

World Trends

発表日: 2018 年 12 月 26 日 (水)

2019 年の新興国及び資源国経済を展望する

～「独り勝ち」が続く米国経済の行方に加え、米トランプ政権の一挙手一投足に揺さぶられる展開も～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部

主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は米国の「独り勝ち」とも呼べる状況が続く。一昨年後半以降の世界経済の持ち直しに歩を併せて世界貿易の伸びも加速したが、年明け以降は頭打ちしている。米FRBは直近のFOMCで来年の利上げ回数を下方修正したが、米国経済の頭打ちを連想させ得る。他方、中国は財政出動などを通じて景気下支えに動く模様だが、米中貿易摩擦の激化は外需を通じて景気の重石となり得る。結果、中国経済との連動性が高く、経済の輸出依存度が相対的に高い新興国や資源国景気には下押し圧力が掛かりやすいと言える。
- 国際金融市場では、夏場の「トルコ・ショック」による動揺を受けて新興国からの資金流出圧力が強まった。ただし、動揺のきっかけは政治的要因であり、この問題解消を受けて足下では落ち着きを取り戻している。また、足下の世界経済は依然拡大が続いている上、金融市場も「カネ余り」であることも落ち着きを取り戻す一助になったとみられる。しかし、来年は世界経済の頭打ちが意識されやすくなる上、「カネ余り」の手仕舞いが進むと見込まれ、結果的に新興国などへの資金流入が細ることが予想され、景気の足かせになるであろう。
- また、来年は多くの新興国で「選挙イヤー」を迎える。財政出動による景気下支えの期待がある一方、過度な歳出による財政悪化は金融市場の動揺に対する耐性をむしろ弱くする要因となる。よって、政策の選択肢は自ずと限られる可能性が高く、景気を押し上げるものとはなりにくいであろう。他方、足下では米トランプ政権の政権運営を巡る不透明感もリスク要因となり得るなか、一挙手一投足に揺さぶられる難しい局面が続こう。

足下の世界経済を巡っては、米国経済が引き続き堅調な推移をみせる一方、年明け以降のEU（欧州連合）経済は勢いを欠く展開となるなか、中国経済は全般的に内需が弱含んで減速傾向を強めており、この動きに呼応する形で中国経済への依存度が高い国々を中心に新興国や資源国の景気にも下押し圧力が掛かるなど、米国の『独り勝ち』とも呼べる状況が続いている。米中貿易摩擦を巡っては、今月初めの米中首脳会談を経て追加的な制裁措置の発動は先送りされているが、米中両国による協議の行方は依然予断を許さない状況にあるなど、年明け以降も一段と激化する可能性はくすぶる。ここ数年の世界貿易は、先進国を中心に世界経済は拡大傾向を続けてきたにも拘らず伸び悩む、いわゆる『スロートレード』と呼ばれる展開が続いてきたが、一昨年後半以降の中国経済の持ち直しの動きに歩調を併せる形で拡大傾向を強めてきた。しかし、年明け以降は再び頭打ちの

図1 世界貿易の動向(前年比)の推移

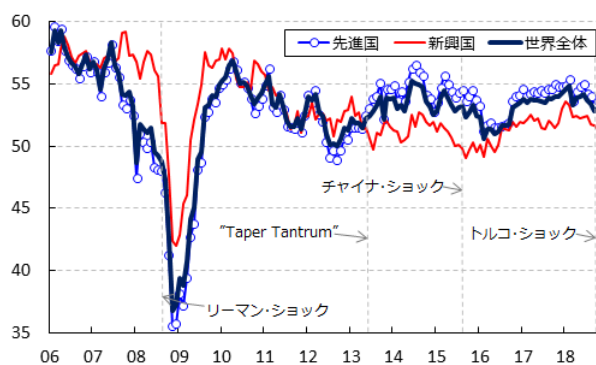


(出所)オランダ経済政策分析局(CPB)より第一生命経済研究所作成

兆候をみせており、先行きは米中貿易摩擦の激化に伴う米中間の貿易縮小が中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれているアジア域内の貿易の下押し要因となるほか、中国の景気減速が資源国などの輸出の重石となる可能性が高まっている。なお、これまで米国経済は米トランプ政権による減税策に伴う景気押し上げ効果も追い風に『独り勝ち』の様相をみせてきたが、来年以降はその効果が徐々に剥落することが予想される。また、米F R B（連邦準備制度理事会）による金融政策の正常化の取り組みに伴い今年はずでに4回の利上げが実施されたが、直近のF O M C（連邦公開市場委員会）では先行きの利上げ回数について下方修正がなされるなど、米国経済の『頭打ち』が近いことを示唆する動きもみられる。他方、中国では先日開催された中央経済工作会议において、来年は減税やインフラ投資の拡充などを柱とする財政出動を通じた景気下支えに動く方針が決まったものの（詳細は 25 日付レポート「[2019年の中国政府は景気下支えに一段と本腰（中央経済工作会议）](#)」をご参照下さい）、景気下支え策の具体的な規模感などは示されず不透明さは残る。さらに、今後は中国の外需に米中貿易摩擦による悪影響が具現化するため、足下では内需が景気の足を引っ張る展開が続くなか、今後は外需も景気の下押し要因となることが予想される。その意味では、来年の世界貿易には一段と下押し圧力が掛かる懸念が高まっており、その影響は経済の輸出依存度が相対的に高い新興国経済に色濃く現われると考えられる。特に、中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれているA S E A N（東南アジア諸国連合）や韓国、台湾といったアジア新興国にとっては、米中貿易摩擦の激化に伴う中国の輸出下振れは玉突き的に中国向け輸出の鈍化に繋がるため、そうした影響に注意する必要性は高い。また、世界経済の成長率に占める中国経済への依存度は足下で3割弱に及ぶため、中国の景気減速は世界的な資源需要の下押し圧力となり、資源国にとっては資源価格の低迷が景気の足を引っ張ることが懸念される。

今年の国際金融市場においては、夏場以降のいわゆる『トルコ・ショック』による動揺の余波を受けて、新興国や資源国などで資金流出圧力が強まる動きがみられ、これらの国々の通貨は軒並み下落傾向を強めた。上述のように米F R Bは昨年末以降、金融政策の正常化の取り組みを着実に前進させており、国際金融市場では元々米ドル高圧力が掛かりやすかったことも重なり、新興国にとっては通貨安圧力に拍車がかかった可能性がある。なお、金融市場の動揺の『引き金』となったトルコだが、元々慢性的に経常赤字と財政赤字の『双子の赤字』を抱えるほか、インフレ状態にあるなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な国であり、2013年の米F R Bのバーナンキ元議長の発言をきっかけにした国際金融市場の動揺（いわゆる『テーパー・タントラム』の際も資金流出圧力が強まった5ヶ国の新興国（いわゆる『フラジャイル・ファイブ』）のひとつに数えられた。しかし、トルコはこうした経済のファンダメンタルズに関する問題を有するものの、夏場以降の動揺は米トランプ政権との間の関係悪化という『政治的要因』が引き金になっており、その後に両国関係を取り巻く問題が解消に向かったことで落ち着きを取り戻している。また、国際金融市場が落ち着きを

図2 世界の総合PMI(製造業・サービス業)の推移

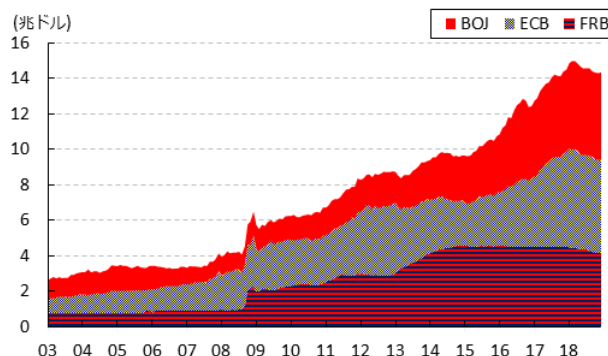


(出所) IHS Markit より第一生命経済研究所作成

取り戻した背景としては、年明け以降の世界経済は先進国、新興国問わず頭打ちの兆候をみせているものの、企業マインドは依然好不況の別れ目となる水準を上回るなど景気拡大を示唆する状況が続いており、世界的な投資マネーが萎縮する事態には至らなかったことがある。さらに、米FRBは昨年秋以降、利上げに加えてバランスシート規模の縮小による金融政策の正常化の取り組んでいるものの、ECB（欧州中央銀行）や日銀は引き続き量的金融緩和政策を継続している。結果、主要国の中銀のバランスシート規模は足下で頭打ちしているものの、依然その規模はかつてない水準で推移しており、国際金融市場を取り巻く環境は『カネ余り』とも呼べる展開が続いてきた。しかし、ECBは今年開催した理事会において年内の量的緩和政策の終了を決定したほか、今後は金融政策の正常化に向けた取り組みが進む可能性も高まっている。よって、来年以降の国際金融市場においては徐々に『カネ余り』状態の手仕舞いが進むと見込まれるほか、そうした動きに伴って新興国や資源国などに流入する資金が細って行くことも考えられる。なお、上述のように米FRBは来年の利上げ回数の方修正を行っており、米ドル高圧力が緩和することで新興国通貨に対する下押し圧力が緩和する余地はある一方、米FRBによる利上げ終了は米国経済の頭打ちを示唆しており、結果的に世界経済のピークアウトも連想されやすくなる。そうなればリスクマネーの存在感低下に繋がり新興国への資金流入が大きく細り、特に経常赤字など対外収支を巡る経済のファンダメンタルズが脆弱な国々にとっては実体経済の足かせとなることも予想される。こうした点も、来年の新興国及び資源国経済を取り巻く状況の厳しさに繋がるであろう。

なお、来年は多くの新興国で選挙が行われる『政治の年』を迎える。前半だけでも、2月のタイの総選挙、同じく2月に行われるナイジェリアの大統領選挙、4月のインドネシアの大統領選及び総選挙、4月から5月の間に行われるインドの総選挙、5月までに行われる南アフリカの総選挙、5月末までに行われる豪州の総選挙が予定されている。年後半も10月にアルゼンチンで大統領選挙が予定されるなど、多くの国で選挙が目白押しの状況にある。よって、これらの国々では選挙を意識したバラ撒き型の政策運営がなされる可能性が高いが、過度なバラ撒きを通じて財政赤字が拡大するなど経済のファンダメンタルズの悪化を招けば、結果的に国際金融市場の動揺に対する耐性を低下させることにもなりかねない。特に先月から今月にかけて行われた地方選挙で惨敗を喫したインドのモディ政権は、財政出動に前向きな姿勢をみせる一方、今月には政策運営を巡って政府と対立した準備銀（中銀）のパテル前総裁が任期満了を前に突然退任するなど、政治的に混乱する動きもみられた。その後は早期に事態収拾が図られたものの、準備銀の独立性など政策運営に対する不透明感が高まれば、結果的に国際金融市場からの信認低下を招く恐れもあり、慎重な政策運営にならざるを得ないであろう。また、今年行われた大統領選を経て、今月初めにはメキシコでロペス＝オブラドール政権が誕生したほか、来月にはブラジルでボウソナロ政権が誕生するなど、政権交代が行われる動きも活発である。メキシコのロペス＝オブラドール

図3 主要国中銀のバランスシート規模の推移



(出所) Bloomberg より第一生命経済研究所作成

ール政権については、同時に行われた総選挙で所属する新興左派政党の国家再生運動（MORENA）を中心とする与党連合が上下院双方で過半数となるなど盤石な政治基盤を有する。ただし、その政策運営を巡っては国民投票を多用するなど『ポピュリズム（大衆迎合）色』が極めて強く、建設中であったメキシコシティの新国際空港の建設中止を発表して経済界との間に対立が強まっているほか、石油セクターを巡る構造改革などには後ろ向きであるなど不透明感も残る。米トランプ政権との間ではNAFTA（北米自由貿易協定）に代わってUSMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）が署名されたが、両国関係がこれまでのように円滑に進むかは極めて不透明であり、景気の重石となり得る。他方、ブラジルのボウソナロ次期政権は議会における政治基盤が極めて脆弱であり、『小さな政府』を志向する経済政策を巡っては年金改革をはじめとする様々な構造改革への期待は高い一方、多くの国民からの反発も予想されることから円滑な実現のハードルは極めて高い。その一方で景気重視の観点から歳出拡大に動けば、財政健全化の進捗を期待した金融市場は一転して失望の色合いを強めることも予想され、政権による政策の選択肢は自ずと狭められる可能性も高いと見込まれる。なお、政治という意味では『独り勝ち』が続く米トランプ政権の行方にも注意が必要であり、足下では政権内で唯一機能していたとみられる国防総省のマティス長官の辞任が発表されたほか、トランプ大統領はFRBのパウエル議長を公然と批判するなど独立性に対する疑念を招き得る動きもみられる。仮にFRBが利上げの打ち止めに動いた場合においても、パウエル議長が『市場との対話』に失敗すれば国際金融市場に動揺が広がるリスクもあり、そうなれば新興国や資源国は厳しい環境に見舞われる事態も予想される。よって、来年の新興国及び資源国経済にとっては、世界経済の行方も然ることながら、米トランプ政権及びFRBによる一挙手一投足に揺さぶられかねない難しい局面が続くことになろう。

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。見通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。

