

世界経済改定見通し：コロナ・ショックの出口見えずマイナス成長に

新型コロナウイルスの感染が想定以上のスピードで拡大、各国政府はその抑制のため経済活動の制限を強化しているため、世界経済は予想以上に大きく落ち込んでいる。中国では感染拡大がひとまずピークアウトし経済は正常化に向かっているが、欧米では感染拡大抑制のための行動制限が継続され景気は急激に悪化、日本も感染拡大の加速を受けて緊急事態宣言が発令され景気は後退している。さらに、中国以外の新興国でも感染拡大が確認され、景気の悪化や通貨下落リスクの高まりによりリーマン・ショック時のような景気下支え役を期待できない。一般的に疫病の流行は一過性のものであるが、現時点ではその出口を見通すことができず、そのことが感染拡大ピークアウト後の景気回復ペースを抑制することにもなる。そのため、2020年の世界経済は、大幅なマイナス成長を見込まざるを得ない。

新型コロナウイルスの感染拡大が加速

3月末の世界経済見通し改定¹では、「コロナ・ショックで世界経済は後退局面入り」とし2020年の世界経済成長率を大幅に下方修正したが、その後の新型コロナウイルス感染拡大のペースは予想以上に速く、各国政府は想定を上回る厳しい行動制限を導入、欧米を中心に景気は急速に冷え込んでいる。そのうえ、仮にコロナ感染拡大がピークアウトしたとしても、感染第2波への警戒感が残るため、経済の正常化は慎重に進められるのではないかとの見方が強まっている。加えて、これまで十分に認識されていなかった新興国における感染拡大が確認され、その悪影響も新たな懸念材料となりつつある。

新型コロナウイルスの感染者・死者数（上位15か国、4/24時点）

国名		累計感染者数（人）				死者数（人）				人口 (百万人)	
		3/29時点	4/24時点	人口比 (1万人当り)	増減	3/29時点	4/24時点	致死率 (%)	増減		
順位											
3/29	4/24										
1	1	アメリカ	122,666	830,053	25.21	707,387	2,147	42,311	5.1	40,164	329.3
4	2	スペイン	73,235	213,024	45.66	139,789	5,982	22,157	10.4	16,175	46.7
2	3	イタリア	92,472	189,973	31.47	97,501	10,023	25,549	13.4	15,526	60.4
5	4	ドイツ	57,695	150,383	18.13	92,688	433	5,321	3.5	4,888	83.0
8	5	イギリス	17,089	138,082	20.65	120,993	1,019	18,738	13.6	17,719	66.9
6	6	フランス	37,575	119,583	18.45	82,008	2,314	21,823	18.2	19,509	64.8
14	7	トルコ	7,402	101,790	12.26	94,388	108	2,491	2.4	2,383	83.0
7	8	イラン	35,408	87,026	10.45	51,618	2,517	5,481	6.3	2,964	83.3
3	9	中国	81,439	84,311	0.60	2,872	3,300	4,642	5.5	1,342	1,400.2
—	10	ロシア	1,534	68,622	4.70	67,088	8	615	0.9	607	145.9
17	11	ブラジル	3,904	45,757	2.15	41,853	114	2,906	6.4	2,792	212.4
12	12	ベルギー	9,134	42,797	37.35	33,663	353	6,490	15.2	6,137	11.5
15	13	カナダ	5,425	40,813	10.94	35,388	60	2,028	5.0	1,968	37.3
10	14	オランダ	9,762	35,729	20.74	25,967	639	4,177	11.7	3,538	17.2
9	15	スイス	13,213	28,414	33.25	15,201	235	1,267	4.5	1,032	8.5
28	24	日本	1,693	12,388	0.98	10,695	52	317	2.6	265	126.2
合計			660,245	2,626,321	3.40	1,966,076	30,732	181,938	6.9	151,206	7,715

(注) 致死率とは、感染者数に対する死者数の割合。(出所) WHO、IMF

¹ 2020年3月31日付 Economic Monitor 「2021年までの世界経済見通し：コロナ・ショックで景気後退局面入り」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1842/>

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

まず、世界のコロナ感染状況について見ると（4/24 時点）、前回見通し時点（3/29）から 1 か月足らずの間に、世界全体の累計感染者数は 66 万人から 263 万人へ約 4 倍に増加、死者は 3 万人から 18 万人へ 6 倍にもなった。国別では、累計感染者数 1 位の米国が 12 万人から 83 万人へ 7 倍近くに増加、死亡者も 2 千人程度から 4.2 万人まで急増しイタリアなどを抜いて 1 位となるなど、状況の悪化が顕著である。累計感染者数 2 位から 6 位は欧州主要国が占めており、この 1 ヶ月弱の間に英国を除く各国とも 2~3 倍へ増加、実態把握が遅れていたとみられる英国は 1.7 万人から 13.8 万人へ約 8 倍も増加した。また、各国の致死率はドイツを除いて 10% を超えており、急速な感染拡大によって医療体制が限界を超えた可能性が示唆されている。また、累計感染者数 7 位にトルコ（0.7 万人→10.2 万人）、10 位にロシア（0.2 万人→6.9 万人）、11 位にブラジル（0.4 万人→4.6 万人）と新興国が上位に浮上してきており、実態把握が進むにつれて新興国においても感染が急拡大している様子が確認され始めている。

一方で、中国は新規の感染発生が減っているため、累計感染者数は概ね横ばい（8.1 万人→8.4 万人）にとどまり、順位も 9 位まで低下している。周知の通り、中国の場合、症状のない感染者を計上していない点に留意が必要であるが、4 月から集計を始めた有症感染者数も 1 日数十人程度で推移しており、これらの数字から判断する限り感染拡大はピークアウトしたようである。

各国の大胆な金融政策により金融市場は安定化

一方で、一時は株価の大幅な下落や、ドル不足懸念からドル全面高が進むなど、リーマン・ショックのような金融危機に陥る懸念が強まった金融市場は、各国中央銀行の積極的な金融緩和などにより、今のところ落ち着きを取り戻しつつある。

NY ダウ平均株価は、コロナ感染拡大に対する懸念から 3 月 23 日には 1 万 8 千ドル台半ばまで下落したが、同日、米 FRB が無制限の資金供給を決めたことで下げ止まった。さらに FRB は 4 月 9 日、低格付けの社債購入を決定、これを織り込む形で NY ダウ平均株価は 2 万 4 千ドル前後まで値を戻している。日経平均株価も 3 月 19 日に 1 万 6 千円台半ばまで下落したが、その後は米国株価の持ち直しに追随し 1 万 9 千ドル台を回復。日銀は 3 月 16 日に ETF の買い入れペース加速を決定、4 月 27 日には社債・CP の買い入れ枠を拡大、国債買い入れの上限を撤廃するなど、金融市場の安定に一定の貢献をしている。

NYダウ平均株価の推移(ドル)



(出所) CEIC DATA

日経平均株価の推移(円)



(出所) CEIC DATA

また、一時強まっていたドル不足懸念は徐々に後退している。ドルの絶対的な水準を示す指標であるドル実効相場は、3 月 6 日から 23 日までの 2 週間強で 8% 強というリーマン以上のペースで上昇、安全資産とされる米国債も売られ、10 年債利回りは 18 日に 1.2% 近くまで上昇、リスク回避資産とされる金（ゴールド）の価格までが下落するほどのパニック的な動きが見られた。しかしながら、その後は FRB の大量資金供給を受けてドル実効相場は徐々に下落、米国債 10 年物利回りも 0.6% 前後まで低下しており、ドル不足によるドル高・

金利上昇という局面から、大量資金供給を受けたドル不足懸念の後退による金利低下・ドル安という局面に移っている。

このように、為替相場はある意味で正常化したと言っただろう。そのため、今後のドル円相場は、これまでのように基本的に日米の金利差に基づいて変動すると見込まれる。当面は、一時的に上昇していた米国金利が低下することに伴って日米金利差が縮小、それを反映してドル安円高地合いでの動きが見込まれる。ただ、より長い目で見れば、コロナ後を展望して日米とも景気の回復が期待される状況を迎える。その際に先んじて上昇が見込まれるのは、デフレに逆戻りする日本の金利ではなく、米国金利であろう。すなわち、日米金利差は2020年中に再び拡大に転じ、2021年にかけてドル円相場はドル高円安基調となる可能性が高い。

ドル実効相場の推移(名目、1997年1月=100)



(出所) Federal Reserve Board

原油相場は需給バランスが崩れ急落

金融市場が正常化に向かいつつある中で、原油相場は、コロナ・ショックを受けた需要の急減と協調減産の不調による過剰供給懸念から需給バランスが崩壊し、急落した。代表的な指標である WTI 先物価格(期近)は、年初の1バレル=60ドル台から3月半ばに20ドル台へ下落、以降、4月半ばにかけて概ね横ばい推移であったが、15日に20ドルを割り込み、決済日を翌日に控えた4月20日には▲37.63ドルと史上初のマイナス、つまりお金を払って引き取ってもらうという異常な状態に陥った。マイナス価格は決済に伴う一時的なものであるが、その後もWTIは10ドル台という低水準で推移している。

価格下落の背景は、上記の通り需給バランスの崩壊である。コロナ感染の急拡大により、原油需要の大幅な減少が避けられない中で、OPECやロシアなど主要産油国(OPECプラス)の協調減産は協議が決裂し3月末で打ち切られた。その後、5月から日量970万バレルという協調減産が合意(4/12)されたが、それでも需要の落ち込みを埋め切れないとの見方が優勢であり、需給悪化懸念を払拭できていない。2020年を通じた原油需給を展望すると、需要は世界的な景気の落ち込みを受けて、2019年の日量約1億バレルから2020年は8,800万バレル程度へ約1,200万バレル減少する見込みである。一方の供給は、5月からの協調減産(970万バレル)が7月以降、770万バレルに縮小されることもあり、年間では600万バレル程度の減少にとどまる。そのため、2019年に概ねバランスしていた原油需給は、協調減産を拡大させない限り、2020年には大幅な供給過剰となる。特に今後当面は景気の低迷を反映して需要が大きく落ち込むため、価格は現状程度の低位推移から脱することは困難であろう。ただ、年後半になると、供給は協調減産が縮小される一方で原油価格下落を受けて米シェールの生産量減少が見込まれるため引き続き抑制され、需要は景気の持ち直しを受けて徐々に増加するとみられるため、需給は改善方向となる。そのため、WTI原油価格は徐々に水準を切り上げ、年末には30ドル程

原油価格の推移(WTI先物、ドル/バレル)



(出所) CEIC DATA

度まで回復すると見込まれる。

なお、原油価格の低迷長期化により、①資源国の景気悪化のみならず、②通貨下落を通じて金融市場混乱の一因となる可能性（後述）、③米国シェール企業の採算悪化による投資抑制や破綻懸念、④中東産油国のオイルマネー縮小による不動産・株式市場の下押し、などへ影響が波及するため、これらの状況にも留意が必要である。

以上の通り、世界経済を取り巻く環境は、現在、コロナ感染拡大による悪影響が一段と強まる一方で、金融危機のリスクは一旦後退したが、原油価格の下落とその影響には引き続き留意が必要な状況にある。これらを踏まえつつ、以下、主要地域ごとに最近の状況と今後の展望についてみていく。

世界経済の見通し

中国経済：1～3月期の大幅マイナスを4～6月期以降で挽回

新型コロナウイルス感染拡大の震源地となった中国では、春節休暇（1月24～30日）明けに、少なくとも9日間以上、全国的に企業活動を停止し、その後も一部で企業活動の停止が続いたことから、1～3月期の成長率は前年同期比▲6.8%と予想を上回る大幅なマイナスを記録した。

ただ、3月時点で小売販売は1～2月の前年同期比▲20.5%から前年同月比▲15.8%へ、固定資産投資は▲24.5%から▲9.4%へ、輸出は▲17.2%から▲6.6%へそれぞれ改善し、こうした需要の持ち直しを反映して工業生産は▲13.5%から▲1.1%へ大幅にマイナス幅を縮小している。さらに、4月8日には武漢市の封鎖が解除されロックダウン（都市封鎖／行動制限）が終了。政府によると、4月中旬時点の企業活動の復旧状況は、全国ベースで卸小売95%、ホテル・飲食85%、製造業は大・中堅で99%、中小零細でも8割であり、全産業で見れば9割以上の供給力が回復している状況と言える。

一方、需要動向は、3月から4月にかけて、米国や欧州、日本など先進国の景気急落から輸出が落ち込みを加速させており、回復には時間を要するとみられる。しかしながら、5月に延期された全人代では、コロナ感染症との闘いに勝利し経済は完全復活した旨の宣言がなされ、感染再拡大への警戒感は徐々にではあるが薄れていくとみられる。さらに、政府は企業活動の再開を支援するため、資金調達コストや税負担の軽減のほか、自動車購入税制優遇やクーポン券配布などの消費刺激策を打ち出しているため、今後は個人消費や固定資産投資といった内需が着実に回復に向かうと見込まれる。その結果、4～6月期は内需主導でプラス成長にし、7～9月期には欧米経済の持ち直しを受けて輸出も回復、成長率をさらに高め、2020年の成長率は最終的に前年比2%程度のプラスで着地すると予想する²。前回予想（+5.0%）からの下方修正の主因は、1～3月期の落ち込みが予想以上だったことと、海外景気的大幅下方修正に伴い7～9月期以降の輸出回復ペースを慎重にみたことである。ただ、経済活動の正常化を急げば、感染再拡大のリスクを高める状況に変化はなく、このまま順調に回復に向かうかどうか、引き続き慎重に見極めていく必要はあろう。

米国経済：急速な冷え込みで2020年はマイナス成長に

米国において、コロナ・ショックによる景気の悪化は、その感染拡大ペースと同様、予想を大きく上回るものであった。象徴的な数字の1つは毎週の失業保険申請件数であり、平時の20万件程度から3月21日までの週に330万件へ急増、翌週、翌々週は600万件超へ一段と増加、以降は500万件台（4/11までの週）、400万件台（4/18までの週）と徐々に減少してはいるが、急増後5週間の合計で2,650万件に達している（下図）。

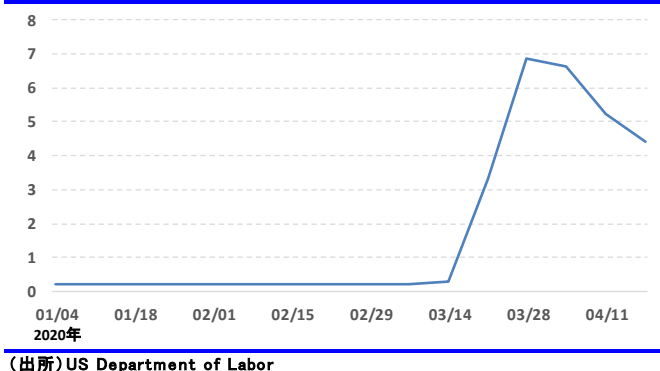
² 詳しくは、2020年4月22日付 Economic Monitor 「マイナス成長を脱し正常化へ向かう中国経済（1～3月期GDP）」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1849/>

この数字は、全雇用者約1億5千万人の約17%に相当するため、2月の時点で3.5%だった失業率(3月は4.4%)が20%まで上昇する可能性を示唆するものである。リーマン・ショック後の最高失業率は10.0%(2009年10月)だったことから、少なくとも米国景気の落ち込みの深さ、そして速さについても、コロナ・ショックはリーマン・ショックを大きく上回ったと言える。

さらに、トランプ大統領は当初、4月12日までに緩和するとしていた外出禁止令を30日まで延長するなど、政府が行動制限を課す期間は当初の想定よりも長期化している。こうした状況を踏まえ、米国議会予算局(CBO)は4~6月期の成長率を前期比年率▲39.6%(単純な前期比では▲11.8%)と予想した。失業者の状況を見る限り、CBOの予想通りとなる可能性が低いとは言えず、米国におけるコロナ・ショックのインパクトは、その感染状況が示す通り日本の比ではない。

一方で、トランプ大統領は、今後、各州の判断で行動制限を3段階で緩和することを認め、既に一部の州で第1段階の緩和に着手している。ただ、その第1段階であっても、原則として在宅勤務で最低限の外出しか許されず、緊急事態宣言下にある現在の日本よりも制約は厳しい。しかも、大多数の州は第1段階への緩和にも慎重な姿勢を見せている。そもそも、米国におけるコロナ感染の状況自体も、新規感染者数はピークアウトしたと言えなくはないものの、未だ1日3万人前後という極めて高い水準であり、感染拡大の収束を見通すには程遠い状況である。そのため、全国で行動制限が段階を経て解除されるには相当の時間がかかり、2020年通年の成長率は、リーマン・ショック時(2009年)の前年比▲2.5%を上回るマイナス(▲3.0%)になると予想する³。前回予測(+0.2%)からの下方修正の主因は、3月から4月にかけての落ち込みの深さと、感染拡大収束後の回復ペースの緩慢さである。

米国失業保険申請件数(季節調整値、百万人)

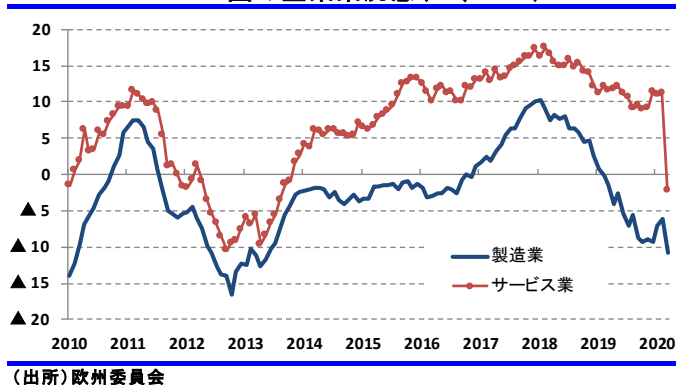


欧州(ユーロ圏)経済： 厳しい行動制限と緩慢な回復で2020年は大幅マイナス成長

欧州においても、3月中旬以降、外出禁止や操業停止命令が相次ぎ、新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するための厳しい行動制限が、日本と異なり製造業も含む広い範囲で産業の活動を制約している。ユーロ圏の企業景況感(右図)は3月時点でも特に外出禁止の影響を強く受けるサービス業で急落しているが(右図)、4月前半には企業活動は全体で8割程度低下、つまり通常の2割程度の水準にまで落ち込んだとみられる。

行動制約の行方を左右する新規感染者数は、4月下旬時点で、ドイツ、フランス、イタリアにおいて1日2千人前後まで減少しているが、スペインは5千人超へ再上昇、イギリスは4~5千人で高止まりしており、主要国全体では「ピークアウトしつつある」といった程度の状況である。そのため、一部で行動制限を緩和する動きは始まっているものの、当分は感染再拡大を警戒

ユーロ圏の企業業況感(DI、%Pt)



³ 詳細は、2020年4月27日付 Economic Monitor「米国経済 UPDATE (20年4月)：2020年はリーマンショックを上回るマイナス成長」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1854/>

し慎重に進めざるを得ず、米国同様、経済活動が正常化するには相当に時間を要するとみられる。

仮に7月頃に外出制限が解除、その後、徐々に経済活動は正常化に向かい、2021年初頃に元の状態に戻ると想定しても、当初の落ち込みが大きいため、ユーロ圏の成長率は2020年通年で前年比▲7.0%となる見込みである。前回予測（▲1.6%）との違いは、当初の落ち込みの深さと、その後の回復ペースの遅さである。

日本経済：7～9月期以降持ち直しても2020年はマイナス成長

日本におけるコロナウイルスの影響は、3月上旬まではインバウンド需要の落ち込みに加え、自粛の広がりを受けた個人消費の停滞くらいであった。しかしながら、その後、欧米で感染が急拡大しインバウンド需要が壊滅的に減少、モノの輸出も落ち込み、さらに国内でも新規感染者数の増加ペースが加速、政府が外出自粛要請を強め緊急事態宣言発令に至った現在、経済活動は急速に委縮している。その結果、4～6月期の成長率は、欧米経済の急落により輸出は一段と落ち込み、国内では自粛や休業の広がりにより個人消費や設備

投資がさらに控えられることから、1～3月期に続きマイナスが見込まれるだけでなく、マイナス幅は拡大しよう。政府は4月の月例経済報告で景気の現状を「急速に悪化しており、極めて厳しい状況にある」とし、事実上、景気後退入りを認めたが、成長率は消費増税直後の2019年10～12月からマイナスに転じており、日本経済は少なくとも昨年からの景気後退局面に入っていたことが、コロナ・ショックによって確定したと言える。

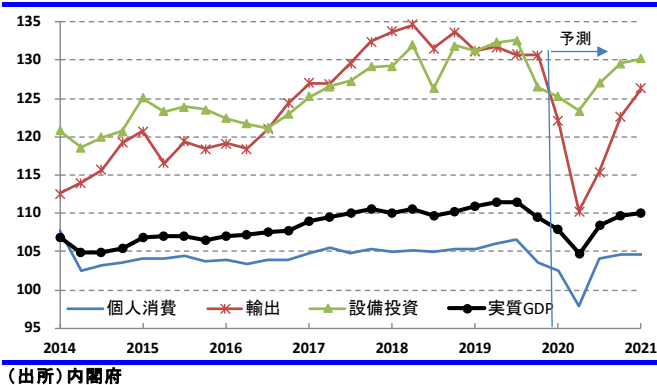
今後のカギを握るコロナウイルスの状況は、新規感染者数に緩やかな減少傾向が見られることから、早ければ5月中にも緊急事態宣言が解除、徐々に行動制限が緩和され、政府の需要刺激策の効果もあり、7～9月期以降、景気は徐々に持ち直すと見込まれる。中国経済が先んじて回復に向かうことも、日本経済にとっては輸出やインバウンド需要の拡大を通じて景気持ち直しを後押ししよう。それでも、他国同様、感染再拡大を警戒しながらの回復となることや、欧米向けのインバウンド需要や輸出の回復には時間がかかることを踏まえると、回復のペースは緩やかなものにとどまり、2020年（暦年）の成長率は2%台半ばのマイナスを予想する。2021年は、延期された東京五輪の関連需要が景気の本格的な回復を後押しし、五輪後の反動を見込んでも、2%を超える成長を期待できそうである⁴。前回予想（▲1.5%）からの下方修正は、政府による行動制限の強化と欧米景気の回復力の弱さが主因である。

世界経済：リーマン・ショックを上回るマイナス成長

以上の通り、コロナ・ショックに見舞われた2020年の世界経済は、出口の見えない感染拡大を力づくで封じ込めるため、日米欧それぞれが経済の一部ないしは大部分を一時的に止める。そのため、先進国経済は大幅に落ち込むことになる。予想を遥かに上回る急速な感染拡大を抑え込むコストは莫大であり、2020年の先進国全体の成長率は前年比▲4.5%、リーマン・ショック時（2009年）の▲3.3%を上回るマイナスが予想される。

コロナ・ショックがリーマン・ショックと決定的に異なるのは、先進国経済の落ち込みを新興国経済が支えられない点であろう。リーマン・ショック直後の2009年は、中国を筆頭とするアジア新興国が前年比+7.6%

実質GDPと主な需要の推移(季節調整値、2010Q1=100)



(出所)内閣府

⁴ 詳しくは、2020年4月27日付「日本経済情報2020年4月号 改定経済見通し～コロナ・ショック本格化で暗中模索」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1852/>

もの高成長で先進国の落ち込みを相当程度埋め合わせた。しかしながら、コロナ・ショックは中国が起点であり、冒頭で見た通り主要新興国はインドを含め感染拡大が加速、これらの国ではコロナ感染抑制に成長力が奪われる。その結果、ロシアやブラジルは 5%台のマイナス成長、インドはかろうじて 1%程度のプラス成長ながら、ASEAN 主要国はタイやマレーシアの落ち込みによりゼロ成長が見込まれるなど、新興国の成長率は全体で前年比▲0.6%とマイナスに陥る見込みである。リーマン・ショック時は、新興国が+2.8%のプラス成長だったため、世界経済全体の成長率は▲0.1%と小幅なマイナスにとどまったが、コロナ・ショックの 2020 年は▲1.9%と比較的大きなマイナス成長が予想される。

【 主要国・地域の実質GDP成長率(伊藤忠総研予測)メイン・シナリオ 】

	ウエイト 2018	2009年 実績	2013 実績	2014 実績	2015 実績	2016 実績	2017 実績	2018 実績	2019 実績	2020 予測	2021 予測
世界	100.0	▲ 0.1	3.5	3.6	3.5	3.4	3.8	3.6	2.9	▲ 1.9	5.9
先進国	60.3	▲ 3.3	1.4	2.1	2.3	1.7	2.5	2.3	1.7	▲ 4.5	4.8
米国	24.2	▲ 2.5	1.8	2.5	2.9	1.6	2.4	2.9	2.3	▲ 3.0	3.6
ユーロ圏	16.1	▲ 4.5	▲ 0.3	1.4	2.1	1.9	2.5	1.9	1.2	▲ 7.0	7.6
日本	5.9	▲ 5.4	2.0	0.4	1.2	0.5	2.2	0.3	0.7	▲ 2.6	2.5
新興国	39.7	2.8	5.1	4.7	4.3	4.6	4.8	4.5	3.7	▲ 0.6	6.4
アジア	22.5	7.6	6.9	6.8	6.8	6.7	6.6	6.4	5.5	1.8	7.9
中国	15.7	9.4	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.1	2.3	8.3
ASEAN5	2.9	2.4	5.1	4.6	4.9	5.0	5.3	5.2	4.8	0.1	7.5
インド	3.2	8.5	6.4	7.4	8.0	8.2	7.2	6.8	4.2	1.2	7.6
中東欧	4.5	▲ 5.7	3.1	1.9	0.8	1.8	3.9	3.1	2.1	▲ 5.2	5.2
ロシア	2.0	▲ 7.8	1.8	0.7	▲ 2.3	0.3	1.6	2.3	1.3	▲ 5.5	4.0
中南米	6.2	▲ 2.0	2.9	1.3	0.3	▲ 0.6	1.2	1.0	0.1	▲ 5.2	3.4
ブラジル	2.2	▲ 0.1	3.0	0.5	▲ 3.6	▲ 3.3	1.1	1.1	1.1	▲ 5.3	2.9

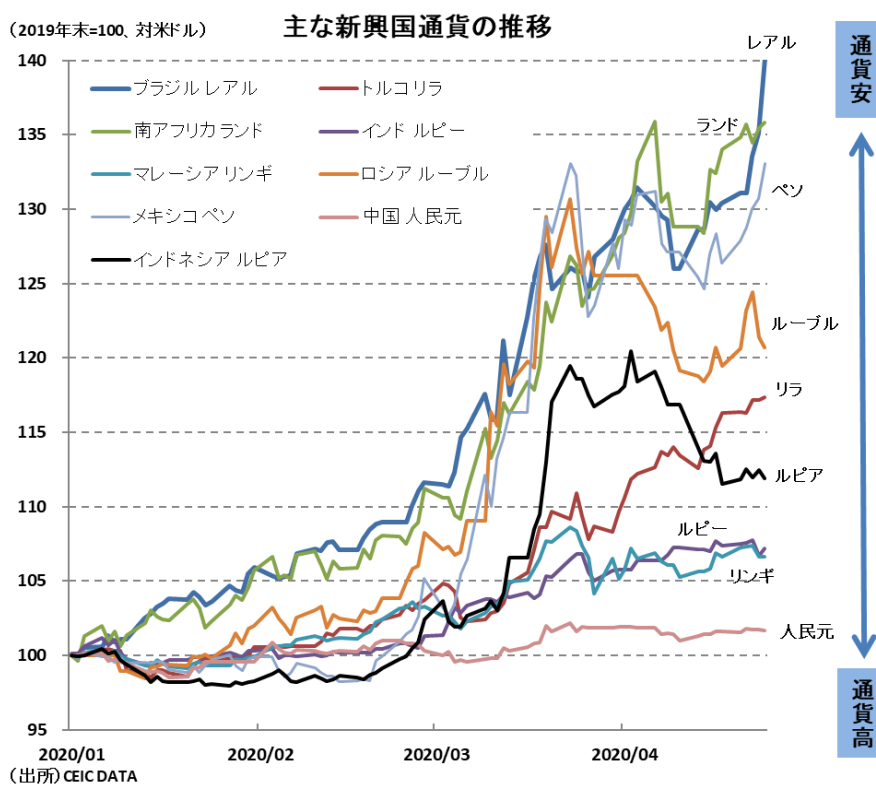
(出所)IMF (WEO202004) (注)各年の数字はインドのみ年度、その他は暦年で前年比。

新興国の通貨暴落リスクに注意

しかも、新興国には、コロナ・ショックが通貨下落を加速させ、ひとまず沈静化した金融市場を再び混乱させ、世界経済のさらなるリスク要因となる可能性がある点に留意が必要である。

主な新興国通貨の年初来の動きを見ると(4/24 時点)、米ドルに対してブラジル・レアルが 29%下落、南アフリカ・ランドが 26%、メキシコ・ペソが 25%、ロシア・ルーブルが 17%、トルコ・リラが 15%下落している。

アジア通貨では、インドネシア・ルピアの 11%下落が目立つがこのところは値を戻しており、マレーシア・リンギ 6%、タイ・バーツとインド・ルピーは 5%、中国・人民元 2%といずれも小幅下落、フィリピン・ペソやベトナム・ドンに概



ね横ばいにとどまるなど、アジア通貨は総じて堅調である。

下落する通貨の共通点は、為替相場に大きな影響を与える3つのファンダメンタルズ（経常収支、インフレ率、成長率）が悪化しているか、外貨準備高が十分でないか、その両方である。2018年夏場に一時年初から8割も下落したトルコ・リラは、当時、経常収支の赤字が危険水準とされるGDP比3%近くまで拡大、インフレ率（消費者物価上昇率）は二桁、（実質GDP）成長率は魅力的な投資対象国としての目安となる3%を下回るなど、ファンダメンタルズ3要素のいずれも悪化していた。さらに、通貨下落の防波堤となるべき外貨準備高は、輸入の6か月分を下回り、1年以内に返済が必要な短期対外債務と同程度と極めて心許ない状況であった。2019年は経常収支が黒字に転じたことでトルコ・リラは下げ止まっていたが、2020年はコロナ感染拡大によりマイナス成長が見込まれる中で経常収支も悪化方向にあり、再び下落圧力が高まっている。

今年に入り、ドルに対して最も売り込まれているブラジル・レアルは、外貨準備こそ潤沢ながら、経常収支が赤字、インフレ率は3%を上回る要注意水準にある中で、コロナウイルスの影響で大幅なマイナス成長が見込まれることが、大幅下落の背景である。同様に下落が目立つ南アフリカ・ランドも、経常収支こそGDP3%の赤字から黒字に転じる見込みであるが、その主因は大幅なマイナス成長、つまり内需の低迷であり、インフレ率は3%を超える要注意水準、外貨準備も十分とは言えない。メキシコ・ペソは、経常収支が赤字で大幅なマイナス成長が見込まれ、外貨準備が心許ないため、下げ足を速めている。

ロシア・ルーブルは、これらの通貨に比べるとファンダメンタルズの面でも外貨準備の面でも優位なため、下落幅は小さい。しかしながら、資源依存度の高い経済構造は原油価格の低迷により悪影響を強く受けるほか、経済制裁下で外貨調達に大きな障害があることが、下落の背景にある。

アジア通貨は、総じて成長率が高く、外貨準備が十分な水準にあることが、比較的小幅な落ち込みにとどまっている主因である。ただ、インドネシア・ルピアは経常赤字が大きく、インド・ルピーは経常赤字とインフレ率が要注意水準であること、マレーシアは外貨準備に余裕がなく資源依存度が高いためマイナス成長が見込まれていることが、通貨の下落につながっている。なお、タイ・バーツの下落は、インバウンド需要への依存度の高さからマイナス成長が見込まれることが主因とみられるが、2018～19年の2年間におけるバーツ高(8%)の範囲内であり、さほど懸念すべき状況にはない。

通貨の下落は、特に輸入依存度の高い国においては、輸入品の価格上昇が国内物価を押し上げ、経済成長を抑制するだけでなく、経常収支が悪化しさらなる通貨下落圧力となり、通貨安が加速する恐れがある点に留意が必要である。その際、政府や企業の外貨建て債務が多いと、自国通貨建てで見れば債務額が大幅に増加し、格付けの引き下げを

伴って債務負担が急増、資金繰りの悪化につながり、最悪の場合はデフォルトに陥る恐れがあるため、上記のような新興国通貨の動向には十分注意が必要である。

【 主な新興国のファンダメンタルズ 】

		経常収支 (GDP比・%)			消費者物価 (前年比上昇率・%)			実質GDP成長率 (前年比・%)			外貨準備高		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	(百万ドル)	輸入比 (月)	短期対外 債務比
トルコ	リラ	▲ 2.7	1.1	0.4	16.3	15.2	12.0	2.8	0.9	▲ 5.0	105,491	5.5	0.86
南アフリカ	ランド	▲ 3.5	▲ 3.0	0.2	4.6	4.1	2.4	0.8	0.2	▲ 5.8	54,461	8.2	1.58
ブラジル	レアル	▲ 2.2	▲ 2.7	▲ 1.8	3.7	3.7	3.6	1.3	1.1	▲ 5.3	356,884	28.4	4.87
メキシコ	ペソ	▲ 1.9	▲ 0.2	▲ 0.3	4.9	3.6	2.7	2.1	▲ 0.1	▲ 6.6	183,028	5.0	2.93
ロシア	ルーブル	6.8	3.8	0.7	2.9	4.5	3.1	2.5	1.3	▲ 5.5	554,359	24.4	11.63
マレーシア	リンギ	2.1	3.3	▲ 0.1	1.0	0.7	0.1	4.7	4.3	▲ 1.7	103,400	6.0	1.11
インドネシア	ルピア	▲ 2.9	▲ 2.7	▲ 3.2	3.3	2.8	2.9	5.2	5.0	0.5	130,444	9.6	2.76
インド	ルピー	▲ 2.1	▲ 1.1	▲ 0.6	3.4	4.5	3.3	6.1	4.2	1.9	471,300	11.2	4.32
フィリピン	ペソ	▲ 2.7	▲ 0.1	▲ 2.3	5.2	2.5	1.7	6.2	5.9	0.6	87,601	9.3	5.09
ベトナム	ドン	1.9	4.0	0.7	3.5	2.8	3.2	7.1	7.0	2.7	78,810	3.7	-
タイ	バーツ	5.6	6.9	5.2	1.1	0.7	▲ 1.1	4.2	2.4	▲ 6.7	229,456	12.0	4.51
中国	人民元	0.4	1.0	0.5	2.1	2.9	3.0	6.8	6.1	1.2	3,106,718	16.3	2.67

(出所)IMF(WE0202004) (注)太字網掛けは危険水準、網掛けのみは要注意水準。

(注)外貨準備はトルコ、ブラジル、メキシコ、インドネシア、ベトナムが2019年12月末、インドは2020年1月末、その他は2月末。短期対外債務は2019年9月末。