

2020年9月4日 全4頁

新興国にとっての最悪期はこれから来る？

新興国経済ニュースレター（2020年9月）

経済調査部長 児玉卓

[要約]

- 4-6月期のGDP統計は壊滅的数値のオンパレードだったが、月次統計では既にほとんどの新興国の景気が少なくともいったんボトムアウトしたことが示されている。それは感染拡大がピークアウトしたからではなく、ロックダウン的措置のコストの甚大さに直面した各国政府がウィズコロナを選択したからである。
- 結果として感染拡大、再拡大のリスクから我々が解放される時期は相当先になる可能性が高まっている。感染防止策やソーシャルディスタンスの確保と両立しにくいビジネスの苦境も続く。連れて財政政策の持続可能性が問われる局面も増えてこよう。マクロの景気が回復を継続する蓋然性は高いが、だから万々歳とはいかない。
- 加えて新興国に関しては、グローバル金融市場の安定に助けられて今の回復があることを忘れるべきではない。さしあたっての景気の改善にもかかわらず、新興国にとって最悪期は過ぎたとは必ずしも言えないということだ。

壊滅的な4-6月期成長率

4-6月期のGDP成長率がおおむね出そろってきているが、予想された通り、壊滅的な数値のオンパレードである。中でも目立つのはインドの前年比▲23.9%であるが、メキシコ(▲18.7%)、チリ(▲14.1%)、マレーシア(▲17.1%)、フィリピン(▲16.5%)、ハンガリー(▲13.5%)など、世界の各所で二けたのマイナス成長が続出している。どこの国も民間消費、固定資本形成が大崩れとなっている。純輸出の寄与は国によってまちまちだが、グロスの輸出入がいずれもマイナスになっていることも共通している。

一方、新型コロナウイルスの封じ込めに成功したとされる台湾は前年比▲0.6%の小幅のマイナスにとどまるなど、コロナ・ショックのありようが各国・地域の成長パフォーマンスを大きく左右している。台湾で目を引くのは民間消費が前年比マイナス(▲5.0%)となる一方で、固定資本形成がプラスを維持したことである。感染防止策は目先の消費抑制をもたらした一方で、その迅速な政策に対する人々の信任などゆえに、同国経済の成長見通しがコロナ禍によって下方修正されることはなかったとみなせようか。

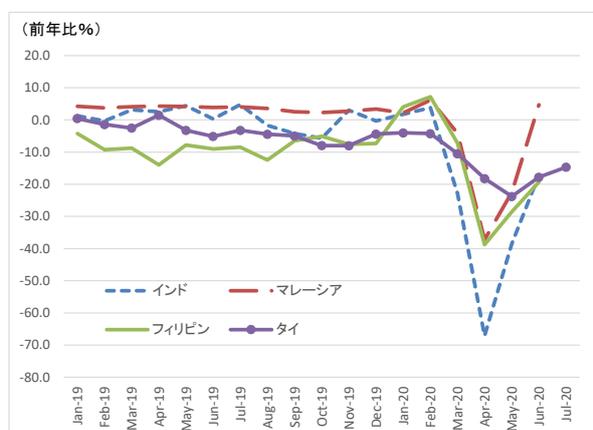
何が悪化の度合いを決めるのか

ただし感染拡大の深刻さそのものが各国の成長パフォーマンスを決めているわけではない。例えばブラジルの累計感染者数は 380 万人を超え、インドのそれを若干上回っている。従って人口比での感染率はインドよりはるかに高いことになるが、ブラジルの 4-6 月期の成長率の落ち込み幅は前年比▲9.7%にとどまった。同国は既に 1-3 月期にマイナス成長に陥っていたとか、4-6 月期は中国が顕著な回復を遂げており、その効果もあってブラジルは新興国としては例外的に同期の財・サービスの輸出が前年比プラスを確保しているなどといった要因も確かにある。しかし、感染状況の悲惨さの割に同国の成長率の落ち込みが軽微に済んだのは、主としてロックダウン的措置が徹底されずに来ているためであろう。何しろ、大統領が「コロナは風邪」と嘯き、経済を動かし続けることにあくまで固執してきた国である。もちろん感染防止策が他国以上に不十分だったからこそ、劇的な感染拡大というコストを支払ったという側面もあるわけだが、インドとブラジルの対比は、今後の経済的な展開を考える際の重要なヒントを提供している。

つまり、経済の落ち込みのマグニチュード、またボトムからの回復のスピードを決めるのは、感染状況そのものよりも、それを受けた各国政府の政策であり、企業・家計の行動だということである。であれば、世界経済のダブルディップ（二番底）への懸念などがしばしば囁かれているようだが、その蓋然性は相当に低いとみていいのではないか。何故なら先進国、新興国を問わず、ほとんどの国・地域の政府は、ロックダウン的措置がもたらす経済的、財政的、そして社会的コストの甚大さには耐えきれないという判断に傾いていると考えられるからだ。

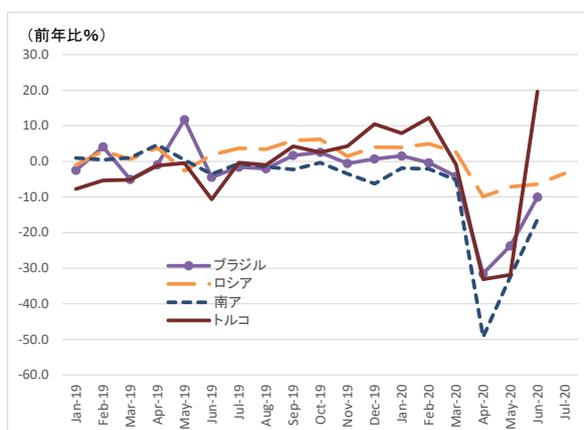
実際、ほとんどの国・地域の経済が 4-6 月期にハードランディングを強いられながらも、月次統計を細かく見れば 4 月、遅くとも 5 月をボトムとして、多かれ少なかれ生産活動等が回復に転じている。新規感染者の増加が依然止まらないインドでさえ、生産の減少ペースは緩やかになっている。このことは各国・地域がコロナの完全終息を断念し、「ウィズコロナ」を選択した結果であると捉えられよう。従って、第二次、第三次の想定以上の激しいコロナ・ショックの襲来などがなければ、経済の回復傾向は基本的に維持されると考えてよいと思われる。

図表 1 製造業生産①



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表 2 製造業生産②



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

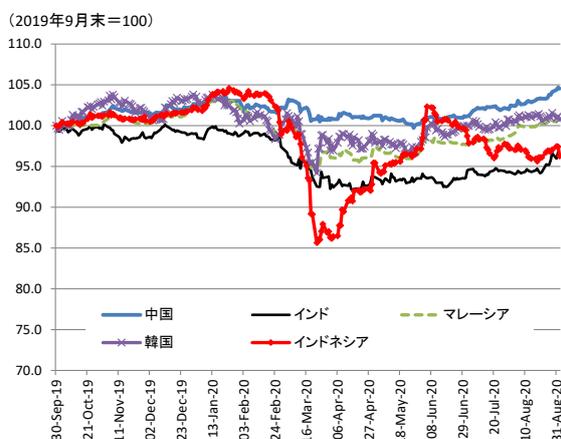
しかし「最悪」はこれから来る可能性も

だから万々歳、というわけでは無論ない。足元では世界的な感染拡大がピークアウトしつつあり、これは言うまでもなく朗報である。しかし我々はこれまで、経済活動の正常化と感染抑止の両立の難しさを世界の各所で、繰り返し見せつけられてきた。各国・地域の政府が、経済を動かし続けることを選択する以上、我々が感染再拡大のリスクから解放される時期は相当先にならざるを得ない。

そしてこの間、感染抑止やソーシャルディスタンスの確保と両立しにくいビジネスの苦境は継続する。そうした業態のシェアが高い国の経済は相対的に疲弊の度合いが大きくなる。そしてそれらを政策的に支えるのであれば、財政負担は重くなり続ける。政策の持続可能性に対する金融市場の疑念が惹起される可能性も出てこよう。接触型消費関連等の業態に対する需要の萎縮が長期化するとすれば、それを政策が支え続けることの限界的な費用対効果は悪化し続ける。支えるべきは業態ではなく、そこで働く人々であるという判断が是とされる局面も増えてくるだろう。ウィズコロナが長期化すれば、財政政策の巧拙が厳しく問われざるを得なくなる。コロナの二次災害に被災した格好の（国レベルの）負け組が出てくる可能性が高いということでもある。

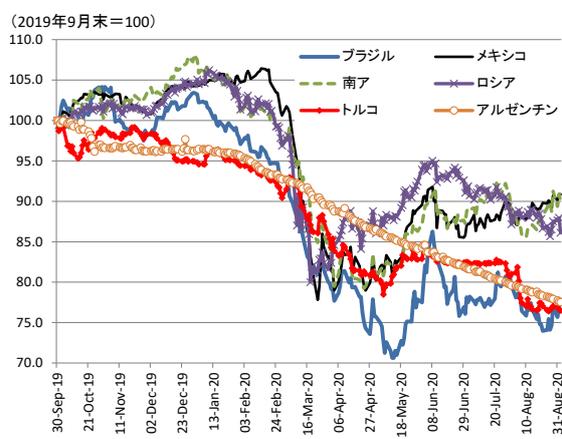
もう一つ気を付けておきたいのは、新興国に関しては市場の変調が景気回復を終わらせるというルートが存在していることである。多くの新興国の経済活動が多少なりとも上向き始めているのは、ロックダウン的措置の不徹底を決め込んだことに主因があることは既に述べた。しかし、そもそもコロナ・ショックによる世界経済の急収縮という事態にもかかわらず、株価の急落や質への逃避を伴う金融市場の不安定性がごく短期に終わったという僥倖に、新興国は明らかに助けられている。新興国通貨の下落も限定的、比較的短期に収束した（例外はあるが）。だからこそ、各国は既存債務の実質負担の膨張などを回避しながら、また外貨準備の急減を懸念することなく、緩和的な財政金融政策を実行することができた。ある意味、新興国はラッキーだったのだ。

図表3 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4 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

これがバッドラックに変わる可能性があるとするれば、さしあたっての景気の改善にもかかわらず、新興国にとって最悪期は過ぎたとは必ずしも言えないことになる。もちろん先進国をはじめとした世界経済の回復の継続が金融市場を宥め続けるという展開もあり得よう。しかし同じように、例えばグローバル株価が世界経済の回復を過度に織り込んでいる可能性も否定できない。いずれにせよ、金融市場を味方につけ続けることができるかが、今後の新興国の帰趨を決めることになる。