

2020年6月8日 全4頁

コロナ・ショックがもたらす格差拡大

新興国経済ニュースレター（2020年6月）

経済調査部長 児玉卓

[要約]

- 足元では世界的なリスク・オンから新興国通貨も反発している。これは短期的な苦境を緩和させるという意味で明らかに朗報だが、その持続性には慎重であるべきであろう。コロナ・ショックは確かに時限的かもしれないが、市場は経済の正常化の角度を楽観視している可能性がある。
- コロナ・ショックは、家計、企業、国など多くの次元で弱いものをより弱くすることで、格差を拡大させる。従って、先進諸国が比較的スムーズな経済正常化を実現させたとしても、その経験をそのまま新興国に当てはめて考えることは危険である。

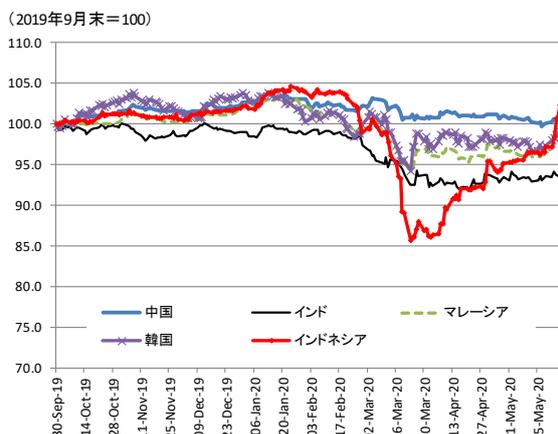
リスク・オンで通貨回復

世界的にリスク・オンの傾向が強まり新興国通貨が上昇している。ブラジルやロシアのように多くの新型コロナウイルス新規感染者を出している国の通貨でさえ顕著に反発している。欧米諸国の金融緩和の効果に加えて、状況は様々ながら先進諸国の感染拡大は少なくとも最悪期を超え、経済活動再開にかじが切られている。米国の雇用統計のように、一部指標は既に回復軌道をたどり始めたかにもみえる。こうしたことがリスク・オンを後押ししているのであろう。もしかすると、多くの新興国についても先進国を先例として、遠くない将来に経済が正常化に向かうという期待も反映されているのかもしれない。コロナ・ショックはかつてなく劇的だが時限的でもある、というわけだ。

もちろん理由はともあれ、世の中がリスク・オンに移行したことは、新興国には朗報である。振り返れば、新興国に対するコロナ・ショックの第一波は、世界的な景況感の悪化や将来の見通しにかかわる不確実性の強さがもたらすリスク・オフであった。そこでは、新興国自身のファンダメンタルズは必ずしも問われない。ファンダメンタルズが市場を荒れさせるのではなく、荒れた市場が新興国のファンダメンタルズを悪化させてきた。新興国は金融市場の被害者に他ならなかったのだ。さしあたり、そうした状況から解放され、多くの新興国は通貨下落に伴うインフレ圧力の中でいかに景気を刺激するかというジレンマに悩まされずに済むようになった。既存債務の自国通貨換算の負担膨張にも歯止めがかかっている。通貨防衛で外貨準備を費消する懸念も遠のいた。

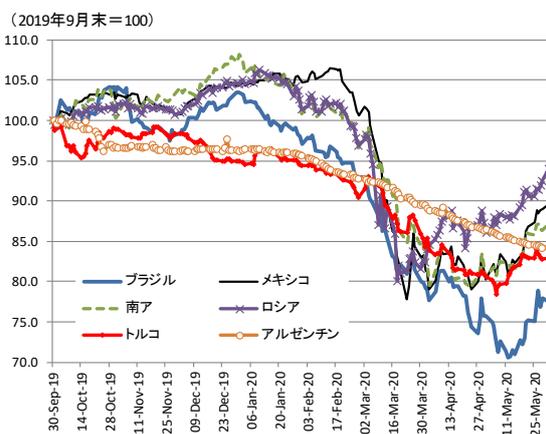
では一体、現在のグローバルなリスク・オンが続くのだろうか。また、それが続く限り新興国の痛んだファンダメンタルズは修復され、市場の後を追うように経済活動が正常化すると見込んで良いのだろうか。

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

リスク・オンの継続性

現在の金融市場が過度に楽観的であると断言することはもちろんできないが、いくつか注意しておくべき点はある。一つには足元で起こっていることが、昨年までの「金融市場と実体経済の乖離」の再現であるかにみえることだ。世界経済にとってコロナ・ショックはいわば「泣き面に蜂」であり、2019年にかけて既に世界経済は停滞感を強めてきた。米中対立や世界的な製造業の不振、財の貿易の停滞などにより、同年の世界全体の成長率は2009年以来の低さにとどまったのだが、こうした中で世界的な株高が進行していたわけである。

既述のように、現在の金融市場はコロナ・ショックを(リーマン・ショックなどと比較して)落ちるマグニチュードは大きいものの時限的、とみている節がある。金融ショックなどの二次災害は回避されると見込んでいるようでもある。それらは必ずしも的外れな見方ではないかもしれないが、金融市場は現在進行形の「経済活動再開」をもしかすると過大評価してはいないだろうか。注意すべき点の一つがここにある。

なぜなら「再開」はあくまで新型コロナウイルス感染再拡大のリスクを伴ったものであり、だからこそ景気のV字回復は困難であるというコンセンサスが国、地域を超えて形成されてもいるからだ。我々はウィズ・コロナ時代のニュー・ノーマルを必要としているが、その正しい姿は見えていない。家計、企業、政府はそれぞれに求められる適切な行動様式の模索をしばし続かざるを得ず、その間だれもが全力疾走することは控えざるを得ない。それが結果的にV字型回復を不可能とする可能性が高いのだ。

つまり金融市場の評価において、経済活動の「下げ止まり」の比重が、活動活発化の「角度」のそれに比して大きすぎるのではないかという懸念がある。それが修正されるとき、リスク・オ

ンもいったん終わる可能性が高くなる。

新興国の3つの弱点

もう一つ、再確認しておく必要があるのは、先進国と比較した新興国の弱点である。それらの存在ゆえに、先に感染が拡大し、先に経済正常化に動き始めている先進国の経験は、新興国に対するインプリケーションとしては不十分なものとならざるを得なくなる可能性がある。

新興国の弱点とは、第一に財政余力の乏しさ（および政府の資金調達能力の弱さ）である。例えば新規感染者の増加が続くインドでは、地域によってはあるが経済活動再開が既に始められている。それはロックダウンなどに伴う企業の事業の休止、家計所得の減少、失業の増加に政府財政が耐えられないからである。同国ではコロナ・ショックによって1億人以上が失職したともいわれているが、そのような膨大な人々の所得を補償する、あるいは企業に雇用確保のための資金を助成するような財政余力はインド政府にはない。もちろん、先進国であってもコロナ・ショックに伴う様々なコストを政府が完全にカバーすることはできないが、その出来なき加減がまったく違うのだ。そのため、一か八かの賭けであることが分かっているにもかかわらず、少なからぬ新興国政府は経済活動の再開を急がざるを得ないのである。加えて、必要な家計や事業者に必要な補助金や補償等を支給する、政策執行能力や政府のガバナンスも新興国の相対的な弱点と考えられよう。

第二は、現在の新規感染の主舞台となっているブラジルやインドに典型的に見られるように、新興国では貧困層が密集して居住する地域が少なくない。ソーシャル・ディスタンスなど取りようもない人たちが多く暮らしていることが、感染拡大を助長し、その収束までの期間を長期化させている。

第三の新興国の弱点は、出稼ぎ労働者が多く存在することである。分かりやすいのは少し前の中国であろう。同国の高度成長は工業化とほぼ同義であり、勃興する製造業を支えたのが農村地域などを出身とする出稼ぎ労働者であった。しかし彼らの多くはいわゆる非正規労働者であり、ロックダウン等に伴う経済活動の停滞によって真っ先に仕事を失う人々でもある。仕事を失うことはしばしば（寮などの）住居を失うことに直結する。そうでなくとも、職がなければ生活コストが相対的に高い都市に居住し続ける意味はなくなる。こうして、コロナ・ショックはロックダウンや経済の落ち込みを通じて、結果として人口移動を誘発してしまうのだ。それがさらに感染を拡大させる要因となる。

コロナ・ショックと格差拡大

コロナ・ショックはフローの経済活動を委縮させる。その日暮らしの人々が受ける痛手は大きい。一方、資産を持つ人にとってのダメージは限定的である。企業も同じことがいえる。資金繰りに余裕があるかどうか等によって、同じ業態であってもダメージは様々に異なってくる。コロナ・ショックは強いものをより強くすることはないものの、弱いものをより弱くすることで、

結果的に格差を拡大させてしまうのである。

国に関しても同様に、先進国に比した新興国・途上国の上述のような不利が、コロナ・ショックによって顕在化し、ショックのマグニチュードが大きくなるとともに、その期間が長期化する。そして経済のダメージも膨らんでしまう。そうした可能性を踏まえておく必要がある。

繰り返せば、足元で起こっているリスク・オンが新興国にとっても朗報であることは間違いない。しかし、それが持続するとみるにはウィズ・コロナ、アフター・コロナにかかわる不確実性はあまりに大きいし、比較的短期の視線でとらえても、先進国の経験を新興国に当てはめて考えることの是非には慎重であるべきと考える。