

(1) 総論

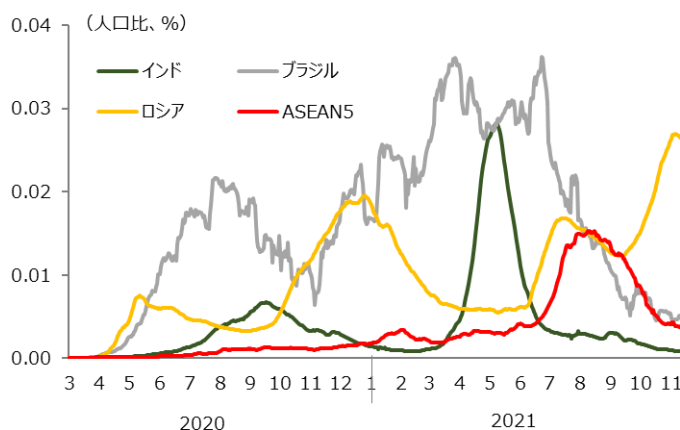
デルタ株の感染拡大はピークアウト、ワクチン接種の進展が世界経済の正常化を後押し

デルタ株の流行から感染拡大が続いていた新興国の新規感染者数は減少傾向にある(図表6-1)。デルタ株が猛威を振るったマレーシアでは、新規感染者数がピーク時の1日当たり2万人超から1万人を下回る水準まで低下し、出勤率の上限に地域差があるものの、国内全域での経済活動が再開し、製造業の操業も可能となっている。その他の国でも、行動規制の撤廃や段階的な緩和が進んでいる。

先進国との連携からワクチン接種も着実に進展している(総論P.5、図表1-4参照)。世界経済の正常化には、グローバルベースでのワクチン接種者比率の上昇が必要だ。10月末に開催されたG20サミット首脳宣言では、世界全体で21年末までに少なくとも人口の40%、22年半ばまでに人口の70%のワクチン接種の目標に向けて、ワクチンや必要不可欠な医療製品・原材料の供給や資金調達の制約を取り除くための措置をとる方針が示された。

感染拡大に伴う新興国の経済活動の抑制は、各国経済の成長鈍化だけでなく、多国籍企業の工場閉鎖といった世界のサプライチェーンの停滞をもたらし、日本企業も生産縮小を迫られた(図表6-2)。新興国におけるワクチン接種の進展による感染抑制と経済活動の両立は、世界経済の正常化を後押ししていくであろう。

図表 6-1 主な新興国の新規感染者比率



注: 直近は11月10日。ASEAN5はインドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナム。

出所: Our World in Dataより三菱総合研究所作成

図表 6-2 東南アジアの経済活動の抑制による日系メーカーへの影響事例

分野	事例
自動車	<ul style="list-style-type: none"> トヨタ自動車: 東南アジアからの部品供給の不足などを理由に、9月に世界で36万台の減産実施 ホンダ: 半導体不足や東南アジアから部品供給の不足などを理由に、8~9月に計画比約6割の減産
自動車以外	<ul style="list-style-type: none"> 三菱電機: 東南アジアからの部品供給の停滞から、10月に家庭用冷蔵庫の生産を10日間停止 クボタ: ベトナムのロックダウンなどにより、主に国内向けに製造しているトラクターを減産

出所: 各種報道より三菱総合研究所作成

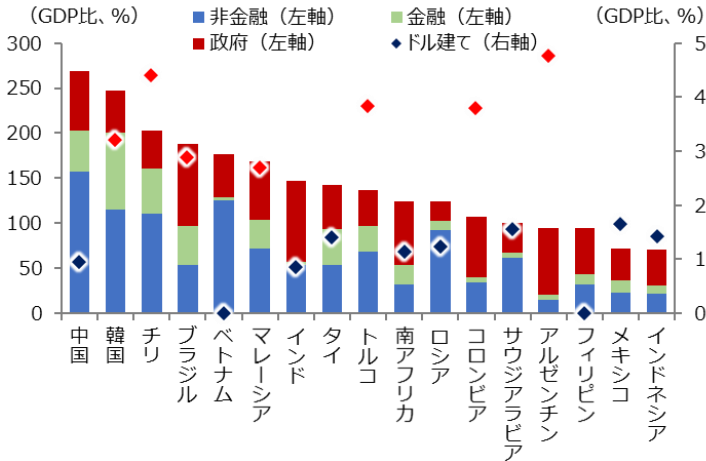
積み上がった債務、先進国の金融政策の変更による資本流出リスクに警戒が必要

ワクチン接種者比率の進展が見込まれる一方、積み上がった新興国債務のリファイナンスが円滑に行われるかには警戒が必要だ。政府および民間合算の債務でGDP比200%超の中国、韓国、チリ、同150%超のブラジル、ベトナム、マレーシアなどが高水準の債務を抱えている(図表6-3)。

特に米国でテーパリングが開始したことを踏まえると、ドル建て債務比率が高い国の資本流出リスクには警戒が必要だ。ドル建て債務比率が20%を超える国のうち、経常収支が赤字で、外貨準備のGDP比率が15%以下にとどまるチリ、トルコは資本流出リスクが高い(図表6-4)。

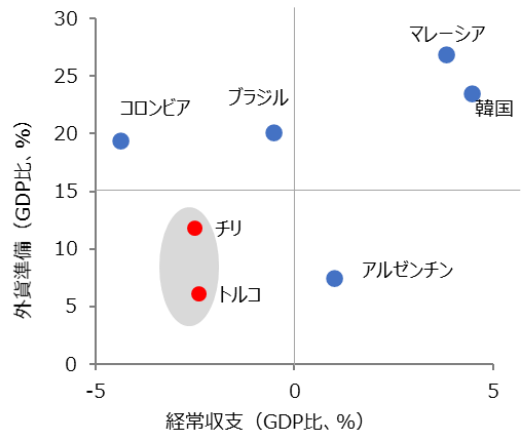
新興国からの資本流出リスクには、国際金融当局も注意を払っており、21年8月にIMFは6,500億ドルのSDR(Special Drawing Rightsの略。IMFが加盟国の準備資産を補完する手段として創設した国際準備資産。ドルなどに交換が可能)を加盟国に交付している。テーパリング開始後も、FRBは資産増加を継続することもあり、当面の間、ドル資金の供給量は確保されているとみなせるが、FRBの丁寧な市場とのコミュニケーションは、新興国からの突発的な資本流出を回避するためにも必要となろう。

図表 6-3 主な新興国の債務



注: 21年6月時点。◆はドル建て債務のGDP比20%超。
出所: IIFより三菱総合研究所作成

図表 6-4 主な新興国の経常収支・外貨準備



注: 経常収支はIMFの21年見通し。
出所: IMF、Windより三菱総合研究所作成

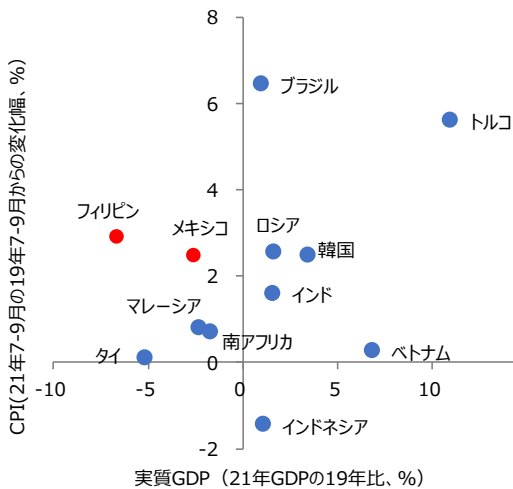
金融政策は経済下支えとインフレ抑制のバランスがより重要に、為替相場が波乱要因

経済活動の再開に加え、世界的な物価上昇圧力から、米国で利上げ観測が台頭しているほか、先進国で利上げに転じている国(ノルウェー、ニュージーランドなど)もある。新興国でもCPIは上昇傾向にあり(図表6-5)、金融政策には経済下支えとインフレ抑制のバランスがより重要となってくる。

韓国は8月に政策金利を引き上げ(0.5%→0.75%)、さらに追加利上げを検討中のほか、ロシアは21年に入り継続的に政策金利を引き上げている。GDPがコロナ危機前の水準を回復している国では既に利上げサイクルに入っている国もある。その他の国でも経済成長の回復状況を見極めながら、物価安定にも配慮した金融政策を進めていくことが想定される。特に、GDPのコロナ危機前への回復前にもかかわらず、CPIの上昇幅が大きいフィリピン、メキシコといった国では、より難しい金融政策のかじ取りとなるだろう。

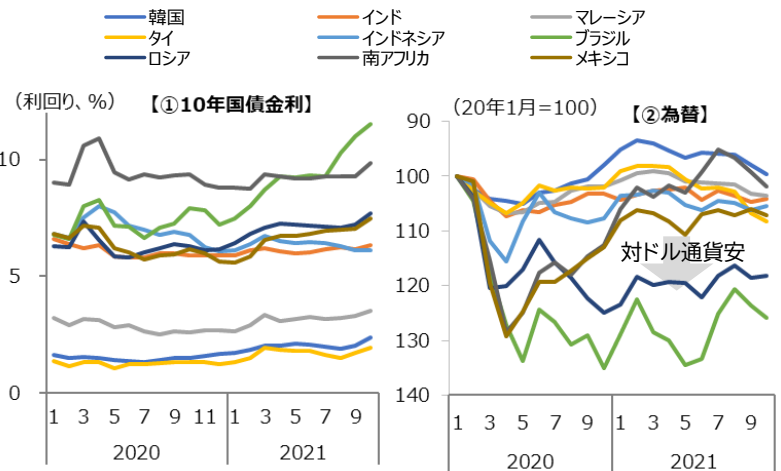
新興国の多くは、低位な政策金利の据え置きを続けているが、市場の期待が反映される長期金利には債務拡大に伴う信用リスクに加えてインフレリスクへの備えが相応に織り込まれ始めている(図表6-6、①)。また、新興国の多くの通貨は対ドルで下落基調を強めている(図表6-6、②)。原材料やエネルギー価格の一段の上昇に加えて、通貨安に拍車がかかることで物価上昇率が上方へシフトし、高インフレに発展するリスクがある。為替相場の動向は、新興国の金融政策の波乱要因として留意が必要だ。

図表 6-5 主な新興国の GDP と CPI



注: 21年の実質GDPはIMFの予測。
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-6 主な新興国の 10 年国債利回りと為替相場



出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

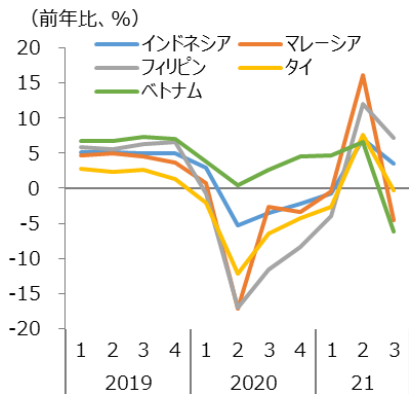
(2) ASEAN経済

感染拡大による行動制限から、21年7-9月期の実質GDP成長率は鈍化

ASEAN5の7-9月期の実質GDP成長率(前年比)は、デルタ株の流行のために強いられた大規模な経済活動の抑制策から、前年比+1%の成長にとどまった。ベトナムが過去最大となる落ち込み(前年比▲6.2%)をみせたほか、マレーシア(同▲4.5%)、タイ(同▲0.3%)もマイナス成長、フィリピン(同+7.1%)、インドネシア(同+3.5%)の成長の勢いは鈍化した(図表6-7)。

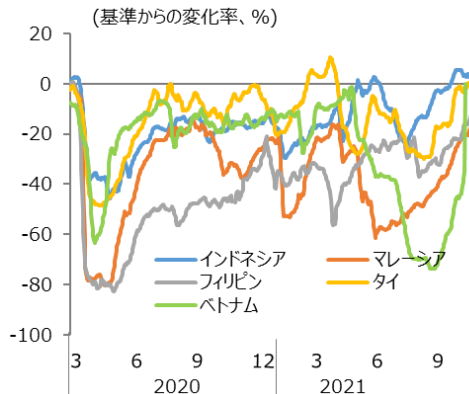
先進国に比べて、ワクチン接種者比率が低水準にとどまっていた状況下で、デルタ株の流行に直面したASEAN5は、ロックダウンといった厳格な行動抑制策の実施を余儀なくされた。小売や娯楽にかかわる外出行動が大幅に減少し(図表6-8)、小売売上は停滞した(図表6-9)。

図表 6-7 実質 GDP 成長率



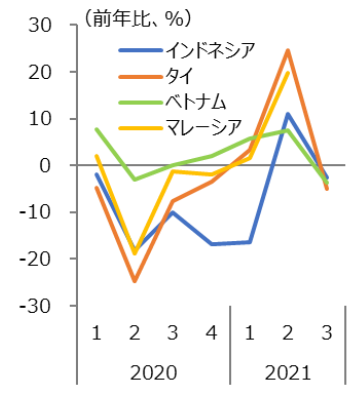
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-8 外出行動(小売・娯楽)



注: 後方7日間移動平均。直近は11月5日。
出所: Googleより三菱総合研究所作成

図表 6-9 小売売上高



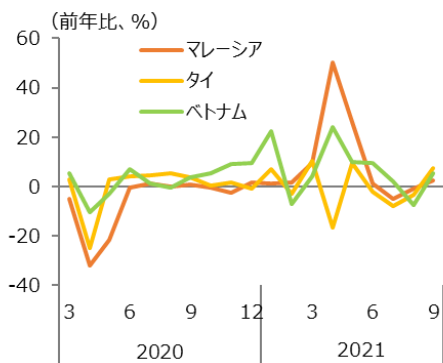
注: インドネシア、タイ、ベトナムは月次データの平均。
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

ASEAN5の経済活動の抑制は、世界のサプライチェーン停滞へも波及

ASEAN5の経済活動の抑制は、世界のサプライチェーンの停滞へも波及した。コロナ危機発生以降、好調を維持していたベトナムの鉱工業生産および輸出が8月にマイナスに転じるなど、デルタ株の流行による工場閉鎖といったASEAN5の経済活動の抑制(前掲、図表6-2)は、世界経済の部品不足の一因となり、世界のサプライチェーンの停滞をもたらした(図表6-10、11)。

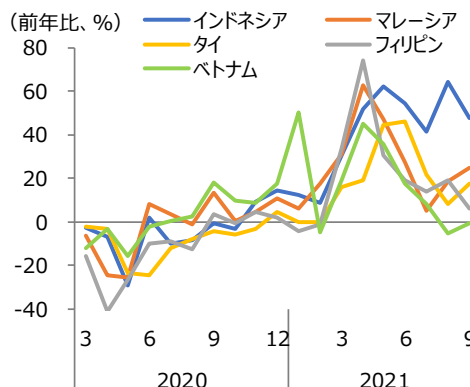
ASEANは電機、自動車、精密機器といった分野の輸出で高いシェアを有している(図表6-12)。世界経済の正常化に向けて、ASEANの経済活動の回復の重要性が改めて浮き彫りとなっている。

図表 6-10 鉱工業生産



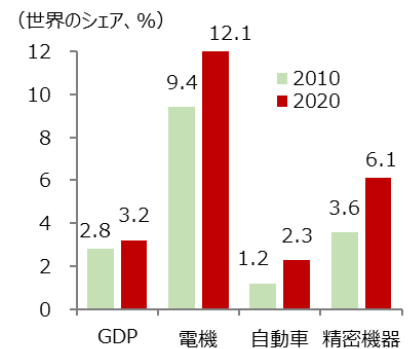
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-11 輸出動向



出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-12 ASEAN 輸出のシェア



注: 世界輸出に占めるASEAN輸出のシェア。
出所: IMF、UN Comtradeより三菱総合研究所作成

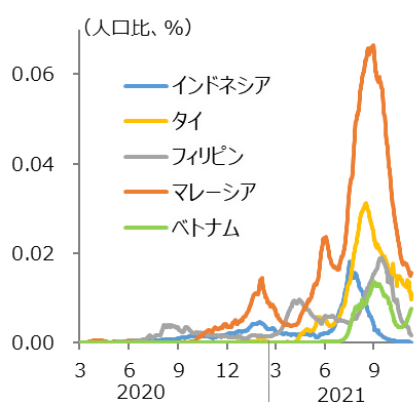
経済活動再開により、成長軌道へ回帰

経済活動の再開により、ASEAN5の経済は成長軌道への回帰が見込まれる。9月をピークにASEAN5の新型コロナ感染者数は急減に転じ(図表6-13)、それを受けて各国は行動制限を段階的に緩和している。11月上旬時点のワクチン接種者比率は、マレーシアが人口比75%、タイが47%に到達、その他の国々もワクチン接種ペースを加速化させており(前掲、総論P.5、図表1-4)、防疫体制の強化も着実に進展している。

こういった状況を反映して、ASEAN5諸国の外出行動は8-9月を底に持ち直しており(前掲、図表6-8)、製造業PMIも景況判断の分岐とされる50近辺に回復している(図表6-14)。11月に入り、タイが首都バンコクなどでワクチン接種やPCR検査の陰性証明などを条件に、検疫隔離なしでの観光客の入国を再開した。今後、ワクチン接種者比率の一層の上昇が進み防疫体制が強化されることで、欧米に見劣りしている観光客の来訪数の段階的な回復も期待できる(図表6-15)。

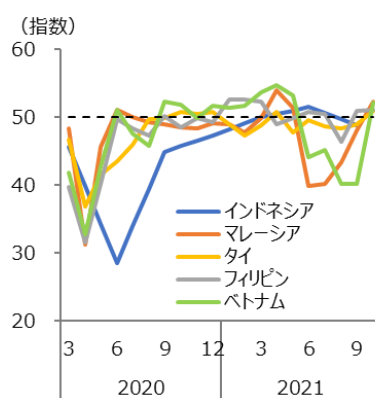
7-9月期の下方修正を反映し、21年の実質GDPは前回8月見通しの前年比+4.8%から同+3.3%へ下方修正、22年はワクチン接種の進展に伴い段階的に経済回復が進展するシナリオを想定し前回の同+6.0%から同+5.7%への下方修正と予測する。

図表 6-13 新規感染者比率



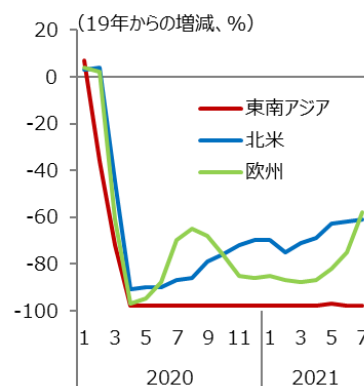
注:直近は11月10日。
出所:Our World in Dataより三菱総合研究所作成

図表 6-14 製造業 PMI



注:インドネシアは四半期データを平準化。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-15 観光客の来訪数



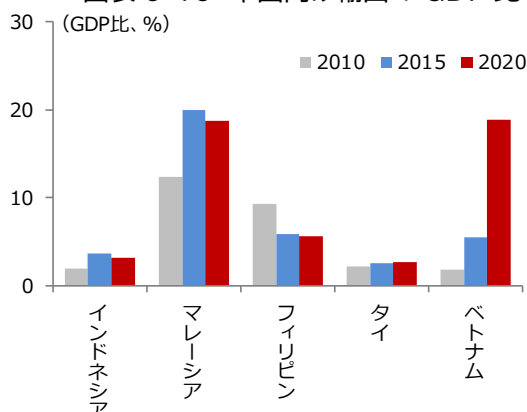
出所:UNWTO(国連世界観光機関)より三菱総合研究所作成

中国経済の大幅減速が先行きのリスク

ASEAN5として留意すべきリスクに中国経済の大幅減速がある。GDP比20%近い中国向け輸出があるマレーシア、ベトナムを始めとしてASEAN5は中国経済と密接なつながりがあり(図表6-16)、不動産業界の破綻の連鎖などから、中国経済が大きく冷え込んだ際にはASEAN5経済に悪影響を及ぼす恐れがある、

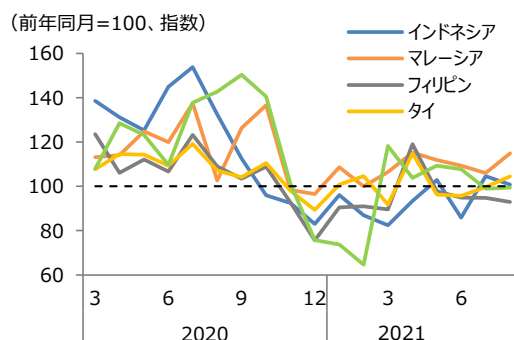
今のところ、ASEAN5における感染拡大、恒大集団を巡る中国内の混乱という悪環境下でも、中国向け輸出は前年同月並みの輸出を確保している(図表6-17)。感染症抑制後のASEAN5の力強い経済回復のためには、安定的な中国向け輸出が必要である。

図表 6-16 中国向け輸出の GDP 比



出所:IMF、Windより三菱総合研究所作成

図表 6-17 中国向け輸出



出所:Windより三菱総合研究所作成