■論 文――■

脆弱５カ国の経済状況比較

広島経済大学 教授
糠谷　英輝

はじめに

米国の金融緩和縮小の見通しが広がった際に、外国資本の流出から通貨安に見舞われた新興５カ国は脆弱５カ国（Fragile ５：ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコ、以下Ｆ５）と命名された。今般、米国の利上げが迫る一方で、原油安、中国経済の減速という新たな要因が加わった状況下で、Ｆ５各国の脆弱性はどう変化しているのだろうか。

〈目　次〉

はじめに
１．米国金融緩和縮小見通しで通貨安に見舞われたＦ５
２．原油安の下、米国利上げが近づく中でのＦ５
３．Ｆ５の抱える課題

Ｆ５と命名された当時と現在のＦ５各国の経済状況を比較し、未だに脆弱性が残ったままなのか、各国の経済状況はどうなのか、各国の抱える課題は何なのかを確かめてみたい。検討に当たっては、資源輸入国のインドとトルコ、資源輸出国のインドネシア、ブラジルと南アフリカをグループとして比較していきたい。

１．米国金融緩和縮小見通しで通貨安に見舞われたＦ５

2013年５月22日に、バーナンキ米国連邦準備理事会議長（当時）が量的金融緩和縮小の可能性に言及して以降、新興国から資本流出が加速し、新興国通貨は下落した。特に通貨の売り圧力が強まった５カ国は脆弱５カ国（Ｆ５）と命名されることになった。Ｆ５は経常収支、財政収支の双子の赤字を抱え、さらに慢性的にインフレを抱える上、自国通貨安

がインフレ圧力に繋がり易く、対外収支に特に脆弱な経済であるとされた。

Ｆ５では、リーマンショックの一次的な影響が薄れた2009年半ばごろから急速に海外資金が流入した。海外からの資本流入は為替相場の上昇につながり、上昇スピードを抑えるために中央銀行は為替介入を行い、その結果、外貨準備が積み上がる一方で、国内のベースマネーを増加させ、経済成長を促すこととなった。

経済成長が期待される有力な新興国として、米国をはじめとした先進諸国の金融緩和による投資資金の増加を背景に、Ｆ５にはさらに資本流入が進んだ。その後、米国の量的金融緩和縮小・停止により、一転して通貨安に見舞われることになった。

ここで脆弱国の最大の特徴とされる経常収支赤字の抱える問題を整理しておきたい。

経常収支赤字国は、経済活動を行う上で海外からの資金流入が欠かせないという構造的な弱点を有している。一方、貿易収支の改善には輸出拡大ないし、輸入抑制が必要となるが、新興国では、輸出産業は未だ国際的な競争力で劣り、輸出の拡大は部材の輸入拡大を伴うという問題を抱えている。また輸入の抑制を進めれば、景気そのものを大きく冷え込ませる可能性もあり、貿易収支改善に向けた取り組みには限界が生じてくる。

経常赤字を抱えることは、基本的には輸入に依存した経済構造となっていることであり、これは国内物価が国際商品市況の価格動向に左右されやすく、加えて為替の動向にも国内物価が大きく影響を受けることを意味する。その結果、常にインフレ圧力が掛かりやすく、海外資金が流出して、自国通貨安圧力が強まれば、輸入物価を通じてインフレ率が上昇するリスクを抱えることになる。

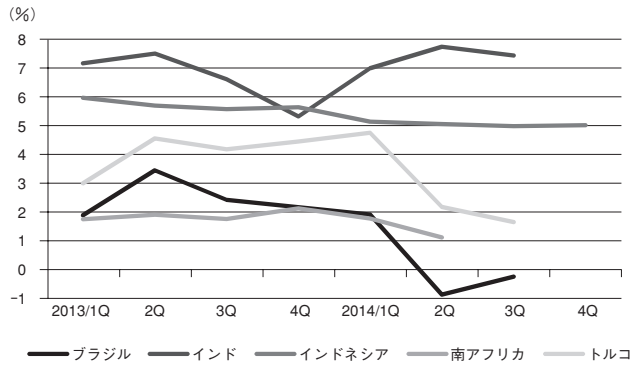
米国経済をはじめ先進国経済が回復に向かっても、国内産業の育成が半ばである新興国では、この流れを受けて、自国経済も同様に、成長に向かう繋がりを享受することは難しい。新興国間での競争もあり、先進国経済回復の恩恵をどの程度受けられるかは各国によって異なり、また波及のタイムラグも違ってくる。したがって当面は利上げによる投資資金の縮小の影響を大きく被ることになる。

2013年以降のＦ５の経済状況を概観してみると、実質GDP成長率は、インドを除いて、全体として低迷している（図表１）、ブラジルはマイナス成長に陥っている。インフレ率は、燃料補助金の撤廃等、国によっては特別要因があるものの、大きく改善が見える状況には至っていない（図表２）。もっとも問題となる経常赤字は、インドは2013年に大きく改善し、トルコも原油安を受けて、改善の傾向が見られるが、資源輸出国のブラジル、南アフリカでは赤字が拡大する状況にある（図表３）。

２．原油安の下、米国利上げが近づく中でのＦ５

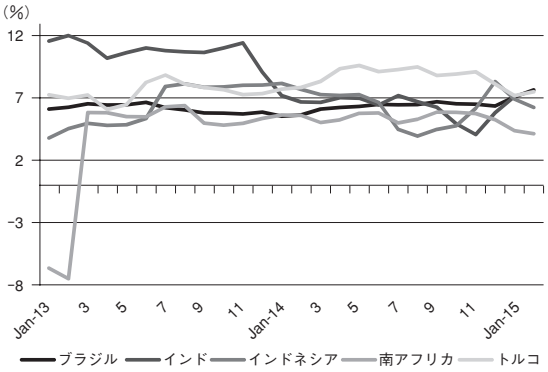
Ｆ５では、国際金融市場が動揺すると、海

（図表１）実質GDP成長率の推移



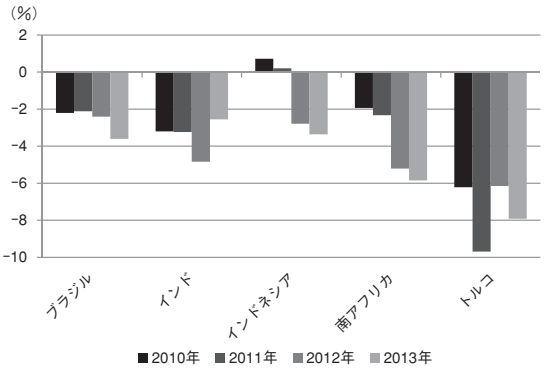
（注）2010＝100とした指数の前年同期比（%）
（出所）IMF

（図表２）消費者物価指数上昇率の推移（前年同月比：%）



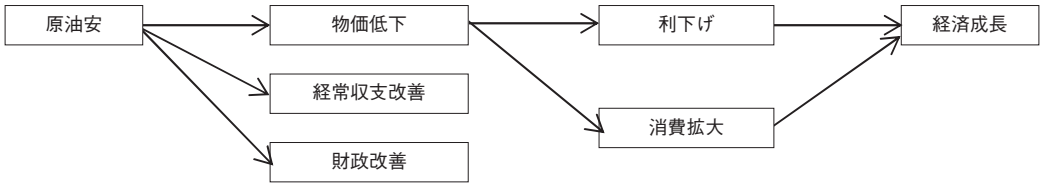
（出所）IMF

（図表３）経常収支の対GDP比率（%）



（出所）IMF

（図表４）資源輸入国において原油安で期待される経済効果



外資金の流出が増加し、通貨安圧力が高まるという状況にあったが、2014年８月以降、原油価格が急落する中では、こうした動きが各国によって異なる様相を示すようになっている。資源輸入国と輸出国で、原油を含めた資源価格下落のマクロ経済への影響が異なり、さらに減速する中国経済の影響がこれに加わってきたことによる。

以下では資源輸入国と資源輸出国に分けて、Ｆ５各国の状況を見ていきたい。

⑴　資源輸入国の状況

原油安を受けて、資源輸入国では図表４に示すような経済効果が期待される。原油安は物価の低下、貿易収支の改善を通じた経常収支の改善、財政の改善に繋がり、これが利下げによる経済刺激を可能にし、また消費を拡大させることにも繋がる。そして全体的に経済成長が期待されることになる。但し、輸入が増加すれば経常収支改善の効果が弱められ、燃料補助金の削減や撤廃は財政改善の一方で、物価の上昇をもたらすことにもなりうる。

現実に、資源輸入国のインドやトルコは、経常赤字の圧縮が進むなどファンダメンタルズの強化も見られる。

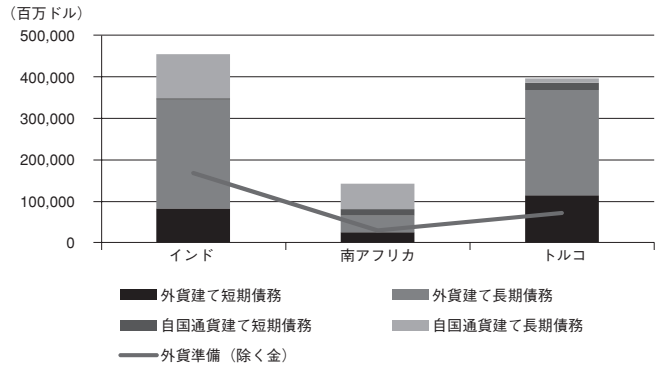
①　インド

インド経済は、2014年第４四半期の実質GDP成長率が前年同期比+7.5%（前期は同+8.2%）と鈍化した。需要項目別に見ると、個人消費と投資の内需と、輸出が低迷する一方で、政府消費の拡大が景気全体の下支えとなっている。投資は高金利による鈍化が鮮明であり、また設備稼働率の低さや生産の弱さ、資金需要の弱さなどが窺える。後に述べるように、金融緩和余地が生まれており、こうした状況は今後の改善が期待される、

インドは国内の原油消費量の約７割を輸入に依存している。原油安で長年の課題だったインフレ懸念が後退し、15年１月の物価上昇率は前年同月比＋5.1%と、16年１月までに６%以下にするという中銀の目標（４%± ２%）を既に下回った。続く２月は同5.4%で、１月から上昇率が拡大したが、食料品価格上昇が全体を押し上げた。インドの物価は天候など外的要因に左右されやすい。

インド中央銀行は、2015年３月４日、臨時の金融政策決定会合を開き、政策金利を7.75

（図表５）対外債務と外貨準備（2014年第３四半期）



（出所）世界銀行、IMF

％から7.50％に引き下げることを決定した。同年１月に約１年８カ月振りに利下げに動いたのに続く追加利下げとなる。中銀が利下げを決定した背景としては、インフレ率が鈍化し目標レンジ内での推移が確認されたこと、景気は回復基調にあるものの生産活動や融資動向などはまだ脆弱であり、今後もインフレ鈍化見通しが優勢なこと、２月28日に発表された来年度予算案で政府が財政構造の質的な改善に取り組むことが確認されたこと、が挙げられている。

国際収支を見ると、インドの経常赤字は（図表３）に示したように、2013年には対GDP比で大きく改善を記録した。直近でも、2015年１月の貿易赤字は２カ月続けて改善を示した。特に輸入の減少が大きい。

財政では、2015年度の財政収支の赤字は、GDP比で3.9％と2014年度見込みの同4.1％から低下する計画となっている。インフラ関連支出の拡大により昨年設定された2015年度の赤字目標の同3.6％を上回るものの、将来への新たな赤字目標は、2016年度が同3.5％、2017年度が同3.0％となり、財政健全化の姿勢が維持された。

こうして見て来ると、図表４に示したような原油安による経済効果を受けてきているが、これが消費拡大、そして経済成長に繋がる経路がまだ開かれていない。金融緩和の進展、物価の低下が消費拡大に波及していくが課題となろう。

相対的に好調な経済状況は、インド・ルピーの対米ドル相場の推移にも表れている。Ｆ５の中でもインド・ルピーは下落率が低く、相対的に安定推移を示している。

外国資金の流出が危機に繋がるかでは、対外借入状況と外貨準備高がどのような状況にあるかが大きなポイントとなる。図表５に示すように、インドは対外債務残高は大きいが、外貨建て対外債務でも長期債務が多く、外貨建て短期債務は外貨準備高で充分にカバーで

きる水準にある。後述のトルコとはまったく状況が異なる。

Ｆ５の中でも相対的に順調な経済状況にあるインドの課題はモディ新政権の経済政策の行方にあると言える。モディ首相は「メーク・イン・インディア」と称してインド国内での製造業振興策を進めている。また外資出資比率規制の緩和などによって、外資誘致を進める一方、インフラ整備を促進している。これは2015年予算案にも表れており、高水準の法人税率引き下げやインフラ投資の拡大を盛り込み、外資誘致で産業競争力を高める姿勢が示されている。

しかし同時にモディ政権の政策はリスク要因でもある。ヒンズー至上主義団体が支持母体のインド人民党（BJP）によるヒンズー至上主義の台頭が懸念されている。これは外国からの投資流入に悪影響を及ぼしかねない。

②　トルコ

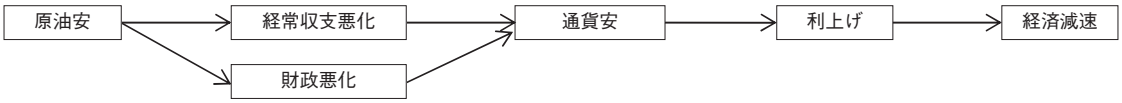
2014年の経済成長率は前年比2.9％と前年の4.2％から減速し、成長率目標の3.3％を下回った。需要項目別に見ると、堅調な個人消費と景気刺激に向けた公共投資の増加が内需を押し上げている。一方で民間投資は物価高と金利高が障害になっている。また外需は、輸出の４割強を占めるEU経済の低迷とシリアをはじめとした周辺諸国の情勢悪化で、輸出が低迷している。

2015年１月の物価上昇率は前年同月比7.24％となった。原油安を受けて前月から１ポイント近く低下したが、中央銀行目標の５％を大きく上回っている。食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率が同＋8.94％とインフレ率を上回る伸びが続いている。近年の経済成長を反映して、高い賃金上昇が続いていることで、サービス物価を中心に物価上昇圧力が燻っており、さらに周辺国の情勢悪化などを受けた食料品をはじめとする生活必需品の物価上昇圧力、通貨リラ安による輸入物価の上昇もインフレ率の高止まりを招いている。

トルコ中央銀行は2014年１月に新興国全般に関する経済不安が高まった際に大幅利上げし、マネーの急激な流出に対応した。その後、2014年半ばにかけて３回の連続利下げを行い、さらに15年に入り、１、２月と連続して利下げを実施した。原油価格の急落により、インフレ圧力が弱まったことを背景とするが、インフレ率は前述の通り、依然として、目標を大きく上回っている状況である。それにもかかわらず利下げを実施した背景には、政府から中銀に対して景気刺激の観点から利下げを求める圧力が強まり、中銀は漸進的な利下げ実施に追い込まれたと見られている。これは中銀の独立性に対する国際金融市場での懸念を高め、リラ安を招く一因となっている。対米ドルのリラ相場は、2012年末比30％超も下落した史上最低水準で推移している。

国際収支を見ると、原油のほぼ全量を輸入し、これが貿易赤字の半分近くを占めるトルコでは、原油安は経常赤字の縮小という効果を生んでいる。中銀の利上げなどによる内需引き締め策などもあり、2014年の経常赤字額

（図表６）資源輸出国において原油安で懸念される経済効果



は４年ぶりの低水準を記録した。続く2015年１月の経常収支の赤字幅は20億ドルと、前年同月の50億ドルから大きく縮小した。

このように対外収支の面では改善を見せているが、トルコは外貨準備高に比べて短期の対外債務残高の規模が大きい（図表５）。また短期対外債務のうち、外貨建ての債務だけを見ても外貨準備高を上回る規模となっている。さらに外貨建ての長期債務残高も多い。通貨下落により債務負担が大きく増えるため、対外収支に脆弱な構造は変わっていないと言える。

このように見て来ると、トルコの場合、原油安の効果は経常収支の改善に留まり、インフレ低下には結びついていない。インフレが低下しない中での、政府からの圧力による利下げは、リラ安に繋がり、輸入物価の上昇を通じて、インフレの高止まり、経済成長の足かせと、逆効果ともなっている。

EU諸国経済の先行きや周辺諸国の情勢など、トルコ経済は外部要因に左右される割合が大きい。加えて中央銀行の独立性やエルドアン大統領の政策運営に関する懸念、2015年６月の総選挙など、トルコ経済には今後の不透明要因も多い。

⑵　資源輸出国の状況

資源国は、資源輸出で経常収支が改善して、為替相場が割高になる。割高となった通貨は、その国の輸出産業にとってはマイナスとなり、結果的に資源国の輸出構造は資源依存を脱することができなくなる。これは資源国の呪縛と言われる。こうした状況下で、原油をはじめとした資源価格が下落した場合、それは経常収支の悪化、財政の悪化をもたらし、通貨安に繋がり、通貨安を抑制するために利上げを迫られ、経済減速をもたらすという悪循環が危惧される（図表６）。

①　インドネシア

インドネシア経済は低迷が続いている。2014年第４四半期の経済成長率は、前年同期比5.0％と、前期の同4.9％とほぼ変わらない成長に留まった。2014年第４四半期は、固定資本投資や政府消費が加速したが、民間消費は減速し、純輸出の寄与度は大幅なマイナスになった。民間投資が伸びない背景には、ジョコ政権が少数与党にとどまることや、大統領の支持率低下を受けた政治・政策の不透明感が投資マインドを慎重にさせていることが指摘されている。2014年の成長率は5.8％と目標の７％を大きく下回る結果に終わった。このため政府は15年の成長率目標を5.7％と

した。近年のインドネシアの経済成長は中国経済に依存するところが大きく、中国経済の減速の影響も受けている。

インドネシアは、石油は純輸入で原油安の恩恵を受ける一方で、石炭やパーム油が純輸出であり、一次産品価格下落の影響も受ける貿易構造にある。国際収支の推移を見ると、経常収支は2012年から赤字に転落し、2013年の同赤字のGDP比は3.3%に拡大した。しかし現在は経常赤字縮小傾向にあり、2015年１月の貿易収支は２カ月連続の黒字を記録した。資源高を受けて、一次産品輸出が低迷し、輸出全体が減少したが、輸入が輸出を上回る減少となったことによる。しかしインドネシア経済は素材産業が未成熟で、製品輸出の増加は部材の輸入を増加させ、輸入増加による経常赤字を生み易い構造にある。インドネシア中央銀行は、2015年の経常赤字の対GDP比率を３%前後と予測している。政府がインフラ投資を加速させ、資本財の輸入が増加するため、経常赤字は当面は縮小しないとの見通しである。

原油安のもっとも大きな効果としては、インフレ懸念の後退が挙げられる。2015年１月の消費者物価指数は前年同月比で6.96%と、12月の同8.36%から低下した。続く２月も同6.3%とさらに低下している。原油価格の下落を受けて、政府がガソリン価格を段階的に引き下げていることが大きい。インドネシア中央銀行は、今後のインフレ率は一段と低下し、年内には３～５%のインフレ目標の下限に落ち着くとの見通しを示している。

2014年11月、中銀は政府による燃料値上げに対応するために利上げを実施したが、2015年２月には逆に利下げを行った。利下げは、原油安で物価上昇圧力が弱まっており、経済回復を後押しするために行ったものである。しかし２月の利下げによって、ルピアが17年ぶりの安値となるなど、ルピア安が進行しており、３月には追加利下げは見送られた。中銀は、インフレ率の安定と為替レートの安定の２つを目標としているが、2013年以降は特に為替レートの安定に腐心してきている。

インドネシアの双子の赤字は2014年まで３年連続を記録している。財政赤字の大きな要因として、過大な補助金の問題があった。政府は、国際燃料価格が低下した機会を捉えて燃料補助金の大幅削減を行い、同支出削減による財源の相当部分をインフラ投資等に充当することを決めた。燃料補助金の大半はインフラ投資に振り向けられたが、2015年の修正予算でも政府は、財政赤字の対GDP比を1.9%と、原予算の2.2%より圧縮し、財政健全化に向けた姿勢も示した。

こうして見て来ると、インドネシアは、原油安はインフレ懸念の低下、財政赤字の縮小に恩恵を与えてはいるが、構造的な経常赤字の問題がルピア安に繋がり、ルピア安が加速しているのが最大の問題となっている。政府は３月16日、17年ぶりのルピア安を受け、経済対策を発表した。経常収支の改善が最大の目的で、輸出を重視する企業向けの税制優遇

を実施する。反ダンピング課税の強化など事実上の輸入規制も加えている。今後のインドネシア経済は、構造問題の解決に向けた、ジョコ大統領の政策運営に大きく掛かってくると言える。

② ブラジル

ブラジル経済は極めて厳しい状況に直面している。2014年第２四半期からマイナス成長に落ち込み、その後、３四半期連続で、前年同期比ベースでマイナス成長となり、その結果、2014年の経済成長率は前年比0.1%と世界金融危機の影響が色濃く出た2009年（同▲0.1%）以来の低い伸びに留まった。資源安による輸出の伸び悩み、水不足、物価高、金利高、財政緊縮など経済成長の下押し要因が多く、2015年は通年でマイナス成長に落ち込むと予測されている。資源価格の下落は、ブラジルのような資源輸出国の場合、交易条件（輸出価格／輸入価格）の悪化によって、所得の海外流出に繋がり、外需だけではなく、内需にも悪影響を及ぼすことになる。

近年、ブラジルは輸出の半分以上を一次産品が占めており、資源に対する依存度を高めている。こうした中で、原油安をはじめ資源価格急落の状況に見舞われた。輸出は、最大の輸出相手国である中国の景気減速や、最大輸出品目の鉄鉱石の価格低迷で、2014年２月まで７カ月連続で前年比の伸び率がマイナスになっている。2014年の貿易収支は39億ドルの赤字となった。赤字転落は2000年以来で、1998年以来の大きな赤字額となった。財政赤字と経常赤字の「双子の赤字」は深刻の度合いを増している。但し、ブラジルは対外的には純債権国であり、海外資金の動揺に対しては比較的堅固な体質を有している。

インフレ圧力も高まっている。2015年２月の消費者物価指数（IPCA）は前年同月比で7.7%上昇した。中央銀行目標（4.5%±２%）の上限（6.5%）を大幅に上回り、2005年５月以来の高い水準にある。干ばつに伴う野菜等の高騰、補助金削減等による電気料金や公共交通費の上昇、通貨レアル安による輸入物価の上昇などが主なインフレ上昇の要因である。財政再建に向けた増税策などが続き、インフレ率の高止まりは続くものとみられる。

中央銀行は、インフレ抑制の観点から、一昨年以降、断続的に利上げを実施するなど金融引き締め姿勢を強めている。2014年３月４日の通貨政策委員会で、レアル安とインフレの抑制を理由に政策金利の引き上げが決定された。４会合連続の利上げで、政策金利は12.75%と６年振りの高水準まで上昇している。中銀は、物価抑制が経済政策の最重要課題と認識しており、通貨防衛の点からも金融引き締め姿勢が続くものとみられる。

通貨レアルは、下落基調を強めている。レアルの対米ドル相場は、直近では2012年末比35%超の下落と、Ｆ５諸国の中でももっとも下落幅が大きい。景気低迷、経済の悪化、財政再建等を巡る政治の混乱、ブラジル国債の格下げ懸念などレアル安要因は多い。ブラジル中央銀行は、通貨安抑制プログラム（レア

ル安を抑制するためのドル売りレアル買いの通貨スワップ取引）を行っていた。同プログラムは2015年３月末で期限を迎えた。これに先立つ３月24日に、中銀は介入効果が薄いため、同プログラムを延長しないことを発表した。中銀が通貨防衛から通貨安容認に方針転換したと市場で受け止められ、レアル安がさらに進むことになった。

ルセフ政権下ではルラ前政権から低所得者対策を中心とした分配を重視する姿勢を引き継ぎ歳出が拡大した。一方で景気低迷に伴う歳入減により、昨年はプライマリーバランスが初めて赤字に転じるなど財政状況は著しく悪化している。このため、今年、２期目に突入したルセフ政権にとっては財政健全化が急務になっている。政府は２期目の経済政策運営について財政規律を重視する姿勢を示し、歳出規模の伸びを経済成長率以下にするなどの歳出抑制策に取り組む一方、歳入増に向けた各種増税措置を発表している。こうした緊縮財政の実施は、景気低迷下で、一段の景気悪化を招くことから、連立与党内からも反発が高まっており、財政再建の行方に不透明感をもたらしている。しかしブラジルの信用格付けを投資適格の水準に維持し、資本流出に歯止めを掛けるためにも、政府は財政緊縮を進めざるを得ない状況に追い込まれている。

このように、ブラジルは、通貨安が輸入物価上昇によるインフレ高進をもたらし、利上げが大幅になることでさらに景気が低迷、これが通貨安に追い打ちをかけるという悪循環に陥っている。財政再建のため、財政政策で景気刺激を図ることも難しい。ブラジルは、すべてが原油安を主因にしたものではないものの、原油安から波及する経済悪化懸念への道筋（図表６）と同様の道を辿っていると言えよう

③　南アフリカ

2014年の実質GDPは前年比1.5%程度に留まった。2013年の2.2%増を大きく下回り、世界金融危機でマイナス成長となった2009年以来、５年振りの低い水準となる。中国をはじめとした海外景気の減速を受けた資源輸出の伸び悩み、ストによる生産停滞などが経済低迷の要因になっている。ただストが終了した後は､緩やかだが成長が上がってきている。国内需要は力強さを欠いており、これは雇用情勢の悪さと長引くインフレを主な要因としている。失業率は25%を上回る高水準に留まっており、個人消費の増加を妨げている。

南アフリカ経済は、近年、貿易赤字が常態化している。海外からの投資資金の流入は利子・配当支払いによる所得収支の赤字を増加させ、経常赤字が拡大することにもなる。2014年半ば以降、輸出の減少は底を打ったとみられるが、貿易赤字が続いている。

産油国ではないことから、原油安はインフレ圧力の後退など恩恵をもたらすと見込まれる。一時、６％を超えていた消費者物価指数の上昇率は、2015年１月には4.4%に低下し、中央銀行が目標とする３～６％の範囲内に収まった。

財政は世界金融危機が直撃した2008－09年度に赤字に転じて以降、赤字幅が拡大基調を強め、財政状況は悪化している。景気低迷を受けて、景気刺激のための財政支出の拡大、さらに直近では資源価格下落による歳入の減少を受けて、財政赤字が拡大している。対外債務残高も緩やかながら増加しているが、外貨準備高は外貨建て短期対外債務額を十分にカバーする水準にある。

南アフリカにおいても、経常赤字や財政赤字は、原油安（資源価格の低下）によってもたらされたものではなく、構造的な問題である。

3．F5の抱える課題

F5の状況を見て来ると、原油安の影響はそれほど大きなものではない。資源輸入国のインドとトルコ、資源輸出国だが原油輸入国のインドネシアでは、インフレ抑制面で原油安の恩恵を受けている。また資源輸出国のブラジルと南アフリカでは、資源価格の低下は対外収支を悪化させてはいるが、依然として解決が進まない構造問題が大きく横たわっている。全体的に、原油安などの資源価格よりも自国通貨安の方が、インフレ率など経済への影響が大きく出ている。

F5を比較してみれば、経済の好調さという観点からは、インドが筆頭に挙げられ、ブラジルがもっとも厳しいと見られる。2012年末に比べて、対米ドルでの下落率を見ると、ブラジルが最大で35%超、トルコと南アフリカがこれに続き、ともに30%超、インドネシアが25%超で、もっとも下落率が低いのがインドとなっている。通貨の下落率は、経済運営がうまくいっている順位を表したものともなっている。

現在直面している状況は、F5各国によって大きく異なる。米国利上げによる資金フローの変化（外資の流出）の可能性、それによる経済への影響も一様なものではない。一方、各国の抱える課題は、共通して、様々な経済環境下で、経済構造改革を進展させていくことの一点に掛かってくる。そのカギを握るのは政策運営であり、政治のトップがどのような対応をしていくかである。

インドのモディ政権には期待が大きく、現在のところ順調に構造改革を進めている。インドネシアのジョコ政権にも期待が掛かるが、インドに比べれば苦戦していると言える。南アフリカのズマ政権は労働組合に支えられている面が強く、改革を進めることが難しくなっている。トルコのエルドアン政権は強権体質を強め、経済運営にも圧力を高めている。ブラジルのルセフ政権は汚職問題等もあり、国民の支持を失いつつある。こうした状況が前述の通貨安の程度などにも反映されている。こうした政治状況は、各国経済にとって、米利上げの影響を上回る最大のリスク要因であるとも言えよう。