

輸出減少で新興国景気が減速

背景にある世界的な在庫調整は当面続く見通し

調査部アジア調査チーム

上席主任エコノミスト 井上 淳

080-1069-4827

jun.inoue@mizuho-rt.co.jp

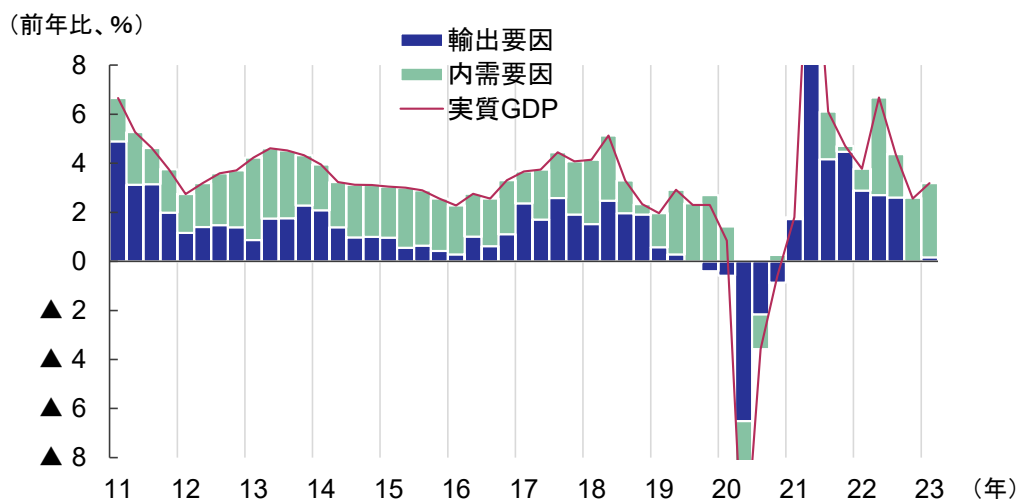
- 新興国では、主要な需要地である米国、欧州、中国向けの輸出が減少。背景には世界的な在庫調整による財需要の減少があり、当面は輸出の下振れが続く見通し
- そのため、新興国では外需依存の高い国を中心に景気は減速へ。なかでもベトナムへの影響は大きく、輸出の減少が関連産業の雇用・所得を通じ、内需にも波及しやすい試算結果
- 足元で内需が堅調なメキシコや、インバウンド需要の回復に沸くタイも、在庫調整の影響が当面続くと予想されることから、今後は輸出減少が内需に波及するリスクに要注意

1. 輸出の減少で新興国経済に弱含みの兆候

新興国では景気に弱含みの兆候が見られる。図表1は、アジア（除く中国）や中南米、中東欧など主要な22の新興国・地域の実質GDPを示しており、2022年後半から成長率は低下傾向にあることがわかる。

その原因となっているのが、輸出の減速である。図表1によると内需は2023年に入ってから堅調さを維持しているが、その一方で輸出は昨年末から伸びが止まり、その影響で成長率が低下していることが見て取れる。コロナショックからの回復過程では新興国経済の押し上げに大きな役割を果たし

図表 1 新興国・地域の実質成長率



(注)1. アルゼンチン、ブラジル、ブルガリア、チリ、コロンビア、エクアドル、香港、ハンガリー、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、メキシコ、ペルー、フィリピン、ポーランド、ルーマニア、シンガポール、南アフリカ、台湾、タイ、トルコの合算値

2. 内需要因は個人消費、設備投資などの内需から輸入を控除した値の寄与度

(出所)各国統計、Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

た輸出だが、現状では輸出の下振れが懸念材料となっている。

本稿では、新興国の輸出が減速している背景を考察し、それを踏まえて今後の新興国景気の方針を検討する。

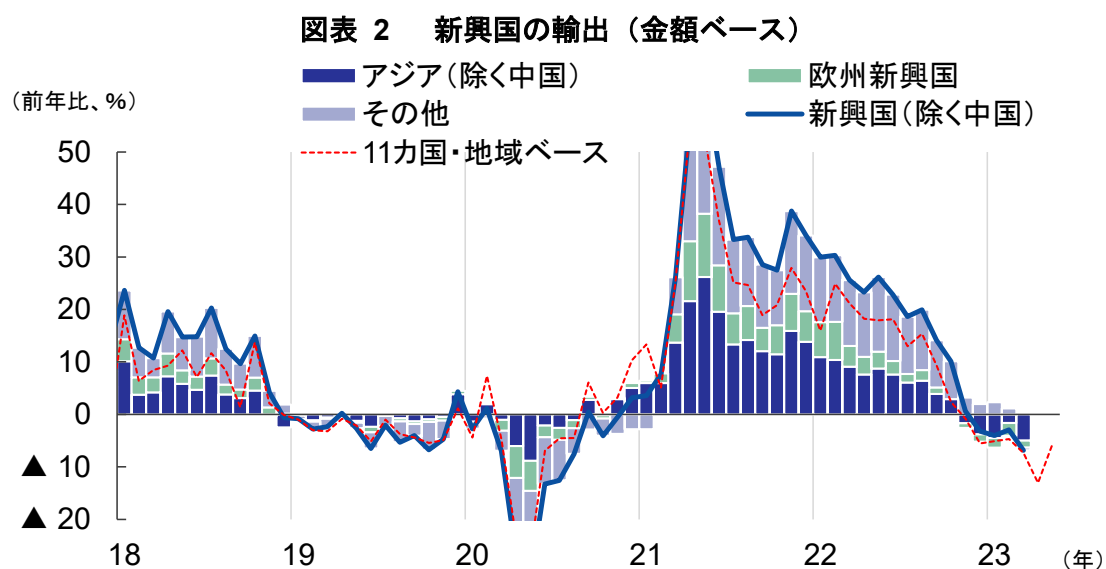
2. 輸出悪化の背景に世界的な在庫調整

新興国の輸出は、図表1で確認できる2023年1~3月期以降も弱含みの展開が続いている。IMFが集計する名目金額ベースの新興国輸出（図表2）をみると、2021年に急拡大した後、2022年半ばから急速に減速し始め、12月からは翌3月にかけて前年比で減少に転じている。速報の得られる11カ国・地域のベースに限ると、2023年4月以降も前年割れが続いている。

たとえばASEANでは、米国向けの輸出が昨秋から前年水準を下回る状態が続いており、その傾向は特にベトナムで顕著である。その他にもASEANでは中国向けや欧州向けの輸出も減少しており、NIEsでは中国向け輸出の落ち込みが目立つ。また、ASEANやNIEsでは隣接するアジア諸国との域内貿易も減少している。同様に中南米では、メキシコで輸出の大半を占める対米輸出の伸びが止まり、ブラジルでも米欧や中国向けの輸出が急速に減速している。

新興国の輸出が悪化している背景には、主要な輸出先である米国、欧州、中国のいずれについても、在庫調整のために財需要が低下していることが挙げられる。たとえば米国では、家計による財消費の鈍化以上に、在庫需要の落ち込みが財需要の抑制に大きく影響している。コロナ禍で在庫を積みました反動で在庫調整圧力が生じており、それが財需要を押し下げて、米国の財輸入（すなわち新興国から米国に向けての財輸出）の減少に反映されている（図表3）。

米国と同様に、欧州や中国でも在庫調整が進行している。図表4に示した生産・在庫バランスは、製



(注) 新興国は2023年3月までの実績値。11カ国・地域ベースの輸出金額は、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、韓国、台湾、タイ、ベトナム、ブラジル、メキシコの合算値。直近値は2023年5月の実績値（出所）IMF、各国統計、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

造業の生産と在庫の前年比の差によって、在庫循環の局面を読み取る指標である。在庫が生産を上回れば（在庫>生産）、在庫の積み上がりが進行していることを意味する。2023年1～3月期にマイナス成長を記録したユーロ圏や、ゼロコロナ解除後の回復に息切れがみられる中国では、米国以上に在庫調整圧力が高まっている様子で、それが新たな在庫投資を抑制する要因となっている。新興国の輸出は、こうした世界的な在庫調整の影響から、米国向けのみならず、欧州向けや中国向けについても下振れが続いていると考えられる。

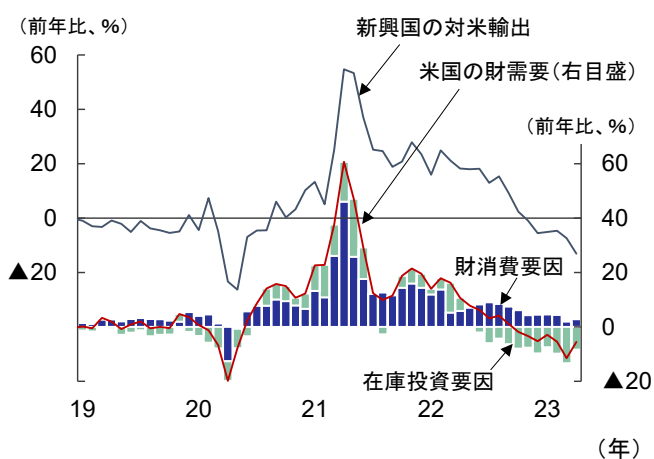
先行きについては、一部に先端半導体など旺盛な需要が見込まれる分野があるものの、全体としては楽観できる状況にない。米国では貸出態度の厳格化や超過貯蓄の消滅などによって2023年後半から2024年初めにかけて景気後退に陥る可能性があり、欧州は高インフレによる消費の低迷や利上げによる投資の減少によって景気の弱含みが続くと予想される。ゼロコロナ政策の終了で回復が期待された中国についても、企業や家計の慎重姿勢と不動産セクターの調整によって2024年にかけて景気は減速するとみている。

3. 影響が大きいのは外需依存度の高いベトナム

米欧中における財需要の低下は、終息するまで一定の時間を要し、2023年後半の景気減速によってさらに長引く恐れもある。その結果、新興国の輸出は2023年から24年にかけて、低調な状態が続くと予想される。

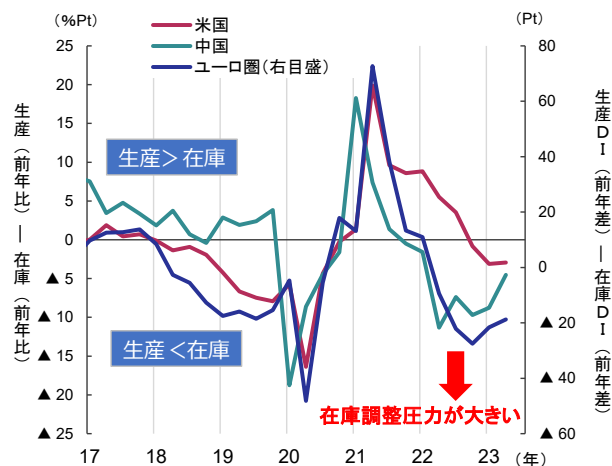
米欧中の景気減速の影響は、サプライチェーンのつながりが強い国に波及しやすい。たとえば米国が輸入する消費財について、付加価値がどの国で生産されたかを示す分業率を計算すると、メキシコの分業率は6%を上回り、経済規模が大きい中国や欧州先進国に次いで高い。中東欧の分業率も4%弱

図表 3 米国の財需要と新興国・地域の対米輸出



(注) 新興国・地域の対米輸出は、インド、インドネシア、マレーシア、シンガポール、韓国、台湾、タイ、フィリピン、ベトナム、ブラジル、メキシコの合算値
(出所) 米商務省、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 4 米欧中の生産在庫バランス（製造業）



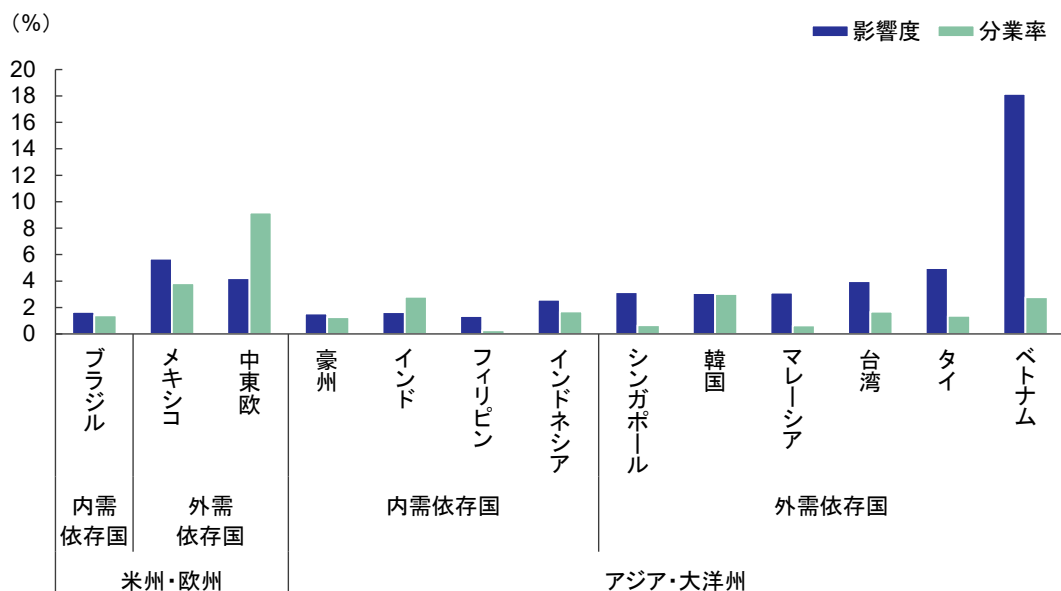
(注) 米国・中国の生産在庫バランス＝生産前年比－在庫前年比。
ユーロ圏の生産在庫バランス＝生産DI前年差－在庫DI前年差
(出所) FRB、米商務省、欧州委員会、中国国家統計局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

と高く、アジアでは韓国やベトナムの分業率が3%前後となっている（図表5）。

同様に欧州先進国の輸入消費財についても試算したところ、中東欧の分業率が突出しており、その他にも韓国、インドの分業率が相対的に高い。そして中国の輸入消費財については、中東欧、韓国、台湾のほか、タイやインドネシア、ベトナムなどの分業率が高くなっている。

このようにサプライチェーンのつながりが強く、米欧中による輸入減少の影響が波及しやすい国の中でも、特に自国経済への影響が大きく現れやすいのは、外需依存度（輸出の対GDP比）が高い国である。そこで、米欧中の消費財輸入、すなわち各国にとっての米欧中向け消費財輸出のGDP比率をみると、ベトナムでは2割に達する¹。したがって、足元の米欧中で進行する在庫調整と、それに伴う財需要の減少は、特にベトナム経済にとって大きな下押し圧力になっていると考えられる。

図表 5 米欧中の消費財輸入に対する分業率とGDPへの影響度



(注) 1. 分業率は、米欧中が輸入する消費財に含まれる各国の付加価値生産比率
 2. 影響度は、米欧中の消費財輸入によって創出される各国の付加価値のGDP比
 3. 外需依存国は、財輸出がGDPの30%を超える国・地域
 (出所) ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

4. 今のところ景気が堅調なメキシコやタイでも、内需への波及リスクには留意が必要

財輸出の減少に伴う直接効果だけでなく、その影響が内需に波及する間接効果も懸念される。図表6は、そうした内需への波及効果も考慮した試算の結果である。米欧中の消費財輸入が10%減少した場合を想定しており、それによる各国の輸出減少による直接効果と、それが輸出産業の雇用や所得の減少を通じて個人消費の下振れを誘発する波及効果を測定した。

試算結果は、輸出減少による直接効果の大きいベトナムでは、消費への波及効果によって下押し圧力が増幅され、景気はさらに下振れる懸念があることを示している。ベトナムのほかにも、影響が内需に波及した場合の潜在的な景気下押し圧力は、メキシコ、タイといった外需依存国で大きくなると試算される。

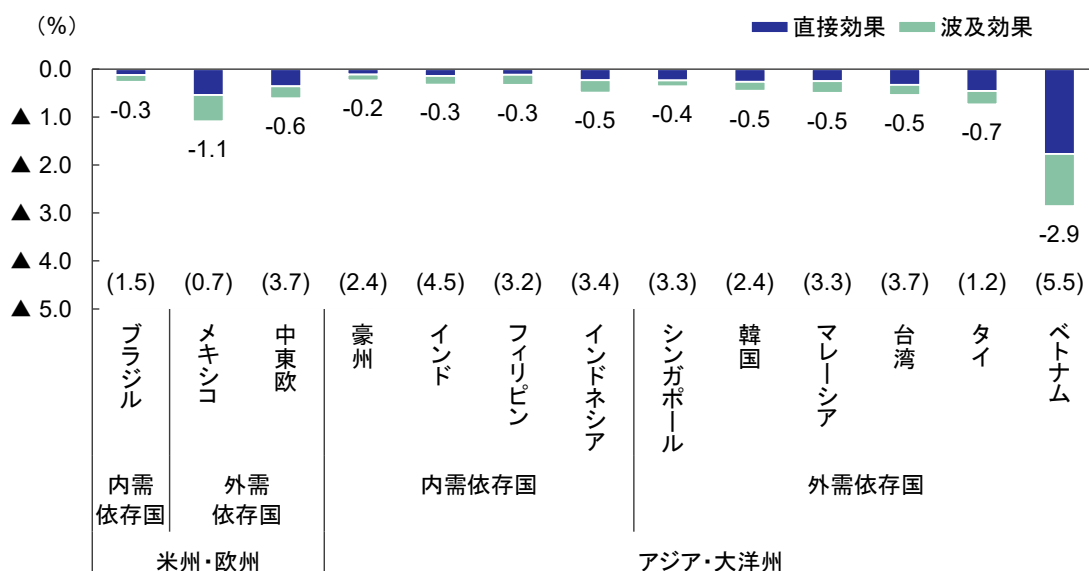
メキシコとタイの輸出は減速しているが、今のところメキシコ経済は消費など内需による下支えによって足元の景気は良好であり、タイ経済もインバウンド需要の回復によって景気は好調さを維持している。しかし、世界的な在庫調整による輸出の下振れは続く予想され、その影響が今後は内需にも波及するリスクが懸念される。

対照的に、インドやインドネシアといった内需依存国では、米欧中での在庫調整に伴う輸出減少の影響は、相対的に軽微にとどまる試算結果となった。これらの国でも輸出はすでに弱含んでいるものの、経済全体への影響は緩やかなものにとどまると予想される。

5. まとめ

みずほリサーチ&テクノロジーズでは、6月に公表した「2023・2024年度 内外経済見通し」において、2023～24年の世界経済は米欧中の景気減速によって成長率が低下すると予測している。予想される景気減速局面では、米欧中・三極の影響を受け新興国経済も総じて減速方向で推移する見通しであるが、景気減速の震源地である米欧ならびに中国に比べれば、下振れの程度は相対的に軽微なものに留まるというのがメインシナリオである。ただし、すでに述べたように米欧中への財供給において分業率が高く、かつ外需依存度も高い国は、下振れ幅が相対的に大きくなる。メキシコやタイのように足元の景気が良好な国でも、外需依存度が高いため、世界的な在庫調整の影響が内需に波及しやすく、今後は景気の下押し圧力が高まるリスクがある。また、すでに景気が悪化しているベトナム、韓国、台湾、中東欧では、景気の下押し圧力が内需に波及しさらに景気が下振れることが懸念される。

図表 6 米欧中の財輸入が10%減少した際のGDPへの影響



(注) 1. 米欧中の上記各国・地域からの消費財輸入が10%減少したケースを想定
 2. 直接効果は、米欧中における消費財輸入(すなわち各国にとっての米欧向け輸出)の減少が、各国のGDPを減少させる効果
 3. 波及効果は、上記の生産減少による雇用・所得の減少が、消費の下振れに波及する効果
 4. 外需依存国は、財輸出がGDPの30%を超える国・地域
 5. かっこ内の数値は、2018～2022年の5年間の平均実質GDP成長率
 (出所) ADB, IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

[参考文献]

みずほリサーチ&テクノロジーズ (2023 a) 『みずほ経済・金融ウィークリー』2023年5月9日号
みずほリサーチ&テクノロジーズ (2023 b) 『みずほ経済・金融ウィークリー』2023年5月19日号
みずほリサーチ&テクノロジーズ (2023 c) 『みずほ経済・金融ウィークリー』2023年6月6日号
みずほリサーチ&テクノロジーズ (2023 d) 「2023・2024年度 内外経済見通し —高インフレ・高金利下で、世界経済は緩慢な成長に一」、2023年6月22日
越山祐資・鎌田晃輔・宮寄浩 (2023) 「シリコンサイクルは漸く底打ち —前年比プラスとなる「回復」局面は来春の見込み—」みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』2023年7月10日

¹ 正確には (1) 米欧中に直接輸出する消費財のうち自国生産部分、および (2) 第三国が米欧中に輸出する消費財のうち生産に使われる原材料や中間財の供給を通じて創出した付加価値部分が GDP に占める割合

[本コンテンツに関するアンケートに](#)

[ご協力をお願いします](#)



【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート (無料) を配信中! (「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ (登録無料) では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)

- 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。