

2019年5月13日 全6頁

新興国経済ニュースレター¹（2019年5月）

米中摩擦再燃下の新興国、そしてトルコの混迷

経済調査部長
児玉 卓

[要約]

- 2019年に入り、新興国は比較的良好な外部環境の中で、景気回復への素地を築きつつあった。しかし米中摩擦の再燃は、この流れを一気に変えてしまう可能性を持つ。特に、中国景気底入れ期待が霧散すれば、金融市場は再度、世界経済減速を織り込み始める可能性がある。それは新興国通貨安圧力を高め、金融緩和モードの撤回につながる。
- トルコでは経済のほころびを政治が深刻化させるというおなじみの光景が繰り返されている。問題の本質は、経済成長が権威主義的政権に正統性を付与するという図式が壊れつつあることだろう。同国の混迷は長引きそうである。

米中摩擦再燃と新興国経済

2019年の初め以降、新興国経済にとっての主たるテーマは米FRBのハト派化であった。第二には、中国経済の底入れ期待であった。いずれも新興国にはプラスである。前者はドル金利の下落を通じ、ドル高・新興国通貨安圧力を緩和する。その結果、新興国は引き締め気味の金融政策運営を解除することができる。一方、後者は世界経済の減速に歯止めがかかる期待を高める。金融市場のリスク許容度は景気に依存し、世界景況感の持ち直しは新興国への資金流入を後押しする。こうして、外部環境の好転を起点に、実体経済改善の条件が整いつつあるというのが、ごく最近までの新興国の大まかな姿であった。もちろん、新興国経済が総体として回復していくには、米国景気の拡大が持続するなどの条件が不可欠であり、その点に関しては慎重であるべきと考える。しかし、ともあれ、上記の流れで新興国経済が改善に向かうという筋書きに沿って、金融市場が動いてきたことは確かであろう。

そしてここに来て、以上のようなシナリオの妥当性に深刻な疑問符を突き付けたのが、いうまでもなくトランプ米大統領のツイートに端を発する米中摩擦の再燃である。これに真っ先に反応したのは金融市場であった。昨年末以降の世界的株高は、FRBのハト派化をメイン・エンジン

¹ 今月より「新興国マンスリー」に代わり「新興国経済ニュースレター」を発行いたします。

ンとしていたとはいえ、米中摩擦が事実上棚上げになり、深刻化は回避されるという見通しを前提としたものでもあった。従って、5月第二週に世界の株式市場が下落を余儀なくされたのは当然であるし、米中当事者のみならず、世界経済全体にとって、米中摩擦再燃が悪いニュースであることは間違いない。

もっとも、その悪さの程度は、米国の対中強硬姿勢の「性質」で大きく変わってくる。今回の摩擦再燃が、いかなる性質のものであったのかを点検してみる必要がある。

米国の対中姿勢の「二つの軸」

大まかに纏めてみれば、米国の対中強硬姿勢には、二つの異なる軸がある。一つは、政治的には非民主的、経済的には不公正なビジネス環境を許容・温存する中国の経済的・軍事的・技術的台頭を可能な限り阻止するというものであり、これに関しては米国内で超党派的なコンセンサスが形成されている。「国家戦略」とも呼び得るものだ。もう一つは、これとは相当に趣が異なるものであり、トランプ氏が主導する人気取り政策、選挙対策としての「中国イジメ」である。前者の目的は米国の国益保持・増進であり、そのスタンスがフラフラとぶれることは少ない。一方、後者の目的は、端的にはトランプ氏の2020年大統領選挙での勝利である。同氏はおそらく、その目的に資するとみれば国益を損なうことを厭わない。短期決戦なので、戦術も柔軟に（無節操に？）変えてくる。

もちろん、二つの軸が「結果として」共振し、相乗効果を発揮することもある。例えば、対中関税率の引き上げは、中国のビジネス環境を悪化させ、短期的な景気のダウンサイドリスクを高めてきた。それに応じて中国政府の政策的優先順位として、「中国製造2025」や「一帯一路」が後退し、短期的な景気下支えが浮上した。中国からすれば、中長期戦略を追求する余裕を失ったということだが、米国にとっては偏狭な保護主義に基づく「中国イジメ」が、国家戦略に結果的に貢献する格好となったわけだ。確かにこうしたことも起こり得るのだが、各事案における米国の対中姿勢がどちらの軸に沿ったものであるかを見極めることは重要である。それは、その時々々の対中姿勢の時間軸、金融市場や世界経済へのインパクトなどにおいて、顕著な違いをもたらす可能性が高いからだ。

今回の摩擦再燃は、トランプ氏のツイートで顕在化した。これがすべての「始まり」であれば、摩擦再燃はトランプ流の「中国イジメ」とみなすことができたであろう。しかし、ここまでの経緯から推察すれば、どうやら「始まり」は、知財保護等に関する米中間の懸案事項に対して、中国サイドが解決に消極姿勢を示したことにある（より正確には、それを米国サイドが重大視したこと、というべきであろうが）。とすれば、今回の軸は中国の不正を許容しないという「国家戦略」に即したものであり、トランプ氏はその主役ではない。結果として、摩擦が緩和、解消に向かうハードルは相対的に高くなる可能性がある。

もちろん、国家戦略は国益を追求したものである。対中関税率の引き上げは家計の実質所得を損なうなど、米国の経済厚生にもマイナスであるから、対中強硬姿勢はそれとのバランスで調整される余地はある。しかし、現在摩擦の舞台となっているのは「財の貿易」であり、その

担い手である製造業は米国経済の 13%程度を占めるにすぎない。従ってそこで生じる非効率、そこに起因する厚生悪化が、米国の決定的なダメージとなる可能性は限定的である。それは厚生悪化が摩擦を抑止する効果が小さいこと、仮に抑止力が働くとすれば、それに先立って、関税引き上げ合戦が著しく激化するなどして、本来マイナーな製造業セクターの問題がマクロ的に無視できなくなるといった局面を経る必要があることを意味している。

むしろ、ある種のセーフティネットのようなものが存在するとすれば、それはトランプ氏の存在ということになるだろうか。もともと、同氏は中国の商慣行の不公正さとかその是正などにはおそらくほとんど興味を持っていない。中心的な関心事はあくまで選挙であり、「国家戦略」の追求が株価の下落をより深刻化させるなど、自身の政治的利益を阻害するとみなせば、強引に中国とのディールに走るということはある得よう。いずれにせよ、国家戦略に立脚する現在の米国の対中姿勢が転換するには、相当のコスト（経済厚生悪化、株価の下落）を、米国自身が支払う必要があるように思われる。

深まる中国のジレンマ、仕切り直しの新興国

新興国にとっての好ましい外部環境の一つは、FRB のハト派的政策運営であったが、米中摩擦の再燃自体がそれに変更を迫ることはない。関税率の引き上げがインフレ率を高める可能性はあるが、現在の米国の低インフレは、FRB にしばし様子見をさせる余裕を与えている。

しかし、もう一つの好材料であった、中国経済の底入れ期待には分厚い暗雲がかかり始めている。米中摩擦の再燃は、製造業のグローバルバリューチェーンの一環に、中国を置くことの潜在的コストがますます高じることを意味しているからだ。つまり、中国にあっては関税率の引き上げによる貿易数量の減少に加えて、投資の萎縮が今後の成長の足かせとなる可能性が高まっている。中国政府はこれに応じ、債務の増加という「チャイナ・リスク」再燃を覚悟した上で、インフラ投資などの政策的支出の拡大ペースを引き上げてくるのだろうか。いずれにせよ、過去 1~2 か月の間に浮上してきた中国経済底入れ期待はいったん霧散せざるを得ないと考えべきではないか。そしてこのことは、金融市場が世界経済減速継続の可能性を再度織り込む可能性があること、その結果マネーがリスクに敏感となり、新興国が資本流出の圧力にさらされる可能性が浮上してきたことを意味しよう。

もとより新興国はアジア諸国を中心に、財の貿易への依存度、経済に占める製造業のシェアが高く、米国に比較して財の貿易停滞の悪影響を受けやすい。米中摩擦再燃を受けて、新興国としては内需の下支えを図りたいところであろうし、実際、FRB のハト派化を受けて、インド、フィリピン、マレーシアなどが利下げに動き始めている。しかし、こうした緩和的政策が継続可能かは、FRB のハト派化がもたらすドル安圧力と、世界景気不安によるリスク・オフ、新興国通貨安圧力との力関係で決まってくる。少なくともいったん、緩和モードが終焉を迎える可能性は比較的高いと考えられよう。

付け加えれば、中国が政策的な景気下支えに傾斜すればするほど、同国の成長率が同じであっても、周辺アジア諸国を中心とする他国へのメリットは低下する可能性が高い。インフラ投

資の直接的な担い手は国有企業を主とした国内企業であろうし、一部天然資源等を除けば、関連機器や原材料などの多くも国内調達が可能であると考えられるからである。中国がその一部として参加しているグローバルなサプライチェーンを活性化させる効果も希薄であろう。もっとも、中国の投資依存型成長が資源価格を刺激する可能性はあり、それは資源の有無による国際的な所得移転を引き起こし得る。

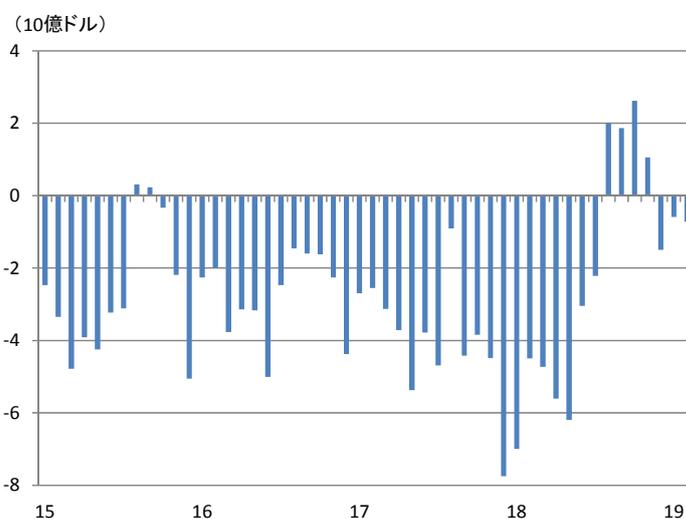
トルコでは何が起きているのか

最後に、このところ再度混乱が生じているトルコの状況を纏めておきたい。今起きていることは、昨年の「トルコ・ショック」の再燃というよりは、「トルコ・ショック」からの回復シナリオに狂いが生じたことに一因がある。

昨年の夏場にかけてのトルコ・リラの急落は、物価上昇率を急騰させて家計の実質購買力を大きく毀損した。これがかねてのエルドアン政権による金融政策への介入などがもたらすビジネス環境の不確実性の高まりなどと相まって、同国景気をハードランディングさせることとなった。昨年7-9月期の実質成長率は前期比▲1.6%（前年比1.8%）、10-12月期は▲2.4%（▲3.0%）である。ここまでは、為替レート暴落時に想定されたシナリオであった。同じく想定可能であったのは、内需の収縮が経常収支の赤字を消滅させることである。これが結果的に、外貨資金繰りの改善にもつながるはずであった。

確かに、昨年前半にはGDP比7%台の赤字を計上していたトルコの経常赤字は瞬く間に消滅し、昨年8月には黒字に転じた。しかし、想定通りだったのはこの辺りまでであり、経常収支の黒字は長く続かず、同年12月には再度の赤字に転じてしまったのである。これは為替レート下落の初期的デメリット（物価上昇等のショック）の後に、割安となった通貨を梃子として、輸出を起点に景気が回復に向かうというシナリオが実現しなかったことを意味する。

図表1 トルコの経常収支



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

更に、外貨の資金繰り難などの懸念材料が噴出し、トルコの家計、企業は自国通貨、金融政策、経済の先行きに対する疑念を強めている。それを象徴するのが、マネースtock (M2) に占める外貨預金の比率が再上昇し、昨年8月の「トルコ・ショック」最中に記録した46.9%を上回ってしまったことである(3月49.3%)。これは「内からの」資本流出に他ならず、外貨の資金繰りを一層悪化させ、トルコ・リラに減価圧力を与える。それが再度、トルコの人々に保有資産を外貨に転換させる誘因を与えるという悪循環が生じている。

図表2 トルコのインフレ率と外貨預金比率



(注) 外貨預金比率は「外貨建て預金/M2」×100
(出所) Haver Analytics より大和総研作成

振り返れば昨年の「トルコ・ショック」にいったん歯止めをかけたのは、中銀による大幅利上げであった。おそらく今回も、同様の方策によって通貨の信認回復を目指すことがまずは必要であろう。しかし、4月下旬の政策理事会で、中央銀行は政策金利を据え置いた上で、ステートメントから「必要に応じて再度の引き締めを行う」という文言を削除してしまった。上記の悪循環が止まる目処は、現状立っていない。

こうして、経済的な脆弱性が深刻化する中で地方選挙が行われ、イスタンブール、アンカラの市長選挙で、いずれも野党候補が勝利した。さらにエルドアン大統領の圧力のもとで、イスタンブール市長選挙の再投票が決まるにおよび、リラの下落に拍車がかかっている。経済的ほころびを政治が広げてしまうという、昨年来のパターンの再現である。

欧米のメディアなどは選挙結果への政府の介入に関し、「民主主義の危機」的などらえ方をしているものが多いようだが、エルドアン氏の無茶振りは今に始まったことではない。むしろ問題は、経済成長の実績を示すことで政権の正統性を高めるといふ、これまでの手法が通じなくなったことであろう。それが選挙での与党苦戦の最も重要な含意であると思われる。にもかかわらず、エルドアン政権が経済パフォーマンスを高めることで、劣勢を挽回し、政治的求心力

の回復を希求してくる可能性は低くない。しかし、その手段は高インフレ下の金融緩和であるなど、危険極まりないものとなる懸念は拭えない。トルコの混迷は長引きそうである。

なお、中国という際立った実例が示す通り、権威主義的な政体自体が経済成長の可能性を封じることはない。しかし、トルコは中国と異なり、恒常的な経常収支赤字国であり、海外からの資本流入が持続的な成長には不可欠である。そうした国にとって、経済政策の不確実性の高さは大きなネックになりかねない。トルコは若くて比較的豊富な人口を有し、成長ポテンシャルの高い国である。だが、そのポテンシャルを政治がつぶす懸念が無視し得ないリスクになりつつあるように見受けられる。

トルコの現在の立ち位置はあまりに特殊であり、他の新興国に危機が飛び火するような事態は考えにくい。しかし、経済成長に政権の正統性を依存する権威主義的新興国は少なからず存在する。米中摩擦の再燃の帰趨によっては、世界的な景況感の悪化が一段と鮮明になる可能性もあろう。その時、成長の果実を国民に与えることができなくなった権威主義国家の政策的不確実性が高まる可能性はないか、今後注視が必要な点であると思われる。