

新興国市場を巡る「楽観模様」は持続的か

～カネ余りは当面続くが、来るべき時に向け信認向上の取り組みが必要～

発表日：2014年7月8日(火)

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)

- 昨年来、国際金融市場の混乱で新興国から資金流出が活発化したが、足下では落ち着きを取り戻すなかで回帰の動きが出ている。年明け直後は寒波の影響などによる先進国の景気足踏みや中国経済の低迷が外需を下押しし、先進国に資金が向かうことで新興国の内需が下押しされる悪影響が懸念された。しかし、足下では先進国を中心とする世界経済の回復進展により、新興国市場を取り巻く状況は変わりつつある。
 - 世界経済の底入れや世界的なカネ余りの継続、先進国の低金利状態が長期化したことで、リターンを求める資金が新興国に向かっている。昨年来資金流出が活発化した国で政治的に大きな動きがあったことも影響している。ファンダメンタルズが脆弱な国々で流出した資金の巻き戻しが起こっているのみならず、足下では新興国で全般的に資金が回帰する動きが出るなど「楽観模様」が広がりつつある。
 - 当面は「カネ余り」の継続が見込まれる上、先進国の景気回復は新興国の外需拡大を促し、資金流入が内需を押し上げる好循環に繋がる期待はある。ただし、過去には米国の金融政策の変更は新興国の危機的状況を生んできたため、各国は海外資金の安定的な受け入れに向けて積極的に構造改革に取り組み、信認向上を図る必要がある。各国政府には限られた時間のなかで着実な成果をみせる姿勢が求められよう。
- 国際金融市場では米国経済の堅調な回復が進む一方、先進諸国による量的金融緩和の継続を背景とする「カネ余り」の状況が続くなか、世界的な投資資金が高いリターンを求めて新興国に再び回帰する動きが出ている。昨年半ば以降、先行きにおける米国の金融政策の変更を見越して多くの新興国では海外資金を中心に流出の動きが広がり、特に経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な国々ではこうした動きが顕著にみられた。事実、経常赤字を抱えるほか、インフレに直面している国々では資金流出圧力が高まった結果、急速な通貨安に見舞われることで輸入物価を通じて新たなインフレが懸念される状況に陥り、景気減速下にも拘らず通貨安定のために金融引き締めにかざるを得なくなるなど、景気の面でも厳しい状況に直面した。さらに、年明け以降は近年において文字通り世界経済の「けん引役」になってきた中国経済を巡る不透明感が高まった上、順調な景気回復が期待された米国でも寒波による悪影響が出たため、世界経済の回復期待に水を差すことが懸念された。ここ数年における新興国の経済成長は個人消費を中心とする内需拡大が大きな役割を果たしてきたが、世界的な「カネ余り」にも拘らず多くの資金は先進国を目指すなどその流れが変わった結果、過剰流動性が新興国の内需を押し上げる好循環が損なわれることに繋がった。他方、多くの新興国における経済成長の原動力は低廉で豊富な労働力を背景とした生産基地としての側面も強いことから、外需依存度の相対的に高い国々では世界経済の回復が輸出拡大を通じて景気回復を促すとの期待が高まった。しかし、年明け直後は世界経済の回復そのものに疑問符がついたことで、新興国景気を押し上げると期待された内・外需双方に悪影響が懸念されたことは国際金融市場において新興国投資に対する魅力を大きく損なうこととなり、こうした世界的な資金の動きの変化は新興国の実体経済にとっても足かせになるとの見方に繋がった。
 - 足下ではこうした一連の動きが再び大きく変化する状況が続いており、一時は悲観論にまみれていた新興国市

場を取り巻く環境も様変わりしつつある。この背景には、年明け直後の足踏みを経た後の米国経済が順調に拡大を続けていることに加え、様々な課題を抱えている中国経済についても政策の微修正によって景気に底入れの動きが出ていることが大きく影響している。さらに、年明け以降米国のF e dは粛々とQ E 3（量的金融緩和第3弾）の縮小を実施しているものの、資金供給によってF e dのバランスシートは拡大している上、欧州ではE C Bが「マイナス金利」を実施するなど異例の金融政策に踏み切ったほか、日本でも日銀が「異次元の金融緩和」を通じて資金供給を実施していることで世界的な「カネ余り」は続いている。こうした状況が長期化しているなか、先進国では景気回復が続いているにも拘らず長期金利は低位安定の状態が続いており、金融政策の『正常化』には時間を要するとの見方が強いことも影響している。結果、投資家にとっては先進国向けの投資に対する妙味が次第に低下している一方、先進国を中心とする世界経済の回復が景気の追い風になる上に依然として高いリターンが期待出来ることも新興国への資金流入を促すことに繋がっている。さらに、昨年来の国際金融市場の動揺に伴い資金流出の影響が色濃く現れた国々を中心として、ここ数ヶ月のうち政治に大きな動きが出ていることから、経済運営のあり方が変化すると期待感も資金流入を後押しする一因になっている。最も顕著なのはインドであり、4月から5月にかけて実施された総選挙ではインド人民党（B J P）の議席数が単独過半数となる地滑り的な大勝利を収め、その後に誕生したモディ首相についてはグジャラート州首相時代に行った経済政策の実績に対する評価が高く、主要株式指数であるムンバイ S E N S E Xは最高値を更新する動きもみられる。トルコでは3月末に実施された統一地方選挙で与党公正発展党（A K P）が勝利を収め、国内には反政府運動がくすぶる状況が続いているものの、来月実施予定の大統領選にエルドアン首相が出馬する意向を固めるなど、長期政権実現に向けた歩みを着実に進めている。強権的な政権運営姿勢が強まることに対する不安感に加え、金融市場が落ち着きを取り戻すなかでトルコ中銀は政府からの圧力を受けて2ヶ月連続で利下げを実施するなど政策運営に対する不透明感はあるものの、高いリターンを期待する投資家による資金流入は不安感を上回っている模様である。他方、インドネシアでは9日に実施予定の大統領選の行方が混沌としていることで通貨ルピア安が進んでいるほか、南アフリカでは5月の総選挙で与党アフリカ民族会議（A N C）が6割超の得票率を収める大勝利を収め、ズマ大統領が再選されるなど政治的には「無風」状態であるにも拘らず頻発するストが景気の足かせになる状況が続いており、通貨ランド安を招いている。なお、これらのファンダメンタルズの脆弱な国々以外でも、A S E A Nなどのアジア新興国を中心に海外資金が回帰する動きがみられ、マレーシアの主要株式指数（ブルサ・マレーシア指数）は過去最高値を更新しているほか、5月末のクーデターで政治的なこう着状態が一段落したタイでも株式相場は急上昇する動きがみられる。このように、足下の新興国金融市場を取り巻く環境には楽観模様が広がりつつある。

- 新興国の金融市場を巡っては数ヶ月前とは様相が大きく変わっている状況に直面しているが、こうした状況が今後も持続的なものとなるかは不透明なところが少なくない。世界的なマネーを取り巻く状況を勘案すると、今後も米国は粛々とQ E 3の縮小を実施すると予想されるものの、利上げなど金融政策の変更に至るには相当の時間を要することは変わらず、「カネ余り」の環境が醸成されやすい。したがって、世界中の投資家が直ちにマネーの縮小に転じる節目となるイベントは想定しにくいものと考えられる。他方、新興国の実体経済については、米国をはじめとする先進国の景気回復を追い風に輸出が改善する動きが出ており、中国についても金融市場を巡る不透明要因が破たんを来たす事態を回避出来れば、外需の緩やかな回復が景気を押し上げる好循環に繋がると期待される。さらに、新興国への資金回帰の動きが続くことは近年の経済成長の原動力となってきた内需の押し上げに繋がり、内・外需がバランスよく経済成長を促す構造に回帰していく可能性も出てくる

であろう。しかし、ここで気をつけねばならないのは足下のような世界的なカネ余りはどこかで「手仕舞い」が起こることは間違いなく、過去においては米国の金融政策の変更がそのきっかけになるのみならず、新興国において危機的状況を招く一因にもなってきた。足下において新興国に回帰している海外資金は「足の速い」短期資金が中心になっており、こうした環境変化に応じた資金の出入りが活発に行われる傾向がある上、世界的なマネーはかつてない規模に膨張しており、今後は想像を絶する規模で資金流出が起こる可能性も考えられる。足下では海外資金に回帰の動きが出ているものの、ファンダメンタルズが脆弱な国々は金融市場が混乱した際に真っ先に資金流出の動きが起こりやすく、構造的に経済の内需依存度が高いことから経済活動そのものの萎縮が進むことに加え、通貨安がインフレを引き起こしてさらに景気を下押しする悪循環に陥ることに繋がりがやすい。上述の通り、インドでは政権交代により強固な基盤を持つモディ政権が誕生したが、同政権が着実に政権公約を実現しつつ、構造改革を通じてバランスの悪い経済成長モデルの脱却を図ることで安定的に海外資金を受け入れる素地を作ることが求められる。トルコでは強権的な政権運営がなされる可能性が高まっているが、外資を含む企業活動に対する自由度を高めつつ、中東地域において数少ない政治的に安定していることを追い風に新たな経済成長モデルを築くことが必要とされよう。他方、インドネシアやブラジルについては大統領選挙の動向が今後の経済政策運営を大きく左右するため、この行方をみる必要があるが、両国ともに過去数年は保護主義などポピュリズムに傾く傾向があり、これが金融市場からの信認低下を招く一因になってきた。こうしたことを勘案すれば、次期政権は如何なる陣容になろうとも海外からの投資を積極的に受け入れる姿勢を示すことに加え、構造改革などを通じてファンダメンタルズの強化に取り組むことは避けられない。こうした取り組みはファンダメンタルズの脆弱な国々のみならず他の新興国にも全般的に当てはまる話であり、米国の利上げまで残り時間が徐々に迫りつつあることを勘案すれば、喫緊の課題として取り組むことが求められる。

以上