

まだ先は長い

新興市場国はコロナ禍の克服、より正常な政策への回帰、経済の復興の間でバランスをとる必要がある。

ルパ・ダタグプタ ジェイラ・パザルバシオル

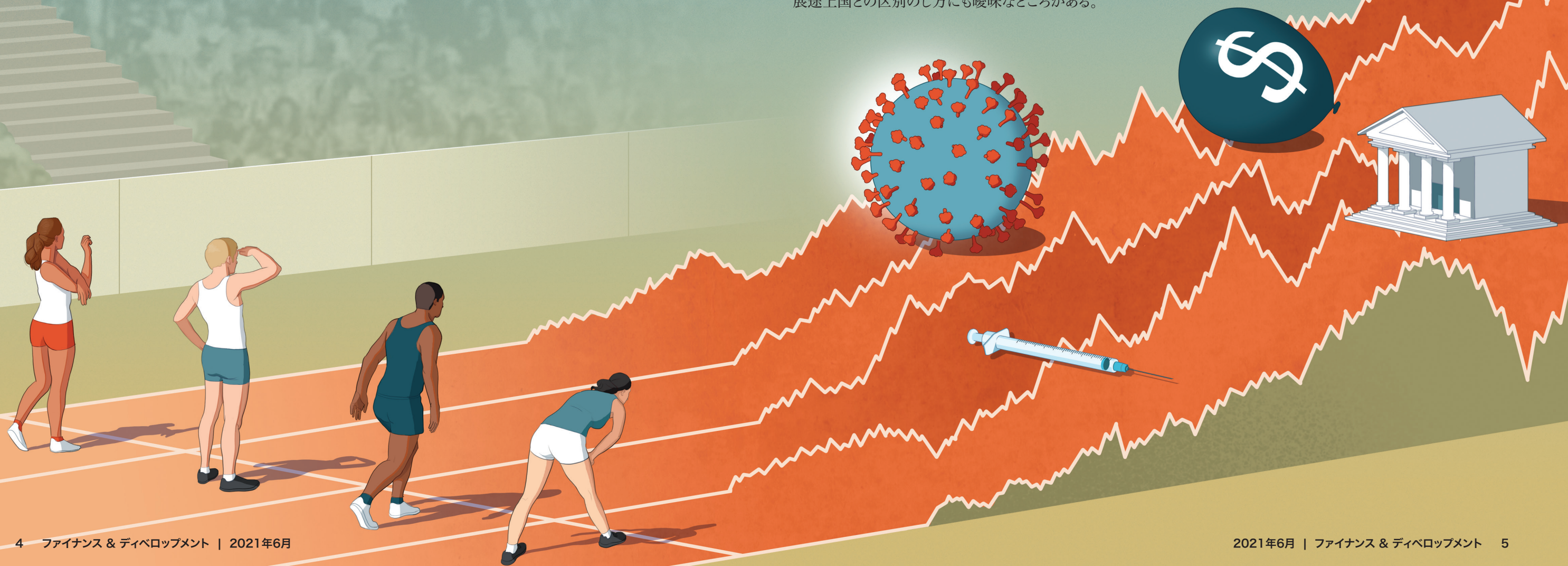
コロナ禍は2年目に突入したが、新興市場国の今後の動向について懸念が深まっている。現在までのところ、新興市場国は新型コロナウイルスからの打撃が大きかった産業や世帯を対象に異例の救済措置を講じることで、今回の危機がもたらした悪影響に迅速に対応してきた。2020年3月に見られた金融ストレスが短期間で終わった後、大半の新興市場国は世界金融市場に戻り、資金ニーズを満たすために債券を新規に発行できるようになった。しかし、世界経済の回復動向を見ると、一部諸国が他国よりも速いペースで復興している。また、コロナ禍を取り巻く不確実性も高い。こうした中で市場が激しく動く可能性は高くなるだろう。こうして変化する環境の中を進み、両立困難な政策のバランスをとり、持続的な復興を達成していく過程で、新興市場国の政策担当者の力が試されることになるだろう。

新興市場の国々は多様であり、同じポイントがどの国についても言えるわけではない。新興市場国について公式の定義は存在しないが、市場への持続的なアクセス、中所得水準を達成する上での進歩、世界経済にとっての重要性の高まりといった性質に基づいて特定されるのが一般的だ(ボックス参照)。そうであっても、こうした国々は瓜二つではない。そして、新興市場国とその他発展途上国との区別のし方にも曖昧なところがある。

21世紀に入ってから、新興市場国はマクロ経済政策強化の面で大きな進展を見せてきた。その結果、その平均をとると、1人あたり所得が2倍以上に増えている。新興市場国だと私たちが見なしている国々の65%で金融政策は将来を見越したインフレーション・ターゲティングの枠組みを用いており、インフレも抑制され物価も安定している。複数の国々で公共財政は財政ルールに従って運営されている。また、1990年代に起こった複数の危機の後、多くの国で銀行部門における大きな改革が積極的に進められてきた。2008年から2009年の世界金融危機で進歩がやや鈍化したものの、台無しになったわけではない。

良好な経済実績

経済面ではこれまでに優れた成果が出ており、新興市場国の政策担当者がコロナ禍において市場の信認を損なうことなく大胆な措置を講じる上でこれが一助となった。政府支出増、企業や銀行への流動性支援、融資促進を目的とした銀行の資本バッファ活用、中央銀行による国内市場安定化のための資産買い入れプログラムなどが経済救済措置として





実行された。また、国内における物価上昇率が低い一方で先進国・地域の金融政策が緩和されたことで、新興市場国の中央銀行には自国の政策金利を大きく引き下げる余地が生まれた。コロナ禍が始まって以降、大半の新興市場国で世帯の貯蓄は増加している。こうした国内の貯蓄のほとんどは政府の資金源として活用され、国外からの借り入れの必要性が削減された。この結果、民間投資の減少とあいまって、経常赤字が抑制された。

しかし、財政ファイナンスによる財政赤字の直接的な補填や、融資返済の一時凍結などは新しいリスクをもたらす。経済全体に生じた途方もないストレスを緩和するための一時的な措置として、政策担当者はこうした施策を擁護してきた。一部諸国では、すでに巨額だった国家債務が財政赤字幅の広がりによって、一層の増加を見せた。他の国では、国有企業の債務を含め、企業部門の債務の膨大さ、また、企業債務が回避策なしの状態での替りリスクを抱えており、企業に大きな負荷がかかった際には財政に偶発リスクをもたらす。国内銀行が保有する対政府債権が増加すると、政府の財政力と銀行システムの健全度との間に見られる関係性も深まる。

コロナ禍は終息からほど遠い。したがって、どの措置が効果を発揮したか判断するには時期尚早だ。2020年に経済活動は大半の新興市場国で急激に収縮した。しかし、国際通貨基金(IMF)が2021年4月に発表した「世界経済見通し(WEO)」では、先進国と新興市場国を含め世界中で政策措置が講じられていなければ、世界GDPのマイナス成長幅は3倍まで悪化していただろうと推計されている。

対策に見られる差の拡大

新興市場国では復興状況に見られる差が拡大してきているが、これは経済の状況や政策対応の違いを反映している。中国やアラブ首長国連邦など国内での感染拡大防止やワクチン接種に成功した国では復興が速やかに進んでいる。財政面で潤沢なバッファがあるか、市場での資金調達ができるか、またはその両方の条件が揃っている国々は、より大規模な財政支援を実施できた。その例がフィリピンやポーランドである。一部諸国は、中央銀行の信頼性が高く、為替相場の面で深刻なストレスを抱えることなく、史上最低水準まで政策金利を引き下げること、また、非伝統的な金融政策を講じることが可能になった。アルゼンチン、エジプト、トルコといったマクロ経済的な不均衡が存在しているか、債務負担が膨らんでいる新興市場国は、復興の下支えと不均衡の削減との間のトレードオフに直面し続けている。

今後の道のりだが、これまでよりもやや困難なものになりうる。新型コロナウイルスの変異株の脅威を受けて、各国は感染拡大抑制策の継続と、政策正常化と経済強靱

性の再構築との間に存在する数多くのトレードオフを見比べる必要が出てくるだろう。前者について言えば、家計や企業への経済支援の必要性が継続する可能性が高い。十分なワクチン確保は初めの一步に過ぎない。対外資金調達の必要性が大きい国を中心として、米国の長期金利上昇を背景とした金融市場のボラティリティに上手に対応する必要がある。構造改革には、政治的・社会的な支持が重要となるだろう。国によって優先順位は異なるが、政策行動が必要となる分野が複数ある。

企業部門への対象を絞った支援: 医療危機が収束するにつれて、各国は広範囲の危機緊急支援から持続可能な企業を対象を絞った支援施策へと方針転換を開始し、最終的には民間主導の成長への移行を可能にすべきだ。これが実現するスピードは企業部門における成長と雇用のつながりの状況と、コロナ禍に由来するストレスを克服できるだけ長く各国が持続可能な企業を支援する力があるかに左右されるだろう。そして、これが実現する効率性は、労働市場制度の力強さとセーフティネット、銀行システム監督、資源再分配を円滑化させる破綻処理手続きによって変わってくる。IMFの2021年4月「国際金融安定性報告書(GFSR)」に示されているように、企業の流動性と支払能力を区別することは簡単ではない。コロナ禍が勃発する前から新興市場国の一部企業では債務が高水準に達していた。そして、企業ストレスが経済全体にどのような意味を持つかの評価も改善されるべきだ。

先進国も同じような課題に直面するが、新興市場国の方が付随するトレードオフが深刻なものになる可能性が高い。というのも、一般的に予算の制約が新興市場国で大きくなりがちだからだ。また、新興市場国では企業破産処理の枠組みが弱いことが多い。したがって、破産の波を引き起こす過剰な清算のリスクを減らしつつ、過剰な与信支援によって経営を続けるものの新しい活動に投資を行わないゾンビ企業を生み出すリスクも抑えるかたちで政策介入を設計しなければならない(Pazarbasioglu and Garcia Mora 2020)。1992年のポーランド、1994年のメキシコ、1997年から1998年の東南アジア諸国、2001年のトルコなど、過去の経験を踏まえると、適切なタイミングで資産の質を見直し、また、私的整理、債務救済、不良資産処分を組み合わせることで、成功する戦略の柱となるように思える(Araujo and others, forthcoming)。

新興市場国では市場よりも銀行からの資金調達が浸透しているため、企業のストレスはコロナ禍収束後、銀行が融資損失増を認識せざるをえなくなった場合に金融安定性に悪影響を及ぼしかねない。透明性を高めるために、銀行資産の質の審査が一部の場合には必要となりうる。コロナ禍において規制措置が緩和されていることを踏まえると、この点が特に言えるだろう。一部新興市場国では、企業部門や家計がシャドー

新興市場国の定義は？

新興市場国には公式の定義が存在しない。国際通貨基金(IMF)の「世界経済見通し(WEO)」では、1人あたり所得の高さ、輸出される財・サービスの多様性、世界金融システムとの統合度の高さを踏まえて、39か国を「先進国」として分類している。それ以外の国々は「新興市場国と発展途上国」として分類されている。そのうち、IMFの「財政モニター」では、相対的に高い所得に基づいて、40か国が「新興市場国・中所得国」とみなされている。

新興市場国の特徴となるのは所得だけではない。新興市場国の大半で経済が力強い成長を持続的に実現しており、付加価値の高い財を生み出せる安定性が見られる。また、所得だけでなく、世界貿易への参加や、金融市場との統合の面でも先進国との共通性が高い。新興市場国を特定する上で、私たちは次の点を検討している。

- ・ 世界経済での存在感: 国の経済規模(名目GDP)、人口、輸出の世界貿易における割合。
- ・ 市場での資金調達: 世界的な対外債務に占める各国の対外債務の割合、大規模な国際機関投資家が活用する世界的な指数を構成しているか、国際債券の発行頻度と発行量。
- ・ 所得水準: 各国の1人あたりGDP(名目、米ドル)

先進国に分類されなかった各国について、重みをつけた変数5種類を用いて、スコアを算出している。

- ・ 0.40×名目GDP+

- ・ 0.15×人口+
- ・ 0.15×1人あたりGDP+
- ・ 0.15×世界貿易に占める割合+
- ・ 0.15×世界の対外債務に占める割合

ある国が各変数について2010年から2020年に上位20か国に入った場合、その変数について1点を足している。それ以外の場合、追加点はない。各変数についての点数を足し合わせた加重合計を最終スコアとする。この手法を用いると、アルゼンチン、ブラジル、チリ、中国、コロンビア、エジプト、ハンガリー、インド、インドネシア、イラン、マレーシア、メキシコ、フィリピン、ポーランド、ロシア、サウジアラビア、南アフリカ、タイ、トルコ、アラブ首長国連邦が新興市場国だと見なされる。ナイジェリアとカタールの2か国は新興市場国のリストから除外されている。ナイジェリアはスコア計算の対象となった2010年から2020年に低所得国に分類され、IMFの貧困削減・成長トラスト(PRGT)からの融資の適格国となっている。カタールは人口が500万人に満たないためだ。

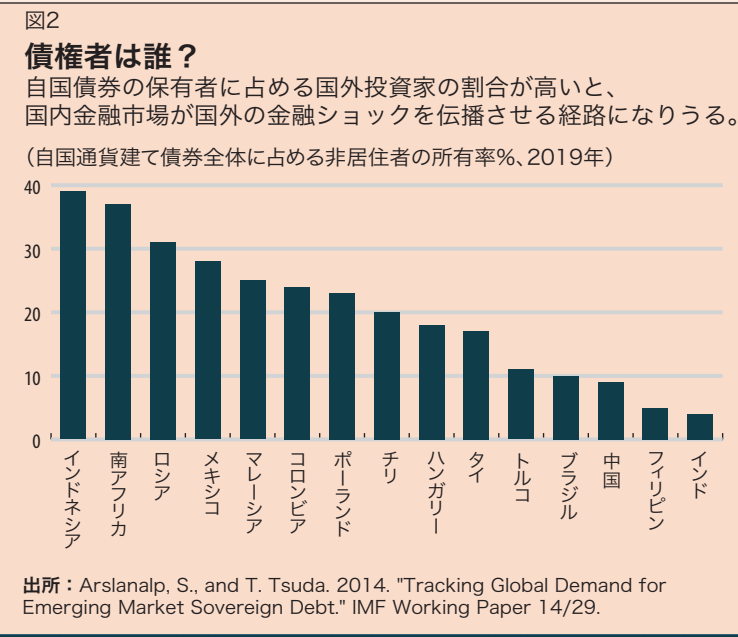
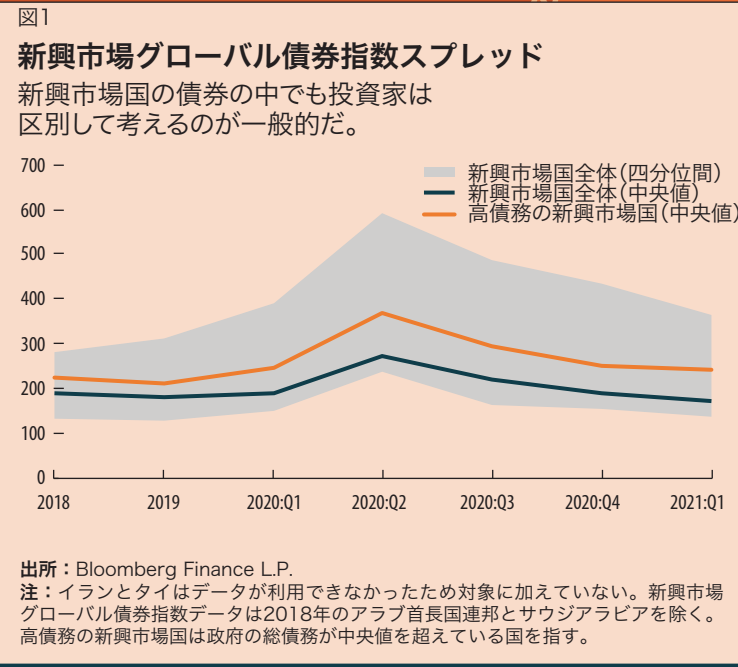
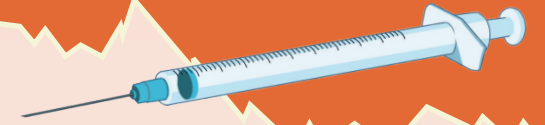
世界GDPのうち、これら新興市場国20か国が米ドル計算の名目値で34%、購買力平価ベースで46%を占める。これらの国々はJPモルガン、モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル(MSCI)、ブルームバーグの指数など新興市場国の一般的な指数にも取り入れられている。

フランシスコ・アリサラはIMF戦略政策審査局のエコノミスト。楊迪は同局のリサーチアナリスト。

バンキングやノンバンクから資金を調達した結果、リスクが生じている。これはノンバンク部門が概ね規制対象となっていないためだ。したがって、より長期的な優先事項は、債務再編と支払不能の枠組みを強化できるように制度設計を行うこと、また、ノンバンク部門から経済全体に生じるリスクを監視するために、マクロ金融ツールと呼ばれる手法を策定することだ。

多くの雇用を生み出し、持続可能でバランスの良い経済成長を実現する: 短期的な復興の先について言うと、長期的な経済の健全性のために行える重要施策は生産性向上と、危機が投資、雇用、人的資本(教育の後退が原因)、金融システムの力強さを長期的に損なう効果(scarring, 傷跡)を緩和することだ。構造改革はしっかりと設計され、適切な順番で実行された場合に相当規模の長期的利益をもたらさう(Duval and Furceri 2019)。優先事項となるのは例えば次の通りだ。

- ・ 中国、インド、メキシコなどにおいて、国有企業を対象にする措置を含め、市場志向の改革を導入する。
 - ・ チリや中国などで社会セーフティネットを強化する。
 - ・ インドネシアやフィリピンなどでインフラ不足の解消を図る。
 - ・ 多くの国々で、年金、製品市場、労働市場、ガバナンスの改革を導入する。
- 貧困層を守る措置を講じつつ政策意図について明確な情報発信を行うことが、困難な改革への社会的な支持を高める上で必須となる。
- また、医療や教育を公平に利用しやすくするため、公共インフラを強化するため、コロナ禍で職を失った労働者に職業訓練を提供するために措置を講じて、感染症流行前よりも力強い経済を新興市場国が構築すべき時が到来している。気候変動への耐性を向上させたり、誰もが恩恵を受けられる経済成



長のためにデジタル化を進めたりすることも必要だ。新型コロナウイルスによる人的犠牲は医療制度と社会セーフティネットが弱い国々で大きかった。そして、サービス志向の部門や、非熟練労働者、働く若年層・女性がより甚大な経済的損失を被った。誰1人取り残さない持続的な復興を実現するために、格差と貧困の拡大は抑え込む必要がある。新興市場国の大半でインフォーマルセクターが経済の4分の1から3分の1を占めている(Medina and Schneider 2019)が、経済のインフォーマル性を下げること賃金が向上したり、再分配措置の恩恵を受けられたりする人が増えるだろう。

一部にはチャンスを活かしている国がある。アジアでは、デジタル化によって生産、情報伝達、政府活動の包摂性が大きく変わりつつある(Gaspar and Rhee 2018)。インドネシアは持続可能な土地利用のプログラムを通じて森林破壊の脅威に対処している。マレーシアなど新興市場国の一部では、炭素排出量削減に向けて取り組む中、移行リスクの監視・管理を改善するために、金融規制枠組みを強化している。

マクロ経済的な強靱性を回復させる：今般の危機は経済の健全性を平時に構築する重要性を改めて痛感させた。新興市場国は次の危機に備えるために、財政、対外、マクロ金融の各方面でバッファーをこれから先すぐに再構築し始める必要があるだろうそれはつまり、コロナ禍においては棚上げにされていた財政ルールと金融規制基準をそれぞれ再導入・再設定することを意味する。外貨準備が不足している場合にはその積み上げも必要な施策に加わるだろう。「セーフティネットが弱い国で公共サービスへ支出のために徴税能力を高める」「政府債務負担が大きい国で債務と債務蓄積を抑制する(財政健全化)」「金融安定性リスクが高まっている国で金融機関対象のマクロプルーデンス政策を引き締める」といった優先事項には違いがあるが、成長の見通しを損なうことなく対応すべきだ。

新興市場国の政府は、公的債務が減少軌道に確実に乗るように財政健全化を再開しつつ、公共投資や社会セーフティネットのために支出を拡大するなど、様々な目標の間でバランスをとる必要がある。新興市場国が抱える公的債務と対外債務の規模について中位点を見ると、2020年対GDP比で前者が59%、後者が同44%となっている。そして、資金調達需要の総額は対GDP比10%を超える規模で2020年から2021年に推移すると見られている。世界的な低金利の結果、債務返済コストはどうかまかなえていないが、対外借入コストがいつまでも低水準にとどまると見込んではいけない。投資家は新興市場国の中でも債券を区別して考えている(図1参照)。自国通貨建ての債券であっても、自国債券の保有者に占める国外投資家の割合が高いと国内金融市場が国外の金融ショックを伝播させる経路になりうる(図2参照)。債務と総資金需要が高止まりし続けると、政策面でのトレードオフがさらに困難なものに

なり、投資家のリスク選好の急な変化に新興市場国がさらされやすくなる。

IMFが2021年4月「財政モニター」で議論しているように、税収確保の強化によって政策担当者は債務を増やすことなく公共サービスを改善できるようになるだろう。実際、先進国が対GDP比で25%を超える税収を確保しているのに対して、新興市場国は平均で同20%を下回っている。また、新興市場国では歳入のより大きな割合を利払いのために使っている傾向にある。

コロナ禍後の環境では、政策余地が縮んでいるだろう。財政赤字、債務、資金需要が大きくなっており、その一方で国内金利の引き下げ余地が小さくなっている。こうした環境で、財政・金融政策・規制の各当局の独立性を保持しつつ、成長と安定性の面で最善の成果を実現するには、各種の政策をより適切に組み合わせるべきだ。例えば、物価上昇圧力が弱い国では、財政支援が縮小されても金融政策が国内需要を支え続けることができる。

復興に速度差がある結果、市場には圧力が生じるため、その他の政策トレードオフにも対応が必要だ。一般的に変動為替相場制が外部からのショックを吸収するクッションの役割を果たすものの、一部の条件下では逆効果が生じうる。例えば、自国通貨安は外貨建ての債務が膨らむことを意味することがあり、市場圧力をさらに増幅させる。金融政策の信頼性が完全に実現されていない場合には、通貨安からの価格転嫁の結果、物価上昇圧力が生じるかもしれない。新興市場国では、金融ボラティリティの中をどう進むかという懸念に多くの政策当局者が注意を払っており、この問題がIMFの「統合的な政策枠組み(IPF)」の重要な柱となっている。

強靱性の再構築

過去の危機からは、新興市場国の政策担当者が負のショックを克服し、経済的な強靱性を再構築できることが明らかだ。さらに、ほとんどの新興市場国が今後も中期的に力強く成長すると予測されている。しかし、新興市場国が自らの潜在的成長力を発揮し、世界の経済活動、貿易、投資、金融が大いに必要としている勢いを生み出すためには、世界が一緒に力を合わせる必要となる。

第一に、新興市場国は苦勞の末に実現していたマクロ経済的な力を回復させるべきだ。1990年代と2000年代前半に勃発した金融危機後、

また、2008年に始まった世界金融危機後が回復の先例となる。コロナ禍からの復興が異なるペースで進んでいることを踏まえ、新興市場国はリスクを切り抜け、強靱性を維持する最善策について互いから学ぶべきでもある。この点においては新興市場国以外も無縁ではない。新興市場国の世界経済にとっての重要性が高まっている中、新興市場国全体としての力強さが世界の安定性にも大きな影響をもたらすことになるだろう。

第二に、主要先進国も相応の貢献を行うべきだ。自由貿易・ワクチン供給・税制に関する多国間協調、金融ストレス再発時にドル流動性を供給するという意思、気候変動への共同対策がいずれも必須となっている。一部の新興市場国は気候変動の一層の悪化を引き起こすことなく強靱性向上を実現する投資を行うために資金面での支援を必要とするだろう。

第三に、世界の開発機関と金融機関による取り組みを相補完的なものにすべきだ。この点を踏まえるとIMFは、政策の対話・提言、予防的な融資枠を含めた融資支援、能力開発といった重要な役割を果たす中で、最も活力のある加盟国諸国がコロナ後の環境で自らの基盤を再構築できるよう支援するために、国際的な学び合いの場を設ける機能を果たしつつ、他機関の関連分野における専門知識を活用することになる。

FD

ルバ・ダタグプタはIMF戦略政策審査局の課長。ジェイラ・バザルバシオルは同局長。

参考文献：

Araujo, J., J. Garrido, E. Kopp, R. Varghese, and Y. Weijia. Forthcoming. "Corporate Debt Resolution in the Time of COVID-19." IMF Departmental Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.

Duval, R., and D. Furceri. 2019. "How to Reignite Growth in Emerging Market and Developing Economies." IMF Blog, October 9.

Fratto, C., B. Harnoys Vannier, B. Mircheva, D. de Padua, and H. Poirson. 2021. "Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries." IMF Working Paper 21/14, International Monetary Fund, Washington, DC.

Gaspar, V., and C. Y. Rhee. 2018. "The Digital Accelerator: Revving Up Government in Asia." IMF Blog, September 26.

Medina, L., and F. Schneider. 2019. "Shedding Light on the Shadow Economy: A Global Database and the Interaction with the Official One." CESifo Working Paper 7981, Munich Society for the Promotion of Economic Research.

Pazarbasioglu C., and A. Garcia Mora. 2020. "Strengthen Insolvency Frameworks to Save Firms and Boost Economic Recovery." World Bank Blog, May 18.