

新興国・資源国を取り巻く環境変化

～世界的なマネーの変化が与える影響と今後の展望～

発表日：2013年7月26日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 国際金融市場において米国の量的金融緩和の縮小が意識されて以降、世界的なマネーの動きは大きく変化して新興国経済に悪影響が出る懸念が高まっている。緩和マネーが新興国の景気を押し上げる構図が終わりを迎えつつあるなか、世界経済のけん引役と期待された中国経済の減速も重なり、世界経済を取り巻く環境は大きく変化している。特に、新興国や資源国の中には経常赤字を抱える国が少なくなく、近年の景気刺激策によって財政状態が悪化している国も多く、投資家心理が悪化するなかで資金流出圧力が強まった。さらに、景気を下支えする余地が狭まっていることも、短期資金を中心に資金流出を招いている。
- ただし、資金流出による影響は国の特徴によって千差万別である。内需依存度の高い新興国の多くは経常赤字を抱えるなど資金不足であり、資金流入がこれを賄う構図が続いてきたが、この前提が崩れたことで景気の下振れは避けられない。短期的に事態を好転させることは難しく、景気浮揚に拘泥せず、中長期的な潜在成長率の向上のためにファンダメンタルズの強化に向けた取り組みを進めることが必要である。
- 一方、資源国では資金流出の影響以上に貿易相手国の景気減速が景気に打撃を与えていることから、景気浮揚の前提には世界経済の回復が必要になるであろう。ただし、財政や物価の動向は国ごとに異なることを鑑みれば、政策対応の余地の違いが先行きの景気の勢いに差を生むことが予想される。
- 通貨危機に見舞われた記憶が残るアジア新興国は、各国の耐性が当時とは大きく異なっており、同様の事態に直面する可能性は低い。しかし、産業構造の歪さは中長期的な潜在成長力を損なう可能性もあることから、産業の高度化や経済活動の自由度を高めるなどの取り組みが必要になるものと考えられる。

●米国の量的金融緩和の縮小観測でマネーの動きが一変し、これに依存してきた新興国には様々な悪影響

- 新興国経済を巡っては、国際金融市場において米国の量的金融緩和の縮小が意識されて以降、世界的なカネ余りを背景に新興国に流入してきた資金の動きが大きく変化し、過剰流動性の縮小が景気の下押し要因となる懸念が出ている。さらに、こうしたことに加えて通貨安が輸入物価を通じてインフレ圧力に繋がる可能性もあるほか、債券価格の下落による金利上昇などで資金調達環境も悪化しており、景気のさらなる下振れを引き起こすことも警戒されている。結果、近年の新興国は高い経済成長を実現するとともに、高成長を追い風に海外資金が流入してさらに景気が押し上げられる好循環が続いてきたが、先進諸国による異常なまでの金融緩和の一服が示唆されたことで、こうした状況の打ち止めが近づきつつある。一方、足下では世界最大の消費市場である米国経済が底堅く推移しているほか、長年低迷が続いてきた日本経済にも明るさがうかがえる。このことは近年、内需をけん引役に高い経済成長を実現してきた新興国経済にとって、短期的には内需喚起を通じた景気の押し上げが難しくなることを意味する一方、外需の取り込みを通じて先進国の景気回復に歩調を併せる形で景気拡大を図ることが比較的容易になる。特に、世界経済のけん引役として期待されてきた中国経済の減速は近年の経済成長の前提が大きく変わることから、今後の世界経済の動きに大きな影響を与えると予想される。
- 世界金融危機の後、それまで世界経済をけん引してきた先進諸国の景気が軒並み悪化した結果、これらへの輸出をてこに経済成長が押し上げられてきた多くの新興国は、外需に変わる成長のエンジンとして内需を喚起す

る姿勢を強めた。さらに、中国経済が先進国に代わって世界経済を大きくけん引する役割を果たしたことで、多くの新興国では内・外需がともに景気を押し上げる好循環が生まれ、先進国の景気が軒並み低迷するなかでも比較的高い経済成長を実現してきた。これは新興国がそれぞれ財政及び金融政策を通じて景気刺激を図った影響が考えられるものの、それ以上に先進諸国の金融緩和により世界的な資金供給量がかつてない規模に膨らむなか、こうした資金の一部が高い経済成長が続く新興国に流入して、新興国の景気がさらに押し上げられる流れが生まれた。その後は、国際金融市場において欧州債務問題がクローズアップされるなど、世界経済の不透明感が高まるごとに先進国の量的金融緩和が拡大したことで資金供給量は一段と膨らんだことから、こうした傾向がより強まったことは想像に難くない。他方、先進国による量的金融緩和が実施された当初から『出口』に関する議論が難しいとの認識はあったものの、その時期が後ろ倒しになってきたことや資金規模も拡大したことで、出口そのものの影響が当初の想定に比べて格段に増幅したことは否めない。こうしたことも5月以降の国際金融市場の混乱が予想以上に深く、広く及んだことに現れている。

- 新興国や資源国の中には経常収支が赤字、つまり国内の経済活動に必要な資金を国内貯蓄によって賄うことが出来ない国が少なくないことから、海外資金の流入はこの円滑なファイナンスを通じて経済成長を押し上げる効果を持ったと考えられる。一方、足下のように海外資金が先細りする、ないし流出に転じることはこれらの国々にとって資金不足に直面することとなり、これが経済成長の足かせになることは避けられない。また、世界金融危機後は世界経済における中国の存在感が急速に拡大するなか、多くの新興国や資源国は中国経済との連動性を高める傾向が強まっており、足下では中国経済を巡る不透明感が強まっていることも景気の重石になっている。さらに、各国は過去数年に亘って景気刺激の観点から拡張的な財政政策を行ってきたことから、足下の景気減速による歳入鈍化も重なり、財政状態が急速に悪化する懸念も高まっている。したがって、景気の不透明感が高まっているにも拘らず、財政政策による景気刺激余地は狭まっており、このことも景気の先行きに対する不確実性を高める一因になっている。そして、こうした不透明さが投資家心理の悪化と相俟って資金流出を引き起こしており、さらなる景気の下振れ要因になることも懸念されている。

図1 新興国・資源国の通貨動向の推移

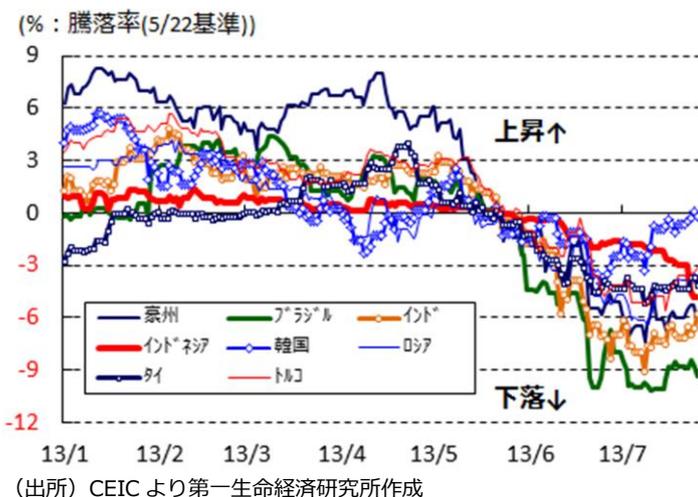
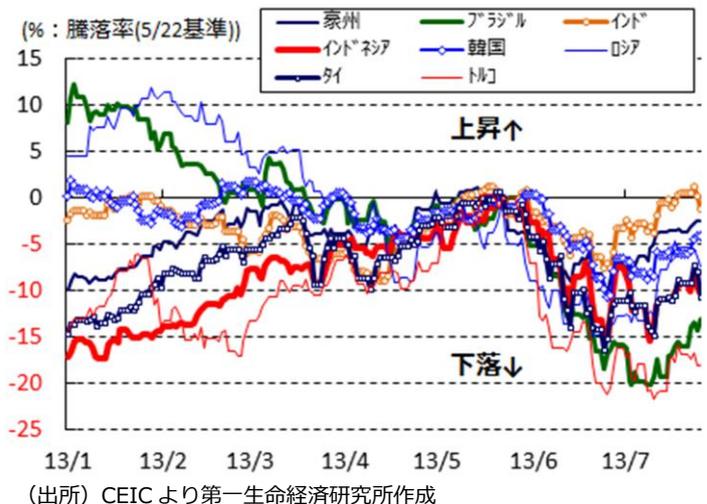


図2 新興国・資源国の株式相場の推移



《「新興国」の中でも影響は千差万別。短期的な悪影響の緩和に加えて、中長期的な視点での取り組みが不可避》

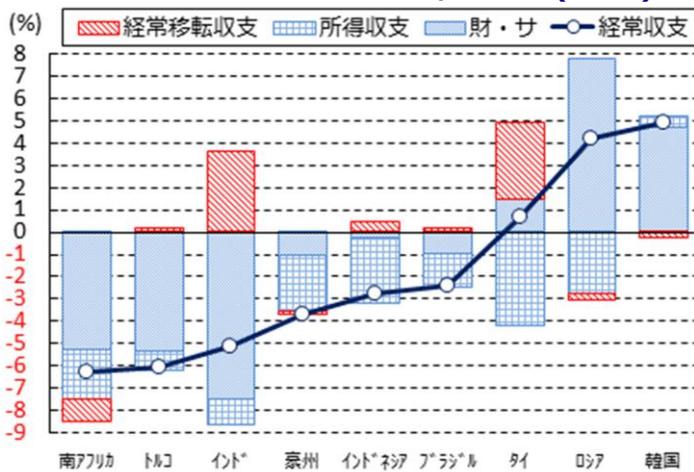
- 国際金融市場におけるマネーの動きの変化は、総じて新興国や資源国の景気に影響を与えていると考えられるものの、その度合いはその国の特徴に応じて異なっている。その影響が最も色濃く現れているのは、経済の内

需依存度が高く、経常赤字を抱えている上に財政状態が急速に悪化している国であり、ブラジルやインド、インドネシア、トルコといった近年高成長に注目が集まっていた国々である。国内の経済活動に必要な資金が不足しているにも拘らず、海外資金の流入などを背景に旺盛な内需が景気をけん引する一方、外需の不透明感が高まったことで経常赤字幅は拡大し、海外資金の動向に一段と左右されやすくなってきた。さらに、各国では旺盛な内需が物価上昇圧力の種となるなか、資金流出による通貨安が輸入物価を通じて新たな物価上昇に繋がるリスクも懸念されており、各国はインフレ抑制と通貨防衛の観点から金融引き締め動く必要に迫られている。他方、内需依存度の高い国にとって物価上昇と金融引き締めは内需の抑制要因であるため、これが景気のさらなる足かせになることも懸念されている。折しも、ブラジルやトルコではそれぞれ理由は異なるにせよ、反政府デモが展開されるなど政情に対する不透明感が高まり、こうしたニュースは冷え込んだ投資家心理をさらに悪化させる要因になったことは想像に難くない。また、インドやインドネシアでは過大な補助金が財政の重石になる状況が続いてきたが、この改革によって燃料価格が大幅に上昇した矢先に資金流出が重なるタイミングの悪さも事態を深刻化させている。こうした状況は劇的に好転する施策はないが、長年に亘り経常赤字と財政悪化が懸念されていたことを鑑みれば、政治的な難しさはあるものの、短期的な景気浮揚に拘泥することなく、これらの基礎的条件（ファンダメンタルズ）を強化させる取り組みを進めることが、中長期的な潜在成長率の向上にとって必要になることは変わらない。

- 一方、豪州やロシアなど、いわゆる資源国においても海外資金の流出は経済に悪影響を与えることが懸念されているが、これらの国々では世界経済の不透明感による資源需要の鈍化が直接的な景気の重石になっている。豪州では近年、中国が最大の貿易相手となるなど中国の存在感が急速に高まっていることに加えて、国内の資源関連投資も中国の需要拡大をあてにした動きが出ていたが、足下では中国経済の減速感が強まったことが外需のみならず、内需の足かせになっている。さらに、豪州も慢性的な経常赤字であることから、国内の経済活動に必要な資金を海外資金によって賄う構造を抱えており、上述の国々と同様に資金流出は様々な形で内需の下押し圧力となっている。ただし、豪州は経済面では先進国であり、財政面では圧倒的に余裕がある上、物価も落ち着いていることを鑑みれば、悪影響を緩和させる余地は小さくない。ただ、存在感が低下している資源以外の産業を興さなければ、中長期的な潜在成長率の低下を招く懸念はある。他方、ロシアは輸出の半分以上を欧州に依存しており、欧州経済の低迷長期化はそのまま景気の足かせになっている上、経常黒字であるにも拘らず国内の金融セクターが脆弱なため、資金を欧州系金融機関に依存していることも景気の勢いを欠く一因になっている。同国の経常黒字は資源関連輸出を背景とする貿易黒字が生み出しているが、この多くは政府をはじめとする公的部門が掌握しており、必ずしも国内の経済活動に必要な資金として回っておらず、近年注目されてきた個人消費を中心とする内需を萎縮させている。足下のインフレ率にはピークアウトの兆しがうかがえるものの、資金流出によるルーブル安は物価上昇圧力を招く可能性があるため、金融緩和の余地も低下している。また、世界金融危機後の度重なる景気刺激策により財政状態は急速に悪化していることも、財政の余地を狭めており、この点でも同じ資源国ではあるものの、豪州とは大きく異なっている。
- 足下では経常黒字であるほか、潤沢な外貨準備を抱えるなどファンダメンタルズは強固になっているものの、かつて通貨危機に見舞われたことから、不安がくすぶっているのがアジアの新興国である。ただし、外貨準備の規模や経常収支の構造、ヘッジファンドによる攻撃を受ける一因になった為替制度など、多くの面で当時と現在は大きく異なっている。さらに、アジア新興国における資金流出は世界金融危機後にも起こったものの、その際にアジアからIMF（国際通貨基金）などに救済を求める動きが出なかったことも、各国の体力が備わ

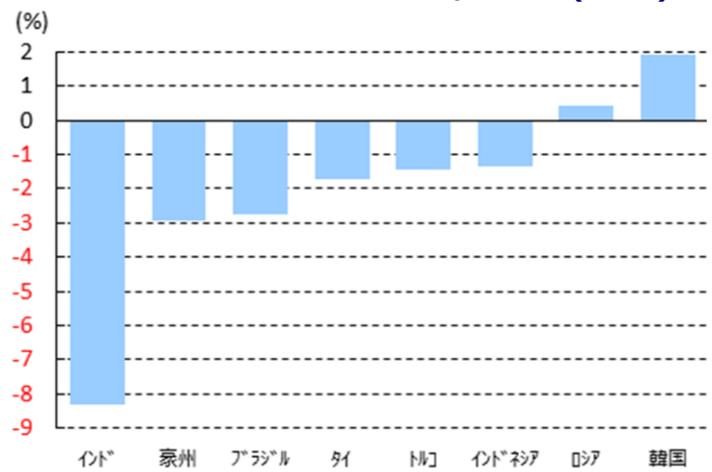
っている証左と考えられる。他方、多くの国が経常黒字を抱えているものの、国内の金融セクターをはじめとする産業は少数の財閥が牛耳る寡占状態が続いており、企業活動の機動性を高めてきた一方、経済成長の果実が必ずしもより多くの人に恩恵をもたらしていない。また、銀行セクターでは資金調達を海外資金に依存している国も少なくなく、資金流出による資金調達環境の悪化は国内金利の上昇に繋がり、景気の押し上げが期待されている内需の勢いを削ぐことは避けられない。一方で、米国が量的金融緩和を実施する場合、世界最大の市場である米国が堅調な景気回復を遂げていることが前提であることを鑑みれば、相対的に輸出依存度が高いアジア新興国にとっては外需の回復に繋がるため、マネーの縮小による悪影響を相殺することが期待される。ただし、上述のような歪な産業構造はいわゆる「中所得国の罠」に陥る可能性を高めるのみならず、中長期的には潜在成長率の低下に繋がることも予想される。アジア新興国は世界経済の成長センターとしての期待は高いが、中長期的に期待される人口増加を経済成長に活かすためにも、産業の高度化に取り組むのみならず、経済活動の自由度を高めることで成長の裾野を広げることも求められよう。

図3 新興国・資源国の経常収支/GDP比(12年)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 新興国・資源国の財政収支/GDP比(12年)



(出所) IMF より第一生命経済研究所作成

以上