

5. 新興国経済

(1) 総論

インフレ圧力増大、先進国利上げへの耐性が試される新興国

22年4-6月の新興国経済の回復の勢いは、各国特性から明暗が分かれた。その背景には、行動抑制緩和による内需回復とインフレ圧力増大、先進国の利上げ前倒し、中国経済下振れといった海外起点の成長引き下げ要因の大小が異なることにある。先行きを展望する上では、前回5月見通し²で指摘したように、①厳格な防疫施策の継続国 ②非資源国 ③資源国 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留意する必要がある。

まず①について、中国を除く新興国では、感染抑制のための行動制限が緩和され、総じて経済活動の正常化が進んでいく可能性が高い。中国については、6月以降に上海のロックダウン(都市封鎖)が解除されたものの、感染次第ではロックダウンの再実施の可能性がある(詳細は、次頁(2)中国経済参照)。

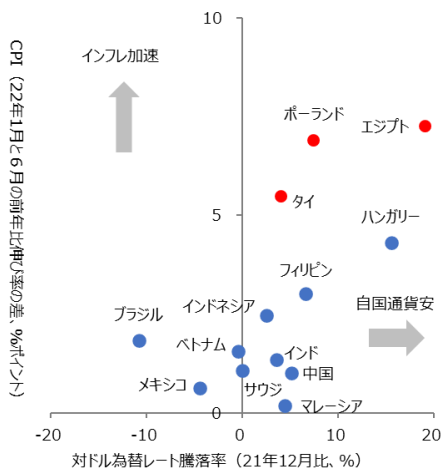
②～⑤については、ロシアによるウクライナ侵攻の長期化、米国の急ピッチの利上げを踏まえると、新興国経済の先行きは、エネルギーや食料の価格上昇および調達懸念、債務負担の増加といった環境変化による各国経済への影響を見極めていくことがより重要となる。

ロシア、ウクライナに隣接し、ロシアからのガス供給が停止されたポーランド(②、④)、3月にIMFと債務再編で合意したアルゼンチン(⑤)、経常収支が赤字で資源・食料の調達懸念が台頭しているエジプト(②、⑤)といった国では、通貨安の進展に拍車が掛かりインフレ圧力が強まっている。一方、資源価格上昇の恩恵を受けるインドネシア、サウジアラビアといった資源輸出国(③)、非資源国でも輸出競争力を有しているアジアの国々では、インフレの進展は相対的には緩やかなペースにとどまっている(図表5-1)。

7月に入り、スリランカが破産宣言をした。スリランカ以外でも経常収支が赤字(フロー収入が脆弱)かつ外貨準備が対外短期債務の1倍を下回る(ストックが脆弱)国はデフォルトリスクが大きい(図表5-2の赤丸、ルーマニア、トルコ)。次いで、経常収支の赤字国または外貨準備が対外短期債務の2倍を下回る国も資本流出リスクが大きい(図表5-2の黄丸、前者はコロンビア、エジプト、チリ、ポーランド、パキスタン、後者はアルゼンチン、南アフリカ)。

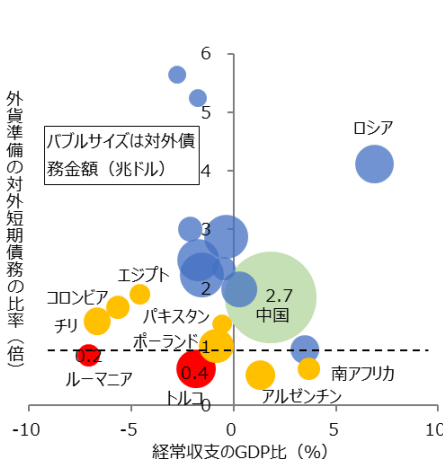
大半の新興国は国際競争力を有し外貨準備も豊富であり、現段階では、信用不安が伝播するリスクは低いが、米国の利上げピッチが強まった22年3月以降、新興国からの資本流出傾向が続いている(図表5-3)。信用不安に至らないまでも物価上昇圧力が強いなか、米国利上げによる通貨安回避のための追従利上げを余儀なくされる可能性もある。新興国はインフレ圧力増大、先進国利上げへの耐性が試される局面にある。

図表 5-1 為替レートと CPI



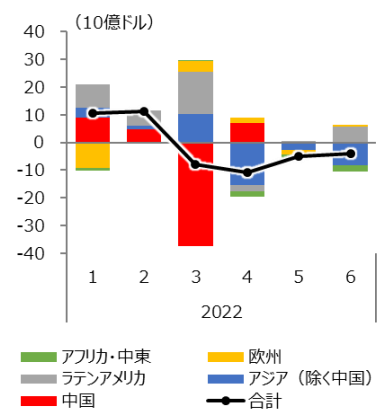
注：為替レートは6月の平均。赤丸はCPIが5%ポイント以上、増加している国。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-2 経常収支と外貨準備



注：IMFが定義する新興国のうち、21年のGDPが上位25位までの国。経常収支は21年、外貨準備、対外債務は21年12月時点のIMFによる集計。数字は対外債務金額。
出所：IMFより三菱総合研究所作成

図表 5-3 新興国の証券投資フロー



出所：IIFより三菱総合研究所作成

² 「ウィズコロナ下での世界・日本経済の展望(2022年5月)」 P.27 図表 5-1 参照
<https://www.mri.co.jp/knowledge/insight/ecoutlook/2022/20220519.html>

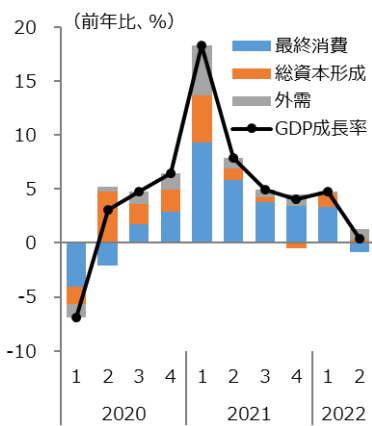
(2) 中国経済

厳格な行動抑制により成長減速も、景気刺激策・輸出増からマイナス成長を回避

22年4-6月期の中国の実質GDP成長率は、1-3月の前年比+4.8%から前年比+0.4%に大幅低下、前期比では▲2.6%となった。4~5月の上海ロックダウンといったゼロコロナ政策から、21年7-9月期から3%超を続けてきた最終消費の寄与度が▲0.8%ポイントのマイナスに転じたことが、成長減速の主因となった(図表5-4)。

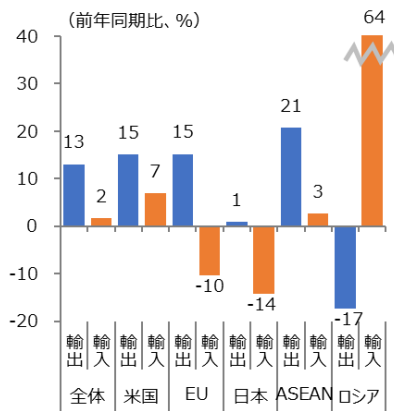
消費の大幅な停滞にもかかわらず、プラス成長を維持できた要因として、政府の景気対策と好調な輸出がある。地方債の発行前倒しによる公共事業の積極化が不動産投資の落ち込みを補完し、総資本形成の寄与度は+0.3%とプラス寄与を確保した。また、ロシアを除くほぼ全ての国・地域向けの輸出が拡大し、外需の寄与度は1-3月期+0.2%ポイントから+1.0%ポイントに拡大した(図表5-4、図表5-5)。上海ロックダウンが実施された4~5月の鉱工業生産は、行動抑制の対象地域ではマイナスとなったが、対象外地域(GDPシェア7割)の生産は前年比プラスを確保し上海などの落ち込みを補完し、輸出拡大を支えた(図表5-6)。

図表 5-4 実質 GDP



出所: Windより三菱総合研究所作成

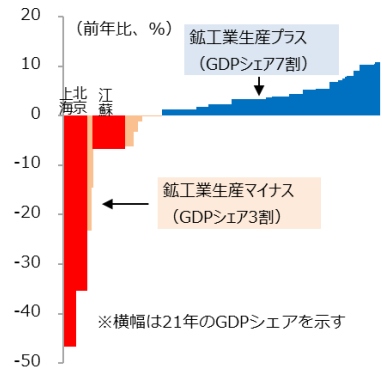
図表 5-5 輸出・輸入 (国・地域別)



注: 22年4-6月期の名目値の前年比増減率。

出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-6 省・市の鉱工業生産と GDP シェア



注: 鉱工業生産は、22年4月、5月の前年比伸び率の平均。GDPシェアは21年実績から算出。鉱工業生産マイナスで、GDPシェアの大きい上海、北京、江蘇を赤棒で表示。

出所: Windより三菱総合研究所作成

今後の中国経済の注目点は、①財政政策、金融緩和による下支え、②国内民間需要の回復、③ゼロコロナ政策の継続にある。

注目点① 財政政策、金融緩和による下支え

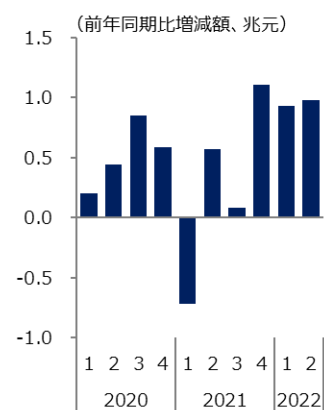
22年後半の中国経済は、中国政府および地方政府の景気刺激策や金融緩和策が、経済成長の下支えとなることが見込まれる。もっとも、李克強首相は22年のGDP成長率目標(5.5%)達成には固執せず、合理的な政策を行うと表明しており、経済成長の大幅な上振れをもたらすような経済対策には至らないであろう。

5月23日の国务院常务会议で、減税・税還付(2.64兆元、全国人民代表大会決定に1,400億元の上乗せ)、中小企業への融資・返済延期、自動車購入税の減税(600億元規模)、鉄道建設債券の発行支援(3,000億元)などの33項目の景気対策を、中国政府は決定している。

さらに、景気刺激策の執行を確かなものとするため、李克強首相はオンライン会議で、中央・地方政府各部門の責任者に対し経済の安定化を図るよう指示を行い、地方政府は、公共事業の資金源となる地方債発行を活発化している(図表5-7)。このほか、地方政府の独自の取り組みとして、不動産購入規制の緩和、補助金などによる不動産需要喚起策も実施している。

中国人民銀行は、5月に1軒目の住宅購入者に対するローン金利の下限引き下げ(4.6%→4.4%)、住宅ローンの基準になる5年物最優遇貸出金利引き下げ(4.6%→4.45%)を実施、8月に入り中期貸出制度の1年物金利引き下げ(2.85%→2.75%)を実施し、世界各国の利上げの動きと一線を画し、緩和的な金融政策運営を行っている。

図表 5-7 地方債発行額



出所: Windより三菱総合研究所作成

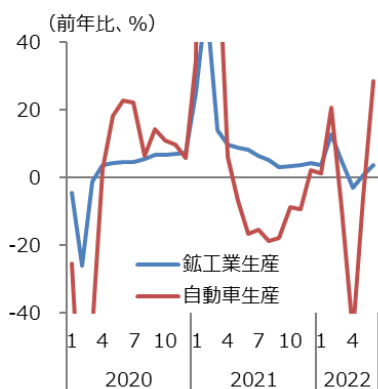
注目点② 国内民間需要の回復

こういった景気刺激策や金融緩和のもと、厳格な行動抑制により押さえ込まれていた国内民間需要の段階的な回復が経済成長を下支えすることが見込まれる。

企業活動では、5月に小幅プラスであった鉱工業生産は、6月には前年比+3.9%と続伸した。背景には自動車生産が同+28.6%に急回復したことがある(図表5-8)。新規受注の回復を好感し、PMIは製造業、非製造業ともに景況感の境目である50を上回った。しかしながら、上海などで感染が再び拡大した7月には製造業PMIは50を下回っており、感染拡大に景況感が左右される状況が続いている(図表5-9)。

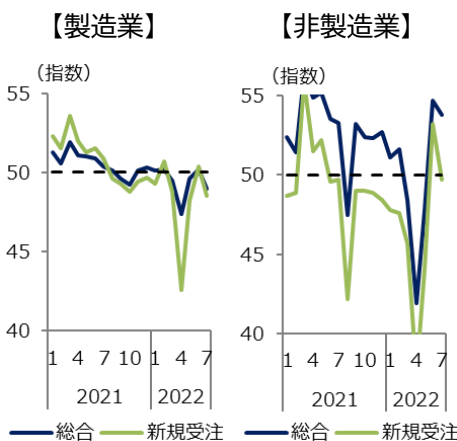
個人消費では、行動抑制下の5月時点からオンライン取引は前年比プラスを確保、6月には中国インターネット通販恒例の年央セール(618セール)が好調に推移し、前年比+4%となった。行動抑制の緩和が進展した6月には、オンライン以外でも自動車販売が同+24.1%に急回復し、小売売上高全体も同+3.1%とプラスを回復した(図表5-10)。感染拡大が沈静化すれば消費回復は、経済成長を後押ししよう。

図表 5-8 鉱工業・自動車生産



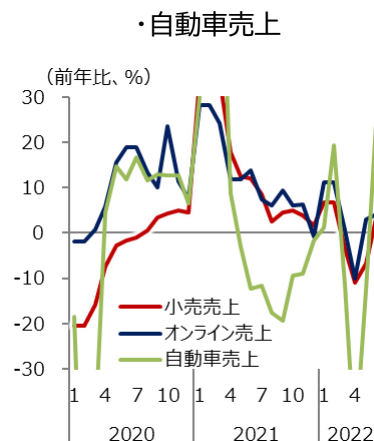
注:直近は22年6月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-9 PMI(国家統計局)



注:直近は22年7月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-10 小売・オンライン・自動車売上



注:直近は22年6月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

注目点③ ゼロコロナ政策の行方

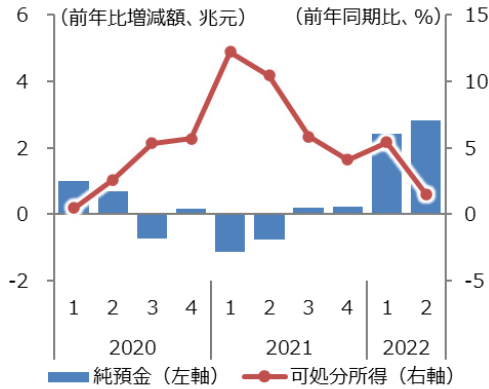
年後半の共産党大会まではゼロコロナ政策が継続することを想定すると、厳格な行動抑制のもとで蓄積した家計の純預金は段階的に消費や住宅投資などへ転じることが見込まれる。

行動抑制による消費停滞、不動産市況の落ち込みによる住宅ローンの伸び悩みから、家計の純預金(預金と借入れの差)が積み上がっている。家計の純預金は、厳格な行動抑制下の20年1-3月期と4-6月期合計で2兆元弱増加した後、感染拡大が沈静化した20年7-9月期から21年7-9月にかけて合計で前年比2.5兆元程度減少し、行動抑制下で積み上がった純預金が消費や住宅投資へ転換した。21年半ばに発生した大手不動産企業・恒大集団の信用不安以降の不動産市況低迷から住宅ローンの伸びが鈍化、北京オリンピック前からの厳格な行動抑制による預金増加も続き、家計の純預金は22年1-3月期と4-6月合計で5兆元強ほど積み上がっている(図表5-11)。

不動産の在庫調整にも一定の進展がみられる。22年4-6月期に入り、建築中の住宅面積は前年比マイナスに転じた(図表5-12)。13年から16年にかけての住宅在庫の調整局面では、建築中の住宅面積が前年比マイナスに転じたところを底に、新規着工の住宅面積は前年比プラスに転じており、今回も在庫調整の一定の進展がうかがえる。金融緩和や地方政府が実施している不動産需要喚起策に加え、伸び率が低下している可処分所得が経済活動再開により改善すれば(図表5-11)、家計の住宅投資が活発化する可能性がある。

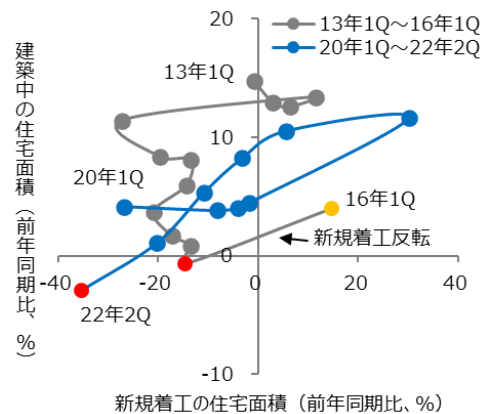
こうした好環境を経済回復につなげられるかは、感染拡大の状況と中国のゼロコロナ政策次第といえる。感染拡大が沈静化し、厳格な行動抑制(図表5-13)の緩和が進めば、20年半ば以降のように家計の純預金が消費、住宅投資へ急転換する可能性もある。もっとも、22年後半に開催予定の共産党大会において、3期目入りを目指す習政権にとって、感染症抑制の優先度合いは高いと思われ、感染拡大を容認する行動抑制緩和に転換する可能性は低い。ゼロコロナ政策が継続する限り、中国経済回復の足取りは緩やかなものになるであろう。

図表 5-11 家計の純預金・可処分所得



注：純預金は、四半期ごとの家計の新規借入れと新規預金の差。
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-12 新規着工・建築中住宅の面積



注：赤丸は、建築中の住宅面積が前年同期比マイナスとなった四半期。黄丸は、同面積の前年同期比がマイナスからプラスに転じた四半期。
出所：Windより三菱総合研究所作成

22年の経済成長率は政府目標を下回り、本格的な回復は23年へ

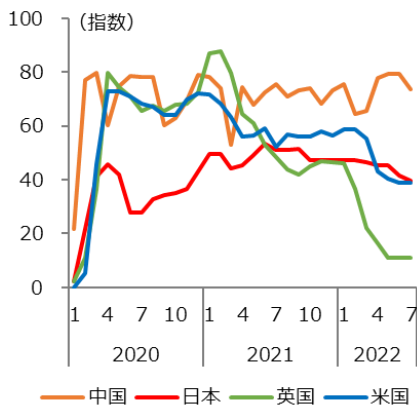
中国経済は財政政策や金融緩和政策のもと民間需要の回復が成長のけん引役となることが見込まれるが、ゼロコロナ政策が足かせとなり、段階的な回復となることを想定する。22年中は、一定の行動抑制策が継続すると想定し、22年下半期の実質GDP成長率は前年比5%前半を見込む。22年の実質GDP成長率は、前回5月見通しの同+4.8%から同+4.0%へ下方修正する。23年の実質GDP成長率は、行動抑制の緩和による家計消費・投資の活発化を想定し、前回見通しの同+5.2%から同+5.5%に上方修正する。

ゼロコロナ政策への固執による、不良債権の増大、資産価格の大幅な下落が先行きのリスク

先行きの最大リスクは、大規模な感染症拡大に伴う行動規制の再導入だ。さらに、米国の急ピッチの金利引き上げが、グローバルベースでの株式市場や不動産市場の混乱に発展し、中国へ波及しないかに留意が必要だ。

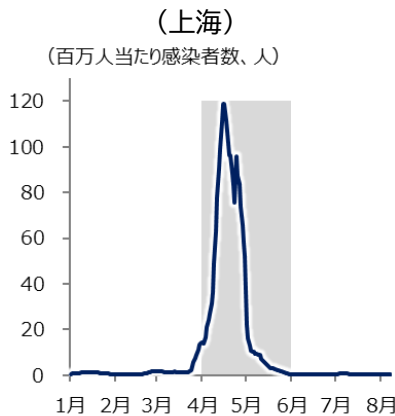
7月に入り、上海で厳格なPCR検査が実施された。現状の感染者数は100万人当たり0.2人程度(図表5-14)と、都市封鎖1カ月前の3月初の感染者数同15人に比べて低水準であるものの、今後、感染が拡大し改めて厳格な行動規制が導入されることになれば、経済の回復基調が損なわれるのは必至だ。さらに、米国の急ピッチの利上げが世界の金融市場に混乱をもたらし、中国に波及し、小康状態となっている株価や不動産価格(図表5-15)が大幅に下落することで、不良債権の増加をもたらす可能性は依然、くすぶっている。中国政府のゼロコロナ政策の運用動向、国際金融市場の行方と中国への影響には要注目だ。

図表 5-13 行動抑制厳格度



注：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 5-14 新規感染者数



注：後方7日平均。直近は22年8月7日。灰色の網掛けは、上海の都市封鎖期間。
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-15 住宅価格・株価



注：直近は、22年7月。株価は上海株価指数、住宅価格は主要100都市の価格指数。
出所：Windより三菱総合研究所作成

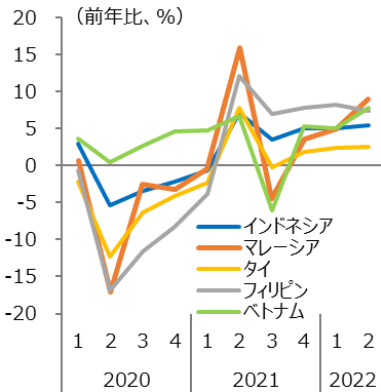
(3) ASEAN経済

感染症の拡大抑制から、内需回復が進展

ASEAN5の22年4-6月期の実質GDP成長率は、1-3月期の成長の妨げとなった新型コロナウイルス感染症拡大が落ち着いたことで内需が回復し、1-3月期の前年比+4.9%から同+5.9%と回復基調を強めた。個別国では、マレーシア(同+8.9%)、ベトナム(同+7.7%)、フィリピン(同+7.4%)、インドネシア(同+5.4%)が好調を維持、タイ(同+2.5%)もプラス成長を確保し、通常の成長軌道に近づいている(図表5-16)。

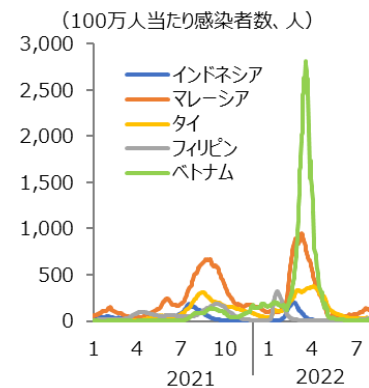
今後のASEAN5経済の注目点は、①消費や観光需要の回復度、②インフレ圧力への耐性、である。

図表 5-16 実質 GDP 成長率



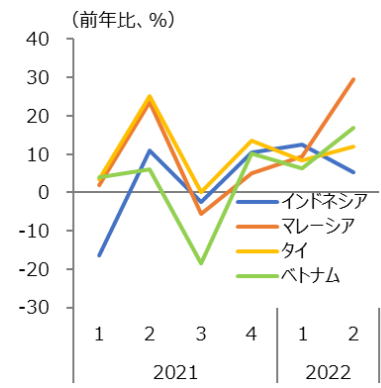
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-17 新規感染者数



注:後方7日間移動平均。直近は22年8月8日。8月のベトナム感染者増は、ハイフオン市の感染者40万人を追加計上したため。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-18 小売売上高



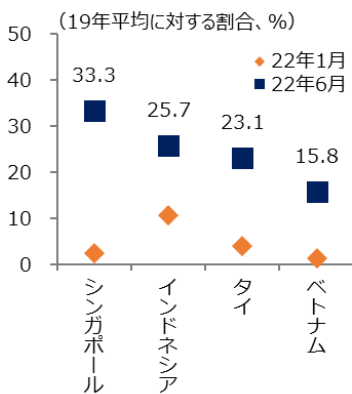
注:月次データの平均。22年第2四半期は、タイのみ22年4-5月の平均。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

注目点① 消費や観光需要の回復度

22年7-9月以降のASEAN5経済は、コロナの感染落ち着きによるもう一段の消費拡大や観光需要の回復が、経済成長のけん引役となると見込まれる。

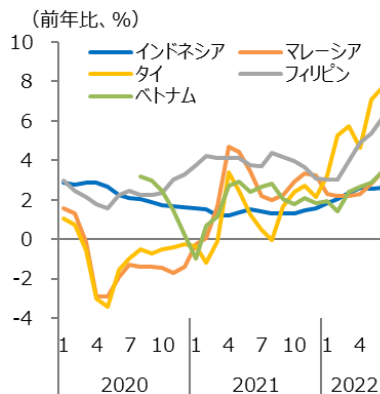
ASEAN5各国感染状況は落ち着いており(図表5-17)、外出行動の再開から22年4-6月期の小売売上高は、1-3月期に感染拡大が目立ったマレーシアが前年比+30%弱、ベトナム、タイも同+10%超と伸び率を拡大している(図表5-18)。ASEAN5の外出行動はおおむねコロナ危機前を回復しているものの、他の新興国に比して出遅れており、活性化の余地が残っている。さらに、入国規制の緩和から海外からの観光客数(図表5-19)の回復も見込まれる。22年後半以降も行動抑制策の緩和による、消費、観光需要の回復が経済成長の押上げ要因となるであろう。

図表 5-19 海外観光客の来訪数



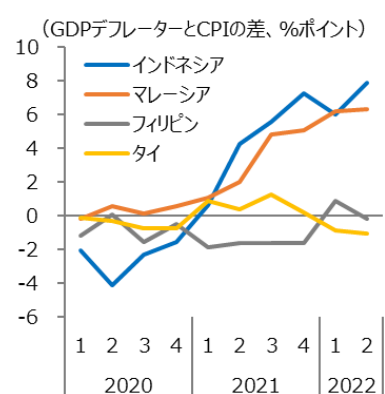
注:国外からの観光客の来訪数。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-20 CPI



注:直近は、22年6月。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-21 交易条件



注:交易条件は、GDPデフレーターからCPIを差し引いて得られる輸出デフレーターと輸入デフレーターとの差と想定して算出。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

注目点② インフレ圧力への耐性

インフレ圧力の高まりへの耐性は、資源輸出国・資源輸入国の違いや、輸出価格への転嫁力の有無といったASEAN5各国の特性により左右されるであろう。

資源輸出国と資源輸入国との間で、既に物価上昇の勢いに強弱がみられる。22年6月のCPIは、資源輸出国であるインドネシアは前年比+2.6%にとどまっている一方、資源輸入国であるタイは同+7.7%、フィリピンは同+6.1%と物価上昇の勢いが加速している(図表5-20)。

輸入コストの増加により国内物価が上昇したとしても、輸入コストの増加を輸出価格に転嫁し賃金引き上げの原資とすることができれば、インフレ圧力拡大の国内消費への影響を緩和することができる。データの制約によりASEAN5での交易条件(輸出物価－輸入物価)の算出が難しいことから、GDPデフレーターからCPI(国内需要デフレーター)を差し引くことで、輸入コストの輸出価格への転嫁度を確認する。21年以降、インドネシア、マレーシアはプラスを確保し、資源国としての恩恵を享受する一方、タイ、フィリピンはマイナス近辺が続いており、輸入コストの増加を輸出価格に転嫁できていないことがうかがわれる(図表5-21)。資源輸入国であるタイ、フィリピンは、輸出価格への転嫁力の有無が問われる局面にある。

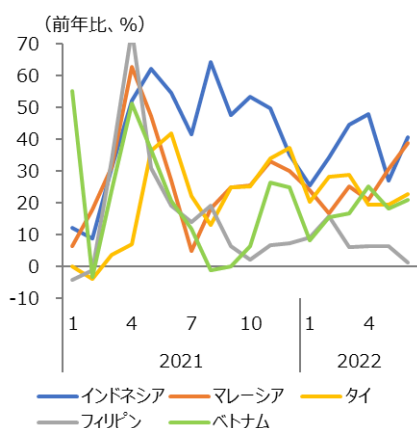
もっとも、ロシアのウクライナ侵攻、上海都市封鎖が実施された4月以降も、米国向け輸出に支えられASEAN5の輸出は、おおむね好調に推移している(図表5-22)。堅調な輸出からは、ASEAN5がグローバルなサプライチェーンで一定のプレゼンスを確保していることがうかがわれる。また、ASEAN5の人件費は中国よりも低い水準にある(図表5-23)。こうしたASEAN5のサプライチェーンにおけるプレゼンス、人件費の優位性を踏まえると、ASEAN5には輸出価格の引き上げ余地があるとみられる。資源輸入国においても輸入コストの増加は、タイムラグを経て輸出価格に転嫁されるであろう。

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、経済活動の正常化の進展による内需拡大をけん引役とする経済成長を見込む。ただし、前回見通しで考慮した中国経済減速の悪影響に加えて、米国経済の減速による輸出伸び悩みを織り込み、22年の実質GDP成長率は、前回見通しの前年比+5.2%から同+5.1%へ下方修正する。23年も米国経済減速から、5月見通し同+5.7%から同+5.6%に下方修正する。

感染症の再拡大を除く、先行きの最大のリスクは、中国および米国経済の失速である。中国の厳格な行動抑制の再開、利上げ前倒しによる米国経済の失速により、米中向けともに輸出が落ち込む事態に陥る場合には、生産伸び悩みに加えて、輸入コスト増加の輸出転嫁が進まないことによる国内賃金引き上げに制約がかかる。米中の経済状況には注意を払う必要がある。

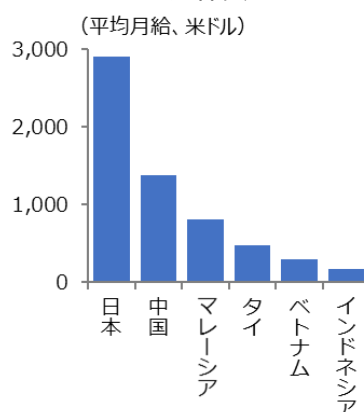
図表 5-22 輸出



注:直近は、22年6月。

出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-23 アジアの主な国の
人件費



注:各国当局(日本:厚労省、中国:国家統計局、マレーシア:統計庁、タイ:タイ中銀、ベトナム:ベトナム統計総局、インドネシア:インドネシア中銀)公表の21年12月の現地通貨データをCEICが米ドルに変換。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

(4) インド経済

感染拡大の沈静化から経済活動は回復基調

インドの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+4.1%と、10-12月期の同+5.4%から鈍化した(図表5-24)。オミクロン株流行をうけて実施した行動抑制策から、民間消費が前年比+1%へ低下したことが成長鈍化の主因となった。その結果、21年度(21年4月-22年3月)の実質GDP成長率は同+8.7%とインド中銀の見通し同+9.2%を下回った。

もっとも、感染拡大は22年1月をピークに沈静化しており、経済活動は回復基調にある。消費者マインドは、22年1月以降、改善傾向にあり、6月の乗用車販売台数もおおむねコロナ危機前の水準にまで回復した(図表5-25)。行動抑制の緩和に伴う経済活動の活性化は、引き続き経済成長の下支えとして働くだらう。

先行きの注目点は、インフレ圧力と利上げペース

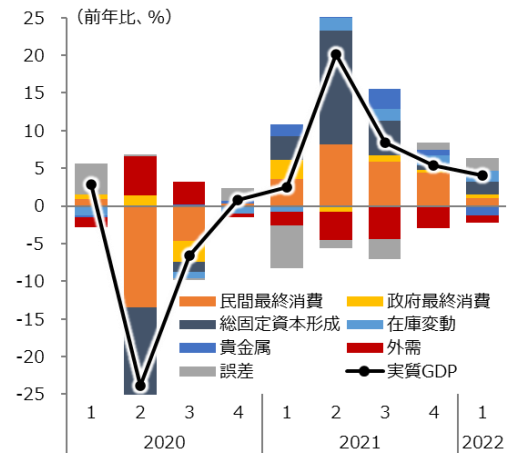
インフレ圧力の増大が経済の先行きの不安材料となっている。インドのCPIは、今年に入りインド中銀のインフレ目標の上限である前年比+6%に達し、3月以降、ロシアのウクライナ侵攻から世界市場でのエネルギーや食料価格の上昇が続き、同+7%台での推移が続いている(図表5-26)。5月以降、WPI(卸売物価指数)も上昇基調を強めており、CPI上昇に波及するようであれば、個人消費の抑制要因となるだろう。食料価格上昇の個人消費への悪影響を緩和するため、インド商工省は、5月に小麦の輸出停止を発表している。

インド中銀は、5月に臨時の金融政策決定会合を開催し、政策金利を4.0%から4.4%へ、3年9か月ぶりの利上げを決定した。さらに、6月、8月の金融政策決定会合では2会合連続で0.5%ポイントの利上げを決定し、政策金利は5.4%まで上昇している。6月の金融政策決定会合の声明では、地政学的な緊張やインフレ圧力の高まり、インフレ抑制のための利上げによって、22年度の実質GDP成長率は前年比+7.2%と21年度実績を下回り、CPIは22年10-12月期に上限目標を下回る前年比+5.8%まで低下すると見通しを公表している。

6%台後半の成長を見込むが、資本流出によるインフレ圧力増大が先行きのリスク

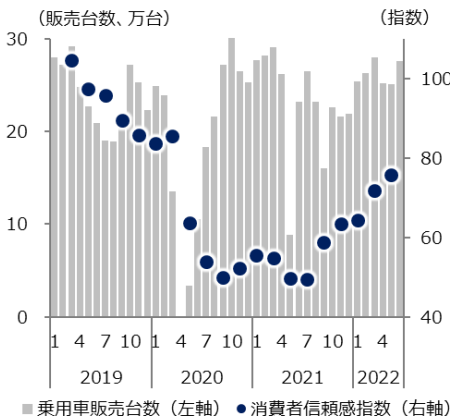
22年度の実質GDP成長率は、インフレ圧力の強まりと利上げが経済成長の押下げ要因となることを見込み、インド中銀見通しを下回る前年比+6.7%と予想する。23年度は、インフレ圧力後退による消費の活発化を見込み同+6.8%と予想する。先行きのリスクとして、資本流出によるインフレ圧力の加速に留意が必要だ。22年に入り、証券フローは流出傾向、貿易赤字も拡大基調にある(図表5-27)。米国などの先進国の急激な利上げを契機に資本流出および通貨安に拍車がかかり、もう一段の物価上昇が進展する事態となれば、経済成長の勢いは鈍化するであろう。

図表5-24 実質 GDP 成長率



出所:CEICより三菱総合研究所作成

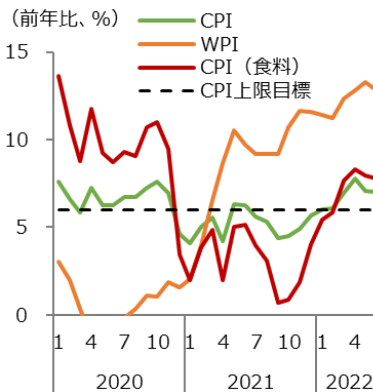
図表 5-25 乗用車販売
と消費者信頼感指数



■乗用車販売台数(左軸) ●消費者信頼感指数(右軸)

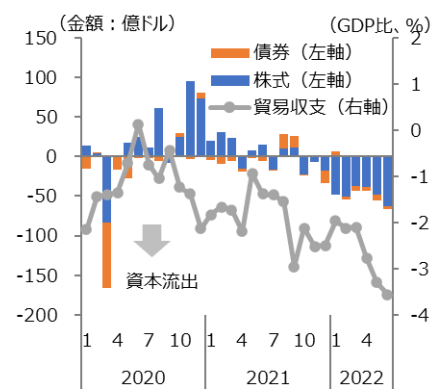
注:消費者信頼感指数は、奇数月に隔月で公表。直近は、自動車販売は22年6月、消費者信頼感指数は22年5月。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-26 CPIとWPI



出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-27 証券投資フロー
と貿易収支



注:22年4-6月期は、GDPが前年比+6%となると仮定して算出。
出所:CEIC、IIFより三菱総合研究所作成