

2020年5月12日 全4頁

コロナ・ショック：市場の選別が始まった

新興国経済ニュースレター（2020年5月）

経済調査部長 児玉卓

【要約】

- コロナ・ショックによって新興国全般からカネが逃げ出すという局面はいったん終わった。今起きているのは、市場の選別である。当面はショック初期の資本流出などによる痛みの軽微な国、厳しい国、および新型コロナウイルスの感染拡大の程度によって、二極化・三極化する状況が続くだろう。
- その観点では、アジア新興国は勝ち組と目されるが、同地域にはコロナ・ショックが保護主義的風潮を強め、世界貿易の停滞を長引かせる可能性があるという、別種のリスクがある。アジアはサプライチェーンの複雑化、その背景にあるグローバル企業の利益追求の恩恵を受けてきた。しかし今、サプライチェーンは自国回帰を含む単純化に向かう可能性が高まっており、そこではコスト効率のプライオリティは引き下げられざるを得ない。この点にアジア諸国の長期的なリスクがある。

市場の選別

当初、コロナ・ショックの新興国へのインパクトは、主として金融市場の動揺を通じたものであった。世界的な景気見通しの劇的な下方修正、感染拡大収束までの道筋にかかわる不確実性の大きさなどから強烈なリスク・オフが生じ、新興国からは大挙してカネが逃げ出した。通貨・株価は下落し、リスク・プレミアムは急騰した。もともと、FRBをはじめとした先進国中銀、先進諸国政府の危機対応策、およびそのアナウンスメント効果などから、こうした局面はいったん終わっている。

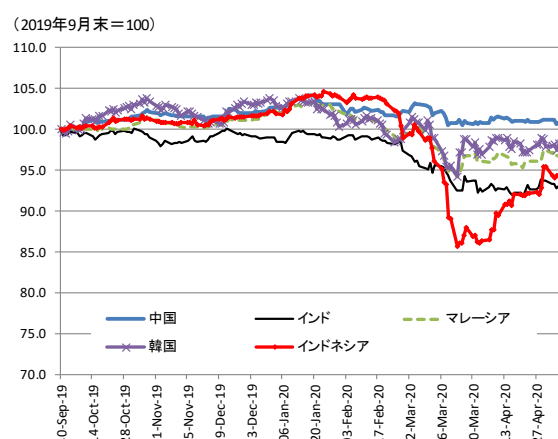
今起きているのは市場の選別である。為替レートの動きなどから大まかに評価すれば、アジア諸国は先進国株価の復調とほぼ同時期に資本逃避的な動きが一段落している。一方、トルコ・リラ、ブラジル・レアルのように下げ止まらない通貨もある。リスク資産が一緒くたに売られる状況を脱したことはひとまず朗報であるし、市場の選別が各国のファンダメンタルズの相違に拠って立つものであれば、ブラジルやトルコなど、依然資本流出圧力に見舞われている国々も、可能な限りファンダメンタルズの改善に励めばよい。だが、そうもいかないのが新興国のつらいところである。

その背景はいささか複雑である。一つには新興国の場合、市場が各国のファンダメンタルズを壊すということがしばしば起こり得る。例えば、それが起きる理由はどうであれ（当該国のファ

ンダメンタルズの欠陥であれ、当該国に直接的な責任のないグローバルなリスク・オフであれ)、資本流出に伴う通貨下落は外債建て債務の返済可能性を低めてしまう。それが当該国の追加的な弱点となって通貨下落とのスパイラルが起こる可能性が生まれる。また通貨下落は物価を上昇させ、交易条件の悪化をもたらし、内需の基盤を危うくする。

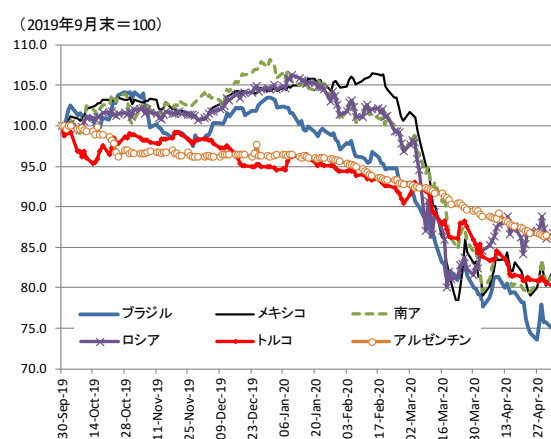
しかも、こうしたときに新興国は有効な対処の方策を持っていない。ここに新興国が直面する問題の複雑さのもう一つの側面がある。上のケースのように、内需悪化が通貨の下落によるものであれば、その刺激策として金融緩和は使えない。財政拡大を打ち出すこともリスクが高い。財政赤字の拡大もやはり、通貨下落の要因となり得るからだ。ちなみに、ひとりの中国は新興国の中では例外的な存在であり、財政・金融政策の自由度をそれなりに確保していた。しかし、金融の開放度が進み、かつ大量の対外債務を抱えた結果、今や同国も政策発動に際しては効果とリスクの比較衡量が欠かせなくなっている。

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

もう一つ、新興国の状況を難しくしているのが、少なからぬ国が新型コロナウイルスの感染拡大の主戦場となってしまっていることだ。かつてのような、金融市場を通じた間接的なショックではなく、コロナ・ショックとの直接的な戦いを強いられている。しかも感染拡大の抑止が最良の経済政策でもあるという、これまで中国や先進国で共有されてきたコンセンサスに背を向ける国も散見される。医療体制が不十分であることと相まって、一部の国における感染がどれほどの広がりを見せ、いつ収束に向かうか見通し難い状況が続いている。そして収束しない限り、ファンダメンタルズは悪化し続ける。例えばトルコのエルドアン氏やブラジルのボルソナロ氏などは感染防止策の徹底よりも経済活動の継続を優先しているようだが、感染拡大収束の気配が見えない国の通貨は売られ続ける。そして、それは既述のダメージをこれらの国に与え続けることになる。

以上をまとめれば、こういうことになる。新興国にとってのコロナ・ショックは第二の局面を迎えた。新興国であること自体が売られる理由になる局面は終わった。しかし、これまでの市場の圧力によって既存債務の実質負担が高じるなど、経済状況が多くの国で悪化したことは否定できない。その悪化の程度によって市場の評価が決まり、通貨下落圧力は一部の国で残存し続

ける。そして、通貨下落圧力が続く限り、当該国に財政金融政策を通じた修復の余地は多く与えられていない。外部環境の好転を待つ、あるいは新型コロナウイルス感染の拡大が通貨下落の一因になっている国にあっては、その収束に尽力し続ける他はない。こうして新興国世界は、既存債務がそもそも少ないなどコロナ・ショックから受けた傷が浅い国、深い国、傷が深いうえに感染拡大に見舞われている国という形での二極化、三極化が当面続くことになる。

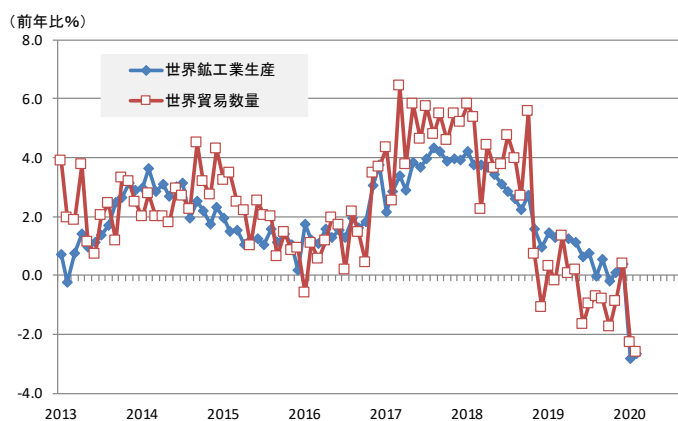
アジアが必ずしも有利ではない理由

こうした中、新興国の中での相対的な勝ち組は、今のところアジア諸国であるようにみえる。アジアでも短期的な景気は厳しい。多くの国がロックダウン的な感染予防策を実施しており、成長率の大幅屈折は必至である。しかし既存債務が相対的に少ない国が多いこと、経常収支の面からも相対的にリスクが低いことなどから、景気悪化や資本流出が金融危機などの深刻な二次災害を引き起こす可能性は限定的と考えられる。実際、市場の評価の基軸はそこであって、短期的な景気の深さそのものではないであろう。またアジア諸国の新型コロナウイルスの感染状況は必ずしも盤石ではないが、中南米、アフリカ、トルコ、ロシアのような急増・蔓延懸念が限定的であることもアジアを相対的な勝ち組にしていると思われる。

更に付け加えれば、アジア諸国は世界の工場であるとともに、世界的な出稼ぎ労働者の一大供給源である。いずれの面からも、先進国の経済状況の影響を大きく受ける。足元では先進国における失業率の急上昇のあおりを厳しく受けている労働者、その送金に依存する本国経済が大きなダメージを受けていることは疑い得ないが、先進国が世界経済の回復の先陣を切るのであれば、それに最初に乗っかりやすい新興国地域もやはりアジアということになる。

とはいえ、アジア諸国の先行きには、場合によっては他地域以上の困難が待ち構えている可能性もある。新型コロナウイルスの感染拡大は、世界の各所で供給制約を生じさせ、それ以上のマクニチュードで需要を急減させている。結果世界貿易が不振を極めていている。これは致し方ないことともいえるが、問題はコロナ・ショックが中長期的に世界貿易の拡大抑止のきっかけとなる可能性があることだ。それはアジア諸国の成長経路の屈折に直結することとなる。

図表3 世界貿易数量と鉱工業生産



(出所) オランダ経済政策分析局より大和総研作成

一つには、コロナ・ショックはコスト効率を重視した結果、複雑化したサプライチェーンの脆弱さを認識させるきっかけとなった。サプライチェーンの複雑化は、ある製品を完成させるまでの各工程において求められるコストと生産性のバランスが多様である結果であった。基幹部品をベトナムで製造するには生産性に難がある。組み立て工程を中国で行うにはコストがかかりすぎる。こうした作業を細かく行った結果、サプライチェーンが複雑化し、その恩恵をアジア諸国が総体として受けてきたということだ。それはアジア諸国が（日本・シンガポールなどからカンボジア・ミャンマーなどに至るまで）国による生産性・賃金のばらつきが大きいことの結果でもある。高い生産性が要求される工程も、安いコストが不可欠の工程も対応可能な国が域内に存在しているということである。しかし、複雑化したサプライチェーンにあっては、その一か所に不具合が生じるだけで全体が機能しなくなる。そのリスクをコロナ・ショックが知らしめることとなった。

また、コロナ・ショックのような未曾有の危機に際し、各国はどうしても自国優先の色を濃くしがちとなる。フリートレードが内外無差別のものでない限り、医薬品のような物資を輸入に依存することはリスクであると認識されるであろうし、そうした認識が一般化していけば、医薬品等ばかりではなく、食料品や生活必需品に関しても、自国生産重視の風潮が強まっていく可能性がある。そこでは既に、アジア諸国の発展を支えたコスト効率重視の企業経営は二の次となる。複雑化を続けてきたサプライチェーンが、自国回帰を含めた「単純化」に向かう可能性が高いということだ。それは言うまでもなく、世界貿易を縮小させる要因でもある。

こうした悪い流れを一段と推し進める可能性があるのが、トランプ政権である。既にコロナ・ショックが米国を覆う中、トランプ政権は犯人捜しの対中強硬姿勢を強めつつある。一方、時期尚早という声もあるものの、米国はコロナ封じ込め最優先から経済活動再開にかじを切りつつあるが、仮にそれが感染再拡大などを帰結した場合、大統領選挙が迫る中でトランプ政権が中国をスケープゴートにする可能性は相当に高いと思われる。こうしたことの積み重ねが、保護主義的な風潮を決定的にしてしまうことが懸念されるのである。そこに、短期的な勝ち組である（かにみえる）アジア諸国のリスク、弱点がある。