

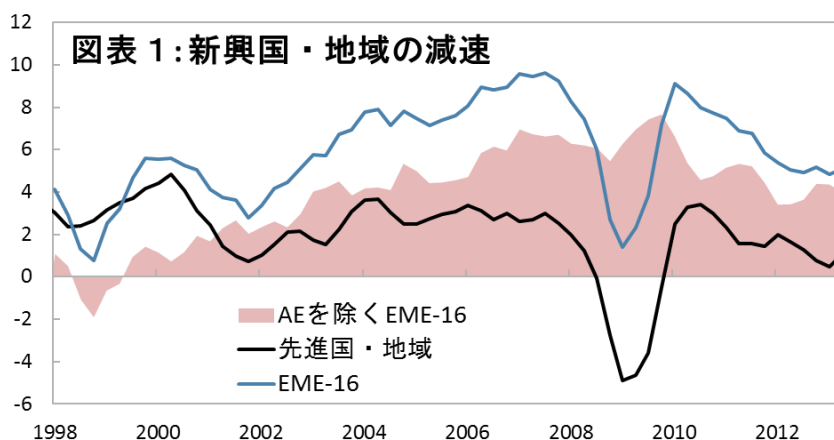
新興市場国・地域は、依然受け入れ先か。

アセル・アルマンスール、アキブ・アスラム、ジョン・ブルードン、ルパ・ドゥタグプタ

2014年4月3日

最近、新興市場国・地域の成長が減速しており、市場や政策界で広がる熱狂に油を注いでいます。2000年代の素晴らしい成長のペース（図表1）は、安価な与信や一次産品の価格高騰といった好調な外部環境による部分が大きかったのではないかと懸念する声も聞かれます。そのため、今、先進国・地域でモメンタムが強まり、金利が正常化し始め、一次産品よるプラスが逆転し始めると、新興市場国・地域の成長はさらに低下する可能性があるとしています。

他方で、改善されたガバナンスの基準、真の構造改革、強固な政策などにより成長はより緩やかであるものの持続可能な軌道に乗ったのだとして、新興市場国・地域の成長の要因が背景にあるのだと主張する声もあります。



真実はその間のどこかにあります。明らかなのは、新興市場国・地域は、世界経済に大きく貢献しており、新興市場国・地域にとって重要なことは世界経済の見通しにとってもますます重要であるということです。

今後、新興市場国・地域にとり何が重要であるかは、どの程度外部要因と国内的要因が、成長を促進または阻害するか、その傾向によります。

2014年4月の世界経済見通し（WEO）の第4章では、過去15年において、外部要因が新興市場国・地域の成長をどのように牽引したかに焦点を当てています。分析によると、新興市場国・地域の成長は、いまだ力強いもののこれまで2年間で減速しています。これは外部環境と国内環境の両方に起因すると思われます。

外部要因が、新興市場国・地域の成長にどのように影響するか

先進国・地域の力強い回復は、これらの国や地域での金利上昇にもかかわらず、新興市場国・地域にとって総じてプラスなものである事がわかりました。具体的には、通常、米国の成長率が1パーセントポイント上昇すると、同じ四半期に新興市場国・地域の成長率が0.3パーセントポイント上昇し、その累積的効果は、1～2年を過ぎてもプラスであり続けるようです。

これを理解するために関連する様々な力を考えてみましょう。第一に、先進国・地域の成長の拡大は、新興市場国・地域の輸出を押し上げます。第二に、世界の資本は、より高い成長と金利という機会を利用するために、新興市場国・地域から先進国・地域へと戻ります。先進国・地域とより多くの貿易をする新興市場国・地域（マレーシア、メキシコ）では、第一の影響が顕著に見られます。そして、資本フローによりオープンな新興市場国・地域（チリ、タイ）では、第二の影響が、第一の影響を一部または完全に相殺します。我々の分析によると、新興市場国・地域全体では、第一の影響は第二の影響を上回っているようです。

驚くまでもなく、もし、新興市場国・地域の外部資金調達の条件が、先進国・地域の経済回復で説明できる以上に引き締まった場合、2014年初めに市場が混乱した間にも見られたように、新興市場国・地域の経済は苦しい状況におかれる傾向にあります。資本の流出に伴い、新興市場国・地域の為替レートが下落し輸出競争力を支えることになるでしょう。同時に、資本の流出をくい止めようと通常、国内金利を引き上げますが、これは成長を妨げる行為です。我々の分析で、新興市場国・地域における国内金利の上昇は、為替レートの下落の利益を相殺する傾向がある事が判明しました。

以上から、こういった国や地域の経済のパフォーマンスは、外部要因の影響だけでなく、変化に対しどのような国内政策を実行するかにもよる事がわかりました。

では、国内的要因は、新興市場国・地域の成長にどのように影響するのでしょうか。

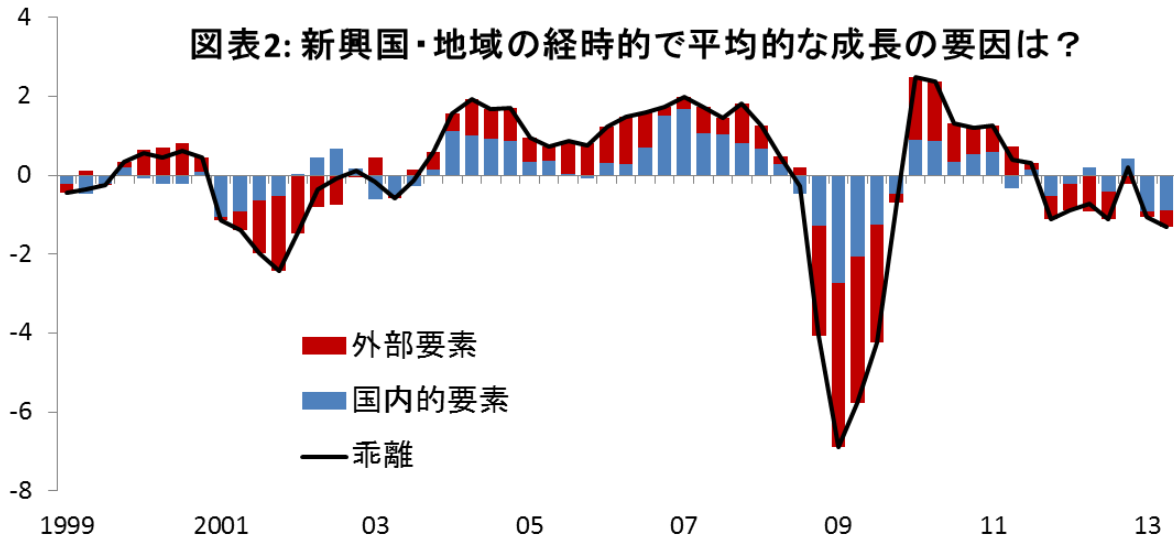
外部環境と国内的要因

以前[ブログ](#)でお話したように、新興市場国・地域の成長が、過去15年の平均から乖離する背景には、外部要因か或いは国内的要因の影響があると見ることができます。

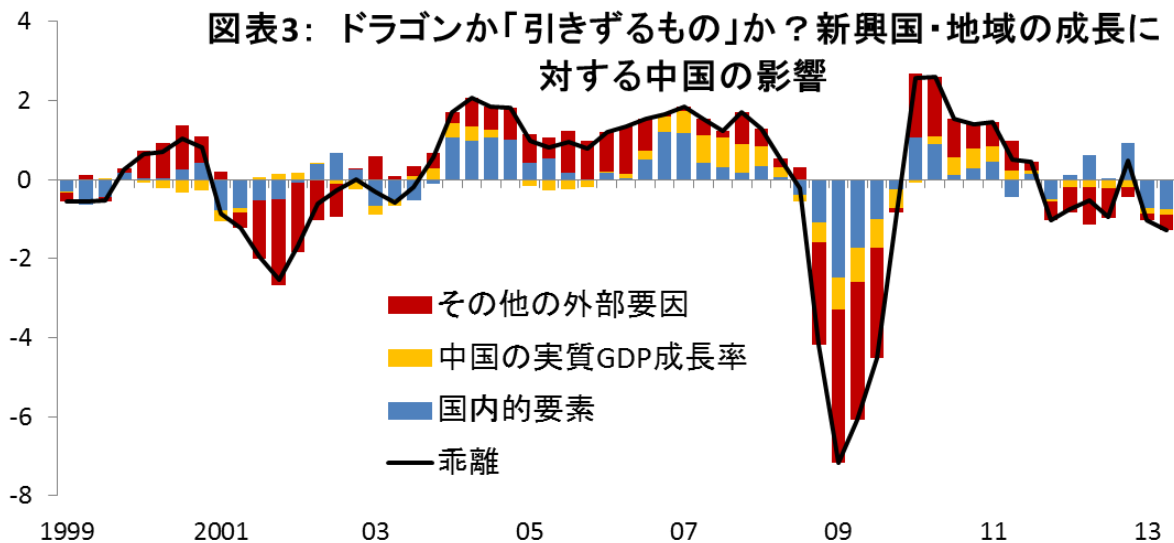
外部要因と国内的要因のどちらの影響が大きいですでしょうか。平均して成長の乖離の半分かそれ以上は、時期や国によって大きな差異があるものの、外部要因で説明することができる事がわかりました。たとえば、世界金融危機のピーク時に見られた急激な減速は、大部分の国ではほぼ全て外部要因に起因したと言えます。

2006年から2007年の新興市場国・地域の力強い成長の主因は国内的要因です。そして2012年以降の成長の縮小もまた、大部分は国内的要素によります。こうした分析結果は、多くの新興市場国・地域の成長が、国内の構造的要因と政策の不確実性という制約に一段と左右されるということ事を示した最近の研究の結果を再確認するものだといえるでしょう（[アナン](#)、[ド、トゥリン](#)（2014年）と、[ダブル・ノリス、コッチャー](#)（2013）のブログを参照）。中国やインドといった比較的規模が大きい或いはそれほど開放が進んでいない経済では、外部

環境よりも国内的要因によって、1998年から2013年の成長に見られる平均からの乖離の大部分を説明することができます。



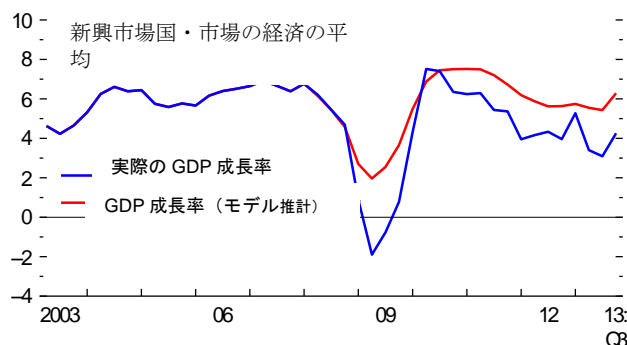
新興市場国・地域にとって、外部要因としての中国の役割はどのようなものでしょうか。世界第2位の経済大国である中国も、他の新興市場国・地域の成長を決める重要な役割を担っているのではないかと予想できますが、実際その通りです。世界経済危機のなか、多くの新興市場国・地域は、力強く拡大する中国の経済活動の波に乗ることができた事が分かりました。しかし、最近のドラゴン経済の減速により、新興市場国・地域の成長も軟化しました（図表3）。



ギアチェンジする：新興市場国・地域の減速した成長に合わせる

2007年以降の新興市場国・地域の経済成長見通しを、外部要因を加味した成長としてみると、一部の相対的に規模の大きい新興市場国・地域は、2012年以降、期待を下回るペースで成長していることが分かりました（図表4）。これは、国内の構造的要因による制約を含めた他の要因（主に内部要因）が、多くの新興市場国・地域の成長を抑制している事を示唆しています。そして、もしこれらの国内的要素の低迷効果が、これまでの約1年の様に持続する場合、新興市場国・地域の成長は当分緩やかだと推測できます。そして、これは新興市場国・地域以外の世界の経済成長にも影響するのです。

図表4：減速を理解する



出所：Haver Analytics、Tohmsn Reuters Datastream、IMF スタッフ算出
 注：アルゼンチン、中国、ロシア、ベネズエラを除く全サンプル国の二つの代替シナリオから抽出した条件付き成長見通しの平均。詳細は2014年4月 WEO 第4章図 4.12 を参照。

家の中をきちんと整った状態にする

外部環境が今後も新興市場国・地域の成長に強い影響を与え続けることは確かです。そこで、政策立案者は外部の展開に警戒しこれを注視しなければなりません。外生ショックの影響に対して多くの懸念の声が聞こえますがこれはもっともです。先進国・地域の成長の改善に比例しない、海外での借入金利の急激な引き締めは、新興市場国・地域にダメージを与えるでしょう。中国の成長のペースは、より均衡あるしかし緩やかなものへと転換していくことで、他の新興市場国・地域の見通しに必然的に影響を与えるでしょう。そして、もし先進国・地域の経済が現在予測されている様に回復しなかった場合、新興市場国・地域にもその影響が伝わるでしょう。

そうは言っても、国内的要因は、現在の外部要因を踏まえた期待レベル以下へと成長を抑制しています。つまり、最近の新興市場国・地域の経済の減速は、国外の展開と同様、国内の展開も影響しているのです。そして、政策立案者にとって現在の優先事項は、国内的要因の役割をさらによく理解し、外部の状況にかかわらず、経済の頑健性を強化させるための政策の機会があるかを評価する事なのです。

経歴:

アセル・アルマンズールは、国際通貨基金（IMF）調査局世界経済研究課に特別に任命された。以前、IMF 統計局政府財政課に勤務。フロリダ州立大学で応用統計学の博士号を取得。



アキブ・アスラムは、IMF 調査局世界経済研究課のエコノミスト。以前は、欧州局と財政局に勤務。2010年にIMFに加わる前は、ゴールドマン・サックス・インターナショナル、イングランド銀行、英国政府経済サービスに勤務。ケンブリッジ大学で博士号取得。興味のある研究分野は応用マクロ経済と計量経済学を含む。



ジョン・ブルードンは、欧州局先進経済課のエコノミスト。2010年にIMFに加わり、調査局世界経済研究課で世界経済見通し(WEO)に携わる。IMF加わる以前は、オックスフォード大学のポストドクター研究員とイギリスのサウスハンプトン大学の教授であった。興味のある専門・研究分野は実証分析（応用計量経済学）を重視した、国際金融、金融市場、財政・金融政策、経済開発。カリフォルニア大学バークレー校で博士号を取得。



ルパ・ドゥタグプタは、IMF 調査局世界経済研究課の副主任。メリーランド大学カレッジパークで博士号を取得後、2000年にIMFに加わった。興味のある研究分野や出版は広いトピックに渡り、新興市場の成長、資本フロー、金融危機などである。