

アジア・マンスリー

(ASIA MONTHLY)

特集：2022～23 年アジア経済見通し

アジア地域は安定した経済成長が続く見通しであるが、一方で、米国の金融政策正常化に加えて新型コロナとウクライナ問題などの外生要因により資本フローが不安定になるリスクにも注意を要する。.....1

各国・地域の経済見通し

1. N I E s	5
2. A S E A N 5	9
3. イ ン ド	15
4. 中 国	17

アジア諸国・地域の主要経済指標	20
-----------------------	----

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」
「日本総研調査部 Twitter」は下記 url から登録できます
(右の QR コードからもアクセスできます)。
新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなど
に対するコメントや研究員のコラムなどを随時お届け致します。
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>
https://mobile.twitter.com/jri_eco



アジア景気は良好も、金融面で下振れリスク

主任研究員 野木森 稔
副主任研究員 松本 充弘

アジア地域は安定した経済成長が続く見通しであるが、一方で、米国の金融政策正常化に加えて新型コロナとウクライナ問題などの外生要因により資本フローが不安定になるリスクにも注意を要する。

1. 2022年は安定した成長が持続

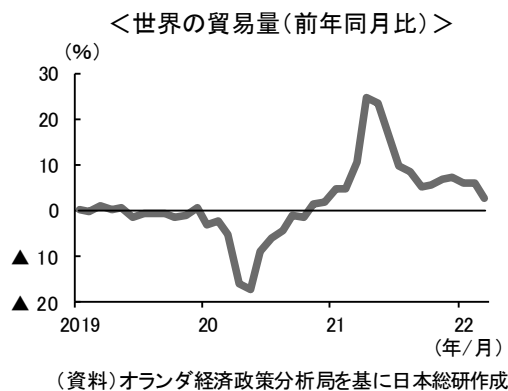
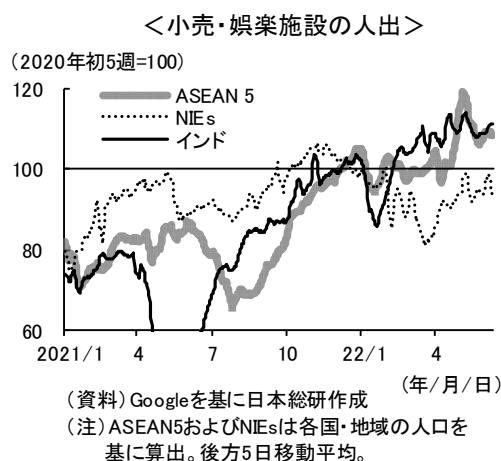
2021年秋口からアジア諸国の景気は総じて回復に転じたが、2022年に入ってから国・地域間のばらつきが大きくなった。これには、新型コロナ感染への対応の違いが背景にある。中国と香港では、感染が再拡大したことを受けて、厳しい活動規制が発動された。特に中国では、ゼロコロナ政策が頑なに実行されており、3月には最大都市の上海でロックダウンが発動されたことで、個人消費の急減や生産活動の停止が景気を大きく下押しした。一方、中国と香港以外のアジア諸国は、「ウィズコロナ政策」へ方針転換し、感染対策として厳しい活動規制を実施していない。韓国や台湾では、新型コロナ感染者数が年明け以降急増し、人々が感染を回避するために経済活動を自粛したことで内需が停滞した。しかし、電子部品を中心とした輸出の伸びが支えとなり、景気の持ち直しが続いている。また、ASEANでも春先にかけて感染者数が増加したものの、商業施設などで人出が増加するなど、経済活動の停滞は回避されており、内需の力強い回復が景気全体を支えた。

先行きについては、以下の通り、①活動規制の緩和、②中国経済の持ち直し、③外需の増加の三つの要因によりアジア地域経済の回復が続くと予想する。

第1に、多くの国・地域が活動規制を一段と緩和することである。すでに、中国を除くアジアでは、小売・娯楽施設の人出が大幅に増加し、消費活動が活発化している(右上図)。今後も規制緩和の進展が予想され、それに伴う需要回復で小売業やサービス業が経済成長のけん引役になると見込まれる。

第2に、中国経済の持ち直しである。中国では、ゼロコロナ政策は維持されているものの、感染者数の減少により活動制限は着実に緩和されており、個人消費や工業生産は今後、リバウンドが見込まれる。また、春先のロックダウンによる経済の落ち込みを受けて、政府は財政支出を拡大する方針を示している。2022年の経済成長率目標(+5.5%前後)の達成は容易ではないものの、政府は公共投資を中心に、できる対策を打ち出してくるとみられる。中国経済が公需を軸に持ち直すことで、アジア景気全体が押し上げられると予想する。

第3に、外需が堅調を維持することである。財輸出は昨年にかけて大きく増加したことで、今年はその動きが一服し、増勢の鈍化は避けられそうにない(右下図)。しかし、テレワーク向け



のIT機材やサーバーの需要増加などハイテク製品の普及・拡大が進むなか、世界の半導体への需要は依然として強く、貿易取引の増加基調は続く見込みである。加えて、中国を除くアジア各国は、外国人観光客の入国規制の緩和へ動いている。これまで観光収入の減少により、各国のサービス輸出は低迷を続けていたが、今後は多くの国で外需全体の押し上げに寄与することが予想される。

これらを踏まえ、2022年のアジア全体の成長率は前年比+4.7%と予想される(右上表)。2021年の同+7.2%からは減速するものの、コロナ禍前の2019年(+5.0%)並みの、安定した経済成長になると見込まれる。

＜アジア経済成長率予測値＞

	2020年 (実績)	2021年 (実績)	2022年 (予測)	2023年 (予測)
アジア計	▲0.6	7.2	4.7	5.0
北東アジア	1.9	7.7	4.1	4.8
中国	2.2	8.1	4.4	5.2
韓国	▲0.7	4.1	2.2	2.0
台湾	3.4	6.6	2.7	2.1
香港	▲6.5	6.3	0.3	3.4
ASEAN 5	▲3.6	3.4	5.1	4.6
インドネシア	▲2.1	3.7	4.9	4.8
マレーシア	▲5.5	3.1	5.8	5.1
フィリピン	▲9.5	5.7	6.5	5.3
タイ	▲6.2	1.5	2.1	2.4
ベトナム	2.9	2.6	7.8	6.0
インド	▲6.6	8.7	6.5	5.8

(資料)日本総合研究所

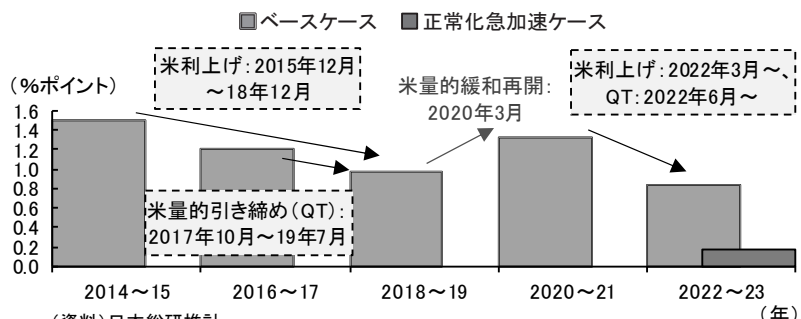
2. 新型コロナとウクライナ危機が高める金融リスク

一方で、金融面の不安定化が景気下振れリスクとなる可能性に注意が必要である。2020年3月、新型コロナ感染拡大を契機に、米FRBはバランスシート(資産)を急激に拡大させるなど大規模金融緩和を再開した。その動きは、新興国に対しても資本流入の加速や流動性リスクの低下を通じて、経済成長を支えてきた。しかし、現在では、緩和局面が終了し、金融政策の正常化が急速に進められている。

米国の大規模な金融緩和による新興国向けの資本フロー(直接投資、証券投資、その他投資の純流入)への影響を試算したところ、米国の金融緩和は2020~21年の主要新興国への資本フローを同GDP比で年平均1.3%ポイント押し上げた(右下図)。しかし、米金融政策の正常化が進むことで、2022~23年の資本フローの押し上げ効果は同+0.8%ポイントと、▲0.5ポイント低下することになる。これは前回の正常化(利上げと量的引き締め)局面である2015年から2019年の5年間かけての資本フロー

の押し下げ幅に匹敵するものであり、短期間で大きな資本フロー減少圧力がかかることを示唆している。仮に、米国の政策金利やバランスシート規模が2008年の世界金融危機前の状態に戻ると想定した場合(正常化急加速ケース)、資本フローは▲1.2ポイント低下すると試算される。新興国の資本フローが米国の金融政策に左右される度合いはかなり

＜新興国資本フロー(純流入)に対する米金融政策のインパクト(GDP比)＞



(資料)日本総研推計

(注)主要新興国9カ国(インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ブラジル、メキシコ、南アフリカ、トルコ)のパネルデータに基づく推計結果。新興国の資本フロー(GDP比)を被説明変数として、米金融政策要因(米国との金利差、米FRBの資産)、経済成長要因(米国との成長率格差)、リスク要因(VIX指数など)を説明変数とした回帰分析を行い、金融政策要因のみ取り出し表記している。

【ベースケース】FOMCに示されたFRBの資産残高の想定とFOMC委員による政策金利予想中央値(2022年6月時点)を利用。

【正常化急加速ケース】米政策金利とFRB資産残高が2023年末に2006年末の水準にまで戻ると想定。

大きく、その正常化の進展度合いによってはアジア景気への下押し圧力もかなり大きくなり得る。

政策金利の引き上げと中銀バランスシートの縮小が同時に進行した 2018 年は多くの新興国通貨が下落するなど、市場が混乱しており、今回でも同様の事態が生じるリスクは高まっている。2018年の為替市場ではアルゼンチンとトルコの通貨下落率が突出していた。両国は、経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）の主な尺度である経常収支の赤字が大きかったことが通貨の売り材料となった（右上表）。アジアでは、経常赤字国であるインド、インドネシア、フィリピンの通貨が比較的大きく下落した。足元では、インドネシアは資源高によって経常黒字に転じているが、インドとフィリピンは引き続き経常赤字であり、今後、通貨下押し圧力が高まっていくと予想される。

さらに、新型コロナやウクライナ問題を受けて、インドやフィリピン以外のアジア諸国でも、①経常収支の悪化に加えて、②インフレの加速と、③政府債務の累増が三重苦として、経済に下押し圧力を課す懸念がある。コロナ禍による供給網の混乱やロシアのウクライナ侵攻で一次産品の価格が高騰しており、各国の輸入物価を上昇させている。インドネシアとマレーシアを除くアジア新興国では、食料や鉱物資源を軒並み輸入に頼っており、経常収支を悪化させる要因となる（右下図）。また、アジア域内全体でインフレが加速している。2022年5月の消費者物価がインドで前年同月比+7.0%、フィリピンで同+5.4%、タイで同+7.1%と各国のインフレ目標の上限を超えている。加えて、新型コロナの感染が拡大してから、財政状況も急速に悪化している。2020年に医療体制の拡充や景気支援を目的とした財政支出が急拡大したが、2022年はエネルギー価格の高騰に対する家計支援策などが必要となっており、歳出削減は進んでいない。一般政府債務残高（GDP比）はインド（2019年75.1%→2021年86.8%）やASEAN5（同38.4%→50.7%）など大きく膨張している。

経常赤字、高インフレ、財政赤字は対外的な脆弱性を高めることになる。この三重苦が加速度的に大きくなれば、すでに経常収支に不安を抱えるインド、フィリピンだけでなく、アジア全体で資本フローを急激に不安定化させる恐れがある。

3. 脱中国の動きと米フレンド・ショアリングの強化

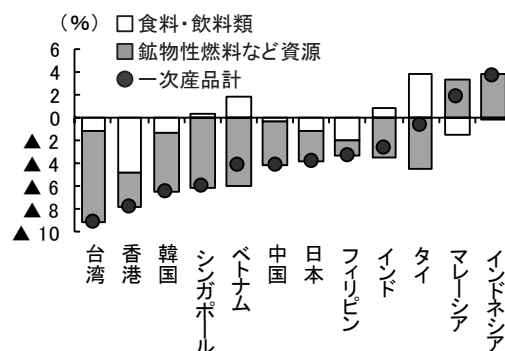
新型コロナとウクライナ問題は金融リスクの拡大とともに、世界的な脱中国の動きを進め、ア

＜新興国の為替騰落率と経常収支＞

	為替騰落率	経常収支	
	2018年	2016~18年平均	2020~22年平均
アルゼンチン	▲ 50.5	▲ 4.2	0.9
トルコ	▲ 27.6	▲ 3.6	▲ 4.1
ブラジル	▲ 14.6	▲ 1.7	▲ 1.6
南アフリカ	▲ 13.9	▲ 2.7	2.3
インド	▲ 8.3	▲ 1.5	▲ 1.2
インドネシア	▲ 6.4	▲ 2.1	1.4
中国	▲ 5.4	1.1	1.5
フィリピン	▲ 5.3	▲ 1.2	▲ 0.4
韓国	▲ 4.1	5.2	3.9
台湾	▲ 3.2	12.9	14.0
マレーシア	▲ 2.1	2.5	3.9
ベトナム	▲ 1.8	0.5	1.3
タイ	0.8	8.6	0.7

（資料）IMF、CEICを基に日本総研作成
（注）2022年の経常収支はIMFの予測値。

＜一次産品の貿易収支（GDP比、2020年）＞



（資料）WITS(World Integrated Trade Solution)を基に日本総研作成
（注）一次産品はSITC(標準国際貿易分類)の第0類(食料品及び動物)、第1類(飲料及びたばこ)、第2類(鉱物性燃料を除く原材料)、第3類(鉱物性燃料など)、第4類(油脂)、第68類(非鉄金属)の合計。

アジア経済の構造変化を促進する可能性を高めている。ゼロコロナ政策を堅持する中国では今後も厳しい活動規制が実施されるリスクがあり、在中国の外国籍企業は同様の混乱が繰り返し生じる可能性を考慮せざるを得ない。米国商工会議所は、中国の厳格な規制が何年にもわたって海外からの投資を妨げる可能性を指摘している。実際、在中国米国商工会議所が2022年5月に実施した調査では、中国での投資を遅らせる、または減らすと答えた企業の割合は52%と4月の46%から一段と上昇している。欧州商工会議所による調査（2022年4月実施）では、77%の企業が中国の投資先としての魅力が低下したと回答し、23%の企業が中国での投資を他の国・地域へ移転することを検討していると回答した。上海日本商工クラブの調査（2022年5月実施）では、14%が対中投資を減らす、または延期すると回答している。

2017年以降の米中対立の深刻化や2020年以降の新型コロナウイルス感染拡大が生じた際、中国離れを危惧する見方は増えたが、実際には中国離れが本格的に進むことはなかった。しかし、本年2月にロシアがウクライナへの軍事行動を開始したことをきっかけに、中国離れが本格的に始まった可能性がある。中国は明確にロシアへの経済制裁に反対する姿勢を堅持するなど、西側諸国の対応とは異なっている。西側諸国は、中国を念頭に、ロシアに経済支援の手を差し伸べる国が制裁の「抜け穴」になっていると懸念し、ロシアとの経済取引を行う外国人や外国企業に対して制裁を科す「二次的制裁」を実施することを示唆している。海外企業にとって中国でビジネスを展開するリスクはこれまで以上に高くなっている。

そのため、欧米の製造業を中心に中国生産拠点の代替地を探す動きが積極化している。さらに、米国の外交が脱中国を一段と後押しする可能性がある。イエレン米財務長官は4月の講演で友好国でのサプライチェーンを整備する「フレンド・ショアリング」の推進を表明した。5月にはバイデン大統領がアジアを歴訪し、日本や韓国で半導体生産の連携強化を話し合ったほか、新たな国家間の経済協力の枠組みビジョンとして「インド太平洋経済枠組み (IPEF: Indo-Pacific Economic Framework for Prosperity)」の立ち上げを発表した（右下表）。このように米国は中国リスクを念頭に経済安全保障面で強固な国際協力体制を友好国との間で構築する構えである。脱中国と、IPEF など米国主導のサプライチェーン強化の動きは、中国以外のアジア諸国の製造業の追い風になると見込まれる。

もともと、TPP や RCEP とは異なり、IPEF には貿易協定がないうえに、有志国による法的拘束力を伴わない緩やかな協力ベースの枠組みであり、企業の移転やインフラ整備のための補助金拠出など、具体的な推進策も示されていない。一方で、ASEAN 諸国を中心に、中国と経済的な結びつきが強い国も多く、米国が考えるような中国包囲網として IPEF が機能するかは現在のところ未知数である。アジア経済の構造変化の先行きを見通すうえでも、IPEF に関する今後の具体的な動きが注目される。

＜インド太平洋経済枠組みを構成する四つの柱＞

参加国(13カ国): 米国、オーストラリア、ブルネイ、インド、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム	
貿易	ハイ・スタンダードで、包括的で、自由かつ公正な貿易に係るコミットメントの構築を追求 デジタル経済における協力
サプライチェーン	サプライチェーンの透明性、多様性、安全性、および持続可能性を向上 主要原材料・加工材料、半導体、重要鉱物、およびクリーンエネルギー技術へのアクセスを確保
クリーンエネルギーなど	クリーンエネルギー技術の開発と展開を加速 技術協力の深化、譲与的融資を含む資金の動員、そして持続可能で耐久性のあるインフラの開発支援と技術協力の提供による競争力の向上と連結性の強化のための方法の模索
税制・腐敗防止	効果的で強固な税制、マネーロンダリング防止、および贈収賄防止制度を制定

(資料) 外務省を基に日本総研作成

NIEs 中国需要に不透明感も、半導体輸出が景気の支えに

■2022年は+2.2%と安定成長へ

NIEs（韓国、台湾、香港）の景気動向はばらついており、韓国と台湾は持ち直しが続いているが、香港は低迷している。この違いをもたらしている要因は、新型コロナへの対応である。韓国と台湾はウィズコロナ路線への移行により活動制限の多くが解除されている。一方、香港では引き続き厳しい活動制限が実施され、景気を大きく下押ししている。

上海のロックダウンをはじめ、厳しい活動制限を実施する中国向けの需要が低迷し、貿易の低迷につながっている点は韓国、台湾、香港に共通している。しかし、韓国と台湾では、好調な半導体需要が引き続き輸出をけん引しており、景気の安定に寄与している。

2022年後半にかけては、好調な半導体需要に加え、厳しい規制を解除した中国の景気持ち直しが支えとなり、NIEsの実質GDP成長率は2022年通年で前年比+2.2%と、コロナ禍前の2019年（同+2.0%）並みの安定成長になると予想している（右上表）。半導体については、世界的に需要が増加する一方、供給不足が続いている。供給不足の解消に向けて、韓国と台湾は生産を増やし、輸出を増加させると見込まれる。実際、5月のグローバル・エレクトロニクスPMIでは、新規受注指数が50.9と好調の目安である50超を維持するなか、サプライヤー納期指数（50未満は納期長期化）は32.7と低水準が続き、納品が遅れている（右下図）。半導体を生産する主要な国・地域（日本、米国、台湾、韓国）の在庫は徐々に増加しているものの、まだ低水準であり、遅延解消には時間がかかる見通しである。

需要面では、中国に関連した下振れリスクが残る。中国では政府がゼロコロナ政策を堅持する考えを改めて示すなど、当面、現行の新型コロナ対策を変更する予定はない。新型の変異株などの感染が拡大すれば、再び厳格な活動規制が敷かれ、中国の需要が低迷する可能性がある。

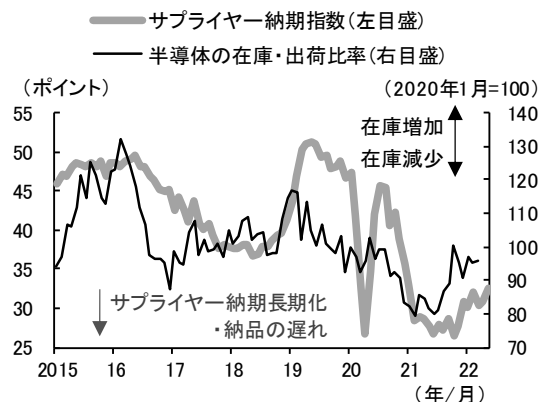
また、ウクライナ問題によるリスクも懸念される。西側諸国がロシアへの経済制裁を強化するなか、中国は制裁に反対する姿勢を堅持するなど、西側諸国とは一線を画した対応をとっている。西側諸国は、ロシアに経済支援の手を差し伸べる国が対ロ制裁の「抜け穴」となる可能性を懸念している。抜け穴を封じるためにロシアとの経済取引を行う外国人や外国企業にも制裁を科す「二次的制裁」が実施される可能性も否定できない。仮に中国が二次的制裁の対象となれば、NIEs経済へも悪影響が及ぶ可能性がある。

＜NIEsの成長率見通し＞

	2018年 (実績)	2019年 (実績)	2020年 (実績)	2021年 (実績)	2022年 (予測)	2023年 (予測)
NIEs	2.9	2.0	▲ 0.0	5.2	2.2	2.2
韓国	2.9	2.2	▲ 0.7	4.1	2.2	2.0
台湾	2.8	3.1	3.4	6.6	2.7	2.1
香港	2.8	▲ 1.7	▲ 6.5	6.3	0.3	3.4

(資料) 各国統計局、中央銀行、IMFを基に日本総研作成

＜グローバル・エレクトロニクスPMI
と半導体在庫・出荷比率＞

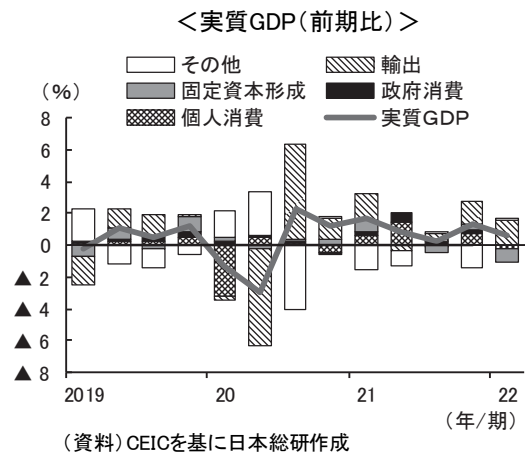


(資料) IHS Markit、CEICを基に日本総研作成
(注) 半導体在庫・出荷比率(=在庫指数÷出荷指数)は日・米・韓・台について2020年の輸出額をウェイトにして加重平均。

1. 韓国 半導体需要が景気をけん引するも、インフレがリスクに

■2022 年前半は景気回復を維持

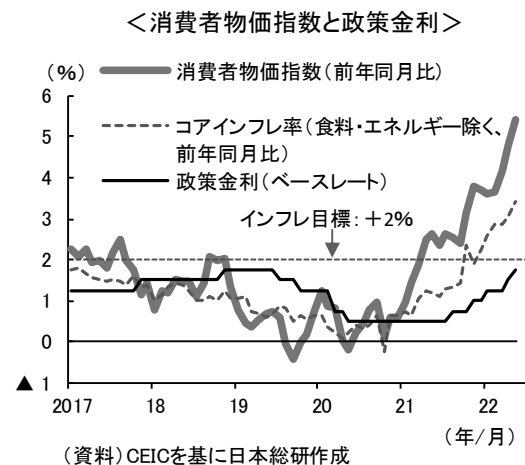
2022年1~3月期の成長率は前期比+0.6%と7四半期連続でプラスとなった(右上図)。もともと、国内の経済活動が停滞し、個人消費と固定資本形成はそれぞれ同▲0.5%(前期同+1.5%)、同▲2.6%(同+1.1%)と減少している。ワクチンの普及を背景に厳しい行動制限は行われていないが、新規感染者数が3月に1日当たり60万人超に急増したことを背景に、自発的な活動自粛が広がったとみられる。一方、輸出は好調な半導体需要を背景に同+3.6%と、前期の同+3.2%から加速し、内需の低迷を相殺している。



足元では、上海のロックダウンによる影響で輸出は伸び悩んでいるが、国内の新型コロナ感染者数が急減し、消費活動が持ち直している。1~3月期とは逆に、4~6月期では内需が外需の低迷を相殺しており、景気回復は継続する見込みである。

■安定成長持続を見込むが、加速するインフレに注意

2022年後半は輸出の復調が見込まれることから、韓国経済全体として安定成長が続くと見込まれる。特に、韓国政府は米国政府と半導体の供給網を強化するための連携を進めるなど、国内の半導体投資は加速することが見込まれる。5月には、財閥大手が相次いで国内での大規模投資を発表した。これは同月に就任した尹錫悦新大統領が民間主導の成長を積極的に進める意向を示したことを受けたものとされる。このような民間投資の積極化も年後半に期待され、2022年通年の実質GDP成長率は前年比+2.2%と潜在成長率(+2.0%程度)並みの安定成長を予想する。



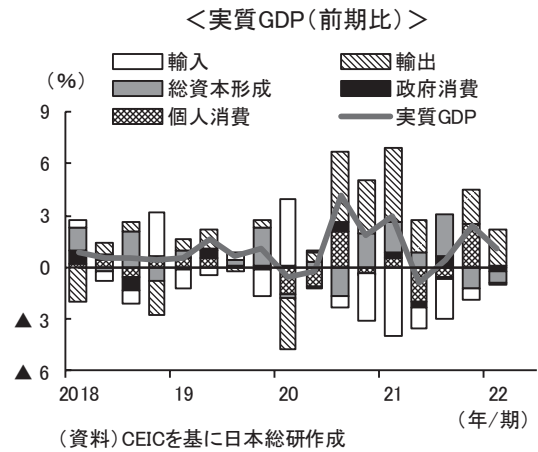
ただし、急速な物価上昇が今後の景気下振れリスクとなり得る。5月の消費者物価指数は前年同月比+5.4%と韓国中銀のインフレ目標である+2%を大きく上回った(右下図)。資源高が電気・ガス、ガソリンなどのエネルギー価格を上昇させているうえ、資源輸入の増加による貿易赤字の拡大がウォン安を加速させており、幅広い品目の輸入物価が上昇している。さらに、住宅価格は5月に前年同月比+9.6%と高い伸びを続けており、賃料を押し上げている。

今後、米国では大幅な利上げが見込まれており、対米ドルで韓国ウォンは下落基調が続くと考えられる。韓国銀行(中央銀行)は5月下旬に政策金利を0.25%引き上げ、昨年8月から5回目(計1.25%)の利上げを実施している。物価上昇の抑制とともに通貨防衛を意識した利上げは年後半も実施される見込みであり、全般的な金利上昇が景気回復に水を差す懸念が高まっている。

2. 台湾 半導体需要が力強い景気回復をけん引

■2022年4~6月期は景気減速の見込み

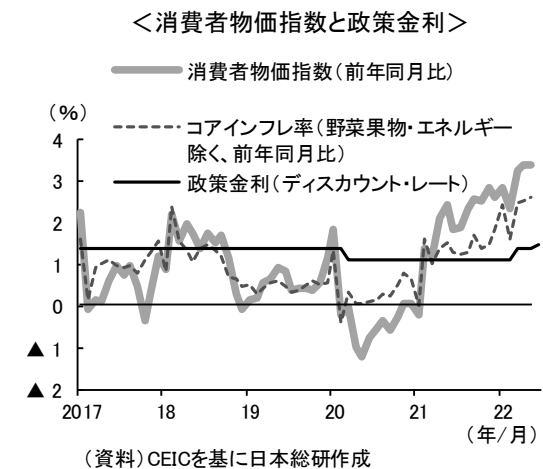
2022年1~3月期の成長率は前期比+1.1%と3四半期連続でプラスとなった(右上図)。輸出の増加が際立っており、同+3.1%と前期の同+2.7%から加速している。なかでも半導体輸出は引き続き好調を維持した。個人消費は1人当たり5,000台湾ドル分の振興券(使用期間2021年11月~22年4月)などに支えられ、同+0.1%と前期の高い伸びに続いてプラスとなった。一方、総資本形成は同▲2.5%と2四半期連続でマイナスとなり、昨年強まった設備投資の増勢は一服している。



4月以降、新型コロナ感染者数が急増し、5月には1日当たり10万人近くまで急増している。台湾政府はワクチン接種率が高まっていることなどを理由にウィズコロナへ方針を転換しており、厳格な活動規制は実施しないとしているが、感染回避のため、自発的に外出を控える動きが強まっている。実際、小売や娯楽施設での人出はコロナ禍前に比べ約▲40%減少した。加えて、上海のロックダウンによる影響で5月の輸出は伸び悩んだため、4~6月期は景気の減速が見込まれる。

■2022年通年では+2.7%と高めの成長、半導体増産に向けた動きが加速

2022年後半は、上海のロックダウンによる影響が和らぎ、再び輸出主導の回復が予想される。また、半導体の生産能力を増強する動きが強まっており、足元では半導体工場の建設ラッシュが起きている。2024年末まで延長された台湾内の投資を促す政策「投資台湾三大方案」も追い風となり、民間設備投資の増加が期待される。その結果、2022年通年の実質GDP成長率は前年比+2.7%と、高めの成長率を維持すると予想される。



もっとも、インフレ加速が景気の下振れリスクとなる点に注意が必要である。5月の消費者物価指数は前年同月比+3.4%と、食料を中心に上昇傾向が続いている(右下図)。台湾中央銀行は2会合連続での利上げ(3月0.25%、6月0.125%)を実施し、政策金利を1.5%とした。にもかかわらず、米国の利上げペースが速まると予想されるなか、台湾ドルは下落が続いている。通貨の下落基調を背景に、年後半にかけても台湾中銀によるさらなる利上げは続く見込みであり、それにより景気が下押しされる可能性がある。

さらに、昨今のウクライナ問題になぞらえて、一部で台湾海峡を巡る軍事的緊張の高まりを懸念する向きもある。目先、有事に発展する可能性は低いとみられるが、緊張の高まりは台湾への投資を鈍らせ、景気の下振れリスクを高めることに注意が必要である。

3. 香港 厳しい活動規制の下、経済の下振れリスクが高まる

■ 厳しい活動規制により 2022 年前半の香港景気は低迷

香港の GDP 成長率は 1~3 月期に前期比▲3.0%と、前期の同+0.0%からマイナスに転じた(右上図)。新型コロナウイルスに対する厳しい活動規制により、個人消費(前期比▲8.8%)や総固定資本形成(同▲3.5%)といった内需の低迷が目立った。

4~6 月期も香港の景気低迷は続く見込みである。新型コロナ新規感染者数は 3 月の 1 人当たり 8 万人程度をピークに減少しているが、4~6 月期は中国本土の活動規制が強化され、対中貿易が下押しされている。加えて、株式を中心にストック/ボンド・コネクト(香港取引所で中国本土証券を売り買いできる制度)での取引額の減少が続くなど、香港経由の対中金融ビジネスの低迷も景気を押し下げている(右下図)。

■ 2022 年通年では小幅成長に

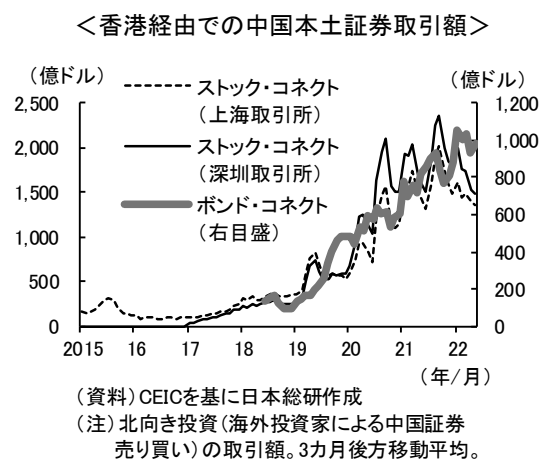
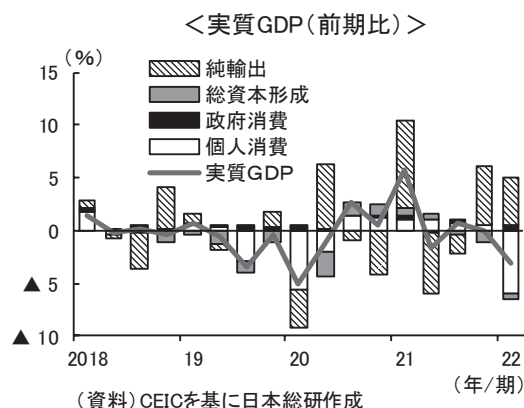
2022 年後半は、中国景気の持ち直しとともに、香港景気も持ち直すことが予想される。政府は年内に家計向けに 1 万香港ドルの電子マネーを配布するなど、消費支援策も打ち出している。しかし、年前半の落ち込みが影響し、2022 年の実質 GDP 成長率は前年比+0.3%と、2021 年の同+6.3%から大きく減速する見込みである。

さらに、以下三つの景気下振れリスクに注意する必要がある。第 1 に、ゼロコロナ政策の継続である。香港では中国本土と同様に厳しいコロナ対策が維持されると見込まれ、先行き新型の変異株などが流行すると、経済が甚大なダメージを受ける可能性がある。

第 2 に、為替介入による金融環境のタイト化である。香港ドルは制度上、米ドルと連動させているが、米国との金利差拡大を背景に香港ドルに対する下落圧力が高まっている。5 月にはペッグ維持のため、3 年ぶりの香港ドル買い介入が実施された。豊富な外貨準備を背景に香港ドルはレンジ内(1 米ドル=7.75~7.85 香港ドル)での推移が見込まれるが、介入により通貨供給量が減少し、域内金利が上昇すると見込まれ、住宅市場を中心に景気が下押しされる懸念が高まっている。

第 3 に、脱香港の動きである。5 月 8 日、民主派への厳しい姿勢で知られる李家超氏が行政長官に選ばれた。かつてのような「一国二制度の下での高度な自治」が損なわれる懸念はさらに高まる方向にある。ゼロコロナ政策による厳しい活動規制への警戒感も重なり、香港でのビジネスに関する外国企業の懸念が高まっている。香港欧州商工会議所の 3 月調査では、在香港の欧州企業は約半数が全面的または一部の拠点の移転を計画していると回答している。こうした脱香港の動きが増えれば、香港の貿易や金融に関する世界のハブとしての機能が著しく毀損され、中期的に景気に悪影響を与えることになろう。

主任研究員 野木森 稔 (nogimori.minoru@jri.co.jp)



ASEAN5 内需主導で景気は回復、インフレ加速がリスク

■2022年は内需回復や入国規制緩和を背景に復調へ

2022年1~3月期のASEAN5（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）の実質GDP成長率は、前年同期比+4.8%となった。ASEAN5では、春先にかけて新型コロナの感染が急拡大したが、各国はウィズコロナ政策のもとで厳格な活動規制措置を発動せず、人出の落ち込みは限定的にとどまった。その結果、個人消費が堅調に推移し、景気回復をけん引した。外需も引き続き好調である。半導体・電子部品関連の需要が堅調であったことに加え、インドネシアやマレーシアでは一次産品需要が高まったこと

も輸出拡大に寄与した。なお、4月のASEAN5の名目輸出は、米国向けを中心に大きく伸び、ゼロコロナ政策を続ける中国向けの鈍化を埋め合わせて、全体では増加している。

2022年後半にかけても、内需の回復が景気を押し上げ、ASEAN5の実質GDP成長率は2022年通年で前年比+5.1%と、前年の同+3.4%から伸び率を高めると予想される（右上表）。ASEAN5では活動規制の緩和に伴い4月以降の人出が増加している。国内の消費活動が活発化しており、今後も対面型サービス消費を中心とした内需の回復が期待される。また、堅調な外需も、景気支援材料になる。昨年大きく増加した財輸出の増勢は鈍化する見込みであるが、依然として半導体・電子部品関連や一次産品の需要は強く、増加基調を維持するとみられる。加えて、ASEAN5では入国規制の緩和を進めており、外国人観光客が徐々に増加している。今後はサービス輸出も景気回復に寄与すると予想される。

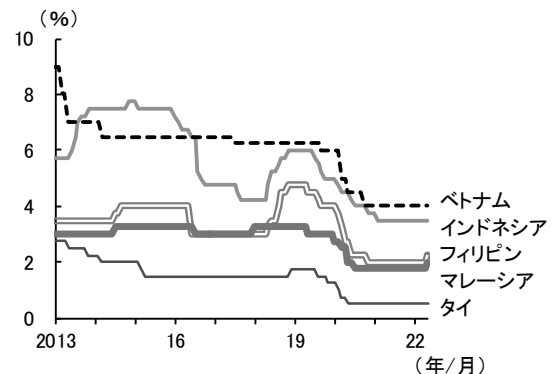
もっとも、インフレの高進を背景に、景気回復ペースは2023年にかけて次第に鈍化すると見込まれる。食品とエネルギー価格が高騰しているほか、コアインフレ率も上昇傾向にある。実質購買力の低下を通じて消費が下振れるほか、各中央銀行による政策金利引き上げも内需を押し下げると考えられる。コロナ禍で金融緩和を続けたASEAN5では、5月にマレーシアとフィリピンが+0.25%の利上げを行うなど、ASEAN5の金融政策は正常化局面にシフトしつつある（右下図）。この背景には、物価上昇圧力の高まりに加え、米国の利上げによるASEAN各国通貨の下落圧力などが挙げられる。ASEAN5では、年後半から利上げが本格化するとみられ、その影響により成長率への下押し圧力は強まっていく見込みである。

＜ASEAN5の成長率見通し＞

	2019年 (実績)	2020年 (実績)	2021年 (実績)	2022年 (予測)	2023年 (予測)
ASEAN 5	4.8	▲ 3.6	3.4	5.1	4.6
インドネシア	5.0	▲ 2.1	3.7	4.9	4.8
マレーシア	4.4	▲ 5.5	3.1	5.8	5.1
フィリピン	6.1	▲ 9.5	5.7	6.5	5.3
タイ	2.2	▲ 6.2	1.5	2.1	2.4
ベトナム	7.2	2.9	2.6	7.8	6.0

(資料) 各国統計を基に日本総研作成

＜ASEAN5の政策金利＞



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注) ベトナムはリファイナンスレートを使用。

1. インドネシア 活動規制緩和で景気回復も財政にリスク

■民間消費が景気を押し上げ

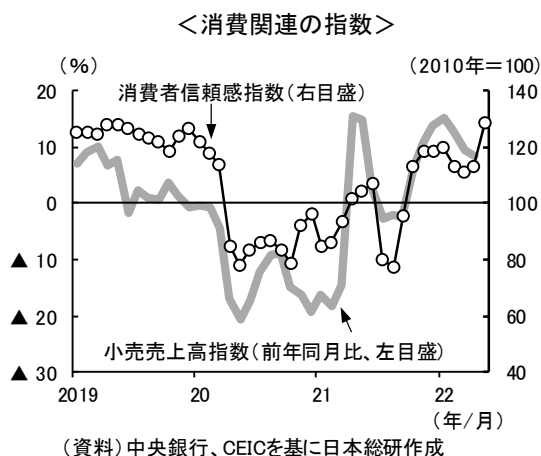
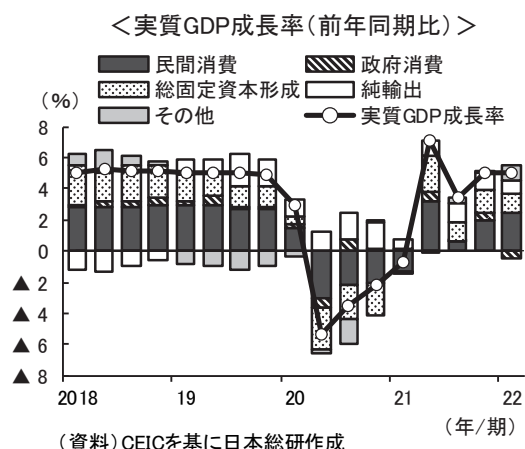
インドネシアの2022年1~3月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.0%と、前期(同+5.0%)に続いてコロナ前と同等の水準となった(右上図)。春先にかけて新型コロナの感染者数が過去最高水準に急増したものの、厳格な活動規制が発動されなかったことで人出の落ち込みは避けられ、消費を中心に内需が好調を維持した。民間消費は前年同期比+4.4%と、前期の同+3.5%から伸びを高めている。外需も好調で、一次産品に対する世界的な需要の強さから財輸出は+16.7%と拡大した。

足元でも景気回復が続いている。4月以降の人出は一段と増加していることから、消費活動が活発化しており、4月の小売売上高は前年同月比+8.5%となった。イスラム教断食明け大祭(5月2~3日)前後の長期休暇では3年ぶりに帰省が解禁されたため、5月の消費者信頼感指数は128.9と過去最高水準を記録するなど、消費マインドは強い(右下図)。また、製造業PMIは景況感の分岐点となる50を9カ月連続で上回り、生産活動も持ち直しが続いている。

■2022年通年では+4.9%の成長に

2022年後半も、景気の回復が続くと見込まれる。5月下旬には、首都圏の活動規制が最も緩い「レベル1」に引き下げられたことで、経済活動の正常化が一段と進んでいる。ワクチン接種を条件にオフィスへの出勤率が100%まで認められるほか、飲食店やショッピングモール、観光地でも収容率100%までの利用が可能となる。また、世界的な一次産品需要の高まりを背景に、輸出の増加も景気回復を下支えすると見込まれる。欧州では8月からロシア産石炭の輸入を禁止する予定であり、その代替調達先として注目されているインドネシアにとって、輸出を増やす機会となる可能性がある。さらに、入国規制の緩和により外国人観光客は徐々に増加しており、今後の観光収入の増加が期待される。2022年の実質GDP成長率は前年比+4.9%と、前年の+3.7%から加速する見通しである。

なお、インドネシアでは燃料補助金制度がインフレ率の抑制に寄与しているが、原油価格の高止まりで財政の負担は増している。5月に承認された修正予算では、燃料補助金と国営石油・電力会社への補填金が大幅に増額された(GDP比2%)。エネルギー価格の動向次第ではさらなる負担増が懸念される。同国では、コロナ対策の支出を賄うことを目的に、財政赤字の上限(GDP比3%)を今年まで撤廃したことに加え、一般に禁じ手とされる中銀による国債の直接引き受けを続けている。財政規律の緩みが嫌気されて、通貨安や金利上昇につながる可能性に注意を要する。



2. マレーシア 経済活動の正常化に伴い景気は回復へ

■消費活動の回復が鮮明に

マレーシアの実質 GDP 成長率は、2022年1～3月期に前年同期比+5.0%と、前期の同+3.6%から加速した(右上図)。民間消費が前年同期比+5.5%と伸びを高め、景気回復を主導した。3月に新型コロナの感染者数が過去最高水準に達したが、厳格な活動規制は発動されず、小売・娯楽施設への人出に大きな落ち込みはみられなかった。このため、経済活動の回復が続いた。設備投資も底堅く推移し、1～3月期の総固定資本形成は前年同期比+0.1%と前期の同▲3.0%からプラスに転じた。

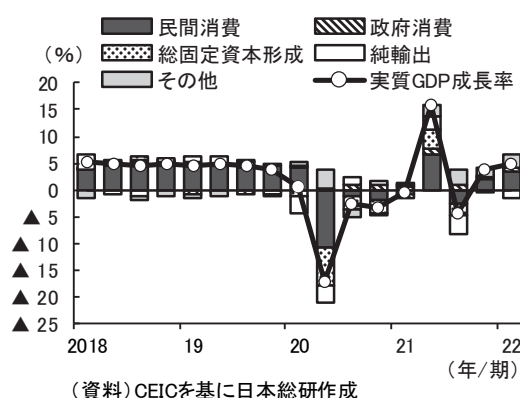
4月以降も、飲食店や小売店の営業時間の制限が撤廃されるなど、活動規制の緩和を背景に人出はさらに増加しており、消費は盛り上がりを見せている。4月の流通業売上高(卸売と小売の合計)は前年同月比+15.2%と、小売を中心に伸び率を大幅に高めた(右下図)。4月の失業率は3.9%とコロナ流行後初めて4%を下回るなど、雇用環境も改善している。一方、5月の製造業 PMI は50.1と、景況感の分岐点となる50を2カ月連続で超えており、生産活動も持ち直している。

■2022年通年では+5.8%の成長に

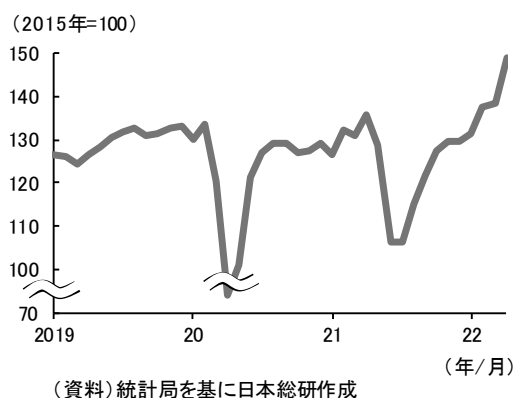
2022年後半も、内需を中心に回復が続くと見込まれる。マレーシアでは、ワクチン接種未完了者による飲食店の店内利用などが認められるなど、一段の規制緩和が実施されている。政府は新型コロナの扱いをエンデミック(日常的に流行する感染症)とみなす段階へシフトすると宣言しており、先行きも活動規制が厳格化される可能性は低いとみられる。また、外需の持ち直しによる景気の下支えも見込まれる。ワクチン接種を条件に渡航前と到着時の検査が撤廃されるなど、海外からの渡航者に対する規制緩和が進んでおり、観光収入の持ち直しが期待される。財輸出はコロナ禍からの反動増の一服で増勢は鈍化するものの、電子部品への強い需要に加え、石油・ガス、パーム油などの需要の高まりを背景に底堅く推移するとみられる。その結果、2022年の実質 GDP 成長率は前年比+5.8%と、前年の+3.1%から加速する見通しである。

もっとも、コアインフレ率は2019年の水準を超えて上昇しており、インフレ抑制のための利上げが急加速することになれば、景気回復に水を差す可能性がある。マレーシアでは5月にコロナ後で初となる政策金利の引き上げが実施されており、今後もインフレ加速に加え、米国の利上げを背景とした通貨下落圧力を受けて、政策金利の引き上げが続く可能性は高い。金融引き締めが急速に進めば、成長率への下押し圧力が高まっていくことになりそう。

＜実質GDP成長率(前年同期比)＞



＜流通業売上高(季調値)＞



3. フィリピン 景気回復は継続、利上げ加速が下振れリスクに

■内需を中心に景気は回復

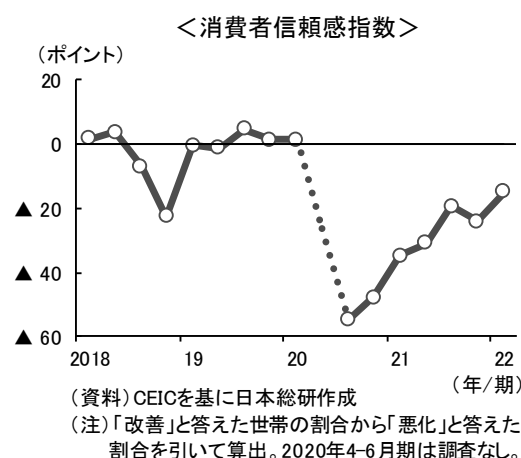
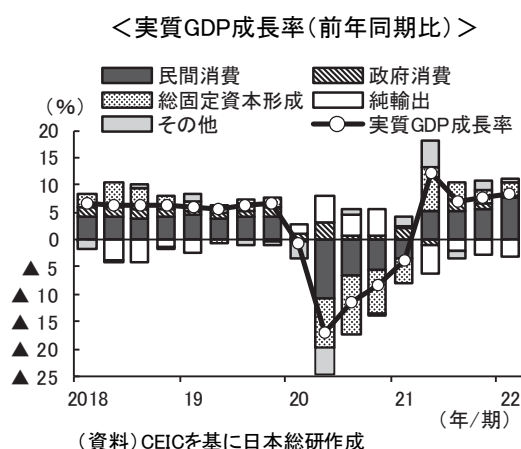
フィリピンの実質 GDP 成長率は 2022 年 1~3 月期に前年同期比+8.3%と、前期の同+7.8%から伸び率を加速させた(右上図)。民間消費が前年同期比+10.1%と拡大し、景気回復のけん引役となった。1月に新型コロナの感染者数が急増し、過去最高水準に達したが、厳格な活動規制は発動されず、レジャーや旅行、飲食などを中心に消費の盛り上がりが続いた。設備投資も好調を続けており、総固定資本形成は前年同期比+11.0%と高い伸びを記録している。

4月以降も人出は増加しており、足元でも内需を中心に景気回復が続いている。家計の主要な所得源の一つである在外フィリピン人からの送金(ペソ建て受取額)も14カ月連続で前年同月比を超えており、消費回復を支えている。3月の消費者信頼感指数はマイナス幅を縮小し、消費マインドは改善方向にある(右下図)。また、4月の失業率は5.7%とコロナ前(5.3%)の水準近くまで下がるなど、雇用環境の改善も続いている。一方、5月の製造業 PMI は54.1と景況感の分岐点となる50を大きく超えており、生産活動も持ち直しが続いている。

■2022年通年では+6.5%の成長に

2022年後半も、民間消費や企業による設備投資を中心に景気回復が続くと見込まれる。5月の大統領選挙で当選したフェルディナンド・マルコス氏は、政権の最重要課題として経済の回復を挙げている。コロナ対策を目的とした活動規制の厳格化には否定的であり、今後も規制緩和は続くとみられる。前政権の主要政策であるインフラ整備プロジェクトも継続されるとみられ、インフラ投資も景気を下支えする見込みである。このほか、フィリピンでは5月末にワクチンの追加接種を条件に入国前のコロナ検査の陰性証明を不要とするなど、海外からの渡航者に対する規制が緩和されており、観光客が増加するとみられる。2022年の実質 GDP 成長率は前年比+6.5%と、前年の+5.7%から加速する見通しである。

もっとも、フィリピンでは金融引き締めが進むことで、成長率への下押し圧力が強まる見込みである。フィリピン中央銀行は5月に2018年以来の政策金利引き上げを実施した。コアインフレ率(日本総研推計)は足元で2019年の水準を超えており、物価上昇が続いている。世論調査では、国が対応すべき差し迫った懸念事項として「インフレ抑制」がトップに挙げられ、マルコス新政権において、インフレ対応は優先的に対処すべき政策課題となっている。米国の利上げペースが加速するなか、通貨安圧力への警戒も高まっており、インフレ抑制と通貨防衛に向けた利上げがフィリピン景気を下押しする可能性には注意する必要がある。

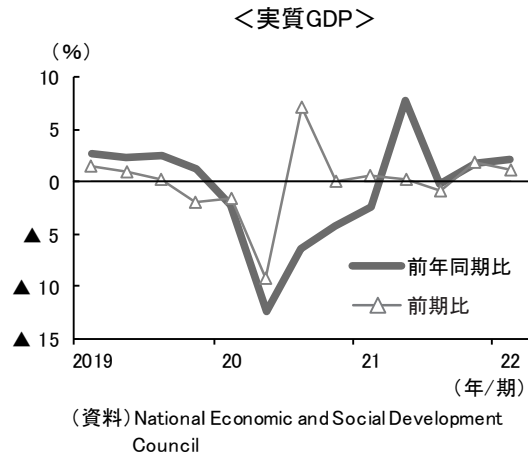


4. タイ 景気回復は緩慢なペースにとどまる見込み

■2022 年前半は回復基調を維持

2020 年半ば以降、タイ経済は新型コロナ対応のロックダウンの段階的な緩和を受けて持ち直しが続いている。ただし、コロナ禍の発生前に GDP の 1 割強を占めていた観光サービス輸出が消失した状態にあるため、実質 GDP は依然としてコロナ禍前の水準を下回っている。

2022 年前半は、オミクロン株を中心とする新型コロナの感染拡大が景気の下押し圧力となった。しかし、昨年末に打ち出された景気刺激策が消費を下支えしたことに加え、厳格な活動規制の導入が見送られたため、景気は回復基調を維持した。1~3 月期の実質 GDP は前期比で 2 四半期連続のプラス成長を維持し、前年同期比も +2.6% と前期 (同 +1.8%) から加速した (右上図)。



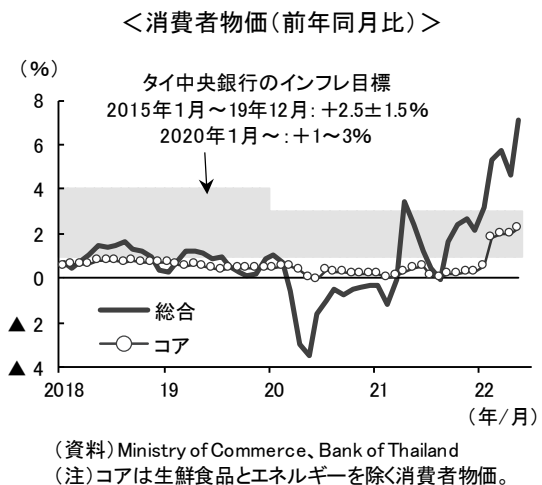
■2022 年後半の力強い景気回復は期待薄

足元のオミクロン株の感染沈静化やワクチン接種の広がりを受けて、政府は「エンデミック (日常的に流行する感染症)」への移行を宣言したうえで、ウィズコロナへ転換し、マスク着用義務の廃止を含む行動制限の緩和を検討している。過去の保健大臣の発言や足元の新規感染者数などを踏まえると、早ければ 7 月に実施される可能性がある。しかし、以下を踏まえると、ウィズコロナへの転換が進んでも、当面、景気の力強い回復は期待できず、2022 年通年の実質 GDP 成長率は +2% 台にとどまると見込まれる。

まず、インフレの加速が GDP の約 5 割を占める消費を下押しする。食料・エネルギー価格の高騰を主因にインフレ率は足元にかけて +7% 台に高まっており (右下図)、それに伴う家計の実質購買力の低下が消費の重しとなる。

また、中国のゼロコロナ政策の継続、円安に伴う日本人旅行者の購買力低下、経済制裁を受けたロシア経済の悪化などを踏まえると、タイが入国制限を撤廃しても、中国、日本、ロシアといった主要な訪タイ国からの観光客がコロナ禍前の水準に回復するとは考えにくい。

さらに、政情不安に伴う景気下振れリスクもある。2020 年半ばと同様、活動制限が撤廃されれば、反政府デモが大規模化する可能性がある。また、5 月のバンコク都知事・都議会選挙の結果を受けて来年に政権交代が起こるとの見方も広がっている。今後、地方の低所得者層を主な支持基盤とする「タクシン派」と、都市部の中間層を主な支持基盤とする「反タクシン派」の対立が再燃すれば、消費・投資マインドの悪化や外国人観光客数の回復の遅れは避けられない。



5. ベトナム 内需回復に加え入国規制緩和も景気を下支え

■感染者数減少に伴い景気回復が加速

2022年1～3月期のベトナムの実質GDP成長率は前年同期比+5.0%と、前期(同+5.2%)から減速した(右上図)。産業部門別では、鉱工業(GDPの約3割)が同+6.4%、サービス業(GDPの約4割)が同+4.6%となった。日本総研の推計に基づく前期比の成長率は横ばいにとどまった。3月にかけて新型コロナの感染拡大により製造業を中心に休業者が急増したことで生産活動が抑制されたことなどを背景に、昨年末にかけて急ピッチで進んだ景気回復の動きは一服した。

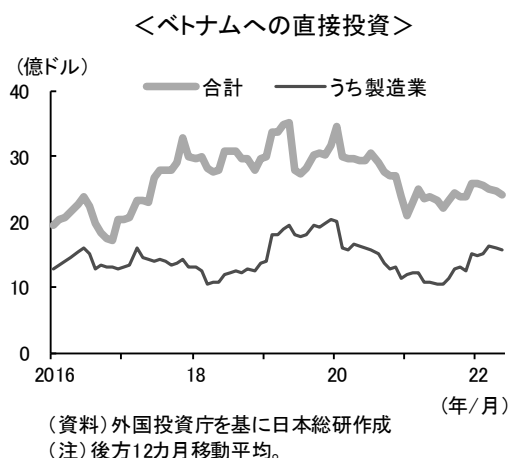
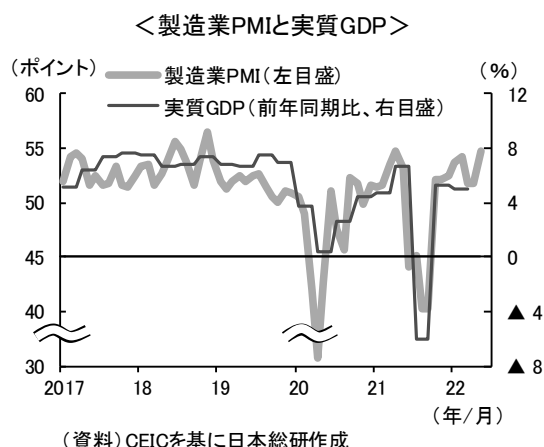
4月以降は、景気回復ペースが再び加速している。感染者数が減少していることから、労働力不足は和らいでおり、5月の鉱工業生産は前年同月比+10.4%と前月の同+9.4%を上回る伸びとなった。5月の製造業PMIは54.7と景況感の分岐点となる50を大きく上回った。これに加えて、4月以降、小売・娯楽施設の人出が大幅に増加していることを受けて、個人消費の回復ペースが加速している。5月の小売売上高(サービス含む)は前年同月比+22.6%と大きく増加し、このうち、全体の8割を占める財の伸びが同+18.3%と伸長したほか、宿泊・飲食が同+69.3%と勢いを強めている。

■2022年通年では+7.8%の成長に

ベトナムでは「ウィズコロナ」政策のもとで、今後も経済の正常化が進むとみられる。2022年後半も内需を中心に回復が続くと見込まれるほか、外需も堅調に推移するとみられる。ベトナムへの入国要件がコロナ前とほぼ同水準となるなど、海外からの渡航者に対する規制も緩和が進んでおり、今後は観光収入の持ち直しも予想される。財輸出は昨年からの増勢は鈍化する見込みだが、電子部品への強い需要を背景に底堅く推移するとみられる。総じて、2022年の実質GDP成長率は前年比+7.8%と、厳しい活動規制で低迷した前年(同+2.6%)から加速する見通しである。

足元では、米国の利上げペースが加速するなかで、ベトナムからの資本流出を懸念する向きもある。しかし、グローバル企業がチャイナ・プラスワン(中国以外の国・地域に生産拠点を分散する経営戦略)の動きを強めるなか、ベトナムへの直接投資の増加が見込まれる。実際、コロナ禍で冷え込んだ対内直接投資は足元で持ち直している(右下図)。そのため、堅調な直接投資を背景に、資本流出による悪影響は他のアジア諸国に比べて軽微にとどまると見込まれる。

副主任研究員 松本 充弘 (matsumoto.mitsuhiro@jri.co.jp) 【タイ以外】
主任研究員 熊谷 章太郎 (kumagai.shotaro@jri.co.jp) 【タイ】



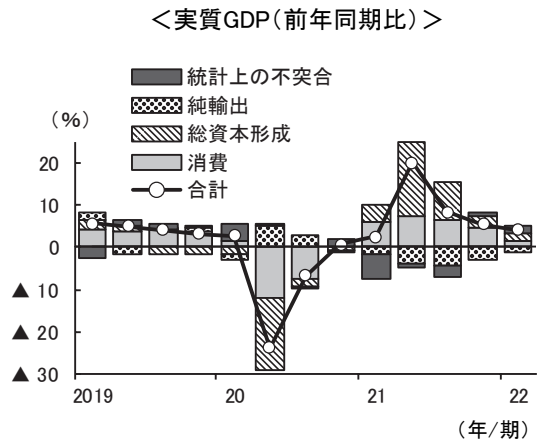
インド インフレが成長を下押し

■2022 年前半は景気拡大をкаろうじて維持

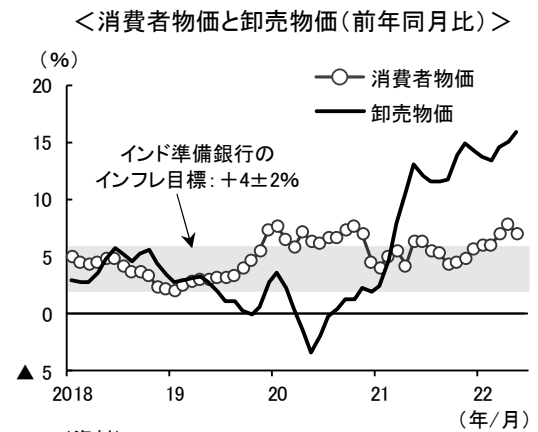
インド経済は新型コロナの感染動向に左右される状況が続いている。2020 年前半に厳格なロックダウンを主因に景気は急速に悪化した後、その段階的な緩和により景気は持ち直す方向にある。昨年のデルタ株や本年初のオミクロン株が急拡大した局面では、感染が深刻な地域で、州政府による活動規制が再導入された。しかし、中央政府による全面的なロックダウンには至らなかったため、2020 年春先のような景気の大規模な悪化は回避された。その結果、2021 年度（2021 年 4 月～22 年 3 月）の実質 GDP はコロナ禍前の水準を取り戻した。2022 年 1～3 月期の実質 GDP は前年同期比+4.1%と 3 四半期連続で増勢が鈍化した。これはオミクロン株を中心とする新型コロナの感染拡大が景気を下押ししたほか、落ち込みの反動による景気上振れ局面が一巡したことによるものである（右上図）。

足元にかけて、新型コロナに伴う景気下押し圧力が和らぐ一方、インフレによる景気下押し圧力が強まっている。ウクライナ情勢がこう着状態に陥るなか、欧米諸国がロシア産石油の禁輸を打ち出していることを受けて、原油価格は 100 ドル/バレルを超える局面が増えているほか、食料や肥料などの国際価格も高騰している。これにより卸売物価の前年同月比は+10%台に達しており、消費者物価の伸びもインド準備銀行の目標を上回っている（右中図）。

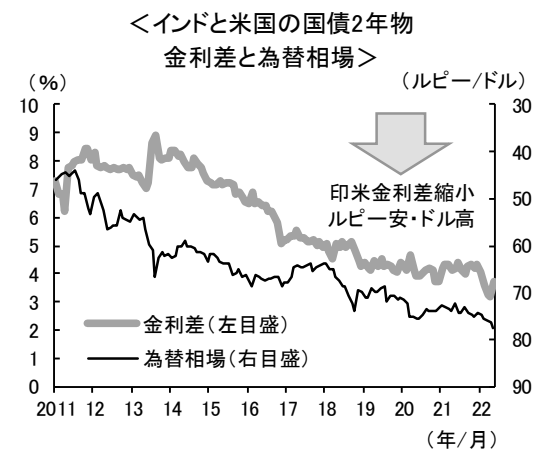
資源高に加えて、米国の金融政策の正常化に伴う印米間の金利差縮小も、ルピー安を通じてインフレ圧力をもたらしている（右下図）。物価と為替相場の安定に向け、インド準備銀行は 5 月に臨時会合を開催し、政策金利（レポレート）を 0.4%ポイント引き上げた。さらに、6 月の通常会合でも 0.5%ポイントの追加利上げを決定するとともに、今後も一段の金融引き締めを実施する可能性を示唆した。



(資料) Ministry of Statistics and Programme Implementation



(資料) Reserve Bank of India



(資料) CEIC

■今後も緩やかな景気拡大が継続する見込み

先行きを展望すると、新型コロナウイルスの感染沈静化を背景に活動規制が緩和され、景気は拡大基調を維持すると見込まれる。感染抑制に向けた各種政策措置の度合いを数値化した厳格度指数は低下しており、足元にかけて活動規制が大幅に緩和されていることが示されている（右上図）。ワクチンの累計接種回数が20億回に近づくなか、政府は一段の規制緩和を検討しており、これまで規制で抑圧されていた対面型のサービス消費などの増勢が強まると見込まれる。

もともと、インフレや金融引き締めによる景気下押し圧力が強まっている点を踏まえると、景気拡大ペースは緩やかとなる公算が大きい。

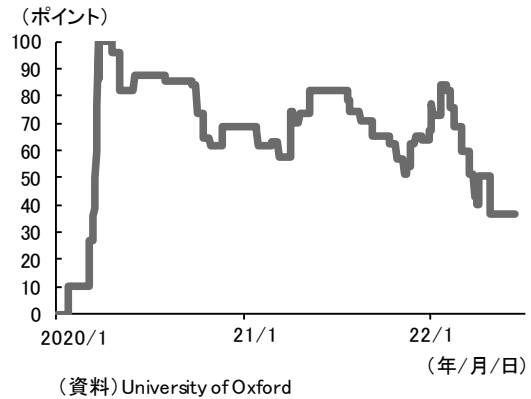
今後のインフレ動向は、消費者物価指数の約4割を占める食料価格がけん引すると見込まれる。足元の肥料価格の高騰が今後収穫期を迎える農作物の販売価格に反映されることがほぼ確実である。また、一部の地域ではモンスーン期（6～9月）の雨量が平年を下回ると予想されており、天候要因を受けた農作物の供給不足が食料インフレを加速させる可能性もある。

また、OPEC プラスや米国のシェールオイルの増産ペースが緩やかにとどまっており、原油をはじめとしたエネルギー価格も高止まりする公算が大きい。政府は石油製品の価格抑制に向けて、欧米の経済制裁を受けて販売先を失った割安なロシア産原油の輸入を拡大するとともに、5月にガソリンと軽油の物品税の引き下げを実施した。今後も追加の経済対策を打ち出すことを検討している。しかし、①2021年のインドの原油輸入に占めるロシアのシェアは2%に過ぎないこと（右中図）、②コロナ禍で大幅に悪化した財政の立て直しが喫緊の課題あり、政府が打ち出せる対策規模は限られること、などからインフレ抑制効果も限定的なものにとどまるだろう。

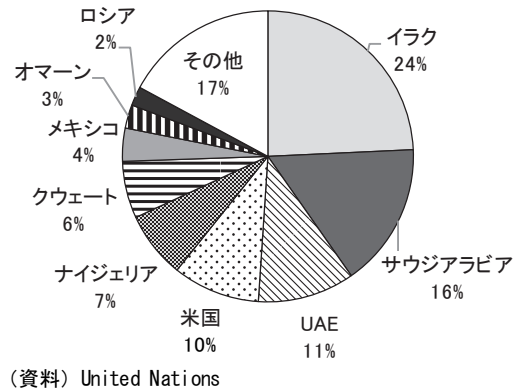
なお、インフレ圧力が根強い状況下、インド準備銀行は米国に追随する形で追加利上げを実施するとみられる。それに伴い、商業銀行の各種貸出金利が上昇することも（右下図）、耐久財消費や投資の回復力を削ぐと見込まれる。

主任研究員 熊谷 章太郎 (kumagai.shotaro@jri.co.jp)

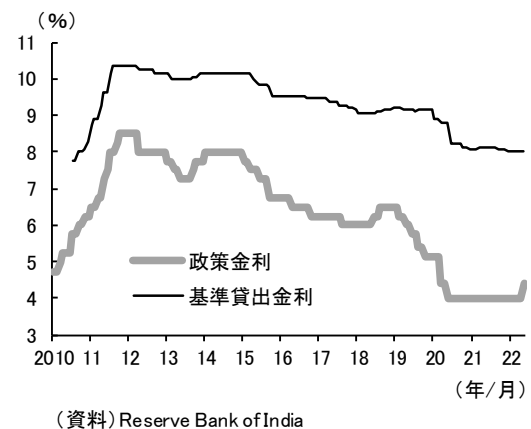
<厳格度指数>



<インドの原油 (HS 2709類) の輸入構造 (2021年)>



<政策金利(レポレート)と大手商業銀行の基準貸出金利>



中国 最悪期を脱するも、2022年の成長率は政府目標未達へ

■経済活動は一時的に縮小

中国では、新型コロナウイルスの感染者数が増加するなか、政府が上海市をはじめ多くの都市で経済活動を厳しく制限した。この結果、1~3月期の実質GDPは前期比年率+5.3%と前期の同+6.1%から鈍化した(右上図)。その後、工場の操業停止や物流の停滞はさらに拡大し、4月の工業生産はオミクロン株の流行後、初めて前年割れとなった(右中図)。4月の小売売上高も、外出制限により前年比二桁の減少となった。

ゼロコロナ政策のマイナス影響は、中国だけでなく、サプライチェーンを通じて他国にも波及した。中国の減産で自動車部品の輸出が滞ったため、多くの国の自動車メーカーが生産を停止した(右下図)。

5月以降は、感染者数が大幅に減少したことから、多くの都市で活動制限の緩和が進み、景気下押し圧力は和らいでいる。

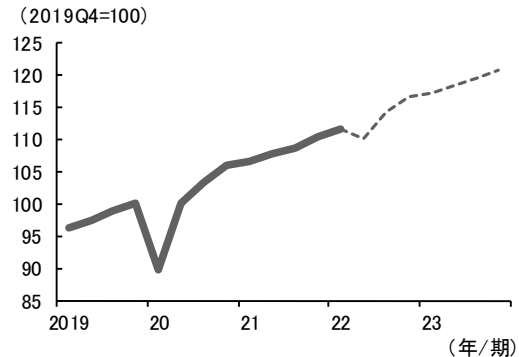
工場が操業を再開し、部品などの供給制約が緩和に向かっていくことから、5月の工業生産は前年同月比+0.7%と増加に転じた。業種別にみると、電気機械は同+7.3%と前月(+1.6%)から加速したほか、化学原料・加工も同+5.0%と前月(▲0.6%)の減少から増加に転じた。自動車は同▲7.0%と前月の▲31.8%から減少幅が大幅に縮小した。

製造業の生産回復を受けて、5月の輸出額も、自動車(含む部品)などを中心に昨年末の水準へ回復した。このように、都市封鎖によるサプライチェーンの混乱は解消される方向にある。

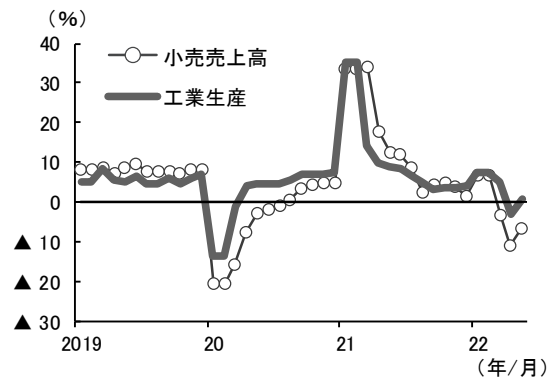
個人消費も底入れした。5月の小売売上高は前年同月比▲6.7%と前月の同▲11.1%から減少幅が縮小した。とりわけ、自動車販売台数は4月に年率換算で1,500万台へ急減した後、5月に同2,300万台まで回復した(次頁右上図)。この背景として、関連産業が集積する吉林省長春市や上海市の工場の操業再開などで供給制約が緩和されたことや、外出制限の緩和による需要の回復が指摘できる。

もともと、4月の経済活動の落ち込みが大きかったため、6月に経済活動が順調に回復したとし

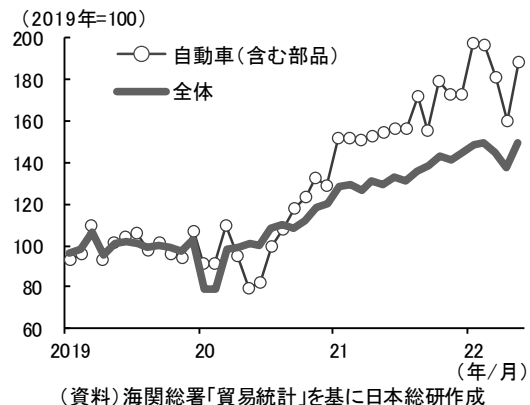
＜中国の実質GDP(季調値)＞



＜工業生産と小売売上高(前年同月比)＞



＜輸出額(季調値)＞



でも、4～6月期の実質成長率は前期比マイナスと予想される。

■景気は持ち直しへ

今後を展望すると、中国経済は以下の3点から持ち直しが予想される。

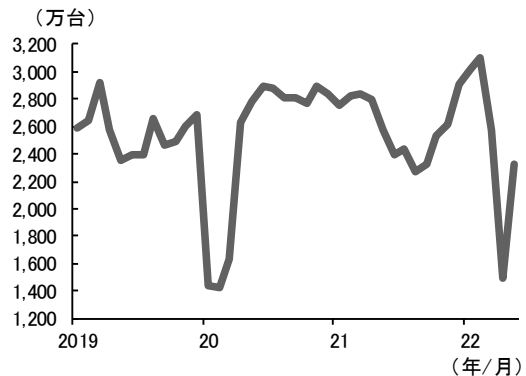
第1に、活動制限の緩和による個人消費の回復である。政府は、感染の再拡大を警戒しながらも、営業規制や外出制限といった活動制限を徐々に緩和する方針である。上海市では、6月1日に外出制限が全面的に緩和された結果、人出は順調に回復している。4月から5月にかけてゼロであった地下鉄乗客数は、6月半ばに都市封鎖前の5割の水準まで増加した(右中図)。

他の地域の活動制限も緩和の方向にある。北京市の地下鉄乗客数は、5月にコロナ禍前の2020年1月前半の2割の水準へ落ち込んだが、6月半ばには同5割へ増加した。江蘇省蘇州市や湖北省武漢市、河南省鄭州市など多くの都市でも増加している。ただし、上海市や北京市に先駆けて活動制限を緩和した広東省広州市のように、多くの地域で一定の活動制限が残っていることから、人出は元通りの水準へ戻らない可能性が高い。

活動制限の緩和が進んでいることを受けて、個人消費はサービスを中心に持ち直すと思われる。実際、観光需要は着実に回復している。4月末から5月初めの労働節休暇の国内観光収入は前年の6割まで減少したが、6月の端午節休暇の収入は前年の9割近くまで回復した(右下図)。夏休みの観光需要は一段と回復するとみられる。中国の大手旅行予約サイト運営会社によると、夏休みの航空券予約は大きく回復しており、上海市、海南省三亜市、広東省広州市、北京市、新疆ウイグル自治区ウルムチ市に人気が集まっている。外食についても、5月の外食売上高は前年同月比▲21.1%と落ち込んだだけに、今後の回復余地は大きいと言えよう。

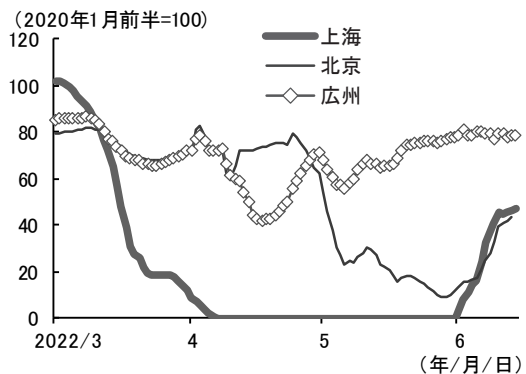
第2に、製造業生産の正常化である。5月に回復した工業生産は物流の停滞などの供給制約によりフル稼働には至っていない。トラックによる貨物輸送量は、依然として前年割れとなっている。5月の製造業PMIのサプライヤー納期指数は44.1ポイントと良し悪しの目安となる「50」を大きく下回り、納期の長期化や納品の遅れを示唆している(次頁右上図)。しかし、今後、活動制

<自動車販売台数(季調値年率)>



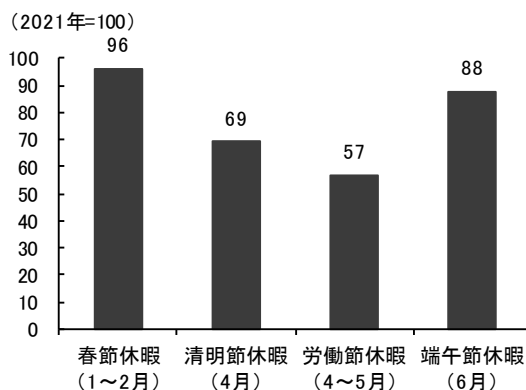
(資料) 汽車工業協会「汽車工業経済運行情况」を基に日本総研作成

<地下鉄乗客数>



(資料) Wind Database「地鉄運客量」を基に日本総研作成 (注) 後方7日間移動平均。

<国内観光収入(2022年)>



(資料) 文化旅游部を基に日本総研作成

限による供給制約が徐々に緩和することで、工業生産は加速すると見込まれる。

第3は、景気対策効果の発現である。政府は、ゼロコロナ政策を堅持する一方で、今年の成長率目標を「+5.5%前後」に設定している。固定資産投資は、地方政府の財源不足などから低迷しているものの、政府がインフラ投資を支援するために、政策銀行の与信枠を8,000億元増額したほか、3.65兆元の地方政府特別債の消化を8月までに終えるよう指示した。足元にかけて建設機械の稼働時間が落ち込むなど、建設活動は低迷しているが、政府による支援が浸透すれば、今後、関連投資が上向き可能性が高い(右下図)。

また、乗用車減税や地域商品券の配布など消費刺激策の効果も年後半に発現すると期待される。政府は、600億元の予算を設け、本年6月1日から12月31日まで、乗用車購入税の減税策を打ち出した。また、広東省深セン市は、商品券の配布に5億元、家電の購入補助に1億元の予算を組み、上海市は電気自動車への買い替えに1台当たり1万円の補助金を支給する。自動車販売は、先送りされた需要の顕在化に加え、減税や補助金の後押しを受けて着実に回復すると見込まれる。

このように、今後の中国経済は持ち直すと見込まれるが、4~6月期の経済活動の落ち込みが足かせとなり、2022年の実質成長率は+4.4%と低めの伸びにとどまる見通しである。2023年は、コロナ禍からの正常化の動きが続くことで、実質成長率は+5.2%へ持ち直すと予想される。

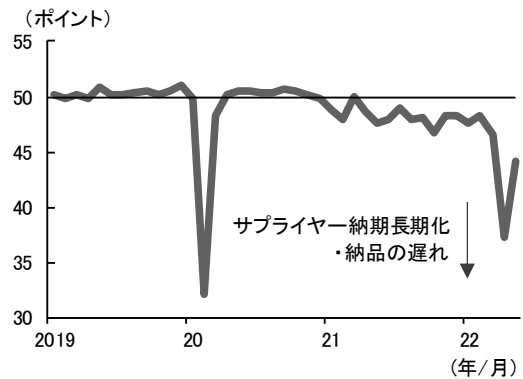
■景気下振れリスクは残存

なお、上記のメインシナリオに対し、以下三つのリスクに注意が必要である。まず、ゼロコロナ政策による経済活動抑制の再発である。今後、中国政府は今春の上海市のような全面的な都市封鎖を実施する可能性は低いとみられるが、5月に北京市でみられたようなPCR検査の強化や的を絞った外出制限を再度発動する可能性は残る。発動された場合、景気減速は避けられないだろう。

加えて、インフレの加速も懸念材料である。中国では、資源価格が高騰するなかでも、企業が価格転嫁を抑制していることで低インフレが続いている。しかし、世界的に高インフレが常態化すれば、企業は否応なく価格転嫁を余儀なくされるリスクがある。その場合、インフレの加速が家計や企業の支出抑制につながる恐れがある。

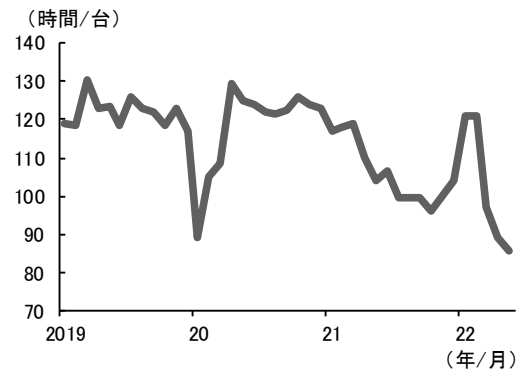
さらに、不動産市場の調整が長引くリスクがある。住宅価格の下落が続くと、住宅保有に対するセンチメントは悪化する可能性がある。不動産市場の悪化は、不動産開発投資の低迷だけでなく、土地所有権の売却収入減少を通じて地方政府によるインフラ投資の抑制につながる可能性もある。

＜製造業PMIサプライヤー納期指数＞



(資料) 国家統計局「製造業採購経理指数」を基に
日本総研作成

＜建設機械の稼働時間(季調値)＞



(資料) 小松製作所「KOMTRAX」を基に日本総研作成

主任研究員 関 辰一 (seki.shinichi@jri.co.jp)

アジア諸国・地域の主要経済指標

1. 経済規模と所得水準 (2021年)

	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン	中国	インド	ベトナム
名目GDP (億米ドル)	18,100	7,749	3,692	3,970	5,059	3,731	11,859	3,941	177,316	31,766	3,626
人口(百万人)	51.7	23.4	7.4	5.5	66.2	32.7	272.2	110.0	1,412.6	1,368.6	98.5
1人当たりGDP(米ドル)	34,980	33,152	49,872	72,794	7,645	11,424	4,356	3,583	12,552	2,321	3,681

(注1) インドの表1~10は年度、表11~13は暦年。

2. 実質GDP成長率(前年比、前年同期比、%)

	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン	中国	インド	ベトナム
2020年	-0.7	3.4	-6.5	-4.1	-6.2	-5.5	-2.1	-9.5	2.2	-6.6	2.9
2021年	4.1	6.6	6.3	7.6	1.5	3.1	3.7	5.7	8.1	8.7	2.6
2019年7~9月	2.1	3.4	-3.2	0.7	2.6	4.5	5.0	6.3	5.9	4.2	7.5
10~12月	2.6	3.7	-3.6	1.3	1.2	3.6	5.0	6.6	5.8	3.2	7.0
2020年1~3月	1.5	3.0	-9.3	1.2	-2.2	0.7	3.0	-0.7	-6.9	2.8	3.7
4~6月	-2.5	0.6	-9.4	-12.2	-12.3	-17.1	-5.3	-16.9	3.1	-23.8	0.4
7~9月	-0.9	4.3	-4.1	-4.6	-6.4	-2.5	-3.5	-11.6	4.8	-6.6	2.7
10~12月	-0.9	5.3	-3.6	-0.9	-4.2	-3.3	-2.2	-8.2	6.4	0.7	4.5
2021年1~3月	2.2	9.2	8.0	2.0	-2.4	-0.5	-0.7	-3.8	18.3	2.5	4.7
4~6月	6.2	7.8	7.6	15.8	7.7	15.9	7.1	12.1	7.9	20.1	6.7
7~9月	4.0	4.4	5.4	7.5	-0.2	-4.5	3.5	7.0	4.9	8.4	-6.0
10~12月	4.2	5.3	4.7	6.1	1.8	3.6	5.0	7.8	4.0	5.4	5.2
2022年1~3月	3.0	3.1	-4.0	3.7	2.2	5.0	5.0	8.3	4.8	4.1	5.0

3. 製造業生産指数(前年比、前年同月比、%)

	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン	中国	インド	ベトナム
2020年	-0.2	7.6	-5.9	7.5	-9.5	-2.7	-10.1	-43.0	2.8	-9.6	4.9
2021年	7.6	14.3	5.5	13.3	5.8	9.5	7.6	49.5	9.6	11.8	6.0
2020年9月	7.7	12.3	-7.5	25.9	-3.1	4.3	-9.5	-59.0	6.9	0.4	4.6
10月	-2.7	6.9		-0.4	-1.6	2.4	-12.2	-28.9	6.9	4.5	8.3
11月	0.3	8.0		19.4	-1.0	2.0	-8.1	-25.4	7.0	-1.6	11.9
12月	2.7	10.8	-6.0	17.1	-2.7	4.1	-5.1	-18.0	7.3	2.7	13.1
2021年1月	8.1	20.7		9.6	-2.4	3.5	-7.9	-17.3	35.1	-0.9	27.2
2月	1.4	3.7		17.0	-1.2	4.5	-7.3	-46.1	35.1	-3.4	-5.8
3月	4.8	18.0	2.6	9.3	5.8	12.7	0.6	-74.0	14.1	28.4	5.5
4月	12.7	15.1		2.8	18.2	68.0	19.4	150.1	9.8	196.0	29.1
5月	15.4	18.1		27.3	26.0	29.8	25.1	256.1	8.8	32.1	14.4
6月	12.5	19.8	5.7	28.4	18.6	-0.2	22.6	440.5	8.3	13.2	6.0
7月	8.1	16.0		16.5	3.7	-6.5	9.9	529.9	6.4	10.5	2.9
8月	11.3	14.4		11.4	-4.9	0.6	13.3	531.3	5.3	11.1	-9.3
9月	-1.1	12.6	7.7	-2.0	0.4	4.0	7.4	124.6	3.1	4.3	-4.9
10月	5.2	12.1		17.1	2.7	8.0	5.2	27.8	3.5	3.3	-1.6
11月	7.0	12.3		14.2	4.6	11.3	7.9	30.0	3.8	0.3	6.4
12月	7.4	9.2	5.7	16.7	6.7	8.4	5.7	21.8	4.3	0.6	10.9
2022年1月	4.5	8.9		2.2	2.0	6.8		19.3	7.5	1.9	2.8
2月	6.2	9.6		17.5	2.5	5.2		84.8	7.5	0.5	10.0
3月	3.7	2.2	-1.3	5.1	0.4	6.9		375.1	5.0	1.4	9.6
4月	3.7	7.5		6.2	0.6	6.2		9.7	-2.9	6.3	11.3
5月									0.7		12.1

(注2) 中国は工業生産付加価値指数。

4. 消費者物価指数(前年比、前年同月比、%)

	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン	中国	インド	ベトナム
2020年	0.5	-0.2	0.3	-0.2	-0.8	-1.1	2.0	2.4	2.5	6.2	3.2
2021年	2.5	2.0	1.5	2.3	1.2	2.5	1.6	3.9	0.9	5.5	1.8
2020年9月	0.9	-0.6	-2.2	0.0	-0.7	-1.4	1.4	2.2	1.7	7.3	3.0
10月	0.1	-0.3	-0.4	-0.2	-0.5	-1.5	1.4	2.3	0.5	7.6	2.5
11月	0.6	0.1	-0.3	-0.1	-0.4	-1.7	1.6	3.0	-0.5	6.9	1.5
12月	0.6	0.0	-1.0	0.0	-0.3	-1.4	1.7	3.3	0.2	4.6	0.2
2021年1月	0.9	-0.2	2.6	0.2	-0.3	-0.2	1.6	3.7	-0.3	4.1	-1.0
2月	1.4	1.4	0.5	0.7	-1.2	0.1	1.4	4.2	-0.2	5.0	0.7
3月	1.9	1.2	0.6	1.3	-0.1	1.7	1.4	4.1	0.4	5.5	1.2
4月	2.5	2.1	0.8	2.1	3.4	4.7	1.4	4.1	0.9	4.2	2.7
5月	2.6	2.4	1.0	2.4	2.4	4.4	1.7	4.1	1.3	6.3	2.9
6月	2.3	1.8	0.7	2.4	1.2	3.4	1.3	3.7	1.1	6.3	2.4
7月	2.6	1.9	3.7	2.5	0.5	2.2	1.5	3.7	1.0	5.6	2.6
8月	2.6	2.3	1.6	2.4	0.0	2.0	1.6	4.4	0.8	5.3	2.8
9月	2.4	2.6	1.4	2.5	1.7	2.2	1.6	4.2	0.7	4.3	2.1
10月	3.2	2.5	1.7	3.2	2.4	2.9	1.7	4.0	1.5	4.5	1.8
11月	3.8	2.9	1.8	3.8	2.7	3.3	1.7	3.7	2.3	4.9	2.1
12月	3.7	2.6	2.4	4.0	2.2	3.2	1.9	3.1	1.5	5.7	1.8
2022年1月	3.6	2.8	1.2	4.0	3.2	2.3	2.2	3.0	0.9	6.0	1.9
2月	3.7	2.3	1.6	4.3	5.3	2.2	2.1	3.0	0.9	6.1	1.4
3月	4.1	3.3	1.7	5.4	5.7	2.2	2.6	4.0	1.5	7.0	2.4
4月	4.8	3.4	1.3	5.4	4.6	2.3	3.5	4.9	2.1	7.8	2.6
5月	5.4	3.4			7.1		3.6	5.4	2.1	7.0	2.9

12. 政策金利（年末値、月末値、%）

	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン	中国	インド	ベトナム
2020年	0.50	1.13	0.50		0.50	1.75	3.75	2.00	4.35	4.00	4.00
2021年	1.00	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
2020年9月	0.50	1.13	0.50		0.50	1.75	4.00	2.25	4.35	4.00	4.50
10月	0.50	1.13	0.50		0.50	1.75	4.00	2.25	4.35	4.00	4.00
11月	0.50	1.13	0.50		0.50	1.75	3.75	2.00	4.35	4.00	4.00
12月	0.50	1.13	0.50		0.50	1.75	3.75	2.00	4.35	4.00	4.00
2021年1月	0.50	1.13	0.50		0.50	1.75	3.75	2.00	4.35	4.00	4.00
2月	0.50	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
3月	0.50	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
4月	0.50	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
5月	0.50	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
6月	0.50	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
7月	0.50	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
8月	0.75	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
9月	0.75	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
10月	0.75	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
11月	1.00	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
12月	1.00	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
2022年1月	1.25	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
2月	1.25	1.13	0.50		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
3月	1.25	1.38	0.75		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
4月	1.50	1.38	0.75		0.50	1.75	3.50	2.00	4.35	4.00	4.00
5月	1.75	1.38	1.25		0.50	2.00	3.50	2.25	4.35	4.40	4.00

13. 株価（年末値、月末値、ポイント）

	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン	中国	インド	ベトナム
2020年	2,873	14,733	27,231	2,844	1,449	1,627	5,979	7,140	3,473	47,751	1,104
2021年	2,978	18,219	23,398	3,124	1,658	1,568	6,581	7,123	3,640	58,254	1,498
2020年9月	2,328	12,516	23,459	2,467	1,237	1,505	4,870	5,864	3,218	38,068	905
10月	2,267	12,546	24,107	2,424	1,195	1,467	5,128	6,324	3,225	39,614	925
11月	2,591	13,723	26,341	2,806	1,408	1,563	5,612	6,791	3,392	44,150	1,003
12月	2,873	14,733	27,231	2,844	1,449	1,627	5,979	7,140	3,473	47,751	1,104
2021年1月	2,976	15,138	28,284	2,903	1,467	1,566	5,862	6,613	3,483	46,286	1,057
2月	3,013	15,954	28,980	2,949	1,497	1,578	6,242	6,795	3,509	49,100	1,168
3月	3,061	16,431	28,378	3,165	1,587	1,574	5,986	6,443	3,442	49,509	1,191
4月	3,148	17,567	28,725	3,218	1,583	1,602	5,996	6,371	3,447	48,782	1,239
5月	3,204	17,068	29,152	3,164	1,594	1,584	5,947	6,628	3,615	51,937	1,328
6月	3,297	17,755	28,828	3,130	1,588	1,533	5,985	6,902	3,591	52,483	1,409
7月	3,202	17,247	25,961	3,167	1,522	1,495	6,070	6,270	3,397	52,587	1,310
8月	3,199	17,490	25,879	3,055	1,639	1,601	6,150	6,855	3,544	57,552	1,331
9月	3,069	16,935	24,576	3,087	1,606	1,538	6,287	6,953	3,568	59,126	1,342
10月	2,971	16,987	25,377	3,198	1,623	1,562	6,591	7,055	3,547	59,307	1,444
11月	2,839	17,428	23,475	3,041	1,569	1,514	6,534	7,201	3,564	57,065	1,478
12月	2,978	18,219	23,398	3,124	1,658	1,568	6,581	7,123	3,640	58,254	1,498
2022年1月	2,663	17,674	23,802	3,250	1,649	1,512	6,631	7,362	3,361	58,014	1,479
2月	2,699	17,652	22,713	3,242	1,685	1,608	6,888	7,311	3,462	56,247	1,490
3月	2,758	17,693	21,997	3,409	1,695	1,587	7,071	7,203	3,252	58,569	1,492
4月	2,695	16,592	21,089	3,357	1,667	1,600	7,229	6,731	3,047	57,061	1,367
5月	2,686	16,808	21,415	3,232	1,663	1,570	7,149	6,775	3,186	55,566	1,293

資料出所一覧

国名	発行機関	資料名	備考	国名	発行機関	資料名	備考
韓国	Bank of Korea IMF	Monthly Statistical Bulletin IFS Bloomberg L.P. CEICデータベース	政策金利：ベースレート 株価：K O S P I 指数	インドネシア	Biro Pusat Statistik Bank Indonesia IMF ISI Emerging Market	Indicatioe Ekonomi Laporan Mingguan IFS Bloomberg L.P. CEICデータベース	政策金利：BIレート 株価：ジャカルタ総合指数
台湾	行政院 台湾中央銀行	台湾経済論衡 中華民國統計月報 金融統計月報 Bloomberg L.P. CEICデータベース	政策金利：公定歩合 株価：加権指数	フィリピン	National Statistical Office IMF	各種月次統計 IFS Bloomberg L.P. CEICデータベース	政策金利：翌日物借入金 株価：フィリピン総合指数
香港	香港特別行政区政府統計処	香港統計月刊 香港対外貿易 Bloomberg L.P. CEICデータベース	政策金利：基準貸出金利 株価：ハンセン指数	中国	中国国家统计局 中華人民共和國海關總署	中国統計年鑑 中国海關統計 Bloomberg L.P. CEICデータベース	政策金利：基準貸出金利 1年 株価：上海総合指数
シンガポール	Departments of Statistics IMF	Monthly Digest of Statistics IFS Bloomberg L.P. CEICデータベース	政策金利：なし 株価：S T I 指数	インド	Reserve Bank of India CMIE IMF	RBI Bulletin Monthly Review Bloomberg L.P. CEICデータベース	政策金利：レポレート 株価：S E N S E X 指数
タイ	Bank of Thailand IMF National Statistical Office	Monthly Bulletin IFS Bloomberg L.P. CEICデータベース	政策金利：翌日物レポレート 株価：S E T 指数	ベトナム	統計総局 国家銀行 IMF ISI Emerging Market	各種月次統計 各種月次統計 IFS Bloomberg L.P. CEICデータベース	政策金利：リファイナンスレ ート 株価：VN指数
マレーシア	Bank Negara Malaysia IMF	Monthly Statistical Bulletin IFS Bloomberg L.P. CEICデータベース	政策金利：オーバーナイト政 策金利 株価：FTSE ブルサ・マレー シアKLCI指数				

※主要経済指標は、2022年6月20日時点で入手したデータに基づいて作成。

本誌は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本誌は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。