

5. 新興国経済

(1) 総論

行動抑制緩和の追い風とインフレ圧力増大の向かい風の綱引き

新興国経済は、行動抑制策の緩和から総じて景気回復が続いている。22年7-9月期は、各国特性により異なるインフレ圧力の強弱が成長の勢いに差異をもたらした。欧州・ロシア依存国(例、ポーランド)、経済基盤の脆弱国(例、エジプト)では米国を上回る物価上昇となり経済成長の下押し要因となった。資源輸入国(例、インド)でもインフレ圧力は増大しており、通貨安による物価上昇を回避するための利上げを余儀なくされている。一方で、資源国(例、サウジアラビア)の物価は安定し輸出を通じて資源価格上昇の恩恵を享受している。ゼロコロナ政策を続けている中国は、経済活動の抑制を引き換えにした上での物価安定となっている(図表5-1)。

新興国経済の成長の強弱は、輸入インフレと輸出競争力の動向がカギ

行動抑制策の緩和による国内経済活動の活性化が、引き続き新興国経済の成長をけん引することが見込まれる。一方で、ロシアのウクライナ侵攻が長期化するなか、欧米経済の成長鈍化、不安定なエネルギー市場といった向かい風が予想され、新興国ごとの国際競争力が試される局面にある。

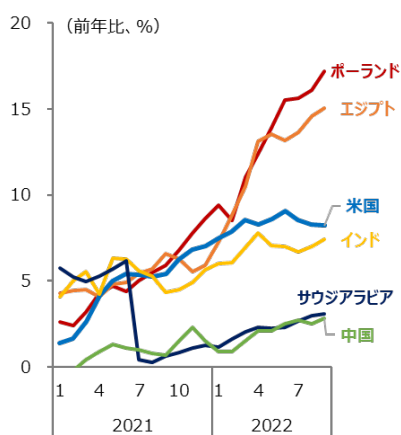
貿易・サービス収支の動向は、新興国の経済成長の勢いを左右する貿易黒字を通じた外需の成長への取り込みの有無、為替レートを通じたインフレ圧力、資本流出入の3点から、新興国経済の先行きに影響を与える。

米国利上げによる金利差拡大により、ドル高・新興国通貨安が進展している。為替レートのさらなる下落はインフレ圧力の拡大をもたらす。為替の決定理論の一つである国際収支説の観点からは、貿易・サービス赤字は通貨安要因となる。22年に入り、GDP比で14%の貿易赤字を抱えるトルコで30%超の通貨安が進展しているほか、貿易赤字かつ欧州・ロシア経済への依存度が大きいルーマニア、ポーランド、GDP比の貿易赤字が15%超のフィリピンで10%超の通貨安が進展している(図表5-2)。各新興国のインフレ圧力への耐性を見極める上でも、貿易・サービス収支の動向には注意を払う必要がある。

新興国への証券投資フローは、22年8月に6カ月ぶりに資金流入となったものの、米国の利上げ長期化への観測が高まった22年9月には資金流出となった(図表5-3)。大半の新興国は外貨準備を豊富に有しているとはいえ、国際競争力の弱い国での通貨安や通貨防衛のための利上げ、急激な資金流出から金融市場が混乱するリスクはくすぶっている。新興国の貿易・サービス収支の動向は、各国の資金流出への耐性を見極める上でも重要な要素となる。

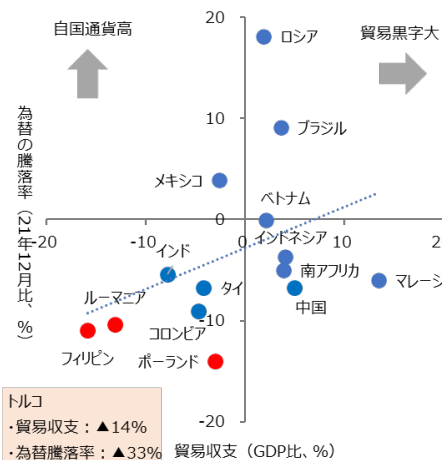
22年10月12-13日にワシントンで開催されたG20財相・中銀総裁会議の議長総括では、通貨がボラティリティ増加を伴って大幅に変化したことや、景気回復の確保と各国間への波及効果の抑制に配慮した金融政策の引き締めペースの適切な調整の必要性に言及している。経済成長の勢い、インフレ、資本流出に影響を与える各国通貨の対ドルレートの行方を見極める上でも貿易・サービス収支の動向に注意が必要だ。

図表 5-1 CPI



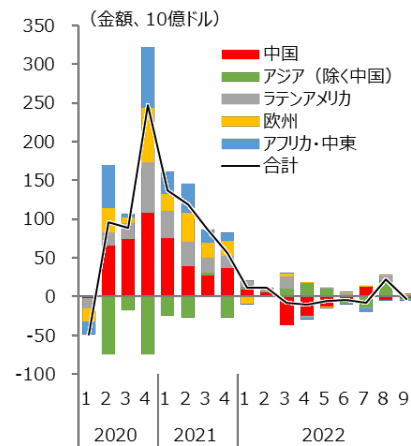
注:直近は、22年9月。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-2 貿易収支と為替レート



注:貿易収支のGDP比は、22年1-6月のGDP、22年1-8月の貿易収支をもとに算出。為替レートは8月の平均。赤丸は10%以上の自国通貨安となっている国。
出所:CEIC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

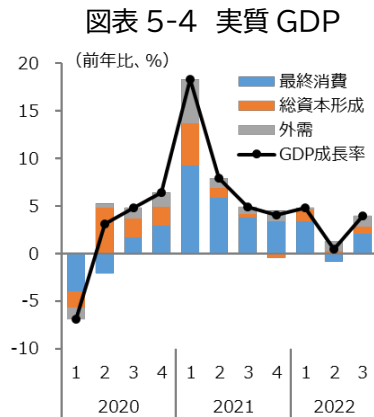


注:20年、21年は四半期ごと、22年は月ごとのデータ。直近は22年9月。
出所:IIFより三菱総合研究所作成

(2) 中国経済

現況 — 消費回復も行動抑制の緩和は進まず、経済回復の足取りは緩やか

中国経済は、緩やかな回復基調にある。22年7-9月期の中国の実質GDP成長率は、4-6月期の前年比+0.4%から同+3.9%に改善、前期比でも+3.9%とプラス成長を確保した。4-5月の上海ロックダウンといった行動抑制策から22年4-6月期にマイナス寄与となった最終消費が、自動車販売などの小売上の回復から+2%ポイントの寄与に転じたことが成長率の上昇をもたらした(図表5-4、図表5-5)。外需の寄与度も+1.1%ポイントを維持し成長を下支えしている。総資本形成は、低迷が続いている不動産投資のマイナスを公的投資や民間投資で打ち返し同+0.8%ポイントの寄与度となった。(図表5-4、図表5-6)。

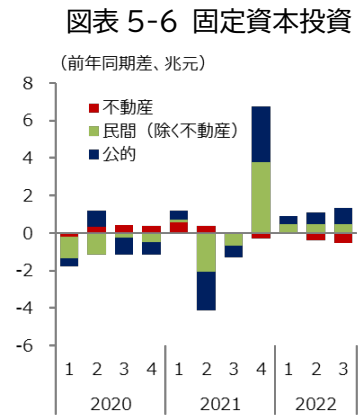


出所: Windより三菱総合研究所作成



注: 直近は22年9月。

出所: Windより三菱総合研究所作成



出所: Windより三菱総合研究所作成

先行き見通し — 22年の経済成長率は4%割れ、本格的な景気回復は23年以降に持ち越し

中国経済は、景気刺激策に支えられ、行動抑制策の段階的な緩和につれ成長の勢いが回復していくことを見込む。22年10-12月期の経済成長率は前年比+4%台後半の回復を見込むが、不動産市況の低迷、ゼロコロナ政策の長期化により22年7-9月期の成長率が下振れしたことを踏まえ、22年の実質GDP成長率は、前回8月見通しの同+4.0%から同+3.5%へ下方修正する。23年の実質GDP成長率は、行動抑制の本格的な緩和が23年3月の全人代以降とみられること、不動産市況の回復に時間を要するとみられること、李克強首相退任後の政策運営の不確実性を考慮し、前回見通しの同+5.5%から同+4.8%に引き下げる。

今後の中国経済の注目点は、①習政権3期目の政策運営、②国内民間需要の回復、③高水準の貿易黒字の持続性にある。

注目点① 習政権3期目の政策運営 — 経済下支え策の継続を見込むが、経済政策運営能力に不安

長期政権が視野に入った習政権3期目は、2期目の景気刺激策を引き継ぐことを見込むが、中長期的には改革派退任後の経済政策運営に不透明感がある。

共産党大会に先立って、李克強首相は、22年10-12月期の経済安定策(地方債発行前倒しなど)の全面実施を表明し、共産党大会期間中には、経済政策を担う国家改革发展委員会の高官も共産党大会以降、経済成長の弾みがつくと発言している。景気回復への取り組みは、習政権3期目でも引き継がれるであろう。

ただし、李克強首相などの改革派が退任した習政権3期目(総論P.8、図表1-13)の経済政策運営能力には不安がある。これまで経済政策の運営を担う首相は、鄧小平氏が掲げた改革開放路線に沿い、民間活力の活用や国際化に資する経済政策への造詣が深い人物が選ばれてきた。今回、新首相就任が見込まれる李強氏は、国政レベルでの経済政策運営の経験がない。また上海市トップとして都市封鎖を指揮した人物であり、経済活動の活性化や経済のイノベーション推進の妨げとなる統制強化を優先する懸念もある。

共産党大会冒頭の活動報告では、習総書記は改革開放路線を維持し、イノベーションが中国経済の現代化の心臓部と表明する一方、「共同富裕」につながる社会主義視点を

図表 5-7 活動報告における主な経済政策関連の発言

項目	概要
目標	マルクス主義を中国社会に適合させ、2035年を目途に現代社会主義国家を構築する。
前提	質の高い発展を追求し、人々の文化的生活を豊かにし、すべての人に共通の繁栄を達成する。
原則	改革の深化、開放政策、敢闘精神を継続し、市民中心の発展を目指す。
成長の源泉	教育・科学・才能が現代化の源泉。開放・イノベーションは、中国現代化の心臓部となる。

出所: 中国国務院より三菱総合研究所作成

の発言も多くみられた(図表5-7)。李強氏の首相起用は、習政権3期目が社会主義政策へ傾斜することの兆候の可能性もある。習一強政権は、不動産市況の停滞解消、政府主導のイノベーション実現といった政策課題への機動的な対応の点では経済成長の正常化へのプラスの効果が期待できる。ただし、新指導部の経済政策の経験不足、社会主義的な政策への傾斜が、中長期的な経済成長の重しとなり、習政権3期目の共産党内での求心力低下とならないかに注意が必要だ。

加えて、中国経済に対する外資の目の変化にも注目だ。以前から、経済安全保障の観点から西側諸国の企業の対中警戒が強まるなか、10月に米国は先端半導体の対中輸出規制を制定した。党大会を経た習主席への権力集中への警戒から、中国経済の成長を支えてきた外資による対中投資が今後も継続するかは不透明だ。

注目点② 国内民間需要の回復 —— ゼロコロナ政策堅持、不動産市況低迷から緩やかな回復

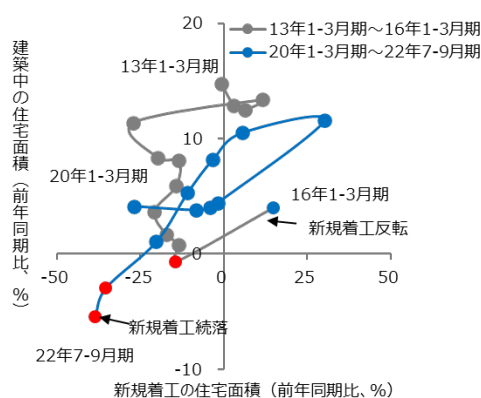
ゼロコロナ政策堅持、不動産市況低迷長期化から、雇用回復および家計消費の急回復は見込めず、国内民間需要の回復は緩やかなものとなることを見込まれる。

22年7-9月期の建築中住宅面積は、前年比▲5.4%と22年4-6月期の同▲2.9%から悪化度合いを強め、新規着工の前年比マイナスも続いている(図表5-8)。政策金融を活用した不動産開発企業への資金供給支援策といった政府の支援策にもかかわらず、不動産市況は底入れには至っていない。

21年後半以降、ゼロコロナ政策から飲食などの雇用吸収力の高い業種の雇用環境が悪化し、新規雇用者数は前年比マイナスが続き、若年労働者(15~24歳)の失業率は20%近くまで上昇している(図表5-9)。前述の国家改革発展委員会の高官は、防疫と経済・社会発展と協調した効率的な感染対策を表明しており、ゼロコロナ政策の運用面の緩和は見込まれる。ただし、衛生当局者はゼロコロナ政策堅持を表明しており、習政権3期目の人事が固まる23年3月の全人代までは、ゼロコロナ政策は継続するであろう。

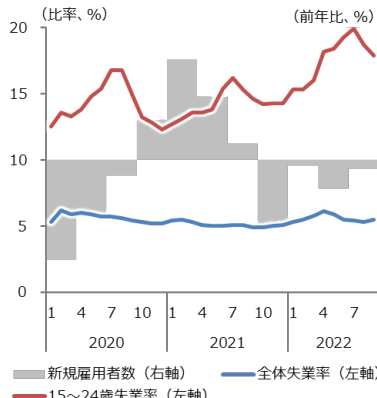
もともと、個人消費は回復基調にあり(前掲、図表5-5)、家計貯蓄も蓄積している。鉱工業生産もEV車販売の浸透から好調な自動車生産にけん引され、22年7-9月平均で前年比+4%台後半へ回復している(図表5-10)。不動産市況の回復には時間を要するとしても、政府の景気下支え策と行動抑制策運用の段階的な緩和により、徐々に雇用拡大およびセンチメント改善が進み、国内民間需要は緩やかな回復となるであろう。

図表 5-8 新規着工・建築中住宅の面積



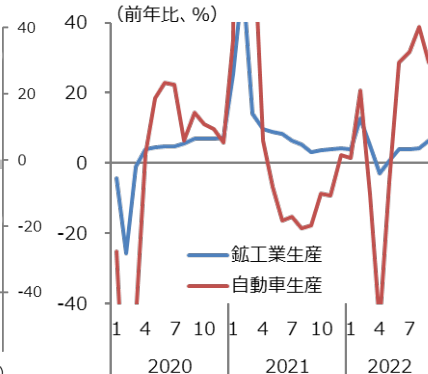
注: 赤丸は、建築中の住宅面積が前年同期比マイナスとなった四半期。
出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-9 失業率・雇用者数



注: 雇用者数は、新規雇用者数および再雇用者数の合計。直近は22年9月。
出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-10 鉱工業・自動車生産



注: 直近は22年9月。
出所: Windより三菱総合研究所作成

注目点③ 高水準の貿易黒字の持続性 —— 国内産業の振興策のもと貿易黒字が成長を下支え

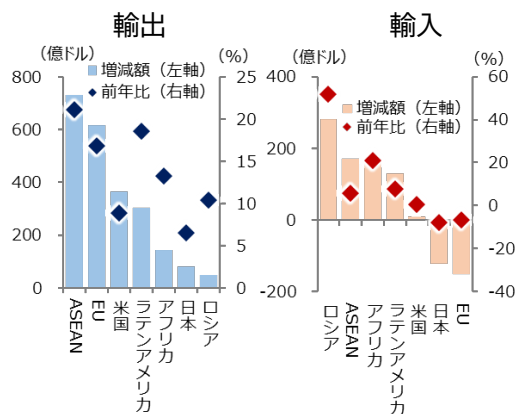
外需は引き続き経済成長を下支えすることが見込まれる。好調なASEAN向けなどの新興国向け輸出、国内生産品の輸入代替の進展が国内需要回復に伴う輸入増や欧米向け輸出の伸び悩みを補うとみる。

22年1-9月の中国の輸出は、前年比20%程度の増加となったASEAN・EU向けを始め、全ての主要国・地域で前年比増加となっている。輸入はエネルギー・食料価格上昇からロシアや新興国からの輸入が前年比でプラスとなる一方、ゼロコロナ政策による国内消費の落ち込みから工業品が主体の日本、EUからの輸入は前年比マイナスとなり(図表5-11)、貿易黒字が拡大し、外需が経済成長を下支えしてきた(前掲、図表5-4)。

今後、行動抑制策の緩和に伴い国内消費が回復すれば工業品などの輸入が増加に転じる可能性はあるが、同時に経済活動の正常化が進展中のASEANなどの新興国向け輸出の増加も見込まれる。また、中国は脱炭

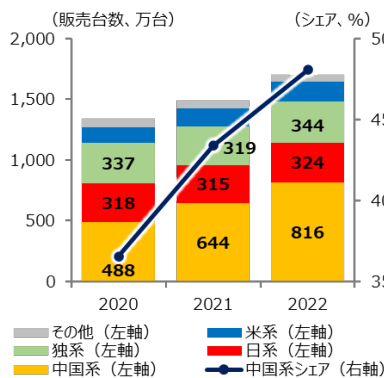
素や経済安全保障を展望した国内産業振興の取り組みを進めている。例えば、中国系ブランドの自動車販売シェア(1-9月)は50%に迫り、22年9月時点の販売台数は日本・独ブランド合計を上回る800万台超まで増加している(図表5-12)。また、自動車輸入の緩やかな減少傾向に対して、自動車輸出は22年7-9月には増加基調を強めている(図表5-13)。政府の脱炭素のためのEV車振興策が、中国系ブランドの国内販売シェア拡大、EV車の輸出拡大、ガソリン車などの輸入減少につながっている。こういった国を挙げての国内産業の振興策を鑑みると、国内消費の回復後も、中国の貿易黒字は高水準を続ける公算が大きい。

図表 5-11 輸出・輸入(主要国・地域別)



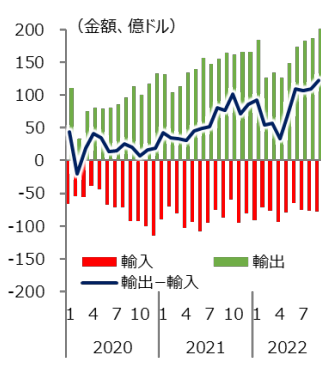
注:21年1-9月と22年1-9月の名目値の増減。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-12 自動車販売
(ブランド別)



注:各年の1-9月の販売台数。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-13 自動車の
輸出・輸入



注:直近は22年9月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

先行きリスク — 不動産市場の悪化による金融危機への発展

先行きのリスクは、不動産価格の大幅下落による不動産保有者のセンチメントの悪化、ひいては不良債権が増大し金融危機へ発展することだ。

政府の支援策から不動産価格はかろうじて横ばいを続けているが、国際金融市場の混乱も影響し、株価は下落傾向にあり、不動産価格を取り巻く環境は不安定な状況が続いている(図表5-14)。不動産価格の下落は、不動産を保有する家計のセンチメントを悪化させ消費回復の重しとなる懸念がある。融資全体の伸びから22年6月時点の商業銀行の不良債権比率は2%弱にとどまっているものの、昨年後半以降、返済が滞っている不良債権残高は蓄積しており、不動産価格の下落が不良債権の急増をもたらし金融危機に発展するリスクもある(図表5-15)。

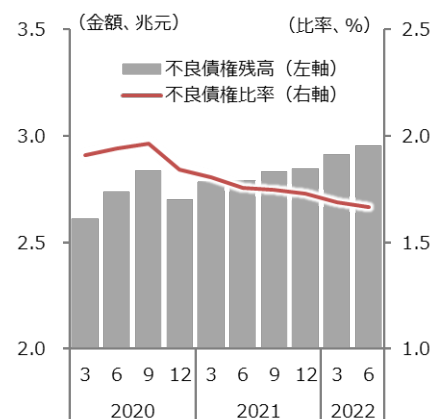
不動産価格下落のトリガーとしては、新型コロナウイルスの新種株流行による厳格な行動抑制策の再開、国際金融市場の混乱の中国不動産市場への波及が想定される。中国政府の経済対策により不動産市況が回復する前に、新型コロナウイルスの再拡大や国際金融市場の混乱が発生することはないかに留意が必要だ。

図表 5-14 不動産価格・株価



注:直近は、22年10月。株価が上海株価指数、不動産は主要100都市の住宅価格指数。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-15 不良債権



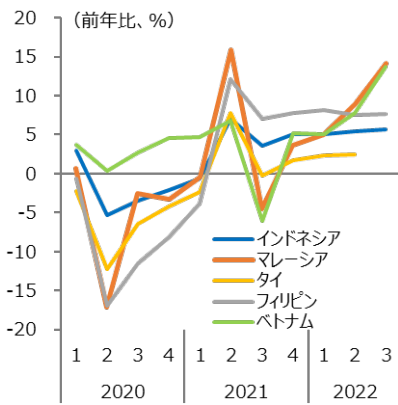
出所:Windより三菱総合研究所作成

(3) ASEAN経済

現況 — 経済活動の正常化により経済成長継続

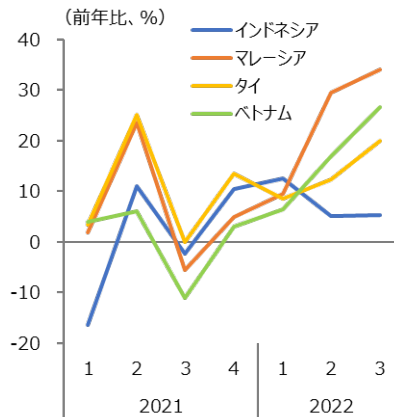
ASEAN5経済は、好調な成長基調が続いている。ASEAN5の22年7-9月期の実質GDP成長率は、4-6月期の前年比+5.3%から同+8%近辺へと騰勢を強めた。個別国では、マレーシア(同+14.2%)、ベトナム(同+13.7%)が前年比10%超の伸びを示したほか、フィリピン(同+7.6%)インドネシア(同+5.7%)、が好調を維持、タイも4%台の成長が見込まれている(図表5-16)。マレーシア、ベトナムの高成長の背景には、21年7-9月のロックダウンによる落ち込みからの反動があるが、ASEAN5では行動抑制策の緩和による消費回復、自動車などの生産活動の正常化が進展している(図表5-17、図表5-18)。

図表 5-16 実質 GDP 成長率



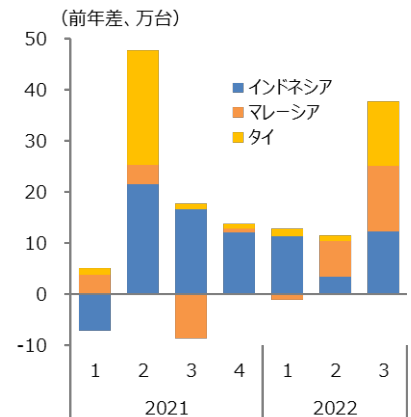
注:直近は、タイのみ22年4-6月期、残りは22年7-9月期。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-17 小売売上高



注:月次データの四半期平均。22年7-9月は、タイのみ22年7-8月の平均。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-18 自動車生産



出所:CEICより三菱総合研究所作成

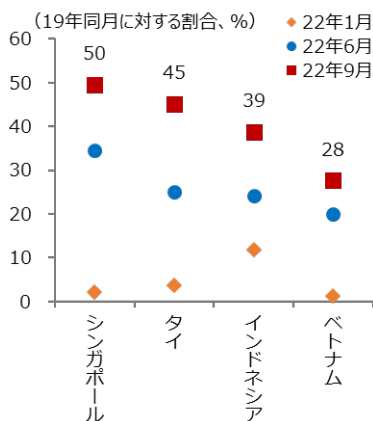
先行き — 経済活動再開に伴い、5%台の成長を継続

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。22年の実質GDP成長率は、22年7-9月期の想定を上回る回復を踏まえ前回見通しの前年比+5.2%から同+5.3%へ上方修正する。23年は、米中経済の減速から8月見通し同+5.6%から同+5.2%へ下方修正する。今後のASEAN5経済の注目点は、①行動抑制策の緩和、②貿易収支の動向、③インフレへの対応の3点だ。

注目点① 行動抑制策の緩和 — もう一段の緩和が観光需要回復を促進

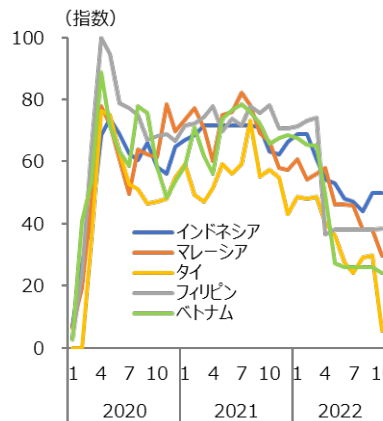
行動抑制策のもう一段の緩和による観光需要回復が経済活動の正常化を促進し、ASEAN5経済の成長を後押しすることが見込まれる。

図表 5-19 海外観光客の来訪数



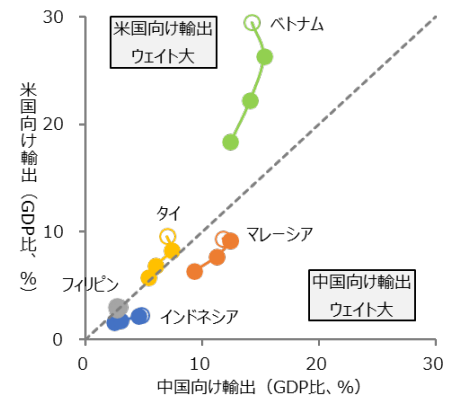
注:国外からの観光客の来訪数。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-20 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。月次の平均。直近は、22年10月。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-21 中国・米国向け輸出 (GDP比)



注:19-22年の実績。○は22年。22年の輸出は1-9月の実績、GDPは1-6月のGDPを9カ月に換算してGDP比を算出。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

22年6月時点でコロナ危機前の20%程度にとどまっていた海外観光客数は、22年9月時点でインドネシア、タイは同40%前後、ベトナムは同30%弱にまで回復し、22年7-9月期の経済成長の押し上げ要因となった(図表5-19)。10月に入り、タイは、「入国時のワクチン接種証明書・陰性証明書の提示免除」「ビザ免除国・地域からの渡航者の滞在可能期間の30日から45日への延長」といった緩和策を実施した(図表5-20)。こういった行動抑制策の緩和が進むことで、ASEAN5への海外観光客数は回復していくであろう。

注目点② 貿易収支の動向 — 輸出動向がASEAN5各国の先行きを左右

輸出の動向は、ASEAN5の経済成長の勢いを左右する。ASEAN5各国は、輸出の対米・対中の依存度の観点から、①資源輸出国として中国への依存度が高いマレーシア、インドネシア、②米中対立を追い風に中国代替生産地としての強みを活かし米国への依存度を高めているベトナム、③対米・対中依存度がほぼ水準のタイ、フィリピンに3分類できる(図表5-21)。

22年のASEAN5各国の経済成長の勢いは、輸出動向が影響している。マレーシア、インドネシアは資源高から対中輸出が前年比増加、ベトナムは対米輸出が同+20%超と大幅増加し貿易黒字を確保している。一方、フィリピン、タイは、資源輸入増加に加え中国経済の停滞、半導体不足などから対中輸出は前年比減少、対米輸出は伸び悩み貿易赤字となっている。前年の落ち込みからの反動増の有無に加えて、貿易赤字の存在がフィリピン、タイの成長率が他の3国比で見劣りする一因となった(前掲図表5-2、図表5-16、図表5-22)。

先行き、マレーシア、インドネシアはエネルギー調達難を追い風に貿易黒字の継続を見込む。ベトナムは米国向け輸出の伸び悩みから貿易黒字の縮小を見込む。フィリピン、タイは半導体不足の解消と中国向け輸出回復が米国向け輸出の伸び悩みを補完し貿易赤字の縮小を見込む。

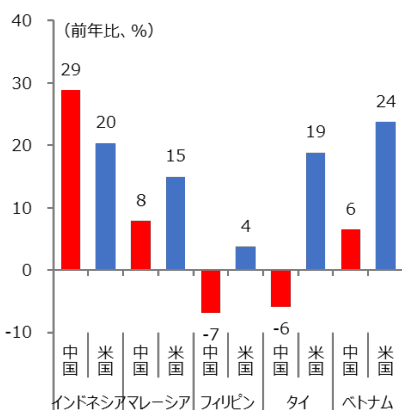
注目点③ インフレへの対応 — 経済活動の活性化が下支えとなるが、通貨安の進展には注意

ASEAN5各国では、経済回復のもとインフレ抑制に向けた利上げ継続が見込まれる。グローバルベースのインフレ圧力の高まりは、ASEAN5各国へも波及している。とりわけ、貿易赤字で通貨安の進展が著しいフィリピン、タイ(前掲、図表5-2)のCPI上昇率が高まっている(図表5-23)。インフレ抑制に向けた各国中銀の断続的な利上げ実施後も、CPIは高止まりを続けている。今後、米国の追加利上げに対してドル高が進む際に、通貨防衛的な利上げが必要になる可能性もある。今のところ、経済活動の活性化のプラス効果がインフレ圧力増大・利上げのマイナス効果を上回り、ASEAN5では消費などへの悪影響は顕在化していない。ただし、インフレ抑制や資本流出回避のために、引き締め水準への利上げを迫られる場合には経済成長の鈍化要因となる。

先行きのリスク — 米中経済の失速による輸出停滞、国際金融市場の混乱の波及

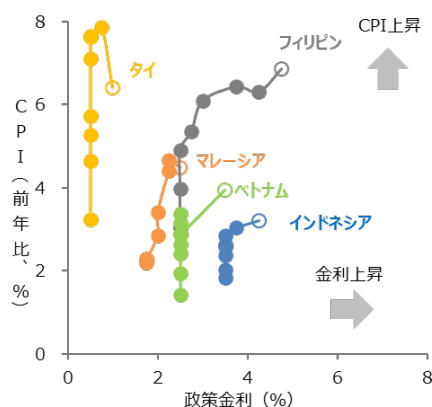
先行きのリスクは、中国および米国経済の失速と金融市場の混乱がある。中国におけるロックダウンなどの厳格な行動抑制の再開、大幅利上げによる米国経済の失速により、米中向け輸出が落ち込む事態に陥る場合には、ASEAN5経済の成長の勢いをそぐことになる。また、国際金融市場の混乱も影響し、ASEAN5各国の株価も不安定な動きとなっている(図表5-24)。ASEAN5は外貨準備も相応に蓄積しており、資本流出リスクへの耐性はあるが、米国金融市場の動向、ドル高の進展による資本流出リスクへは留意が必要だ。

図表 5-22 米国・中国向け輸出
(前年比)



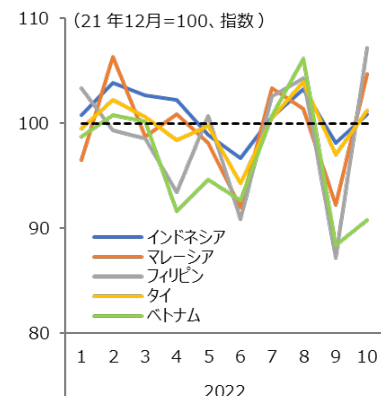
注: 21年と22年の1~9月実績の比較。
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-23 CPIと政策金利



注: 22年1月~9月の月次実績。直近(○)は、22年9月。
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-24 株価



注: 株価は、ジャカルタ総合指数、FTSE ブルサ・マレーシア総合指数、フィリピン総合指数、タイSET指数、ベトナムVN指数。
出所: CEICより三菱総合研究所作成

執筆担当者

森重彰浩、田中康就、菊池紘平、堂本健太、田中嵩大、浅井優汰、綿谷謙吾、金成大介

本件に関するお問い合わせ先

株式会社三菱総合研究所
〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目10番3号

【内容に関するお問い合わせ】

政策・経済センター

電話:03-6858-2717 メール:pecmacro@ml.mri.co.jp

【報道機関からのお問い合わせ】

広報部

メール:media@mri.co.jp

本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブおよび当社にてコンタクトのある記者の方々にもご案内しています。