

新興国バブルの崩壊過程が始まったのか？

—新興国を巡る4つの仮説

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**

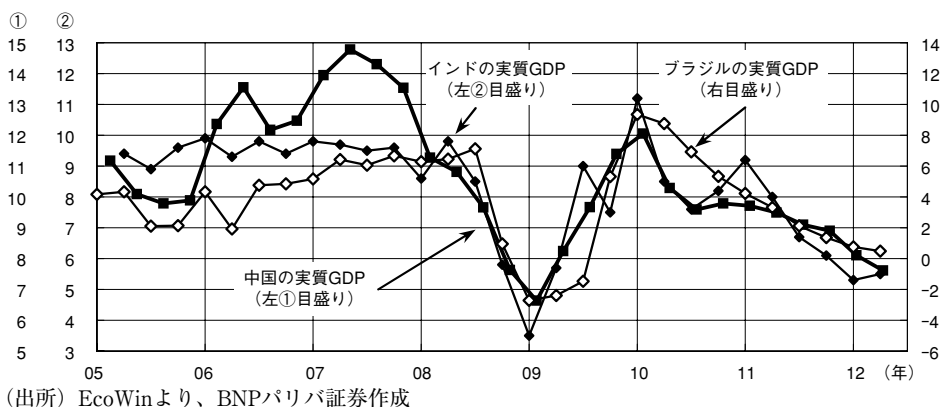
■ 1. 新興国バブルの崩壊過程が始まったのか？

筆者は、2009年後半～2011年前半に比べると、2011年後半～2013年の世界経済の成長ペースが鈍化することは避けられない、というシナリオを昨年秋から掲げてきた。それは、単に欧州ソブリン危機の深刻化を懸念していたからではない。2009年後半以降の各国の比較的高い経済成長は、先進国、新興国を問わず、積極的な財政・金融政策によって嵩上げされたもので、その効果が剥落し、むしろ裁量的なマクロ安定化政策の副作用が強まってくると予想していたためである。欧州ソブリン問題も、バブル崩壊後の積極的な財政・金融政策がさらに事態を深刻化させた側面がある。

本来、世界金融危機後の数年間は、信用バブルの調整局面として、米欧など多くの国では低成長を甘受しなければならなかった。米欧向けに輸出を大幅に増やした新興国や日本も同様である。バブル期の高い水準の総需要を維持することは、そもそも不可能なのであるから、バブル崩壊後に裁量的なマクロ安定化政策で落ち込みを避けようという試み自体が誤りなのである。もちろん、ある程度のマクロ経済のスムーズングを図るために金融緩和を行うことは必要だが、真に必要なとされる政策はバランスシート調整を促すなど、自然利子率を回復させるための構造政策である。

しかし、各国ともそうした構造政策を先送りし、アグレッシブな財政・金融政策に頼ってしまった。その過程で新たに醸成されたのが「新興国バブル」である。先進各国の中央銀行は意図していたわけではなかったと思われるが、結局、新たなバブルを生み出すこと

(図1) 中国・インド・ブラジルの成長率 (前年比、%)



で、バブル崩壊による低成長を一時的に回避した形となった。金融政策の効果の本質が「将来の需要の前倒し」であることを踏まえれば、先進国のアグレッシブな金融政策の追求が、新たなバブルを誘発するリスクがあることは当初から分かっていたはずである。昨年春頃をピークに新興国は景気減速が長引いているが、「新興国バブル」の崩壊過程が遂に始まったのではないかと、というのが筆者の仮説である。現在はまだバブルの余韻も残り、多くの人はその可能性を認識していない。しかし、我々は、世界経済の牽引役と期待されていた新興国においても、将来の所得や需要を既に先食いしたのではないだろうか。本稿では、中国、ブラジル、インドなど新興国経済を中心に、世界経済における中長期的な見通しに関して、4つの仮説を論じる。

あらかじめ結論を述べておくと、以下の通りである。

① 現在の新興国の景気減速は単なる循環的な減速ではなく、言わば「新興国バブル」の崩壊過程を伴っているため、減速が長引いていると同時に、今後、回復が始まってもこれまでのような高成長にはもはや戻ることはない。先進国は様々な構造問題を抱え高い成長が期待できないため、当面、世界経済も停滞が続く。

② 新興国の潜在成長率が過大評価であったことが広く認識されるようになれば、原油価格をはじめコモディティ価格が大幅な調整局面を迎える可能性がある。「新興国バブル」崩壊の様相が強まってくれば、「原油バブル」も崩壊過程に入るのではないだろうか。原油価格の下落は、内需が低迷する中で、新興国への輸出が期待できない先進国にとっては多少の慰めとなるかもしれない。ただ、短期的には、新興国への輸出が増えないことの悪影響の方が大きい。一方、ここ数年、原油高の大きなメリットを享受してきたロシアなど



河野 龍太郎氏

の産油国に甚大なダメージをもたらすリスクがある。

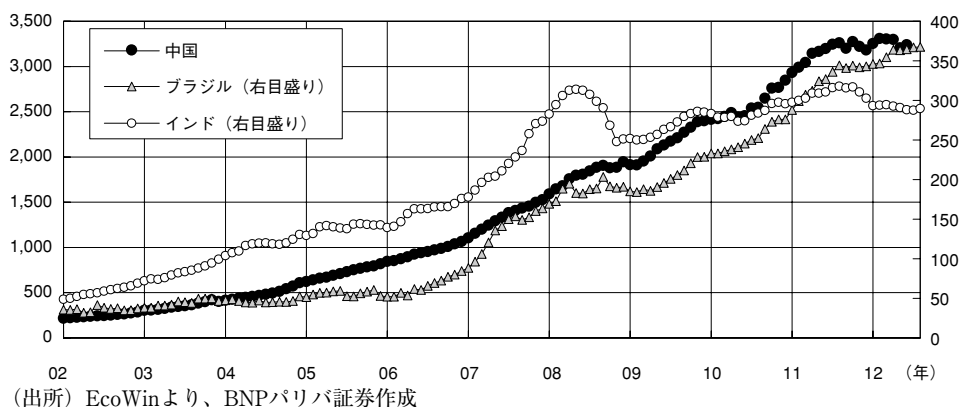
③ 米国のQE1、QE2の波及メカニズムは、固定的な為替レート制を通じて新興国の景気を刺激し、新興国向けの輸出が増えることで米国経済がメリットを受けるという極めて特殊なものであった。基軸通貨国のアグレッシブな金融緩和が「新興国バブル」の膨張を助長していたのである。仮に「新興国バブル」が崩壊過程に入ったのであれば、こうしたグローバルな波及メカニズムが期待できないため、QE3の景気押し上げ効果はQE1やQE2に比べ相当小さなものに留まる。

④ 中国やインドの政策当局者は、ここ数年の高成長が拡張財政や金融的な刺激によって嵩上げされたもので、トレンド成長率を大きく上回るものであると認識し始めており、それ故、景気減速が続いているにも拘わらず、裁量的なマクロ安定化政策を行うことを躊躇している。「新興国バブル」の崩壊過程が始まったといっても、現段階で総需要はそれほど悪化していないため、妥当な政策かもしれない。しかし、現在でも高成長を維持しようとアグレッシブな財政・金融政策を続けているブラジルは、より厳しい調整を迎える恐れがある。そのことは、金融面で強い結び付きを持つスペインのバランスシート問題やソブリン問題をさらに深刻化させるリスクがある。

■ 2. 仮説1 新興国のトレンド成長率は過大評価されていたのか？

中国やブラジル、インドなど新興国経済が昨年春頃から減速している直接的な原因は、2009年に行われた大規模な財政政策の効果の剥落にある。とりわけ中国では4兆元に及ぶ巨額の拡張財政が行われ、リーマンショック後の世界経済を牽引するに至った。また、それらの国では、拡張財政のみならず、アグレッシブな金融緩和も行われた。正確には、米国のQE1、QE2などアグレッシブな金融緩和の効果が、固定的な為替レート制を通じ、新興国に波及したのである。そのメカニズムは以下のようなもので、FEDの積極緩和がもたらすドル安・自国通貨高圧力を相殺すべく、新興国は外国為替市場でドル買い・自国通貨売り介入を続け、それが強い金融緩和効果をもたらした。過去3年間の新興国の高成長は、積極的な財政・金融政策によって嵩上げされたもので、持続可能なものではなかった

(図2) 中国・ブラジル・インドの外貨準備高 (10億ドル)



のである。

リーマンショックを挟んで高成長が続いたことから、「新興国＝世界経済の牽引役」というイメージが世界中ですっかり定着した。しかし、リーマンショック以前の2000年代半ばの高成長も決して持続可能なものではなかった。後知恵で考えれば明らかなように、欧米経済が信用バブルで絶好調であったために、新興国に輸出ブームが訪れたのである。「世界の工場」として中国が認識されるようになったのは、その高い競争力だけではなく、欧米の信用バブルが膨らんでいたことも大きく影響していた。この点は、日本の電機セクターの現在の苦境と同根である。欧米の信用バブルと超円安によって輸出ブーム（輸出バブル）に直面し、本来、国内で増強すべきではなかった生産工程を日本で増やし、現在は過剰ストックの調整過程にある。新興国に追い上げられていたはずの日本ですら、相当の輸出ブームが訪れたのであるから、新興国はさらに大きな輸出ブームに直面していたと思われる。

さらに、金融面でも大きな問題が発生していた。2000年代の半ばから、欧米の信用バブルが転移する形で、新興国に大量の資金が流入し、それが設備投資ブームを支えた。「新興国バブル」の様相が強まっていったのである。2007年頃には既に、日本でも金融機関が家計部門向けに販売するリスク商品は、中国やブラジル、インド、ロシアなどBRICs関連商品ばかりとなっていた。輸出バブルだけでなく、日米欧の先進国から流入するチープマネーが収益性の低い資本ストックの蓄積を助長し、生産性のトレンドが抑制された可能性がある。元々、多くの人が考えていたほど、新興国の潜在成長率は高いわけではなかったのである。

欧米の信用バブル崩壊後、本来なら、輸出バブルの崩壊と共に、「新興国バブル」も崩

壊過程に入っても不思議ではなかった。しかし、バブルがまだ小さかったせい、あるいは大規模な財政政策が発動されたことや先進各国の量的緩和政策がもたらす大量の資金流入の効果が大きかったせい、「新興国バブル」の膨張は続いた。そして遂に調整過程に入った可能性がある。筆者の仮説が正しいとすれば、中国やブラジル、インドなどの新興国は成長率の鈍化が続くと共に、循環的な回復が始まっても、以前のような高い成長率に回復することは難しい。だとすると、世界経済も当面は高い成長が期待できない。

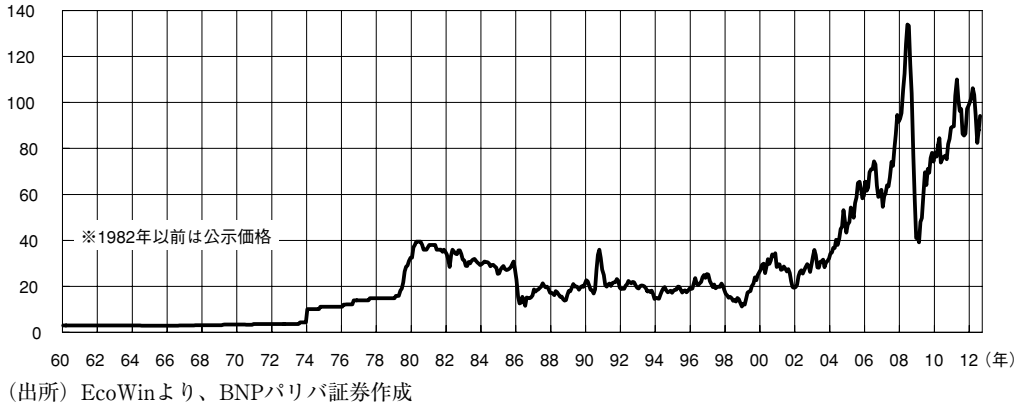
念のために言っておくと、「新興国バブル」が崩壊しても、現在の日本のような低成長期に移行するわけではない。新興国は先進国に比べれば「1人当たりの所得」の水準も低く、それ故、低下するといってもトレンド成長率は先進国に比べればまだ高めである。高成長を追求するといった持続不可能な政策を行わなければ、比較的高めのトレンド成長率が維持されることでバランスシート問題を吸収することも可能であろう。1970年代前半の高度成長期の終了局面において、日本は第一次不動産バブルに直面し、例えばゴルフ場建設融資などで無視し得ない規模の不良債権を抱えた大手金融機関も存在したが、その後も中成長期が続いたことで、バブルの残骸をスムーズに片付けることが可能であった。ただ、それでも成長のフェーズが変わる際、マクロ経済が不安定化し、スムーズにいかないのが各国の歴史である。

■ 3. 仮説2 「原油バブル」も崩壊するのか？

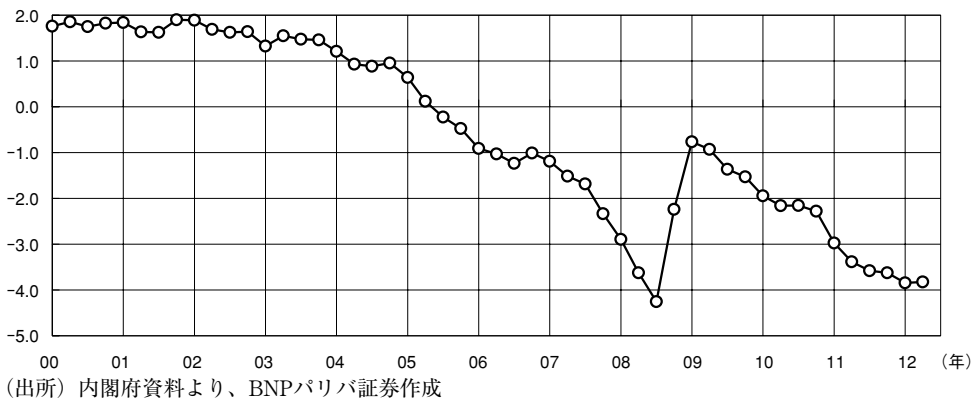
ここ数年、米国やユーロ圏、日本など内需低迷が続く先進国にとって、新興国向け輸出が大きな恩恵をもたらす一方、原油高は相当大きな桎梏となっていた。先進国の経済ファンダメンタルズからすれば、かなり割高な価格である。それが妥当性を持つと多くの市場参加者が考えてきたのは、新興国が高成長を続け、その旺盛な需要によって原油高が続くと予想していたためである。

しかし、筆者の仮説が正しく、新興国の潜在成長率が過大評価されていたことが広く認識されるようになると、原油価格をはじめコモディティ価格は大幅な水準調整に直面するのではないだろうか。つまり、原油高は「新興国バブル」の副産物、言わば「原油バブル」であり、「新興国バブル」の崩壊と共に「原油バブル」も崩壊するということである。産油国への所得移転によって実質購買力が抑制され、内需が低迷してきた先進国にとっては多少の慰めとなる。もちろん、短期的には数量効果が強く表れるため、新興国向け輸出が回復しないことの悪影響の方が大きい。しかし、中長期的には交易条件の改善によって実

(図3) 原油価格の推移 (ドル/バレル、WTIスポット)



(図4) 交易利得 (2005年基準、対実質GDP比率%、季節調整値)



質購買力が改善することのプラス効果が表れてくる。原発停止に伴う化石燃料の輸入増で、海外への所得移転が続いている日本にとっては、メリットは大きいかもしれない。

「原油バブル」が崩壊すると、ロシアなど産油国経済に大きなダメージが及ぶ。現在、各国で成長率見通しが下方修正される中で、唯一、堅調な成長率が続くと見られているのはロシアである。その背景には、世界経済の減速にも拘わらず、原油価格が高止まりを続け、産油国としての恩恵を享受していることがある。仮に、新興国の潜在成長率の過大評価が明らかになり、「原油バブル」が崩壊すると、原油に大きく依存するロシア経済にも大きな影響が生じる。「新興国バブル」と「原油バブル」は共鳴する形で膨張を続けてきたため、ロシアだけが無傷ということは考え難い。BRICsは総崩れとなるリスクがある。

ただ、近年の原油価格をはじめとするコモディティ価格の高騰は、FEDのアグレッシブな金融緩和が助長してきた側面もあり、今後もFEDが量的緩和を積極化するなら、原油バブル（コモディティバブル）も継続する、という見方もあるだろう。「新興国バブル」崩壊仮説に対して賛意を示す人の中にも、「原油バブル」は必ずしも連動しないという見方の人もある。正直言って、筆者も「原油バブル」崩壊仮説については強い確信があるわけではない。

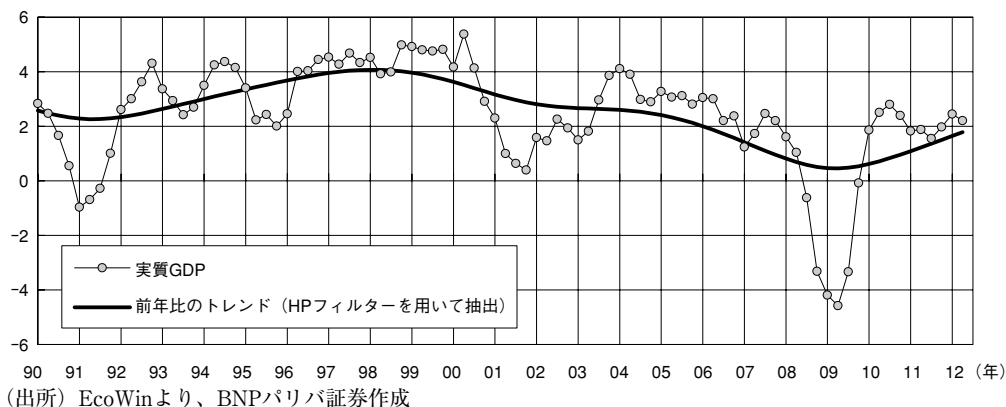
しかし、2000年代以降のコモディティ・ブームには、コモディティが金融商品化し、FEDの金融緩和が生んだチープマネーが大量に流入したことが影響していることは否定できないだろう。2008年前半に先進国経済が減速する中で、コモディティ価格が高騰していた理由の一つは、FEDが金融緩和を進めていたことである。ただ、コモディティ価格高騰が続くという期待の裏付けには、同時にFEDのアグレッシブな金融緩和が新興国経済を刺激し、新興国の需要増が発生するという見通しがあったはずである。「新興国バブル」が崩壊し、新興国に対する成長期待の低下が続けば、全面的な価格上昇は続かないのではないだろうか。トレンド成長率が低下する中で、新興国も原油高に耐え切れなくなるはずである。現在の食料価格の高騰は、北米やロシアなどでの大干ばつというファンダメンタルズの変化が存在する中で、大量の流動性が小さなマーケットに流れ込んでいることが背景にある。今後も一部のコモディティ価格が高騰することは否定しないが、コモディティの全面的な価格高騰は持続しないと思われる。

■ 4. 仮説3 QE3の有効性は低下するのか？

本来、信用バブルが崩壊すると、過剰債務や過剰ストックを一国経済が抱えるため、自然利子率は大幅に低下し、金融政策の有効性が低下する。自然利子率がゼロ近傍まで低下すれば、政策金利をゼロまで引き下げても、企業や家計の支出を刺激することが困難となるのである。こうした中で期待できる金融政策の波及経路は、自国通貨の減価を図ることで、輸出を促すことである。国内における「需要の前倒し」は難しいが、「海外から需要を引き寄せること」は理論上可能である。QE1、QE2は、こうした効果を企図したものだと考えられるが、実行した米国が基軸通貨国であったため、実際にはそれとは別のチャネルが強く働いた。

前述した通り、ドルに対して固定的な為替レート制を採用する多くの新興国は、ドル安・自国通貨高圧力を吸収するため、ドル買い介入を行い、それが新興国経済を強く刺激

(図5) 米国の実質成長率 (前年比、%)



した。つまり、新興国経済を刺激することで、米国（などの先進国）は新興国に輸出を増やすことが可能となったのである。これがリーマンショック後の世界経済の回復メカニズムの一つであったが、結局、FEDは「新興国バブル」を助長したのである。もちろん、クリーン・フロート制を新興国が採らないことが問題とも言えるが、そもそも「海外から需要を引き寄せること」は限られたパイの奪い合いである。将来の世界経済の安定のためにも、基軸通貨国がアグレッシブな金融政策を行うことの副作用を我々は認識しておく必要がある。

9月12-13日のFOMCにおいて、FEDは住宅ローン担保証券を当面毎月400億ドルのペースで期限を決めずに買い進めていくという新たな緩和策（QE3）の導入を決定したが、「新興国バブル」が崩壊過程に入ったとすれば、新興国経済を通じたグローバルな波及経路はあまり期待できないため、QE1やQE2のような効果は表れないと思われる。米国内では、バランスシート問題は進捗しているが、高齢化の要因もあり、自然利子率はそれほど回復していない。結局、信用バブル崩壊後に、アグレッシブな金融緩和を進めても、副作用ばかりが大きくて効果は小さいということが明らかになるのではないだろうか。もちろん、アグレッシブな金融政策を行えば、ドル安の効果はあり得るだろうが、前述した通り、それは他国の需要を奪うだけである。世界経済の回復が十分ではない中では、到底容認されない。

ところで、米国のアグレッシブな金融緩和が、「新興国バブル」をもたらし、それによって「原油バブル」が生まれたのだとすると、それらの崩壊後、次は何が生じるか。世界的に著名なフランス人経済学者であるトゥールズ学院大学のジャン・ティロール教授の「バブル代替の理論」を当てはめると、日本と同様、やはり国債バブル（米国債バブル）

が訪れるのではないかと思われる。もちろん、それは予測するまでもなく、金利水準から判断すれば、とっくに始まっていると考えてよいのかもしれない。

満期の訪れる国債にはバブルは発生しないと考える人がいるが、価値があると皆が信じるから価値があり、それを発行することで支出が可能になるという点で、国債は貨幣と並び、究極のバブルである（定常的バブルである）。世代重複モデルで考えると、理論上、バブルと国債は全く同じ性質を持つことが分かる。だからこそ、国債管理政策も金融政策も慎重さが求められるのだが、（特に日本では）将来返済することができないほど負債が膨張し、無視し得ない金融的不均衡が生じているという点で、通常の信用バブルと同様、極めて深刻なフェーズに入っていると考えられる。

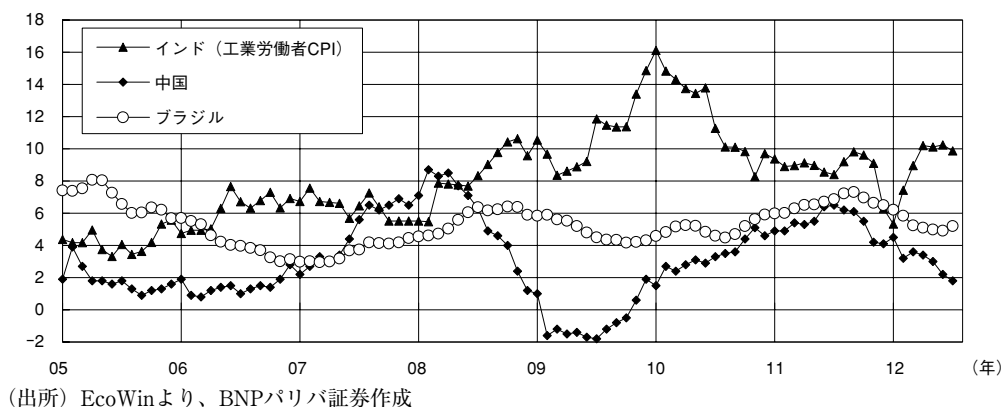
■ 5. 仮説 4 中南米と南欧の負のスパイラルは生じるのか？

中国やインドの政策当局者は、ここ数年の高成長が拡張財政や金融的な刺激によって高上げされたもので、トレンド成長率を大きく上回るものであったことを認識し始めている。一方で、各国の金融市場では未だに、新興国で需要刺激策の発動が遅れていると考える人も少なくない。しかし、現段階では総需要が不足しているというよりも、高い総需要の伸びが続いていたために、マクロ経済全体で見れば、供給制約に直面しているという問題の方が大きい。「新興国バブル」の崩壊過程が始まったといっても、まだ総需要は大きく落ち込んでいない。

現状のマクロ経済状況を把握することが難しくなっているのは、昨年半ば以降、コモディティ価格が世界的に下落し、労働需給等が逼迫しているにも拘わらず、中国やインド、ブラジルなどでヘッドライン・インフレ率が低下していたためである。マクロ経済全体で見れば、供給制約に直面していることが分かりづらくなっていた。確かに、業界によっては大量の過剰ストックが発生しているが、それらは欧米の信用バブル期の輸出ブームやその後の拡張財政の継続を前提にした高い需要水準に対応したものである。持続不可能な需要水準で初めてフル稼働となるような供給力は、言わばバブルの残骸であり、スクラップするしかない。

中国政府はこうした事態に対して最も強い懸念を持っている。昨年末から金融市場では、景気減速に対し、早期に刺激的なマクロ安定化政策が打たれるとの期待が広がっていた。実際には6月まで利下げは行われず、利下げも今のところ小幅なものに留まる。さらに、積極的な財政政策を打つことには今でも政府は慎重である。成長ペースは減速しているが、

(図6) ブラジル、インド、中国のCPI (前年比、%)

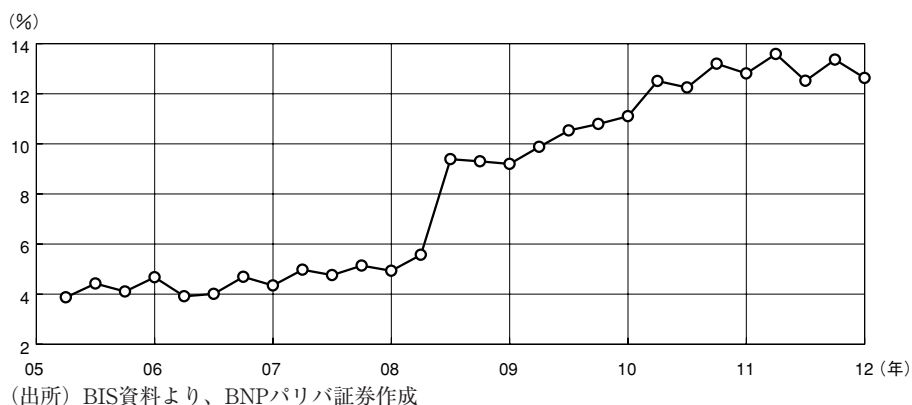


「ルイスの転換点」を通過し、高度成長の終焉期に入ったため、以前のような高い成長は困難と認識する政策当局者も増えている。賃金インフレの加速や不動産バブルの再燃が警戒され、現段階ではまだ積極的な政策に舵を切れないのである。政策当局者が事態を比較的冷静に把握しているのであれば、最悪の事態を避けることが可能かもしれない。

インドでも同様で、中央銀行は、従来の高成長は持続不可能なもので、社会インフラをはじめあらゆる分野でボトルネックが発生していることを認識し始めている。それ故、成長率が大幅に鈍化していても、金融緩和を停止している。7月末に起こった大停電も、天候が影響していたとはいえ、根底にはトレンド成長率を上回る高成長が続き、供給制約に近づいていたことがある。一頃、インドは中国に次ぐポテンシャルの高い国という期待が高かった。数年経った現在、社会インフラ整備が未だに遅れているところを見ると、実際には期待ほどではなく、「張り子のトラ (paper tiger)」に近かったのではないかという疑問が残る。ただ、それでも、マクロ経済の需給動向を政策当局者が正しく認識し始めており、最悪の事態は避けられるかもしれない。

心配なのは、財政や金融的な要因でトレンド成長率を上回る高い成長を続けていたことに全く気が付いていないブラジルである。過去15年来で最も低い水準まで失業率が低下しているにも拘わらず、金融緩和を続けている。成長率の低下は、総需要不足ではなく、供給制約が原因と判断すべきである。しかし、金融緩和だけでは十分ではないとし、高成長を追求すべく、拡張的な財政プログラムや関税率の引き上げなどの保護主義的な政策を打ち出し始めている。供給制約に直面する中で本来行うべき政策は、歳出の削減であり、輸入促進のための規制緩和である。バブルの全面的な崩壊を避けるために政策を総動員しよ

(図7) スペインの銀行の対外与信～ブラジル向けの割合



うとしているのだろうか。今後、ワールドカップやオリンピックの準備が本格化するが、マクロ経済動向を考えると、最も厳しい調整を迎えるのではないかと心配である。あるいは、僥倖によって、総需要が大幅に落ち込むタイミングで、ワールドカップやオリンピックのための公的支出が増加し、経済を下支えするのだろうか。

ブラジルについて、さらに心配することがある。仮にブラジルが厳しい調整を迎えると、金融面で強い結び付きを持つスペインのバランスシート問題やソブリン問題を深刻化させるリスクがある。スペインにおける大規模な信用バブルの崩壊にも拘わらず一部の金融機関がそれほどダメージを被っていないのは、貸出を大きく増やしたブラジルなど中南米経済が好調を維持していたためである。しかし、サポートしてくれたブラジル経済が、今度は足を引っ張る要因となる恐れがある。

過去10年、ブラジル経済が好調を維持していたのは、欧米の信用バブルを背景に、鉄鉱石など中国向け輸出の増加で経済が潤っていたこともあるが、もう一つ大きな要因がある。消費ブームが訪れていたのである。伝統的に中南米の金融機関は個人向けローンに力を入れてこなかったが、欧州の金融機関の進出で家計部門向けの貸出が大幅に増加し、それが個人消費ブームを支えた。筆者の仮説通り、ここ数年のブラジルの高い成長が持続可能なものでないとなれば、家計部門は過剰な債務を抱えていることになる。欧州系金融機関はここでも不良債権問題に直面する恐れがある。中南米と南欧の負のスパイラルが始まるのではないかと、大変懸念される。