

2020年1月9日 全4頁

新興国経済ニュースレター（2020年1月）

引き上げられた世界経済回復へのハードル

経済調査部長
児玉卓

[要約]

- 米国・イラン関係の先行きを見通すことは難しいが、金融市場の動揺はしばらく継続するリスクがある。それは当然実体経済にもマイナスであり、とりわけ新興国の被害が大きくなる。
- 供給ショックに起因する原油価格上昇は、単なる所得移転にとどまらず世界経済にネットダメージを与える。それは再度金融市場をリスク回避的として、新興国からの資本流出圧力を高める可能性がある。
- 2019年から持ち越された世界経済、新興国経済の頭痛の種の一つが、ブームとさえいえそうな反政府デモの頻発であった。それは当該国・地域の経済政策を左傾化させる要因であるが、リスク回避的な金融環境が継続すれば、そうした各国政府のビヘイビアが債務問題の再燃を引き起こす可能性を高めることにもなる。IMFなどは2020年の世界経済回復を想定してきたが、その実現のハードルは一段引き上げられたと思われる。

米国 vs イラン

年明けに飛び込んできたのは、米軍によるイラン革命防衛隊のカセム・ソレイマニ氏殺害のニュースであった。トランプ米大統領の気まぐれなのか、軽挙妄動なのか、はっきりしたことはわからないが、2020年も世界経済が「トランプ・ファクター」で揺さぶられることを暗示する事件ではあった。

米国とイランとの対立関係の今後を現段階で見通すことは難しい。一つの安心材料は、両国ともにあまり問題を拗らせず、ほどほどのところで矛を収めたい誘因を持っていると思われることだ。米国にとって2020年は選挙イヤーでもあり、トランプ氏としては中東への大々的な派兵を要する戦争などは極力回避したいと考えていよう。選挙民の歓心を買うという意味からは、ファイティングポーズをとっていることに意味があるのであり、トランプ氏はパンチの威力にはさほど興味を持っていない可能性がある。一方のイランにとってはいうまでもなく、米国はまともにぶつかって勝てる相手ではない。実際、1月8日にイランが行った米軍イラク駐留基地

への攻撃は事前通告がなされていたとも報じられており、これを受けたトランプ氏は軍事力の行使による報復には慎重な姿勢を示している。

そうではありながら、そもそもトランプ氏の姿勢がいつ豹変しないとも限らず、イランとしてもこわもてを控えることが国内政治的にもたないなどの理由により、意図せぬ報復合戦が繰り返される可能性は排除できない。ソレイマニ氏殺害を受けて、株価の下落、原油価格と金価格の上昇、円高の進行など、市場は行きつ戻りつしながらも想定通りの反応を示しているが、混乱がどの程度で収まるのか、やはり現段階で明確な見通しを持つことは難しい。あまり事態を拗らせたくないという両国が共有しているはずの本音が、いずれ効力を発揮することを期待したいが、当面は不安定な状況が続くことも覚悟する必要があるだろう。

原油価格の上昇はゼロサムではない

金融市場の動揺が続けば、世界経済全体にもマイナスだが、とりわけ新興国は資本流出圧力に見舞われ続ける可能性が高くなる。もっとも原油価格の上昇は新興国にとってマイナスばかりではなく、その影響はやや複雑である。原油価格の上昇は非産油国から産油国への所得移転を引き起こすわけだが、世界を先進国、新興国で二分すれば、新興国には所得移転のメリットを享受するという側面もある。しかし現在進行中の原油価格の上昇は供給ショック（あるいはショックが起きるという予想）に起因するものであり、それはやはり世界全体にはゼロサムではなく、ネットでダメージを与えることとなろう。日照りで農産物が不作となって価格が上がれば、生産者側が享受する価格上昇の恩恵は多かれ少なかれ数量の減少で相殺される。生産者、消費者共倒れということもあり得る。同様のことが原油をめぐっても生じる可能性があるということだ。短期的には価格上昇の恩恵を受ける国も確かにあろうが、原油価格上昇が世界経済全体の重しとなれば、やはり金融市場のリスク回避的な動きは一段と強まり、新興国はより厳しい資本流出圧力に直面する可能性が高くなる。

原油価格に関して付け加えれば、価格上昇を受けた生産者と消費者の反応が必ずしも対称ではないという問題もある。例えば、米国は一国レベルでは原油価格上昇のインパクトはゼロに近いかもしれないが、そこでは家計から企業への所得移転が発生する。ガソリンなどの関連製品の価格上昇を受け、米国家計は他の消費を抑える可能性が高いわけだが、それを相殺するだけ企業が投資を増やさなければ、景気は悪化する。原油価格の上昇は2020年の世界経済のダウンサイドリスクに浮上しつつあると考えられよう。もちろんそれが今後の市場の動き次第であることは、繰り返しておく必要がある。

株価と経済のデカップリングはどう収斂するか

金融市場の動揺に関連して、もう一つ気になるのが、2019年がさえない実体経済と好調な株式市場のギャップが目立つ年であったことだ。甚だしきは6四半期連続で成長率が減速しながらも株価が史上最高値を更新してきたインドであるが、景気停滞が長期化しているユーロ圏でも、株価は年初に右肩上がりに転じた。FRB、ECBの緩和への転換が米欧の市場を刺激した直接

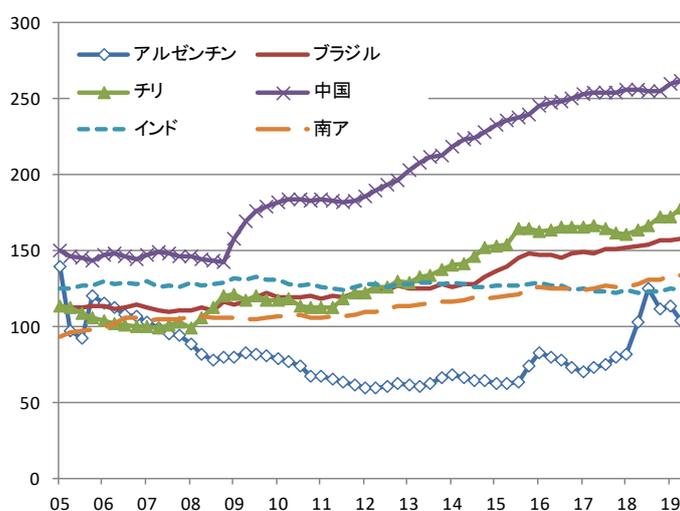
的な効果に加え、資本流出の恐怖から解放された新興諸国の利下げが、株高を世界的な現象としたということだろう。一方で、昨年10月時点のIMFの想定では、2019年の世界経済の実質成長率は3.0%と前年の3.6%から顕著に減速している。2020年はこのギャップがいかに解消されるのか、解消されずに残存するかも、大きな注目点である。

もちろん2019年における株価の好調は、2020年の実体経済の回復期待を織り込んだものでもあったであろう。しかし原油価格の上昇やリスク回避的な市場の動きが長期化することは、2019年時点の市場の期待の実現を阻み、両者の悪しき収斂をもたらす要因となり得る。それは負の資産効果を通じて、実体経済の底をもう一段深くするリスクを有する。

債務問題

以上をまとめれば、2020年は総じて新興国にとって下方リスクへの目配りが必要な幕開けになったと評せざるを得ないが、もう一点気を付けておきたいのが、左傾化の圧力と債務問題の再燃の可能性である。2019年に債務負担が急増した国はアルゼンチンのみであるが（グラフの最近時点は2019年6月末。アルゼンチン・ペソが急落し債務GDP比が大幅に上昇したとみられるのは同年8月）、プチ・アルゼンチン的な国が今後増えてくる可能性がある。

図表1 非金融部門債務残高 GDP 比 (%)



(出所) BIS、Haver Analytics より大和総研作成

アルゼンチンの債務GDP比の上昇のきっかけは左派政権誕生が確実視されたことであった。左派政権により実際のばらまきが行われる前に、つまりフローの財政収支が悪化する前に、為替レート下落によって実質的な債務負担が増大してしまったのである。同国における政権交代は、前政権の緊縮的な財政運営が国民の理解を得ることに失敗した結果であるが、チリやエクアドルでも公共交通機関の運賃の値上げや政府補助金廃止が反政府デモを引き起こしている。これらの事例は、新興国における緊縮政策遂行の困難を表しており、アルゼンチンのように政権交代に至るかどうかはともかく、少なからぬ新興国の政策が左傾化する可能性は低くない。

また緊縮政策とは直接関係ないが、反政府デモ的な動きは香港やインド、先進国ではフランスなどにも広がっており、世界的なブームの様相さえ呈している。デモのきっかけが何であれ、デモの頻発はその対処に手を焼いたこれら諸国・地域の政府に財政ばらまきの誘因を与えてしまう。

こうした素地がある中で、既述のように現在金融市場はリスク回避的となっており、中東情勢次第ではそのような状況が長引く懸念がある。これはすなわち、新興国通貨が売られやすく、外貨建て債務の実質負担が容易に増大する可能性が高まっていることに他ならない。

もちろん、良いニュースがないわけではない。少なくとも短期的には、米中間の対立激化の可能性は低下している。一部ハイテク関連製造業の循環的回復の兆しも見られる。世界貿易の停滞と製造業の景況感の悪化が継続する中、非製造業の堅調は概ね維持されている。しかし、こうした材料がありながらも、例えば IMF が描く 2020 年世界回復シナリオの実現に向けたハードルは、一段上がってしまったとみざるを得ないと思われる。