

2019年9月4日 全5頁

新興国経済ニュースレター（2019年9月）

米国の景気後退を待ち望む（?）

経済調査部長
児玉 卓

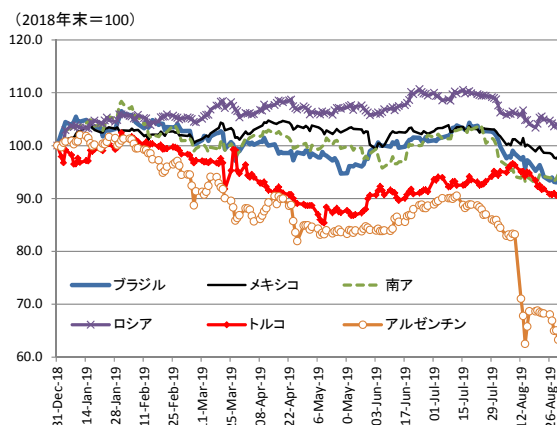
[要約]

- 新興国通貨の下落が目立ち始めた。米中摩擦と米国金融緩和の力比べが、前者優位に傾く中、新興国の緩和モードの継続は「賭け」の色彩を強めつつある。中期的にみても「利下げ余地」という限界の存在などから、金融緩和の世界経済癒し効果は漸減の方向にあると考えられる。となれば、世界の景況感悪化を止めるには、米国トランプ政権が保護主義の矛を収める必要がある。しかし、その実現には米国経済が明確に悪化するなどのプロセスを経る必要があるかもしれない。
- 個別国で注目されるのは、引き続き中国である。同国でも通貨安が進行しているが、これは景気対策に伴う債務増大をより深刻化させる要因である。といって、無駄玉に終わりにかねないドル売り介入は危うい。同国のジレンマは深まりつつあるように見える。

新興国通貨が下落

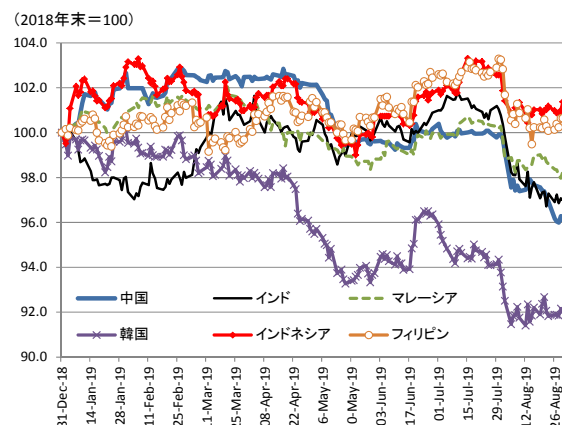
8月に入り、多くの新興国通貨が対ドルで下落している。同月中の下落率はアルゼンチンの26.4%が突出しているが、ロシア、南ア、ブラジルなども5~8%程度下落しており、相対的には非アジア新興国の下落幅が大きい。アジアでは、何と言っても中国・人民元の下落（3.8%）が目を引く。

図表1 新興国通貨の対ドルレート①



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表2 新興国通貨の対ドルレート②



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

背景にあるのは言うまでもなく、米国が対中関税第 4 弾の発動方針を表明したことである。これが世界景気の先行きへの懸念を強め、金融市場をリスク回避的にしている。昨年末以降、米国 FRB がハト派的姿勢を鮮明にする中で、一部を除き、新興国通貨の対ドルレートは堅調に推移してきた。それが多くの新興国が金融緩和に動くことを可能にしてもきたのだが、こうした局面もいったん終わりを迎えつつある。インドは 8 月 7 日に今年 4 度目の利下げを決めたが、これが後のルピーの下落に拍車をかけた可能性がある。今後、新興国にとって継続的な利下げは、「賭け」の色彩を強めていく可能性が高い。

なお、為替の下落率が突出しているアルゼンチンに関しては、対外債務の再編、ないしは削減が再度必至の状況になっており、実体的にも厳しい景気後退が想定される。しかし、同国の危機が他の新興国に伝播するといった懸念は小さい。それは同国の政治的、経済的ファンダメンタルズの脆弱さが群を抜いているからである。かつてのアジア通貨危機のような、タイが駄目ならインドネシアも、といった連想が働きにくいのである。従って、以下ではその前提（基本的に考察の対象はアルゼンチンを除いた新興国一般）で記述することとしたい。

利下げは再度、市場を癒すことができるのか？

昨年来、米中摩擦が世界的な景況感の重石となり、FRB による緩和（見通し）がそれを癒すということが繰り返されてきた。再度、同じことが起きる可能性はもちろんある。それは新興国に利下げを継続、ないしは再開させるチャンスを与えるものであるが、総じて言えば、FRB の緩和の効力は漸減の方向にあると考えられる。一つには、世界経済に対する米中摩擦の下方圧力と金融緩和の下支え効果との力比べが長期化した場合、後者に「利下げ余地」という限界があるだけ、いずれ前者の優位が明確化してしまう可能性があるからだ。金融緩和が量的緩和や若干のマイナス金利を含むといえはその通りだが、FF レートがゼロ近傍に達した（あるいは達すると予想された）時点で、緩和効果に対する市場の期待は大きく減退せざるを得ないだろう。

一方、関税の掛け合いについては、対象品目や金額には自ずと限界があるが、税率はいくらでも上乗せできる。また、米国のターゲットが中国から欧州など他の国・地域に拡散していく可能性もある。そして、最終的には、貿易コストの上昇や貿易数量の萎縮が、实体经济をどれだけ圧迫するかが問題なのだが、それにかかわる不確実性はきわめて大きい。米中当事国のみならず、遠く欧州でも、外需の悪化が内需に波及し始めた気配がある。日本でも製造業の設備投資の不調が確認されている。こうした動きは始まったばかりであり、来るべき世界経済の底の深さや時期を見極めることは現時点では至難であろう。こうした中、金融緩和の癒し効果はフェードアウトに向かうとみざるを得ないように思われる。

利下げ頼みに限界があるということであれば、世界的な景況感の悪化に歯止めをかけるには、中国向け強面をはじめとした米国の保護主義姿勢が転換される必要があるが、それは実現可能なのであろうか。かねて言われているように、米国の対中強硬姿勢は、技術・軍事・通貨などを巡る覇権争いであると共に、トランプ氏の選挙対策という側面を持つ。中国から輸入を減らして米国での生産を刺激し、製造業の投資、雇用を増やすことでトランプ支持に結び付けよう

という戦略である。

ただし実際のところ、こうした戦略が機能しないことは既に露呈しつつある。中国からの輸入の減少は他国からの輸入の増加で打ち消されている。2019 年に入って、製造業の雇用者の伸びは明らかに鈍化している。製造業の不振は米国にも及びつつあるのだ。従って、2020 年の大統領選挙を相対的にはましな経済状況で迎えることを重視するのであれば、対中強面を取り下げることは有力な政策的オプションとなるはずである。それが結果的にはトランプ氏にも、米国にも、世界経済にとってもベストのシナリオなのだが、トランプ氏がこうした合理的な判断を下すのかは、やはり定かではない。仮に下すとしても、そこに行きつくには、米国の株価が顕著に下落し、景況感が悪化する中で、FF レートがゼロ近傍まで引き下げられ、トランプ氏が FRB を悪役に仕立てる余地がなくなる等のプロセスを要するかもしれない。

いずれにせよ言えることは、今後の世界経済の方向性を決める上で、米国の金融政策の重要性は低下する可能性が高いということだ。米中摩擦を癒す機能が不在となることは、新興国がこれまで以上に、世界的な景況感悪化に伴う資本流出などへの目配りを欠かせなくなることを意味する。慎重に構えながら、トランプ氏発のアップサイド・リスクを待つ必要があるということだ。

人民元の下落を巡って

新興国の今年 4-6 月期の GDP 統計が出揃いつつあるが、総じて結果は良くない。インドは前年比 5.0%と、およそ 6 年ぶりの低い成長率に留まった。同国の場合、もともと中国を核とするアジアの製造業のサプライチェーンには組み込まれておらず、チャイナプラスワンの現実的な候補に挙げられることも少ないため、良くも悪くも米中摩擦の直接的インパクトは小さい。問題は内需であり、ことに金融仲介機能の不全が乗用車販売を極端に落ち込ませている。

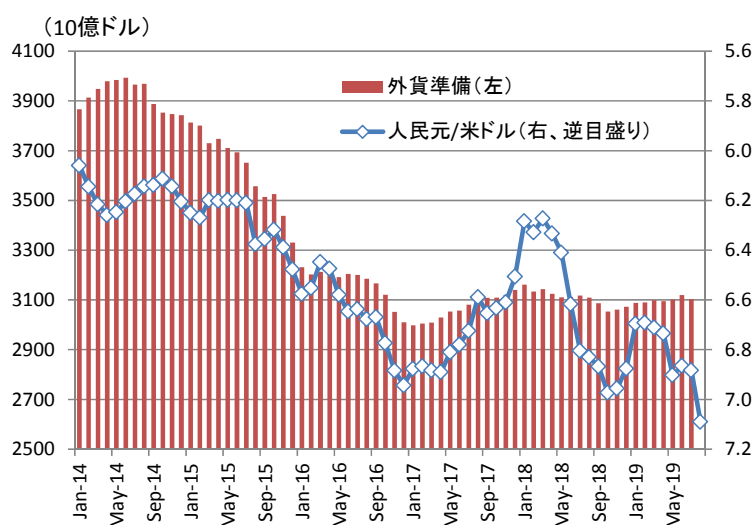
ブラジルは 1-3 月期の前期比マイナス成長からは改善したものの、4-6 月期の成長率は年率でも 1%台でしかない。成長のけん引役を見いだせない状況が続いている。また、トルコは前年比ベースで 3 四半期連続のマイナスとなった。特に固定資本形成の落ち込みが著しい。

などなど、良からぬニュースが少なくないのだが、やはり気になるのは中国である。同国の 4-6 月期の成長率は前年比 6.2%であり、前期からの減速幅は 0.2%pt にすぎなかったが、消費支出の寄与が低下し、資本形成への依存度が強まっていることが問題である。今更言うまでもなく、対米摩擦の深刻化、長期化は中国経済の相当の重石となりつつある。そうした中で、政府がこれまで通り、雇用の確保を通じた社会的安定の維持を優先するのであれば、インフラ投資等によって景気を支えざるを得ない。それが資本形成への依存度の上昇として表れている。

こうした構図自体は目新しいものではないが、政策で景気を支えるには相応のコストがかかる。目下の問題は、そのコストがかつてなく増大しつつあるとみられることだ。一つには、当然ながらインフラ投資等の景気刺激策が中国の債務を増大させる。そして、それが外貨建て債務であれば、ここもとの人民元の下落は実質的な返済負担をより高めてしまう。

図表に沿って、人民元の推移を外貨準備の増減を踏まえながら振り返ってみよう。2014 年後半から 2016 年末にかけて、中国の外貨準備は 20% 程度減少した。その初期（2015 年半ばまで）は準備が減少する一方で、人民元の対ドルレートは安定的に推移していた。これは、人民銀行が為替介入を行うことで、人民元の下落を食い止めていたことを示唆する。以降、2016 年末までは、外貨準備の減少と人民元の下落が同時進行するが、ここでは、介入で吸収不能な人民元の売り圧力（≡中国からの資本流出圧力）が存在していたということであろう。その流れの中で、人民元ショックが起こっている。

図表 3 中国の外貨準備と人民元の対ドルレート



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

2017 年以降は、人民元の対ドルレートのアップダウンが比較的大きくなる中で、外貨準備は安定的に推移している。人民銀行が介入を手控えるようになっている（為替変動を市場に委ねている）ことが示唆されるが、そうした中、人民元レートは足元で下落ペースが再度加速している。これについては、一部メディアなどにより、米国の輸入関税引き上げに伴う中国製品の競争力低下を相殺するために、人民元安を政策的に容認しているなどと評されることがある。しかし、現在の中国政府にそのような余裕があるかは疑問である。中国政府が恐れているのは、2014 年から 2016 年までの外貨準備減少時期の後半、つまり外貨準備の減少と人民元下落との併存が再現されることであろう。可能であれば、人民元の大幅下落は避けたい。それは既述のように、債務の返済負担の膨張を回避するためだ。それを通じて、インフラ投資などの政策運営上の自由度を幾分でも確保することが可能になる。しかし、介入によって人民元の下落を回避することが必ずしも可能ではないことは 2015 年～2016 年に既に経験済みである。そして、介入が再度の「無駄玉」となった場合、人民元ショックの再来の現実味が増してしまう。

中国は今、二重のジレンマに直面していると纏められよう。一つは如何に政策的に景気を支えるかである。支えれば支えるほど、債務問題が悪化する。一方で、対米摩擦に伴う景気の下押し圧力のほどを現段階で見極めることは難しく、支えないことがもたらし得る潜在的リスクは大きい。第二は、人民元を如何にコントロールするか、せざるべきかのジレンマだ。人民元を支えれば支えるほど、外貨準備は減少し、人民元ショック再来の可能性が増す。といって、

支えなければ、債務の膨張に拍車がかかる。

中国政府は対中摩擦に関し、長期戦を覚悟しているといわれるが、上記ジレンマは時間が解決してくれる類の問題ではない。一体中国は、長期戦にどのように耐えようとしているのであろうか。