

海外経済に揺さぶられる新興国

－付加価値ベースでみた輸出から分かる新興国経済への影響－

信金中央金庫 地域・中小企業研究所主任研究員

鹿庭 雄介

(キーワード) コロナショック、新興国、通貨安、付加価値輸出、サービス業

(視 点)

これまで新興国は投資家のリスク回避姿勢が強まる局面において、幾度となく急激な自国通貨安に見舞われてきた。現下のコロナショックにおいても、通貨安による新興国経済への悪影響が危惧されている。本稿ではインドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、インド、トルコ、ブラジル、南アフリカの新興国8か国を対象に、コロナ禍における各国通貨の動きを確認した上で、海外経済の動向がこれら新興国の景気回復にどういった影響をもたらすのかについて輸出面を中心に考えてみたい。

(要 旨)

- コロナ禍における世界的なリスク回避姿勢の強まりを受けてトルコ、ブラジル、南アフリカの新興国3か国は急激な通貨安に見舞われている。一方で、タイ、インドネシア、マレーシアなどのアジア新興国では通貨価値の下落が限定的となっており、明暗が分かれている。
- 急激な通貨安が進んでいる新興国は、①財政収支と経常収支、②政府の統治能力、③外貨準備高といった点で相対的に脆弱性を抱えていることから、「狙われるべくして狙われた」とも言える。通貨安は輸入物価の上昇を通じて個人消費を下押すなど、複数の経路を辿って景気を悪化させる恐れがある。
- 一方、通貨急落を回避したアジア新興国のうち、マレーシア、タイ、フィリピンは取引額ベースでみた中国向けの輸出依存度が高いことから、景気に追い風が吹くとの見方もある。しかし、グローバル・バリューチェーンを考慮した付加価値ベースでみると、これら新興国の中国向け輸出依存度は低下し、その優位性は薄れる。また、感染再拡大が続く米国、ユーロ圏、日本向けの輸出依存度も同時に高く、今後の感染状況次第では悪影響の方が大きくなる可能性もある。他方、インドネシアとインドは通貨安に晒されておらず、中米欧日向け輸出依存度も低いことから、これらの主要国・地域に揺さぶられにくい構造を持つ。国内の感染拡大の封じ込めに成功すれば、自律的な景気回復を実現できる余地は大きい。
- また、新興国の付加価値輸出の一部はサービス業によって生み出されている。中国や日本向けでは、鉱工業に由来する付加価値輸出の大きい国が目立つ。一方、米国やユーロ圏向けではサービス業に由来する付加価値輸出の大きい国が数多くある。感染状況が刻々と変化する中、各国景気は今後も振り子のように振れる恐れがある。自国通貨の動向に加え、付加価値ベースでみた輸出依存度の大きさ、さらにはどの国の景気が新興国国内のどの産業に影響を与えるのか、きめ細かく見極めていく必要がある。

(注) 本稿は、2020年11月27日時点の情報に基づき執筆している。

1. コロナ禍における新興国通貨の状況

(1) 二極化する新興国通貨

これまで新興国は投資家のリスク回避姿勢が強まる局面において、急激な自国通貨安に何度も見舞われてきた。現下のコロナショックにおいても、世界中でリスクオフの流れが急速に高まる中で、新興国通貨は下落圧力に晒されてきた。図表1は、足元における新興国通貨の対ドル為替レートの動きをみたものである。このうちトルコ、ブラジル、南アフリカの新興国3か国では、コロナショック後に通貨安が急速に進み、一時20%から30%近く通貨価値が下落している。その一方でマレーシアやタイ、インドネシアなどのアジア新興国では、コロナショック直後こそ通貨安に振れたものの、下落幅は小幅にとどまり、その後は徐々に自国通貨高の方向へとシフトしている。フィリピンに至っては、コロナ

ショック前と比べて自国通貨の価値が高まっている。

このように足元の新興国通貨の動きをみると、コロナショックによって急激な通貨安に見舞われた国と、そうでない国に二極化していることが分かる。13年5月に当時のバーナンキFRB議長が量的緩和の縮小を示唆し金融市場に動揺が広がった際に、フラジャイル5と称され、急激な通貨安に陥ったブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコの新興国5か国の中でも明暗が分かれている。

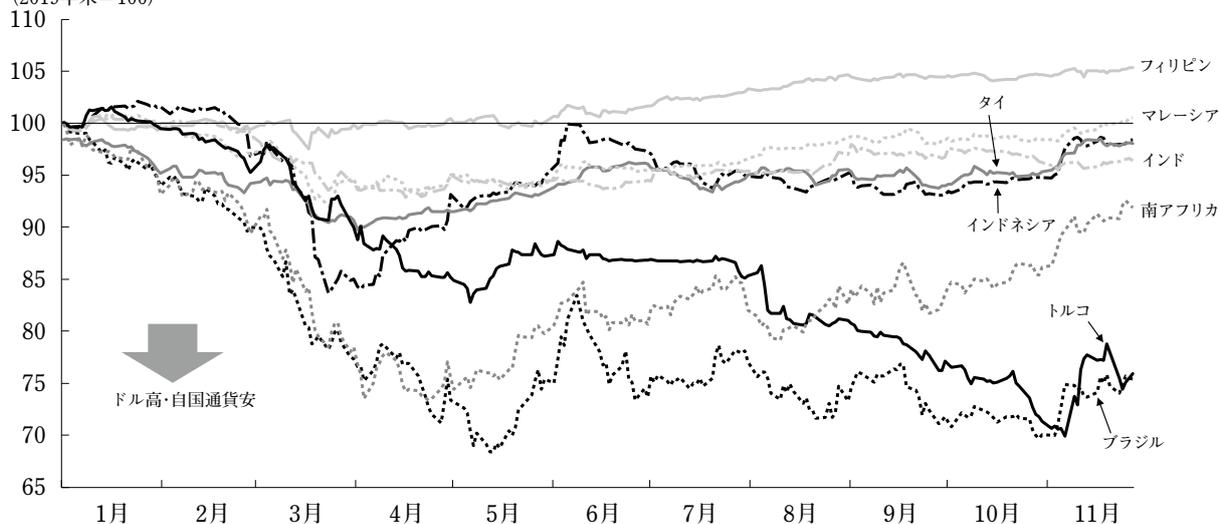
(2) 新興国通貨の明暗を分けた要因

こうした新興国通貨における二極化の背景を探るために、通貨下落の要因と考えられる①財政収支と経常収支、②政府の統治能力、③外貨準備高の状況を確認してみる。

まず、IMF（国際通貨基金）のデータを基

図表1 新興国通貨の対ドル為替レート（2020年）

(2019年末=100)

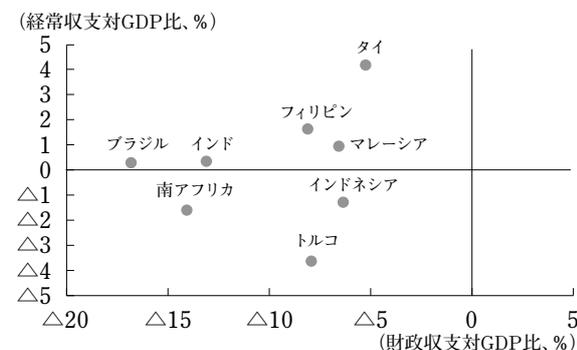


(備考) ブルームバーグより作成

に、新興国における財政収支と経常収支（20年の推計値）の状況をみたのが図表2である。どの新興国もコロナ禍で財政出動が大幅に増えたため、財政赤字の急拡大が見込まれており、なかでもブラジルの財政収支は名目GDP比で△16.8%と新興国8か国の中で最も大きくなっている。同国の経常収支は同+0.3%と、コロナ禍における輸入急減を受けて、07年以来（同+0.0%）の黒字が見込まれているものの、財政赤字の大きさに注目が集まり通貨安が進んだと考えられる。他方、トルコは常態化する財政赤字に加え、経常赤字が新興国8か国の中で最も大きいことが通貨の売りにつながっているとみられる。南アフリカは財政赤字（同△14.0%）と経常赤字（△1.6%）がそれぞれブラジルとトルコに次いで2番目に大きく、この点が材料視されている可能性が高いと言えよう。

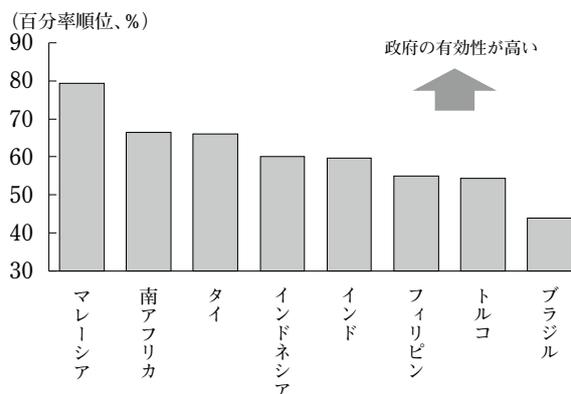
次に、世界銀行が公表している世界ガバナンス指標をみると、政治的圧力からの自立度合いや政府による政策策定・実施への信頼度などを測った「政府の有効性」において、ブラ

図表2 財政収支と経常収支
(新興国、2020年)



(備考) IMF 「World Economic Outlook, October 2020」

図表3 世界ガバナンス指標
(政府の有効性、2019年)



(備考) 1. 同数値は対象国よりも「政府の有効性」の低い国が全体に占める割合を示したもの
2. 世界銀行資料より作成

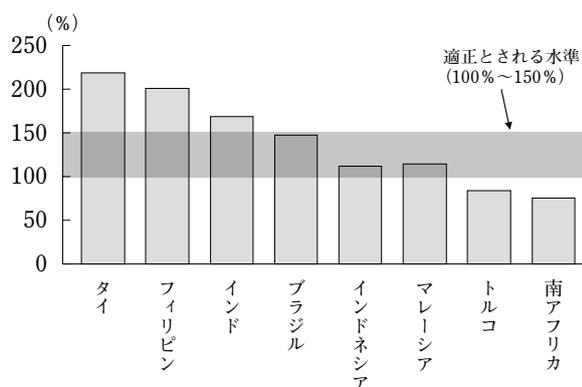
ジルやトルコの水準の低さが目立つ(図表3)。実際、ブラジルではボルソナロ大統領の新型コロナウイルスへの対応が物議を醸したほか、議会や一部閣僚との対立などもあって政治の不透明感が高まっている。また、トルコでは10月のエルドアン大統領によるロシア製の地対空ミサイルの試射実施を巡って米国などとの対立が激化している。さらに、同大統領による中央銀行への介入姿勢も強まっており独立性への懸念が高まっている。こうした政治の混乱に注目が集まるたびに、両国の通貨安が一段と進む流れが繰り返されている。

最後に、外貨準備高の動向について確認する。通常、本国通貨に対する売り圧力が高まった局面で、新興国は手持ちの外貨準備を取り崩し「ドル売り・本国通貨買い」の為替介入を行うことで、本国通貨を買い支えようとする。ゆえに、為替介入の原資となる外貨準備を十分に持っている新興国は、本国通貨

安に対する耐性が強い国と言える。そこでIMF（国際通貨基金）が算出している外貨準備高の適正水準評価^(注1)（ARA、19年）をみると、タイ、フィリピン、インドが適正水準とされる100%~150%を大きく上回る一方、南アフリカとトルコは同水準を下回っている（図表4）。さらに両国はコロナ禍の20年に入り外貨準備高を減らしており、特にトルコは半分近くまで急減していることから、自国通貨を買い支える体力が急速に弱まっているとみられる（図表5）。

以上みてきたように、①財政収支と経常収支の点からはブラジル、トルコ、南アフリカが、②政府の統治能力という点からはブラジルとトルコが、③外貨準備高の点からは南アフリカとトルコがそれぞれ相対的に見て脆さを抱えている。実際、これらの新興国において、コロナショック後に急激な通貨安が進んでいることを踏まえると、「狙われるべくして狙われた」とも言える。

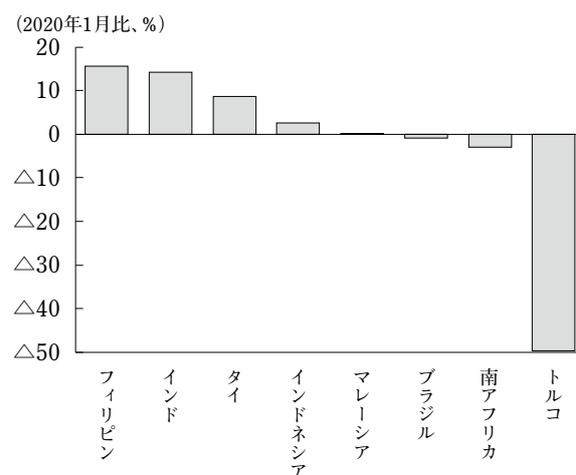
図表4 外貨準備高の適正水準評価（2019年）



(備考) 1. 2019年はIMFによる予測値
2. IMF資料より作成

(注) 1. 外貨準備高の適正水準は、輸入額や短期債務、広義マネーサプライなど用いて個別に求めることもあるが、IMFはこれら項目にそれぞれウェイト付けを行うことで外貨準備の総合的な適正水準を算出している。

図表5 外貨準備高の増減率（2020年9月）



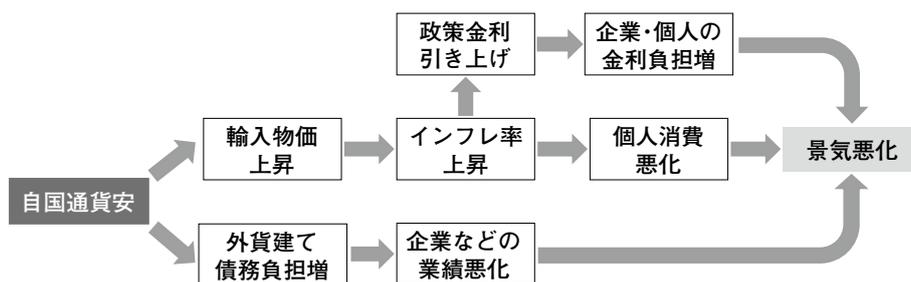
(備考) IMF及び各国中央銀行資料より作成

2. 海外経済が新興国に与える影響

(1) 急激な通貨安に見舞われている新興国の先行き

かかる状況下、トルコ、ブラジル、南アフリカの新興国3か国は、通貨急落による悪影響によってコロナショックからの景気回復が遅れる可能性がある。自国通貨安は、輸入物価の上昇を通じてインフレ率を押し上げるため、個人消費にとっては向かい風となる（図表6）。ただでさえコロナ禍でダメージを受けている個人消費をより一層冷え込ませることにもなりかねない。他方、各国の中央銀行がインフレ率の上昇に歯止めをかけるべく、政策金利の引上げに踏み切らざるを得なくなる事態も想定される。政策金利が引き上げられると、貸出金利の上昇等を通じて企業や個人の負担が増すため、景気に対する下押

図表6 自国通貨安による新興国経済への悪影響



(備考) 信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

し圧力は高まる。

また、通貨安は新興国が多く抱える外貨建て債務の返済負担を増大させることにもなる。新興国の国内金融市場は依然として未成熟であり、海外資金へ依存した状態が続いている。急激な通貨安は自国通貨建てに換算した債務残高の急増を招き、企業業績等の下振れを通じて、景気悪化に拍車をかける恐れもある。

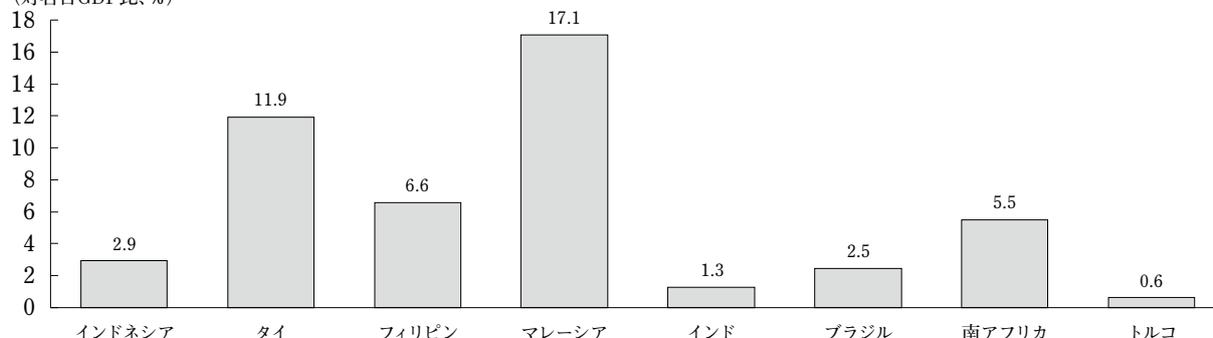
(2) 中国向け輸出はアジア新興国の追い風となるか

では、通貨急落に見舞われていないアジア

新興国は、先行き海外経済によってどのような影響を受けることになるのか。図表7は新興国の中国向け輸出依存度（対名目GDP比、15年）を通常取引額ベースでみたものである。これによると、アジア新興国の中でもマレーシア（17.1%）、タイ（11.9%）、フィリピン（6.6%）の中国向け輸出依存度が高いことが分かる^(注2)。これら新興国では、通貨安による悪影響が回避されるだけでなく、他国に先駆けて景気の持ち直しが進む中国経済の恩恵にも期待できるため、結果としてトルコ、ブラジル、南アフリカの新興国3か国との景気回復ペースの差がさらに広がること

図表7 中国向け輸出依存度（取引額ベース、2015年）

(対名目GDP比、%)



(備考) OECD TiVA、IMF資料より作成

(注)2. ここでは後段における分析の関係上、OECD TiVAを用いて輸出依存度を算出したため、最新データが15年とやや古い点には留意する必要がある。

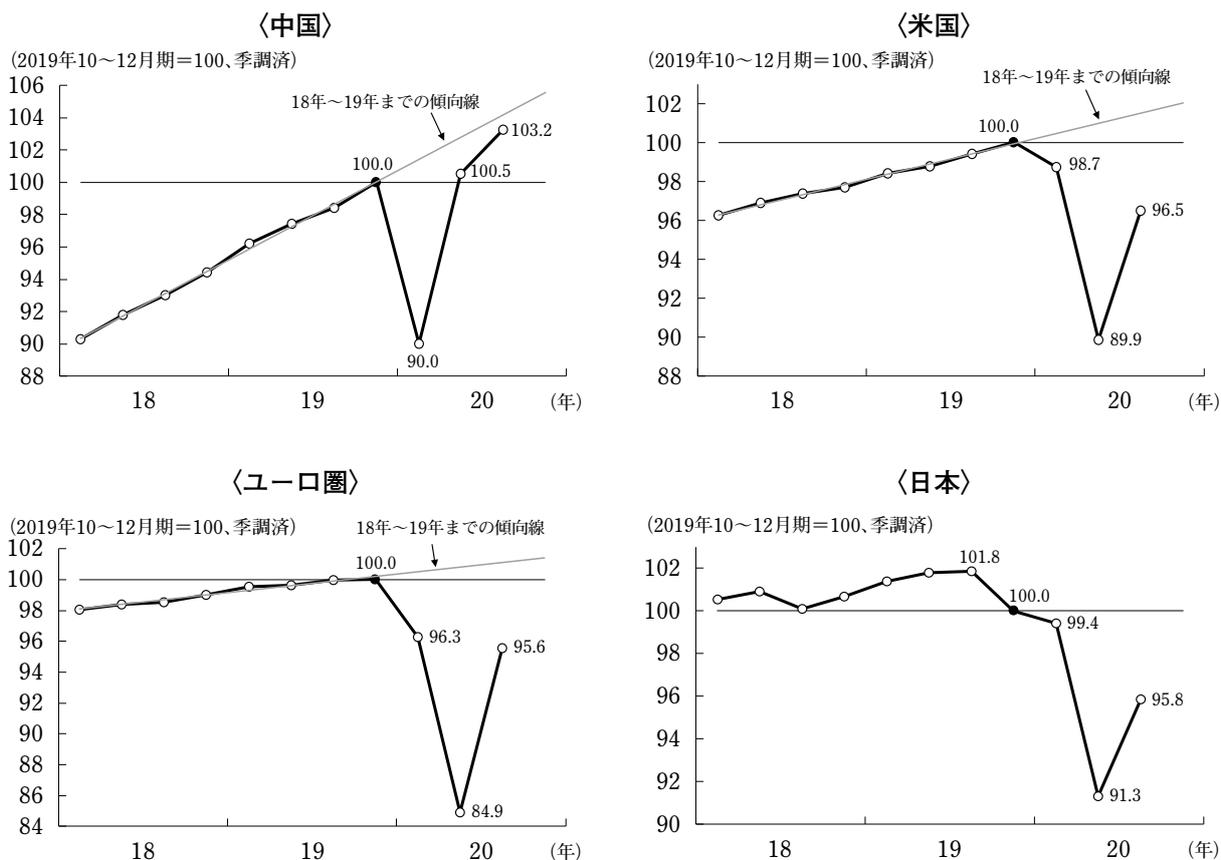
になるかもしれない。

実際、中国経済の急回復は続いている。19年10～12月期の実質GDPの水準を100とした場合、直近20年7～9月期は103.2とコロナショック前を既に上回り、19年以前の傾向線にも近づいてきている（図表8）。その一方で、米国（96.5）、ユーロ圏（95.6）、日本（95.8）の直近7～9月期における実質GDPの水準は、依然コロナショック前の水準には届いておらず、景気回復は遅れ気味である^(注3)。

さらに米国、ユーロ圏、日本ではここにきて感染者数が急増している（図表9）。中国

は当初こそ感染者数の急増に見舞われたものの、その後は落ち着きを取り戻し、直近では感染者数がほとんど確認されていない。これに対して、米国やユーロ圏は10月以降、感染者数が急増しており、欧州では部分的なロックダウンに追い込まれる国も出てきている。日本は米欧に比べれば感染者数自体は少ないものの、11月以降、1日の感染者数が過去最多を記録する日が増えており、再び警戒感が高まっている。こうした中国との感染状況の違いも踏まえると、中国向け輸出依存度の高い新興国に恩恵が及びやすいと考えるの

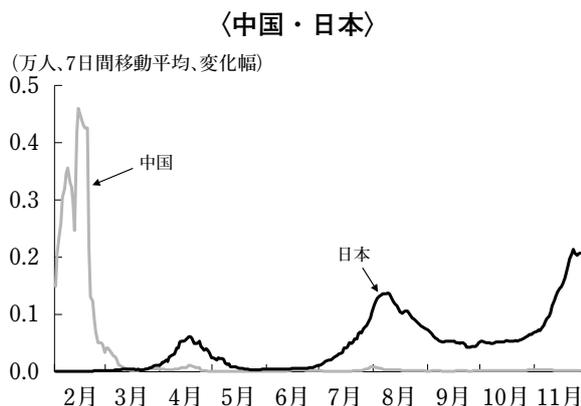
図表8 主要国経済におけるコロナショックからの回復状況



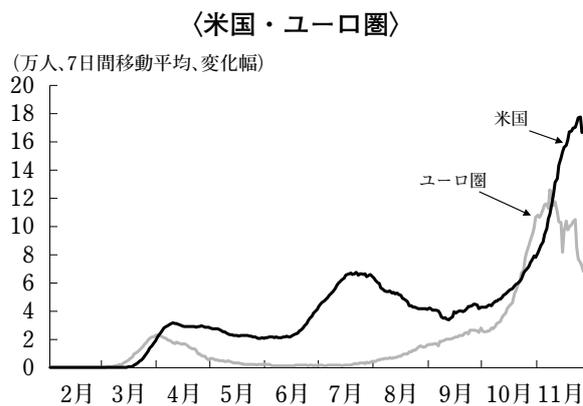
(備考) 各国政府統計より作成

(注)3. 日本の実質GDPは、19年10月に消費税率の引上げがあった影響で他国とは異なる動きをしている。消費増税前の駆け込み需要が発生した19年7～9月期を100とした場合、直近20年7～9月期の水準は94.1となり、米国やユーロ圏よりも景気回復が遅れていることになる。

図表9 主要国のコロナウイルス感染状況



(備考) ジョンズ・ホプキンス大学資料より作成



が妥当であろう。

(3) 付加価値ベースでみた新興国の輸出依存度

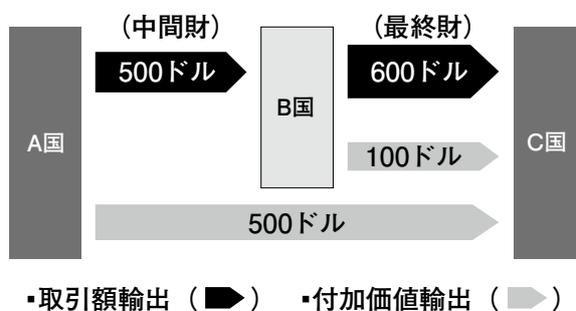
ただ、こうした新興国経済に恩恵を与える中国向け輸出依存度の高さも、輸出を従来の取引額ベースではなく付加価値ベースで測ることで見え方が変わってくる。

近年、国際的な生産分業体制が進み、ある財が最終財となって消費者に行き着くまでに複数の国を経由することが多くなっている。通常取引額ベースでみた輸出（以下、取引額輸出）では、これらの財が国境を跨ぐたびに輸出としてカウントされてしまうため、貿易の実態を正確に把握することが難しくなっている。こうした点を考慮したのが付加価値ベースでみた輸出（以下、付加価値輸出^(注4)）であり、海外で需要される財・サービスの付加価値がどの国で生み出され、それが最終的にどの国で消費されたのかを確認することができる。

例えば、A国からB国に対し中間財が500ドル輸出され、B国がそれを加工して最終消費地であるC国に600ドルで輸出するような国際分業体制が構築されていたとする（図表10）。この場合、従来の取引額輸出ではA国からB国向けに500ドル、B国からC国向けに600ドルそれぞれ計上される。これに対し、付加価値輸出ではそれぞれA国からC国向けに500ドル、B国からC国向けに100ドルのみが計上される。

実際に付加価値輸出を算出しているOECD（経済協力開発機構）の最新データ（15年）

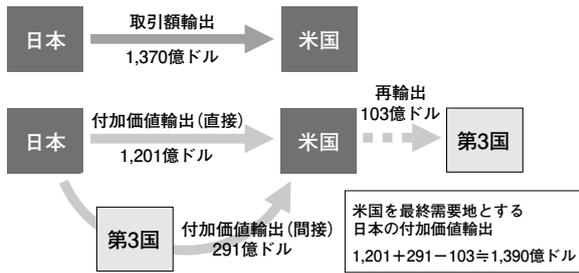
図表10 取引額輸出と付加価値輸出の関係



(備考) 信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

(注)4. 付加価値輸出は財に加えサービス業も対象に含まため、財だけを対象とした取引額輸出よりも大きくなる。

図表11 日本の米国向け付加価値輸出(2015年)



(備考) 信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

を基に、日本の米国向け付加価値輸出をみたのが図表11である。日本の米国向け付加価値輸出のうち、日本から米国に直接輸出された金額は1,201億ドルに上る。そしてこれとは別に、日本が中間財などを第3国にいったん輸出し、現地で加工・組立が行われた後に米国向けに再輸出されたものがあり、この中に含まれる日本の付加価値輸出は合計で291億ドルになる。もっとも、日本の米国向け付加価値輸出のすべてが米国国内で消費されるわけではなく、そのうちの103億ドルは米国から第3国に再び輸出されている。こうした点も考慮に入れて、米国を最終需要地とする日本の付加価値輸出を求めると1,390億ドル

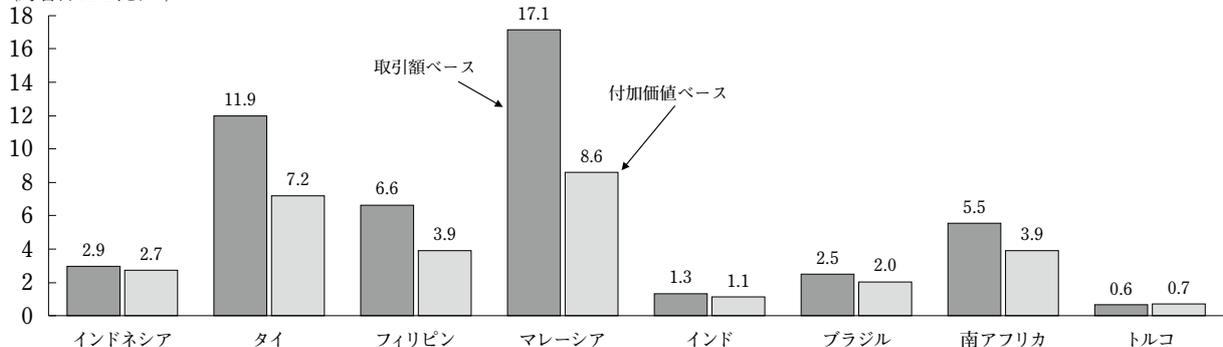
($\equiv 1,201 + 291 - 103$) となり、米国向けの取引額輸出(1,370億ドル)とは数値にズレが生じてくる。

このように付加価値輸出を用いると、ある国の輸出が最終需要地としてどの国に依存しているのかを確認することができる。たとえ取引額ベースでみた中国向け輸出依存度が高かったとしても、中国を経由して別の最終需要地に向かう割合が高ければ、付加価値ベースでみた中国向け輸出依存度は低下することとなり、結果として中国の景気回復に伴う恩恵を想定していたほどは受けることができないかもしれない。

こうした観点から、中国を最終需要地とする新興国8か国の付加価値ベースでみた輸出依存度を確認してみる。これによると、トルコ以外の新興国7か国では取引額ベースよりも付加価値ベースで測った方が輸出依存度は低くなっている(図表12)。これは中国向けの輸出品が中国国内で消費されるだけでな

図表12 中国向け輸出依存度(取引額ベースと付加価値ベース、2015年)

(対名目GDP比、%)



(備考) OECD TiVA、IMF資料より作成

く、同国を經由して米欧などの第3国の最終需要地に多く再輸出されていることを示唆している。

より詳しくみると、マレーシアやタイなど取引額ベースでみた中国向け輸出依存度が高い新興国において、付加価値ベースでみた輸出依存度の低下幅が大きくなっている。そのため、新興国8か国間の付加価値ベースでみた中国向け輸出依存度の差は縮まることとなり、取引額ベースで確認されたほどはマレーシアやタイ、フィリピンに中国経済回復の恩恵が及ばない可能性がある。さらに、トルコ、ブラジル、南アフリカでは自国通貨の価値下落によって輸出の価格競争力が高まっていることから、中国向け輸出依存度の優位性はさらに低下しているとみられる。

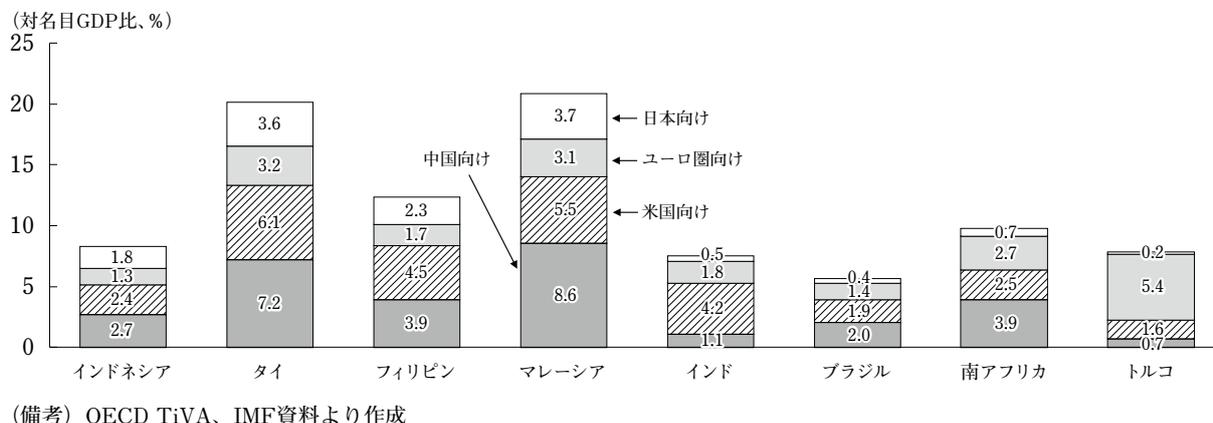
さらに、付加価値ベースでみた新興国の中国向け輸出依存度に米国向け、ユーロ圏向け、日本向けの輸出依存度をそれぞれ加えたのが図表13である。これをみると、中国向け輸出依存度が高いマレーシアやタイは、米国、ユーロ圏、日本向けの輸出依存度も同じ

く高いことが分かる。特に、フィリピン、インド、トルコでは米国向け輸出依存度が中国向けを上回っている。

こうした事実は、これら新興国が中国経済の影響のみならず、米国やユーロ圏、日本など他の国・地域の景気動向にも大きく影響されることを示唆している。先述の通り、米欧日では感染再拡大が足元で急速に進んでおり、経済活動に再び急ブレーキがかかる恐れが出てきた。中国向け輸出依存度が高い新興国であっても、米欧日向けの輸出が足を引っ張る形で輸出の伸びが抑えられ、景気回復が遅れる可能性が考えられる。

他方、トルコ、ブラジル、南アフリカといった通貨安リスクに晒されている新興国は、米欧日向けの輸出依存度が相対的に低い。通貨安による悪影響が懸念される一方で、米欧日での感染再拡大による景気減速リスクは受けにくい体質にあると思われる。そして、注目すべきは通貨安を回避しているアジア新興国で、かつ中米欧日向けの輸出依存度が低いインドネシアとインドであろう。中

図表13 中米欧日向け輸出依存度（付加価値ベース、2015年）



国向け輸出の追い風は大きくはないものの、主要国の景気変動リスクに晒されにくいのがゆえ、自国内の感染拡大を抑えることができれば、自律的な景気回復を実現することができる余地は大きい。

(4) サービス業に由来する付加価値輸出の存在

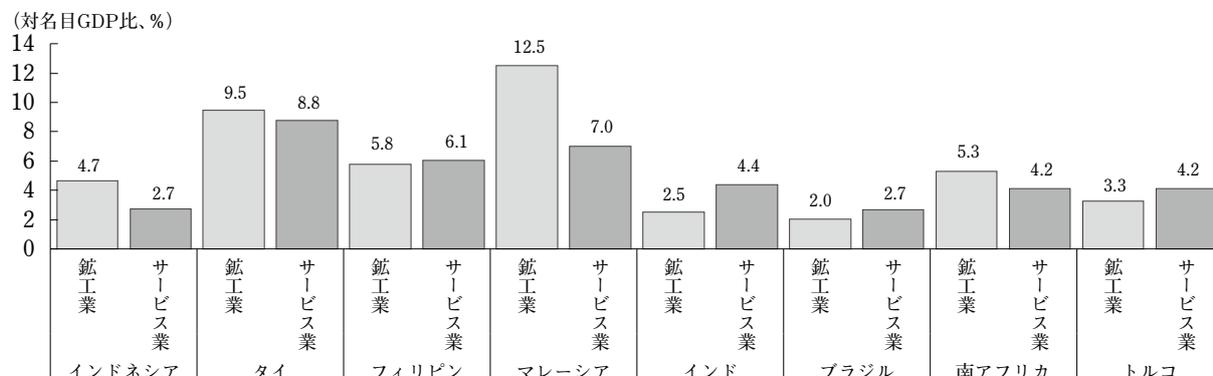
OECDが発表している付加価値輸出のデータでは、その付加価値を生み出した産業ごとに分けてみる事ができ、サービス業に由来する付加価値輸出の存在感が大きいことが分かる。サービス業に由来する付加価値輸出は、サービス輸出それ自体だけでなく、財輸出の中にも含まれている。ある輸出財を生産する過程において、多くの産業から様々な中間財が投入される中で、サービスも間接的に利用されているためである。

そこで付加価値ベースでみた新興国の中米欧日向け輸出依存度を、鉱工業とサービス業に分けてみたのが図表14である。これによ

ると、付加価値輸出のかなりの部分をサービス業が占めていることが分かる。特にフィリピンやインド、ブラジル、トルコは鉱工業に由来する付加価値よりもサービス業に由来する付加価値の方が大きくなっていることから、米欧日向けの輸出動向は国内の鉱工業のみならず、サービス業にも相応の影響が及ぶと考えられる。

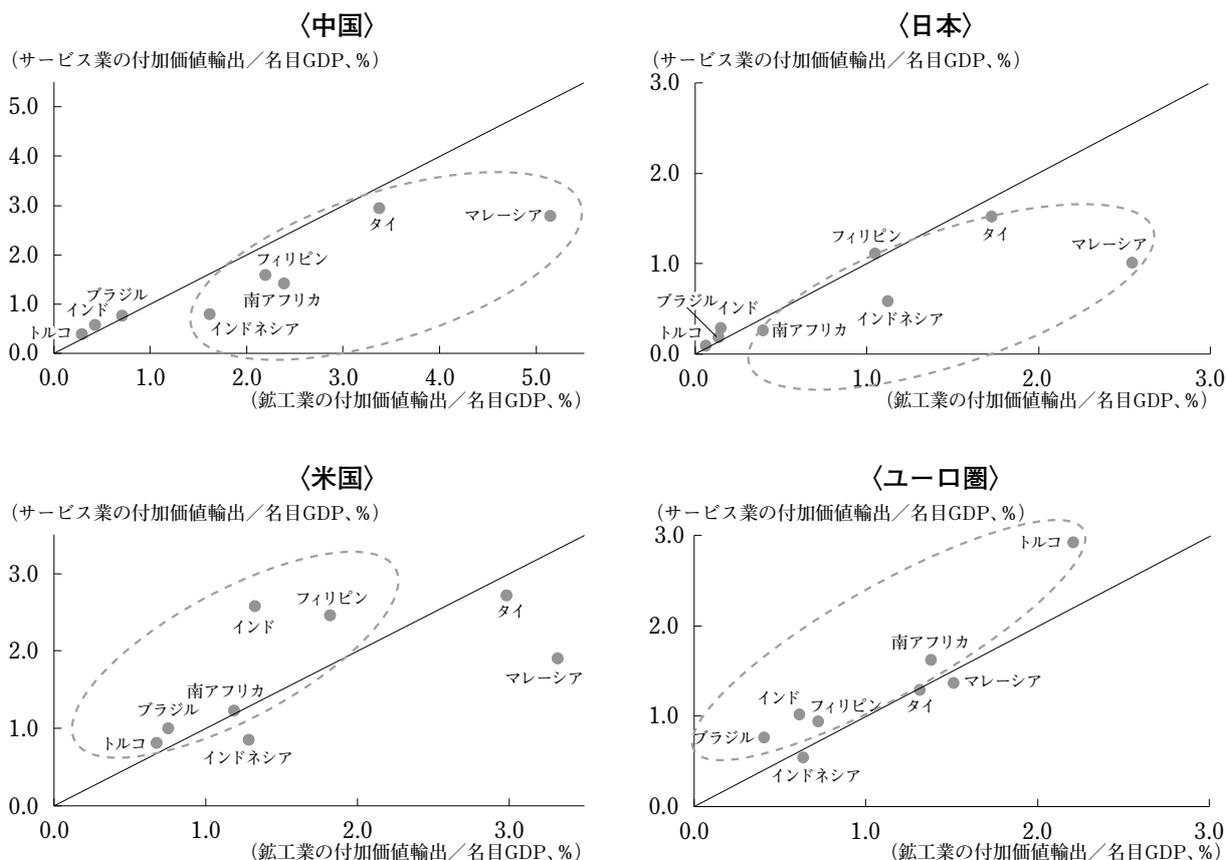
さらに図表14を中国、日本、米国、ユーロ圏向けに分けたのが図表15である。これをみると中国や日本向けでは鉱工業に由来する付加価値輸出の大きい新興国が目立つ。一方で、米国やユーロ圏向けではインド、フィリピン、トルコなどサービス業に由来する付加価値輸出の大きい国が数多くあり、輸出先によって付加価値の源泉となる産業に違いがみられる。特に、インドでは米国向けにIT関連産業が、またトルコでは欧州観光客のバカンス先でもあることから欧州向けにインバウンド関連産業が、それぞれサービス業による付加価値を押し上げているとみられる。

図表14 中米欧日向け輸出依存度（付加価値ベース、鉱工業・サービス別、2015年）



(備考) 1. 農林水産業を除く。
2. OECD TiVA、IMF資料より作成

図表15 米・欧・日向けの輸出依存度（付加価値ベース、鉱工業・サービス業別、新興国、2015年）



（備考）OECD TiVA、IMF資料より作成

3. まとめ ～コロナ禍で求められるよりきめ細やかな視点

以上みてきたように、コロナショックによって新興国通貨に対する下落圧力が強まる中、①ファンダメンタルズ（財政収支と経常収支）、②政府の統治能力、③外貨準備高の点から相対的に脆弱性を抱えているトルコ、ブラジル、南アフリカで急激な通貨安が進んだ一方、アジア新興国の通貨は底堅く推移しており、明暗が分かれている。

このため、トルコ、ブラジル、南アフリカの新興国3か国では、先行き通貨安が複数の

経路を通じて実体経済に悪影響を及ぼす可能性があり、景気回復の遅れにつながる懸念される。一方で、通貨安に見舞われていないアジア新興国も先行き安泰というわけではない。マレーシアやタイといった新興国では中国向け輸出依存度の高さゆえに、自国経済に対するさらなる追い風が吹くようにも思えるが、グローバル・バリューチェーンを考慮した付加価値ベースの輸出で測ると、これら新興国における中国向け輸出依存度の優位性は低下する。むしろ、これら新興国は付加価値ベースでみた米欧日向けの輸出依存度も同時に高く、これら国々において足元で感染

再拡大が進んでいることを踏まえると、今後の状況次第で中国向け輸出の恩恵を上回る悪影響が発生する恐れもある。こうした中、インドネシアとインドは通貨安を回避し、さらに中米欧日向けの輸出依存度も低いことから、これらの主要国・地域に揺さぶられにくく、国内の感染拡大の封じ込めに成功すれば、自律的な景気回復を実現できる余地は大きい。

また、新興国の中米欧日向け付加価値輸出はそのかなりの部分がサービス業から生み出されたものでもある。特に米国やユーロ圏向けでは鉱工業よりもサービス業で生み出され

た付加価値輸出の方が大きく、これら国々の感染再拡大の行方によっては、既に深刻な影響が及んでいるサービス業にさらなる追い打ちをかけることにもなりかねない。

新型コロナウイルスの感染状況は、今後もそれぞれの国ごとに刻々と変化していくと予想される。振り子のようにどちらに振れるかわからない海外経済の状況が新興国経済を揺さぶることになる。こうした中、自国通貨の動向に加え、付加価値ベースでみた輸出依存度の大きさ、さらにはどの国の景気が新興国国内のどの産業に影響を与えるのか、きめ細かく見極めていくことが求められる。

〈参考文献〉

・経済産業省『通商白書2019』