

2019年6月6日 全5頁

新興国経済ニュースレター（2019年6月）

自律性の欠如が景況感の悪化に拍車をかけるか

経済調査部長
児玉 卓

[要約]

- 足元では米FRBによる利下げ期待が金融市場のなだめ役となっているが、米中摩擦再燃による経済の下方リスクの程度が読み切れない状況が続いている。世界的な景況感の悪化は新興国からの資本流出圧力を高め、むしろ金融政策は引き締め気味に運営せざるを得なくなる。こうした政策決定にかかわる自律性の欠如が、新興国には追加的な重石として作用する。
- 新興国全般に吹く逆風と無縁に見えるのが、総選挙の結果モディ氏の続投が決まったインドである。しかし、与党圧勝の構図は、かつてのクリミア併合後のプーチン人気復活と同じであることは肝に銘じたい。経済的には、“Make in India”という正しいスローガンを実現に導くことが同国の最大の課題だが、一期目のパフォーマンスに見るべきものは少なかった。市場は何を歓迎しているのだろうか？

止まらない悪材料と米国の相対的な強さ

米中摩擦再開を告げる“Tax Man”トランプ氏のツイッターに続き、米国政府はファーウェイ潰しを本格化し、更に5月末には対メキシコ輸入の関税引き上げを発表した。金融市場は落ち着く暇を与えられずにいる。米国のS&P500指数の下落幅は、ツイートから6月5日までの1か月間で4.1%程度であり、暴落というほどでもない。だがその代わりに、連続的な悪材料、サプライズが噴出する中で不安定な状況から抜け出す道筋が見えにくくなっている。関税引き上げ合戦による米中、世界経済へのインパクトについては様々に試算されているが、グローバルなサプライチェーンが被るダメージの程度、サプライチェーン組み換えのコスト、そのコストを嫌った投資の減額など、関税引き上げの波及効果の程度を推し量ることが難しく、金融市場も景気悪化の度合いをはじめ、今後のあり得る展開を織り込み切ることができずにいるということだろう。

米国市場はまだ良い。関税引き上げによって家計の負担が増大するなどして、景気に顕著なブレーキがかかるようであれば、FRBが緩和に動くというシナリオが、既にコンセンサスになっている。インフラ投資の拡大に向けた与野党間での協議が進展するという期待も高まるかもしれない。これらが、株価等に対しても一定の歯止めとして機能する。やはり、そこは相対的に

ではあれ、内需によって立つ大国の強みであろう。

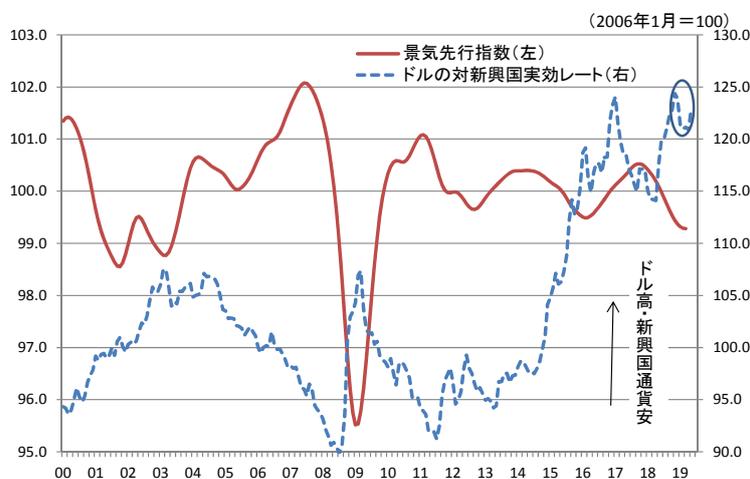
それに比較すると、例えば日本は、世界的な景況感に陰りが漂う中で、金融市場がリスク回避的になっていることを映じて円高圧力が強まり、それが追加的な悪材料として作用する。そして、景気の下方リスクに対する金融政策の（相対的な）効力の低さは証明済みといってよい。「ツイート」後の株価の下落率が米国を上回る 6% 超に達していることに不思議さはない。

自律性の希薄さという新興国の弱み

一方、新興国の状況は、株価に関しては現状まちまちであり、マレーシア、フィリピン、インドなど「ツイート」後に上昇している国もある。米国の利下げ期待がポジティブに働いている面もあろう。しかし、米中摩擦を起点とする国際貿易の停滞や世界的な景気の減速、そしてそれがどの程度の広がりや深さをもたらすかが見えにくいという不透明感の強い状況が長期化すれば、新興国への逆風は、やはり米国以上のものとなる可能性が高い。

ここでは二つの図表を確認しよう。図表 1 が示しているのは、世界的な景況感が悪化する局面では、ドルが新興国通貨に対して上昇しやすいという経験則である（逆は逆）。わかりやすいのがリーマン・ショック期の世界経済失速が Flight to Quality を引き起こし、新興国通貨を暴落させた局面であろう。ここまで極端ではなくとも、この図式は概ね当てはまっている。

図表 1 世界の景況感と新興国通貨



(注) 景気先行指数の対象国は OECD 加盟国、ブラジル、インド、インドネシア、ロシア、中国、南ア。ドル実効レートの対象はブラジル、インド、インドネシア、ロシア、中国など主要新興国 19 か国・地域 (出所) OECD、米 FRB より大和総研作成

ここでは、経験則を示す必要上長期の系列を採用しているために、短期的な動きが少し見づらくなってしまっているが、最近時点に着目すると、2018 年以降、大雑把には世界的な景況感の悪化が進む中で、ドル高・新興国通貨安が進展するという、従来通りの動きが見られる。ただし、2018 年末から 2019 年初頭にかけて、為替レートが一時的に反転している (○で囲った箇所)。これを演出したのが、FRB のハト派化である。

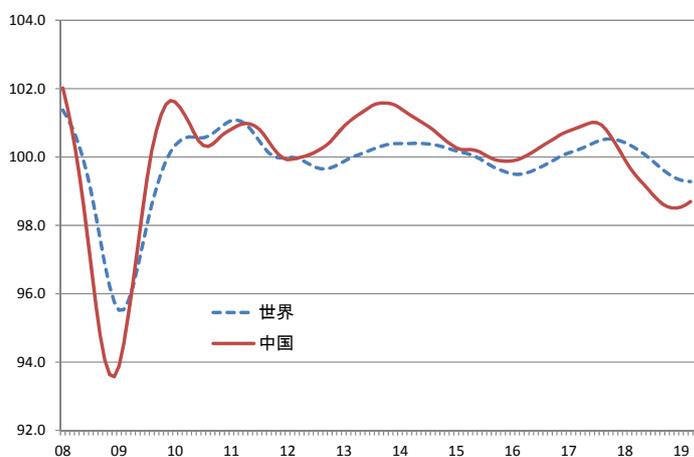
世界的な景況感の悪化は「リスク・オフ」を通じて、新興国通貨を下落させる。一方、景況感の悪化に直面し、米国が利下げを行う、ないしはその期待が高まることは、新興国通貨の上昇要因となる。両者の引っ張り合いの中で、後者が勝つこともあるが、長い目で見れば、新興国通貨の動きを決めるのは主に世界的な景況感だ、というのがこの図表の含意である。そして、ここに、新興国の立場の弱さが表れている。米国は自国の景気悪化に金融緩和で対応することができる。しかし、新興国にはそれができない。できたとしても、それはリスクの高い賭けになる。特に、景気の悪化が世界同時的に起こっているような局面では、自国の金融緩和が資本流出と通貨安に拍車をかけるからだ。景気の下方リスクが高まる中で、むしろ金融引き締めを迫られることもあり得よう。自国の都合で金融政策を決めることができないという自律性の欠如が、今後、多くの新興国の景況感の悪化に拍車をかける懸念がある。

もう一点、世界的な景況感について付け加えておきたいのが、図表 2 の意味合いである。ここでは図表 1 同様の世界の景況感（OECD 加盟国と主要新興国の景気先行指数の合算）と中国のそれを比較している。リーマン・ショック以降、世界指数に中国指数が先行するケースが多く見られるが、この経験則が春先までに市場等で広く共有されていた、「世界景気の底打ちは遠くない」という期待の一つの根拠であった可能性がある。

中国のインフラ投資をはじめとする景気対策の効果顕在化が、中国の景気先行指数底打ちの背景とされてきたのだが、米中摩擦の再開は中国の対米輸出数量を減らすばかりではなく、製造業を中心とした民間投資の萎縮を深刻化させることになるだろう。従って、中国に先導されて、世界の景況感が持ち直すというシナリオは既に説得力を持たない。もちろん中国が座して再度の景気悪化を許容するとは考えられない。しかし、例えばインフラ投資を一段と加速させれば、かねての同国の弱点である過重債務問題がより深刻化することは避けられない。それは「人民元ショック」再現の可能性を高め、やはり金融市場をよりリスク回避的とすることになるだろう。

新興国にとって、FRB による金融転換（期待）は好材料だが、それは神風にはならない。風向きはあくまで「逆」であり、FRB はその防風林として、限定的な役割を果たし得るにすぎない。

図表 2 世界と中国の景気先行指数



(注) 「世界」の対象国は「図表 1」と同じ

(出所) OECD より大和総研作成

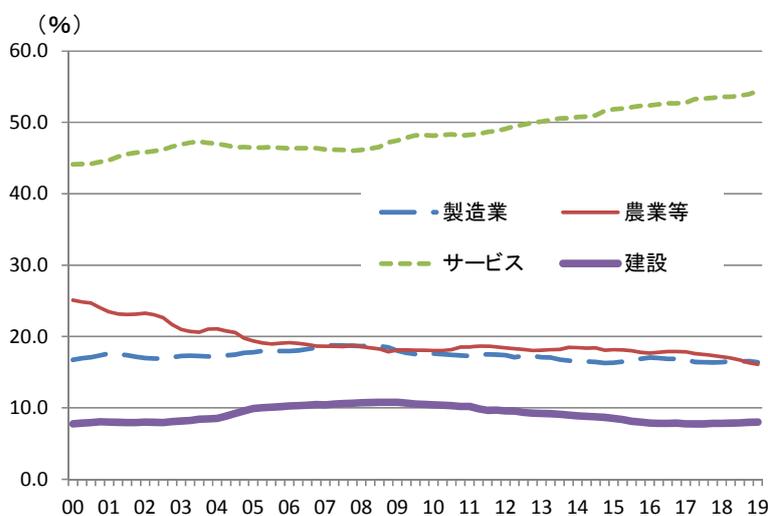
変わらないインド

こうした逆風と、一見無縁であるかにみえるのがインドである。同国では4月から5月にかけて総選挙が行われ、与党・インド人民党が圧勝し、モディ首相の続投が決まった。金融市場は比較的ビジネスフレンドリーな政策の継続、下院における過半数の議席確保によるスムーズな政策遂行などを評価、期待し、SENSEX 株価指数は目下、史上最高値を更新中である。しかし、人民党の圧勝を文字通りポジティブにとらえることにはいささか躊躇を禁じ得ない。

一つには、インド人民党人気、というかモディ人気の復活は、2月にカシミール地方で起きた武装組織による自爆テロとその後の騒動の「賜物」でもあるからだ。モディ政権は隣国パキスタン内の武装組織の拠点を越境空爆し、「強いインド」をアピールした。これが国民のナショナリズムを呼び覚ましたことが、人民党圧勝に大きく寄与したとされている。何のことはない。2014年にクリミアを併合し（ウクライナから略奪し）、陰りが見られていたプーチン人気が大々的にテコ入れされたロシアと同じ構図である。実際のところ、モディ政権のもとで、同国の民主主義の劣化が進行していることを危惧する声は少なくない。このこと自体が金融市場に直接ダメージを与えることはないのかもしれないが、ポピュリスト・モディの政策がよりばらまきの色彩を強めることはないかなど、懸念すべき点は少なくない。

なお、株式市場は政策の継続性を歓迎しているかにみえるが、過去5年のモディ政権下での経済パフォーマンスに目立った改善が見られたとは言い難い。モディ氏が5年前に掲げた“Make in India”というスローガンは的を射たものだった。中国に並ぶ人口大国であるインドが、平均的な所得水準を上げていくには、まずは労働集約的な製造業を立ち上げていくことが不可欠だからだ。しかし、同国経済がサービス業にけん引され、製造業のシェアが全体の16～17%程度にとどまっている状況に変化はない。むしろサービス産業依存は、モディ政権下で強まっているようにみえる。

図表3 インドの産業別付加価値シェア



(注) 4 四半期平均、名目ベース

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

もちろん、高い競争力を持つサービス産業の存在は、他の新興国には見られないインドの強みである。しかし、雇用に着目したとき、インドが必要としているのは、農業等の一次産業の不可逆的なシェアの縮小と生産性の向上の結果あふれ出る、農村における余剰労働力の受け皿である。その多くは高等教育を受ける機会に恵まれず、英語を解さない。例えば、サービス産業の中でも比較的労働集約度が高いと目されるコールセンターなどに、農村出身者が職を得ることは難しい。やはり、労働集約的製造業の飛躍が求められているのである。これに失敗したとき、同国における所得格差は中国をはるかに上回る尖鋭な社会問題となる可能性がある。

二期目のモディ政権は、土地収用法、労働関連法など「規模の経済」を否定するかのような制度の改正に成功し、“Make in India”を着実に前進させることができるのだろうか。同政権の経済的成果を測る基準はここにあると考える。