

5. 新興国経済

(1) 総論

各国特性に応じた感染症・資源価格上昇・地政学リスク・資金調達環境悪化の影響の見極めが重要

新興国経済は、ワクチン接種の進展などから経済活動の正常化が進むことで総じて成長回復を見込むが、ロシアのウクライナ侵攻、米利上げ加速による資金調達環境の悪化といった成長下振れ要因も強まっている。

これらの影響は、資源高の影響が資源輸入国と資源輸出国で対照的なように、それぞれの新興国経済の特徴によって異なる。新興国経済の先行きを展望する上でのポイントは、①厳格な防疫施策の継続国 ②資源国輸入国 ③資源輸出国 ④欧州・ロシア依存国 ⑤経済基盤の脆弱国 —— といった各国特性に応じ、コロナ感染症、資源価格の上昇、地政学リスク、資金調達環境の悪化の影響度を見極めることだ(図表5-1)。

図表 5-1 新興国経済の先行きを見極めるポイント

分類	見極めのポイント	主な該当国
厳格な防疫施策の継続国	×：過度に厳格な防疫施策が、経済成長を鈍化させないか	中国
資源輸入国	×：エネルギー、希少資源などのコストプッシュのインフレが、経済成長を鈍化させないか	インド、タイ、ベトナムなど
資源輸出国	○：交易利得が、経済成長の押し上げにつながるか	ブラジル、インドネシア、中東諸国など
欧州・ロシア依存国	×：ロシアのウクライナ侵攻の長期化、情勢の深刻化が、経済成長を鈍化させないか	ハンガリー、ポーランドなどの 中欧・東欧諸国
経済基盤の脆弱国	×：エネルギー価格上昇、資金調達環境の悪化から経済危機に発展することはないか	トルコ、アルゼンチン、スリランカ、 パキスタンなど

注：○は経済成長の上振れ、×は経済成長の下振れを見極めるポイント。

出所：各種経済統計より三菱総合研究所作成

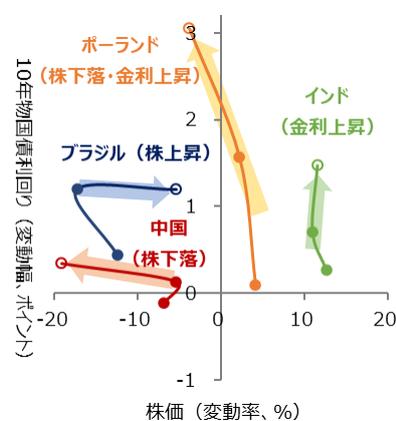
ワクチンの段階的普及に伴い多くの国でコロナとの共生が進みつつあるが、中国は、感染拡大初期に効果を発揮した都市のロックダウンを伴う厳格な防疫施策(ゼロコロナ政策)を継続している。3月に入り、経済規模の大きい深圳、上海で厳格な行動抑制策を実施し、国内外の経済への悪影響が顕在化している。IIF(国際金融協会)の調べによれば3月に112億ドルの証券投資の流出が発生し、22年3月時点の株価は21年6月対比で20%程度下落した水準となっている(図表5-2)。

タイ、インドといった資源輸入国はエネルギー価格上昇に伴うインフレ圧力の増大や交易条件の悪化が経済成長の減速要因となる。資源輸入国であるインドは、22年に入り株価は横ばい、インフレ圧力の高まりから長期金利が上昇している(図表5-2)。一方で、ブラジル、インドネシアといった資源輸出国は、むしろ輸出増加による経済成長へのプラス効果が期待できる。資源輸出国であるブラジルは、21年12月から22年3月にかけて株価は急反発した。

経済の欧州・ロシア依存国には、中東欧の新興国が該当し、先行きに注意が必要だ。中東欧の新興国は、欧州・ロシアと輸出・輸入両面の結び付きが強く、ウクライナを巡る混乱が長期化すると経済成長が下振れするリスクは大きい。ウクライナに隣接し、ロシアからの天然ガスの供給が停止されたポーランドは、景気減速およびインフレの懸念から、株価下落、長期金利が上昇している(図表5-2)。

経済基盤の脆弱国は、資金流出による通貨安や高インフレ、債務負担増により、最悪の場合は経済危機に至るリスクがある。欧州・ロシアと経済的なつながりが深く、資源輸入国であるトルコではCPIが前年比±60%となる高インフレが発生、アルゼンチンは3月に債務再編についてIMFと合意、4月に入りスリランカは公的債務の支払い停止を発表し、IMFに緊急融資を要請している。

図表 5-2 主な新興国の株価・長期金利



注：21年6月に対する21年9月、12月、22年3月の株価・国債10年物金利の変動率・幅。株価は、中国は上海株価指数、ブラジルはBOVESPA指数、インドはSENSEX指数、ポーランドはワルシャワWIG20指数。

出所：CEICより三菱総合研究所作成

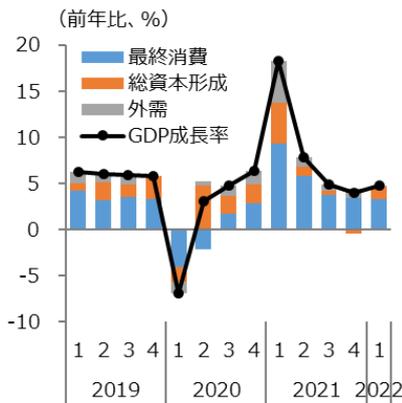
(2) 中国経済

中国経済の成長の勢いに陰り

22年1-3月期の中国の実質GDP成長率は、前年比+4.8%と前期の同+4.0%から上昇したものの、政府が22年の目標に掲げる5.5%前後を下回った(図表5-3)。季節調整済前期比でも、22年1-3月期は+1.3%と前期の+1.5%から伸びが鈍化している。

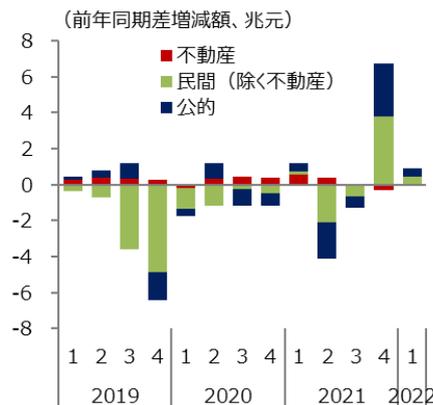
22年1-3月期の固定資本投資は、公共事業の前倒しなどから公的資本投資が前年同期差+0.4兆元(図表5-4)と増加したものの、不動産投資が前年同期比で横ばいとなったため、総資本形成の寄与度は前年比+1.3%にとどまった(図表5-3)。輸出は好調を継続しているものの(図表5-5)、エネルギー価格の上昇から輸入も増加し、外需の寄与度は同+0.2%にとどまった。最終消費は、3月後半から開始された上海の都市封鎖の悪影響は限定的にしか反映されていないが、寄与度は同+3.3%と21年10-12月の同+3.4%から小幅減少した(図表5-3)。

図表 5-3 実質 GDP



出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-4 固定資本投資



注: 不動産投資は、すべて民間投資との想定で算出。

出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-5 輸出

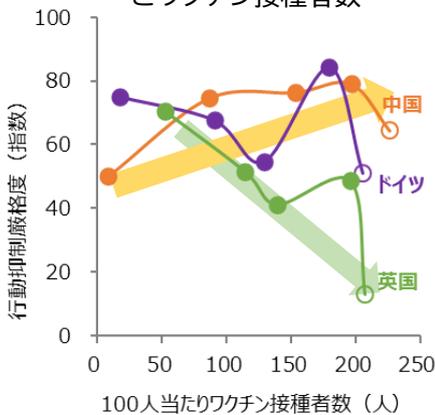


出所: Windより三菱総合研究所作成

ゼロコロナ政策は、経済成長の下押し要因

世界各国が行動制限の緩和を進める中、中国政府が固執するゼロコロナ政策は、経済成長の下押し要因となるだろう。中国政府は、ゼロコロナ政策を、迅速な感染者の発見・隔離・治療などにより、感染拡大を回避する戦略としている。実際、都市封鎖を実施した時点の、上海の1万人当たり感染者数(後方7日平均)は0.1人と、まん延防止等重点措置を解除した時点の東京の感染者数同4.5人をはるかに下回る水準にあった。

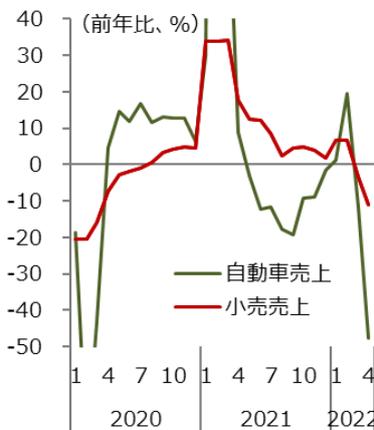
図表 5-6 行動抑制厳格度とワクチン接種者数



注: 21年3月から3か月ごとの推移。○は22年3月。行動抑制厳格度は、英オックスフォード大学算出の指数。

出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-7 小売・自動車売上



注: 直近は、22年4月。

出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-8 上海日本商工クラブのアンケート結果の概要

項目	結果
上海市外との物流 (83社)	35%が、全く手配できないと回答
上海市内の物流 (84社)	56%が、全く手配できないと回答
国際物流 (84社)	43%が、全く手配できないと回答
工場操業 (54社)	63%が、全く稼働していないと回答

注: 22年4月27~30日に在上海日系企業を対象に実施したアンケート。括弧内は、回答社数。

出所: 上海日本商工クラブより三菱総合研究所作成

中国では、欧米とは種類の異なるワクチンを使用しているとはいえ、ワクチンの接種率は高水準にある。しかしながら、人口100人当たりのワクチン接種者数が中国と同水準の英国、ドイツではワクチン接種者数の増加に伴い行動抑制策の緩和が進んでいるのに対して、中国ではワクチン接種開始前と比べても厳しい行動抑制策が実施されている(図表5-6)。

ゼロコロナ政策は、感染拡大初期や小規模都市では効果を発揮してきたが、深圳、上海といった経済規模の大きい都市でのゼロコロナ政策により、先行きの経済に暗雲が立ち込めている。22年1-2月期は好調な自動車販売などから前年比+6.7%であった小売売上高は、自動車販売の急減などから22年3月同▲3.5%、22年4月同▲11.1%と減少に転じた(図表5-7)。上海日本商工クラブが日系企業を対象に実施したアンケートの回答では、「上海市外との物流を全く手配できていない」が35%、「国際物流を全く手配できない」が43%、「工場が全く稼働していない」が63%になっており、中国内外の物流にも悪影響を与えている(図表5-8)。

湖北省(武漢)でコロナ感染症が発生した、20年1-3月の上位10省の名目GDP成長率は平均で前年比▲3.6%まで落ち込み、20年の中国の実質GDP成長率は前年比+2.2%に急減速した。今後、都市封鎖の対象地域が中国全体に拡大した場合に、中国経済の成長率が大幅に下方シフトするリスクがある。政府は、これまでのゼロコロナ政策の実績を念頭に、感染症抑制を重視しており、国務院も感染者が軽症・無症状でもゼロコロナ政策を継続する意向を示している。5月には、北京でも都市封鎖に近い行動抑制策がとられている。一定のコロナ感染者数が常態化する状況下でのゼロコロナ政策は、中国経済成長の勢いをそぐことになるだろう。

ロシアのウクライナ侵攻による中国経済への影響は正負両面

ロシアのウクライナ侵攻は、中国経済に多面的な影響をもたらす。

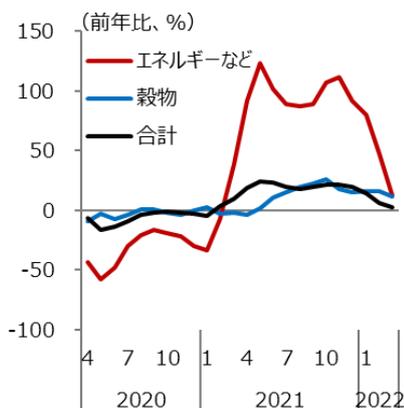
輸出面では、精密機器など欧米がロシア向け輸出を規制した品目について、中国からの代替輸出の増加が見込まれるものの、中国のロシア向け輸出はGDP比で0.4%、ウクライナ向け輸出は同0.1%未満にとどまっており、ドル決済禁止といったロシア経済を取り巻く環境を踏まえると、経済成長の押し上げ効果は限定的だろう。

輸入面では、中国の石油・石炭の調達先としてロシアへの依存度が高まっており、20年時点で、石油、石炭輸入に占めるロシアの割合はともに15%超を占める。西側諸国が脱ロシアの動きを強めるなかで、ロシアにとっての安定輸出先として中国は欠かせない。足もとで、エネルギー・食料の国際市況が高騰するなか、中国の輸入物価の上昇率は低下傾向にあり、ロシアから有利な条件で輸入を行っている可能性もある(図表5-9)。

ただし、ロシア以外からの輸入品の価格上昇は交易条件の悪化をもたらす。また、20年時点の穀物輸入に占めるウクライナの割合は20%となっており、物流制約などによりウクライナからの穀物調達が滞り、代替調達による価格上昇や調達不足が生じた場合に、国民の不満が高まる可能性にも留意が必要だ。

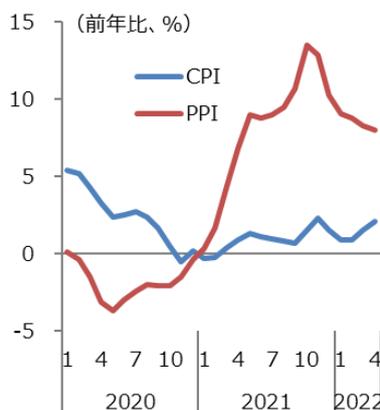
PPI(生産者物価指数)は前年比10%前後の伸びが続くなかで、CPI(消費者物価指数)は同1-2%程度にとどまる(図表5-10)。価格転嫁は限定的であり、企業の景況感は悪化している(図表5-11)。CPI安定の要因には前年の豚肉価格高騰の影響剥落という中国固有の事情もあるが、企業が調達コストの増加分を負担していることが推測される。今後、エネルギー・食料の輸入価格が一段と上昇するなかでも、価格転嫁が進まない場合には、交易条件の悪化と併せた企業業績の悪化、価格転嫁に転じる場合には個人消費の抑制をもたらす公算が大きい。

図表 5-9 輸入物価



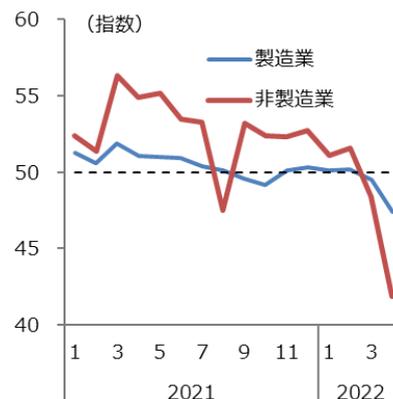
注:HSコードによる区分。直近は、22年3月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-10 物価



注:直近は、22年4月。PPIは生産者物価指数。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-11 PMI(国家統計局)



注:直近は22年4月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

意欲的な成長目標達成に向けて政策面から成長下支え

22年3月に開催された第13回全国人民代表大会で、李克強首相は、22年の実質GDP成長率目標を5.5%前後に設定すると同時に、中国経済が「需要の収縮」「供給ショック」「市場期待の低下」に直面し、GDP成長率目標の達成は容易ではないとの認識を示している。

習政権の3期目入りに向けて、経済成長は世論および党内の支持を得るための基盤となる。習政権は、「稳中求進」(安定の中で、前進を求める)の経済方針の下、地方債の前倒し発行により(図表5-12)、22年1-3月期の経済成長を支えた公共事業の資金源とした。

不動産市況の安定にも注意を払っている。中国当局は1月の窓口指導で不動産会社向けの貸出強化を命じた。金融政策では、中国人民銀行は、1月に政策金利である1年物最優遇貸出金利を3.8%から3.7%に2カ月連続での引下げ、4月には21年12月に続いて預金準備率の引下げを決定した。格差是正策として検討していた不動産保有税の見送りが決めた。今後も、不動産市況の底割れ回避に向けた対応が見込まれる。

22年の経済成長率は、政府目標を下回る見込み

こうした政府の景気刺激策は経済成長の下支えとなることが見込めるものの、大都市で実施されるゼロコロナ政策の悪影響を挽回することは困難であると判断し、22年の実質GDP成長率は、前回3月見通しの前年比+5.0%から同+4.8%へ下方修正する。23年の実質GDP成長率は、ゼロコロナ政策の緩和に伴う経済活動の再開を想定し、前回見通し不変の同+5.2%を見込む。

ゼロコロナ政策への固執による、不良債権の増大、資産価格の底割れが先行きのリスク

先行きのリスクとして、中国政府のゼロコロナ政策が経済活動の大幅な落ち込みをもたらし、さらには不良債権の増加、資産価格の底割れに発展する可能性に留意が必要だ。

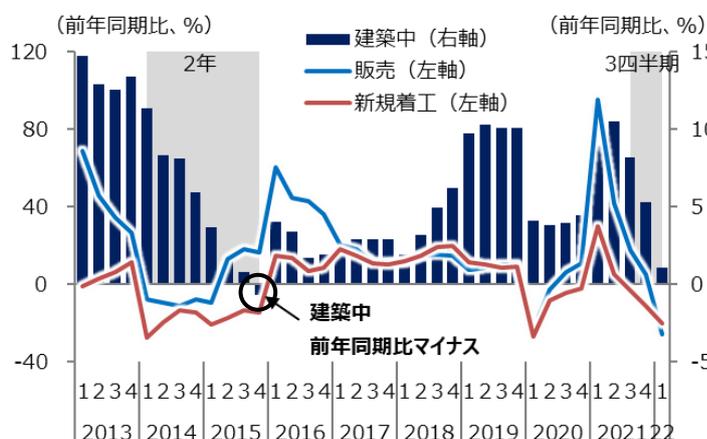
中国人民銀行は、22年の実質GDP成長率が4%台後半、2%台後半となった場合に、22年の不良債権比率がそれぞれ5.3%、7.5%になると試算している(20年時点の不良債権比率は1.8%)。22年1-3月期の成長減速にとどまらず、もう一段の経済成長の減速により、不良債権比率の増加に拍車がかかり、金融システム不安へ発展するリスクに留意が必要だ。不動産市場では、22年1-3月期の住宅着工が3四半期連続で前年同期比マイナス、販売も同マイナスに転落している。22年3月末時点の建築中住宅は、同+1.1%へ低下しているものの、前年割れの水準には至っておらず(図表5-13)、今しばらくは、調整局面が続く公算が大きい。こうした状況下、株価は21年後半から軟調に推移、不動産価格は辛うじて横ばい推移となっており、資産価格の動向も予断を許さない(図表5-14)。中国政府のゼロコロナ政策の手綱さばきには要注目だ。

図表 5-12 地方債発行額と上限比率



注: 22年第1半期の地方債発行額は、22年2月時点。22年の地方債発行額上限は未確定。
出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-13 建築中・販売・新規着工の住宅面積



注: 灰色の網掛けは、14~15年および21年以降で新規着工が前年比、マイナスの局面。

出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-14 株価・不動産価格



注: 直近は、22年4月。株価が上海株価指数、不動産は主要100都市の価格指数。

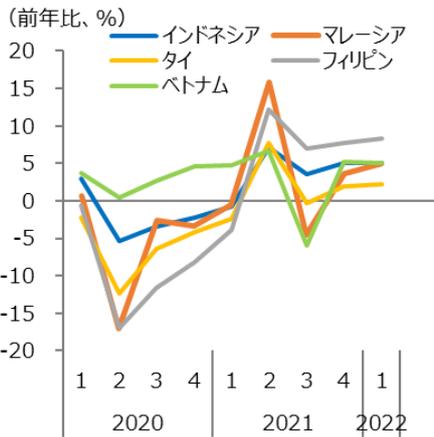
出所: Windより三菱総合研究所作成

(3) ASEAN経済

22年1-3月期の実質GDPは、2四半期連続で5カ国がプラス成長

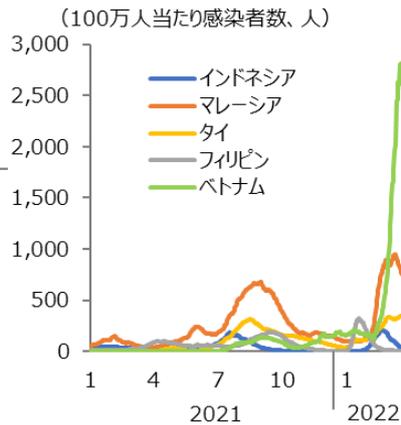
ASEAN5の22年1-3月期の実質GDP成長率は、21年10-12月の前年比+5.0%から同+4.9%へと小幅低下したものの、実質GDPの水準は、コロナ感染拡大直後の20年1-3月期を回復している。個別国では、ベトナム(同+5.0%)、フィリピン(同+8.3%)、インドネシア(同+5.0%)が好調を維持、マレーシア(同+5.0%)、タイ(同+2.2%)もプラス成長を確保し、コロナ危機発生以降、初めて2四半期連続で5カ国がプラス成長となった(図表5-15)。

図表 5-15 実質 GDP 成長率



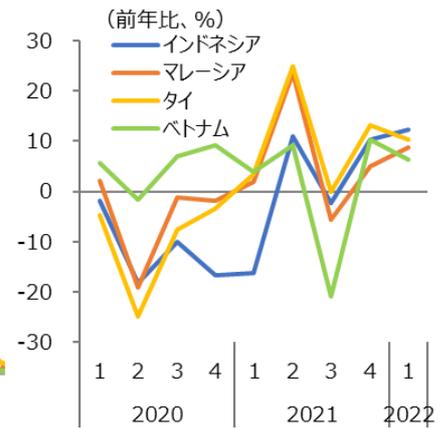
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-16 新型コロナの
新規感染者数



注:直近は22年5月16日。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-17 小売売上高



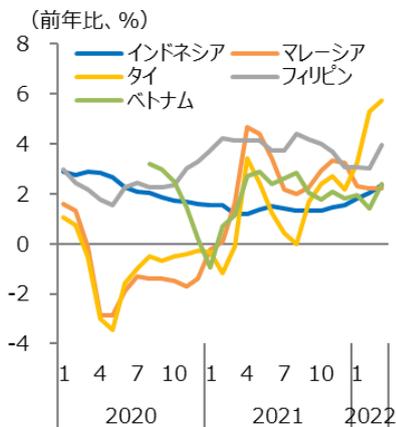
注:月次データの平均。直近は、タイのみ22年2月、タイ以外は22年3月。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

行動抑制策の段階的な緩和は、経済を下支え

防疫と経済の両立の進展による消費や観光需要の回復が、経済成長を下支えするであろう。

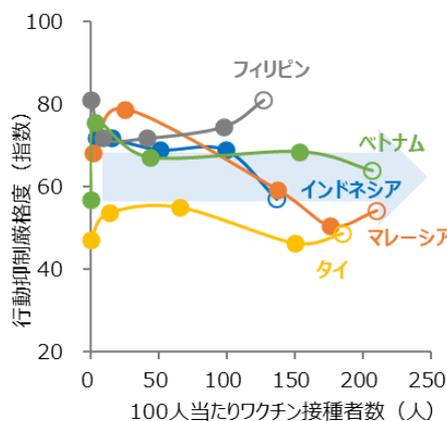
22年1-3月は、ベトナム、マレーシアなどで新型コロナの新規感染者数の拡大が続いたが(図表5-16)、インドネシア、マレーシア、タイ、ベトナムの小売売上高は前年比プラスで推移しており(図表5-17)、防疫と経済活動の両立が進んでいることがうかがわれる。3月以降、ベトナム、マレーシア、タイの新規感染者数がピークアウトしているほか、エネルギーの輸入依存度が高いタイ、フィリピンを除けば、CPI(消費者物価指数)の伸びが2%近辺で推移していることも、消費回復を支える効果が見込まれる(図表5-18)。

図表 5-18 CPI



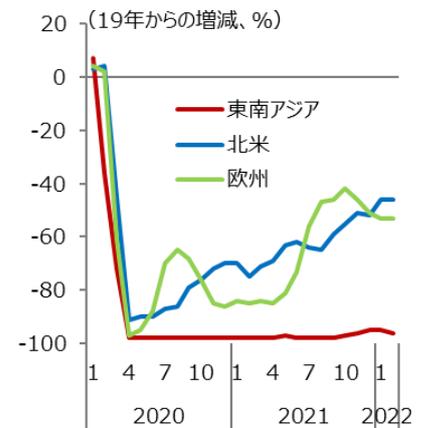
注:直近は、22年3月。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-19 行動抑制厳格度と
ワクチン接種者数



注:21年3月から3か月ごとの推移。○は22年3月。行動抑制厳格度は、英オックスフォード大学算出の指数。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-20 海外観光客の来訪数



注:国外からの観光客の来訪数。直近は22年1月。
出所:UNWTO(国連世界観光機関)より三菱総合研究所作成

3月から4月にかけて、シンガポールとマレーシア間の往来再開、PCR検査の陰性証明書やワクチン接種完了者に対する入国隔離の免除(インドネシア、フィリピン、ベトナム)といった入国管理の緩和が、順次実施されている。非常事態令に基づく措置の適用を4月から2カ月延長することを決めたタイのような慎重な国もあるが、行動抑制策の緩和は徐々に進展することが想定される。4月以降の新型コロナの新規感染者数の減少(図表5-16)やワクチン接種の進展に比して、厳格なままの行動抑制策(図表5-19)の緩和が進むことで、消費水準のもう一段の回復に加えて、低迷を続けている観光(図表5-20)の回復が進むことは、経済成長の正常化に役立つであろう。

ウクライナ侵攻の影響は限定的、輸出は経済成長を下支え

コロナ危機発生以降、ASEAN5の経済成長をけん引してきた輸出は、前年比プラスを維持している(図表5-21)。ゼロコロナ政策の悪影響から中国向け輸出は伸びが鈍化しているものの(図表5-22)、中国の経済活動の停滞は代替調達先となるベトナムなどにはプラスをもたらす面もある。また、ロシアに対する経済制裁は資源国であるインドネシア、マレーシアの輸出の追い風になる。ASEAN5各国のロシア向け輸出はいずれもGDPの0.5%未満とロシア経済落ち込みの影響は限定的でもあり、各国とも輸出が経済成長の下支えとなることが見込まれる。

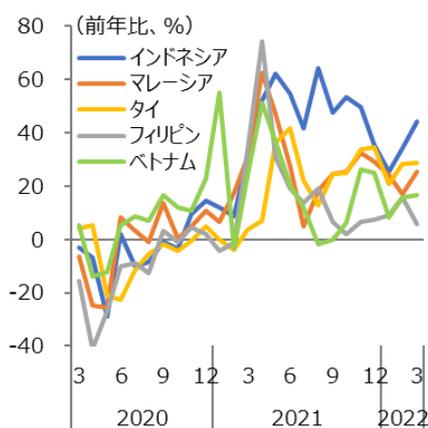
経済活動再開に伴い、5%台の成長を継続

これらを踏まえて、ASEAN5では、段階的な経済回復が進展するシナリオは不変とする。ただし、中国経済の減速を考慮し、22年の実質GDP成長率は3月見通しの前年比+5.3%から同+5.2%へ下方修正する。23年は、3月見通し不変の同+5.7%と予測する。

先行きの最大のリスクは、インフレの加速である。資源国であるインドネシア、マレーシアの対ドル為替レートは落ち着いているが、タイ、フィリピンは下落基調にあり、PPI(生産者物価指数)も上昇ピッチを強めている(図表5-23)。タイでは、CPIも5%台へ上昇し、インフレが加速化する兆しがある。これまでASEAN5各国は、インフレ抑制より経済活動の下支えを優先し、政策金利の据え置きを続けてきたが、5月に入りマレーシア中銀は、4年4カ月ぶりとなる政策金利の引上げ(1.75%から2%)を決めた。経済活動の正常化が実現する前に、もう一段のインフレ圧力が高まる場合には、金融政策の難しいかじ取りを迫られるだろう。

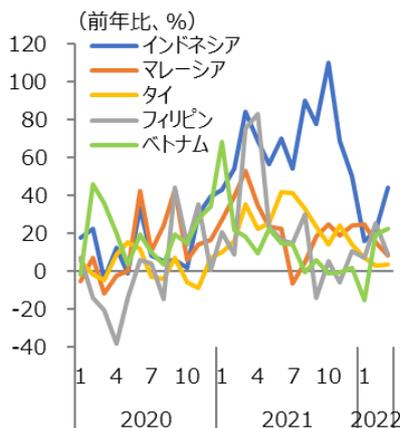
インフレの加速とともに、中国経済の減速にも注意が必要だ。中国のゼロコロナ政策による物流の停滞などにより、中国向け輸出が落ち込むリスクにも注意を払う必要がある。

図表 5-21 輸出



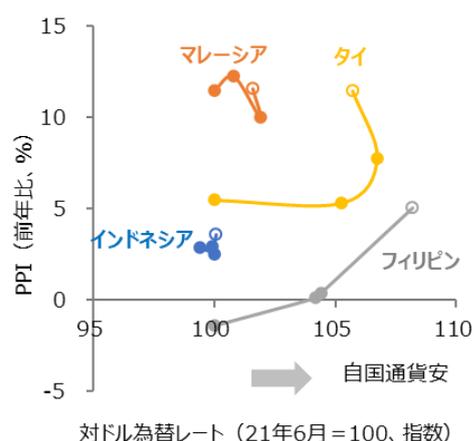
注: 輸出の伸び率からPPIを控除して算出。直近は22年3月。
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 5-22 中国向け輸出



注: 直近は、22年3月。
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-23 PPIと対ドル為替レート



注: 21年、6・9・12月、22年3月。
出所: CEICより三菱総合研究所作成