

World Trends

発表日: 2023年9月19日(火)

商品高や米ドル高の動きが再燃するなかで新興国はどうか

～インフレ要因の再燃に加え、資金流出に伴う市場動揺への耐性低下など要注意の状況は変わらず～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 050-5474-7495)

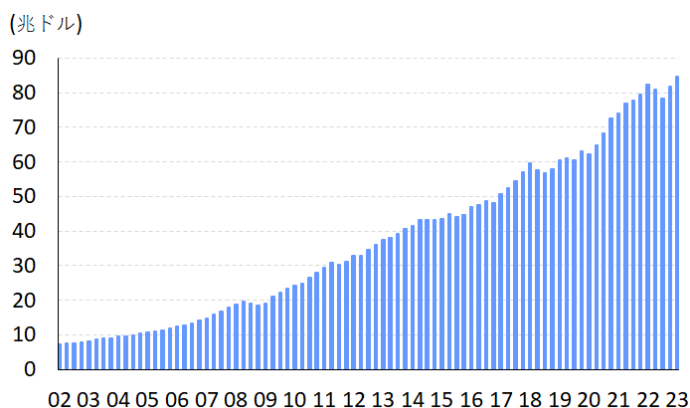
(要旨)

- 昨年の世界経済は商品高によるインフレ、コロナ禍からの景気回復が重なりインフレが昂進したため、米FRBなど主要国中銀はタカ派傾斜に舵を切った。一方、新興国でも同様のインフレ要因に加え、米ドル高に伴う自国通貨安が輸入インフレを招いた。ここ数年は世界的なカネ余りも追い風に新興国への資金流入が活発化したが、昨年は投資妙味が低下するなかで資金流出に転じ、一部の国はデフォルトに陥った。なお、昨年末以降は商品高が一巡し、米ドル高も一服してインフレ圧力が後退するなか、新興国の中銀は高金利政策を維持して実質金利のプラス幅が上昇しており、資金流入が再び活発化している様子が見えてくる。
- ただし、足下の世界経済は欧米主要国景気の頭打ちに加え、中国経済に不透明感が高まるなどけん引役不在の状況にある。さらに、米中摩擦や世界的なデリスキングに向けたサプライチェーン見直しなどグローバル化の動きは逆回転しており、構造面で輸出依存度の高い新興国経済には逆風が吹く。また、商品市況の底入れや米ドル高が再燃する動きがみられるなど、新興国にとって資金流出の動きが再び強まるリスクも高まっている。資金流出に伴う外貨準備高の減少により国際金融市場の動揺への耐性が乏しくなる国も出ており、新興国経済を取り巻く環境に引き続き注意を払うべき状況は変わっていないと捉えられる。

昨年の世界経済を巡っては、ウクライナ情勢の悪化を機に原油や天然ガスといったエネルギー資源のほか、小麦やとうもろこしなど穀物などの供給懸念を理由に商品市況が急上昇したため、全世界的に食料品やエネルギーといった生活必需品を中心に物価上昇の動きが顕在化した。さらに、コロナ禍からの景気回復の動きも重なりインフレが大きく上振れする事態に見舞われたため、米FRB（連邦準備制度理事会）など主要国中銀は相次いで物価抑制を目的に金融引き締め動きを加速させた。世界金融危機以降の国際金融市場においては、米FRBなど主要国中銀による量的緩和政策を追い風にマネーが膨張する展開が続いてきたほか、コロナ禍対応を目的とする一段の量的緩和に伴いマネーの規模はかつてない水準となってきた。しかし、米FRBなど主要国中銀が一転して金融引き締め動きを強めたことを受けて、国際金融市場におけるマネーフローの流れが大きく変化する状況に直面した。というのも、世界的なカネ余りに加え、低金利環境の長期化も追い風に投資家の間ではより高い収益を求めて相対的に高い成長が期待される新興国への資金流入を活発化させる動きがみられたものの、そのカネ余りの元凶となってきたマネー膨張の動きが変化したことは投資家の対応に変化を促すことに繋がった。そして、米FRBなど主要国中銀がタカ派傾斜を強めたことを受けて、国際金融市場におけるカネ余り感が薄れるとともに、金利上昇を受けて投資家にとっては新興国への投資妙味が低下したことも重なり、多くの新興国は一転して資金流出の動きが強まる事態に直面した。こうした動きを反映して、国際金融市場では米ドルなど主要通貨が上昇する一方、新興国では自国通貨に下落圧力が強まり、近年の資金流入に伴

い増大した対外債務を巡って債務負担の増大を招くとともに、資金流出を抑えるべく利上げを迫られたことに伴い金利負担も増大するなど、实体经济に悪影響が出るのが懸念された。そして、対外債務を巡る債務負担の増大を受けて、一部の新興国では返済が困難になることでデフォルト（債務不履行）に陥る事態に発展するなど、新興国における債務問題に改めて注目が集まることに繋がった。他方、昨年末にかけては商品高の動きが一巡したことに

図1 新興国における債務残高(対内+対外)の推移



より、商品高を受けた全世界的な生活必需品を中心とするインフレの動きに一服感が出る動きがみられた。さらに、欧米主要国において物価高と金利高の共存状態が長期化して景気に悪影響が出る懸念が高まり、米FRBなど主要国中銀がタカ派姿勢を後退させたことで米ドル高も一服し、新興国にとっては自国通貨安圧力が後退して対外債務を巡る債務負担の増大圧力も後退した。こうした動きを受けて、多くの新興国は物価高と自国通貨安を抑えるべく利上げを余儀なくされる展開が続いたものの、物価高の一巡と自国通貨安の一服を受けて多くの新興国の中銀は利上げ局面の休止に動くなど、新興国を取り巻く環境は変化した。その後も商品市況は一段と調整の動きを強めたことでインフレは鈍化する一方、多くの新興国は高金利政策を維持したことで一部の新興国では実質金利のプラス幅が拡大するなど投資妙味が向上する動きがみられた。こうしたことから、昨年は新興国における海外からの資金流入の動きは減少に転じるなど流出の動きが強まったことが確認されたものの、上述したように昨年末にかけて以降は新興国を取り巻く環境が一変したことを追い風に、資金流入の動きは再び拡大に転じており、年明け以降は再び流入の動きが加速している。

こうした状況を勘案すれば、新興国における債務問題については、表面的にみれば取り巻く環境が好転しているように見える。しかし、足下の世界経済を巡ってはコロナ禍からの回復の動きが一巡しているほか、コロナ禍からの世界経済のけん引役となってきた欧米など主要国は物価高と金利高の共存状態が長期化するなかで景気は頭打ちの動きを強めている。さらに、過去の世界経済の減速局面においては回復をけん引してきた中国経済も、昨年末以降のゼロコロナ終了にも拘らず早くも息切れの様相をみせているほか、不動産市況を巡る構造問題や若年層を中心とする雇用悪化などが足かせとなる形で景気の不透明感が高まっている。このように足下の世界経済はけん引役が不在となるなか、新興国経済については構造面で外需依存度が相対的に高い国が多く、世界経済の成長とそれに伴う世界貿易の活発化が経済成長を後押しする展開が続いてきた。しかしながら、足下の世界経済を巡っては、米中摩擦の激化に加え、ウクライナ情勢の悪化をきっかけに分断の動きが広がるとともに、デリスキング（リスク低減）を目的にサプライチェーン見直しの動きが広がるなど、グローバル化の動きに変化が出ている。こうした状況を勘案すれば、先行きの新興国経済については以前のような形での経済成長を実現するハードルは高まっている一方、上述のように債務残高の拡大ペースが加速しており、経済規模に対する債務残高

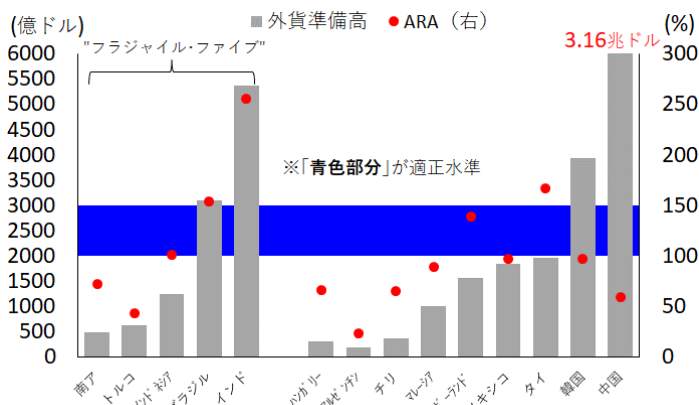
比率は急速に高まることが予想される。他方、昨年末以降は商品高の一巡や米ドル高の一服を受けて、新興国中銀にとっては一段の金融引き締めに向けた圧力が後退する動きがみられたものの、足下においてはサウジアラビアやロシアなど主要産油国による自主減産の動きが原油価格を押し上げる動きがみられる。さらに、ウクライナ戦争の長期化を受けて同国産穀物の輸出が滞る状況が続いているほか、異常気象の頻発により多くの国で農作物の生産が低迷するなか、世界最大のコメ輸出国であるインドが大半のコメ輸出を禁止したほか、それ以外の国でも農作物の禁輸に動く流れも出ている。年前半のインフレ率は昨年前半に加速した反動で多くの国において頭打ちする動きがみられたものの、足下では商品市況の底入れも追い風に反転する動きがみられるなど、インフレを巡る状況は変化しつつある。そして、米FRBによるさらなる利上げが意識されるなかで米ドル高の動きが再燃しており、新興国にとっては自国通貨安に伴う輸入インフレ圧力が強まることも予想される。また、上述したように昨年末以降は新興国への資金流入の動きが活発化してきたことを勘案すれば、この動きが再び流出に転じることで幅広い経済活動の足を引っ張ることも考えられる。なお、そうした動きが最も色濃く現われるのは経常赤字と財政赤字の双子の赤字を抱えるほか、インフレ収束の見通しが立たない上、外貨準備高が国際金融市場の動揺への耐性が乏しいといった経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な国々が中心となることは避けられない。事実、足下の外貨準備高をIMF（国際通貨基金）による国際金融市場の動揺への耐性の有無を示す基準であるARA（適正水準評価）に照らすと、資金流出に伴う外貨準備高の減少の動きが影響して適正水準（100～150%）を下回ると試算される新興国が増加している。こうした状況が直ちに新興国を取り巻く環境を悪化させると考えるのは早計であるものの、世界経済を巡る不透明感が高まるなかで国際金融市場の動揺に繋がる『引き金』を引く動きが顕在化すれば、状況が一変するリスクは高まっている。新興国を取り巻く環境に対して引き続き注意を払うべき状況は変わっていないと捉えられる。

図2 米ドル指数の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

図3 新興国の外貨準備高とARA(適正水準評価)の比較



(出所)CEIC, IMF より第一生命経済研究所作成, 8月末時点で試算

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。