

Contents *****

特集：BRICs の時代は終わったか	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”Opening the floodgate” 「金融政策—水門を開く」	7p

特集：BRICs の時代は終わったか

本誌 2 月 22 日号「転機の新興国市場を考える」では、ルチル・シャルマ著『ブレイクアウト・ネーションズ』を紹介しながら、BRICs に代表される新興国の時代が一段落し、新しい局面を迎えつつある、との仮説を披露しました。

もちろん BRICs4 か国は、大きな人口と経済規模を抱えた国として、今後もそれなりの存在感を示していくことでしょう。政治的な役割も、以前に比べると大きくなっている。ただし、もはや 4 か国の一挙手一投足が注目されるような状況ではなくなっている。むしろ今後の世界経済にとっては、先進国経済の復権が可能かという点が重要ではないか。さしあたっては日米の経済に期待がかかるころですが、さてどんなもののでしょうか。

●マネーは新興国から先進国へ

先週 4 月 4 日、金融政策決定会合で発表された「黒田バズーカ砲」の衝撃はちょっとしたものだった。当日の午後 5 時 14 分に筆者が受け取った JP モルガン社のレポート”BoJ : Regime change materialized”は、こんな風に切り出していた。

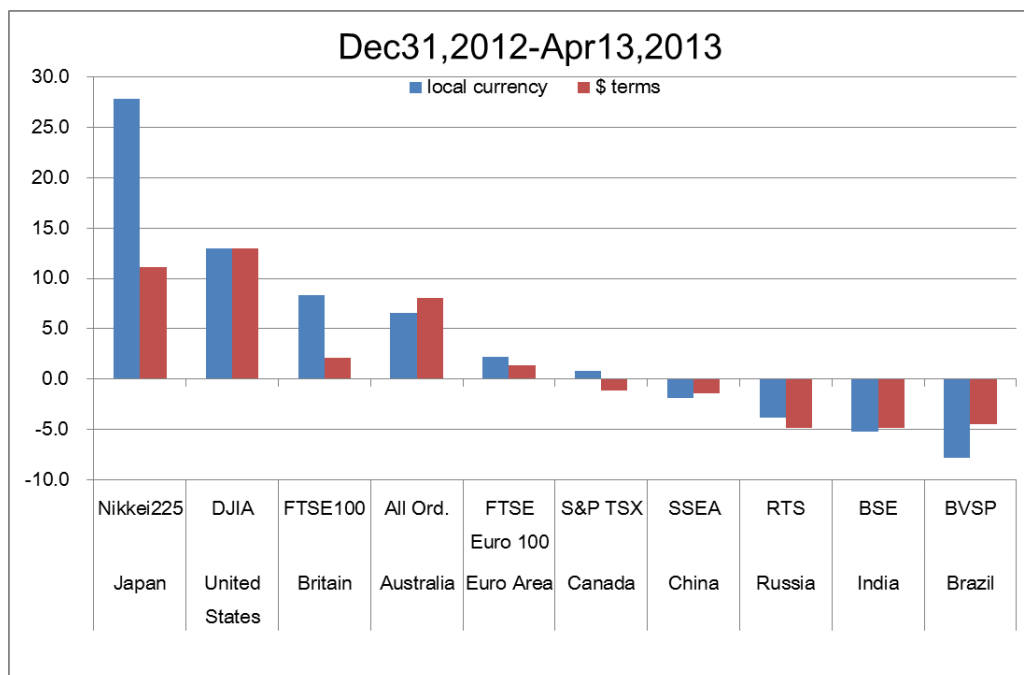
Kuroda made it, verifying his statement made at the Diet last week that he would not disappoint the market. The basic message from Kuroda is that the BoJ will raise the inflation through a rise in asset prices, which is expected to materialize through long-term interest rates, expectation 20 year/30 year JGB yield, and the BoJ’s direct purchase of risk assets.

「黒田はやった」（先週、国会で述べた「市場を失望させない」という約束を履行してみせた）という冒頭の句は、「黒田に見事にしてやられた」くらいのニュアンスが込められているように筆者には感じられた。

かくして翌日には、円安・株高・金利低下が一気に進んだ。もちろんこれが長持ちする保証はないのだが、年初来の各国株式指数の変化を示したのが下記のグラフである。

現地通貨建てでも米ドルベースでも、ものの見事に「先進国はプラス、新興国 (BRICs) はマイナス」という対比ができています。「2013 年は先進国経済が再評価される年」（本誌 2 月 22 日号）という指摘通りの展開となっている

○年初来株価指数の増減¹



これを見ると、いかにも今週末の G20 財務相・中央銀行総裁会議 (at 米ワシントン) が荒れそうに思えてくる。新興国側から見れば、先進国は金融緩和で株高を演出しているけれども、それは通貨安誘導による近隣窮乏化政策ではないかということになる。逆に先進国側は、金融緩和で内需を刺激することは、世界経済全体にとってもプラスだし、新興国の輸出を増やすことにもなるのではないかと反論するだろう。

2010 年秋に米連銀が QE2 に踏み切ったときは、ブラジルのルラ大統領が「通貨戦争 (Currency wars)」という言葉で金融緩和を批判したものである。このときは、アメリカ発の低金利資金が新興国市場や国際商品市況に流入し、新興国バブル、資源バブルを誘発していたから、新興国側の言い分にもそれなりに説得力があった。

ただし 2013 年春の世界経済は、当時とはかなり違う。現状では、ジャパマンマネーがいきなり世界に溢れ出るような地合いではない。また、国際商品価格について言えば、むしろ金などの急落が耳目をそばだてているくらいである。バーナンキ 2 世たる黒田総裁の「異次元の緩和策」は、たぶん G20 では許容されることであろう。

¹ The Economist 誌の巻末にある Economic and financial indicators のデータを採用した。

●新興国ブームのピークは2010年

ワシントンではG20に併せて、IMF世銀総会も行われる。4月16日には、恒例のWEO（世界経済見通し）最新版が公表されたので、その主要部分を紹介しておこう²。

○World Economic Outlook (IMF/Apr.2013)

* () 内は前回1月発表分との違い

(単位%)	2010	2011	2012	2013	2014
全世界	5.1	3.9	3.2	3.3(-0.2)	4.0(±0)
先進国	3.0	1.6	1.2	1.2(-0.1)	2.2(+0.1)
—アメリカ	2.4	1.8	2.2	1.9(-0.2)	3.0(-0.1)
—ユーロ圏	2.0	1.4	-0.6	-0.3(-0.2)	1.1(±0)
—日本	4.7	-0.6	2.0	1.6(+0.4)	1.4(+0.7)
—アジア NIES	8.5	3.3	1.8	2.5(-0.3)	3.4(+0.1)
新興国	7.4	6.4	5.1	5.3(-0.2)	5.7(-0.1)
—中国	10.4	9.3	7.8	8.0(-0.1)	8.2(-0.3)
—インド	10.1	7.7	4.0	5.7(-0.2)	6.2(-0.1)
—ブラジル	7.5	2.7	0.9	3.0(-0.5)	4.0(+0.1)
—ロシア	4.3	4.3	3.4	3.4(-0.3)	3.8(-0.1)
—ASEAN5	7.0	4.5	6.1	5.9(+0.3)	5.5(-0.2)
世界貿易量	12.6	6.0	2.5	3.6(-0.2)	5.3(-0.1)
石油価格	27.9	31.6	1.0	-2.3(+2.8)	-4.9(-2.0)

上方修正されているのは日本くらいであって、後は軒並み下方修正である。ここでも日本経済（とその金融緩和策）が高く評価されている様子が窺える。

さらに目につくのが、新興国経済、とりわけ BRICs で下方修正が相次いでいることである。特に4月15日に発表された中国の第1四半期GDP成長率が、市場予測を下回る前年比7.7%に終わったことは、原油などのコモディティ商品価格を一斉に下落させるきっかけとなった。

『ブレイクアウト・ネーションズ』のプロローグは、インドのデリーにある田舎家において、著者のシャルマがバブリーなパーティーに招かれるところから始まる³。そこで若きインド人経営者が、「ここ以外のどこに金が行くって言うんですか？」と言うのを聞いて、シャルマは深くショックを受ける。これがまさしく2010年の暮れのことであった。

あらためて上の表を見れば、2010年のインド経済は絶好調の二けた成長であった。ちょうどQE2のマネーが、大挙して新興国に押し寄せてきた時期であった。先進国経済はリーマンショックで深い傷を負って沈んでいたけれども、新興国経済は元気な成長が続くと思われていた。例えば、本誌2010年12月10日号「2010年の世界経済を回顧する」においても、「米国、欧州、日本などの先進国はあまりいいニュースがなく、代わりに中国やインド、ブラジルなど新興国全体が元気だった1年」と総括している。

² <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/>

³ 日本の神戸牛、イタリアのトリュフ、アゼルバイジャンのブルーガ・キャビアが出されたそうだ。

●もともとの BRICs 予想を振り返る

あらためて思い起こすと、BRICs という言葉を考案したのは、2001 年から 10 年にかけてゴールドマンサックスのチーフエコノミストを務めたジム・オニールであった⁴。同氏は 2001 年、“The World Needs Better Economic BRICs”というレポートで初めて「BRICs」という言葉を世に送り出すわけだが、「人口と経済規模と地域バランス」（もちろん語呂合わせもあったはずだが）を勘案してこの 4 か国を選んだという。

2001 年という年は、「9/11」でアメリカがテロ攻撃を受け、また前年の IT バブル崩壊を受けて、金融界が今までにない投資先を求めている時期であった。多少の邪推を加えると、アメリカのニューエコノミーが限界になったから、今度は新興国のオールド・エコノミーで儲けてやれ、との思惑があったのではないだろうか。

BRICs というコンセプトは、2003 年 10 月のレポート、“Dreaming with BRICs—The Path to 2050”で完全に定着する。この時の GS 社のシミュレーションは、「最新の人口動態、資本蓄積と生産性モデルを使用した長期予測」という触れ込みであった。今から振り返ってみると、これが驚くほど当たっているし、中国などは予測を上回っている。ジム・オニールのシナリオは、見事に実現したわけである。

OBRICs 4 か国の成長率 5 年平均予測

	ブラジル	中国	インド	ロシア
2000-2005	2.7	8.0	5.3	5.9
(実績)	3.1	9.5	6.3	6.8
2005-2010	4.2	7.2	6.1	4.8
(実績)	4.3	11.2	8.6	4.1
2010-2015	4.1	5.9	5.9	3.8
2015-2020	3.8	5.0	5.7	3.4
2020-2025	3.7	4.6	5.7	3.4
2025-2030	3.8	4.1	5.9	3.5
2030-2035	3.9	3.9	6.1	3.1
2035-2040	3.8	3.9	6.0	2.6
2040-2045	3.6	3.5	5.6	2.2
2045-2050	3.4	2.9	5.2	1.9

ただしこの予想においても、4 か国の成長率は 2010 年以降、6%以下に減速することになっている。経済規模が大きくなるにつれて、成長率が低下するのは当然の話であって、もともとのジム・オニールの構想でも、「ドル建て GDP 成長のうち 3 分の 2 は実質成長率の加速で、残りは通貨高を通してもたらされる」ことになっている。新興国ブームは息切れしているのではなく、妥当なトレンドに収斂しているのだと考えるべきだろう。

⁴現在は GS アセットマネジメント会長で、つい最近も “We want Abe.” とアベノミクス待望論をぶって評判になっていたが、本年末で引退するとのことである。

●BRICS は政治力も発揮できるか

それでも過去 10 年にわたる BRICs 各国の快進撃は、世界経済の景色を一変させた。IMF の最新データを使うと、下記の通り 世界経済のトップ 10 には BRICs4 か国が全部入ってしまう。これに人口（こちらは国連のデータ）を合せると、4 か国の発言力が高まるのは自然な勢いだらう。

○世界経済の TOP10 (2011 年)

	Country	GDP(bil. USD)	Population
1	United States	15,075.68	314,551,246
2	China	7,298.15	1,357,946,313
3	Japan	5,866.54	126,535,920
4	Germany	3,607.36	82,303,465
5	France	2,778.09	65,476,486
6	Brazil	2,492.91	194,946,470
7	United Kingdom	2,431.31	62,512,232
8	Italy	2,198.73	60,550,848
9	Russia	1,850.40	142,958,164
10	India	1,826.81	1,224,514,327

つい最近の事例で言うと、3 月 26~27 日に南アフリカのダーバンで行われた BRICS サミットがある。ややこしくて恐縮だが、こちらは南アフリカ (S) を加えた 5 か国の集まりであり、最後の”s”が小文字ではなくて大文字になっている。ただし南アは、経済規模で言うと 4086 億ドルと世界 29 位に過ぎず、サウジアラビア (20 位) やイラン (25 位) よりも下である。ずいぶんと格差がある 5 か国の集まりなのだ。

この BRICS サミットは、2009 年 6 月にロシアのエカテリンブルグで第 1 回を開催し、以降、2010 年にブラジルのブラジリア、2011 年に中国の海南島、2012 年にインドのニューデリーでと会合を重ねてきた。第 5 回会合では、新興国主導で途上国を支援する BRICS 銀行の創設をぶち上げている。500 億ドルの資金を拠出するとのことだが、出資比率をどうするか、本部をどこに置くかなどは決まっていない。察するに、中国とそれ以外の国の規模や思惑が違い過ぎて、容易にまとまらないのであろう。

ご存知、ジョセフ・ナイ教授は、4 月 3 日に”BRICS Without Mortar”（「モルタルのないレンガ」、転じて「まとまりのない BRICS」の意）という論考を寄せている⁵。いわく、BRICS は世界秩序の転換を目指しているが、自分は懐疑的である。BRICS というブランドは外交上の便利な道具だが、本来は異質な国の集まりである。互いに仲がいいわけではなく、印伯南アは IBSA という別の集まりを持ち、中印ロはアジアで勢力を競っている。中国の輸出攻勢は他国で警戒されている。そして 5 か国の経済は揃って減速気味である…。

⁵ <http://www.project-syndicate.org/commentary/why-brics-will-not-work-by-joseph-s-nye>

●先進国の復権はまず日米から？

特に面白く感じるのは、”Russia and China, find it diplomatically advantageous to tweak the Americans, both have different but crucial relationships with the United States.”（中口は結託してアメリカに楯突くことを外交上の得点としているが、それぞれが対米関係をないがしろにすることはない）という指摘である。ハーバード大学の国際政治学の巨匠が、「お前たちの魂胆は読めているよ」と言っているかのようである。

安全保障関係者の間でも、昨今はパワートランジション（米中逆転）の可能性が語られることが多い。ただし BRICs 経済の快進撃も、2010 年以降は安定成長路線に移りつつある。結局、軍事力でアメリカの地位を脅かすまでには至らないのではないだろうか。

他方、BRICs 4 か国はすでに経済規模でトップ 10 入りしているので、彼らの意向は無視できなくなっている。「BRICs の時代が終わった」というよりは、「BRICs 台頭の時代が終わった」と受け止めるべきなのであろう。

そうだとしたら、これから先の世界経済をどう考えればいいのか。以下はごく簡単な思いつきのメモ書きである。

1. **成長**：新興国が安定成長期に入ってしまったら、次なる世界経済の成長のドライバーが何かが問題になる。再び先進国中心の時代に戻る、ということであればいいのだが、欧州債務危機はなおも現在進行形であり、欧州が早期に立ち直るとは思えない。となれば、アメリカと日本に期待が集まるのは無理からぬところ。古い形容だが「日米機関車論」が求められよう。アメリカの「シェールガス革命」、日本の「アベノミクス効果」の成否に注目が集まるだろう。
2. **金融**：世界的な金融緩和が長期化する中で、グローバルな投資家は今後の投資先に悩むことになるだろう。単純に先進国に回帰するのか、あるいは新興国市場の次の「フロンティア市場」（シャルマは「スリランカからナイジェリアまでの第四世界」と形容している）に向かうのか。しばらくは方向が定まらないのかもしれない。
3. **資源**：新興国における「オールド・エコノミー中心」の成長が減速すると、使われる資源量は 2000 年代ほどではなくなる。このことは、昨今の国際商品価格の下落という現象と整合的である。資源価格の低下はインフレ圧力を低下させ、可処分所得を増加させるので、多くの非資源国にとって悪い話ではないだろう。
4. **貿易**：新興国経済の成長は世界的な貿易量の増加を促した。また 2000 年代は WTO のドーハラウンドが停滞する一方で、世界各地で FTA が誕生し、地域経済圏構築の競争が続いた。こうした動きが今後も持続するかどうか（例えば TPP 交渉は順調に進むかどうか）も注目点の一つといえよう。

<今週の”The Economist”誌から>

”Opening the floodgate”
「金融政策—水門を開く」

Finance and economics
April 13th 2013

*以前から日銀に対し、デフレ脱却への大胆な政策を促していた”The Economist”誌は、黒田日銀に対して好意的な評価を寄せています。

<要約>

中央銀行は断固としてデフレを打ち破る、というメッセージを日本の世論はとうとう受け取ったようだ。日本銀行の新総裁、黒田東彦が大胆な金融緩和策を発表した週末、東京では新しい少女バンド「街角景気☆JAPAN↑」が結成され、日経平均が1万3000円を突破したら「スカートなし」ステージを行うと宣言したのである⁶。

日銀の金融政策の規模は過去との決別を示すものだ。15年近いデフレの間、日銀は量的緩和に及び腰だと批判され、そのたびにインフレになるからと説明してきた。昨年、首相の座に就いた安倍晋三は、日銀が行動しないなら独立性を制限すると述べた。日銀は1月に嫌々ながら2%のインフレ目標を設定したが、政府にも責任があると言いたげだった。

4月4日、安倍は望んでいた以上のものを手に入れた。黒田は国債の保有を倍増させ、マネタリーベースを2倍にすると約束した。購入する国債の平均年限も3年から7年に伸ばす。意図を明確化するために、国債買入れ基金と通常の買いオペは統合する。今回はもう行間を読まずとも、日銀は単純に2年以内にインフレ2%を「達成する」と言ったのだ。

前総裁の白川方明は、かかる金融緩和が伴うリスクを回避していた。その最たるものは、インフレ上昇と金利上昇により、既に対GDP比240%になっている公的債務を危険にさらすことだ。そしてまた、財やサービス価格の上昇に併せて賃金が上がらなければ、家計が圧縮されることになる。今のところローソンのような大企業数社が給与の上昇を宣言しているが、雇用のほとんどを占める中小企業にとっては無関係な話である。

中央銀行の動きは、安倍政権が行わねばならない構造改革の効果を和らげるものだ、と元日銀行員でJPモルガン日本のチーフエコノミストを務める菅野雅明は言う。その第一歩は、日本がTPP交渉に参加することを宣言することだ。先週、政府は送電分離によって電力販売に競争原理を取り込む野心的なプランを発表している。

安倍首相はいくつもの委員会を立ち上げて、労働政策、医療、農業などの分野の改革を検討中だ。詳細案は6月に発表されるが、7月には参議院選挙があり、与党の優勢が伝えられている。ロバート・フェルドマン曰く、道筋はなおも「多くの既得権に阻まれて複雑かつ脆弱」であるとのこと。つまり、これからが大変だということである。

⁶株価でスカート丈が変わるアイドルユニット「街角景気☆JAPAN↑」については下記 URL をご参照。
<http://www.alice-project.biz/keikijapan>

* 次号は大型連休を挟んで5月10日（金）にお届けする予定です。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までをお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-socket.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com