

第2章 新興国経済：金融危機の影響と今後の展望

新興国経済¹は、2002年以降、世界経済が持続的に拡大する中で、急速な経済成長を遂げ、世界経済に占めるウェイトを一段と高めてきた。とりわけ、BRICsと呼ばれる国々の成長は目覚ましく、その中でも、中国、インド、ロシアの3か国については、世界全体を大幅に上回る成長を遂げてきており、世界経済における影響力を急速に高めている²。こうした高成長を背景に、08年9月の金融危機発生以前には、一部のエコノミストの間で、新興国経済は、先進国経済が減速しても、その影響を受けず、高い成長を維持し、世界経済をけん引するといった、いわゆる「デカップリング論」も議論されていた。

しかしながら、世界金融危機発生以降の新興国経済の動向をみると、欧米諸国発の金融危機の影響を強く受け、多くの国で深刻な景気後退に陥っている。金融面では、欧米金融機関のレバレッジ解消を受けた資金の引揚げや質への逃避等による影響、実体経済面では、欧米の景気後退による輸出の急速な減少や一次産品価格の下落の影響が顕著に現れている。顧みれば、グローバル化による活発な貿易・投資や欧米市場との強い結び付きこそが新興国の高成長の原動力でもあった。世界金融危機は、改めてその事実を認識させたともいえる。

本章では、まず、第1節において、新興国経済が金融危機の影響を受けることとなったメカニズムを分析する。その上で、第2節において、新興国経済の現状と金融危機の影響について、アジア、中・東欧、中南米の各地域に分けて概観する。さらに、新興国の中でも、特に経済規模の大きい中国、インド、ロシアの3か国を個別に取り上げ、最近の経済動向と金融危機の影響を分析する。中国、インドが減速しつつも相対的に高い成長率を維持する一方で、ロシアについてはマイナス成長に落ち込むなど、経済状況に顕著な差異が生じている。また、中国の内需主導型経済成長への転換を始め今後の持続的な経済成長に向けた課題についても分析を行う。

¹ 本章では、アジア、中・東欧及び中南米の以下の国・地域を新興国経済として取り扱っている。

アジア：中国、NIEs（韓国、台湾、香港、シンガポール）、ASEAN-5（インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム）、インド

中・東欧：ポーランド、チェコ、ハンガリー、ルーマニア、ブルガリア、エストニア、ラトビア、リトアニア、ウクライナ

中南米：ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、チリ、ボリビア、コロンビア、ペルー、ベネズエラ

² 02～08年の間の平均経済成長率をみると、世界全体(市場レートベース)で3.1%であるのに対し、中国が10.5%、インドが7.8%、ロシアが6.7%、ブラジルが3.9%となっている。

第1節 新興国経済が金融危機の影響を受けた背景

新興国経済は、世界金融危機の影響を強く受けており、輸出の大幅な減少から、景気は急速に減速し、多くの国において深刻な景気後退に陥っている。金融面でも、新興国の金融機関はアメリカの証券化商品をほとんど保有しておらず、金融危機の直接的な影響は軽微であったにもかかわらず、これまで拡大を続けてきた先進国からの資金フローが逆流し、株価・通貨の急落や対外的な借入制約に直面している。

このように新興国経済が金融危機の影響を強く受けることとなった背景には、グローバル化の進展に伴い、新興国についても、世界経済や世界の金融市場との結び付きが一段と強まっていることがある。実体経済の面では、貿易や投資の拡大、金融面では、国際的な資金フローの拡大等を通じて、欧米との相互依存を深めていたことが、今回の欧米発の金融危機の新興国への伝ぱを引き起こしたと考えられる。

1. 実体経済面の影響

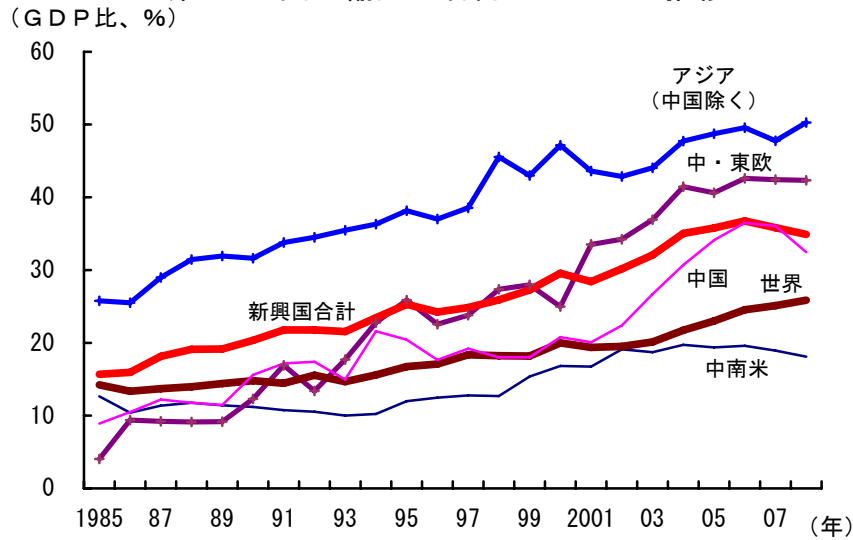
●貿易を通じた相互依存の高まり

実体経済面では、グローバル化が進展する中で、貿易及び投資の拡大という形で、新興国経済と世界経済の結び付きが強まっている。

貿易についてみると、世界貿易は、1990年代以降高い伸びを続けており、とりわけ、02年以降の持続的な景気拡大局面において大幅に伸びを高めている。その結果、貿易額（通関ベースの輸出額と輸入額の合計）の名目GDP比は01年の39.3%から08年には52.3%にまで上昇しており、各国間で需要の相互依存が高まっていることが分かる。

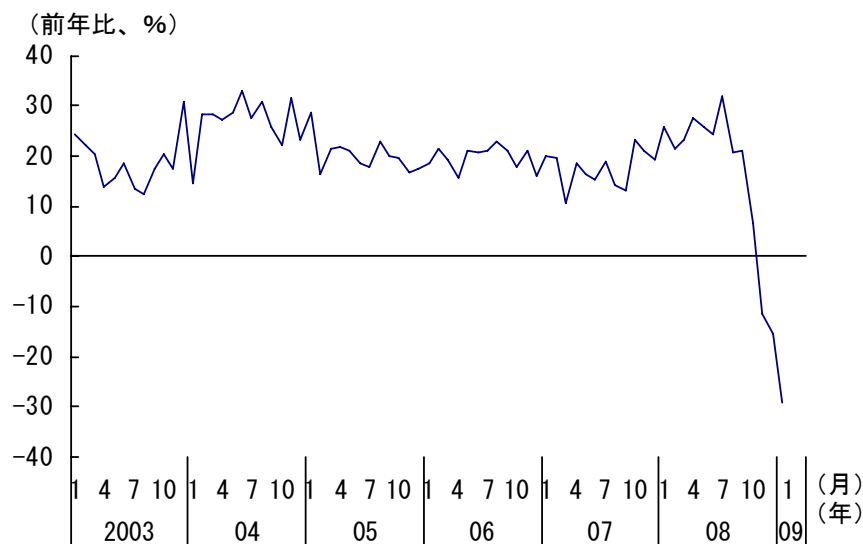
こうした中で、新興国の貿易は、世界貿易の伸びを更に上回るペースで拡大しており、新興国は、貿易を通じて世界経済の影響をより強く受けるようになっている。輸出額の名目GDP比をみると、01年の28.4%から08年には34.9%まで高まっており（第2-1-1図）、地域別にみると、もともと比率の高かったアジア新興国においては、域内の分業体制の構築が進んでいることなどから、また、中・東欧では、EU拡大の進展等を受けて、比率が急速に高まっている。他方、中南米については、90年代に比率は高まったものの、2000年代に入ってからほぼ横ばいで推移している。

第2-1-1図 輸出の名目GDP比の推移



このように貿易における相互依存が高まる中で、金融危機後の世界的な景気後退の影響を受けて、新興国の輸出は、08年9月以降急減速し、前年比で減少に転じている。また、見通しについても、09年の世界貿易は、第二次石油危機直後の82年以来初めての減少となると見込まれる³。こうした中で、新興国の貿易についても大幅に縮小し、アジア、中・東欧の財輸出は09年は二けたのマイナス、中南米でも4%程度のマイナスとなる見込みである（第2-1-2図）。

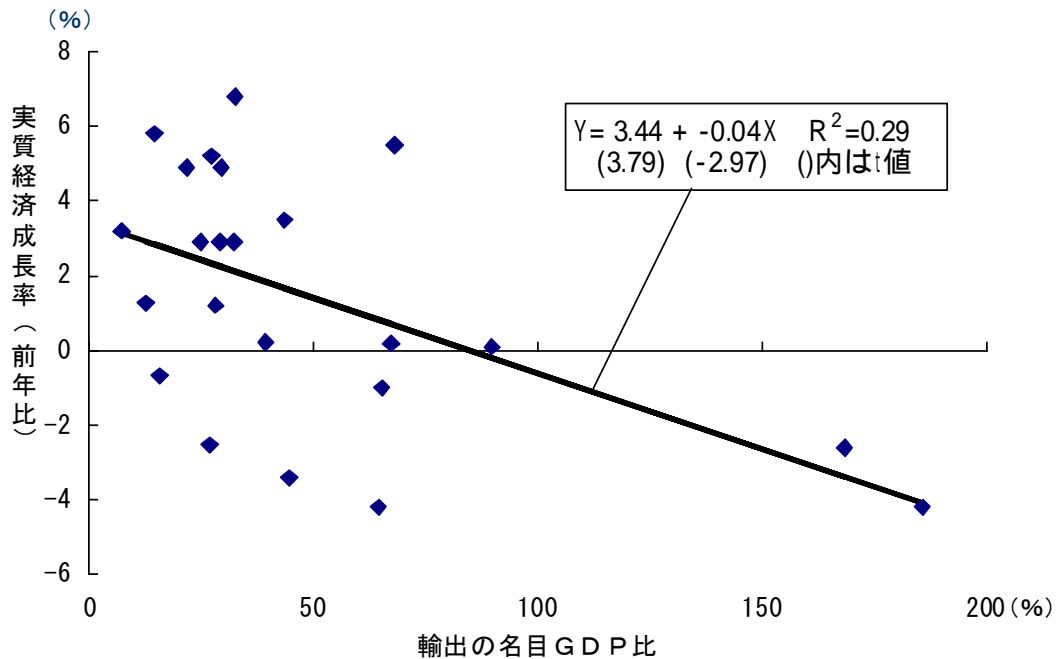
第2-1-2図 新興国の輸出の推移



³ 2009年の世界貿易の見通しについては、貿易数量ベースで、IMF（09年4月）が▲11.0%、WTO（09年3月）が▲9%程度、世界銀行（09年3月）が▲6.1%となっている。

こうした貿易の収縮は、既に、世界中で生産の大幅な減少につながっており、とりわけ、輸出の名目GDP比の高い国において、実質経済成長率の低下が大きくなる傾向がみられる(第2-1-3図)。

第2-1-3図 輸出の名目GDP比と08年10~12月期の実質経済成長率



(備考) IMF “International Financial Statistics”、ブルームバーグより作成。

●先進国の需要の影響の強まり

また、こうした貿易を通じた新興国への影響は、金額的なインパクトが高まっているだけでなく、新興国の輸出が、先進国の需要の動向に対して敏感になっていることを通じて強まっている。欧米の輸入の伸びと新興国の輸出の伸びの相関をみると、例えば、アジアの輸出の伸びとアメリカの輸入の伸びの相関は、90年代の0.41から2000年代以降は0.84にまで高まっている(第2-1-4表)。すなわち、2000年代の新興国の輸出拡大は、先進国の需要拡大によって支えられていたと考えられ、今回、新興国が先進国発の危機の影響を強く受けたことの原因となっていると考えられる。

第2-1-4表 新興国の輸出と先進国の輸入の相関係数

			輸入		
			先進国	アメリカ	西欧
輸出	アジア	90年代	0.62	0.41	0.49
		2000年代	0.89	0.84	0.74
	中・東欧	90年代	0.85	0.53	0.80
		2000年代	0.89	0.68	0.89
	中南米	90年代	0.71	0.64	0.58
		2000年代	0.86	0.86	0.54

- (備考) 1. IMF “International Financial Statistics” より作成。
 2. 西欧は、ドイツ、フランス、英国、イタリア、スペイン、ベルギー、オランダ、ルクセンブルグ、ポルトガル、デンマーク、スウェーデン、ノルウェー、フィンランド、アイルランド、オーストリアの輸入額の合計。
 3. 中・東欧については、データの制約のため90年代は95～99年。

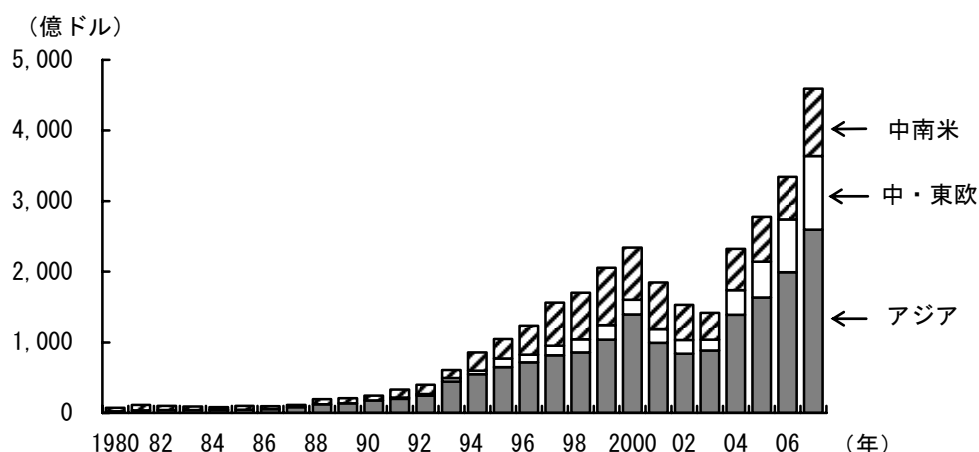
●直接投資を通じた影響

さらに、貿易だけでなく、投資を通じても新興国と先進国経済との統合が進んでいる。新興国の対内直接投資受入額の推移をみると、投資自由化の進展や新興国の高い成長への期待から、90年代以降拡大傾向にあり、とりわけ、03年以降伸びが加速している(第2-1-5図)。地域別の内訳を見ると、アジアが全体の半分を占めており、また、シェアは小さいものの、このところ中・東欧の伸びが顕著に高まっている。

こうした直接投資の拡大は、新興国における投資を加速させ、中長期的な成長力の向上にも寄与してきたと考えられるが、こうした直接投資資金の流れについても、08年9月以降、伸びが大幅に鈍化している。また、先行きについても、IMFの見通し⁴では、09年全体を通じたネットの直接投資は08年の約4,600億ドルから約3,100億ドルへと3割以上減少することが見込まれており、投資を通じて、金融危機の影響は増幅されるものとみられる。

⁴ IMF “World Economic Outlook Database April 2009”。

第2-1-5図 新興国における直接投資流入額（グロス）の推移



(備考) IMF “International Financial Statistics”、台湾中央銀行より作成。

2. 金融面での統合の進展

●新興国への資金フローの拡大と欧米の金融機関の影響の高まり

金融面では、グローバル化の進展や金融イノベーションを背景に、国際的な資金フローが拡大しており、新興国をめぐる資金フローについても急速に拡大している。

新興国への民間資金フロー（流入）の推移を見ると、02年以降大幅に拡大しており、02年の1,480億ドル（GDP比2.4%）から、07年には約1.4兆ドル（同10.9%）へとわずか5年の間に約10倍に拡大しており、先進国等からの資金が大きな影響を与えるようになっている（第2-1-6図）。他方、新興国からの資金フロー（流出）についても、02～07年の間に約12倍に拡大しており、まだ規模としては小さいながらも、経済の成長に伴い、新興国の金融機関や企業の活動も広がっていることが金融面からも分かる。

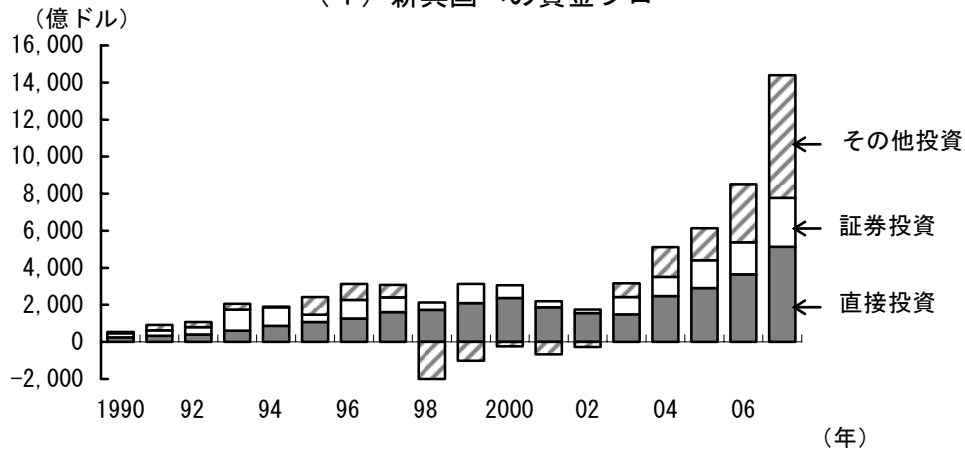
資金フローの内訳をみると、直接投資の他、証券投資、その他の投資といったすべての分類において、資金フローが拡大しているが、02年以降の急拡大の特徴としては、その他投資の伸びが著しいことが挙げられる。

こうしたその他投資の急拡大は、主に、海外からの銀行融資、とりわけ、欧米の金融機関による融資拡大によるものと考えられることから⁵、金融危機発生に伴い、今回の欧米発の危機が新興国に波及する主要な経路となったと考えられる。

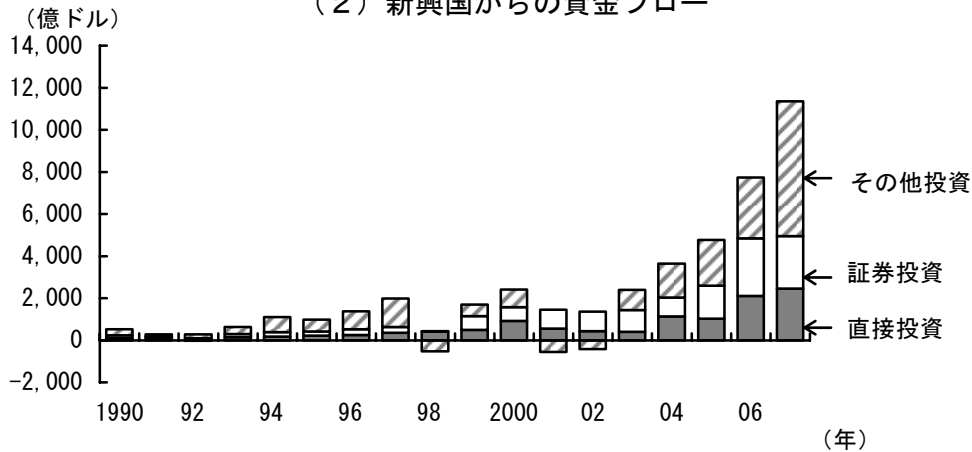
⁵ その他投資の増加の要因としては、銀行融資の拡大に加え、本店、海外支店間を含む多国間における銀行間の振替、オフショア市場の金融機関への預け入れ、貿易信用の増加等があると指摘されている。

第2-1-6図 新興国への民間資金フローの推移

(1) 新興国への資金フロー



(2) 新興国からの資金フロー

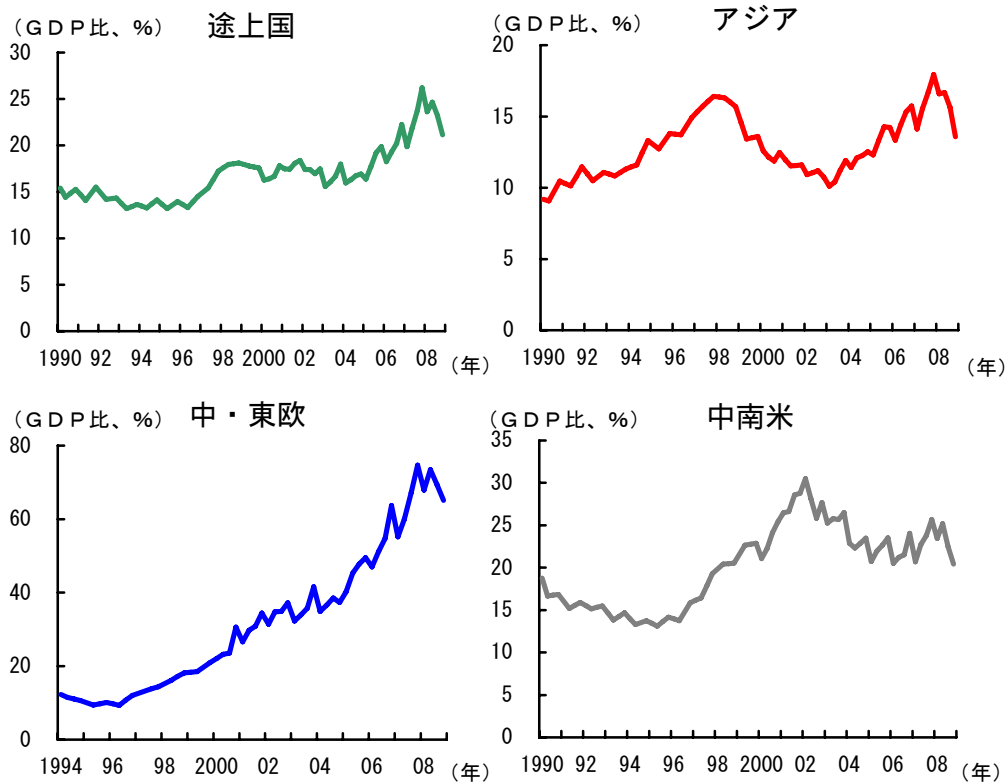


- (備考) 1. IMF “International Financial Statistics”より作成。
 2. 金融派生商品に関する投資については、データが入手できない国が多いことから、ここでは集計から除いている。

また、新興国の金融市場においては、海外の金融機関、特に、グローバルに活動する欧米の金融機関の活動が拡大している。外国の金融機関による新興国への債権残高（GDP比）の推移をみると、残高は03年以降高まっている。地域的にはばらつきがみられるが、とりわけ、中・東欧諸国において、残高の増加が著しく（第2-1-7図）、中・東欧諸国が、金融危機の影響を強く受けた原因となっていると考えられる⁶。

⁶ 金融危機発生後の欧米金融機関を通じた危機の影響の大きさは、先進国の金融機関からの借入額の大きさに加えて、(1) 借入れが外貨建てか自国通貨建てか、(2) 借入れの期間が短期か長期か、(3) 先進国の金融機関が資金調達源をホールセール市場での調達や親銀行からの資金供給に頼っているか、などにも依存している。

第2-1-7図 外国銀行による新興国への債権残高の推移



- (備考) 1. B I S “Banking Statistics” より作成。
 2. 途上国は、B I Sの統計分類上の途上国であり、先進国及びオフショア市場（香港、シンガポール等）以外の国・地域。

●国際的な金融市場の連関の高まり

また、世界的な金融統合の高まりにより、世界の株式市場の相互連関が強まっている。例えば、新興国の株式市場は世界的な金融市場との連関を高めており、今回の金融危機においては、先進国発の金融危機が、新興国の株価を通じて新興国へと波及したことが指摘されている。

I M Fは01年以降の新興国30か国の株価について分析し、新興国の株価の決定要因として、当該国の経済成長率や各国の金融市場の深化といった国内要因に加え、世界的な流動性、信用リスクや市場リスクに係るプレミアムといった外的要因の影響を強く受けていることを示している⁷。こうした結果からは、金融危機発生に伴う世界的な流動性の縮小やリスクの高まりが、株価の下落という経路を通じて、新興国へと波及したことが示唆される。

⁷ I M F (2008a)

●欧米発の危機の伝ば

今回の世界的な金融危機の発生に際して、新興国の金融機関においては、アメリカの証券化商品等の保有は限定的であり、バランスシートも比較的健全であった。また、当局も、これまでの金融危機の経験を踏まえ、為替制度の見直しや外貨準備の蓄積等を進め、金融面でのファンダメンタルズは改善していた。

しかしながら、これまでの先行研究では、ある国において発生した危機が、「共通の貸手 (common bank lender)」の存在により、他の国にも伝ばし得ることが知られている⁸。今回の欧米発の金融危機に際しては、証券化商品の下落等による損失を被った欧米の金融機関が、先進国と新興国における「共通の貸手」となっていた結果、欧米の金融機関におけるバランスシートの圧縮の動きやリスク回避的な投資行動を通じて、新興国にも金融危機が伝ばすることとなった⁹。

具体的には、08年に入ってから、欧米の金融機関による「高レバレッジの解消」や「質への逃避」の動きは徐々に現れていたが、08年9月のリーマン・ショックを受けて、こうした動きが加速度的に進行し、新興国向けの証券投資やその他投資の流れが急速に逆回転した結果、新興国は、通貨や株価が急落に直面するとともに、新興国企業の対外借入れが制約を受けることとなった。先行きについても、欧米の金融機関の高レバレッジ解消の動きが続くことから、新興国への証券投資やその他投資は流出が続き、こうした資金フローを通じた新興国市場へのストレスは当面持続するものとみられる。IMFの見通し¹⁰でも、新興国への証券投資やその他投資は、10年においても前年比で流出が見込まれている。

⁸ 例えば、Kaminsky, Reinhart and Vegh (2003)、Broner, Gelos and Reinhart (2006)。

⁹ 今回の危機においては、「共通の貸手」を通じた影響以外にも、(1) 市場心理の急速なシフトや(2) 市場における群衆行動 (herd behavior) 等によっても、危機の伝ばが生じたと考えられる。

¹⁰ IMF “World Economic Outlook Database April 2009”。