

(1) 総論

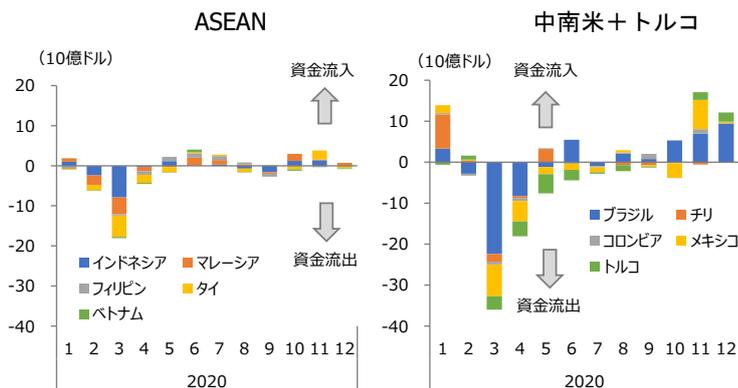
資金流出は 20 年後半に落ち着き、22 年にかけては米金融政策の動きに注目

新興国でも新型コロナの感染が拡大している。特に中東諸国で感染拡大が深刻化し、人口 100 万人当たりの累積感染者数で見ると、イスラエル、バーレーン、カタールが 5 万人を上回り、欧米諸国並みの水準となっている。しかし、これらの国では欧米諸国に比べて死亡率が低く抑えられていることに加え、ワクチン接種が進む期待もある。

新型コロナの感染拡大を受け、20 年春には新興国から多くの資金が流出したが、米国をはじめ世界が同時に緩和的な金融政策運営を行ったことから、トルコなど一部を除き落ち着きを取り戻した（図表 6-1）。その後、11 月以降、米大統領選の結果およびワクチン普及への期待などからリスク選好が高まり、新興国への資金回帰がトルコ、ブラジルなどでもみられた。ただし、21 年入り後には、バイデン大統領が就任前に公表した 1.9 兆ドル規模の経済対策案を受けドルが上昇、さらに感染再拡大、ワクチンを巡る懸念も広がり、新興国通貨の上昇はやや抑制される展開となっている（図表 6-2）。

21 年は新型コロナの影響継続が予想されるものの、22 年にはワクチンの普及などで米国の景気回復力が強まってくる可能性があり、コロナ危機下で実施した量的金融緩和策の縮小が視野に入ってくる。既に米金融当局者の一部は 21 年内のこうした縮小論議の開始の可能性に言及しており、13 年にバーナンキ議長（当時）が資産買入ペース縮小を示唆したことで市場が混乱に見舞われた「テーパー・タントラム」を想起させている。米金融当局は 13 年の経験を踏まえ、市場との対話を慎重に行うと想定するも、今後、実際に金融政策の調整に関して本格的に議論する段階となれば、新興国市場からの資金流出が再び懸念される局面が出てこよう。

図表 6-1 資金流出入（非居住者、フロー）



注：株式投資と債券投資の合計。ベトナム、コロンビアは株式投資のみ。
出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 6-2 新興国の株価・通貨



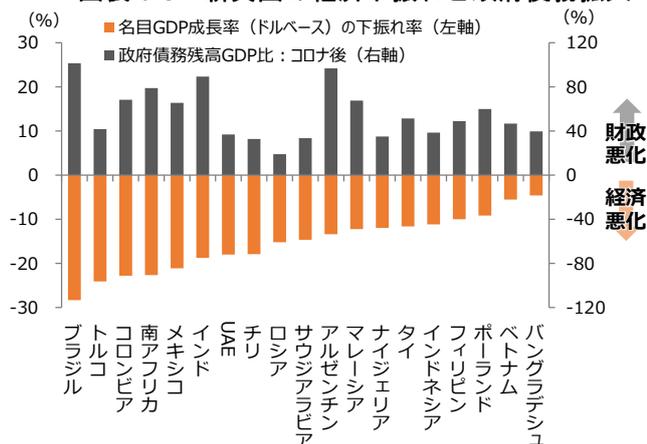
注：直近は 2 月 12 日の週。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

ドル建て債務の増大がリスクに

一部の新興国では財政余力の乏しいなか、コロナ対策による財政支出の拡大や経済悪化による税収の落ち込みの影響から政府債務が大幅に増加しており、次なる危機の火種として懸念されている（図表 6-3）。既にアルゼンチン、レバノンなどではデフォルトに至っているが、中長期的にみて、仮にデフォルトがブラジルやメキシコ、トルコなど比較的経済規模の大きい新興国にも連鎖するようになれば、これらの多額の債権を抱える先進国の経済も大きな打撃を受けるおそれがある。

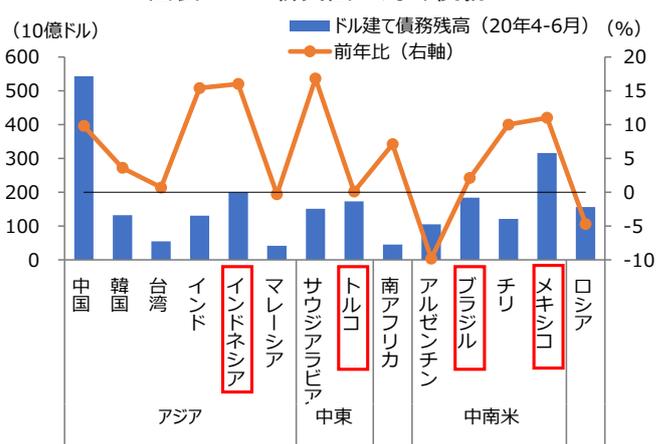
また、新興国のファンダメンタルズ（基礎的条件）を比較する際、ドル建て債務の動向に特に注意する必要がある。地域別では、インドネシア、トルコ、ブラジル、メキシコにおいて警戒すべき水準にある（図表 6-4）。20 年には、米国の大幅な金融緩和による金利の低下でドルの借り入れコストが低下し、ドル建て債務の拡大がみられたが、今後想定される米金融政策の調整の過程でドルおよびドル金利が上昇し、新興国で自国通貨が下落すれば、ドル建て債務の返済負担が膨らむことにつながる。また、自国通貨の下落により、実体経済においてもインフレのリスクが高まることになろう。

図表 6-3 新興国の経済下振れと政府債務拡大



出所：IMF より三菱総合研究所作成

図表 6-4 新興国の対外債務



注：黒線は前年比 0% (右軸)。

出所：BIS より三菱総合研究所作成

(2) ASEAN 経済

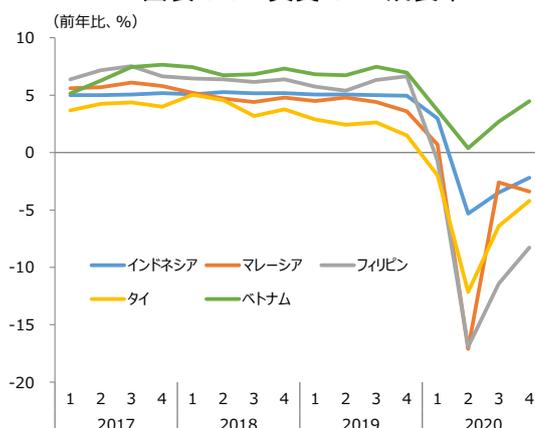
成長市場として注目される ASEAN 地域

米国でバイデン政権が発足しても米中対立の構図は継続するとみられるなか、ASEAN 地域は地政学上でも一層重要な経済圏になりつつある。中国はこれまで ASEAN との経済関係を強化してきたが、20 年 11 月に合意した RCEP の発効で、同地域との経済的結びつきを一層強めようとしている。一方、欧米、そして日本でもサプライチェーン多様化などの観点から、人口規模の大きい、そして成長性の高い ASEAN 市場を取り込むべく注目しているところだ。

感染状況、活動制限などにより明暗分かれる ASEAN 経済

ASEAN 諸国では感染状況の違いなどから、経済回復度に差がみられている。感染抑制に成功したベトナムの経済成長率は 20 年 (暦年) で前年比+2.9%と中国と同様にプラスを維持した。10-12 月期の実質 GDP 成長率をみると、ベトナムが前年同期比+4.5%と成長を加速する一方、フィリピン (同▲8.3%)、タイ (同▲4.2%) が 4 期連続のマイナス成長となり、経済の低迷が長引いている (図表 6-5)。また、感染拡大の続くマレーシアでは同▲3.4%と、7-9 月期同▲2.6%からマイナス幅が拡大した。インドネシア (同▲2.2%) はマレーシア同様に 3 期連続のマイナス成長となっている。ASEAN 経済は総じて 4-6 月を底に回復がみられているが、国ごとで回復ペースにばらつきがあり、20 年 (暦年) ではベトナム以外はマイナス成長となった。

図表 6-5 実質 GDP 成長率



注：四半期ベース。

出所：CEIC、Bloomberg より三菱総合研究所作成

長引く防疫措置の影響などから消費回復に遅れ

20 年末より感染拡大の続くマレーシアでは 1 月 13 日からほぼ全土で厳格な活動制限令を敷いており、消費活動の停滞が長期化する見込みだ (図表 6-6)。マレーシアの小売・娯楽に関する外出行動抑制率は再び強まっており、小売や外食業界への影響が出ている (図表 6-7)。また、フィリピンでもマニラ首都圏などで外出・移動制限措置が 2 月末まで実施される予定であり、同国の小売・娯楽に関する外出行動の抑制率は、他国に比べて強い状況が続いている。一方で、感染拡大が抑制されているベトナムでは外出行動も増加しており、小売売上高は 20 年 6 月以降前年比プラスが続くなど、堅調に推移している (図表 6-8)。

自動車販売も国ごとで二分化している。インドネシアは 10-12 月前年比▲41.8%、フィリピンは同▲30.8%と大幅減が続いている (図表 6-9)。一方、6 月から半年間、乗用車の売上税 (10%) の減免措置を導入したマレーシアや、6 月に国産車の自動車登録料を半額にしたベトナムでは前年比プラスに転じるなど、財政支援策の有無により販売状況の差が如実にあらわれている。

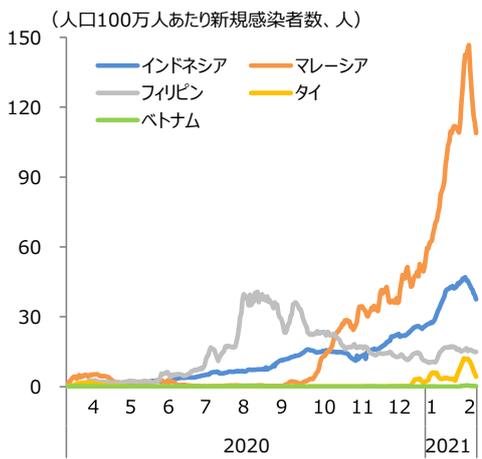
また、インバウンド需要の高いタイやフィリピンでは、旅行業界の不振が深刻になっている。両国とも GDP に占める観光産業の割合は約 2 割を占めるほか、観光産業での就業者の割合も 2 割を超えてお

り、サービス輸出だけでなく、雇用・所得環境の悪化を通じた内需へのマイナスの影響が長期化する見込みだ（図表 6-10）。

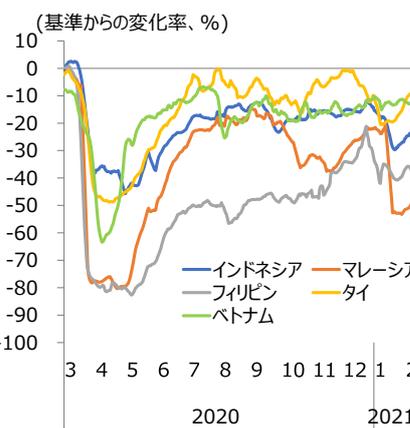
さらに、フィリピンでは、海外出稼ぎ労働者による送金額の減少も内需に影響を与えている。フィリピンでの海外出稼ぎ労働者による送金額は 20 年、前年比で▲7.0%減少したとみられており、内需を大きく下押ししている（図表 6-11）。

ASEAN 地域でも主に中国製のワクチン接種が開始されたが、普及には時間を要するとみられている。今後も感染拡大を完全には封じ込められず、防疫措置も 22 年にかけて残ることを想定し、消費の回復は緩やかなものにとどまると予想する。

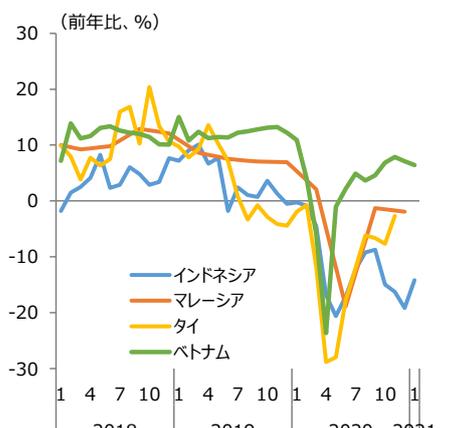
図表 6-6 新型コロナウイルス感染者数



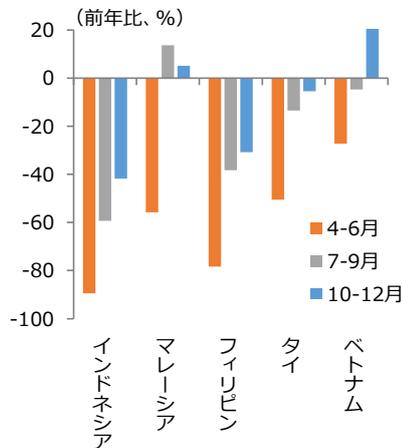
図表 6-7 外出行動（小売・娯楽）



図表 6-8 名目小売売上高



図表 6-9 自動車販売

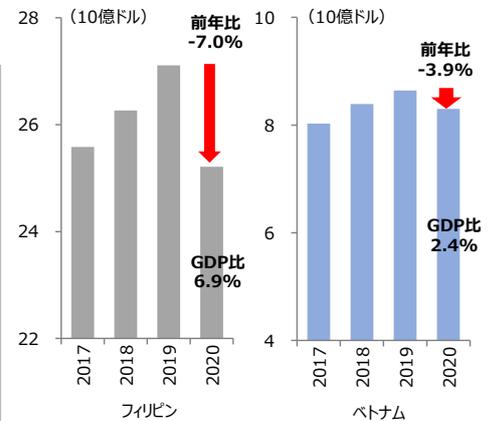


図表 6-10 観光産業のプレゼンス (2020年)

(%)	GDPに占める観光産業の割合	全輸出に占める国際旅行者支出	観光産業での就業者の割合
フィリピン	25.3	10.7	24.1
タイ	19.7	21.1	21.4
マレーシア	11.5	9.4	14.7
ベトナム	8.8	4.4	9.1
インドネシア	5.7	7.7	9.7

出所：WTTC より三菱総合研究所作成

図表 6-11 海外送金受取



貿易やサプライチェーンなどで ASEAN-中国の経済的結びつきは年々強化

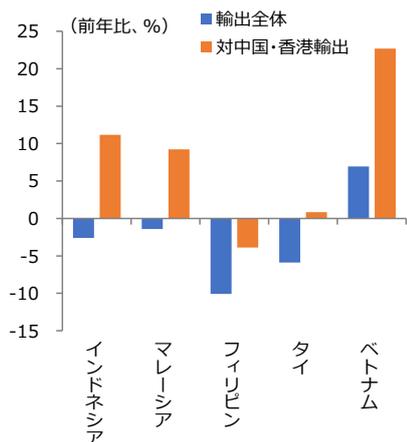
輸出の回復についても各国でばらつきがあり、ベトナムでは 20 年 6 月以降、前年比プラスが続くなど好調を維持している。特にベトナムでは、景気回復が進む中国向け輸出の高い伸び(20 年前年比+22.7%)が輸出全体の伸びを牽引する格好となった（図表 6-12）。ベトナムでは世界的に需要回復が顕著となっている電気製品・部品の輸出シェアが大きいことも、輸出好調の要因の一つとなっている（図表 6-13）。一方、その他の地域では、例えばインドネシア、マレーシアでは中国向け輸出は伸びているものの、全体としての輸出の伸びは 20 年、前年比でマイナスにとどまった。タイでは、自動車および石油化学製品などの輸出の回復が遅れた影響から前年比で大幅なマイナスとなるも、12 月より改善傾向にある。

OECD の GVC 後方参加度指数（輸出総額に占める他国からの付加価値、つまり中間財としての輸入額の割合）をみると、特にベトナムでは米中対立の以前から、中国から輸入した中間財に自国で付加価値を加えて輸出を増やしてきたことがわかる（図表 6-14）。直近の貿易統計より輸出入の地域別シェア

をみると、特にベトナムでは中国より中間財を輸入し、最終財を米国に輸出する構図がみてとれる（図表 6-15、16）。さらに、近年の米中貿易摩擦の影響から中国企業がベトナムへの直接投資を増やしており、サプライチェーンの再構築、生産移管が進展しつつある。したがって、ベトナムでの中間財生産が増加することで、中国からの GVC 後方参加度指数の伸びは鈍化するとみられるも、素材原料や部品などの中国からの輸入は増えるだろう。

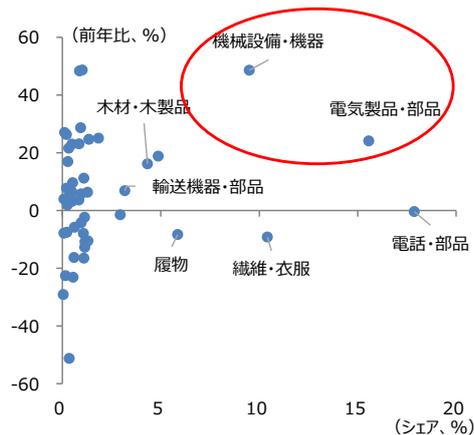
このように貿易やサプライチェーンなどで ASEAN と中国の経済的結びつきは年々強化され、中国への貿易依存度が高まりつつある。今後、22 年にかけての輸出動向は、こうした中国向けが好調を維持するほか、欧米など世界需要の緩やかな回復に伴い、改善傾向を辿ると予想する。

図表 6-12 輸出の伸び
(2020 年)



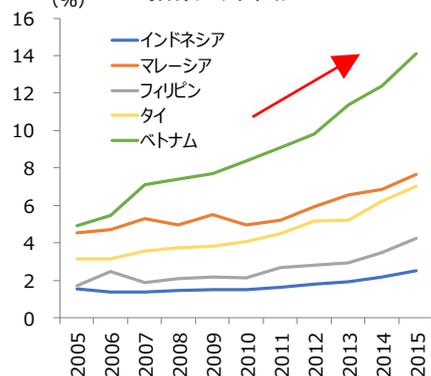
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-13 ベトナムの品目別輸出
(2020 年)



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

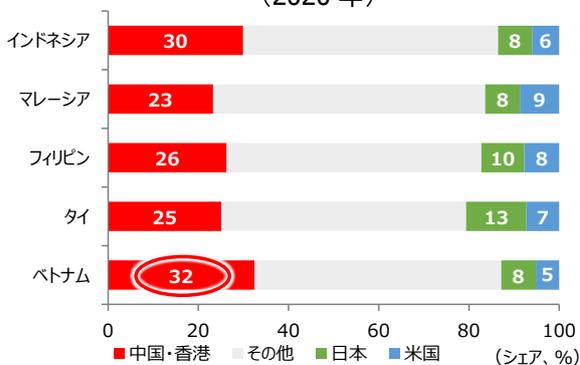
図表 6-14 GVC 後方参加度
指数 (中国)



注：GVC 後方参加度指数は、輸出総額に占める他国からの付加価値（中間財としての輸入額）の割合。ここでは中国からの付加価値の割合。

出所：OECD TiVA database より三菱総合研究所作成

図表 6-15 輸入の地域別シェア
(2020 年)



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-16 輸出の地域別シェア
(2020 年)



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

生産動向については総じて緩やかな回復傾向を辿るも、各国で回復度合いに違いがみられている。電子部品や電気製品など、好調な中国向け輸出に関連した生産活動は回復基調を強めており、ベトナムでは 1 月の生産指数は前年比+24.5%と大幅のプラスとなった。一方、タイでは 12 月の生産指数が同▲2.4%と再びマイナスに転じ、フィリピンでも前年比マイナスが続くなど、ベトナム以外の ASEAN 地域では生産活動の戻りは依然として鈍いままとなっている。先行きについては、輸出の回復に伴い、生産活動も持ち直していくと予想する。ただし、感染拡大が続くマレーシアで企業活動の停止措置が検討されているように、今後の感染再拡大、防疫措置の実施の可能性については引き続き注意を要しよう。

中国向け輸出に関連した生産活動が牽引し、緩やかな景気回復へ

ASEAN5 の経済見通しは、ワクチン普及に時間を要することで経済活動の抑制措置が 22 年にかけて断続的に続くシナリオを想定し、21 年の成長率を前年比+5.4%と予測、また 22 年の成長率を同+6.0%と予測する。中国向け輸出が好調を維持するほか、欧米など世界需要の緩やかな回復に伴い、生産活動が牽引して緩やかな景気回復基調を辿るも、消費の回復の遅れが足かせとなろう。特に、感染の続くマレーシアやインドネシアでは内需の回復には時間を要するとみられる。また、インバウンド需要の高いタ

イやフィリピンでは、前述のようにサービス輸出のほか内需へのマイナスの影響が長期化する見込みであり、景気回復の足を引っ張ることになる。

先行きのリスクは、第一に感染の再拡大、長期化による防疫措置の厳格化や長期化、第二に債務問題の金融危機、通貨危機への発展である。第二のリスクについて、コロナ後、景気刺激策に伴い政府債務が増えているほか、失業や休業の増加に伴って、家計債務や企業債務も増加していることに注意する必要がある。もともと債務の大きかったマレーシアとタイでは、20年7-9月の総債務（家計、非金融法人、政府の債務の合計）がそれぞれ名目GDP比214.1%、同168.2%と高い水準まで膨らんでおり（IIF推計）、経済のファンダメンタルズが悪化している。金融の混乱に対して脆弱な状況下、債務問題から金融危機へ波及し、金融機関に対する信用剥落が起これば、自国経済を大きく押し下げのおそれがある。

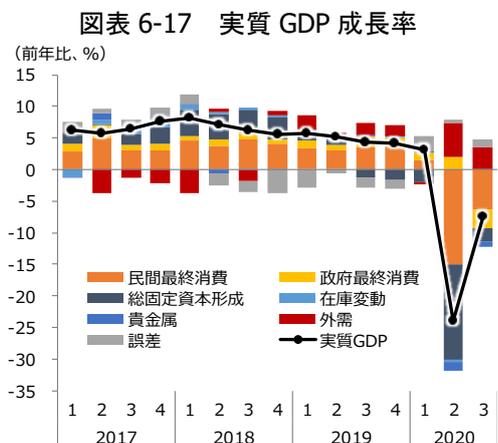
最後に、好調を続けるベトナム経済だが、外貨準備の輸入カバー率がおよそ4カ月分と非常に少ない状況となっていることは懸念材料である。米国政府は20年12月、ベトナムを「為替操作国」に認定し、今後、米国向け輸出品に対する制裁関税が発動されるリスクが高まっている。また、外貨準備の積み増しが難しくなり、将来の資金流出リスクに対して脆弱となるおそれもある。中長期的にASEAN地域で中国のプレゼンスがますます高まり、勢力圏が広がっていくとみられるが、米中両大国の経済・外交政策により同地域の経済が影響されうることにも注意する必要がある。

(3) インド経済

内需の低迷が長期化し、20年4-6月期に景気後退局面入り

20年7-9月期のインド実質GDP成長率は前年同期比▲7.5%となった（図表6-17）。大幅なマイナスとなった4-6月期（同▲23.9%）に続き、96年の四半期統計開始以来初となる2期連続での前年比マイナス成長となった。新型コロナウイルスの感染拡大の影響からインド経済は内需の低迷が続いており、20年4-6月期に景気後退局面に入った。

需要項目別では、民間最終消費が同▲11.3%、総固定資本形成が同▲7.3%と2期連続のマイナスとなり、内需の低迷が続いている。輸出は同▲1.5%と小幅マイナスとなったものの、輸入が同▲17.2%と大幅に落ち込んだことで、外需の成長率への寄与度は同+3.4%ポイントとなった。



ワクチン普及に伴う経済活動に持ち直しへの期待が高まる

インドの累計感染者数は米国に次ぐ世界2位の1,000万人を上回っており、経済活動への影響も長期化している。しかし2月の感染状況については、新規感染者数は2月以降1日1万人前後で推移しており、10万人近くで推移していた20年秋頃から大きく改善している。また、ワクチン生産国であるインドでは、21年に入り国産および海外産ワクチンが承認されたことに伴い、1月中旬より接種が開始された。政府は7-8月までに3億人の接種を目標に掲げるなど、インドではワクチンの普及期待が高まっており、22年にかけての経済活動の持ち直しに向けて明るい兆しが出ている。

企業活動は緩やかな回復傾向にある。1月の製造業PMIは57.7となり、活動の拡大・縮小の境目となる50を6カ月連続で上回っている。もっとも11月の鉱工業生産指数は前年比▲2.1%と3カ月ぶりに前年比マイナスに転じ、12月は同+1.0%にとどまっている。欧米での感染再拡大を受けて、世界景気の減速懸念が再び強まっている影響が考えられる。本格回復には時間を要しよう。

また、小売・娯楽に関する外出行動はコロナ感染拡大前と比べ、依然として25%前後、抑制されており、個人消費への影響は長引いている。一方、10-12月の乗用車販売台数は96.4万台と前年比+4.6%まで回復、感染拡大中に買い控えられていた需要が顕在化した面もあろう（図表6-18）。22年にかけてワクチン接種が進むにつれて、個人消費の回復も強まっていくと予想する。

景気減速とインフレ警戒というジレンマは継続

1月の消費者物価は前年比+4.1%と前月同+4.6%から低下し、インド準備銀行がインフレ目標の上限として定める6%を2カ月連続で下回った（図表6-19）。これは野菜価格が同▲15.8%と大幅に下落したことのほか、インドルピーが20年後半から堅調に推移していることも背景にある。21年は需要面から物

値下押し圧力がかかるとみられるも、20年前半の原油価格下落の反動もありエネルギー価格は前年比ベースで上昇しよう。インド準備銀行は景気減速とインフレ警戒というジレンマを抱え、積極的な金融緩和策を取りにくい状況に変わりはない。

図表 6-18 乗用車販売台数



注：乗用車は乗用自動車、特定用途自動車、多目的自動車からなる。特定用途自動車はSUVやピックアップトラックなど。また多目的自動車はバンなど。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-19 物価・為替動向



出所：CEICより三菱総合研究所作成

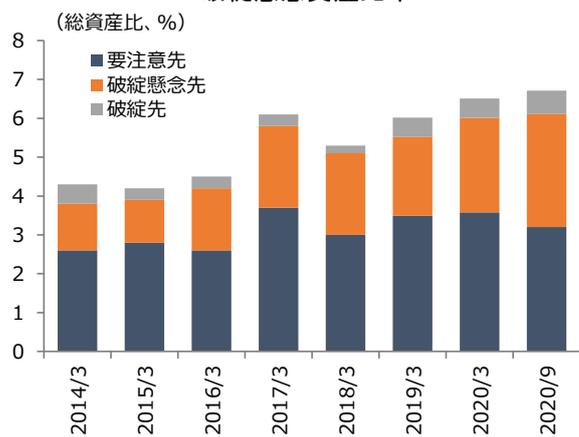
21年度以降、ワクチン普及に伴う個人消費の回復に期待も、不良債権問題の悪化がリスク

20年度(20年4月~21年3月)の成長率は前年比▲8.5%と予測する。年次統計開始の1951年以降、4回目となるマイナス成長、かつ最大のマイナス幅となる公算だ。その後、経済低迷の反動増に、ワクチン普及に伴う個人消費の回復、世界経済の回復を受けての製造業の持ち直しも期待され、21年度の成長率を同+9.0%、22年度同+6.0%と予測する。

先行きのリスクは、第一に「新農業法」(農産物の取引自由化と民間資本の導入を図るための農業部門の構造改革)への反対デモを巡る政治の混乱、第二に不良債権問題の金融危機への発展である。第二のリスクについて、新型コロナウイルスの感染拡大の影響による経済の大幅な悪化が顕著となるなか、インドの金融セクターでは不良債権の高まりへの懸念が強まっている。ノンバンクの貸出に占める破綻懸念資産

(要注意先、破綻懸念先、破綻先の合計)比率は近年上昇傾向を辿っており、20年9月には総資産比で6.7%となった(図表6-20)。特に破綻懸念先の増加が目立っている。また、ノンバンクの引当率(PCR)は20年3月時点で50%を若干上回る程度と少ない状況だ。インド準備銀行は20年3月末、銀行およびノンバンクによる全ての融資の返済を3カ月間猶予する措置を導入、その後9月末まで延長した。同措置が終了した20年秋以降、不良債権は急増しているおそれがある。19年9.2%(貸出債権のうち元利払いの返済の延滞が90日を超えた債権の割合。世銀推計)とされるインドの不良債権比率は20年度末に2桁台に達している可能性が高い。不良債権問題の悪化からインドの国内金融システムが危機に瀕することになれば、政府債務の高さなどインドのファンダメンタルズの脆弱性も懸念されることで、国際的な資金流出を招くおそれがあり注意を要しよう。

図表 6-20 ノンバンクの貸出に占める破綻懸念資産比率



出所：インド準備銀行より三菱総合研究所作成

(4) ブラジル経済

経済成長は急回復も、コロナ感染拡大が重しに

ブラジルの20年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比▲3.9%減、前期比+7.7%増と、4-6月期の記録的な減少から反発した(図表6-21)。生産指数、小売指数はともに4月に底を打って以来、コロナ危機前の水準を上回る推移を続けている。前年比マイナスの推移を続けていた輸入も20年12月に前年比プラスに回復し、内需の持ち直し傾向を示した。

しかし、直近の経済活動の回復ペースは市場予測を下回っており、その背景には新型コロナ感染者数の再拡大がある。20年11月以降再拡大に転じた感染者数は、21年初に過去最大の1日8.7万人を記録した。ボルソナロ大統領は防疫施策に消極的な姿勢を崩していないが、連邦制下で強い権限を持つ州政府の一部は感染拡大防止策を強めており、それが経済活動の重しとなっている。

外部環境の改善から株価は回復、海外資金も流入超へ

ワクチン開発期待の高まりなどを受けて、ブラジルの株式指数(ボブスバ指数)は20年11月以降急上昇し、21年1月7日にコロナ危機前のピークを突破した(図表6-22)。最安値圏にあったレアル相場も回復しており、一時期1ドル6レアルに迫った対ドル相場は足もと5.4レアル付近で推移している。また、19年末から流出が続いていた海外からの資金が20年10月以降流入超に転じている。同年10-12月の海外からの資金流入額は217億ドルの純流入と、四半期としては10年10-12月以来の流入規模を記録した。

財政政策の余地が狭まるなか、金融政策は難しい舵取り

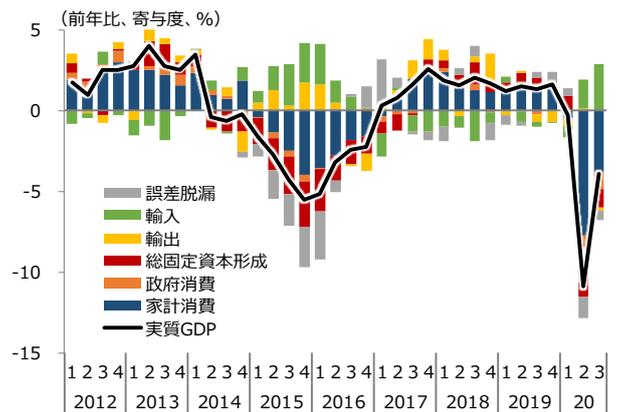
コロナ対策として、新興国のなかでも思い切った財政政策を打ち出していたボルソナロ政権だが、公的債務残高が20年末に100%を超えることが確実視されており、追加的な財政出動の余地は限られている。

財政政策の余地が狭まる一方で金融政策への期待が高まるなか、ブラジル中銀は21年1月の金融政策委員会で4会合連続の政策金利据え置きを決定した(図表6-23)。20年11月には食料品の物価が上昇したものの、消費者物価指数は依然として目標レンジ内にあり、現時点で利上げを迫られる状況にはない。しかし、今後インフレ率が上昇するような局面となれば、コロナ影響による経済活動の停滞を金融政策で支えてきた中銀も利上げを余儀なくされる可能性がある。

21年の景気は力強さを欠き、22年の成長力も弱含み

政府による低所得層への現金給付を中心とした支援策が、20年末で打ち切りとなった。今後は雇用環境の悪化に伴う所得減と相まって、家計消費の回復ペースが鈍化することが見込まれる。民間主導の成長が期待できず、公的債務の拡大が財政政策の足かせとなるなか、21年の景気回復の足取りは鈍くならざるを得ない。実質GDP成長率は、20年の夏場から年末にかけての内需の持ち直しを受けて、20年が前回見通しから+1.2%上方修正の前年比▲4.8%、21年が同3.1%、22年は同2.5%と予測する。

図表 6-21 実質 GDP 成長率



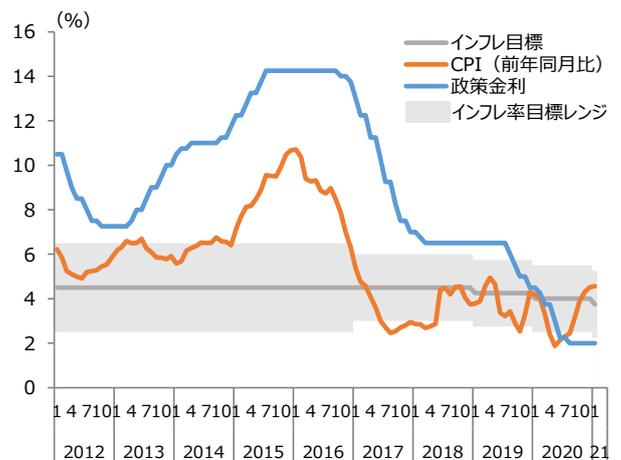
注：四半期ベース。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-22 株価指数と通貨



注：直近は2月11日。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-23 インフレ率と政策金利



注：直近は21年1月。
出所：CEIC ほかより三菱総合研究所作成