

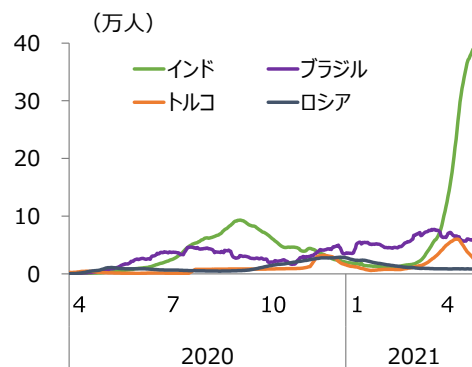
(1) 総論

変異株による感染拡大が急速に進む

新興国で変異株による感染拡大が猛威を振るっている。インドでは5月上旬に1日40万人以上の新規感染者数を記録し、累計感染者数は2,500万人に達するなど、米国に次ぐ2番目の水準となった(図表6-1)。ブラジルでも変異株による感染拡大が進み、累計感染者数は1,500万人を超えた。また、トルコも同様に4月に変異株による感染拡大が急増したことから、4月29日以降、5月17日にかけて、終日外出を原則禁止する厳格なロックダウンを実施した。

新興国へのワクチン普及は相対的に遅れているが、チリなど一部の国ではワクチン接種が進んでいる。しかし、こうした国々でも感染拡大が進んでいる状況だ。この背景には、ワクチン普及による油断から移動制限の緩和が早められたことのほか、チリを含め新興国では中国製ワクチンが多く接種されており、その変異株に対する有効性が不十分といった指摘もある。新興国においては22年にかけて感染抑制のための防疫措置が断続的に実施されることになろう。

図表6-1 主な新興国の1日当たり新規感染者数

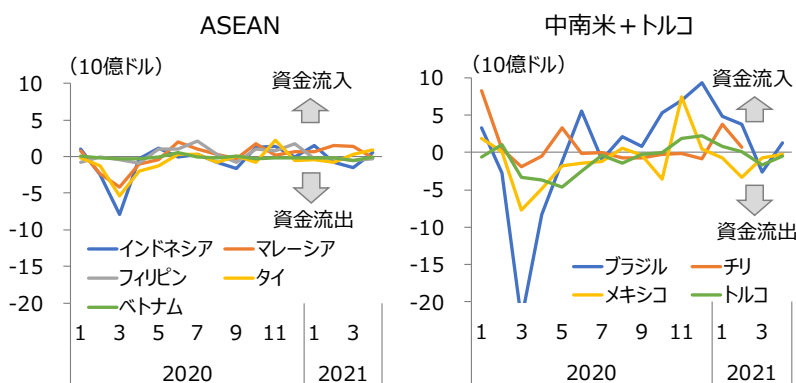


一部新興国で資金流出が顕在化、22年にかけて米金融政策の動きに注目

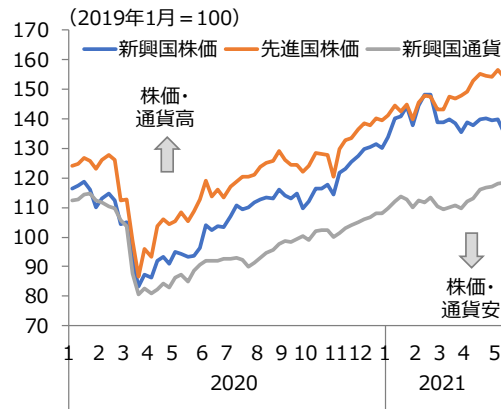
新興国における資金流入の状況を見ると、20年後半にかけて、米大統領選の結果を受けて不確実性が低下、リスク選好が高まったことから、トルコやブラジルなど新興国への資金回帰がみられた。しかし、21年に入ると、米国の財政政策などを受けた景気回復期待の高まりから米国長期金利が上昇するなか、新興国からの資金流出の動きが一部の国でみられつつある(図表6-2)。特に、中銀総裁の更迭など中銀独立性への懸念が再び強まるトルコや、変異株による感染拡大の続くインドでは通貨が下落、4月に流出超となった。ブラジルでは21年に入り、資金流出圧力とインフレ懸念が強まったが、ブラジル中銀は5月に政策金利を2会合連続で0.75%ポイント引き上げ3.5%とし、6月の追加利上げを示唆した。こうした金融政策の対応を受けて、4月にブラジルは資金流入超となりブラジルレアルも再び上昇に転じるなど国ごとで違いがみられるも、新興国通貨は総じて再び上昇基調となっている(図表6-3)。

21年後半にはワクチンの普及などにより米国の景気回復力が一層強まってくことで、コロナ危機下で実施された量的金融緩和策の縮小等の議論が22年にかけて始まる可能性がある。金融政策の調整について実際に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くるだろう。こうした環境下、新興国のなかには、景気回復に向けた足取りが重いなかで、通貨防衛およびインフレ抑制のために金融引き締めを実施せざるを得ない国が増えていくことが予想される。

図表6-2 資金流入(非居住者、フロー)



図表6-3 新興国の株価・通貨



新興国で強まるソブリン債務の脆弱性

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、経済のファンダメンタルズ上、脆弱となっている。国連開発計画（UNDP）は4月、「発展途上国におけるソブリン債務の脆弱性」と題するレポートを発表、120の発展途上国のうち72カ国がソブリン債務上、脆弱であるとした。そのうち19カ国が「既に/差し迫ったデフォルト」、「非常に投機的/相当なリスク」に該当し、深刻な脆弱性を示していると分析している（図表6-4）。また同レポートでは、リスク性の高い対外債務返済額は21-25年に最低でも5,980億ドルにおよぶと推定され、そのうちの870億ドルは21年のうちに返済が必要と指摘している。

G20財務相・中央銀行総裁は4月7日、アフリカやアジアなど途上国を対象とする債務返済猶予イニシアティブ（DSSI）を21年末まで再延長することを決定するも、今回が最後の延長となることでも合意した。UNDPが挙げた深刻な脆弱性のある19カ国のうち、DSSI等が適用されない国はおよそ半分の9カ国におよぶ。さらに、「かなり投機的」の部類に入る途上国のうち、DSSI等が適用されない国は14カ国に達している。仮にこうしたカテゴリーに含まれるトルコやウクライナなど比較的経済規模の大きい新興国にもデフォルトが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だろう。

また、同じく「かなり投機的」の部類に入るバルカン半島に位置する小国モンテネグロは、これまで高速道路建設のため中国から巨額の融資を受けてきた。そのうち約10億ドルの債務返済に行き詰まり、モンテネグロは4月中旬、EUにその肩代わりをしてもらおうと要請した。EUは債務の肩代わりは否定するも、24年のEU加盟を目指すモンテネグロを見捨てることもできず、救済措置を検討している。このように新興国の中国への債務依存の問題がEUにおいても政治問題化している。

ドル建て債務の増大が引き続きリスクに

米国の景気回復に伴い、ドル高圧力の強まりが今後予想されることから、ドル建て債務の動向に注意する必要がある。13年5月にバーナンキFRB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」では、新興国から大規模な資金流出が進む事態となった。コロナ危機に見舞われた20年、米国の大幅な金融緩和による金利の低下でドルの借入れコストが低下し、ドル建て債務の拡大が多くの新興国でみられた。20年10-12月のドル建て債務残高をみると、インドやサウジアラビア、トルコ、南アフリカ、メキシコなど経済規模の比較的大きい新興国でも「テーパータントラム」直前の13年1-3月対比で増加している（図表6-5）。今後想定される米金融政策の正常化の過程でドルおよびドル金利がさらに上昇し、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だろう。

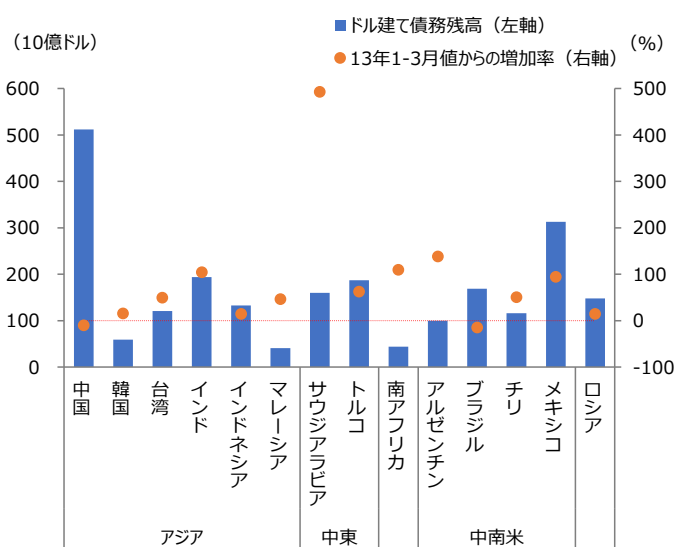
図表6-4 途上国におけるソブリン債務の脆弱性

既に/差し迫った デフォルト	ベネズエラ、アルゼンチン、レバノン、ペルー、エクアドル、ジンバブエ、スーダン、ソマリア、ザンビア、セントメ・プリンシペ、グレナダ
非常に投機的/ 相当なリスク	スリランカ、ガボン、アンゴラ、ラオス、モザンビーク、マリ、コンゴ共和国、コンゴ民主共和国
かなり投機的	アルバニア、ベラルーシ、ボルビア、ボスニア・ヘルツェゴヴィナ、コスタリカ、エジプト、エルサルバドル、エスワティニ、ジャマイカ、ヨルダン、モンテネグロ、チュニジア、トルコ、ウクライナ

注：下線を引いた国はG20債務返済猶予イニシアティブ等の措置が適用外の国。「かなり投機的」については、G20債務返済猶予イニシアティブ等の措置が適用外の国のみを記載。

出所：UNDP 'Sovereign Debt Vulnerabilities in Developing Economies' より三菱総合研究所作成

図表6-5 新興国の対外債務（20年10-12月）



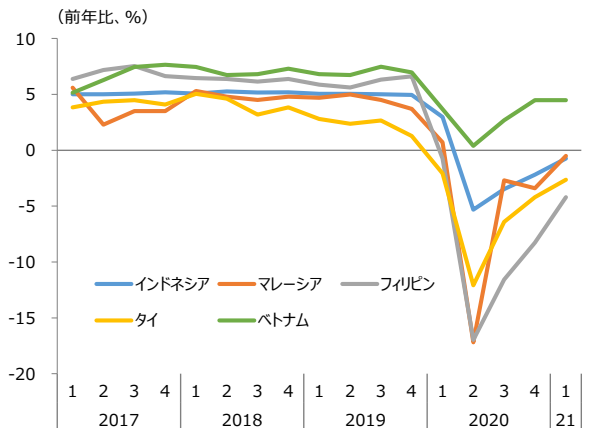
出所：BIS より三菱総合研究所作成

(2) ASEAN 経済

ベトナムを除く 4 カ国で前年比マイナス成長が続く

ASEAN 主要 5 カ国のうち、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイでは春先から感染の再拡大が進んでおり、活動制限が再び強化されている。長引く防疫措置の影響から消費の回復が緩慢となっており、景気回復に遅れがみられている。ASEAN 経済は総じて 20 年 4-6 月を底に回復しているが、国ごとに回復ペースにはばらつきがあり、感染抑制に成功しているベトナムを除く ASEAN 主要 4 カ国は依然として前年比でマイナス成長にとどまっている。21 年 1-3 月の実質 GDP 成長率は、フィリピン（前年比▲4.2%）、タイ（同▲2.6%）が 5 期連続のマイナス成長となり、経済の低迷が長期化している（図表 6-6）。特に GDP に占めるインバウンド需要比率の高い両国では、観光産業の不振の影響が深刻となっている。また、インドネシア（同▲0.7%）やマレーシア（同▲0.5%）は輸出の回復が牽引し、4 期連続のマイナス成長となるも、マイナス幅は縮小した。一方、ベトナムの経済成長率は前期と同じく同+4.5%とプラス成長を続けている。

図表 6-6 実質 GDP 成長率



出所：CEIC、Bloomberg より三菱総合研究所作成

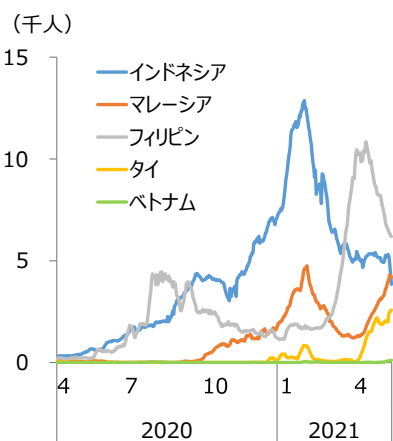
長引く防疫措置の影響等から消費回復に遅れ

1 月に感染が拡大したマレーシアでは年初から首都圏などで厳格な活動制限令が敷かれ、3 月初めに規制の緩い条件付き活動制限令に移行していた（図表 6-7）。しかし、4 月に入って再び新規感染者数が増加、5 月 7 日から首都圏などで再び厳格な活動制限令が敷かれ、12 日より制限令を全土に拡大、6 月 7 日まで予定されるなど、活動制限が長期化している。今春以降、感染拡大が顕著となったフィリピンでは、地域別感染状況に応じて 4 段階の制限措置が実施されている。インドネシアでも 5 月 31 日までの 1 カ月以上、ほぼ全土の 30 州で行動制限措置がとられている。5 月に入り感染者が急増しているタイでも、人が集まるところへの外出自粛の要請など、非常事態勅令が全土で 5 月 31 日まで適用されている。

小売売上高をみると、感染拡大が抑制されているベトナムでは 20 年 6 月以降、前年比プラスが続いて堅調に推移する一方、他の国では長引く防疫措置の影響等を受けて回復が遅れている（図表 6-8）。自動車販売をみると、21 年 3 月は前年同月の大幅な落ち込みからの反動もあり、回復している（図表 6-9）。特に、マレーシアでは 3 月単月だと前年比+200.7%の大幅増となり、19 年 3 月比でも+16.6%と上回っている。しかし、それ以外の国では 19 年 3 月の水準を依然として下回る状況にある。

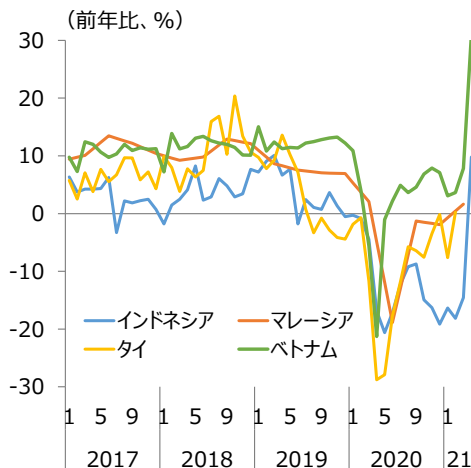
ASEAN 地域でも主に中国製のワクチンの接種が開始されたが、普及には時間を要するとみられている。今後も感染拡大を完全には封じ込められず、防疫措置も 22 年にかけて残ることを想定し、消費の回復は緩やかなものにとどまると予想する。

図表 6-7 1 日当たり新規感染者数



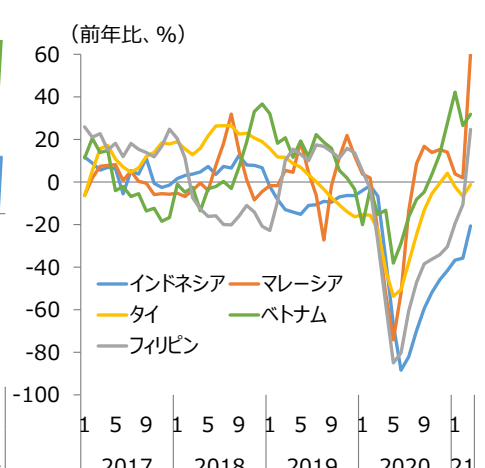
注：後方 7 日移動平均。直近は 5 月 16 日。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-8 名目小売売上高



注：マレーシアは四半期データを単月化。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-9 自動車販売



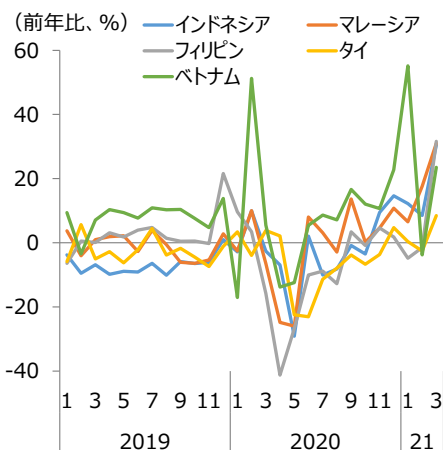
注：後方 3 カ月移動平均。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

米国を中心とする戦略物資 4 分野でのサプライチェーン見直しで ASEAN 地域に脚光も

輸出の回復についても各国でばらつきがあり、回復の遅れるタイでは、国境を接するミャンマーでの 2 月以降の政治的混乱による国境貿易の停滞の影響もみられている。一方、ベトナム、マレーシア、インドネシアでは輸出が好調であり、景気回復が進む中国や米国向け輸出が牽引している(図表 6-10)。特にベトナムやマレーシアでは、コロナ危機下で世界的に需要が高まっている電気製品・部品といったデジタル関連財の輸出シェアが大きく、輸出好調の要因の一つとなっている。一方、インドネシアでは中国向けに石炭などの鉱物性燃料の輸出が伸びているほか、20 年末頃から綿素材の輸出が急増している。この背景には、中国新疆ウイグル自治区における人権問題があり、欧米のアパレルメーカーやスポーツブランドが新疆綿からインドネシア産綿素材へサプライチェーンの見直しに動いた影響が出ている。

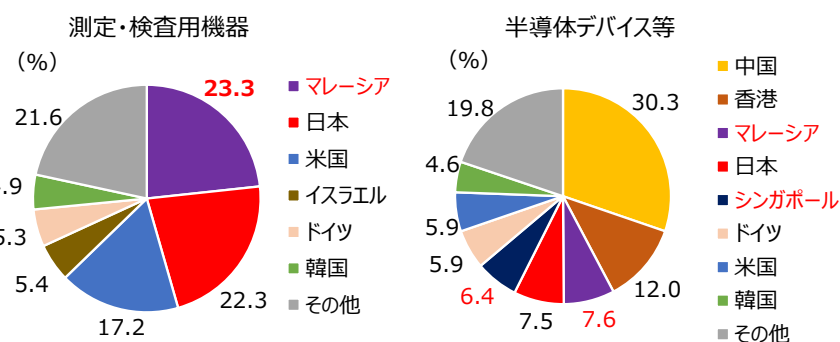
このように米中対立の影響が、ASEAN 地域の貿易やサプライチェーン動向に広がることが予想される。特に、バイデン米政権が日本など同盟国と連携し、半導体や医薬品、レアアース、蓄電池の戦略物資 4 品目のサプライチェーンの見直しに動いていることは、ASEAN 地域が輸入代替先の有力候補となり得るため、同地域の輸出動向、経済成長にプラスの影響をもたらす可能性が高い。長い年月をかけて多くの欧米系半導体企業の誘致に成功したマレーシアは、半導体関連品目で世界的に競争力の高いポジションにあり、「測定・検査用機器」の輸出額は約 11.8 億ドル(19 年)と世界首位、世界全体の輸出に占める国別シェアは 23.3%におよび、主に中国、韓国、米国向けに輸出している(図表 6-11)。「半導体デバイス等」の輸出額も約 87.2 億ドルと、中国、香港に続く国際シェア 3 位に位置しており、主に米国、シンガポール、ドイツに輸出している。なお、同国は半導体以外でも「レアアース等の化合物」の輸出額は約 2.5 億ドルと中国に続く世界 2 位、国際シェアは 22.7%におよぶ。今後、米中対立の広がりとともに、ASEAN 地域がサプライチェーン見直しの有力な対象先、輸入代替の候補先となることが予想される。

図表 6-10 輸出動向



出所:CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-11 半導体関連品目における国別の世界輸出額シェア(19 年)



注:各品目は以下の HS コードにもとづいて集計。測定・検査用機器は 903082、半導体デバイス等は 8541。台湾は統計に含まれていない。

出所:UN Comtrade より三菱総合研究所作成

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+5.2%、22 年の成長率を同+5.7%と予測する。中国および米国向け輸出の堅調な回復に伴い、生産活動が牽引して緩やかな景気回復基調を辿ろう。しかし、22 年にかけて断続的な防疫措置が実施されるに伴い、消費回復の遅れが足かせになるとみる。また、GDP に占めるインバウンド需要比率の高いタイやフィリピンでは、サービス輸出のほか国内消費、雇用面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だろう。

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、第二に債務問題の金融危機、通貨危機への発展である。第一のリスクについて、ASEAN 地域でも変異株が広がりつつあり、かつワクチン確保が遅れていることから、蓋然性が高いシナリオとなっている。第二のリスクについて、前述したような「テーパータラム」再来によって国際金融市場が混乱し、新興国市場からの資金流出が加速するような状況となれば、ASEAN 各国でも景気回復の足取りが重いなか、通貨防衛およびインフレ抑制のために、利上げなどの金融引き締めにかざるを得ず、自国経済を大きく押し下げるおそれがある。

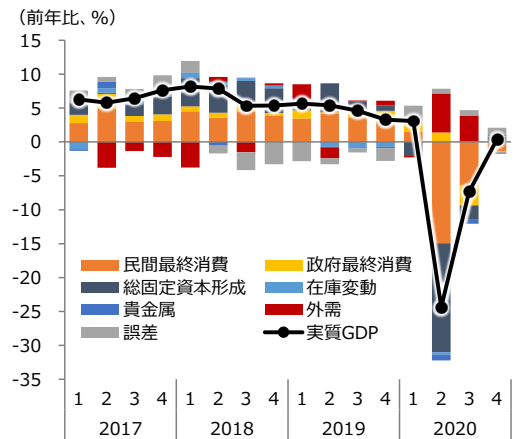
(3) インド経済

景気回復期待に水を差す変異株による感染の再拡大

20年10-12月期のインド実質GDP成長率は前年同期比+0.4%となり、3四半期ぶりに前年比プラス成長に回帰した(図表6-12)。需要項目別では、総固定資本形成が同+0.8%と4四半期ぶりのプラスとなった。一方、民間最終消費は同▲1.4%と3四半期連続でのマイナスとなった。外需寄与度は同+0.1%ポイントとかわらうじてプラスとなり、輸出が同▲0.9%ポイント押し下げた。

インドでは20年後半、新型コロナの新規感染者数の抑制に伴い、企業活動を中心に経済正常化に向かっていった。4月の製造業PMIは55.5となり、活動の拡大・縮小の境目となる50を9カ月連続で上回った。しかし、4月以降、変異株による感染が猛威を振るい、景気悪化は不可避な状況となっている。5月上旬に1日40万人以上の新規感染者数を記録、デリー首都圏やムンバイのあるマハラシュトラ州では4月下旬から厳格な外出禁止措置が実施されているが、感染が地方にも急速に拡大したことがらほぼ全域で再びロックダウンが導入されている。こうしたことから国民の外出行動が抑制されており、消費活動のほか企業の生産活動にも大きく影響が生じている。

図表 6-12 実質 GDP 成長率



出所:CEIC より三菱総合研究所作成

インドルピー安によるインフレ圧力の高まりと不良債権問題の深刻化がリスク

こうした感染の再拡大を背景に、これまで堅調に推移していたインドルピー相場に下押し圧力がかかっており、輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力が強まることが警戒される(図表6-13)。4月の消費者物価は前年比+4.3%と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5カ月連続で下回るも、今後の動向には注意する必要がある。4月の卸売物価は前年比+10.5%と前月の同+7.4%からさらに上昇した。20年前半の原油価格下落の裏の影響から今後のエネルギー価格は前年比で上昇基調となるだろう。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ており、積極的な金融緩和による景気刺激策をとりにくい状況にある。今後の米金融政策の動向次第では新興国市場から資金流出をもたらすおそれもあるため、インド準備銀行は今後、一層難しい舵取りを迫られるだろう。

また、インドの金融セクターにおける不良債権の高まりへも引き続き要警戒だ。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6-14)。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すべての融資の返済を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、不良債権は増加している可能性が高く、さらに21年春以降の感染再拡大で不良債権問題は悪化を余儀なくされるだろう。国内金融システムが危機に瀕すれば、国際的な資金流出を招くおそれがある。

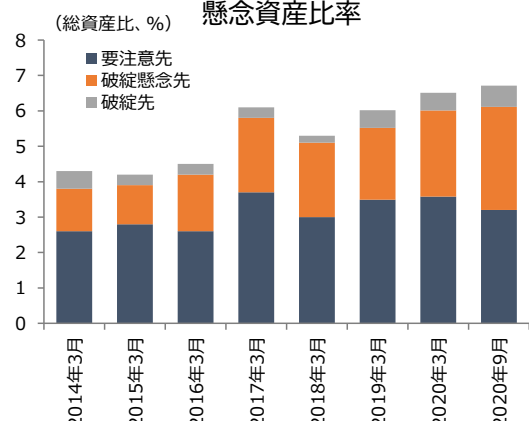
20年度(20年4月~21年3月)の成長率は前年比▲7.5%と予測する。年次統計開始の1951年以降、4回目となるマイナス成長、かつ最大のマイナス幅となる見込みだ。その後、経済低迷の反動増に世界経済の回復を受けた製造業の持ち直しが期待されるものの、21年春の感染再拡大と外出制限を受けて個人消費が再び停滞し、景気回復の重しとなるだろう。21年度の成長率を同+10.2%、22年度同+6.5%と予測する。

図表 6-13 物価・為替動向



出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 6-14 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