

(1) 総論

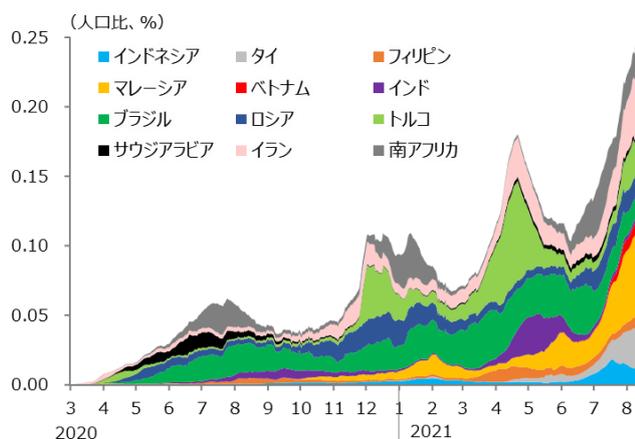
変異株による感染が拡大、ワクチンの確保と接種加速が急務

新興国の新型コロナの感染状況を見ると、4-5月に猛威を振るったインドやトルコの感染は落ち着きつつあるものの、6月後半以降、新興国では、総じて感染が拡大傾向にある(図表6-1)。感染力の強いデルタ変異株の流行が主因とされ、マレーシアでは6月からロックダウンを実施しているにもかかわらず、7月半ばに一日当たりの新規感染者が1万人を超え、過去最高を更新した。感染封じ込めに成功していたとされるベトナムでも、感染が急拡大しており、7月半ばには主要都市での厳格な外出規制に踏み切った。その他、イラン、ロシア、インドネシア、タイなどでも感染が拡大傾向にある。

ロックダウンなどの厳格な行動規制を実施しても、変異株の流行を抑え込むことが容易ではないことから、ワクチン接種の加速が求められる。ただし、トルコ、サウジアラビア、ブラジルなどを除けば、新興国のワクチン接種ペースは総じて遅いのが現実だ(図表6-2)。医療崩壊が問題となっているインドネシアやタイでは、いまだ10%程度にとどまる。

今後は、接種が進んだ欧米先進国からのワクチンの供給も増えるとみられ、21年末にかけて、新興国でも接種ペースが加速すると予想される。マレーシアでは、6月半ば以降、大規模接種センターの設置や職域接種の開始により、ワクチン接種ペースが大幅に加速した。経済活動正常化の時期について、新興国のなかでも国によるばらつきが大きい。所得水準が低く、ワクチンの調達をCOVAXファシリティ(複数国で購入する国際的な枠組み)や、寄付に頼らざるを得ない国々では、22年にかけて感染抑制のための防疫措置の断続的な実施を余儀なくされるだろう。

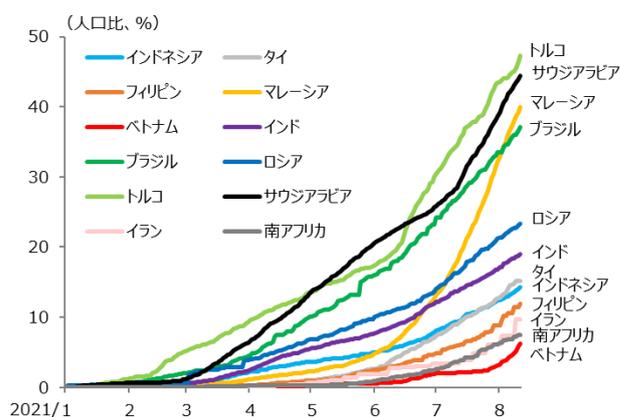
図表6-1 主な新興国の新規感染者比率



注:直近は8月11日。

出所:Our World in Data より三菱総合研究所作成

図表6-2 主な新興国のワクチン接種者比率



注:累積ワクチン接種数を2で除したものを人口比に換算。直近は8月11日。

出所:Our World in Data より三菱総合研究所作成

新興国でも強まるインフレ圧力

新型コロナの感染拡大により新興国では経済活動の正常化に時間を要するなかで、インフレ圧力の強まりが、さらに新興国経済の重しとなる可能性がある。主な新興国の消費者物価は、21年入り後に伸び率を高め、21年4-5月は約5年ぶりに前年比6%を超えた(図表6-3)。資源・エネルギー価格の上昇により、資源・エネルギーの輸入依存度が高い国々を中心に、コストプッシュ型のインフレ圧力が高まっていることが背景にある。

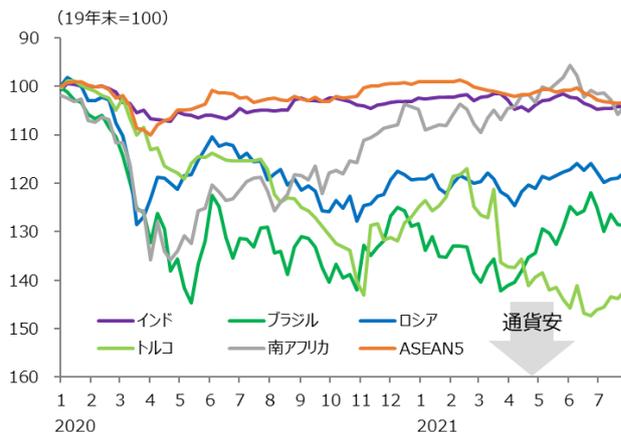
通貨安によるインフレ圧力にも今後警戒が必要だ。新興国の為替相場は、トルコを除けば21年入り後は総じて落ち着いて推移しているが(図表6-4)、後述するように、米国金融政策の変更により、新興国からの資金流出圧力が強まれば、インフレ圧力が一段と強まるリスクがある。コロナ危機以降、通貨安傾向が続いているトルコは特に厳しい状況となる。トルコ中銀は、21年3月に政策金利を17%から19%に引き上げたものの、資源価格の上昇もあってインフレ率がさらに高まっており、一段の通貨安を招く悪循環に陥っている。

図表 6-3 主な新興国の消費者物価指数



注：インド、ブラジル、ロシア、ASEAN5 など主要な新興国 12 カ国の CPI を GDP で加重平均。
出所：BIS より三菱総合研究所作成

図表 6-4 主な新興国の為替相場



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

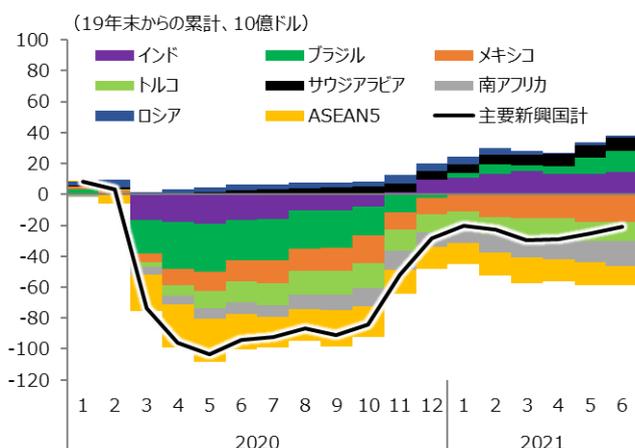
米国金融政策の出口への動きによる、新興国からの資金流出に警戒

主要な新興国について、コロナ危機前からの資金流入をみると、依然として累計では流出超ではあるものの、21 年入り後は全体としては落ち着いた動きとなっている(図表 6-5)。コロナ危機の発生直後には、インド、ブラジル、ASEAN などからリスク回避的な資金流出の動きがみられたが、20 年後半以降は、先進国での大規模な金融緩和や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、新興国に資金が回帰しつつある。インドやブラジルでは、コロナ危機前と比べて流入超に転じている。

今後の注目点は、米国の金融政策の行方である。米国経済は、ワクチンの普及などにより経済活動の正常化が進み、財政・金融政策に支えられた回復から、自律的な回復へと局面変化が予想される。米国においてコロナ危機下で実施された量的金融緩和策の縮小などの議論が本格化すれば、米国の長期金利が上昇し、新興国からの資金流出圧力が再び強まることが予想される。ワクチン接種の遅れなどにより新興国経済の回復遅れが予想されるなか、資源価格などのインフレ圧力に加えて、資金流出の動きも強まれば、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。

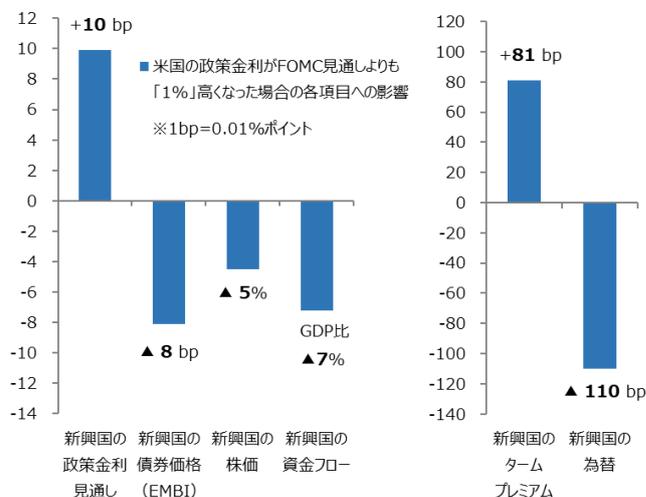
IMF は、米国の利上げが FOMC 予想より 1%高くなった場合、新興国からの資金流出は GDP 比 7%に上り、為替も 110bp(1.1%ポイント)下落、タームプレミアム(≒長期金利の上昇幅)は 81bp(0.81%ポイント)と推計している(図表 6-6)。米国では供給制約などからインフレ圧力が強まっており、米国 FRB による資産買入規模の縮小や利上げが、市場予想よりも前倒しで実施されるリスクには注意が必要だ。

図表 6-5 資金流入(非居住者、フロー)



注：株式投資と債券投資の合計。ベトナム、サウジアラビアは株式投資のみ、ロシアは債券投資のみ。
出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 6-6 米国金融政策による新興国の金融市場への影響



出所：IMF「World Economic Outlook, April 2021」より三菱総合研究所作成

(2) ASEAN 経済

4-6 月の実質 GDP 成長率は前年比で持ち直し

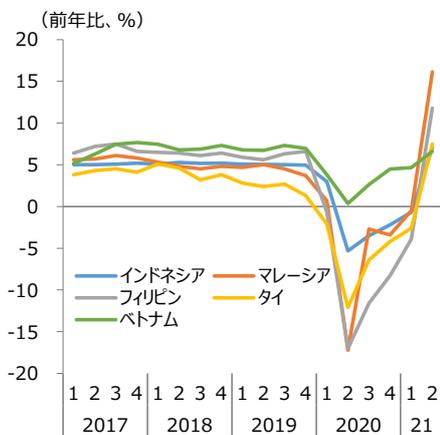
ASEAN5 の 4-6 月実質 GDP 成長率は、前年のコロナ危機直後の GDP の落ち込みからの反動により、マレーシア(前年比+16.1%)、フィリピン(同+11.8%)、タイ(同+7.5%)、インドネシア(同+7.1%)といずれも大幅なプラス成長に転じた(図表 6-7)。また、唯一、コロナ危機下でもマイナス成長を回避したベトナム(同+6.6%)も成長基調を継続した。ただし、コロナ危機前(19年 10-12 月)の GDP 水準を上回っているのは、ベトナムとインドネシアの 2 カ国であり、マレーシア、タイ、フィリピンは、依然としてコロナ危機前の水準を回復していない。

変異株による感染急拡大が景気回復のブレーキに

ASEAN 主要 5 カ国のうち、インドネシア、マレーシア、フィリピンでは引き続き感染の再拡大が進んでいるほか、これまで感染を抑制していたベトナム、タイでも変異株による感染が急速に拡大している。程度の差はみられるが、各国は総じて活動制限を再び強化しており、長引く防疫措置の影響から景気回復に一段の遅れがみられている。東南アジア諸国ではワクチン接種が総じて低調であることも大きい。ワクチン接種を完了した人口の割合が 10%を上回るのはマレーシアのみとなっている。

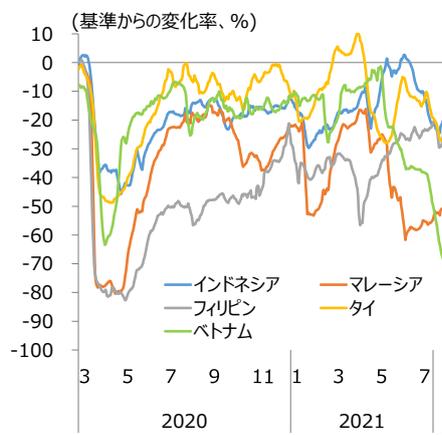
インドネシアでは累計感染者数が 7 月中旬に 300 万人を突破、医療体制の危機がみられることから、外国人が退避する動きが続くなど、深刻な状況となっている。マレーシアでは 6 月 1 日からは全土で厳格なロックダウン措置が講じられているにもかかわらず、7 月末に人口 100 万人当たりの感染者数が 500 人を超えるなど、ASEAN 主要 5 カ国のなかで突出している。7 月以降の急速な感染拡大により、マレーシアのほか、ベトナムでも首都ハノイやホーチミンなど多くの都市で、工場の生産停止を含む厳格なロックダウン措置が導入された。外出行動をみても、この両国の外出行動の抑制度合いが顕著となっており、消費活動が再び悪化することは避けられない(図表 6-8)。小売売上高をみると、ベトナムでは 21 年 5 月に前年比▲2.1%と 1 年ぶりにマイナスとなり、6 月はさらに同▲6.6%に悪化した(図表 6-9)。マレーシアの新車販売台数は、6 月に前月比▲96%の 1,921 台となるなど、全土ロックダウンによる販売停止の影響を受けて大幅な落ち込みとなった。

図表 6-7 実質 GDP 成長率



出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

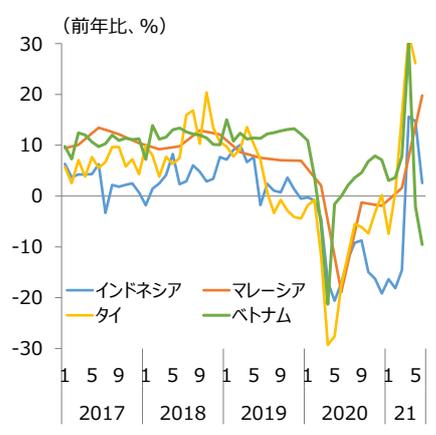
図表 6-8 外出行動(小売・娯楽)



注: 直近は 8 月 9 日。

出所: Google より三菱総合研究所作成

図表 6-9 名目小売売上高

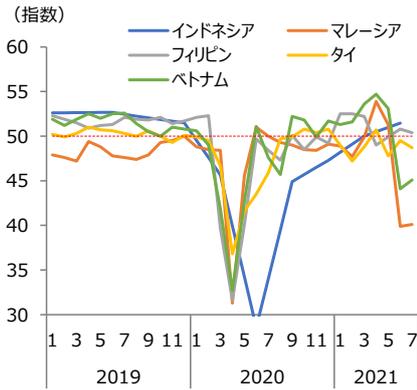


出所: CEIC より三菱総合研究所作成

ASEAN 主要 5 カ国のなかでもマレーシアとベトナムは、デジタル化関連品目を中心に欧米や中国向け輸出がこれまで堅調であり、輸出主導の景気回復がみられてきた。しかし、両国では、企業活動を含んだ厳格な行動抑制措置の影響が広がり、今後経済への下押し圧力は強まろう。製造業 PMI は 6 月、特にこの両国で大きく下落したほか(図表 6-10)、輸出の伸びにも陰りがみられている(図表 6-11)。また、日本国内の自動車業界では、マレーシアやベトナム、そしてタイからの部品供給が途絶えることで生産調整などの影響を余儀なくされるなど、国際的なサプライチェーンへの支障も生じている。

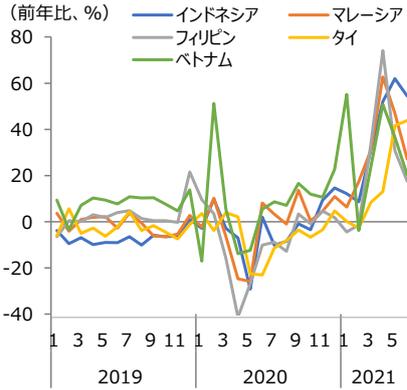
失業増加への懸念も強まっている。20 年の感染拡大による景気減速により、ASEAN 主要 5 カ国では失業率が悪化した。その後、各国経済の持ち直しにより 21 年には改善傾向を辿っていた(図表 6-12)。しかし、7 月以降の感染の再拡大、長引く防疫措置の影響から、21 年下期にかけて失業率は再び上昇が予想される。

図表 6-10 製造業 PMI



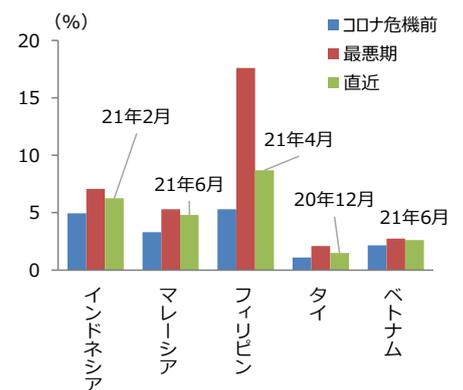
出所:CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-11 輸出動向



出所:CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-12 失業率

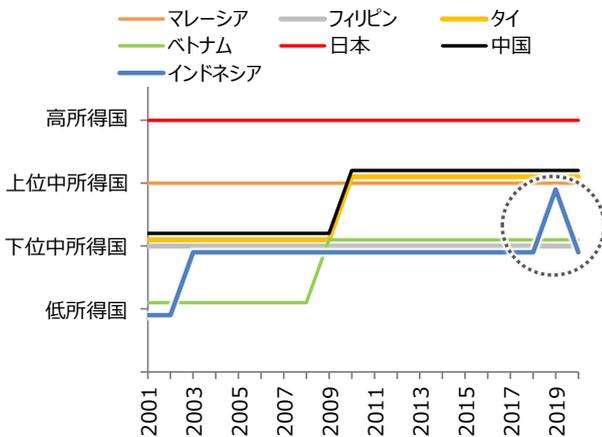


注:コロナ危機前は、19年12月-20年2月。
出所:CEIC より三菱総合研究所作成

インドネシア経済、「中所得国の罠」の回避に向けた困難な道のり

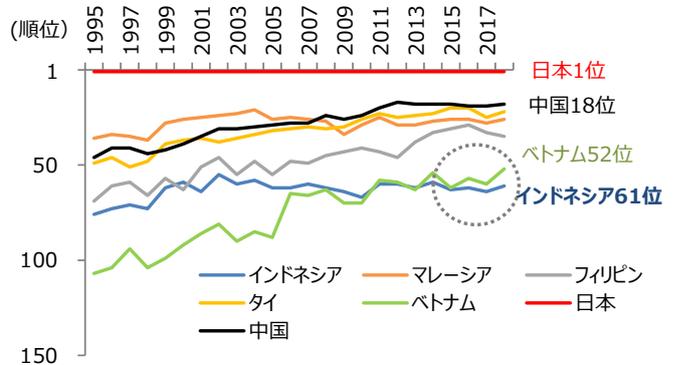
世銀は7月1日、20年の各国別の所得分類を発表し、インドネシアを「上位中所得国」から「下位中所得国」に格下げした(図表6-13)。この直接的な原因には、新型コロナウイルスの感染拡大と防疫措置の影響から一人当たりGDPが低下したことが挙げられている。しかし、より根本的な原因としては、同国経済が、パーム油や石炭などの資源輸出に相変わらず依存しており、産業の高度化、多角化が実現できずにいることがあろう。インドネシアの「経済複雑性指標」をみると、上昇を続けるベトナムにも近年抜かれるなど、ASEAN主要5カ国のなかで顕著に低迷していることが分かる(図表6-14)。「中所得国の罠」(経済成長により国民の所得が中程度の水準に達した後、発展パターンを転換できず成長が鈍化し、中程度の所得水準のままにとどまること)から抜け出すための道のりは長いと言えそうだ。

図表 6-13 世界銀行による所得分類



出所:世界銀行より三菱総合研究所作成

図表 6-14 経済複雑性指標



注:世界各国の輸出データをまとめ、産業ごとの複雑性を評価し、総合複雑性を順位付けしたもの。複雑性が高いほど高付加価値産業を有し、産業の多様化が進んでいることを示す。

出所:Harvard Growth Lab より三菱総合研究所作成

防疫措置の長期化・厳格化、債務問題の金融危機・通貨危機への発展がリスク

ASEAN5の経済は、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年の実質GDP成長率は前年比+4.8%、22年は同+6.0%と予測する。欧米向け輸出が堅調に回復するも、断続的な防疫措置の実施に伴い、消費回復の遅れが足かせとなろう。

先行きのリスクは、第一に感染再拡大による防疫措置の長期化・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。第二のリスクは、米国金融政策の動向とも密接に関連する。仮に新興国市場からの資金流出が加速するような事態となれば、ASEAN各国の景気回復の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利上げといった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恐れがある。