

「フラジャイル・ファイブ(脆弱な5ヶ国)」のその後

～安定を取り戻すが、米国の「出口」までに課題打開の道筋は不可欠

～発表日：2014年5月22日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

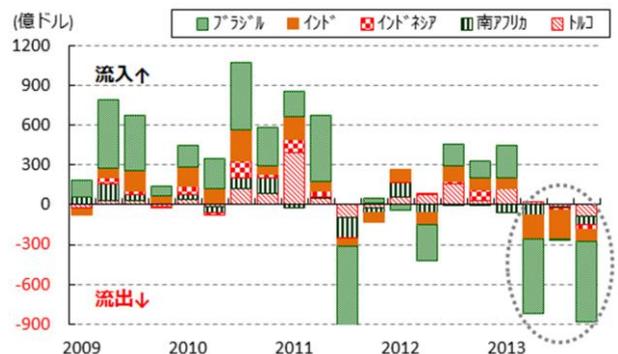
担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 近年の高成長を背景に注目を集めた新興国だが、国際金融市場の動揺に伴って景気の勢いを失っている。海外資金の流出は景気の前動力となってきた内需の下押し要因となり、それに伴う景気減速がさらに海外資金の流出を招く悪循環に陥ったことも景気減速に拍車を掛けたと考えられる。
- 年明け以降も市場の混乱でファンダメンタルズの脆弱な「フラジャイル・ファイブ」を中心に資金流出圧力が強まった。これらは内需が景気の前動力となってきたが、資金流出による景気減速が顕著になり、危惧的な状況に陥るとの連想が働いたことも資金流出を促し、金融引き締めには舵を切らざるを得なくなった。
- 足下では米国のQE3縮小やウクライナ問題などはあるが、世界的な「カネ余り」の継続や各国を巡る環境改善の動きを背景に資金回帰の動きがみられる。これらは今年政治的に重要な年を迎えるなか、政権交代で大きな転換を迎えるとの期待もあり、資金回帰以上に流入を促す動きに繋がっていると考えられる。
- しかし、各国が抱えるファンダメンタルズの問題はそのままである上、政治的な動きに対する期待にも不透明感が残る。金融市場の動揺を招くであろう米国の金融緩和の「出口」はまだ先のことだが、時間的猶予は少なくなるなか、各国政府は腰を据えてファンダメンタルズの改善策に取り組む必要がある。

- 2000年代を通じて高い経済成長を実現してきたことに加え、世界金融危機後も急激な景気回復を果たすなど、世界経済における存在感を高めてきた新興国だが、足下では注目度は大きく後退している。こうした動きに大きな影響を与えているのは、文字通り世界経済のけん引役となってきた中国の景気減速であり、様々な情報に対してナーバスな動きをみせる世界的なマネーの動向に拠るところが大きい。特に、昨年5月末以降の国際金融市場の動揺に際しては、米国が先行き量的金融緩和第3弾(QE3)の縮小に動くことが世界的なマネーの縮小に繋がるとの連想を生み、それまで高成長を期待して新興国に流入してきた資金が我先にと流出へ転じる動きが顕著にみられた。結果、近年注目を集めてきた内需を景気拡大のけん引役とする新興国では内需の押し上げに繋がった資金流入が細ったことに加え、資金流出による自国通貨安が物価上昇を誘発して内需を下押しする悪循環が生まれ、景気が一段と減速する事態に陥った。その後は、米国をはじめとする先進国が景気回復の動きを徐々に強める一方、これまで高い経済成長を実現してきた新興国で景気の減速感が強まるなど対照的な動きをみせたことも新興国に対する注目を後退させた。一方、先進国における景気回復の動きは外需拡大を通じて新興国の景気を押し上げることが期待されるものの、近年注目を集めてきた新興国の多くは経済の外需依存度が相対的に高くない国であり、先進国の景気回復の恩恵を受けにくい特徴がある。さらに、資源国などでは中国の景気減速に伴う資源価格の低迷が交易条件の悪化を通じて国民所得の減少

図1 外資系金融機関の融資残高増減の推移



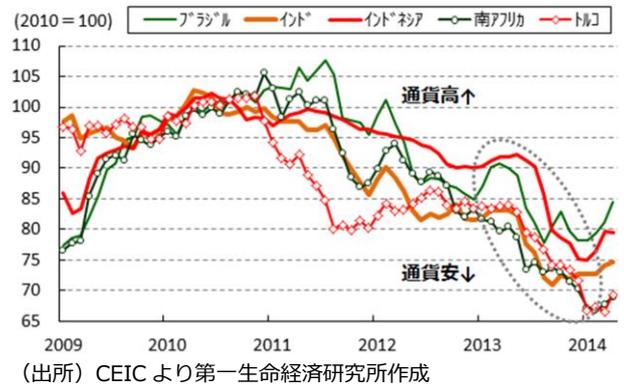
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

を招き、景気の足かせになる悪影響が警戒された。こうしたことも投資先としての妙味を失わせ、海外資金のさらなる流出を促すことに繋がったと考えられる。

- 年明け以降は米国のQE3縮小により、先行きの金融政策の「正常化」を見据えた動きが徐々に進展する動きがみられる。ただし、QE3縮小は金融緩和ペースの減速であり、現実には米国Fed（連邦準備制度理事会）のバランスシートは一貫して拡大する状況が続いているため、実質的には世界的な「カネ余り」の状況は変わっていない。なお、年明け以降に国際金融市場が再び大きく動揺したきっかけは中国の景気が想定以上に悪化するとの見方が強まったことに加え、アルゼンチンが通貨防衛を放棄する姿勢を示唆したことで、同国が危機的状況に陥るとの観測が強まったことがある。過去の新興国発の経済危機においては、世界的なマネーの動揺を通じて影響が他の新興国などに伝播する傾向があるため、投資家を中心に悪影響が出やすい国々を探る動きが強まったことも動揺を増幅させることに繋がった。その中で最も注目を集めたのが、経常赤字ゆえに国内の経済活動に必要な資金を海外資金の流入に依存している上、慢性的なインフレ体質にあるなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な国々であった。こうした特徴を有している上、近年注目を集めてきた新興国の代表として、ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコの5ヶ国は「フラジャイル・ファイブ（脆弱な5ヶ国）」などと称され、海外資金の流出圧力が急速に広まる標的となった。結果、これらの国々の通貨は昨年の金融市場の動揺による大幅下落から一段の下落を余儀なくされたほか、一時的に株式や債券も売られるトリプル安となるなどパニック的な状況に直面した。特に、これらの国々では近年個人消費を中心とする内需が景気拡大の原動力になってきたが、これには世界的な「カネ余り」を背景とする海外からの資金流入が各国内の資金需給環境の改善を促す好循環が影響してきた。結果、各国では物価高に伴い金融政策は引き締め姿勢が強い傾向が続いてきたにも拘らず、資金流入に伴い国内のマネーを取り巻く環境は潤沢な状況が続いてきたことから、景気はさらに押し上げられてきた。しかし、海外資金が急速に流出する事態となったことで一連の動きは逆流する事態となり、景気に深刻な悪影響を与えることが懸念された。こうした連想も海外資金の流出を一段と加速させる要因となり、各国は急速な金融引き締めによって対応せざるを得ない状況となった。

- その後も米国はQE3の縮小を続けているほか、国際金融市場ではウクライナ問題をはじめとするリスク要因が度々警戒される状況だが、米国をはじめとする先進国の景気回復を受けて外需依存度が相対的に高い新興国で景気の底入れが確認されるなど、世界経済は最悪期を脱しつつある。こうしたことから、海外資金の流出圧力が強まった「フラジャイル・ファイブ」の国々にも資金が回帰しつつあるため、各国通貨は足下で上昇に転じる動きもみられる。さらに、インドや南アフリカの主要株価指数は過去最高値を更新しているほか、インドネシアの株価指数も過去最高値圏での推移が続いており、ブラジルやトルコでも相場が底入れするなどの動きがみられる。なお、足下でこうした動きがみられる背景には各国で個別の要因があることに留意する必要がある。インドでは4月から1ヶ月に亘り実施された総選挙の結果、最大野党インド人民党（BJP）が地滑り的な大勝利を治め、来週26日にはナレンドラ・モディ新首相による政権が発足する。モディ氏は同国のグジャラート州で首相を10年務め、その間に規制緩和をはじめとする大胆な構造改革を実施して同州の経済成長を

図2 名目実効為替レートの推移



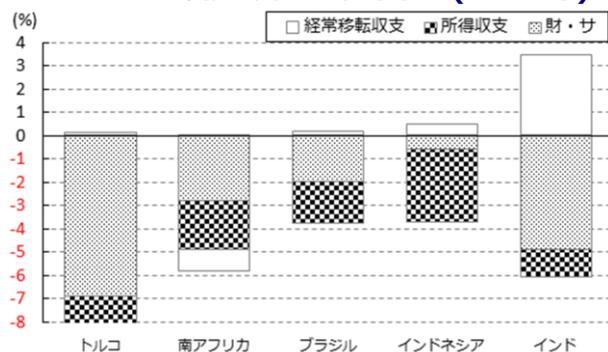
実現した経済政策面での手腕に期待が集まっている。インドネシアでは4月に実施された総選挙を経て7月に大統領選が実施されるが、「庶民派」として国民からの人気が高いジョコ・ウィドド氏（現ジャカルタ州知事/闘争民主党）とプラボウォ・スビアント氏（元陸軍戦略予備司令官/グリンドラ党）との一騎打ちとなり、どちらが勝つにせよ政権交代が行われる。他方、南アフリカやブラジルは資源国であるが、ウクライナ問題を期に世界有数の資源国であるロシアから資金引き上げが起こるなか、相対的に安定している両国に資金が回帰している上、南アフリカでは今月実施された大統領選で政権維持が確認されたことも安心感に繋がっている。政権による強権的なかつイスラム色の強い政策運営に対して都市部の若年層を中心に反対姿勢が強まるなど不安定化が懸念されたトルコだが、3月末に実施された統一地方選では与党公正発展党（AKP）が勝利を治めたことで事態は沈静化に向かっている。このように足下の各国を取り巻く状況はつい数ヶ月前とは大きく変わっており、こうした状況が今後も続くことになれば各国の景気に底入れを促すことに繋がると期待されよう。

- 足下では各国を巡る環境は一転していると考えられるが、

「フレンジイ・ファイブ」とひとまとめにされるきっかけとなったファンダメンタルズの脆弱性については依然課題が残っている。各国の経常赤字は依然として経済規模に対して大きく、この縮小に向けた取り組みが不可欠だが道半ばの状況が続いている。インドやインドネシア、ブラジルでは貿易赤字縮小のため、輸入抑制に取り組むことで一定の効果を挙げているが、先行きの経済活動を勘案すれば持続可能な対策でない上、国内産業保護の色彩を帯びつつあることから競争力低下を招くリスクもある。さらに、足下では通貨安圧力には歯止めが掛かっているものの、これまでの通貨安による輸入物価への影響などを反映してインフレ圧力は高まりやすくなっており、依然としてインフレ率が高止まりしているなかでこの昂進に繋がる可能性も残る。また、資金動向に好影響を与えている各国事情についても不透明感が残っていることにも留意する必要がある。政権交代が行われるインドだが、地方政府の権限が強い同

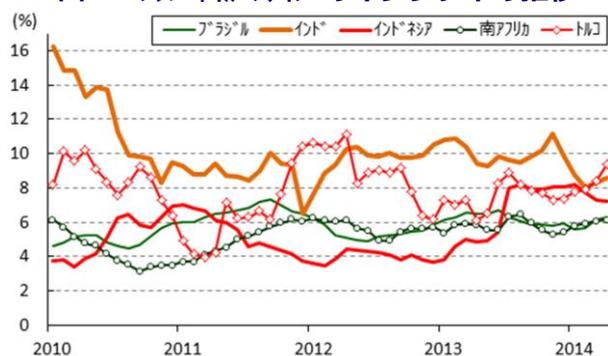
国においてモディ氏によるトップダウン型の経済政策が期待通り前進するかは不透明である上、同氏が所属するBJPは選挙前のマニフェストで事前に期待が高かった総合小売業の外資解禁に反対する姿勢を示したほか、宗教対立が激化するリスクもくすぶる。同様に政権交代が行われるインドネシアでは、全政党が経済政策面ではナショナリズムの傾向が強く、外資導入による投資誘致などが後退する可能性も懸念される。南アフリカでは恒常的なストにより生産停滞が続くなか、依然打開策が見出されておらず事態膠着が一段と長引く可能性もある。ブラジルでは6月にサッカーW杯が開催されるが、これに伴って生産が大きく停滞することが予想されるほか、10月に予定される大統領選を巡ってはルセフ現大統領の支持率が徐々に低下する動きもみられる。トルコでは8月に予定される大統領選へのエルドアン首相の出馬が取り沙汰され、現時点では最有力候補であるが、今月発生した炭鉱事故やその後の対応を巡り政権への不満が高まっており、思わぬ逆風にさらされることも予想される。各国政府はファンダメンタルズ改善へ明確な道筋を示していない上、政府に対する信認低下

図3 フレンジイ・ファイブの経常収支(2013年)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 フレンジイ・ファイブのインフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

に繋がるリスクを抱えていることに留意する必要がある。米国のQE 3は年内にも終了し、今後は利上げのタイミングに注目が集まろうが、現時点では利上げ時期に対する見方は金融市場のなかでも大きく分かれており、各国に時間的猶予は残されている。しかし、こうした猶予は有限であり、各国の政策効果発現のタイムラグを勘案すれば早期に道筋を立てることが望まれ、それを怠れば次なる危機の引き金を弾くことも懸念されよう。

以 上