

## 2014年は新興国の「終わりの始まり」になるリスク

～主要新興国で「政治の季節」、経済の行方を大きく左右することは不可避～

発表日：2013年12月26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)

- 新興国経済は米国のQE3縮小を巡る国際金融市場の混乱をきっかけに大きく変化している。近年、世界経済のけん引役と期待を集めたが、これを演出した過剰流動性の「終わりの始まり」がみえ、成長サイクルに変化が生じている。しばらく現下の状況は大きく変わらないが、金融市場は徐々に引き締めを見据えた動きをみせるため、新興国経済にとって周辺環境の変化は避けられない。
- 近年はBRICsなどの新興国が注目を集めたが、世界金融危機後は内需をけん引役に成長する国の注目が高まった。BRICsのインド・ブラジルに加えて、インドネシアやトルコがこれに当たり、成長期待を背景に世界的な余剰資金が流入したことも内需を押し上げる好循環が続いた。しかし、これらの国々では軒並み海外資金が流出する動きが強まり、景気にも下押し圧力が掛かる事態に直面している。
- 各国は経常赤字を抱えるが、足下では赤字幅が拡大する国も少なくない。さらに、財政状況も急速に悪化している上、インフレ懸念も台頭するなどファンダメンタルズの脆弱さが共通している。国際金融市場の混乱は一服しているが、今後は徐々に過剰流動性の縮小が警戒されることで困難な状況が予想される。
- さらに、来年には各国で重要な政治イベントが控えている。各国は人口が多く、中長期的な人口増加も期待されるものの、次期政権の政策如何では海外資金の忌避が潜在成長率の低下を招くリスクもある。「中所得国の罠」に陥る可能性もあり、選挙後の姿は各国の中長期の動向を大きく左右すると予想される。

### 《主要新興国で来年は「政治の季節」が到来。次期政権の政策運営は中長期的な各国経済を大きく左右する》

- 今年の新興国経済を巡っては、5月のバーナンキ米FRB議長によるQE3（量的金融緩和第3弾）縮小に関する談話をきっかけに、世界的な過剰流動性を背景とするリスクマネーが縮小するとの見方が強まり、それまで資金流入が続いた動きは流出に転じ、様々な経路で各国経済に悪影響が及んだ。新興国からの資金流出の動きは、株式をはじめとする資産価格の下落を招き、債券価格の下落は金利上昇を引き起こし、為替の下落は輸入物価を通じてインフレ圧力を高めるなど、多くの新興国経済のけん引役となってきた内需の下押しに繋がった。さらに、海外資金の流出は新興国内における信用収縮を引き起こす誘因となり、内需を押し上げてきた信用拡大の勢いを止めたことから、新興国景気が急速に悪化するとの連想を生み、さらなる資金流出を招く悪循環に陥った。その後は米FRBがQE3を継続したことで国際金融市場の不信感が後退したほか、米国自身の景気の足取りは堅調さを強め、ここ数年の世界経済の不透明要因となってきた欧州経済も最悪期を過ぎるなど、世界経済を取り巻く状況は徐々に変化している。世界金融危機前後を経て、世界では先進国の景気に陰りがみられる一方、新興国景気が経済をけん引する「パラダイムシフト」が起こったものの、こうした展開は新たな次元に転換しつつある。こうしたなか、米FRBは今年18～19日に開催したFOMC（連邦公開市場理事会）において、来年1月からQE3の縮小を開始する方針を決定し、この数年の新興国景気を押し上げてきた過剰流動性相場の「終わりの始まり」がみえてきた。なお、QE3縮小後もFRBは資産買取を続けることから、しばらく過剰流動性相場は続くと思われ、金利引き上げなど本格的な金融引き締めに至るには相当の時間を要する状況は変わらない。しかし、国際金融市場においては徐々に金融引き締めを見据えた動きが出る

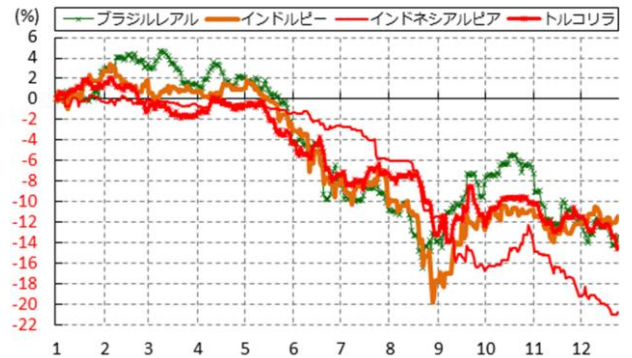
予想され、新興国にとっては環境が変化するであろう。

- 近年、世界経済で最も注目を集めてきた新興国はBRICsをはじめとする国々であり、世界金融危機以降は先進国の景気低迷で世界の貿易量が縮小するなか、内需をけん引役に経済成長を収める国々に対する注目が高まった。インドやブラジルは元々BRICsにも名を連ねているほか、インドネシアやトルコなどは人口規模が比較的大きく、若年層の割合が高く中長期的にも人口増加が期待されることなど上述の2ヶ国とも共通点が多く、ここ数年は同列に扱われることが増えてきた。

ブラジルやインドネシアは元々資源国であることから、近年は資源価格の上昇に伴う交易条件の改善が国民所得の増加をもたらし、さらに海外資金の流入による国内金利の低下や信用拡大が内需を押し上げる好循環に繋がってきた。しかし、世界経済のけん引役であり主要な資源消費国である中国経済が以前の勢いを失っていることで足下の資源価格は調整しており、先行きは米国のQE3の縮小でリスクマネーの縮小が警戒されることで相場は一段と下振れする可能性がある。また、リスクマネーの縮小は新興国への資金流入そのものを細らせることも懸念されることから、当面の景気は勢いを欠く展開が続くことが予想される。一方、インドやトルコは資源に乏しいが、若年層を中心とする人口の多さなどに拠る旺盛な消費意欲が近年の景気を支えてきた。さらに、世界的なリスクマネーの拡大による資金流入は信用拡大を促したほか、慢性的な経常赤字を抱える両国にとっては対外収支のファイナンスが容易になったことも資金需給を改善させて経済成長を押し上げてきた。また、インドは1990年代初め、トルコは2000年代初めにそれぞれ危機的状況に陥り、内外を通じた構造改革に動いた結果、ここ数年はその果実を享受するタイミングと新興国を中心とする世界経済の拡大が重なったことも両国の高成長をもたらした。しかし、世界金融危機後は世界的な景気減速が危惧される中で両国は構造改革に後ろ向きの姿勢をみせており、投資家からの評価は低下している。こうしたことも外国人投資家を中心に資金流出を加速させる動きに繋がったと考えられる。

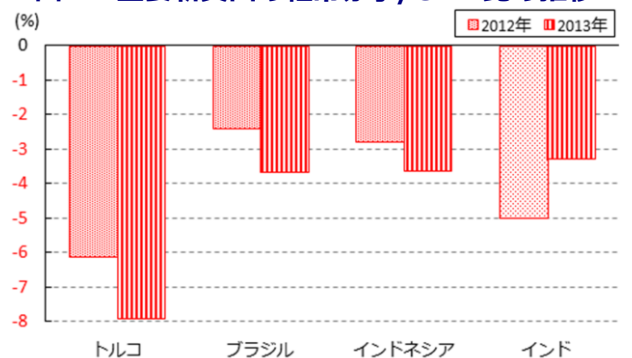
- 上述の4ヶ国は慢性的に巨額の経常赤字を抱えるなど、対外収支のファイナンスに懸念のある国々であったが、足下では多くの国で輸出が鈍化するなか、依然底堅い内需による堅調な輸入を背景に経常赤字幅が拡大するなど海外資金の動向に対する耐性は低下している。トルコとブラジルは近年財政健全化を志向してきたことから、財政赤字がリスク要因として懸念される状況ではない。一方、インドやインドネシアでは通貨安により燃料価格の上昇圧力が掛かりやすくなるなか、補助金支出の増大が重石となって財政悪化が進んでおり、いわゆる「双子の赤字」に苦しむ状況が続いている。国際金融市場の混乱を経て両国政府は補助金圧縮などに動く姿勢をみせる一方、これに伴う物価上昇は新たな課題となっており、経常赤字を抱えることで各国は元々インフレ圧力が高まりやすいなか、ファンダメンタルズの脆弱さが金融市場から注目を集める材料になった。足下では国際金融市場の混乱一服を受けて海外資金の

図1 主要新興国の為替動向(対前年末比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 主要新興国の経常赤字/GDP比の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成、2013年は9月迄

動向も落ち着きを取り戻しているものの、ファンダメンタルズが劇的に改善する状況になっていないことを勘案すれば、先行きは徐々にリスクマネーの規模縮小が懸念されるなど各国通貨には下落圧力が掛かりやすい状況であり、各国にとっては厳しい状況が続くと予想される。

- こうした中、ここに挙げた国々では 2014 年に将来を大きく左右する「政治の季節」が到来する。インドでは総選挙が予定されており、現時点では与党国民会議派を中心とする現政権から最大野党のインド民主党（BJP）への政権交代が起こるとの見方が有力視されている。BJP は北西部グジャラート州首相として経済運営の実績を挙げるナレンドラ・モディ氏を首班に挙げ、経済的な手腕を前面に押し出した選挙戦を繰り広げており、経済界を中心に支持を集めている模様だ。しかし、地方自治の強い同国において「グジャラート・モデル」とも称されるモディ氏の構造改革が全体に広がるかは未知数なほか、BJP が単独過半数を取れず地方政党などとの連立政権樹立に動けば、構造改革がまったく進捗しない可能性も残る。他方、インドネシアでは大統領選挙が予定されており、憲法規定で現職のユドヨノ大統領は再選が出来ないなか、様々な候補の名前が挙げられている。しかし、目下のところ国民からの支持率が最も高いジョコ・ウィドド氏（ジャカルタ州知事）の去就は未定であり、現時点では同氏以外に多くの候補が出馬意欲を示しているなか、選挙戦の行方は不透明である。なお、有力候補の中にはユドヨノ政権 2 期目同様に、国内産業保護を重視する「内向き姿勢」を打ち出す向きもあるなど、次期政権の枠組によっては政策の不透明感が高まる可能性も懸念される。

ブラジル及びトルコではともに大統領選が予定されているが、ブラジルでは現ルセフ政権に対する信任投票の色が強く、トルコではエルドアン首相の大統領転出も取り沙汰されている。ただし、両国ともに今夏には経済や政策運営などを巡って大規模な反政府運動が展開されるなど火種を抱えており、政権維持が円滑に進むか否かは不透明であり、政治的基盤の弱体化によって政策遂行が困難になることも懸念される。さらに、両国は足下でもプライマリー黒字を確保するなど財政状態は比較的健全だが、大統領選などを見据えて歳出拡大に動くことになれば、財政悪化や物価上昇などを引き起こすリスクもある。

これらの国々で円滑に政権維持ないし交代が行われ、対外信用力の向上に資する政策運営が実施されれば、中長期的にみた人口増加期待などを背景に海外資金の流入が起こり、資本蓄積が潜在成長率の向上をもたらす好循環に繋がることが期待される。一方、排外主義などによる内向き姿勢が強まれば、資本蓄積の低迷で潜在成長率は上がらないなかで「中所得国の罠」にはまり、長期の景気低迷に陥るリスクもある。このように、近年注目を集めてきた新興国にとって 2014 年は先行きを大きく左右する年になる。

以上