく、経常収支の改善があったからこそ投資主導型高成長が実現したという整理が可能であると思われる。そして、これを可能にした大前提が中国の高成長だったということだ。

であれば、こうした構図が再現する蓋然性の低さはおのずと理解されよう。一つには、中国の趨勢的成長率の低下は、政策的に投資を増やすかどうかなどということよりも、人口動態上の必然と捉えるべきである。同国の生産年齢人口比率は2010年頃にピークアウトし、従って人口ボーナスの享受が終焉を迎えたとみられるためだ。また、資源価格は総じて2000年当時よりは高い水準を維持している。しかし、新興国の交易条件が改善するには、資源等の相対価格が上昇し続けなければならない。地政学的リスクの影響を受けやすい原油を除き、中国の高成長なしに、そのような展開を予想することはやはり難しい。

セーフティネット拡充の重要性

中国の中期的成長率の鈍化は必ずしも悪いことばかりをもたらすわけではない。例えば、アジアにおける「成長の連鎖」に着目したとき、賃金等の要素価格の上昇を伴う中国の成長鈍化は、ASEAN 後発国などの経済的離陸につながる可能性を持つ。これまでは労働集約財を中心に、中国が製造業の集積地として圧倒的な地位を誇ってきたが、それが他国に分散される長いプロセスが始まりつつあるということだ。つまり、他のアジア後発国の成長加速により、中国の成長鈍化はある程度相殺されることとなろう。新興国経済の極端な停滞を懸念する必要はない。

しかし00年代の「新興国ブーム」は、中国という新興大国が生産年齢人口比率のピークを迎える中で起きた、特異な事例と捉えるのが適切であろう。ではどの程度の鈍化を見込むべきか。図表1のIMFの中期見通しに立ち返れば、昨年10月時点で、IMFは2014年から17年の新興国・途上国全体の成長率を6.1%と見込んでいた。これは00年代の平均成長率（6.2%）とほぼ同じである。それが今年10月に5.3%まで引き下げられた。00年代の再現は難しいが、危機が頻発した80年代（3.5%）や90年代（3.7%）の成長率まで落ち込む必然性も薄いという意味で、5%内外は妥当な中期見通しであるようにみえる。

また資源・一次産品価格の停滞（上昇が止まるという意味）を前提とすれば、新興国の経常黒字の拡大過程も終わったと見るべきであり、外貨準備の累増ペースもよくて鈍化する。格付けの向上、資本流入、再度の外貨準備の増加というサイクルも、終わらないとしても速度は鈍化を免れない。これは新興国の投資率の上昇を抑制する一方で、外部環境の悪化に対する耐久力の強化の過程を止める可能性をも持つ。それがすぐさま新興国の流動性危機などを引き起こ

す可能性が高いわけではないことは既に述べた通りだが、外貨準備は中国、日本、一部産油国などに偏在しており、その有効利用を通じたグローバルなセーフティネットの不断の拡充の重要性は一段と高まることになろう。