

2022年4月14日

侵攻後も新興国の二極化トレンドは変化せず

レポート要旨

ロシア・ウクライナ戦争が新興国の二極化を促進

ロシアによるウクライナ侵攻は新興国経済にも無視できない影響を及ぼし始めています。商品市況の上昇に伴って各国でインフレ率の上昇が予想されますが、これは、①足元のインフレ率が大きく上振れている新興国（アジア域外の主要新興国）でのいっそうの金融引き締めと経済停滞、②インフレ率が比較的 low 水準に抑制されているアジアの新興国・地域での景気の回復—という二極化トレンドの継続につながると見込まれます。

ASEAN・インド市場に注目

こうした中で投資先として注目度が高まると考えられるのが、ASEAN諸国とインドです。私は、①過度の金融引き締めの抑制、②コロナの新規感染者数のピークアウトに伴う経済再開、③外国からの訪問者に対するの入国制限の緩和、④海外からの投資資金の増加、⑤中国での人件費上昇や米中関係の変化に伴う地政学的な動き—を踏まえ、ASEAN・インド市場は投資先として短期的だけでなく、中長期的にも注目に値すると考えています。



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

ロシア・ウクライナ戦争が新興国の二極化を促進

ロシアによるウクライナ侵攻は新興国経済にも無視できない影響を及ぼし始めています。当レポートの先々週号（「侵攻後の新情勢を踏まえた経済・市場見通し」）では、ロシア・ウクライナ戦争後の新情勢を踏まえたグローバル経済・金融市場の見通しに触れましたが、以下では、新興国に焦点を当てて今後の見通しについて考えてみたいと思います。ロシア・ウクライナ情勢が新興国に及ぼす第一次的な影響として重要なのが、原油・天然ガスその他の商品市況が上昇したことです。新興国では、国民1人当たりの所得水準が先進国に比べて低く、その分、サービス消費の消費全体に占める割合が先進国よりも低いことが一般的です。生活必需品である財消費の消費全体に占める割合が高いことから、エネルギー価格の上昇がインフレに対して大きな上振れ効果をもたらしやすく、今回のロシアによるウクライナ侵攻後、インフレが比較的大きく上振れる公算が大きいと考えられます。世界的な巣ごもり需要の拡大によって既に上昇していた国際商品市況がさらに上振れることで、新興国はこれまでよりも深刻なインフレ問題に直面することになります。

当レポートの2021年10月14日号（「二極化しつつある新興国経済」）では、商品市況が上昇する中、インフレに対する企業や消費者の期待が比較的落ち着いている国・地域では中央銀行が景気の回復に合わせて金融政策を実施する見通しであるのに対し、インフレ期待が上振れてしまった国・地域ではインフレに対する期待がさらなるインフレにつながらないように中央銀行が積極的な利上げを実施せざるを得ない見通しであるとしました。その後の新興国の動きは予想通りとなり、景気が冷え込まないように利上げを慎重に進める国・地域と、景気を冷え込ませてでも大幅な利上げを実施する国・地域への二極化が進行しています（図表1）。ロシア・ウクライナ戦争はこうした動きを促進する可能性が高いと見込まれます。つまり、足元のインフレ率が中央銀行の目標とするレンジを大きく上回っている主要新興国では、既に政策金利が極めて高い水準にあるロシアやトルコは別として、今後も大幅な利上げが実施されるとみられます。これには、ブラジル、メキシコ、南アフリカが含まれます。これに対して、インフレ率が比較的低水準に抑制されているアジア地域の主要新興国・地域では、大幅な利上げが実施される可能性は低く、経済再開が進む中での景気の回復に合わせて、これまでの低すぎた政策金利が修正されていくと予想されます。

（図表1）主要新興国・地域：中央銀行による政策金利変更の推移と直近のインフレ率、今年のインフレ目標

	2018年	2019年	2020年	2021年				直近の消費者物価上昇率	中銀のインフレ目標 (2022年)
				1-3月期	4-6月期	7-9月	10-12月期		
＜アジア地域の主要新興国・地域＞									
中国		10bp ↓	30bp ↓				5bp ↓	1.5%	3月 3%程度
インド	50bp ↑	135bp ↓	115bp ↓					6.1%	2月 4±2%
韓国	25bp ↑	25bp ↓	75bp ↓			25bp ↑	25bp ↑	4.1%	3月 2%
インドネシア	175bp ↑	100bp ↓	200bp ↓	25bp ↓				2.6%	3月 3±1%
台湾			25bp ↓					3.3%	3月
タイ	25bp ↑	50bp ↓	50bp ↓					5.7%	3月 2±1%
マレーシア	25bp ↑	25bp ↓	125bp ↓					2.2%	2月
フィリピン	175bp ↑	75bp ↓	200bp ↓					4.0%	3月 3±1%
＜アジア域外の主要新興国＞									
ブラジル	50bp ↓	200bp ↓	250bp ↓	75bp ↑	150bp ↑	200bp ↑	300bp ↑	9.5%	3月 3.5±1.5%
ロシア		150bp ↓	200bp ↓	25bp ↑	150bp ↑	125bp ↑	175bp ↑	9.1%	2月 4%
メキシコ	100bp ↑	100bp ↓	300bp ↓	25bp ↓	25bp ↑	50bp ↑	75bp ↑	6.3%	3月 3±1%
トルコ	1600bp ↑	1200bp ↓	500bp ↑	200bp ↑		100bp ↓	400bp ↓	61.1%	3月 5%±2%
南アフリカ		25bp ↓	300bp ↓				25bp ↑	5.7%	2月 4.5±1.5%

（注）消費者物価上昇率のうち、赤くハイライトしている地域は、直近のインフレ率が中銀のインフレ目標（目標レンジ）を上回っていたことを示す。

（出所）各国・地域中央銀行資料やブルームバーグ、CEICよりインベスコ作成

前者の積極的に利上げを実施してきた国々では、2022年の経済成長率が2021年よりも低水準となる公算が大きいと考えられます（図表2）。ブラジルや南アフリカ、メキシコについては、資源産出国という特性から、足元での商品市況の上昇が交易条件の改善を通じて景気にプラス効果をもたらしますし、ウクライナ侵攻を受けての株価や為替の動きも、そうしたプラス効果を織り込んだ動きとなっています（図表3）。しかし、インフレ率の上昇やそれに伴う金融引き締め強化によるマイナス効果がプラス効果を上回ることで、今年の成長率には押し下げ圧力が働くと見込まれます。その一方、後者のアジアの主要国では、2022年に比較的高めの成長率が見込まれます。

(図表2) 主要新興国・地域：実質GDP成長率とその市場見通し

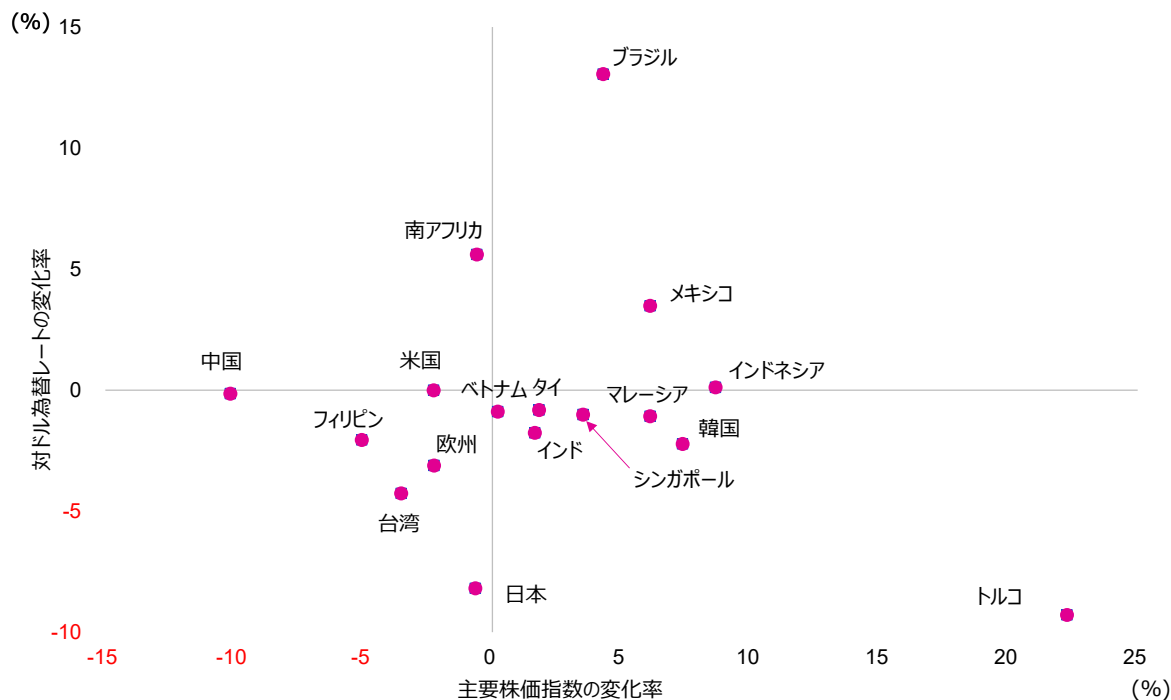
(前年比、%)

	2020年	2021年	2022年	2023年
<アジア地域の主要新興国・地域>				
中国	2.3	8.1	5.0	5.2
インド※	-6.6	8.9	7.7	6.4
韓国	-0.9	4.0	3.0	2.6
台湾	3.4	6.5	3.5	3.0
インドネシア	-2.0	3.7	5.2	5.2
タイ	-6.2	1.6	3.7	4.3
マレーシア	-5.6	3.1	6.0	5.0
シンガポール	-4.1	7.9	4.0	3.0
フィリピン	-9.6	5.7	6.6	6.2
ベトナム	2.9	2.6	6.8	6.7
<アジア域外の主要新興国>				
ブラジル	-3.9	4.8	0.5	1.6
ロシア	-3.0	4.7	-9.9	-1.8
メキシコ	-8.2	4.8	2.0	2.1
トルコ	1.6	10.3	3.1	3.4
南アフリカ	-6.4	5.5	1.8	1.8

(注) 暦年ベース。ただし、インド※のみ年度ベースであり、2020年度は2020年4月～2021年3月の期間。4月11日現在。

(出所) ブルームバーグよりインベスコ作成。実績値（2020年）はCEICによる

(図表3) 主要新興国・地域：2022年2月初め～4月11日にかけての株価・通貨の騰落率



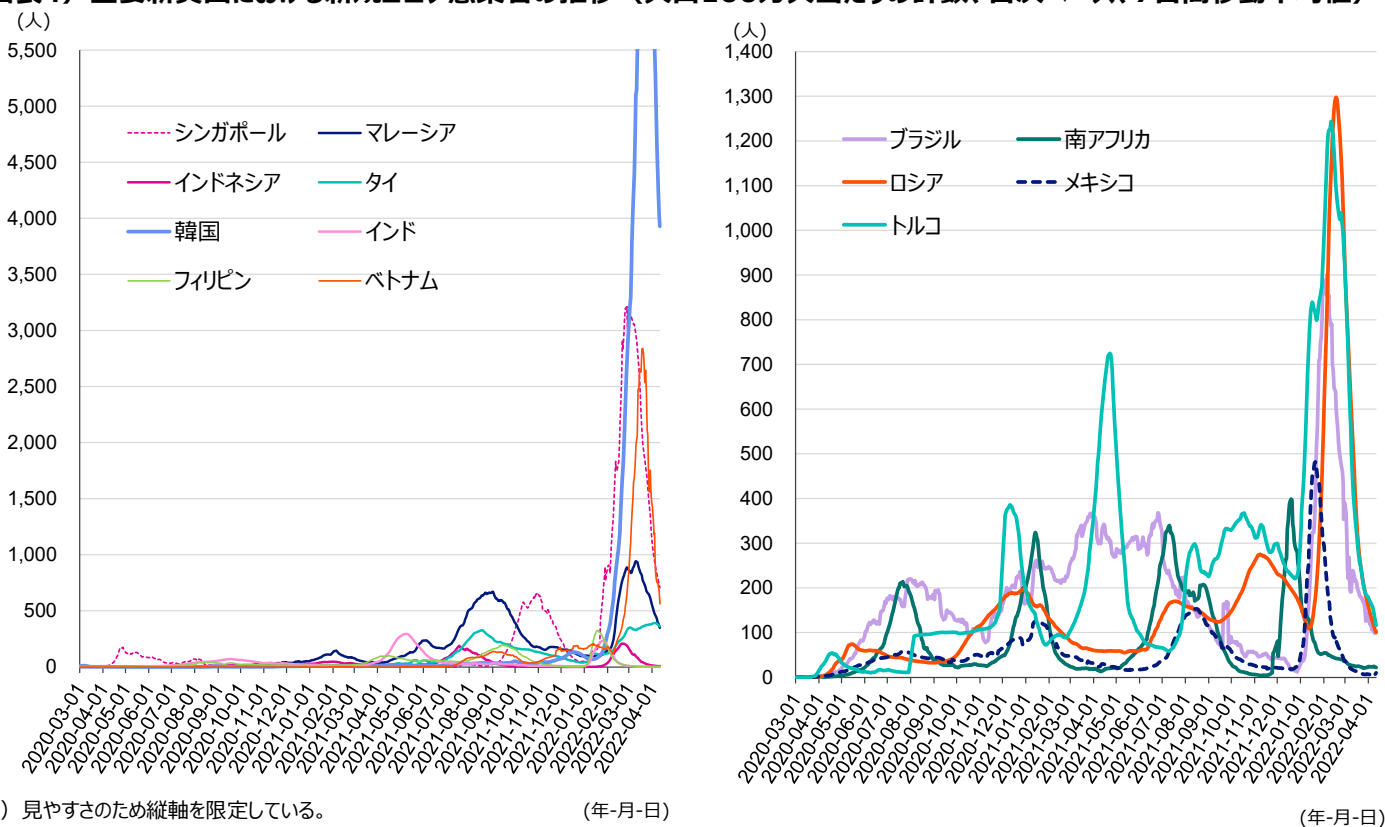
(注) 主要株価指数は、中国はCSI300、インドはセンセックス、韓国はKOSPI、台湾は加権、シンガポールはSTI、マレーシアはKLCI、タイはSET、インドネシアはジャカルタ総合、フィリピンはPCOMP、ブラジルはボベスパ、メキシコはBMV IPC、トルコはBIST100、南アフリカはTOP40、ベトナムはVNハノイ証取、米国はS&P500、欧州はストックス600、日本はTOPIX。

(出所) ブルームバーグよりインベスコ作成

ASEAN・インド市場に注目

こうした中で投資先として注目度が高まると考えられるのが、ASEAN諸国とインドです。これらの国々では、コロナの新規感染者数がタイを除いてピークアウトしてきており、経済再開の恩恵を享受するタイミングに入ってきました（図表4）。ASEAN諸国のほとんどにおいて、外国からの訪問者に対して入国制限を緩和する動きが直近で強まっていることも景気浮揚に貢献するとみられます（図表5）。これらの国々ではコロナ前の段階では、インバウンド訪問者の支出による観光収入が経済で比較的大きなウェイトを占めていましたが、コロナ禍の中で外国からの訪問者がほぼゼロとなり、景気に極めて大きな悪影響が及びました。制限緩和によってインバウンド需要が徐々に回復に向かうとみられることで、先行きを見据えての投資の促進という間接効果も期待できます。ロシアによるウクライナ侵攻を受けてこれら地域の株価が上昇していることは、海外からの資金が株式市場に入りつつあることを示唆しています（図表3）。米国での金融引き締めや欧州での景気の不透明感を受け、先進国に投資されていた一部の資金がこれらの国々への投資に回っている可能性も指摘できます。さらに、中国での人件費上昇や米中関係の変化に伴う地政学的な動きを反映して、これらの地域への直接投資が入りやすくなっています。私は、これらの状況を踏まえ、ASEAN・インド市場は投資先として短期的だけではなく、中長期的にも注目に値すると考えています。

（図表4）主要新興国における新規コロナ感染者の推移（人口100万人当たりの計数、日次ベース、7日間移動平均値）



（図表5）ASEAN各国で最近実施された入国制限緩和措置

国	講じられた措置
インドネシア	ワクチン接種が2回以上を完了している場合、入国時の政府指定施設での隔離期間を1日に短縮（3月8日）。バリ島観光の隔離なし入国を試験的に開始した（3月7日）
タイ	プーケット県では、7月よりワクチン接種済みの外国人観光客を隔離なしで受け入れる計画
マレーシア	ワクチン接種完了者に対する入国時の隔離措置を撤廃（4月1日）。ただし入国時の抗原検査は必須
フィリピン	ワクチン接種完了者に対する入国時の隔離措置を撤廃し、7日間のセルフモニタリングのみとする（3月24日）
シンガポール	ワクチン接種完了者に対する入国時の隔離措置を撤廃（4月1日）
ベトナム	ワクチン接種完了者に対する入国時の隔離措置を撤廃。また日英独などからの入国にビザ免除措置を復活（3月15日）

（出所）JETRO（日本貿易振興機構）等資料よりインベスコ作成

「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/insights/global-view.html>

発行日	タイトル
4月7日	FOMC議事要旨で米長期金利は当面のピーク圏に
3月31日	侵攻後の新情勢を踏まえた経済・市場見通し
3月24日	中国：1-2月の経済指標の評価と今後の展望
3月17日	FRBが実質ゼロ金利解除。タカ派化の背景は？
3月10日	中国が大規模な財政出動を決定
3月3日	世界景気の悪化を想定する金融市場は合理的？
2月24日	ロシアによるウクライナ侵攻とグローバル金融市場
2月17日	インフレ情勢を把握するための米国経済指標ガイド
2月10日	賃金上昇率の低さが日銀の緩和長期化を導く
2月3日	FRBやコロナの動きを踏まえた当面の市場見通し
1月27日	タカ派色を強めたFOMC
1月20日	米国長短金利はどこまで上昇？
1月13日	FRBがQT（量的引き締め）を前倒す理由
1月6日	政策対応強化で中国経済は底打ちへ
12月16日	2022年に3回の利上げ見通しを打ち出したFOMC
12月9日	米国：「最大雇用」に向けた動きが加速

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

MC2022-047