

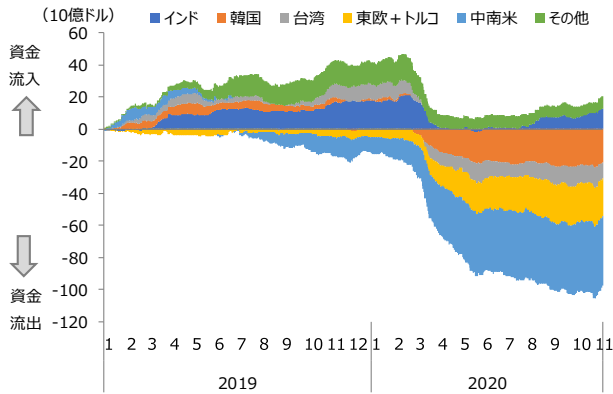
6. 新興国経済（ASEAN・インド・ブラジル）

(1) 総論

資金流出は一部を除き落ち着き

新型コロナの世界への感染が広がった当初、20年3月から4月にかけて、新興国から多くの資金が流出した（図表 6-1）。しかし、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、さらに米国大統領選の結果を受けての不透明感の後退などから、トルコなどを除けば足もとで総じて落ち着きを取り戻している。また、新興国の株価は現状コロナ前の水準にまで回復している（図表 6-2）。これは新型コロナの感染拡大に伴って講じられた新興国自身の金融政策による寄与が大きい。実体経済では防疫措置による経済活動の制限やインバウンド需要の減少等により景気回復が遅れるなか、金融マーケットと実体経済の乖離が顕著となっている。

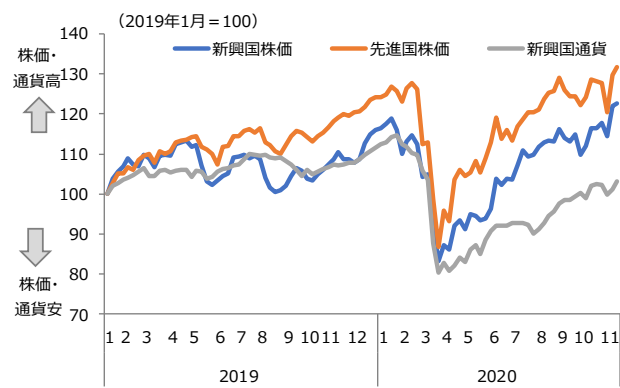
図表 6-1 資金流出入（非居住者、累積）



注：直近は11月11日。

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11月13日。

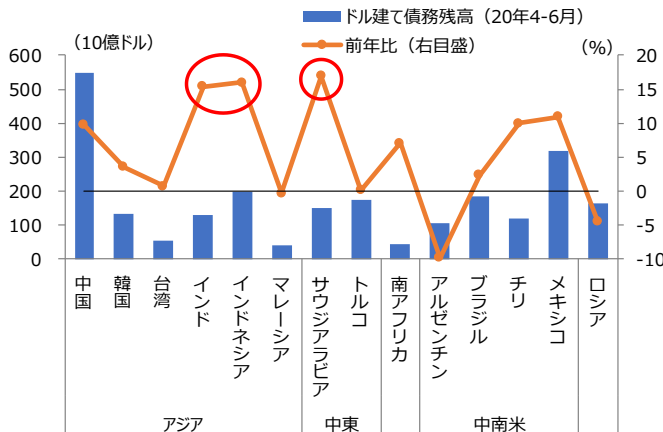
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

ドル建て債務の増大が先行きのリスクに

こうしたなか、国際決済銀行によると、新興国のドル建て債務は新型コロナの感染拡大による債券発行の急増を受けて、20年4-6月期にはじめて4兆ドルを超えた。地域別では、サウジアラビアのドル建て債務の伸びが前年比+16.9%、インドネシア同+16.0%、インド同+15.4%、メキシコが同+10.9%と2桁増となった（図表 6-3）。米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する一方、新興国で自国通貨が下落すれば、増大しているドル建て債務の返済負担がさらに膨らむことにつながるため注意する必要がある。

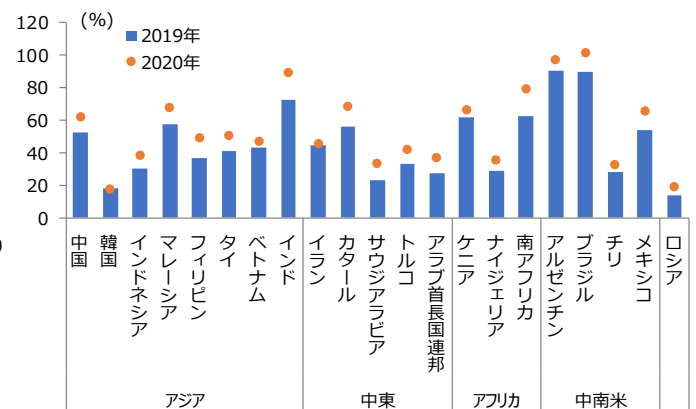
また、一部の新興国では財政余力の乏しいなか、コロナ対策による財政支出の拡大や経済悪化による税収の落ち込みの影響から政府債務が大幅に増加しており、次なる危機の火種として懸念されている（図表 6-4）。こうした状況を背景に、G20 財務相・中央銀行総裁は10月中旬、途上国に対する債権について、20年末までの返済猶予期間を半年間延長することを決定した。

図表 6-3 新興国の対外債務



出所：BIS より三菱総合研究所作成

図表 6-4 新興国の公的債務



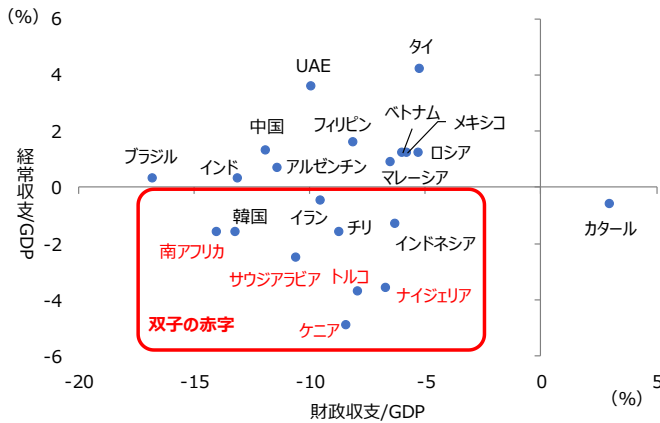
出所：IMF より三菱総合研究所作成

新興国では今後、金融緩和からインフレ圧力が強まり、再び資金流出が懸念される局面も出てこよう。また、21年半ば以降、先進国を中心に治療法の確立などにより経済活動の正常化が進めば、緩和的な金融政策の修正が予想される。特に米国での量的緩和政策の縮小など金融政策の変更が行われた場合、新興国からの資金の巻き戻しが起こる可能性に注意が必要だ。以上のように、資金流出やインフレへの警戒等を踏まえると、今後、新興国において大幅な金融緩和政策を期待することは難しい状況にあらう。

新興国のファンダメンタルズ（基礎的条件）を比較すると、財政収支と経常収支がともに赤字（双子の赤字）であり、資金流出が警戒される水準にある国は、サウジアラビア、トルコ、ケニア、ナイジェリア、南アフリカなどが挙げられよう（図表 6-5）。ブラジルも財政赤字の悪化が顕著となっており注意すべき水準にある。また、サウジアラビアでは外貨準備が潤沢である一方、トルコの外貨準備の輸入カバー率は 2.4 カ月分しかなく、適正水準とされる目安 3 カ月を下回り、脆弱性が浮き彫りとなっている（図表 6-6）。そのトルコでは 11 月上旬、中銀独立性への懸念、地政学リスクの高まり等による資金流出から通貨リラが年初来で 3 割強も減価するなど警戒が続く。さらに、フィリピンやインド、ベトナムなどでは海外出稼ぎ労働者による国内への送金額の減少により所得収支の悪化が懸念される一方、タイ、トルコなどでは、外国からの観光客数の大幅な減少によりサービス輸出の落ち込みを余儀なくされよう。

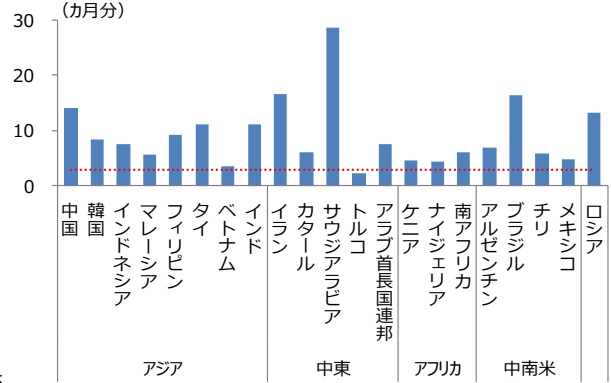
すでにアルゼンチン、レバノンなどではデフォルトに至っている。中長期的にみて、仮にデフォルトがブラジルやトルコなど比較的経済規模の大きい新興国にも連鎖するようになれば、これらの多額の債権を抱える先進国の経済も大きな打撃を受ける恐れがある。

図表 6-5 財政収支と経常収支



注：20 年データ（IMF 予測値）。
出所：IMF より三菱総合研究所作成

図表 6-6 外貨準備高の輸入カバー率



注：輸入カバー率は、外貨準備高で何カ月分の輸入代金を支払うことができるかを表す。外貨準備高÷月間輸入額。適正水準とされる目安は 3 カ月分以上。
出所：IIF Database より三菱総合研究所作成

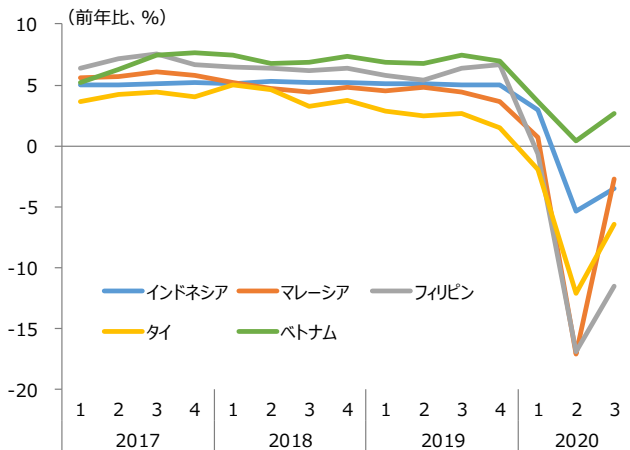
(2) ASEAN 経済

総じて緩やかに持ち直すも回復のペースにはばらつき

新型コロナウイルスの感染拡大の影響から、ASEAN 経済は 4-6 月期に大幅に悪化し、フィリピンやタイでは過去最大の落ち込み幅となった。一方、新型コロナウイルスの感染拡大を早期抑制に成功したベトナムは 4-6 月期もプラス成長を維持した。経済活動の再開に伴い 7-9 月期は緩やかに持ち直すも、感染状況および経済活動の回復に各国差が生じている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は、ベトナムが前年比+2.6%と経済成長を加速した（図表 6-7）。一方、フィリピン（前年比▲11.5%）、タイ（同▲6.4%）は 3 期連続のマイナス成長となり、明暗が分かれた。フィリピンでは 4-6 月期の同▲16.9%からマイナス幅は縮小したものの、2 期連続で 2 桁のマイナス成長となるなど、内需の低迷が続いている。また、インドネシア（同▲3.5%）とマレーシア（同▲2.7%）は 2 期連続のマイナス成長となった。インドネシアでは 98 年のアジア通貨危機以来の 2 期連続のマイナスとなる。ASEAN 経済は、総じて 4-6 月を底に回復がみられているが、国別の回復ペースにはばらつきがあり、通年ではマイナス成長となる国が多いと見込む。

ASEAN 地域でも新型コロナウイルスの感染の広がりはみられているものの、各国政府がそれぞれ厳格な防疫措置を採ったこともあり、欧米諸国やインドのような爆発的な感染拡大までには至っていない。それでも 5 月以降に感染拡大が進んだインドネシア、フィリピンでは新規感染者数の高止まりが続いているほか、9 月以降にはマレーシアで新規感染者数が増加するなど、依然として予断を許さない状況だ（図表 6-8）。

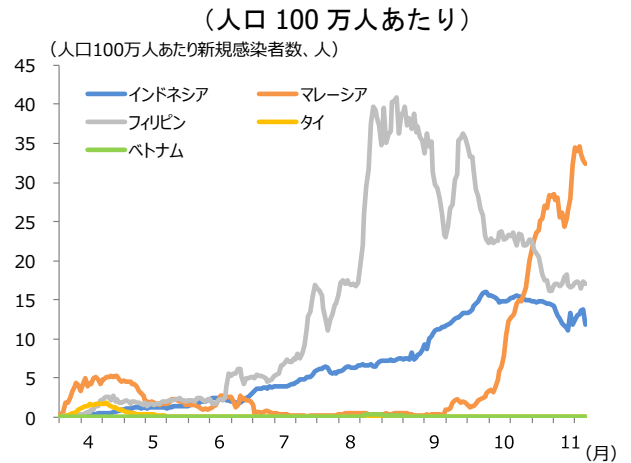
図表 6-7 実質 GDP 成長率



注：四半期ベース。

出所：CEIC、Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 6-8 新型コロナウイルス感染者数

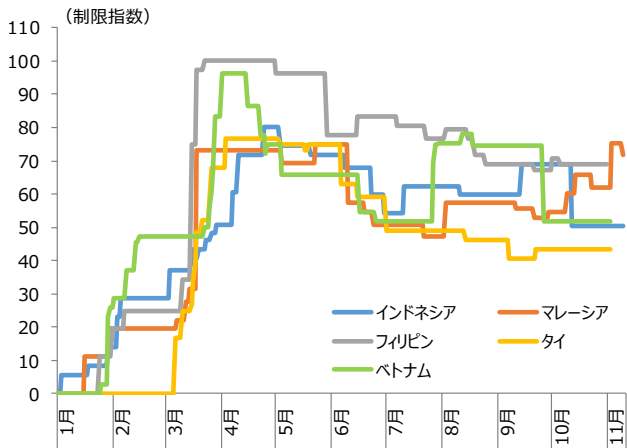


注：後方 7 日移動平均。直近は 11 月 13 日。

出所：CEIC より三菱総合研究所作成

足もとで感染が広がるマレーシアでは、首都圏地域などで 10 月 14 日より地域間の移動制限を含む活動制限を行っている (図表 6-9)。これを受けて、マレーシアでの小売・娯楽に関する外出行動抑制率が再び強まるなど、小売や外食業界への影響が出ている (図表 6-10)。また、フィリピンのマニラ首都圏では引き続き部分的な外出・移動制限措置を講じており、娯楽関連の活動の制限は年末まで行われる方針だ。同国の小売・娯楽に関する外出行動の抑制率は、ほか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やタイでは、外出行動も増加しており、各国の感染状況の違いが経済活動の違いとなって現れていることが高頻度データからも確認できる。

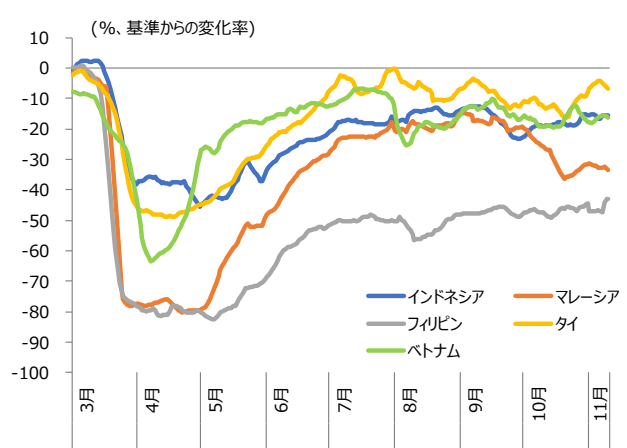
図表 6-9 経済制限指数



注：直近は 11 月 10 日。

出所：University of Oxford より三菱総合研究所作成

図表 6-10 外出行動 (小売・娯楽)



注：後方 7 日移動平均。直近日は 11 月 10 日。

出所：Google 「COVID-19 Community Mobility Reports」 より三菱総合研究所作成

長引く防疫措置の影響等から消費回復の足取りは重い

消費動向をみると、ベトナムの 20 年 7 月小売売上高指数が前年比+4.6%と 3 カ月連続でプラスと堅調だ (図表 6-11)。しかし、その他の国では 4-6 月の最悪期からは脱しつつあるものの、依然として前年比マイナスで推移するなど、消費は弱い状況が続いている。感染の広がるインドネシアでは 10 月小売売上高指数は同▲10.0%と、11 カ月連続でのマイナスが続いている。また、タイの 8 月の同指数は同▲5.7%と、過去最大の落ち込み幅となった 4 月▲29.3%からマイナス幅は縮小するも、13 カ月連続のマイナスとなっている。マレーシアでは足もとで再び強化された防疫措置が消費をさらに下押しする恐れがある。フィリピンでは厳しい防疫措置によって外出行動が大幅に抑制されているほか、海外出稼ぎ労働者による国内への送金額の減少が内需にマイナスの影響を及ぼしている。フィリピン中央銀行によると、20 年 8 月のフィリピン人海外出稼ぎ労働者を含む在外フィリピン人からの送金額は、前年比▲4.1%の約 24.8 億ドルと 3 カ月ぶりにマイナスとなった。

また、自動車販売も国ごとで二分化しており、インドネシアは9月前年比▲47.9%、フィリピンは同▲29.6%と大幅減が続いている。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では同+26.4%と回復しており、排ガス基準の導入を延期したタイでは同+1.6%と19年5月以来のプラスに転じた。ベトナムも10月の自動車販売は同+15.3%と、回復傾向にある。

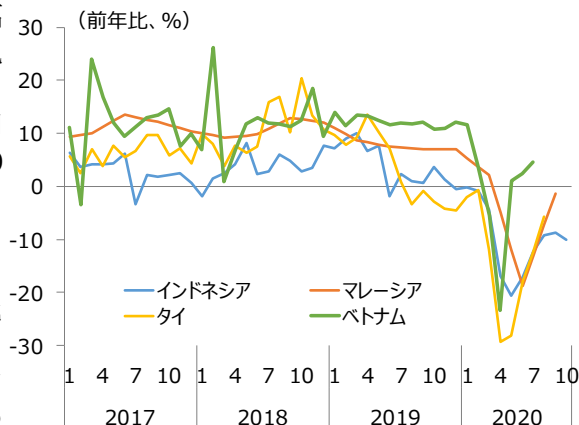
生産活動は中国向け輸出関連を中心に緩やかな回復へ

輸出動向をみると、ベトナムは10月の輸出が前年比+12.2%と、9月同+16.6%に引き続き高い伸びとなっている（図表6-12）。特に中国向けが10月同+14.9%とけん引している。その他の国でも、タイでは9月同▲3.9%と、大幅の落ち込みとなった6月▲23.2%からマイナス幅は縮小している。なお、ベトナムは中国からの輸入も10月同+21.9%と大幅に増加している。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、生産移管が進展していることがみとれる（図表6-13）。これに伴い、ベトナムの中国からの資本財の輸入が増加するなど、両国の経済的結びつきが強まっている。

生産動向についても各国で回復度合いに違いがみられるも、経済活動の再開に伴い、総じて緩やかに回復しつつある。特に、経済の回復で先行する中国向け輸出に関連した生産活動は回復基調を強めるだろう。ベトナムでは、10月の生産指数は前年比+6.6%と5カ月連続のプラスとなっている（図表6-14）。一方、産業集積地としてサプライチェーン寸断の影響を受けやすいタイでは前年比マイナスが続いており、生産活動の戻りは鈍い。

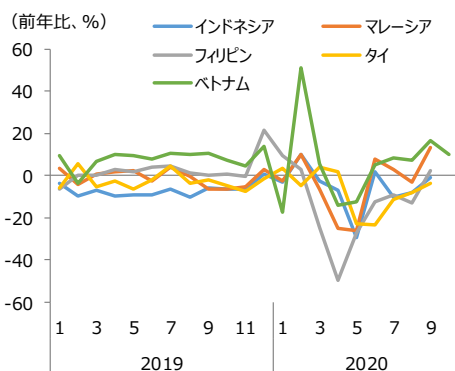
一方、観光産業は甚大な影響が続いている。GDPに占める観光産業の割合が19.8%（19年）と高く、特にインバウンド需要の大きいタイでは、内需低迷とともに複合ショックに見舞われている。厳しい入国禁止措置を講じている同国では、外国からの旅行者数が4月から9月にかけてゼロが続いており、10月20日に7カ月ぶりに観光客を40人受け入れた。今後も外国からの観光客数は限定的な数にとどまると見込まれることから、観光産業にとって厳しい状況がしばらく続くだろう。

図表 6-11 名目小売売上高



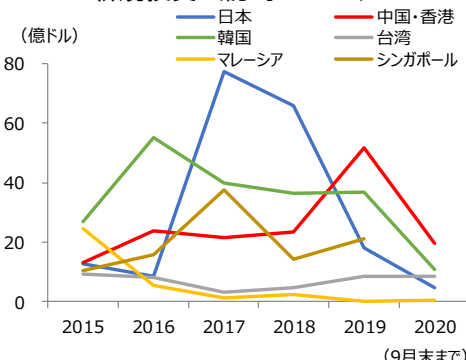
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-12 輸出動向



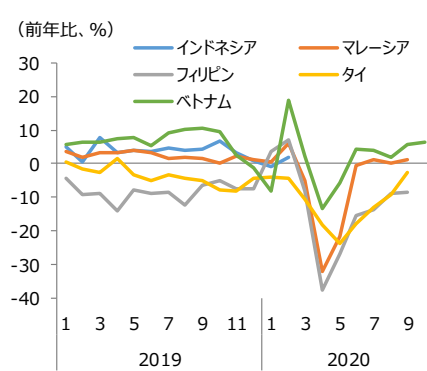
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-13 ベトナム向け新規投資 (認可ベース)



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-14 鉱工業生産



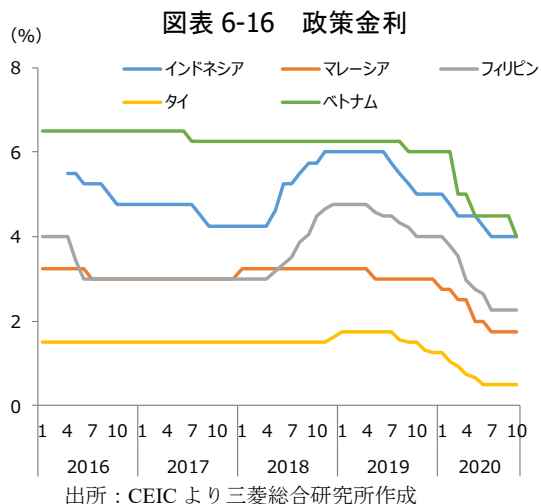
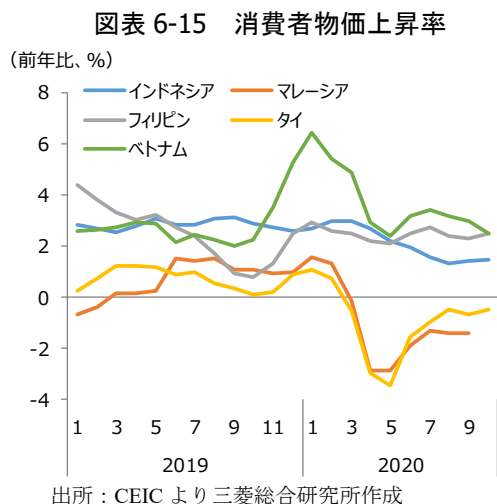
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

金融緩和スタンスは維持

物価面では、原油価格の急落、野菜・果物価格の下落および経済活動の停滞からインフレ圧力が後退している。タイとマレーシアでは3月以降、消費者物価上昇率が前年比マイナスで推移しており、他のASEAN諸国も伸びが鈍化している（図表6-15）。特にタイでは、政府が景気対策として実施した電気・水道料金の引き下げの影響もある。今後も需要減退に伴い、物価の下押し圧力はしばらく続くだろう。

新型コロナウイルスの感染拡大および防疫措置による経済への影響が顕在化するなか、ASEAN各国の中央銀行も連続利下げを行うなど積極的な金融緩和を推し進め、景気刺激を図ってきた（図表6-16）。直近では、ベトナム中銀が9月に主要政策金利を4.5%から4.0%に引き下げている。各国中銀は今後も利下げ姿勢を取り続けるだろう。また、新興国においても景気対策としての財政支出が増えるなか、インドネシアなど一部の国では、中央銀行による国債の直接購入が行われており、財政規律の緩みや中銀の独立

性が損なわれる可能性などが懸念されている。



20年のASEAN5の成長率は世界金融危機を超える落ち込みに

ASEAN5の経済見通しについては、経済活動の抑制措置が21年末にかけて断続的に続くシナリオを想定し、20年の成長率を前年比▲3.6%と予測、08-09年の世界金融危機を超える落ち込みとなる。また、21年の成長率を同+5.4%と予測する。中国向け輸出に関連した生産活動を中心に緩やかな景気回復基調を辿るも、消費など内需の回復の遅れが足かせとなる。特に、感染が高水準で拡大するインドネシア、フィリピン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も、外国からの旅行者数の減少も景気回復の足を引っ張ることになる。

中長期的には、RCEP発効によりASEAN域内だけでなく日中韓などを含めた巨大自由貿易圏が形成すれば、関税撤廃や市場アクセスの改善等を通じてASEAN経済にプラスとなる。ASEAN地域におけるRCEPの関税撤廃による中長期的なGDP押し上げ効果は+0.3%ポイント、インドを含むRCEPの場合は+0.6%ポイントに拡大する(総論P.13、トピックス参照)。

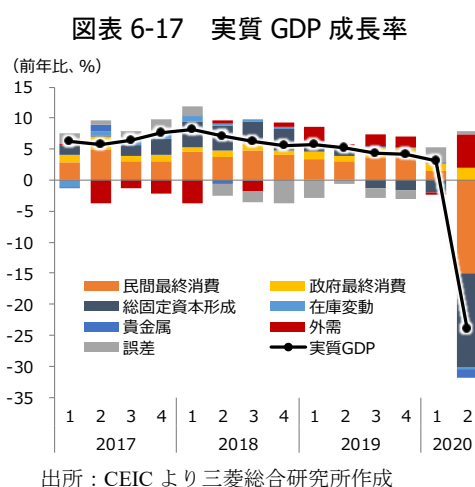
先行きのリスクは、第一に感染の拡大ペース強まりなどによる防疫措置の一段の厳格化、第二にタイなどASEAN各国での政治危機によるコロナ対応や景気対策の遅れ、第三に債務問題の金融危機、通貨危機への発展である。特に第三について、もともとタイやマレーシアなど債務が高水準にあるなか、今回のコロナ対応で民間・政府ともに債務が積み上がっている。金融の混乱に対して脆弱な状況下、債務問題から金融危機へ波及し、金融機関に対する信用剥落が起これば、自国経済を大きく押し下げることになる。

(3) インド経済

20年4-6月期、統計開始以来で最悪の大幅なマイナス成長

20年4-6月期のインド実質GDP成長率は前年比▲23.9%と、四半期での統計開始(97年)以来で最悪の大幅なマイナス成長となった(図表6-17)。GDP水準としては14年10-12月期まで低下した。新型コロナウイルスの感染拡大の前から減速傾向にあったインド経済は、3月25日から5月末にかけての全土封鎖措置により、商業施設の営業や工場の操業など経済活動の大部分が停止、深刻な景気後退に陥った。

需要項目別では、民間最終消費が同▲26.7%、総固定資本形成が同▲47.1%と大幅なマイナスとなり、それぞれ実質GDP成長率を▲15.0%ポイント、▲15.1%ポイント押し下げるなど、内需が大幅に悪化している。

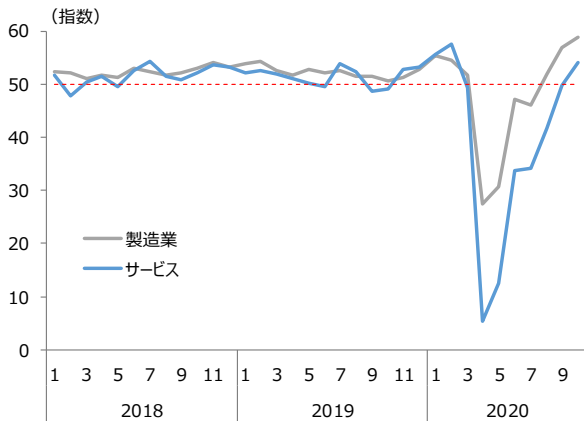


企業活動を中心に少しずつ経済に回復の兆しも

インドでは新型コロナウイルスの感染拡大が加速、9月には一日9万人程度のペースで新規感染者が増えていたが、10月下旬以降は5万人前後の感染となり、ピークは過ぎた状況にある。しかし、累計感染者数は870万人を超えて米国に次ぐ世界2位となるなど事態は深刻であり、経済活動への影響も長期化している。小売・娯楽に関する外出行動は、コロナ感染拡大前と比べて、足もとでは30%近く抑制されている。

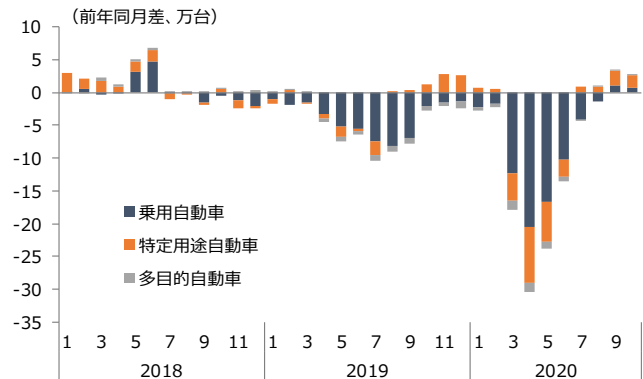
一方、全土封鎖措置が徐々に解除されてきたことで、企業の生産活動を中心に、少しずつ経済に回復の兆しもみえてきている。製造業PMIは8月に活動の拡大・縮小の境目となる50を5カ月ぶりに上回り、10月には58.9まで上昇するなど、企業マインドは底打ちした(図表6-18)。4月に5.4まで落ち込んだサービスPMIも10月には54.1まで改善した。また、7-9月の乗用車販売台数は78.2万台と4-6月の17.9万台から大幅に増加し、前年同期とほぼ同水準まで回復、10月も35.1万台となり、前年同期を2.9万台上回っている(図表6-19)。

図表 6-18 PMI



出所：IHS Markit より三菱総合研究所作成

図表 6-19 乗用車販売台数



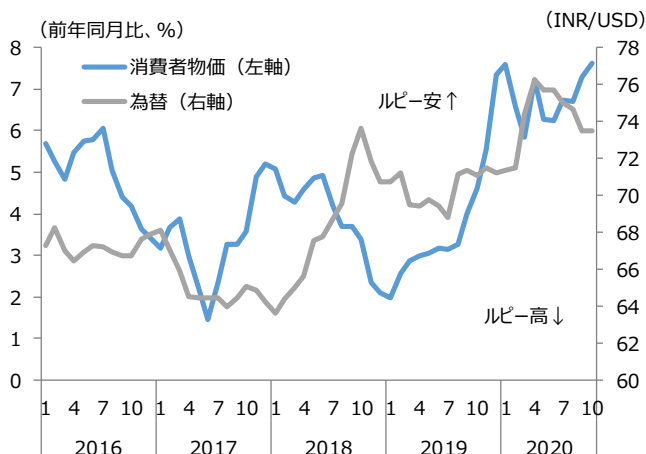
注：乗用車は乗用自動車、特定用途自動車、多目的自動車からなる。特定用途自動車はSUVやピックアップトラックなど。また多目的自動車はバンなど。

出所：CEIC より三菱総合研究所作成

景気の後退とインフレ率の高止まりというジレンマ

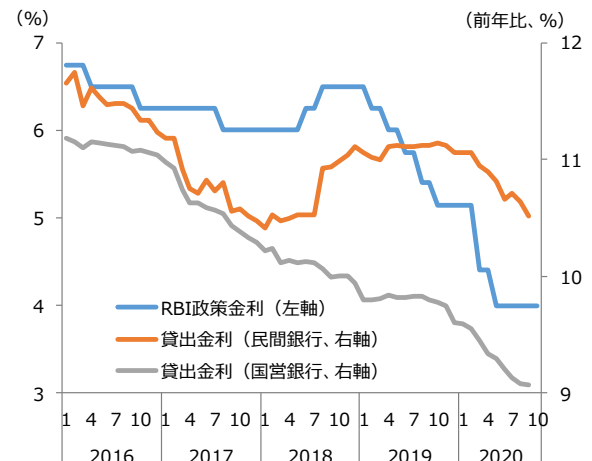
10月の消費者物価は前年比+7.61%と前月の同+7.27%からさらに加速している(図表6-20)。野菜価格(前年比+22.51%)や肉魚類(同+18.70%)が大幅に上昇したほか、ルピー安に伴う輸入インフレやコロナによる物流停滞、金価格の上昇の影響等が背景にある。インド準備銀行がインフレ目標の上限として定める6%を、19年12月以降、5月を除いて常に上回っている状況だ。インド準備銀行は、景気の後退とインフレ率の高止まりというジレンマを抱えており、厳しい舵取りを余儀なくされている。10月の金融政策決定会合では政策金利を4.0%に据え置いた(図表6-21)。また同銀は、これまで利下げを繰り返し実施したにもかかわらず、民間銀行の貸出金利の低下が緩やかなものにとどまっていることを受けて、流動性供給策の拡充も決定している。

図表 6-20 物価・為替動向



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-21 金利動向



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

20年度の成長率は公表開始以来最大のマイナス幅に

20年の成長率は、経済活動の抑制が21年末にかけて断続的に続くシナリオを想定し、▲8.9%と予測する。依然として感染拡大が続くなか、経済活動への下押しの影響が長期化しており、内需の落ち込みが景気回復を遅らせよう。20年度のインド経済は、統計開始の1951年以降四回目となるマイナス成長となり、かつ最大のマイナス幅となる可能性が高い。また、21年度は、世界経済の回復を受けての製造業の持ち直し、経済活動の低迷からの反動増などから、成長率を同+9.4%と予測する。

先行きのリスクは、第一に感染の拡大ペース強まりなどによる防疫措置の一段の厳格化、第二に金融危機への発展である。新型コロナ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比率の高まりが懸念されている。インド指定商業銀行の19年の不良債権比率は9.08%と、18年の11.18%から低下したものの高水準にあり、今後再び上昇することは避けられない。20年度末に不良債権比率が再び2桁台に達する可能性が高い。さらに今後、ルピー安が進み一段のインフレとなった場合、金融政策の引き締めを余儀なくされることで経済の下押し圧力が増し、不良債権の増加ペースが速まる恐れもある。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、国際的な資金流出を招く恐れもあろう。

(4) ブラジル経済

コロナ感染拡大は続くも経済活動には好転の兆し

新型コロナの感染者が爆発的に増加した20年4-6月期のブラジルの実質GDP成長率は、前期比▲9.7%、前年比▲11.4%と、戦前の大恐慌以来最大のマイナス成長を記録した(図表6-22)。感染者数が急増した5月以降、1日の新規感染者数が7万人に達した7月末にかけては、経済活動が大きく落ち込んだ。

一方、8月以降の経済指標には明るさがみえている。鉱工業生産指数、小売業指数はいずれも前年比プラスに転じており、8月の小売業指数は、経済活動の再開に伴う反動増という特殊要素があるとはいえ、過去最高水準に達した。新規感染者数は依然1日2万人程度で推移しているが、感染拡大がピークを超えてからの経済活動には好転の兆しがみえる。

経済最優先を貫くボルソナロ大統領への支持も拡大

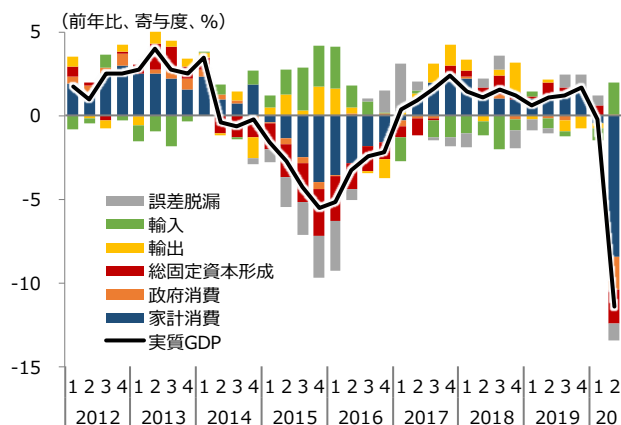
新型コロナを「ただの風邪」と主張するボルソナロ大統領は、防疫措置による感染抑制よりも経済活動を優先させてきた。7月には大統領自らが感染し、8月には内閣の3分の1にあたる8名が検査で陽性と判明したボルソナロ政権は、感染症対策の不備から一時期国民の信任を大きく低下させた。

しかし、8月以降経済活動が再開されるなかでコロナ感染や死亡率が抑制されている状況を受けて、政権に対する国民の反応が好転している。5月には2割台まで落ち込んだ政権支持率も、8月中旬以降は「支持する」が「支持しない」を1割程度上回る状況に転じている。

金融市場も落ち着きを取り戻すが外資は戻らず

金融市場も徐々にコロナ危機の混乱状態から抜け出しつつある。一時期ピーク時の約半値まで下げた株価指数(Bovespa指数)は11月12日時点で8割の水準まで値を戻しており、過去最安値の1ドル6レアル台に迫っていた為替相場も、最安値圏にあるとはいえ落ち着きを取り戻している(図表6-23)。一方、コロナ危機で大幅に流出した外資が戻る兆候はみえておらず、外資が流入に転じるためには国内経済の回復への足取りが今一步確かなものとなる必要がありそうだ。

図表 6-22 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 6-23 株価指数と通貨



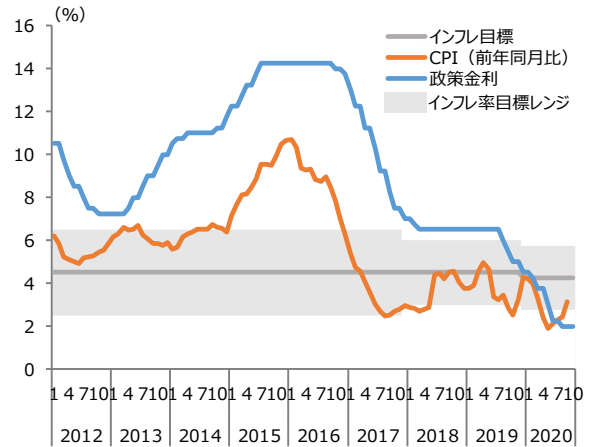
注：直近は11月12日。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

こうしたなか、ブラジル中央銀行は、9 会合連続で政策金利を引下げた後、過去最低の 2.00%の水準で据え置いている (図表 6-24)。インフレ率が過去最低水準で推移するなか、当面は緩和的なスタンスを維持するものと考えられる。

20 年の成長率は上方修正、21 年も力強さを欠く

7-9月期以降の持ち直しペースが前回見通し(8月時点)を上回ると見込まれることから、20 年の実質 GDP 成長率は+0.5%ポイント上方修正し、前年比▲6.0%と予測する。21 年は 20 年の大幅マイナスからの反動でプラス成長に戻すものの、ボルソナロ政権の公約であり、経済の参謀役であるゲジズ経済相がけん引してきた緊縮的な税制改革・経済改革路線が再開されるものと見込まれ、短期的には力強い回復は期待しにくい。21 年の実質 GDP 成長率は、2%台後半にとどまると見込む。

図表 6-24 インフレ率と政策金利



注：政策金利の直近は 20 年 11 月、それ以外は 10 月。
出所：CEIC ほかより三菱総合研究所作成