

新興国を巡る「明」と「暗」

～内・外需を巡る構造、ファンダメンタルズは当面の景気の勢いを決定付けよう～

経済調査部 西濱 徹

(要旨)

- 新興国は昨年来の国際金融市場の混乱による資金流出の動きが実体経済に悪影響を及ぼす事態に見舞われた。しかし、足下では米国の景気回復による外需の改善に加え、金融市場の落ち着きとともに資金回帰の動きが出ている。様々なリスク要因はくすぶるが、世界的な「カネ余り」は金融市場の安定を醸成するとともに新興国景気を後押しして「新興国の終えん」といった事態は避けられている。
- ただし、新興国の中には景気の勢いに差が生まれている。外需依存度の高い国は先進国の景気回復の恩恵を受けやすく、比較的高い成長を実現して資金回帰の動きも活発化する。一方、内需依存度の高い国にも金融市場の落ち着きにより資金回帰の動きが出ているが、景気の勢いは乏しい。なお、資金回帰が進む国では政治的変化が後押ししており、全般的な動きでない点には留意が必要である。
- 先行きの世界的なマネーは米国の利上げを意識せざるを得ない。過去の米国の利上げは新興国の危機的状況を招いており、その規模や移動の素早さを勘案すれば影響は免れない。昨年来資金流出に見舞われた「フラジャイル・ファイブ」はその筆頭だが、抜本的な構造転換には動いておらず、動揺は不可避である。早期に落ち着く可能性はあるが、中長期を見据えた構造転換の必要性に迫られている。
- 一方、外需依存度の高い国には先進国の景気回復は実体経済面での追い風となる。また、米国の利上げ実施後も日欧は金融緩和を続けると見込まれ、カネ余りが続くなかで高い利回りを目指す資金流入も期待される。結果、これらの国々ではバランスのとれた経済成長の実現が見込まれる。内・外需やファンダメンタルズなどを材料に、新興国経済をみる目は2000年代から一変する可能性もあろう。

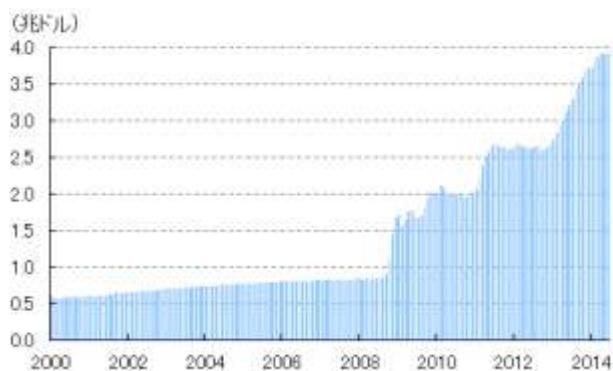
1. 世界的なマネーに翻弄される新興国

新興国経済を巡っては、昨年の米国FRB（連邦準備制度理事会）によるQE3（量的金融緩和第3弾）の縮小開始以降、それまでの先進国を中心とする金融緩和による世界的なマネーの膨張に伴う動きが大きく変化し、それによる海外資金を中心とする投資資金の流出が実体経済に悪影響を及ぼし、景気の足かせになるとの見方が強まった。事実、高インフレや経常赤字を抱えるなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱な国々を中心に急激な資金流出が起これ、信用収縮が引き起こされるとの懸念が高まることで、こうした国々の多くが経済成長のけん引役を内需に負ってきたことから景気の下押し圧力を招く事態となった。さらに、内需依存度の高さや経常赤字を抱える構造は資金流出による自国通貨安

が輸入インフレを引き起こす悪循環を招くことで、景気減速下にも拘らず高インフレが続くスタグフレーションが懸念される状況に陥った。他方、米国によるQE3の縮小をはじめとする金融政策の正常化に向けた取り組みは米国経済の堅調な回復を前提としているため、こうした動き自体は輸出依存度の高い新興国を中心に外需拡大を促しており、それに伴い対外収支の改善が促される副次的効果も期待される。また、QE3の縮小自体はあくまで量的金融緩和ペースの減速であり、金融引き締めでは決してないことから、世界中に出回っている資金供給量は依然として拡大基調が続いている。結果として世界的な「カネ余り」の状況が続いているなか、先進国では金融緩和の継続により国債利回りの低下が続くなど投資先としての妙味が低下している一方、相対的に

高い利回りが期待される新興国では投資資金が回帰する動きが出ている。足下ではウクライナ問題の長期化に加え、シリアやイラク、イスラエルとパレスチナをはじめとする中東情勢を巡る懸念など、世界的に様々な地政学リスクが一挙に意識される状況が続いており、世界経済に悪影響を与える可能性も警戒されている。さらに、文字通り近年における「世界経済のけん引役」となってきた中国経済についても依然として不動産市況を巡る問題など不透明要因がくすぶっており、これが世界経済の下振れ要因になるリスクは少なくない。しかし、先進国を中心とする景気回復が進んでいることに加え、世界的なカネ余りによりリスクマネーが醸成されやすい環境が続いていることを受け、数多くのリスク要因がくすぶるなかにおいても国際金融市場は落ち着いた動きをみせており、このことも新興国への資金回帰を促している。世界的なマネーの動きが今後も新興国に向かい続けるかは不透明なところは少なくないが、足下ではこうした動きが各国内における信用収縮の動きを抑える役割を果たし内需の下支えに繋がっている一方、外需の拡大が景気を押し上げる好循環も生まれており、一年ほど前には市場において『新興国経済の終えん』を喧伝する動きもみられたものの、そうした状況から変わりつつある。

資料1. 米国FRBの資産規模の推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

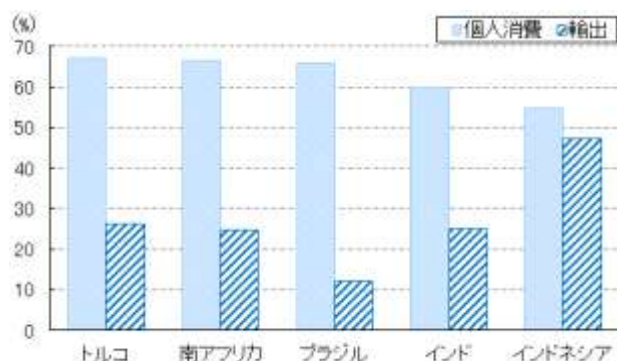
2. 「カネ余り」が生み出す環境変化

ただし、新興国を取り巻く状況は変わりつつあるものの、その景気を巡っては勢いに差が生まれているのが実状である。また、こうした状況を反映して海外資金の動きにも違いが生じていると

見込まれ、各国通貨の為替相場の方向感にも差異が生まれている。特に、経済の外需依存度の高い国々は世界経済の回復による外需拡大が景気そのものに与える影響が大きいと見られ、足下では米国経済の堅調さが外需回復の追い風となることで国内の雇用環境の改善を促している上、堅調な景気回復を期待した海外資金の流入が信用拡大を通じて個人消費の拡大に繋がっている。さらに、資金調達環境の改善は外需拡大を追い風とする企業の設備投資意欲を高めており、外需の回復が内需を押し上げる好循環に繋がっている。結果、外需依存度が相対的に高い国を中心に景気の回復感が強まっていることに加え、内需依存度の高い国においても国際金融市場の落ち着きを受けて各国通貨の動きは安定して物価への悪影響を懸念する事態が後退しているほか、資金需給環境の改善も個人消費を中心とする内需の底入れを促しており、新興国全般として景気は最悪期を過ぎつつある。このように内需依存度の高い国々を巡る環境が変わりつつあるのは、世界的に「カネ余り」が続いていることだけではなく、各国にそれぞれ変化の動きが出ていることも影響している。例えば、インドでは4月に行われた総選挙においてインド人民党（BJP）が地滑り的な大勝利を収めた結果、ビジネス界を中心に推す声が高いモディ政権が誕生しており、これまで長期に亘り停滞を続けてきたインドの経済環境に劇的な変化をもたらすと期待が高い。インドネシアでは7月に行われた大統領選で「庶民派」として国民からの人気を集めているジョコ・ウィドド氏が勝利した。同氏は旧来からの政治支配層とまったく異なる出自であることから、公的部門を中心に改革の流れが進むとの見方に繋がっている。トルコでは8月に行われた大統領選挙の結果、エルドアン大統領が誕生する。昨年来その強権的な政治手法に対して国内外から反対の声が挙がっていたエルドアン氏だが、今年3月の統一地方選挙では与党公正発展党（AKP）が高い得票率を維持するなど、国民からの人気を確認されることとなった。「エルドアン大統領」の誕生により同国で一段と強権的な政治姿勢が強まる懸念はあるものの、政治的な混乱が続く中東地域において唯一

とも言える政治的に安定している同国にはその潜在力の高さと相俟って投資家の注目が集まりやすく、海外資金を引き寄せる原動力になっている。昨年来資金流出が相次いだいわゆる「フレンジル・ファイブ（脆弱な5ヶ国）」の国々で政治的な大変革が期待されていることは、金融市場の落ち着きとともにこうした国々への資金回帰を促す一因になっていると考えられる。

資料2. 個人消費及び輸出の対GDP比の比較(2013年通年)



(出所) C E I Cより第一生命経済研究所作成

資料3. 為替レート(対米ドル、対一昨年末比)の推移



(出所) C E I Cより第一生命経済研究所作成

3. 先行きにくすぶる不透明要因

ただし、こうした状況が永続的なものとなるかは不透明なところが少なくない。まずは、足下の「カネ余り」をもたらしている一因である米国F e dによるQ E 3は年明け以降縮小されており、今年10月にはQ E 3自体が終了するとの見方が強まっている。なお、F e dはQ E 3を終了した後もしばらくはバランスシートの規模を維持すると見込まれる上、日本(日銀)やユーロ圏(E C B)は引き続き量的金融緩和を実施する可能性が高く、金融市場に供給されるマネーは一気に縮小に転じていく訳ではない。しかし、その後のF

e dは米国の実体経済の動向を見極めつつ利上げ実施のタイミングを模索する動きが強まるものと思われ、それが現実のものとなった場合には世界的なマネーの動きに大きな影響を与えると予想される。というのも、世界的なマネーの規模は各国中銀による資金供給のみならず、借り手である金融機関などの信用拡大を通じて膨張しているが、こうした傾向は近年により一段と強まっている。さらにI T技術の進展に伴い世界的なマネーの動きは急速に素早く広範になっていることを勘案すれば、過去の米国による利上げ実施の際とは比較にならない規模で影響が出ることも懸念される。こうした短期的な金融市場の付和雷同によって真っ先に影響を受けてきたのは新興国であり、次なる米国の利上げ実施によっても新興国の中には資金流出が直撃することは避けられないと見込まれ、中でもファンダメンタルズの面で問題を有する国々は投資家から「狙い撃ち」されるリスクを抱える。このように考えると、昨年や年明け直後に資金流出が相次いだいわゆる「フレンジル・ファイブ」と呼ばれる国々はこうした可能性を念頭に経常赤字や財政赤字の圧縮、物価抑制などに向けた具体的な対応を図ることが必要になると考えられるが、現時点においてそうした道筋を明確に描いている国はほぼ皆無に等しい。他方、昨年来の金融市場の混乱に対応する形で経常赤字の圧縮に取り組む動きは出ているものの、インドやインドネシア、ブラジルが採っている政策は輸入関税の引き上げなどを通じた輸入抑制が中心であるなど持続可能なものではない上、足下ではその効果が剥落するなどの動きも出ている。また、トルコのように物価高にも拘らず、景気浮揚を目指して利下げを実施するなど政策判断として疑問符がつく動きもみられ、各国の対応は必ずしも望ましい方向とはなっていない懸念もある。ファンダメンタルズの脆弱な国の多くは、近年の経済成長を個人消費などの内需をけん引役に実現してきた国であり、内需依存度の高さが海外経済の動揺に関係なく高い経済成長が達成可能と見込まれてきたが、実態としては世界的な「カネ余り」によって成長がかき上げられてきたことに他ならない。対内直接投資の受

け入れなどを通じて経済発展段階を新たなステージに移行させる取り組みが進まなければ、足下における景気の底入れも早晩行き詰まりをみせる可能性には留意が必要である。

い成長率を実現することも可能になるものと予想される。当面の新興国の景気動向を巡っては、内・外需やファンダメンタルズなどを材料に、2000年代を通じて注目を集めてきた国から視点がシフトしていくことも考えられよう。

資料4. 経常収支の対GDP比の比較



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

にしはま とおる (主任エコノミスト)

4. 新興国を観る「目」が変わる可能性

一方、米国の利上げ実施による国際金融市場の動揺はすべての新興国に一時的とはいえ、悪影響を与えることが避けられないが、その背景としては米国経済が順調に回復していることがある。また、米国の利上げ実施後も日本やユーロ圏などは金融緩和を続ける可能性が高いことから、世界的なマネーの規模が縮小一辺倒で進んでいくかにも疑問は残る。このように考えると、米国経済の回復を追い風に外需の改善が促されやすい国々、つまり、外需依存度が相対的に高い国では実体経済の回復が促される土壌が続くと見込まれる上、一時的な金融市場の混乱を克服した後は、こうした国に資金回帰の動きが進むことが期待される。そうなれば、足下の動きと同様に外需の拡大が進むなかで、高い利回りを狙う海外資金の流入が内需を押し上げる好循環が生まれることが見込まれ、バランスのとれた経済成長を実現できる可能性もある。外需依存度の高い新興国の経済成長は、2000年代を通じた中国の高い経済成長に負っていたところも多いため、今後の中国経済が以前のような勢いを取り戻すことが難しいことは外需の足かせになることも予想されるが、その度合いは外需に占める中国への依存度に拠るところが大きい。よって、外需依存度が高い上、そのなかで先進国への依存度が高い国々にとっては経済成長が促されやすく、過去数年に比べても高