

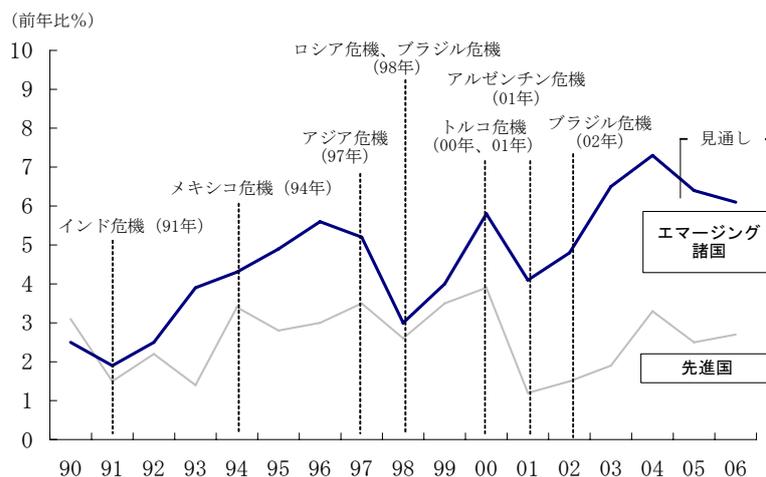
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

2006年のエマージング経済～資金流入環境の変化は潜在的リスク～

- ・ 原油・一次産品価格の上昇と世界的な低金利を背景とする潤沢な資金の流入とを背景に、エマージング経済の高成長が続いている。2005年の成長率は、一部の国の引締めもあり2004年は下回ったものの、なお高水準を維持した。
- ・ 2006年の成長持続を巡る潜在的なリスク要因は、資金流入環境の急変である。主要通貨の長期金利上昇は緩やかなペースが見込まれる一方で、エマージング経済では危機の経験から政策枠組みの修正、金融システムの健全化、対外債務構造の改善、外準の積み増しが進展しており、急激で大規模な調整のリスクは低下している。
- ・ しかし、過去3年にわたる高成長の結果、国際収支面では製品輸出の供給力・競争力の高い中国、資源国（ロシア、ブラジル、中東）で経常収支黒字が拡大する一方、インド、トルコ、中東欧などは経常赤字が拡大している。経常赤字国や債務残高の大きい国は、ボラティリティーが高まりやすくなっている点に注意が必要だろう。

高成長が続くエマージング経済



(注) 05年～06年はIMF見通し

(資料) IMF, "World Economic Outlook" Sept 2005

主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

< 2006年のエマージング経済～資金流入環境の変化は潜在的リスク～ >

●2005年も拡大が続いたエマージング経済

2003年以降、エマージング経済の好調が続いている。2005年の成長率は、一部の国の引締めもあり、80年代以降最高となった2004年は下回ったものの、なお高水準を維持した（表紙図表参照）。

（中国、インドの高成長が牽引力）

エマージング経済の高成長に大きく貢献しているのは、人口大国の中国とインドの高成長である。

中国は、90年代以降、安定して高い水準の成長を続けている。2005年は、引き締め策の浸透による成長鈍化が予想されていたが、不動産やインフラ、サービスへの投資拡大で固定資産投資が底堅く推移、輸出の高い伸びも続いた。今月20日以降に発表が予定されている2005年の成長率は2003年の10.0%、2004年の10.1%とほぼ並ぶ高い水準になると予想される。2006年は、米国の個人消費の鈍化、貿易摩擦対応の輸出数量規制や輸入増大などから純輸出の寄与度の低下は避けられそうにない。成長率は、過去3年を下回りそうだが、所得水準の向上や規制緩和に伴うサービス業の牽引力の高まりも見込まれ、なお高い水準を維持するだろう。

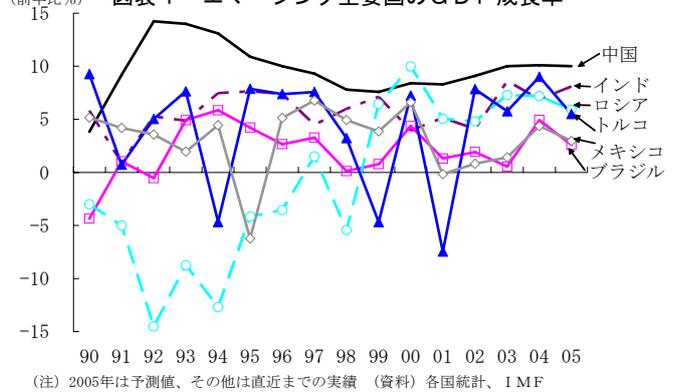
インドは、91年の経済危機を機に経済自由化に転換したことで成長が加速、急速に存在感を高めている。政策金利（リバース・レポ金利）は、2004年10月以降、3段階で引き上げられているが（4.5%→5.25%）、企業業績の好調を背景とする旺盛な設備投資の伸びと消費の拡大によって、2005年度上半期（2005年4月～2005年9月）の成長率は8.1%と2004年度の6.9%から加速した。2006年には金利上昇の影響により内需の伸びは幾分抑制されそうだが、天候要因で停滞が続いた農業の持ち直しも期待されることから、相対的に高い成長が続くことになるだろう。

（ロシア、ブラジル、トルコは危機から順調に回復）

ロシア、ブラジル、トルコといった、中国、インドに次ぐ規模を持つ国々でも、2004年に比べれば成長テンポは鈍化したが、おおむね好調を維持している。

ロシアは、98年は金融危機でマイナス成長に陥ったが、以後はルーブルの下落と原油価格の上昇が追い風となり、7年に亘る景気拡大が続いている。2005年入り後は、主力の石油産業に対する徴税強化やインフラのボトルネックから原油生産の伸びが鈍化し、1～9月の成長率は2004

図表1 エマージング主要国のGDP成長率



年の 7.2%から 5.9%に減速したが、個人消費は良好な雇用・所得環境と消費者金融の普及により底堅さを保っている。

ブラジルは、99年1月の変動相場制への移行後の大幅なレアル安の進行で、製品輸出の生産拠点としての競争力が向上したことと一次産品価格の高騰の相乗効果から成長が加速した。原油高によるインフレ高進を未然に防止するため、2004年9月から2005年5月まで政策金利（SELIC金利誘導目標）が375bp(16.0%→19.75%)も引き上げられたことで、成長率は2004年の5.5%から2005年1～9月期は2.6%まで鈍化した。成長の鈍化とインフレ期待の後退を受けて、昨年9月から今年1月までにすでに275bpの利下げが行なわれており、2006年は緩やかな景気の回復が見込まれている。

2000年～2001年に金融危機に陥ったトルコでも、通貨の割高感の解消、IMFによる管理の継続、EU加盟条件達成のための構造改革が前進、経済関係の緊密化が進むEUを中心に対内直接投資も拡大し、成長は加速している。物価の安定を重視した金融政策の下、2004年末のインフレ率は34年振りに一桁台に落ち着き、利下げが可能になったことも、内需の成長加速に貢献している。2005年1～9月期の成長率は5.5%と2004年の8.9%からは鈍化した。政府目標の5%を上回っている。金融危機後は60%台に達していた政策金利（翌日物借入金利）は現在13.5%となっているが、構造改革の進展による信用力の改善から、一段の低下が期待される。

●グローバルな金融環境の変化への対応力は向上

（ 成長の加速は潤沢な資金流入の恩恵 ）

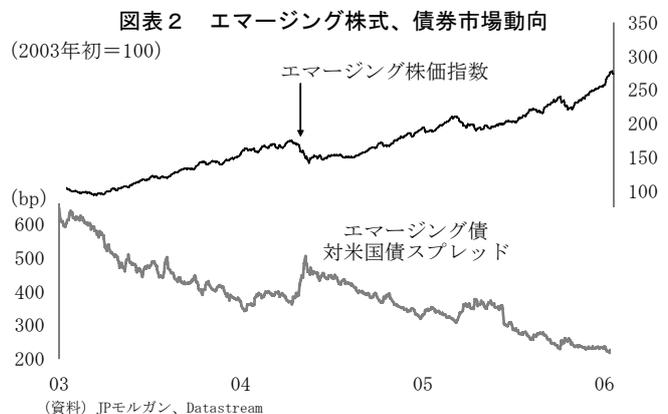
2003年以降のエマージング経済の成長加速は、世界的な長期金利の低位安定、投資家のリスク選好の高まりという金融環境と、エマージング諸国における投資環境改善への努力の相乗効果によって、潤沢に低コストの資金が流入したことに支えられたものだ。

2006年も順調な拡大が期待されているエマージング経済だが、世界的な過剰

流動性が解消に向かい、資金流入環境が変化することで、調整を余儀なくされるという潜在的なリスクの存在には注意が必要だ。過去3年の実績を振り返っても、2004年春、2005年春、2005年秋など、米国の長期金利が上振れた局面では、一時的にエマージング市場の株価は下落、対米国債のスプレッドは拡大した（図表2）。環境変化のスピードや度合いによっては、相応の影響を受けることは避けられないだろう。

（ 急激で大規模な調整のリスクは低下 ）

しかし、現在の市場では、以下の2つの理由から、エマージング市場の先行きについて、強気



な見方が支配的である。

第1の理由は、すでに米国の利上げは最終局面に差し掛かる一方、景気への配慮から金融緩和を継続してきたユーロ圏、日本の金融政策正常化への動きは緩やかなペースを辿り、おおむね良好な資金流入環境が保たれると見られることである。

第2の理由は、受け手側のエマージング市場においても、過去の危機の経験から、政策枠組みの修正、金融システムの健全化、対外債務残高の圧縮と構造の改善、外貨準備の積み増しなどが進展していることである。

政策面では、エマージング諸国間でも競争が激化する中、外資の導入とその有効活用のために、投資環境の改善に熱心に取り組んでいる。マクロ政策の枠組みも、ブラジル、メキシコ、トルコのように、変動相場制とインフレ・ターゲット制の組み合わせに移行することなどで、通貨危機に結びつくような、極端な過大評価が長期間にわたり維持されるというリスクは低下、金融政策決定過程の透明性も高まっている。

過去のエマージング市場の危機の原因となってきた金融システムについては、市場はなお未成熟であるものの、90年代以降、不良債権の処理・資本増強、金融機関の再編・整理、外資の導入、管理・監督体制の改善が進み、全般に健全性は高まっている。遅れをとってきた中国の国有銀行改革も、今年12月の外国銀行への市場の完全開放を控えて、不良債権処理と経営メカニズム改善への取り組みを加速させており、2005年には戦略的投資家による資本参加も増大、大きく前進しようとしている。

対外債務面では、IMFによりエマージング経済に分類されている国々の中で、名目GDP基準で上位にくる6カ国のうち、ブラジル、トルコの2カ国が世界銀行により「重債務国」に分類、外貨建て長期債務の格付けも「投機的」となっている（図表3）。両国の場合、政府の債務残高の絶対水準が大きく、その構成の面では変動金利あるいは対外債務、外貨建て債務の比率が高いことで、金利や為替の変動に弱いという問題があったが、IMFの指導や近年の良好な金融環境の下で財政赤字の削減と債務構造の改善が進展している。

外貨準備については、国際収支の状況に加えて、政策スタンスの違い、すなわち為替相場の安定維持の観点から介入を行なっている（中国、インド）、原則として市場実勢に委ねている（ブラジル、トルコ）、管理コストの観点から過剰な外貨準備の積み増しを回避している（メキシコ）といった違いから、絶対水準や増加のペースに差があるが、短期の対外債務は十分にカバーされている。

図表3 エマージング主要国の対外債務残高と格付け

〔外貨建て長期債務格付け〕

		中国	インド	メキシコ	ブラジル	ロシア	トルコ
対外債務残高	億ドル	1,935.6	1,134.6	1,400.0	2,354.3	1,752.6	1,456.6
	対GDP比	%	13.7	18.9	21.9	46.6	60.6
デットサービスレシオ	%	7.3	18.9	20.7	63.8	11.7	38.5
世銀による分類		低債務国	低債務国	低債務国	重債務国	中債務国	重債務国

（注）デットサービスレシオは公的債務分

（資料）World Bank, "World Development Indicators 2005"

〔外貨建て長期債務格付け〕

	中国		インド		メキシコ		ブラジル		ロシア		トルコ	
	格付け	変更年月	格付け	変更年月	格付け	変更年月	格付け	変更年月	格付け	変更年月	格付け	変更年月
Moody's	A2	03/10	Baa3	04/1	Baa1	05/1	Ba3	05/10	Baa2	05/10	Ba3	05/12
S & P	A-	05/7	BB+	05/2	BBB	05/1	BB-	04/9	BBB	05/12	BB-	04/8
FITCH	A	05/10	BB+	04/10	BBB	05/12	BB-	04/9	BBB	05/8	BB-	05/1
評価	投資適格		投資適格/投機的		投資適格		投機的		投資適格		投機的	

(注) 投資適格はMoody'sはBaa3以上、S&PはBBB-以上、FITCHはBBB-以上

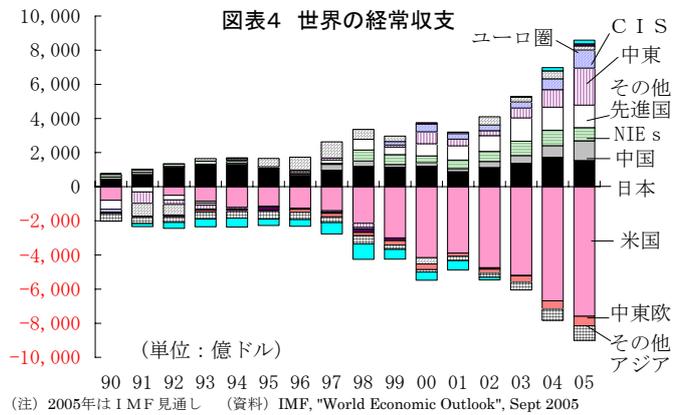
●市場のボラティリティーは高まる方向

(資源国での黒字拡大の反面、非資源国では経常赤字が拡大)

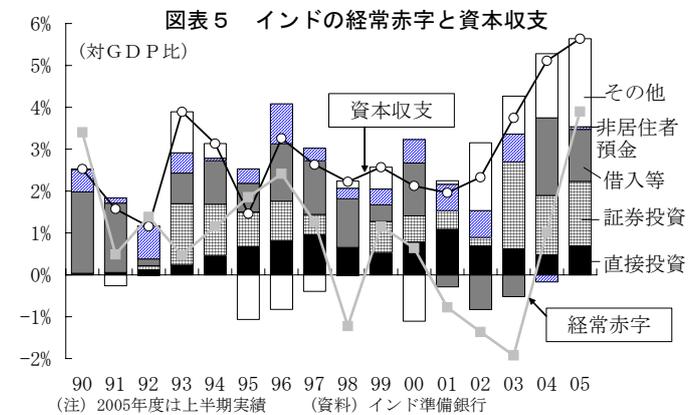
エマージング諸国の構造改革の進展によって、資金流入環境の変化が大規模な危機に発展するリスクは低下している。しかし、近年の急成長によっても未解決な問題や新たに生じた問題などが存在するため、市場のボラティリティーは高まり易く、国ごとのばらつきも開き易くなっている。

過去3年にわたるエマージング市場の高成長は、原油・一次産品の上昇を伴うものであったことから、国際収支面では、ロシアやブラジル、中東などの資源国と製品輸出の供給力・競争力が高い中国の経常黒字が拡大する一方、インド、トルコ、中東欧などでは経常赤字の拡大が目立つようになってきている (図表4)。

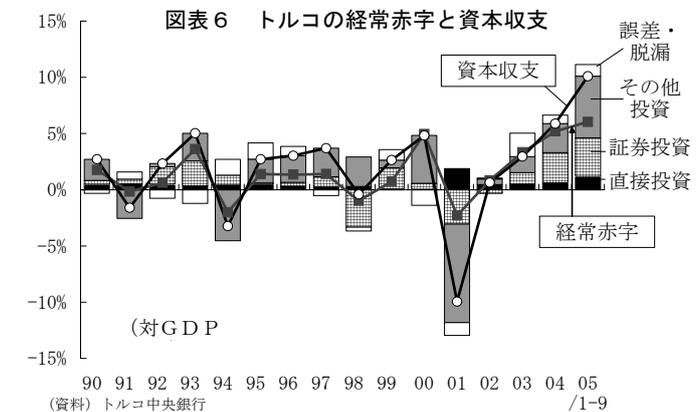
インドの場合、財・サービス輸出は好調に推移したが、生産の拡大で資本財・中間財輸入が増大したこと、さらに原油・石油製品価格が上昇したことから、2005年度上半期の経常赤字は前年同期の4.9億ドルから129億ドルに拡大した。トルコでも同様の理由から、2005年1～11月期の経常赤字は2004年の156億ドルを上回る187.4億ドルとなった。両国とも経常赤字の規模は、対GDP比で見て過去の危機前(インドは90年、トルコは2000年)を



(注) 2005年はIMF見通し (資料) IMF, "World Economic Outlook", Sept 2005



(注) 2005年度は上半期実績 (資料) インド準備銀行



(資料) トルコ中央銀行

上回る水準にある（図表 5、図表 6）。インドでは経済自由化路線が軌道に乗り、投資機会の拡大が期待されること、トルコでは IMF 管理と EU 加盟を目標とすることによる政策への信頼が確保されていることで、経常赤字を上回る資本が多様なルートから流入しており、大きな問題とはなっていない。しかし、ボラティリティーの高い資金に依存するために、環境変化に相対的に弱い点には注意が必要だろう。

（ 環境変化の影響を受け易いブラジル ）

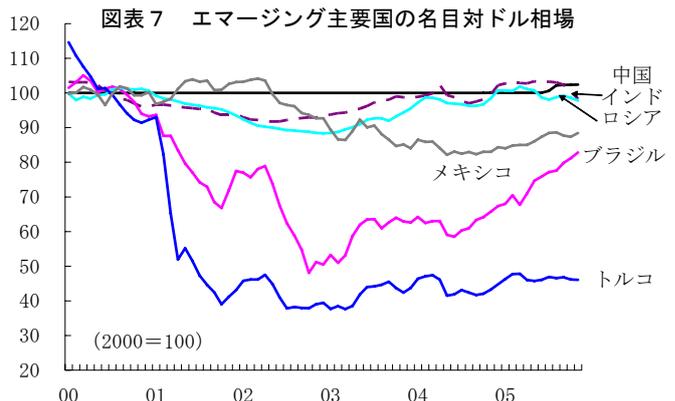
ブラジルは 2003 年に経常収支が黒字に転換、2005 年も 2004 年の 117 億ドルを上回る黒字を計上する見込みだ。しかし、政府債務残高の圧縮と構造の改善が進んだとは言え、絶対的な金額はなお大きく、為替相場の変動と金利上昇に対する脆弱性がなお残っているため、相対的に外部環境の変化を受け易いと見られる。近年の製品輸出の拡大を支えてきた為替相場の割安感が解消しつつあることも気がかりな材料だ（図表 7）。

ブラジルは今年 10 月に大統領選挙を控えている。前回（2002 年 10 月）の大統領選挙前、労働党への政権交代で経済政策の継続性が断たれる懸念が広がり、為替相場、国債価格は急落した。しかし、その後発足したルーラ政権は懸案となっていた重要法案を次々と可決させるなど改革に意欲的に取り組み、国際的な信任を回復した。こうした経緯もあり、今回の選挙が大きな市場の混乱につながるリスクは小さいと考えられるが、市場に影響を及ぼす要因として留意しておく必要はあろう。

（ ロシアは資源依存の産業構造、中国は投資偏重の是正が課題 ）

ロシアは、原油収入の増大で外貨繰りの改善が著しく、需要面での要因から、原油高基調が続くと見られる中で、当面のリスクは小さい。その反面、産業構造面では資源産業への依存度が高く、製造業の競争力の強化やサービス業の育成の遅れという問題が存在している。今年から来年にかけて予定されている WTO 加盟に伴う競争激化への十分な対応はとられておらず、市場開放が本格化する 5 年後以降、国内産業への打撃が明確になる可能性がある。

中国は、経常収支、資本収支ともに黒字が拡大しており、米国への貿易黒字が過去最高を更新するという状況で、引き続き人民元高圧力への対応が求められている。国内では、過剰投資の結果として、デフレ再燃の兆候もあらわれており、投資に偏重した経済成長パターンの是正は急務となっている。



（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。