

2020年2月6日 全4頁

新型肺炎で中国スタグフレーションか

新興国経済ニュースレター（2020年2月）

経済調査部長 児玉卓

[要約]

- 米国・イラン関係の悪化など異なり、新型肺炎の流行（新型コロナウイルス・ショック）は為政者の意思を超えた不確実性をもたらす点で、非常に厄介である。
- 不確実性による金融市場の動揺は総じて新興国に大きな負荷をかけるが、その実体経済への波及において懸念されるのは株価が高値圏にある米国、およびスタグフレーション入り懸念される中国である。
- 2020年の世界経済回復シナリオはいよいよ危うくなっている。

不確実性という大敵

年初の世界経済は米国・イラン関係の悪化に震撼させられたが、金融市場の動揺はごく短期の内に収束した。それは、米国、イランの双方が対立のエスカレーションを望んでいないことが明白となったからであった。つまり、この件にかかわる地政学的リスクは、偶発的な衝突などに対する懸念は残りながらも、両国トップの政治判断で相当程度コントロール可能な類のリスクだったということだ。

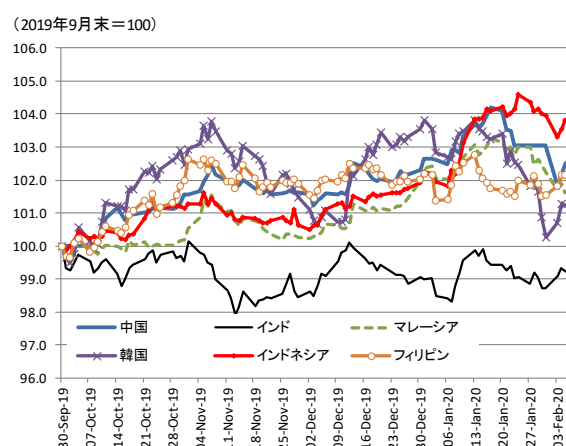
新型コロナウイルス・ショックの厄介な点は、こうした為政者の意思をはるかに超えたリスクを内包していることにある。その拡散が中国経済に、世界経済にとってマイナスであるのは自明だが、その程度が分からない。収束に要する期間も分からない。この不確実性が金融市場を動揺させる。そして、それが実体経済的な実害を増幅させる。この点においてリスク・オフに脆弱な新興国はどうしても最大の被害者になりがちである。

これまでグローバル金融市場は、世界経済の2019年の底打ちと2020年以降の緩やかな回復というシナリオに依拠した動きを示してきた。米・イラン関係の悪化もこのシナリオを崩すことはなかった。むしろ抑制的な米国の姿勢は、トランプ政権が秋の大統領選挙での再選を最優先していることを再認識させ、それは同政権が経済的には国内景気重視の政策に終始するであろうという連想を生んだ。これが2020年の世界経済回復期待を一層強めた面もある。結果として米国を中心に世界的な株価の好調が続いてきたわけだが、そこで顕在化した新型コロナウイ

ルスのネガティブな威力が2020年の世界経済回復を頓挫させるに足るものなのかは、やはり分からない。しかし繰り返せば、この分からなさが継続する限り金融市場の動揺は根本的には収束しない。

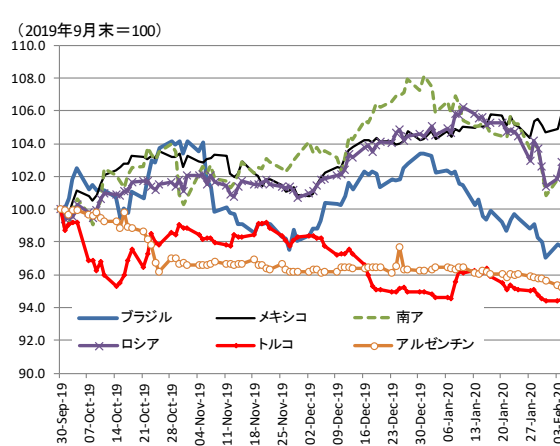
主要国通貨の対ドルレートを確認すると、中国・人民元、そして中国と経済的關係が深い通貨の下落が目立つ。アジアでは製造業の中国依存が進んでいる韓国に加えて、インドネシア、マレーシアなど資源国の通貨が下落している。非アジア新興国でもやはり、ブラジル・レアル、ロシア・ルーブルの下落が目立つ。いうまでもなく中国景気の悪化懸念を反映したものだが、こうした動きが各国の金融政策をより引き締め方向に転換させることなどを通じて、実体経済に負荷を与える。このような市場と実体経済との相互作用に関しては、さらに二つの点に注意しておきたい。一つは当の中国を舞台とした金融リスクの増大、もう一つは米国株式市場を巡るリスクである。

図表1 アジア主要国通貨の対ドルレート



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表2 主要新興国通貨の対ドルレート



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

中国はスタグフレーション、そして債務問題

中国で起こりつつあることを一言でいえば、スタグフレーション懸念の増大であろう。人々は感染を恐れて外出を極端なまでに控える。一方で、物流の寸断などからサプライチェーンが機能せず、生産の正常化には時間がかかる可能性がある。需給双方がシュリンクするわけだが、食料を中心に生活必需品的な財の価格には上昇圧力がかかることとなろう。さらに出稼ぎ労働者の職場復帰の遅れが、操業を維持・再開している企業の賃金を上昇させていると伝えられている。足元の生産や貿易、小売統計の落ち込みは相当程度織り込み済みであろうが、さしあたりはインフレ率がどの程度上昇圧力を受けるかに注目しておく必要がある。経済がスタグフレーション的様相を強めたとき、引き締めによってインフレ率の引き下げを優先した場合、需要の落ち込みに拍車がかかる可能性がある。

そしてこの時、中国政府が想定以上の景気の落ち込みを看過しないとすれば、再度、インフラを中心とした投資増強が選択される可能性は低くない。それはいうまでもなく、同国の急所といえる債務問題を一層深刻化させる。それが仮に、「人民元ショック」の再来につながれば、中

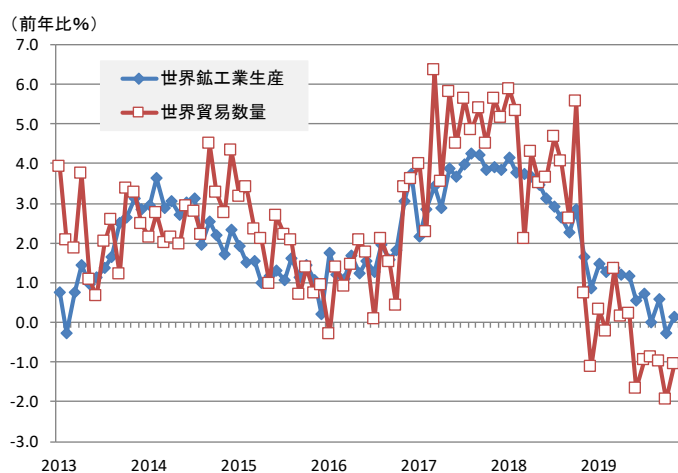
国景気停滞の質と深刻さががらりと変わる恐れが強くなる。新型コロナウイルスがもたらす中国経済の下方圧力は一般に期間限定とみなされているように見受けられる。その期間に関する不確実性は高いものの、いずれ収束し、中国経済も旧に復す。SARS の時と同じように、というわけだ。しかし景気悪化の質が単なる需要の停滞から金融リスクを織り込んだ人民元ショックに移行すれば、それは景気の回復時期を先送りさせるにとどまらず、回復の道筋を極端に険しいものとする可能性が生まれてしまう。懸念されるのは、そこである。

製造業・非製造業のデカップリングの行方と米国株価

もう一つ、注意しておきたいのが米国株価である。今のところ、米国株式市場は悲観一色というわけではなく、むしろ総じて高値圏を維持してはいる。しかし、そのボラティリティは高まっており、割高さが指摘されて久しい米国株価が、新型コロナウイルスの波及効果に対する懸念などをきっかけとして比較的長い調整局面に入ってしまうことがないか、が問題である。いうまでもなく、既述の中国リスクが顕在化した場合には、その懸念はより強まることになるだろう。

この点が重要なのは、一つに米国景気の最大の柱である個人消費が、株価が調整局面に入った場合に負の資産効果という重荷を背負うことになるためだが、同時に想起すべきは、2019 年の米国を含む先進国世界で観察された特徴の一つが、製造業の不振と好調な非製造業というデカップリングだったことである。IMF が想定し、最近までの金融市場が織り込んできたように、2020 年に世界経済が回復に向かうには、非製造業の好調が維持される中で、製造業が回復に転じることが必要である。しかし図表 3 が示すように、現在のところ製造業を巡る環境に確たる改善の兆しは見られない。

図表 3 世界の鉱工業生産と貿易数量



(出所) オランダ経済政策分析局より大和総研作成

米中間の貿易障壁が部分的に低められたことは朗報であるものの、新型コロナウイルスに起因する中国経済の停滞は製造業の不調に拍車をかける要因である。この両者の力関係にもよるわけだが、製造業が好調な非製造業にサヤ寄せされる格好で世界経済が回復に向かうというシナリオの不確実性は高まったとみるべきであろう。そうした中、非製造業を支える内需、とりわ

け米国の個人消費の堅調が維持されなければ、製造業と非製造業は悪しき収斂を余儀なくされ、世界経済の回復シナリオはいよいよ実現可能性が乏しくなる。

若干の明るい材料は原油価格の低迷である。それはいうまでもなく、中国経済の先行きへの懸念を反映したものだが、需要の低迷が想定される中で地政学的リスク等が原油価格を押し上げてしまえば、まさに「泣き面に蜂」である。その意味で、冒頭触れたように、米・イラン関係の悪化の激化が回避されていることは重要であるし、衝突の再燃がないかには注意を払っておく必要がある。ただし付け加えておけば、原油価格やその他コモディティ価格の低迷は、2019年に停滞感が目立ったブラジルなど一部新興国の改善にけん引された世界経済の回復という、IMFが想定するシナリオの蓋然性をますます危うくするものでもある。