

経済レポート

新興国経済の現状と今後の展望

～ アジア新興国は堅調、非アジア新興国は視界不良で先行きに不透明感 ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

世界経済の牽引役として2000年代に脚光を浴びた新興国経済は、近年、やや勢いが鈍化したものの、その存在感は依然として大きい。新興国の経済成長率は先進国を大きく上回っており、また、世界人口の8割強を新興国が占めている。ただ、新興国全体としての経済成長率が高いといっても、全ての新興国の経済が好調とは限らず、かなり大きな地域差が存在する。

新興国の近年の経済成長率を主な地域別に見ると、最も高いのは、アジア地域であり、その堅調ぶりは、他地域に比べて際立っている。アジア新興国経済を牽引するのは、中国経済である。ただ、中国経済は、堅調ではあるが、2000年代のような2ケタ台の高成長率に復帰する可能性は低いと考えられる。その理由は、かつてのように、過小評価された為替相場のもとで輸出を伸ばしたり、闇雲に資金調達してがむしゃらに投資するといった手法で経済成長率を押し上げることが困難になっているからである。

CIS 諸国の経済は、2014～2015年の悪化から立ち直っているが、足元の経済成長率は、2000年代には遠く及ばず、今後についても、ロシアを中心に低い伸びが長期化しそうな情勢である。

中東北アフリカでは、域内最大の経済大国トルコが、為替相場急落で経済危機に陥りつつあり、産油国の雄サウジアラビアは2014年の原油価格暴落の後遺症で景気が低迷するなど、経済の先行きに不透明感が漂う。

中南米の経済成長率は、2016年にマイナス転落したが、2017年からは、プラス成長に回復した。これは、南米の二大国ブラジル・アルゼンチンにおいて、2015～16年にかけて左翼政権が退陣し、経済運営の正常化を目指す中道右派政権が発足したことに影響されている。ただ、2018年7月にメキシコで左翼政権が誕生し、ブラジルとアルゼンチンでも、2018～19年の大統領選挙で左翼政権が復活する可能性があり、予断を許さない状況である。

サブサハラ・アフリカは、資源価格動向に左右されやすい脆弱な経済構造である。サブサハラ・アフリカの経済成長率は、2016年をボトムに回復の兆しを見せている。これは、主として、ナイジェリアやアンゴラといった原油輸出国において、2016年以降の原油価格回復を受けて経済状態が持ち直していることを反映したものである。

新興国経済に影響を与える要因として見逃せないのが、米国金利動向である。2013年頃から米国での金融緩和終焉観測が浮上すると、新興国から資金が流出し新興国通貨が下落、それに対応するための利上げが新興国景気を下押しするという展開になった。最近の新興国通貨の動きを見ると、アジア新興国通貨の下落率が限定的であるのに対し、非アジア新興国の通貨の下落率がかなり大きい。これは、アジア新興国のファンダメンタルズが、全般的に、非アジア新興国よりも良好であることが影響しているためと言えよう。

コモディティー価格も、新興国経済に影響を与える重要な要因のひとつである。コモディティー価格の上昇は、資源輸入国が多いアジア新興国にはマイナスだが、資源輸出国が多い非アジア新興国にはプラスとなる。

非アジア新興国に関しては、米国の対イラン制裁再開、欧米諸国の対ロシア制裁、メキシコの左翼政権成立など、政治面での不安要素を抱える国が多い。このため、2019年の新興国経済は、全体としては拡大基調を保ちつつも、地域別には、アジアが堅調、非アジアが視界不良でダウンサイドリスクが大といった状況が予想される。

非アジア新興国経済の先行きが不透明という状況の中で、当面は、経済が堅調なアジア新興国の内需を狙うことが日本企業の新興国戦略の主眼になりそうだ。

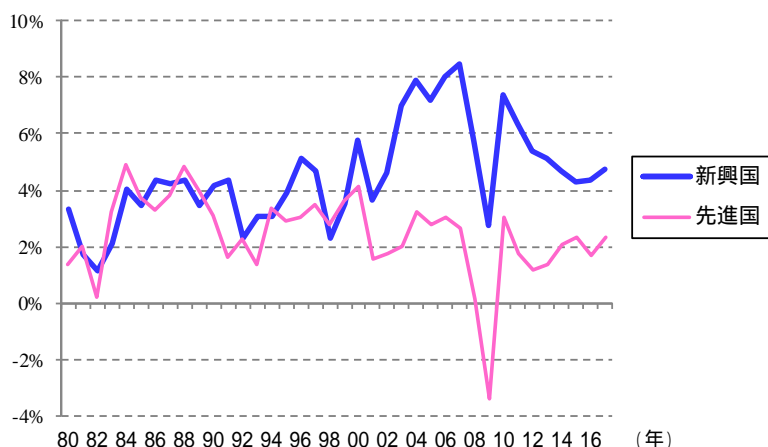
1. はじめに ~ 2000年代より成長率は鈍化したがる、世界経済を牽引し続ける新興国

世界経済の新たな牽引役として2000年代に脚光を浴びた新興国経済は、近年、やや伸び率が鈍化したものの、その存在感は依然として大きい。新興国の経済成長率が先進国を大きく上回り、また、世界人口の8割強を新興国が占めていることから、新興国は、世界経済の重要な成長エンジンであると言える。日本企業にとっても、成長ポテンシャルに富む新興国経済は、戦略的に重要なドメインであろう。

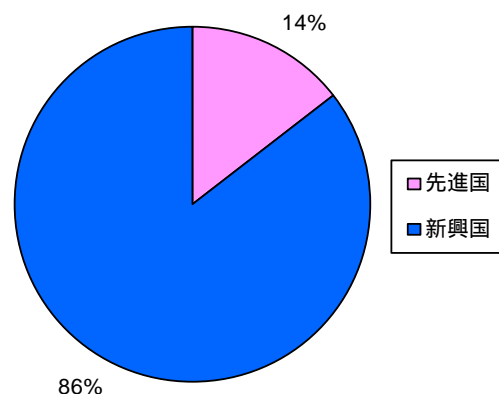
新興国の経済成長率は、2000年代以降、先進国を上回るようになったが、この背景として、多くの新興国が、社会主義経済から市場経済へ転換したことが非常に大きく影響したと言える。周知のように、1980年代末期に社会主義体制が崩壊し、旧社会主義国は、市場経済への移行初期に当たる1990年代の混乱を経て、2000年代に経済の安定化に成功した。それが最も顕著に表れたのが、1990年代に急進的な市場経済移行に伴うハイパーインフレーションや生産縮小などのショックを経験した後、2000年代に経済復興を遂げた旧ソ連東欧諸国である。また、中国も、1970年代までは毛沢東時代の極左政策の後遺症で経済不振に陥っていたが、1980年代以降、改革開放路線を進め、2001年のWTO加盟を契機に世界中から投資が流入、世界の工場となって生産・輸出が大きく拡大し、世界第2位の経済大国へと成長した。さらに、インドも、1980年代までは、統制的で社会主義的な経済運営を続けていたが、1990年代初頭に旧来型の経済運営を放棄し経済開放・自由化へと大きく路線を転換、その効果が2000年代以降の経済成長となって表れた。一方、アフリカ地域でも、サブサハラ・アフリカ諸国の多くが、1980年代までは旧ソ連の支援により社会主義的な経済体制を採ったために経済停滞に陥っていたが、旧ソ連の弱体化・崩壊を契機に市場経済化に乗り出し、また、公的対外債務の減免など国際支援も受けながら、2000年代以降、経済回復を遂げた。このように、新興国経済が2000年代以降の高成長を実現できた理由として、社会主義的・閉鎖的な経済運営から、市場経済をベースとした開放的な経済運営へと舵を切ったこと、すなわち、世界的な規模での市場経済化の進展が大きく影響したと言えるだろう。

図表1. 新興国と先進国の経済成長率と人口

新興国と先進国の経済成長率



世界の人口に占める新興国と先進国の比率
(2017年IMF推計ベース)



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

他方、新興国全体としての経済成長率が高いからといって、必ずしも全ての新興国の経済で好調であることを意味するわけではなく、後述するように、かなり大きな地域差が存在する。本稿では、この点に留意し、新興国経済の近年の動きを主要地域毎に分析しつつ、新興国経済全体の動きを俯瞰的に把握・説明することを試みる。

2. 最近の新興国経済動向 ~ 回復基調だが、地域によって大きくばらつく経済状況

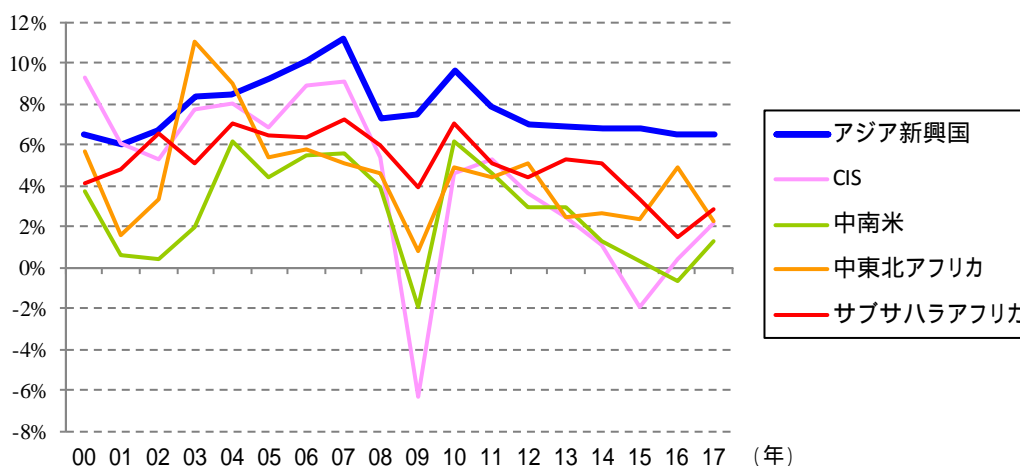
(1) 新興国の主要地域別経済成長率 ~ 他地域に比べて堅調ぶりが目立つアジア

新興国全体の経済成長率は、2010年以降、鈍化が続いてきたが、2015年に底を打って以降は拡大に転じており、2019年も緩やかな拡大が続くと見込まれる。ただ、新興国と一口に言っても、経済状態は、地域によって、かなりのばらつきがある。

新興国の近年の経済成長率を主な地域別に見ると、最も高いのは、アジア地域である。アジア新興国の経済成長率は、2000年以降、一度も6%を下回ったことがなく、その堅調ぶりは、他地域に比べて際立っている。アジア新興国の経済成長の主な牽引役は、中国、インド、インドネシアといった大国における内需拡大である。一方、中東北アフリカ、CIS、中南米、サブサハラ・アフリカなどの非アジア地域についても、成長率はアジアより低い。2010年以降続いていた景気鈍化が2015~2016年にかけて底を打ち、反転する動きを見せている。CISの経済成長率は、2010年代前半は鈍化を続けたが、2015年にボトムアウトし、急回復している。これは、経済規模でCIS全体の8割を占める産油国ロシアにおいて、2016年以降の原油価格回復を受けて景気が持ち直していることを反映したものである。中南米の経済成長率も、2010年代前半は鈍化が続き、2016年にはマイナス成長に転落したが、2017年からは、プラス成長に回復した。これは、南米の二大国ブラジル・アルゼンチンにおいて、経済混乱の原因であった左翼政権が退陣し、経済運営の正常化を目指す中道右派政権が発足したことが転換点となって両国の経済が回復し、それが中南米の経済成長率を押し上げたものである。中東北アフリカについては、サウジアラビアなどの産油国が原油価格低迷の影響で苦境に陥っているが、一方、大掛かりな経済改革を実施したエジプトで今後の経済成長加速が期待されるなど、域内の景況は国によって斑模様である。サブサハラ・アフリカの経済成長率も、2016年をボトムに上昇する動きを見せている。これは、主に、ナイジェリアやアンゴラといった産油国において、2016年以降の原油価格回復を受けて経済状態が持ち直していることを反映したものである。

以下、新興国の主要地域別の経済状況と今後の見通しについて、各地域のコアとなる主要な国々のマクロ経済動向を中心に分析する。

図表2. 新興国の主要地域別経済成長率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

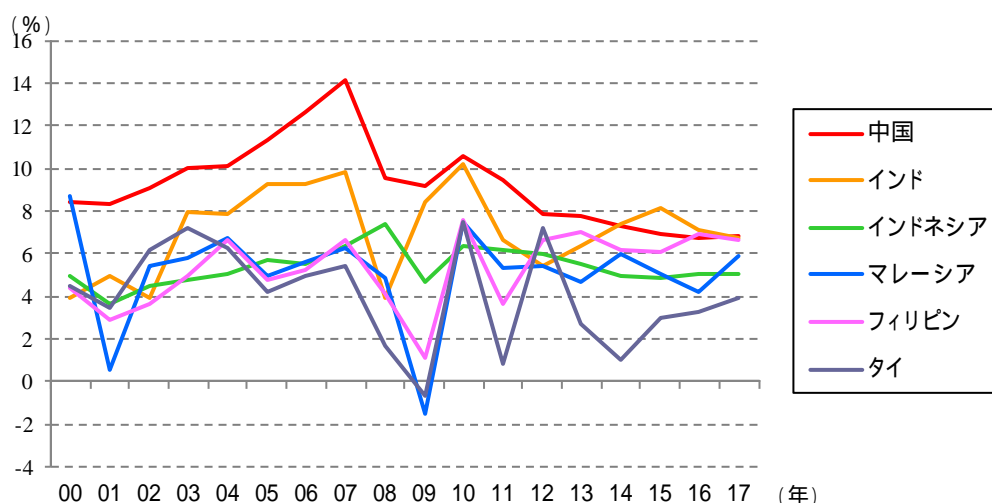
(2) アジア新興国経済の動向 ~ 中国、インド、インドネシアなどの大国を中心に堅調な内需拡大
 アジア地域の主要な新興国の最近の景気は、概ね堅調に推移している。

各国の経済成長率を見ると、まず、中国は、2000年代後半には10%を超えるほどの高成長率で景気が過熱していた。その後、過剰投資を抑制しつつ安定成長へ移行しようという当局の意図もあって、成長率は鈍化しているが、それでも足元で7%前後の高成長率を維持している。また、インドは、従来、成長率で中国を下回っていたが、内需主導の高成長を持続してきた結果、2014年頃からは、成長率が鈍化した中国を上回るようになり、足元では中国とほぼ互角である。こうした中国とインドの二大国の経済の堅調さに加えて、内需が好調なインドネシア、フィリピン、マレーシアがいずれも足元で5%を超える成長率を示している。一方、政治情勢の混乱や輸出不振に苦しんできたタイは、2014年には成長率が大幅に低下したが、その後、世界景気回復を背景に輸出が拡大したことに支えられて、景気は上向いており、足元の経済成長率も4%近辺まで盛り返してきた。

この他にも、インドシナ三国（ベトナム、ラオス、カンボジア）は、外国からの直接投資流入拡大を背景に、いずれも足元で6%台の経済成長率を維持し、堅調に推移している。さらに、バングラデシュも、慎重な経済財政運営を背景に、在外労働者からの送金増加にも支えられて、足元で7%の高い経済成長率を示している。

アジアの新興国経済がこのように順調である理由として、基本的に、各国とも慎重なマクロ経済運営を行っていることが挙げられる。また、原油価格が低位安定傾向で推移してきたため、物価が安定し経常収支・外貨準備の面でも安全な状態を維持できたことが景気の安定的な拡大に寄与したと考えられる。

図表3. アジア新興国の主要国別経済成長率の推移

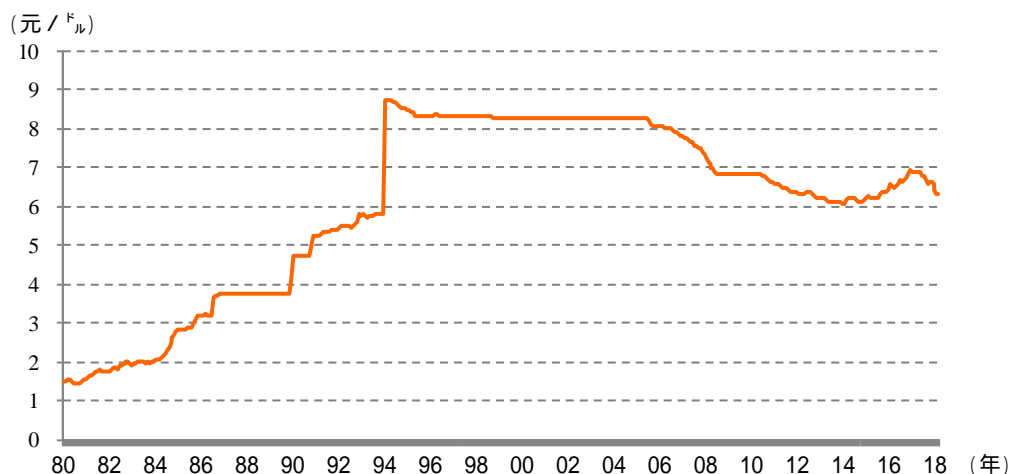


(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

アジア地域の新興国全体の成長率に最も大きな影響を与えるのは、名目GDPベースでアジア新興経済国全体の7割を占める中国の動向である。最近の中国のマクロ経済は、10年前より成長率が鈍化したとはいえ、新興国の中でも屈指の堅固さを示している。ただ、中国経済は、堅調に推移しつつも、2000年代のような2ケタ台の高成長率に復帰する可能性は低いと考えられる。その主な理由として、まず、かつてのような通貨安で経済成長を加速させることができなくなったことが挙げられる。中国経済の2000年代前半の著しい高成長を支えた要因として、過小評価された為替レートがあった。中国は、人民元の対米ドル為替相場を、1997年から2005年まで1ドル=8.28円でほぼ固定していた。その間、外国からの直接投資流入加速や輸出産業の発展によって外貨準備が大幅に増加した。つまり、人民元為替相場は本来なら増価すべきところを過小評価された水準に固定されていた。過小評価された為替レートに支えられた中国の急激な輸出拡大は、対米貿易摩擦を引き起こすなど各国の反発を

招き、人民元切り上げ圧力が高まった。2005年に中国当局は人民元為替相場のドルペッグをやめ、管理フロート制へ移行した。2016年には、IMFが人民元をSDRの通貨バスケットに採用することを決定し、今後は、人民元取引の全面自由化が視野に入ってくるという情勢である。こうした中で、為替相場は経済のファンダメンタルズを反映する傾向が強まり、かつてのように過小評価された為替レートを背景に輸出で荒稼ぎをするという経済政策は実施不可能になっている。つまり、中国経済は、2000年代前半まで見られたような人為的な通貨安に支えられた著しい高成長を再現することは、もはや不可能である。

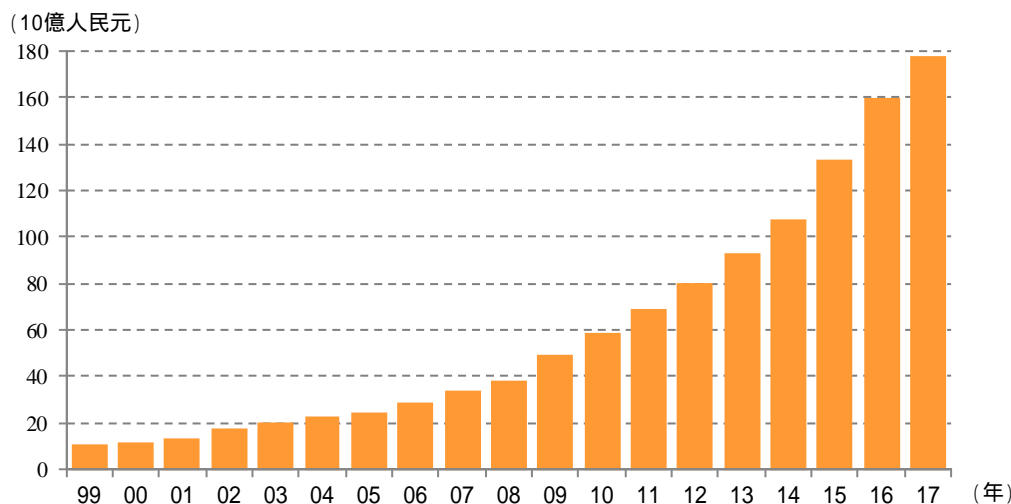
図表4．人民元の対米ドル為替相場の推移



(出所) CEIC

中国経済が高成長に回帰できない理由として、金融面にも目を向ける必要がある。リーマンショック後の世界的な景気後退に直面した中国当局は、融資拡大によって投資を増やし、それによって高成長を維持しようとした。しかし、融資残高が拡大しすぎたために不良債権増加のリスクが高まったことと、資金調達のために「影の銀行」を使って高金利で資金調達しており、金融面で大きな不安を抱え込むことになってしまった。このため、中国当局は、以前のように、闇雲に資金調達してがむしゃらに投資し経済成長率を押し上げるという政策が、もはや続けられなくなっている。

図表5．中国の国内向け融資残高の推移



(出所) CEIC

(3) CISの経済動向 ~ ロシアの低成長が長期化の恐れ

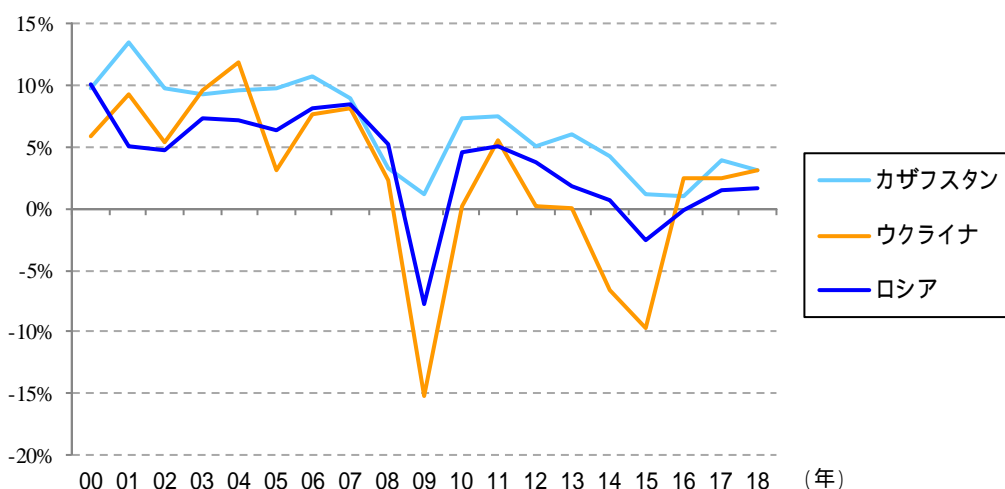
新興国経済の動向を読むうえで、旧ソ連諸国の動きを無視できないだろう。旧ソ連諸国のうち、EUに加盟したバルト三国を除くCIS諸国の経済成長率は、経済規模においてCIS全体の8割弱を占める大国ロシアの動向に大きく左右される。ロシア経済は、2000年代半ばには、主力輸出産品である原油の価格高騰を背景に高成長を遂げたが、2010年代に入ると成長率が鈍化し、2015年にはマイナス成長に転落した。このマイナス成長は、米国金融緩和終焉観測の浮上やウクライナ危機をめぐる欧米諸国の対ロシア経済制裁発動などに起因する大幅なルーブル安、主力輸出品である原油の国際価格下落、といったマイナス要因が重なったためであった。しかし、2016年初頭から原油価格は持ち直し、それを受けてロシア経済も回復に転じている。ただ、米国・EUとロシアの関係改善の兆しは見え、対ロシア経済制裁はいまだに続いている。この対ロシア制裁によって、ロシアは、凍土地帯や北極圏などでの原油・天然ガス採掘に必要な新技術および資金を欧米から調達することができなくなり、ロシア経済の牽引役であるエネルギー産業が長期的にじり貧となりかねない事態に陥りつつある。つまり、ロシア経済の頼みの綱であるエネルギー産業が長期的に停滞に陥るリスクが高まっている。このため、ロシア経済は、短期的には景気後退から回復したとは言え、長期的に見れば、この先、低成長が長期化しそうな可能性が高まっていると言える。

一方、CIS域内でロシアに次ぐ経済規模を有しロシアと同様に輸出の大半が原油・天然ガスというカザフスタンの経済も、原油価格回復で一息ついてはいるが、原油価格が軟調になれば景気が再び失速する懸念が拭いきれない。

他方、CIS域内で第3位の経済規模を有するウクライナでは、2014年に東部地域における政府軍と武装勢力との衝突が発生、経済活動が停滞し、経済成長率は大幅なマイナス成長に陥った。その後、欧米諸国や国際機関の支援もあって、経済成長率はプラスに転じた。今後の経済の立ち直りには、ウクライナ政府の経済改革と国際支援の継続が不可欠であるが、経済改革がなかなか進まないことから考えて、苦しい状況が続くだろう。

このように、CIS諸国の経済は、2014~2015年の悪化から立ち直っているが、足元の経済成長率は、2000年代には遠く及ばず、今後についても、ロシアを中心に低い伸びが長期化しそうな情勢となっている。

図表6 . CISの主要国の経済成長率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

(4) 中東北アフリカ新興国の経済動向 ~ 不透明感が漂う中、エジプト経済の復活に注目

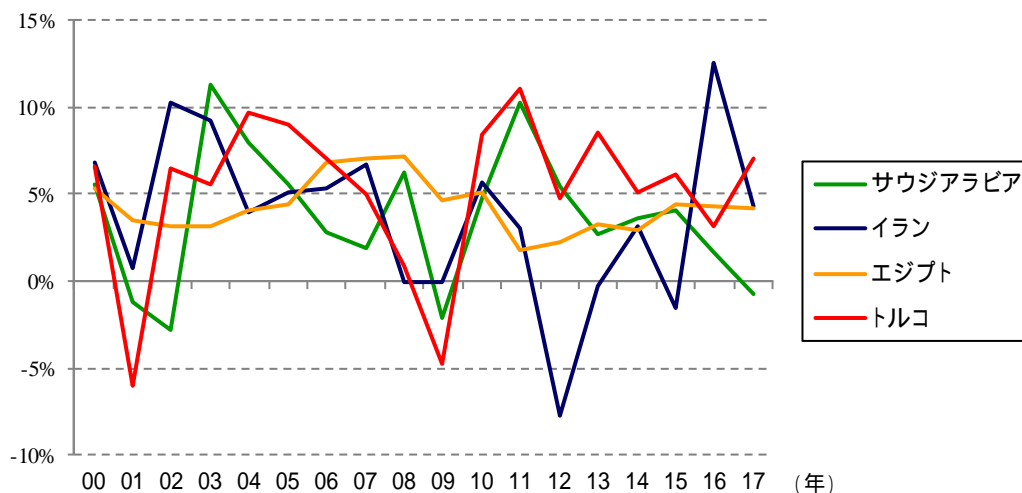
中東北アフリカ地域は、産油国が多いため、経済動向が原油価格に影響されやすいという側面がある。ただし、トルコのような非産油の有力な新興経済大国もあり、地域全体の経済動向が原油価格だけに支配されるというわけでもない。

中東北アフリカ地域で最大の経済規模を有するトルコは、リーマンショックで大幅な景気後退に陥ったが、その後、概ね5%以上の経済成長率を維持し、2017年の成長率は7%を超えて、世界の主要新興国の中でも屈指の高い伸びとなった。トルコは、エルドアン政権のもと、トルコ共和国建国100周年となる2023年までに経済規模で世界のトップテン入りすることを狙い、拡張的な経済運営を続けてきた。しかし、高成長の副作用として、経常赤字拡大やインフレ率上昇といった弊害が生じたために景気は鈍化し、さらに、対米関係悪化を引き金とした資金流出加速によりトルコ・リラの為替相場が急落したことで、経済が困難な状況に陥っている。このように、トルコ経済は、資金流出が加速すると為替相場暴落や外貨繰りの悪化などの苦境に陥りやすいという脆弱な体質であり、今後もこうした形での危機が再発する可能性があると言わざるを得ないだろう。

一方、産油国の雄であるサウジアラビアでは、2014年以降、原油価格低迷が長引き、2016年には大規模公共事業の停止に追い込まれ、同年以降の経済成長率は鈍化し、2017年はマイナス成長に転落した。

他方、中東の有力国であるイランの経済は、米国による制裁強化の影響で2012年に大幅に落ち込んだ。しかし、その後、イラン政府が対外強硬路線を軌道修正したため、2016年1月に、米国、EU、国連が、核関連制裁の解除を決定し、これを受けて、原油輸出の回復などにより、イランの2016年の経済成長率は、前年のマイナス成長からの反動も加わり10%を超える高い伸びとなった。このイランの高成長が2016年の中東北アフリカ地域全体の成長率を大きく押し上げる原因となった。しかし、2018年5月に、米トランプ政権がイラン核合意からの離脱と対イラン制裁再開を発表し、イラン経済の行方には暗雲が立ち込めている。このように、中東北アフリカの主要国は、今後の景気に不透明感が漂っているが、そうした中で、最近、注目されるのが、中東北アフリカ地域で最大の人口を有し、アラブの盟主とされるエジプトの経済復調である。エジプト政府は、2016年に、固定為替相場の放棄、金利の引き上げ、財政再建などの経済改革に着手し、これを受けて、経済が立ち直る兆しが見えている。IMFは、エジプトの経済成長率が、2020年代初頭には6%近辺まで上昇すると見込んでいる。

図表7. 中東北アフリカ地域の主な新興国の経済成長率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

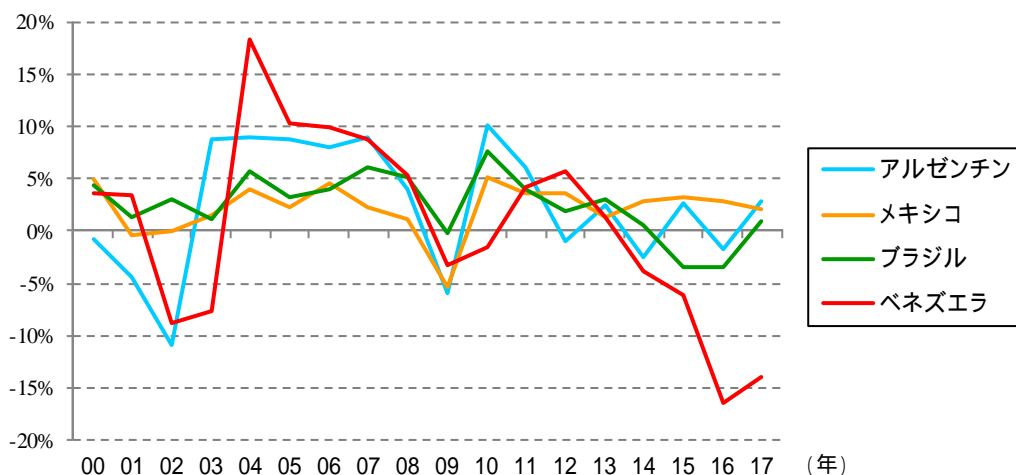
(5) 中南米新興国の経済動向 ~ 左翼政権が復活すればポピュリズム的政策に逆戻りの恐れ

中南米経済は、地域全体の名目 GDP の 7 割を占める三大国（ブラジル、メキシコ、アルゼンチン）の経済動向によって大きく左右される。中南米最大の 2 億人の人口を有するブラジルの経済は、2000 年代は概ね好調だったが、2010 年代になると減速し、2015 年にはマイナス成長に転落した。この経済失速の原因は、ポピュリスト的な左翼政権の労働者党によるバラマキで財政赤字が深刻化したことであった。財政赤字拡大阻止のため政府が公共料金を引き上げたことでインフレが加速してしまい、これに対応して中銀が利上げを実施したことが景気後退の引き金となった。その後、2016 年には、財政悪化をもたらした労働者党政権が大統領弾劾により崩壊し、これを契機に経済は若干持ち直した。アルゼンチンも、ブラジル同様、ポピュリスト的な左翼政権によるバラマキのため、財政状態悪化とインフレ加速に見舞われ経済情勢が悪化していたが、2015 年の大統領選挙で左翼候補が敗れ、経済運営の正常化を目指す中道右派のマクリ政権が発足した。こうして、ブラジル、アルゼンチンともにポピュリスト的な左翼政権が崩壊したことが転換点となり、2016 年以降の景気は回復してきた。今後の両国の景気を占う上で大きなポイントとなるのが、選挙の行方である。2018 年 10 月にはブラジルで、2019 年にはアルゼンチンで、大統領選挙が実施される。これらの選挙で、もしも再びポピュリスト政権が成立することになれば、現政権の改革努力が水泡に帰することにもなりかねない。

中南米でブラジルに次ぐ 1 億人の人口を有するメキシコは、NAFTA のもとでの対米輸出拡大に支えられて、景気は底堅く推移してきた。しかし、2018 年 7 月の大統領選挙では、新興左派政党を率いるポピュリストのオブラドール候補が勝利し、これまでメキシコ政府が続けてきた新自由主義的で堅実なマクロ経済運営が変化するのではないかと懸念が生じている。今後実施されるブラジルとアルゼンチンの大統領選挙結果次第では、中南米三大国が全てポピュリスト政権になることもあり得る。そうなれば、中南米経済は、バラマキによる財政悪化や経済自由化・規制緩和の後退により、再び沈下していくとの懸念が高まるだろう。

他方、中南米の中でも混迷を極めてるのが、ベネズエラ経済である。故チャベス大統領時代に「21 世紀型社会主義」を唱えて、市場経済とは対極的な内容のヘテロドックスな政策を実施し、後継者のマドゥーロ大統領もチャベス時代の政策を踏襲した。その結果、ベネズエラ経済は破綻状態に陥り、困窮した国民が 200 万人以上も国外脱出するという異常事態に陥っている。マドゥーロ政権のなりふりかまわぬ政権延命策で選挙による政権交代は殆ど絶望視されており、ベネズエラ経済の混迷状態は長引きそうである。

図表 8 . 中南米地域の主な新興国の経済成長率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

(6) サブサハラ・アフリカ新興国の経済動向 ~ コモディティー価格に影響されやすい体質

サブサハラ・アフリカ諸国の経済構造を見ると、南アフリカを除けば製造業がほとんど存在しないに等しく、工業部門の主力は、原油・銅・金など地下資源の採掘を行う鉱業であるため、経済動向がコモディティー価格に左右されやすいのが大きな特徴と言える。特に、ナイジェリア、アンゴラ、ガーナなど産油国の経済規模が大きいため、原油価格動向がサブサハラ・アフリカ地域全体の経済動向に大きな影響を与える。

2000年代半ばには、アンゴラが原油価格高騰を追い風に20%を超える高成長率を記録し、それが、サブサハラ・アフリカ地域全体の経済成長率を大きく押し上げたが、原油価格が急落した2014~2016年にかけて、アンゴラやナイジェリアといった産油国の経済は失速し、それがサブサハラ・アフリカ全体の経済成長率を鈍化させた。原油価格が底を打った2016年には、アンゴラやナイジェリアの経済もボトムアウトして回復に転じた。

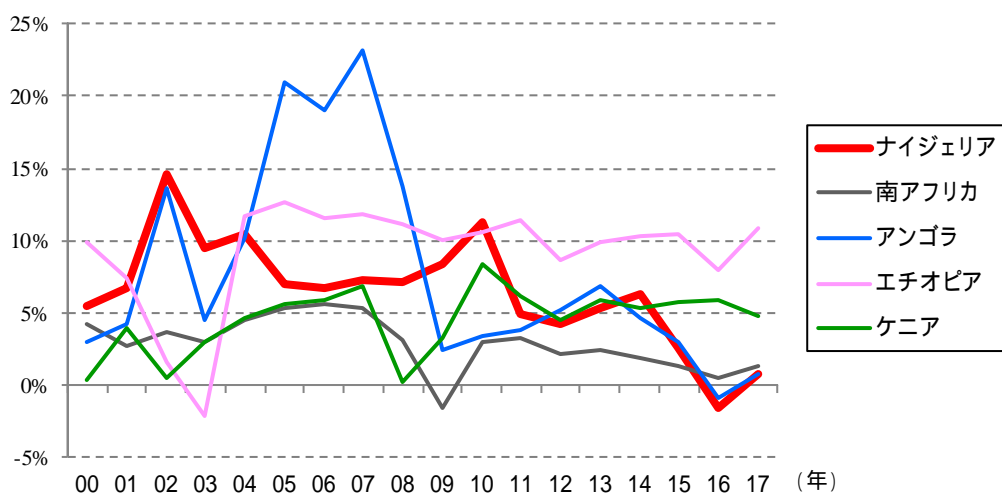
一方、農業が中心のエチオピア、ケニアといった国々は、1980年代には旱魃の被害により経済が大幅に落ち込むという苦境を経験したが、最近では、旱魃発生もなく、また、マクロ経済運営が堅実で安定していることもあって、経済成長率も、安定的で高い伸びを維持している。

他方、サブサハラ・アフリカ第2位の経済規模を有する南アフリカでは、2010年代に入って景気が鈍化していたが、市場の信頼が低かったズマ前大統領が2018年2月に退陣したことをきっかけに、景況感が改善し、景気回復に向かうとの期待感が高まった。しかし、トルコ・ショックの余波による新興国通貨売りや政府の土地収用政策への不安感から、通貨ランドの下落が進み、景気の先行きは不透明感を増している。

サブサハラ・アフリカ経済は、全体としては上向いているものの、前述のように、コモディティー価格動向に左右されやすい脆弱な経済構造であるため、今後の経済の行方についても不透明感が拭えない点は否めない。

サブサハラ・アフリカは、今後の成長ポテンシャルが大きいと言われながらも経済成長率が他地域に比べて低迷しているが、その大きな理由として投資が盛り上がらないことが挙げられる。実際、投資率を見ても、サブサハラ・アフリカは他地域に比べて低迷傾向である。サブサハラ・アフリカが今後、経済成長を加速させるには、投資の拡大が必要である。投資の拡大には、従来のようなODAなど公的資金だけではなく民間投資を増やすことが重要であり、FDI誘致が重要課題であるが、それには、政治の安定、法制度の整備、政府のガバナンスの向上が必須である。

図表9．サブサハラ・アフリカ地域の主な新興国の経済成長率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

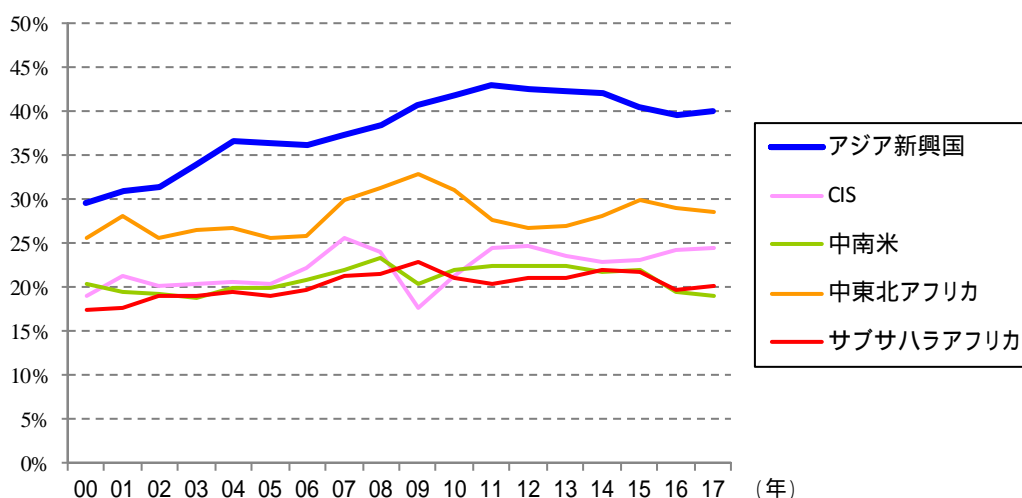
(7) なぜ、アジア新興国の経済成長率が高いのか

アジア新興国の経済成長率は、なぜ他地域よりも高いのか？それを考える手がかりとして、マクロ経済の主要なファンダメンタルズについて、アジアと他地域を比較してみよう。まず、生産能力を構築する「投資」が経済全体に占める比重に注目してみよう。投資（固定資本形成）のGDPに対する比率である「投資率」を、新興国の各地域別に見ると、アジアが抜きん出て高い。これは、アジアの多くの国々が、積極的なインフラ建設や外資企業誘致を通じて投資の拡大に努めている点からも頷けるものであろう。

そもそも、新興国の経済発展の核心は、投資によって資本ストックを積み上げていくことであると言っても大袈裟ではない。資本ストックの蓄積が大きいほど、経済的付加価値（GDP）を生み出す能力が大きいと考えられるから、投資して資本ストックを増やせばGDPも拡大する。上述のようなアジア新興国の投資率の高さは、まさに、そのようなメカニズムで経済が拡大している状況を示すものである。

ただ、中国やベトナムなど一部の国では、高水準の投資を維持するために巨額の借金に頼った結果、過剰債務状態に陥るなどの弊害も見られる。このため、高水準の投資を持続するために続けてきた多額の借入れが、今後、こうした国々の財政金融の混乱を招くリスクには注意が必要である。

図表10．新興国の主要地域別投資率の推移

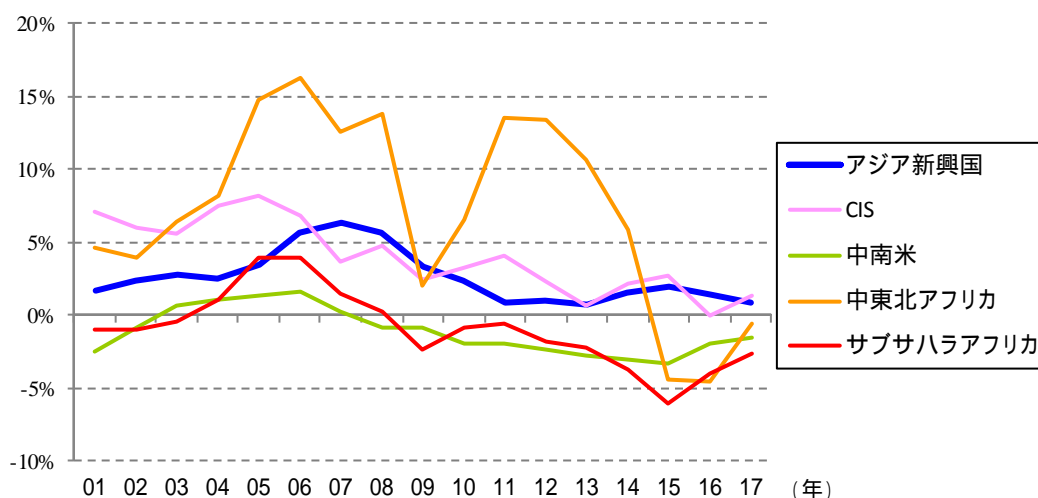


(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

一方、対外バランスという点についても、アジア新興国は他地域よりも健全な状態にあると言える。例えば、経常収支の状況を見ても、アジアは、他地域に比べて健全で安定的であることがうかがえる。アジアは、上述のように他地域より高い投資率を示しているにもかかわらず、経常収支（貯蓄 - 投資）は赤字にならず黒字を維持している。これは、アジアの貯蓄率の高さに裏付けられたものと言える。中東北アフリカは、産油国が多いため、主力輸出品である原油の価格が上昇すれば経常黒字が拡大し、原油価格が下落すれば経常収支は悪化するという傾向がみられる。中南米とサブサハラ・アフリカは、近年、経常赤字が慢性化している。両地域ともに、資源輸出处型経済構造で製造業が弱体な国が多いため、資源価格が下落する局面では、貿易収支が赤字化し、経常収支も赤字化してしまう。

経常赤字拡大は、通貨安への圧力を高め、それが輸入物価上昇を通じてインフレ率を引き上げてしまうというリスクを内包しているが、そうしたリスクは、アジアに関しては限定的であると言える。

図表 1 1 . 新興国の主要地域別経常収支対 GDP 比率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

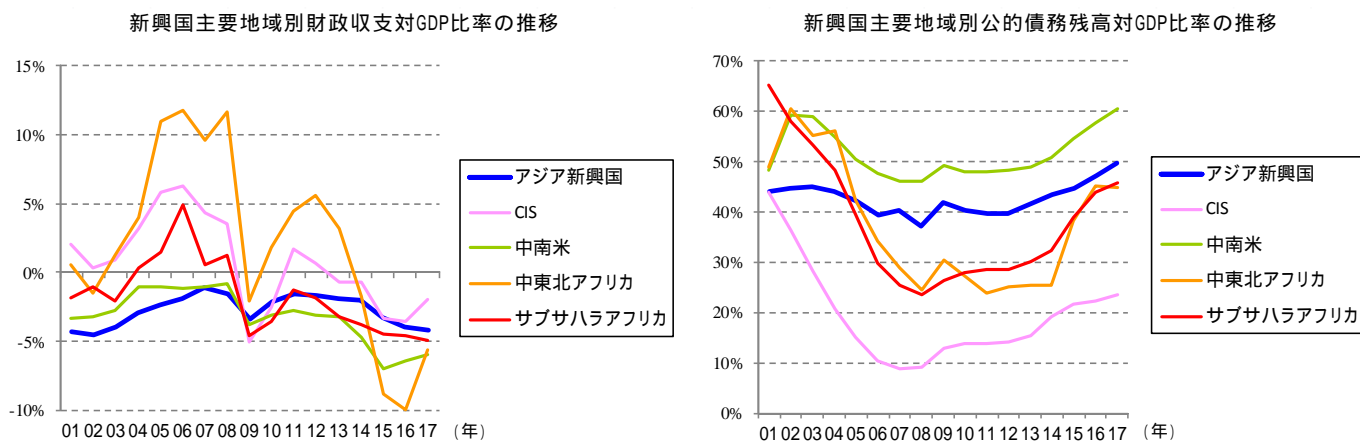
次に、財政面の健全性という視点から、アジア新興国と他地域の新興国を比較してみよう。

まず、財政赤字対 GDP 比率について地域別に比較してみると、アジア新興国は、他地域よりも財政赤字の対 GDP 比率が小さいことが読み取れる。

一方、他地域の状況を見ると、中東北アフリカは、産油国が多いこともあって、原油価格高騰時には財政黒字が拡大するが、逆に、原油価格下落時には、財政収支が悪化する傾向が見られ、財政状態は原油価格に振り回されて安定しない。産油国の存在感が大きいサブサハラ・アフリカも、中東北アフリカと同様の傾向がみられる。一方、CIS は比較的健全である。CIS 全体の名目 GDP の 8 割弱をロシアが占めているが、ロシアの財政状況が健全であることが CIS 全体の数値を良くしている。実際、2000 年のプーチン政権発足以降、ロシアの財政は緊縮気味で慎重に運営されている。ロシアは、1990 年代に慢性的な財政赤字を補填するため大量の国債を発行し、それがロシア通貨危機の引き金になったというトラウマがあるので、財政運営に慎重になっていると考えられる。中南米は、近年、財政赤字が拡大する傾向がみられる。これは、ブラジルやアルゼンチンなどで左翼政権によるバラマキ政策で財政規律が低下したことが影響している。中南米経済立て直しに向けての優先改題は、財政健全化であるが、メキシコで 2018 年の大統領選挙において左翼ポピュリスト候補が勝利しており、また、2018 年秋のブラジル大統領選挙と 2019 年秋のアルゼンチン大統領選挙において、一度退陣した左翼ポピュリスト政権が復活する可能性があるため、中南米の財政立て直しの先行きは必ずしも楽観できない状況である。

他方、公的債務残高対 GDP 比率を見ると、アジアについては、近年上昇しているものの、新興国平均 (50%) とほぼ同程度であり、新興国の中で特段悪いというほどではない。ただ、ベトナムなどでは、公的債務の規模が大きくなりすぎ、債務返済負担が今後の財政活動のボトルネックになるとの危惧も浮上しており、注意を要する。他地域については、CIS の数値がかなり低いのが、これは、上述のように、ロシアの財政運営が慎重であることに影響されたものである。中南米については、他地域よりもかなり高くなっており、今後、財政構造改革がマクロ経済政策面の重要課題であることを示している。ただ、上述のように、今後、ブラジルやアルゼンチンで左翼ポピュリスト政権が復活する可能性もあり、そうなれば、ポピュリズムのもとでのバラマキで財政状態が再び悪化してしまう事態もあり得るだろう。

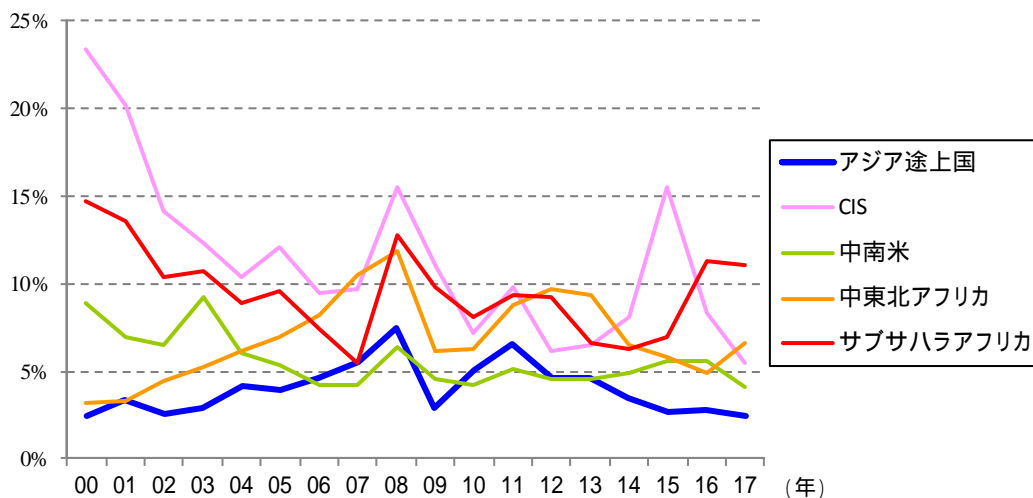
図表 1 2 . 新興国の主要地域別財政指標の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

続いて、インフレ率についてチェックしてみよう。アジア新興国のインフレ率は 2000 年代以降ずっと一桁台で推移しており、他地域よりも安定している。近年、新興国の中でインフレ率の急上昇が目立った地域は、CIS とサブサハラ・アフリカである。CIS やサブサハラ・アフリカは、通貨が不安定なこともあって、為替相場の急落がインフレ率の急上昇を引き起こす傾向が見られる。ここ数年の事例を見ると、まず、ロシアでは、ウクライナ危機を巡る欧米諸国の対ロシア経済制裁発動、ロシアの主力輸出品である原油の価格急落、といった要因から 2014 年に通貨ルーブルが急落し、それが、輸入物価上昇を通じて 2015 年のインフレ率を大幅に押し上げた。また、ナイジェリアも、通貨ナイラの為替相場のドルペッグを続けてきたが、原油価格急落によって相場の大幅な切り下げを余儀なくされ、通貨下落とインフレがともに進行するという状況に陥った。他方、アジアについては、他地域に比べて経済が堅調なこともあって通貨が比較的安定しており、また、前述のように投資がさかんに行われているため供給サイドのボトルネックも小さく、他地域に比べてインフレ圧力が低いと考えられる。インフレ率が高いということは、金利も高いことを意味し、これは、経済成長にとってマイナス要因である。その点、アジアは、インフレ率が低位安定しているため金利も低く、その意味において、他地域よりも経済成長には有利であると言える。

図表 1 3 . 新興国の主要地域別インフレ率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

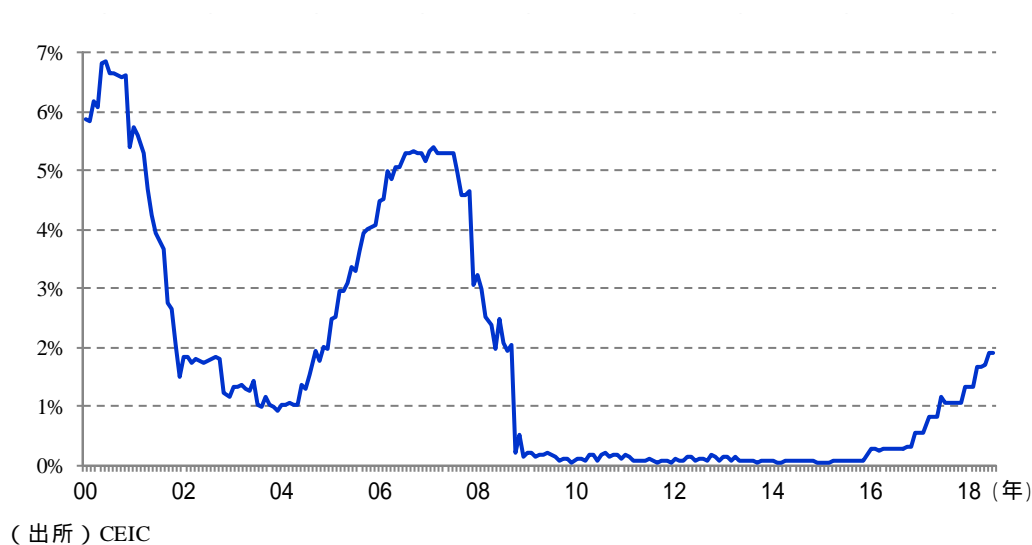
3. 新興国経済に影響を与える主要な外部要因 ～ 米金利動向とコモディティ価格

(1) 米国金利動向 ～ 新興国の為替相場と景気に大きな影響

米国における金融緩和終焉で金利が上昇

新興国経済に影響を与える要因として見逃せないのが、米国金利動向である。米国の金利が低下すると、新興国への資金流入が拡大し新興国の経済成長が加速するが、逆に、米国の金利が上昇すると、新興国は資金流出拡大に見舞われて通貨防衛のための利上げを余儀なくされ、経済成長が鈍化してしまう。米国は、2000年のITバブル崩壊および2001年の同時多発テロ事件という2つのショックから立ち直るため、2000年から2001年にかけて大幅な利下げを実施したが、これが米国から新興国への資金流入を促し、新興国経済の2000年代初めの成長を後押しする重要な要因となった。その後、米国の金融緩和が証券化の進展と相まって野放図な融資拡大を生み、それによるバブルが崩壊して引き起こされた2007年のBNPパリバショックおよび2008年のリーマンショックは、新興国を含む全世界の経済と金融に甚大な打撃を与えた。リーマンショック後の大幅な景気後退への対応策として、米当局は大規模な金融緩和を実施し金利が大幅に低下したが、これは、新興国経済にとって追い風であった。しかし、米国経済が立ち直り2013年頃から金融緩和終焉観測が浮上すると、新興国から資金が流出し新興国通貨が下落、それに対応するための利上げが新興国景気を下押しするという展開になった。トランプ政権発足後、減税などの景気テコ入れ策によって米国経済は好調に推移しており、今後、米景気が過熱して利上げピッチが加速した場合は、新興国経済にとって大きなリスク要因となりそうだ。

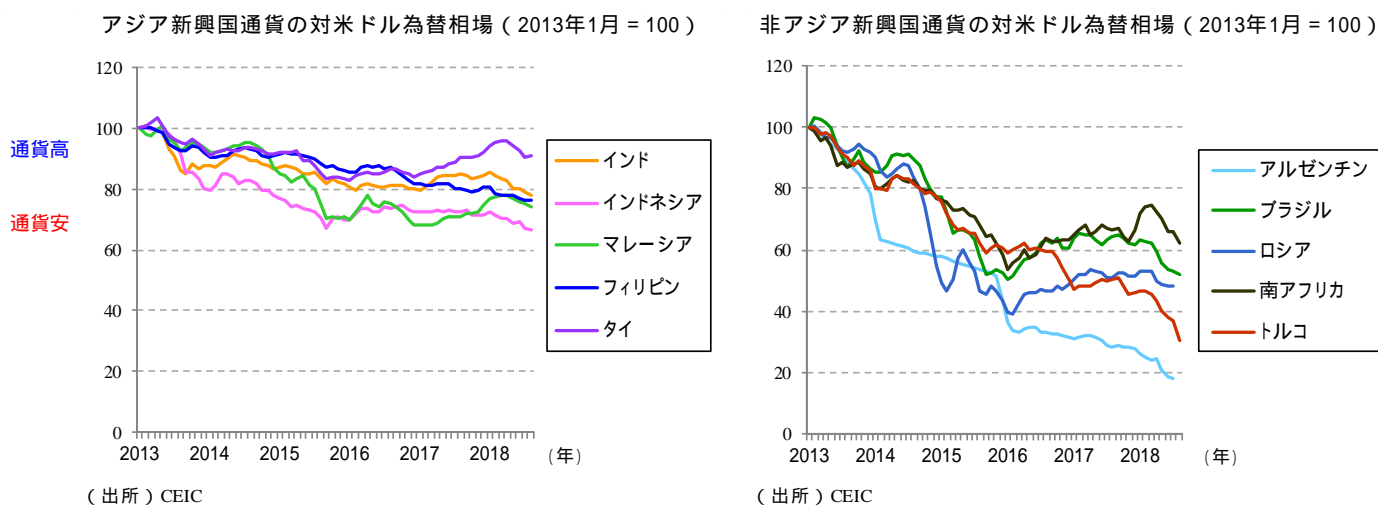
図表14. 米国FFレート（月末値）の推移



新興国通貨の下落 ～ 非アジア新興国通貨の下落が顕著

米国の金融緩和終焉観測が浮上した2013年頃から新興国通貨の対米ドル為替相場の下落傾向が鮮明となったが、その後の為替相場の下落率を地域別に見ると、アジア新興国通貨の下落率が限定的であるのに対し、非アジア新興国通貨の下落率がかなり大きい。これは、前述のように、アジア新興国のファンダメンタルズが、一般的に、非アジア新興国よりも良好であり、市場の信認が高いことが影響しているためと考えられる。

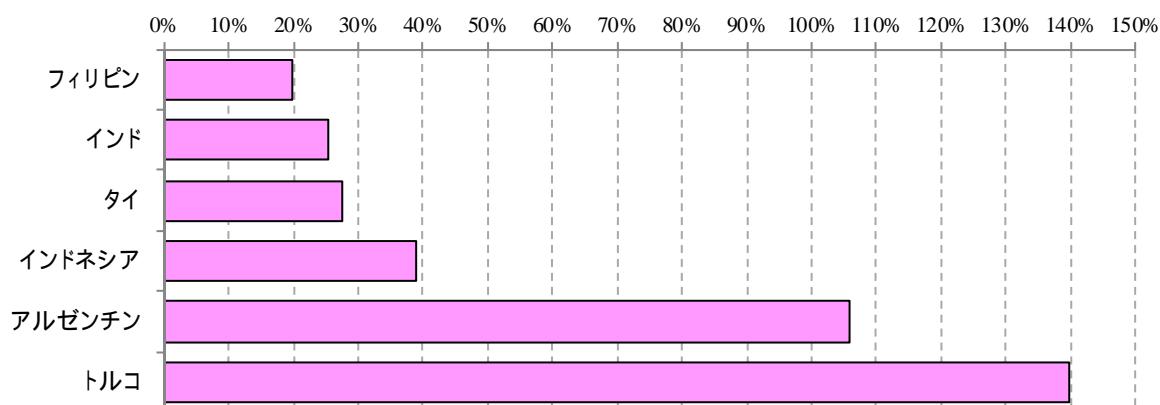
図表 15 . 新興国通貨の対米ドル為替相場の推移



新興国の中でも、最近、特に大きく通貨が下落しているアルゼンチンとトルコについては、対外部門のファンダメンタルズに大きな不安要素を抱えており、それが市場の通貨売りをエスカレートさせた側面がある。

例えば、対外債務に着目しよう。対外債務の中でも、経済危機に結びつきやすいのは短期対外債務である。短期対外債務の安全性を、外貨準備と短期対外債務残高とのバランスという観点から検討してみよう。短期対外債務残高を外貨準備で割った値を比較してみると、アジア主要国は 40% 未満であるのに対し、アルゼンチンとトルコは 100% を超えている。つまり、この両国は、短期対外債務を直ちに全額引き揚げられたと仮定した場合、保有する外貨準備を全部使ってもまだ返済し切れないことが示されており、その意味において対外債務危機の潜在リスクが高いと見なされる。このため、両国では、為替相場が急激に下落すれば直ちに対外債務危機に陥るのではないかとの懸念が高まってしまふ。一方、アジア主要国については、短期対外債務残高を外貨準備で割った値が低いいため、短期対外債務の返済に窮するようナリスクも低いと考えられる。

図表 16 . 短期対外債務 / 外貨準備の比率 (2017 年末時点)

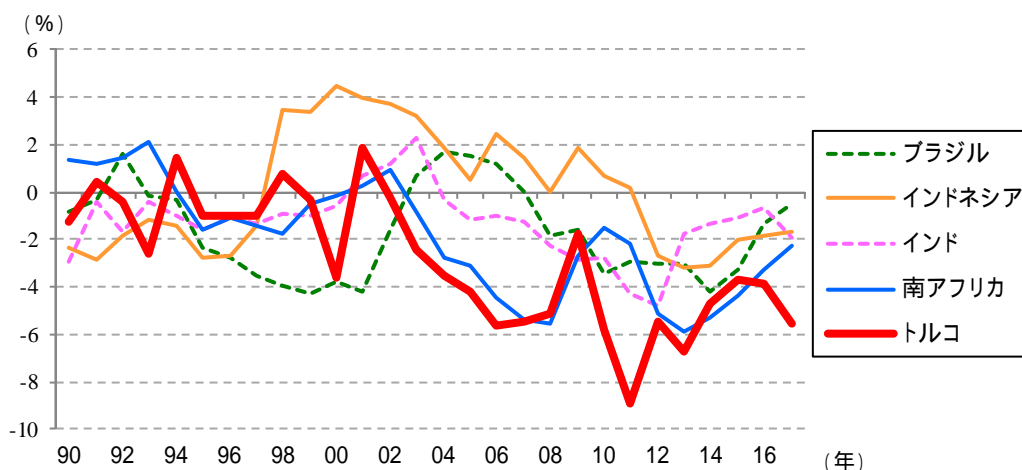


(出所) 外貨準備はDatastream, 短期対外債務はJoint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub

また、トルコについては、そもそも経常赤字が大きすぎるとして、国際金融界から懸念を抱かれていた。例えば、G20 のメンバーになっている新興国の中で、2010 年以降、特に、経常赤字対 GDP 比率が拡大した国として、

ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコの5カ国が、金融市場で「フラジャイル・ファイブ」などと呼ばれるようになった。そのフラジャイル・ファイブの中でも、足元で、トルコの経常赤字対GDP比率の大きさが目立っている。

図表17．経常収支の対GDP比率（フラジャイル・ファイブの5カ国）



（出所）International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2018

さらに、トルコについては、2016年7月の反エルドアン大統領派によるクーデター未遂事件に関わったとして米国人牧師の身柄をエルドアン政権が拘束したことで米国との対立が深まり、米国による対トルコ経済制裁が実施される事態となり、これが、通貨売りに拍車をかけてしまった側面もある。

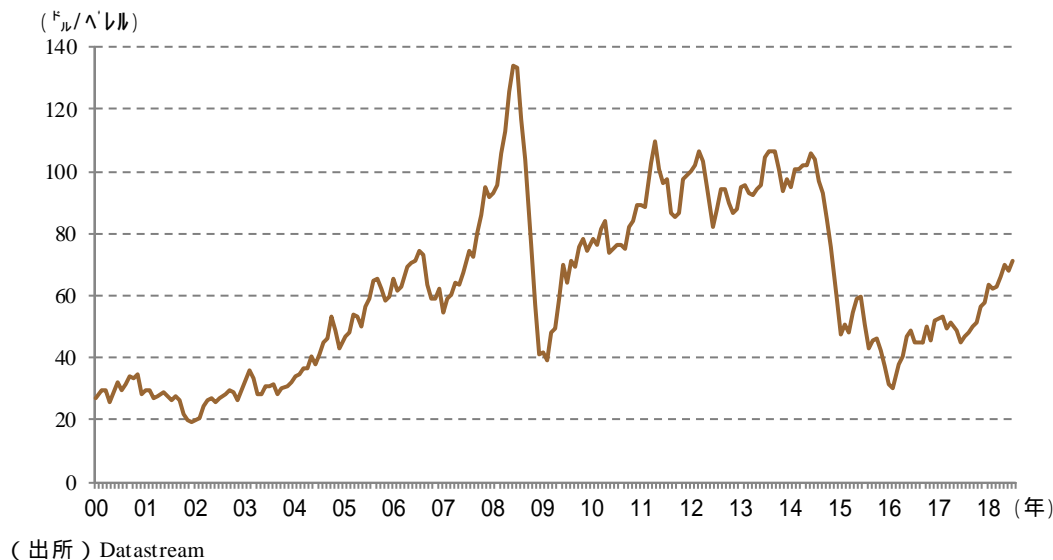
一方、対外債務危機防止のためのセーフティーネットはどうなっているのだろうか？アルゼンチン政府は、IMFに要請して金融支援を受けているが、トルコ政府は、IMFと金融支援に関する議論すらしていない。そもそも、トルコ政府は、通貨下落が急速に進んでいるにもかかわらず、通貨防衛のための利上げすらしていないという状況である。トルコ政府が、国内の財政・金融部門が比較的健全であることなどを根拠に、通貨下落の危機を乗り切れる自信を持っているとの観測もあるが、現状のまま何も打開策がないようであれば、リラ安が長期化し金融市場の混迷は深まるばかりであろう。

（2）コモディティー価格動向 ～ 価格上昇は、アジアにマイナス、非アジアにはプラス

新興国経済に影響を与える重要な要因のひとつとして、忘れてはならないのが、コモディティー価格である。まず、見逃せないのが原油価格動向である。原油価格は、2014年下半期に50%も下落し、新興国のなかでも、中東諸国やロシア、ナイジェリアなど産油国の経済に深刻な打撃を与えた。特に、ロシア・ルーブルやナイジェリア・ナイラの為替相場は短期間で大幅に下落し、それによって両国の景気は大きく失速してしまった。その後、原油価格は、2016年上半期に底を打って回復に転じており、2018～2019年も基本的には回復傾向が続きそうである。サウジアラビアが減産による過剰在庫削減を進める姿勢を示していることや、イランとイラクに絡む地政学的リスクなどが、原油価格の主要な押し上げ要因になっていると見られている。ただ、原油価格は、騰勢が強まるとシェールオイル生産者が増産する可能性があることなどを考慮すると、一方的に上昇するだけとは考えにくい。2018～2019年の原油価格は、上昇するにしても、リーマンショック直前（2008年上期）や2010年代前半頃と比べればかなり低い水準となり、その意味で価格上昇率は限定的なものになると見込まれる。こうした前提に立てば、原油価格の回復で、産油国の景気は改善に向かうが、2000年代前半のコモディティーブームの頃のよ

うな高成長率の再現には至らないだろう。一方、原油を輸入に依存する中国、インド、インドネシア、トルコなどの新興国にとっては、原油価格上昇が経常赤字拡大、通貨下落、インフレ率上昇をもたらすという負の影響はあるが、原油価格が急騰しない限り、そのダメージは限定的なものにとどまるだろう。

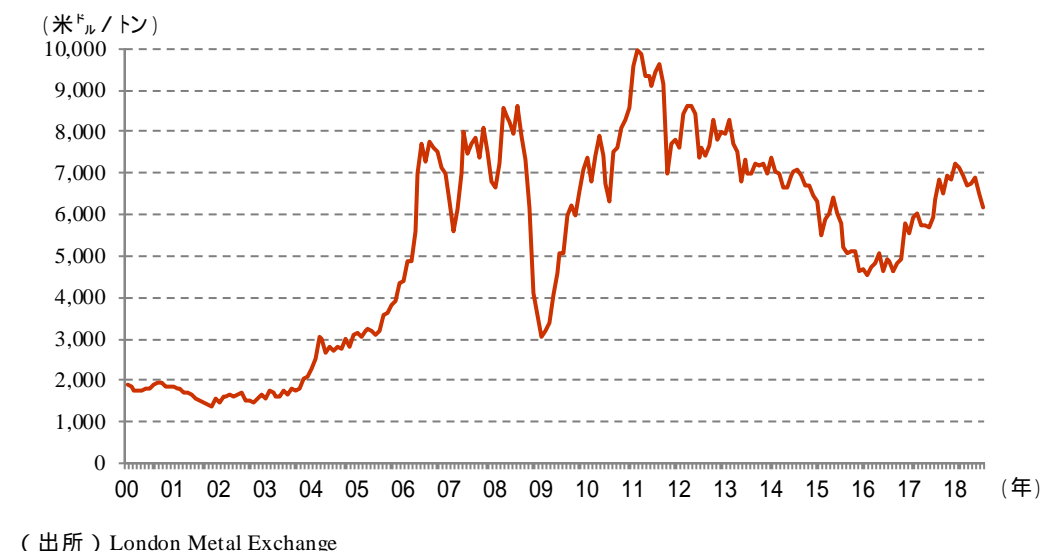
図表18．原油価格（WTI）の推移



一方、経済発展や工業生産に欠かせない代表的なベースメタルのひとつである銅の価格動向についてもチェックしてみよう。銅価格は、2011年から鈍化傾向が続いてきたが、2016年前半をボトムに、上昇に転じた。

これは、世界経済の先行きに対する市場の見方が楽観的になったことなどが、銅価格の回復に大きく影響してきたものと見られる。新興国の中でも、チリ、ペルー、ザンビア、コンゴ民主共和国といった銅輸出国は、銅価格の動きによって、経常収支、為替相場、財政収支などのマクロ経済指標が大きく左右される。その意味で、近年の銅価格上昇は、前記のような銅輸出国の景気押し上げにつながる。ただ、足元の銅価格は、米中貿易摩擦の激化への危惧から銅需要が減少するとの観測などもあって、値下がりする動きが顕在化しており、こうした動きが今後も続いた場合、銅輸出国の経済にもマイナスの影響が及ぶことは避けられないだろう。

図表19．銅価格（3ヵ月物）の推移



4. 新興国経済の今後の展望 ~ アジアは堅調、非アジアは不透明感が漂う

(1) アジア新興国は堅調を維持

アジア新興国の経済は、中国、インド、インドネシアといった大国の経済が内需主導で堅調に推移しており、また、フィリピン、マレーシア、ベトナム、バングラデシュといった国々の経済についても、内需を中心に好調を維持している。他方、タイについても、2016年以降の輸出の回復に支えられて景気は拡大基調が続いている。今後については、米中貿易摩擦の激化により、中国及び中国への部品サプライチェーンの一翼を担う東南アジア諸国において、輸出産業が苦境に陥ることがリスク要因として危惧される。ただ、アジア新興国は、他地域に比べてマクロ経済のファンダメンタルズが良好であり、国際経済環境が悪化した場合でも、利下げや財政出動によって景気失速を食い止める余地が大きいという意味で、一定のバッファを有していると言える。このため、他の地域に比べれば、アジア新興国経済のダウンサイドリスクは限定的と見て良いであろう。

(2) 非アジア新興国は視界不良

非アジア新興国の経済を大括りに表現すると、マクロ経済のファンダメンタルズがアジアに比べて脆弱であり、また、経済構造もコモディティ輸出への依存度が高い、というのが特徴である。このため、経済成長率もアジアより低く、先行きもコモディティ価格次第で大きく変動する可能性がある。しかも、非アジア新興国には、政治的なリスクが高い国が目立つ。例えば、ロシア、イラン、トルコ、ベネズエラなど、米国と対立し経済制裁を受けている国も多く、今後、制裁が強化された場合、一段と苦境に陥る恐れがある。こうしたことから、非アジア新興国経済の先行きは視界不良であり、ダウンサイドリスクが大きいと言わざるを得ないだろう。

(3) 日本企業の新興国戦略 ~ 当面はアジア新興国の内需狙いが主眼に

新興国経済が脚光を浴びた2000年代には、ロシア、ブラジル、トルコ、南アフリカなどの非アジア新興国の市場が日本企業の注目を集めたが、非アジア新興国の先行きは視界不良であり、当面は、堅調なアジア新興国の内需を狙うことが日本企業の新興国戦略の主眼になりそうだ。ただし、今まで、イラン、ベネズエラ、サブサハラ・アフリカ諸国などの非アジア新興国へ積極的に進出していた中国企業が、非アジア新興国経済の不透明感の高まりを受けて、アジア新興国市場への攻勢を強める可能性があり、そうなれば、アジア新興国市場での競争が一段と激化する可能性がある。日本企業の今後のアジア新興国戦略が注目される。

以上

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。