

2020年8月6日 全4頁

# 世界は財政赤字の拡大にどう取り組むのか

新興国経済ニュースレター（2020年8月）

経済調査部長 児玉卓

## [要約]

- 新型コロナウイルスの感染爆発に見舞われたブラジルやインドでさえ、景気の最悪期は過ぎつつある。回復の足取りが重くなるのは先進国、新興国同様といえようが、世界経済が再度の急収縮に見舞われる可能性は限定的であろう。もっとも、それは全面的なロックダウンによって経済を止めてしまうことが、新興国のみならず多くの先進国も、財政的、社会的に許容できないためでもあり、その結果、グローバルな感染収束に手間取る可能性が高まっているということでもある。
- 先進国、新興国を問わず、急増する財政赤字への対処が極めて頭の痛い問題である。特に資金調達力に難のある新興国の不利は明白だ。最近、少なからぬ新興国の中銀が、事実上の財政赤字の貨幣化を行っている模様であるが、これを緊急時における例外的な措置とできるかどうかなど、コロナ・ショックがもたらす課題は山積している。

## 4-6 月期大底を確認

中国を除く主要新興国の4-6月期のGDP統計はまだ発表されていないが、同四半期が成長率の差し当たりの底であったことが徐々に明らかになりつつある。例えば新型コロナウイルスの激しい感染拡大に見舞われたブラジルの鉱工業生産指数は、前年比ベースでは4月の▲27.3%から5月の▲21.9%にマイナス幅を縮小させている。前月比では4月の▲18.8%に対し、5月は+7.1%である。ブラジルに遅れて感染爆発の主舞台になっているインドの鉱工業生産指数も同様に、4月の前年比▲57.6%に対し、5月は▲34.7%である。6月分が発表されているチリ、ポーランド、ベトナムなどの数値は4-6月期が生産活動の大底であったことを一層明確に示している。ポーランドやベトナムは6月に前年比プラスに転じているのである。

もちろん、以上をもって新興国経済が先進国にキャッチアップする格好で順調な回復をたどるとみるのは短絡的にすぎよう。経済活動の再開が感染を再拡大させることは世界の各所で明らかになっており、各国は両者のバランスを見ながら、あるいは行きつ戻りつしながら経済活動の正常化を図らざるを得ない。とはいえ、グローバル経済が3~4月のような急収縮に再度見舞われる可能性は限定的とみてよいだろう。もちろん、それは全面的なロックダウンによって経済を止めてしまうことが、新興国のみならず多くの先進国も、財政的、社会的に許容できないためでもあり、その結果、グローバルな感染収束に手間取る可能性が高まっているということ

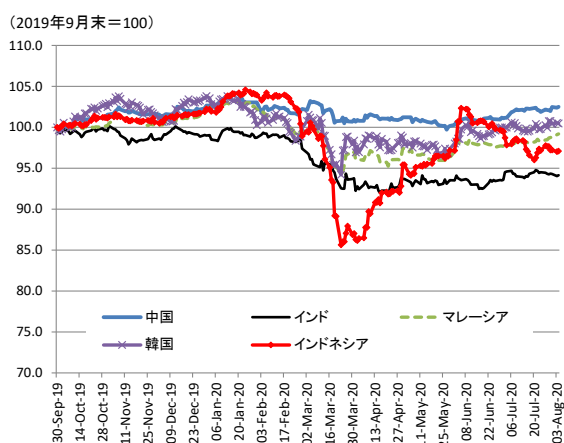
でもある。

## 財政赤字拡大

いずれにせよ、前月比、前四半期比で経済活動がマイナスを続ける国は、着実に減っていくと想定してよいだろう。巷間言われるように、回復の角度がV字ではなくL字に近いU字に留まるにせよ、また比較的大幅な需給ギャップを抱えながら走り続ける結果、雇用減少と内需減退の悪循環に陥るリスクを抱えながらも、2021年の世界経済がプラス成長を取り戻す可能性はかなり高いと思われる。

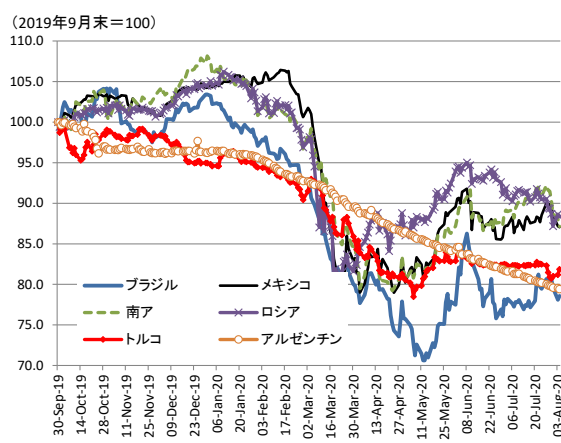
これを基本シナリオとしつつも、気を付けておくべき点が二つある。一つは、おなじみの実体経済と市場の乖離をどうみるか、である。世界的な株価が分かりやすく示しているように、金融市場は実体経済の回復、正常化をいささか先取りしすぎている可能性がある。金融緩和が大いなる支援となっていること、そしてその巻き戻しは極めて慎重にされるであろうこと、また米国のハイテク大手の一部など、コロナ・ショック下でも利益を伸ばしている企業が株高のけん引役になっていることなどは確かに金融市場の安定、好調を部分的には正当化しよう。しかし、グローバル経済がL字に近いU字型の回復を余儀なくされる中では、市場と実体の乖離の縮小は容易に進まない。そのストレスの中で、一時的にせよ市場が不安定さを増す可能性は低くはないと考えられよう。その時、一番の被害者となりやすいのは、やはり資本流出に見舞われるであろう新興国である。それは新興国通貨の再度の下落を引き起こし、新興国経済の正常化への道のりをより険しいものとしてしまう。

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

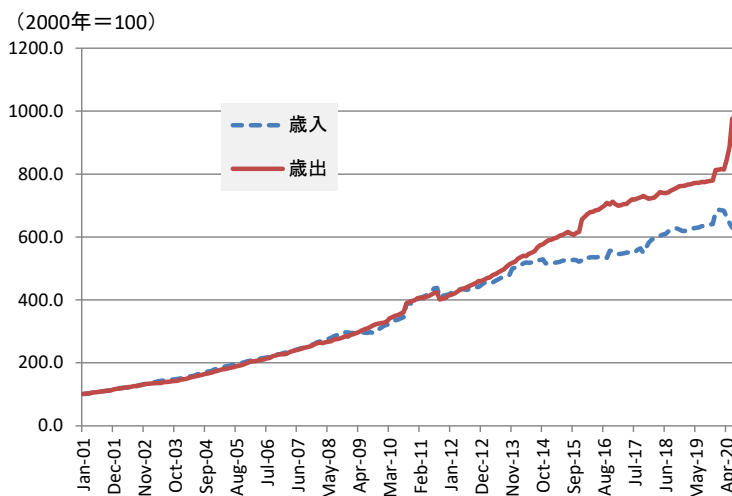
図表2 主要新興国通貨の対ドルレート



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

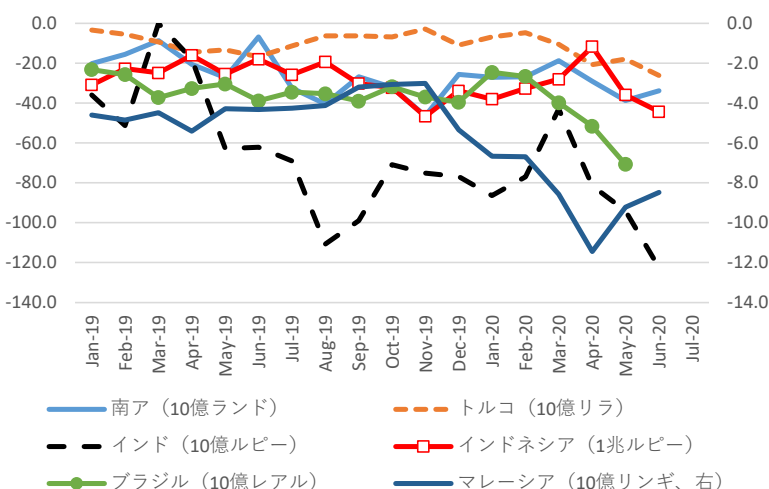
もう一つの問題は、各国が抱える財政赤字である。先進国、新興国を問わず、現在世界の各所で財政赤字の急拡大が進行している。例えば、ブラジルは歳入の減少と、それ以上に社会保障給付の急増などによる歳出の拡大から「ワニの口」が広がる、というよりも顎が外れそうな状況になっている。程度の差はあれ、あるいは悪化が始まる時期の差はあれ、他の新興国も同様の状況に置かれている。

図表3 ブラジル中央政府の歳入と歳出



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表4 主要新興国の財政収支



(注) マレーシアは連邦政府、他は中央政府

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

もちろん危機に際して、例えば失業給付を増やすこと自体が問題なのではない。しかし財政赤字が拡大すれば、当たり前だが、政府はそれに見合った資金調達を行わなければならない。その点にも、先進国と比べた新興国の不利がある。一つには成熟した自国通貨建ての金融市場の不在や相対的な信用力の低さから、新興国政府がスムーズな（特に大幅に増額された）資金調達を行うことは必ずしも容易ではない。第二には、以上の結果、少なからぬ新興国政府は外貨建ての資金調達を行うのであるが、その条件は金融市場の状況等に大きく左右される。これは上の論点とも重なることであるが、既述のように、現在のグローバル市場は大きなストレスがなく株価も高いリスク・オン状況にあり、新興国の資金調達環境は悪くない。しかしこれも既述のように、この状況の持続性は何ら保証されたものではない。实体经济と市場との乖離の縮小圧力

が強まったとき、新興国は財政赤字拡大に伴う資金調達に相当苦慮する可能性が高くなる。

新興国政府の資金調達に関して付言すれば、国際決済銀行（BIS）が指摘するように<sup>1</sup>、少なからぬ新興国の中銀がいわゆる「量的緩和」に踏み出していることにも一定の注意を払っておくべきと考える。世界的な需給ギャップの拡大が継続すると想定される中、事実上の財政赤字の貨幣化が直ちにインフレ率の高騰を招く可能性は確かに限定的ではあろう。しかし、金融市場の状況次第で、新興国は大幅な通貨の下落に見舞われる可能性がある点で、やはり先進国に比べれば注意を要する点は多い。そして何より、ブラジルなど中南米諸国の例を引くまでもなく、多くの新興国は財政と金融政策の一体化がハイパーインフレを引き起こしてきたという過去を持つ。この事実は重くみるべきであり、したがって、現在の中銀による財政ファイナンスを「非常事態における緊急措置」とした上で、危機克服の後に速やかに中銀の独立性を再度担保できるかが重要なカギとなる。ただし、コロナ・ショックを奇貨として強権化を進める新興国政府が少なくない現在、この点に関して楽観的になることは難しいかもしれない。

短期的な景気の底は過ぎた可能性が高いものの、やはり前途は多難である。

---

<sup>1</sup> <https://www.bis.org/publ/bisbull20.pdf>