

令和4年度 第1回「ASEANワークショップ」

パート1「ウクライナ情勢や新興国の資金フローから見るASEANの
マクロ経済リスク」

パート2「ASEANを取り巻くサプライチェーンの変化」

2022.11

みずほリサーチ&テクノロジーズ

【マクロ経済リスク】

調査本部

主席エコノミスト

対木さおり

saori.tsuiki@mizuho-rt.co.jp

【サプライチェーン】

調査本部

エコノミスト

越山 祐資

yusuke.koshiyama@mizuho-rt.co.jp

1. 「ウクライナ情勢や新興国の資金フローから見る ASEANのマクロ経済リスク」

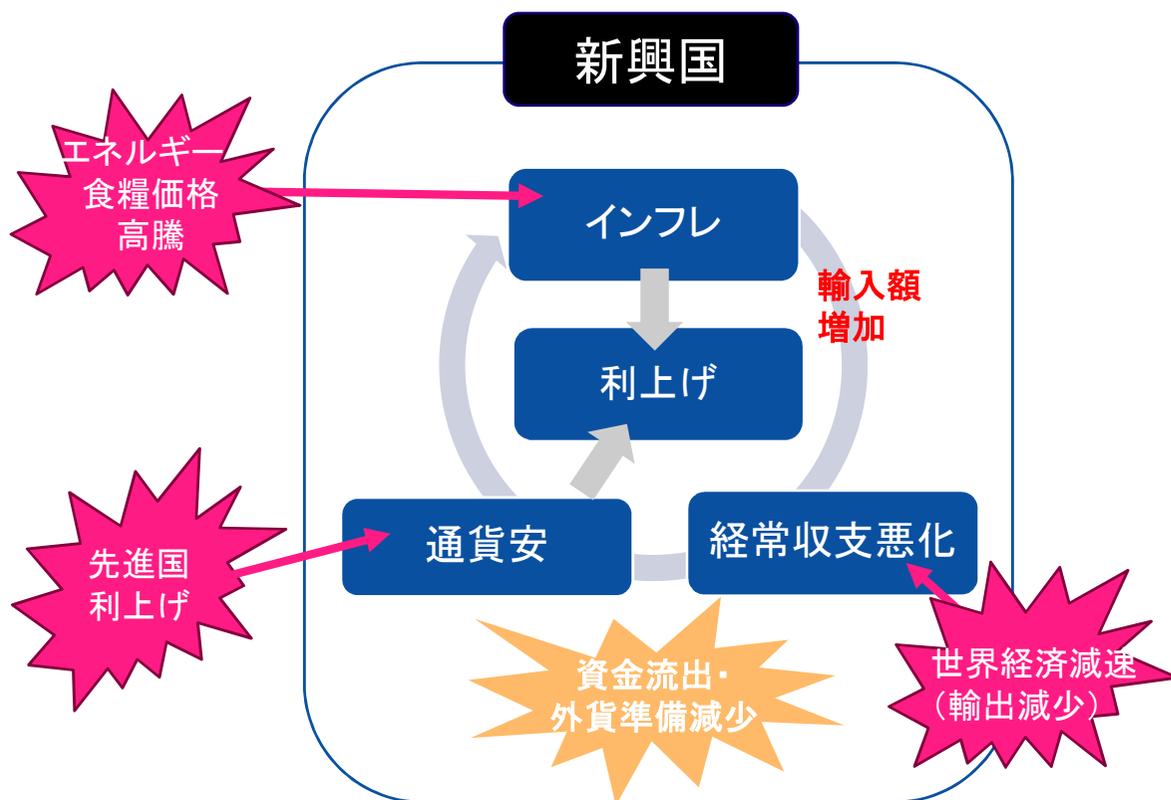
新興国が直面するインフレ・外需減速・通貨安・利上げの悪循環リスク

■ 新興国を取り巻く内外のマクロ経済環境は悪化

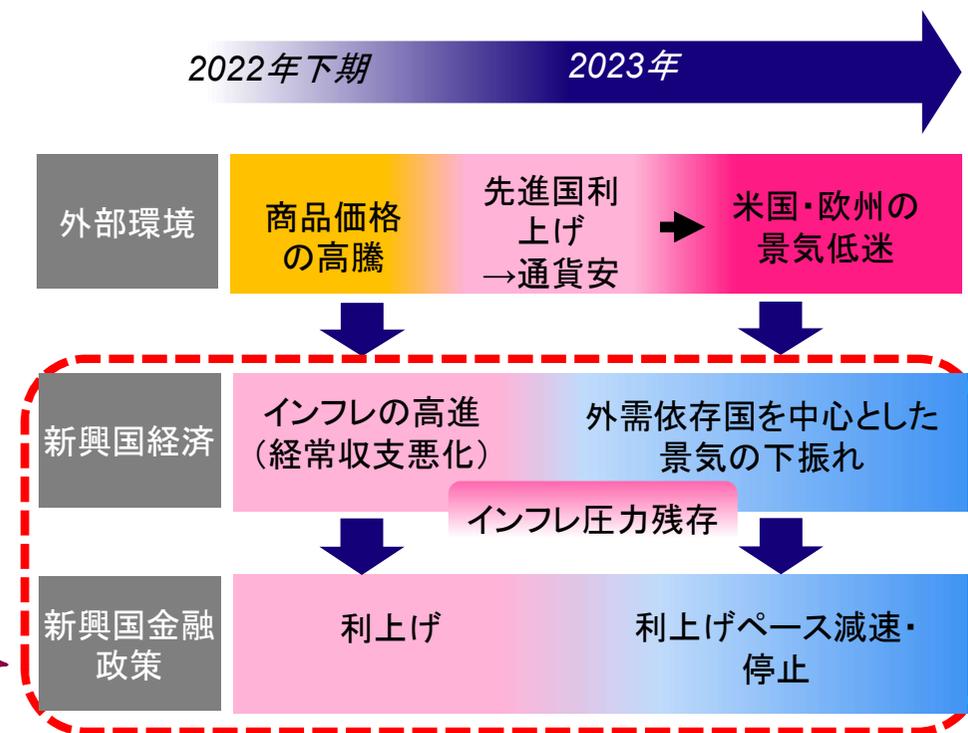
- 「商品価格高騰を発端とするインフレ⇒輸入額が膨らみ経常収支悪化⇒通貨安⇒更なるインフレ」の悪循環
- インフレと通貨安に対応した利上げで内需にブレーキ、世界経済の減速で経常収支悪化に拍車

■ 今後を見通す上で、①世界経済減速に伴う外需の悪化、②インフレや通貨安に伴う利上げの行方がポイント

新興国を取り巻くマクロ経済環境の変化の整理



新興国経済の見通しポイント



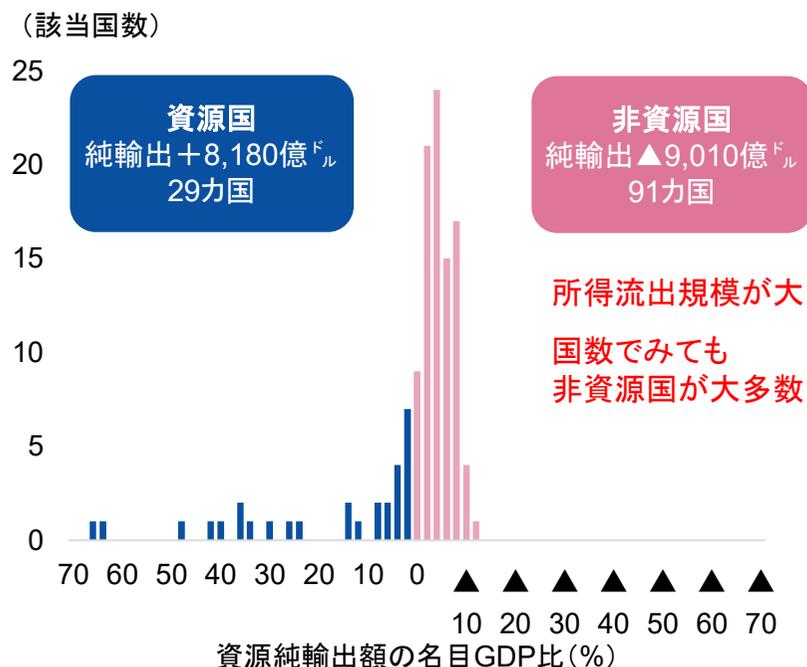
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

資源インフレ: 非資源国の所得流出が大。インフレと貿易収支悪化が内需にダメージ

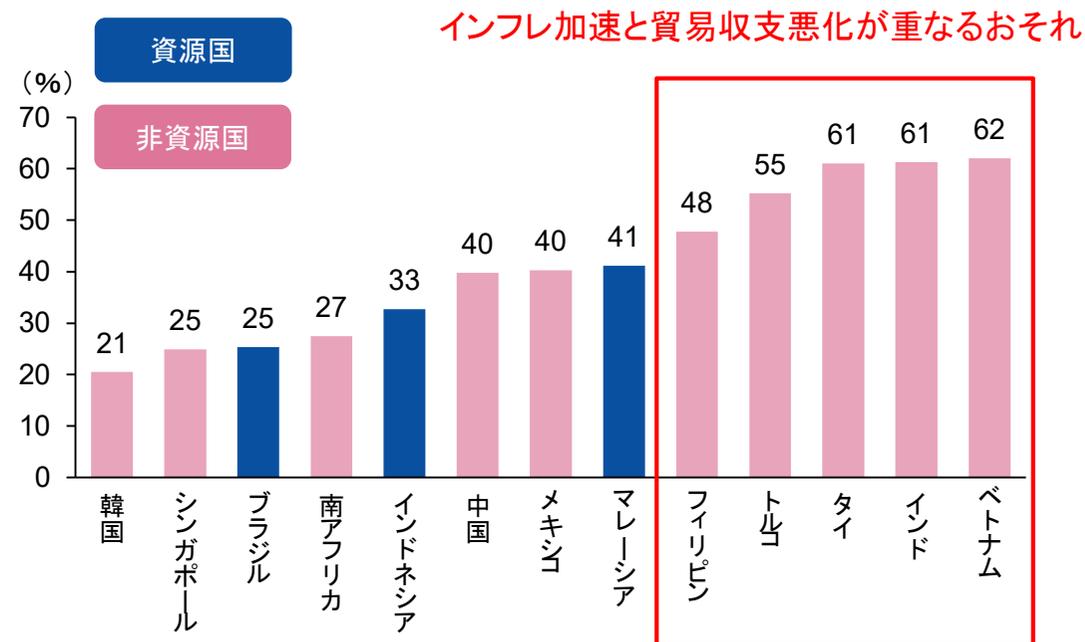
- 新興国全体では非資源国からの所得流出規模が大。資源高の恩恵はごく一部の国に集中
 - 資源国の純輸出総額は8,180億ドル、非資源国は▲9,010億ドル。国の分布をみても非資源国が大多数
- 消費に占める食品・エネルギー比率が高い非資源国ではインフレと貿易収支悪化が重なり内需へのダメージが大
 - ベトナム、インド、タイ、トルコ、フィリピンは消費に占める食品・エネルギー比率が高く、かつ資源の純輸入国
 - 中国も資源の純輸入国ながら、他の新興国対比では国外依存度は低

資源国・非資源国の分布数



(注) 新興国はIMFのEMDEに対し、主な新興国(中国、NIEs、ASEAN5)を追加した120カ国。ロシアを除く
資源貿易は、穀物(HS10~12類)・エネルギー(HS27類)の純輸出額(名目GDP比、%)。データは2018年時点
(出所) UN COMTRADE、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

CPIに占める食品・エネルギーのウェイト

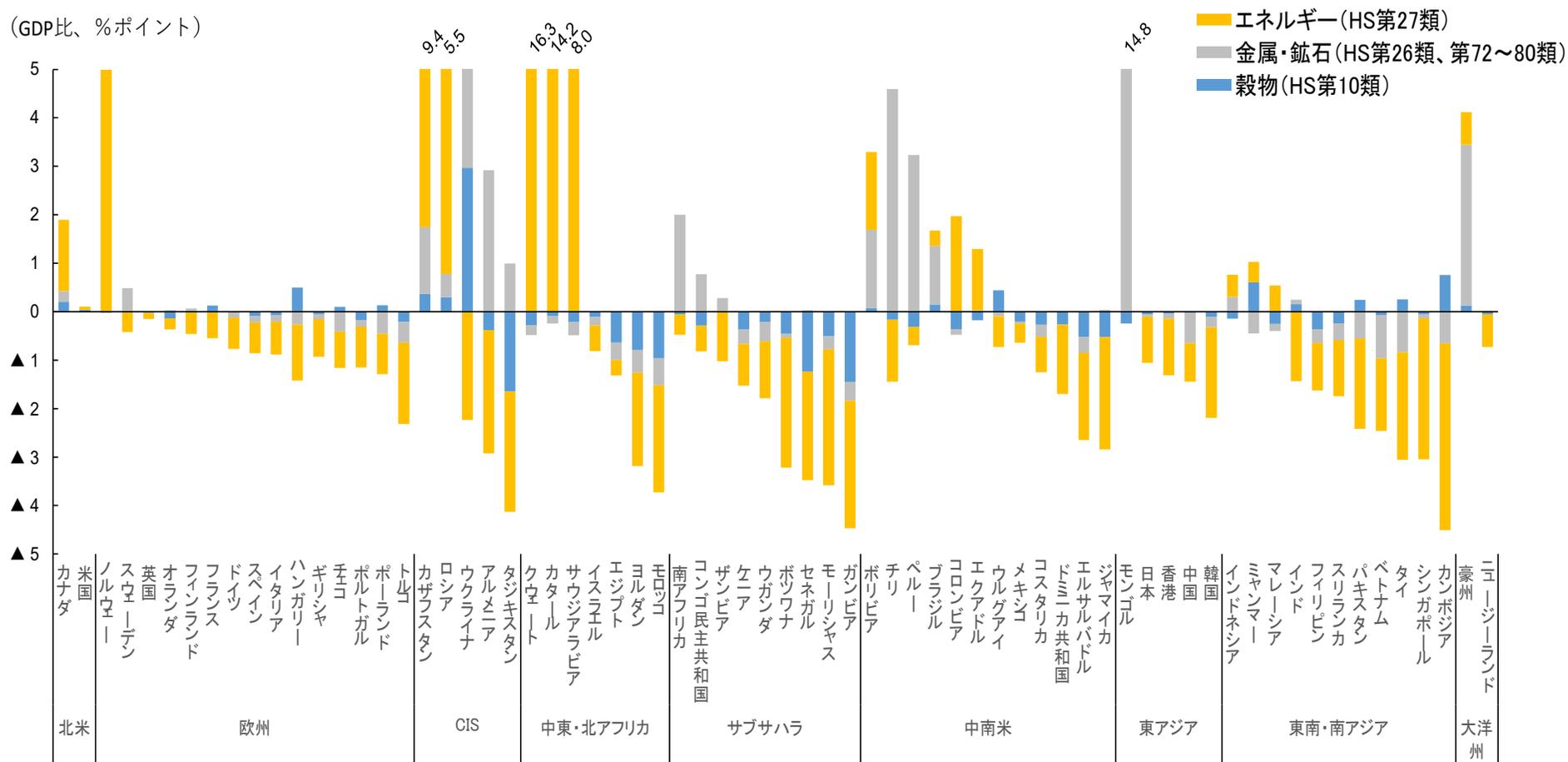


(注) CPIバスケットのうち、飲食料品、自動車燃料、電気・ガス料金のウェイトを合計したもの(一部のウェイトは大分類によるため、比率が高くなる点に留意されたい)
資源貿易は、穀物(HS10~12類)・エネルギー(HS27類)の純輸出額(名目GDP比、%)
(出所) CEIC data、UN COMTRADE、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

資源高の影響は新興国で顕著

- 資源価格の上昇による各国の貿易収支に与える影響は、先進国より新興国に与える影響が大

資源価格が50%上昇した場合の貿易収支への影響



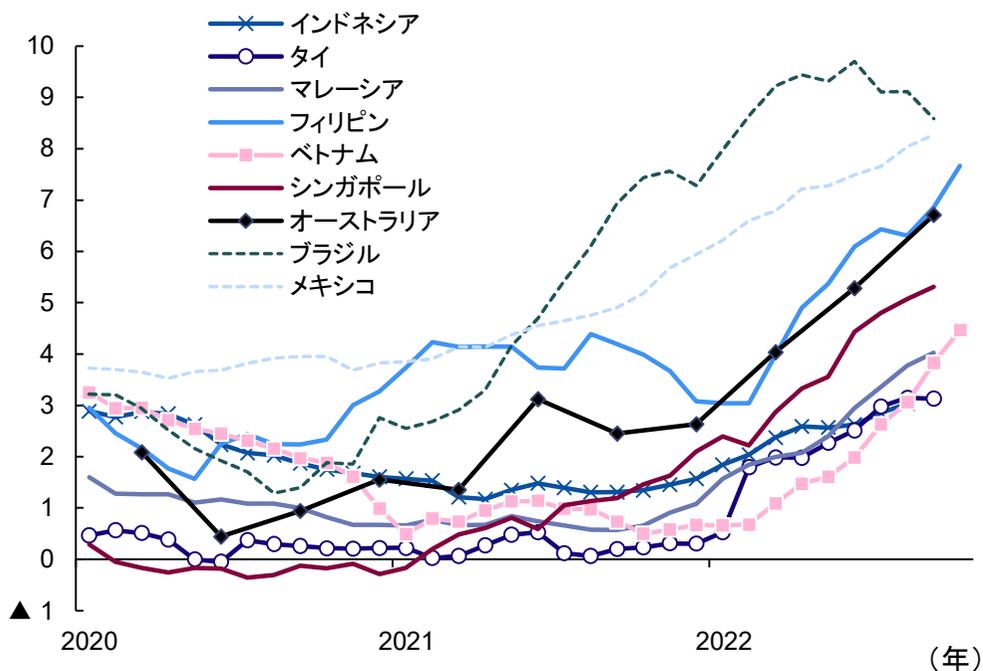
(注) 輸出入数量は変化せず、価格変化の影響のみを考慮した場合の試算値。2020年実績ベース
 (出所) IMF、国連統計局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

物価：長引く原材料高などを背景にインフレ率は高止まり

- 足元では商品価格がピークアウトも、依然各国のインフレ率は記録的な伸び
 - 変動の大きいエネルギー・生鮮食品を除いたコア物価は加速。幅広い財・サービス価格の上昇を示唆
- 先行き、商品価格は増勢一服も高水準持続の見込み。収益圧迫で値上げは避けられず、インフレ圧力が続く公算
 - 米欧のタカ派的金融政策も新興国通貨の復調を抑制するとみられ、輸入インフレ後退には時間を要する可能性
 - アジア開発銀行は9月の見通し改定でインフレ見通し(7月)を上方修正。2023年は、各国ともインフレ目標対比で高めのインフレ率に着地するとの見方

各国のコア物価

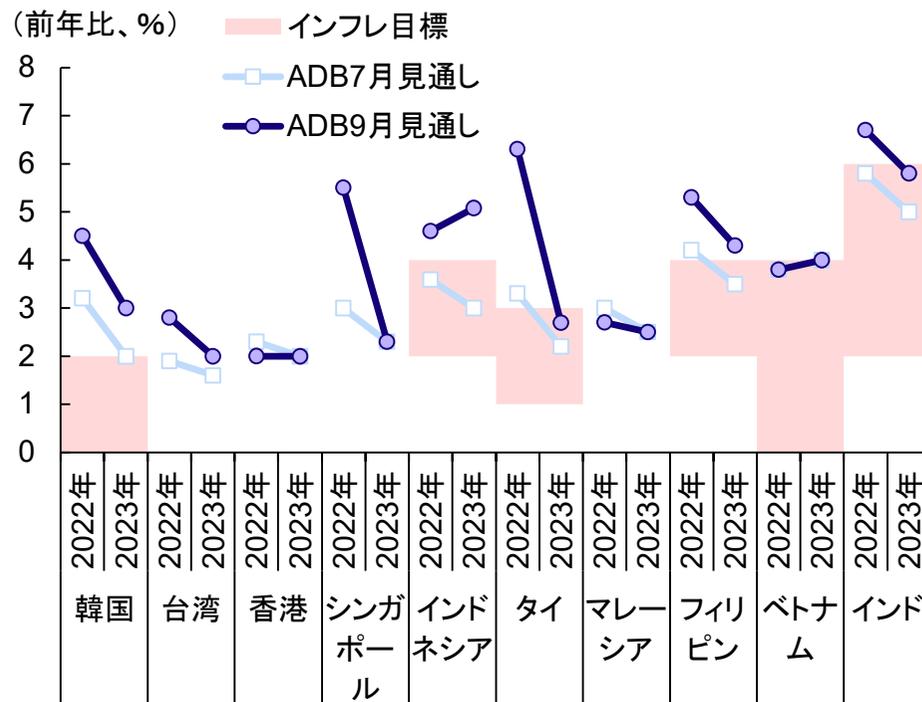
(前年比、%)



(出所) CEIC、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ADBのインフレ率見通し

(前年比、%)

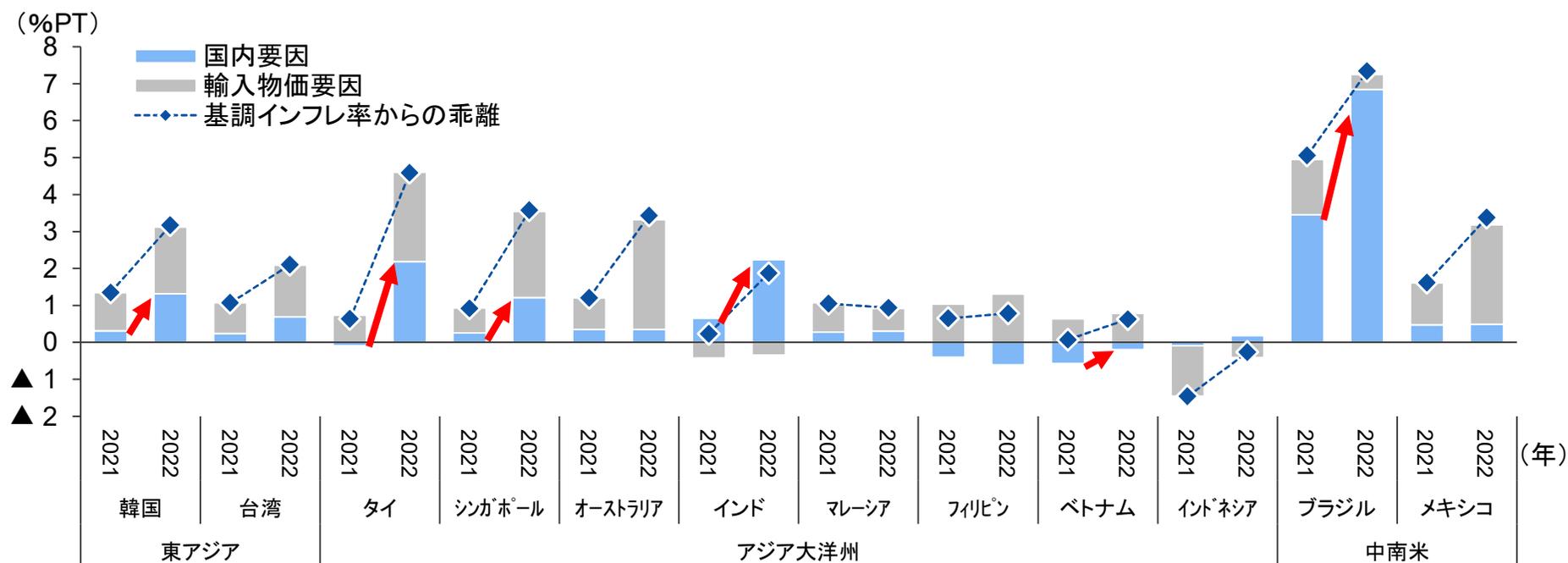


(出所) ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

物価：足元では、商品価格高騰や供給回復の遅れを背景にインフレが加速

- 主要新興国はほぼ一様にインフレ加速。特に、中南米やアジア非資源国では基調インフレ率からの上振れが大きい
 - 商品価格高騰や通貨安などで、輸入物価に起因するインフレが進行
 - 加えて、多くの新興国では2022年以降、国内要因による物価押し上げ幅が拡大
 - 行動規制緩和を受け、個人消費を中心に需要回復が加速。一方、物流停滞や人手不足などを背景に供給サイドの回復が遅れていることで、モノやサービスの価格が押し上げられている模様

基調インフレ率からの上振れ(オーバーシュート)

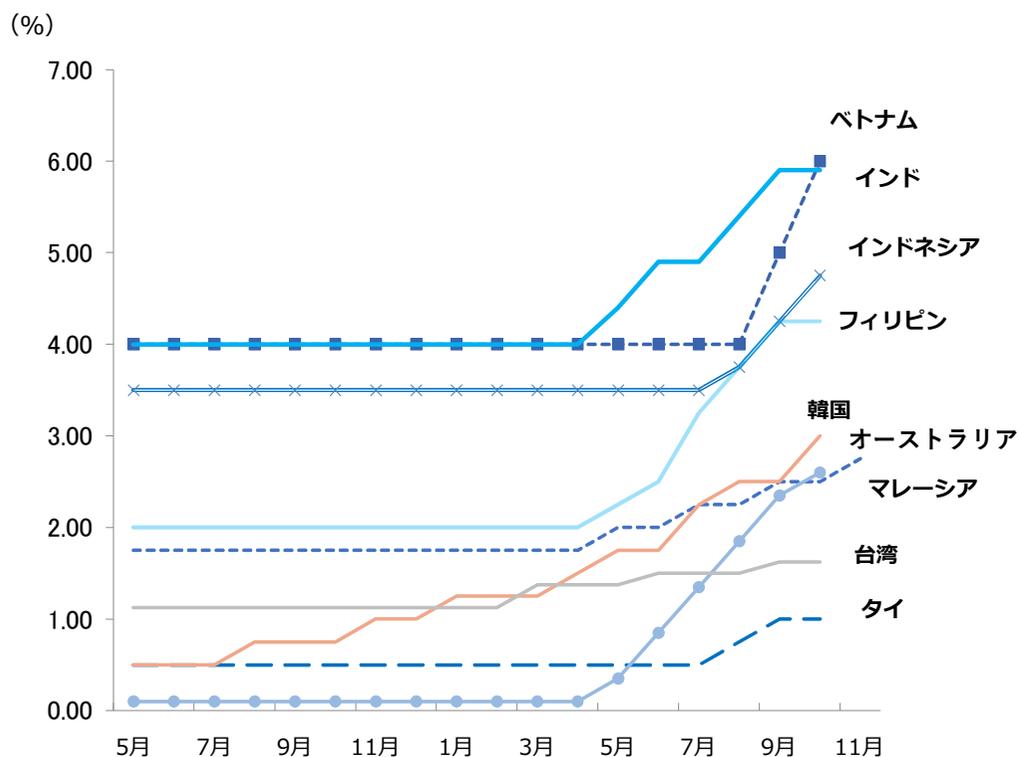


(注) 1. 2022年は1~5月の平均値
 2. 基調インフレ率は、コアインフレ率の2017~2019年平均値とした
 3. 国内要因は、各国の消費者物価上昇率の基調からの乖離を輸入物価指数(ラグ項含む)に回帰し、輸入物価要因を取り除いたもの
 (出所) 各国統計、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

金融政策:引き締めモードに転換

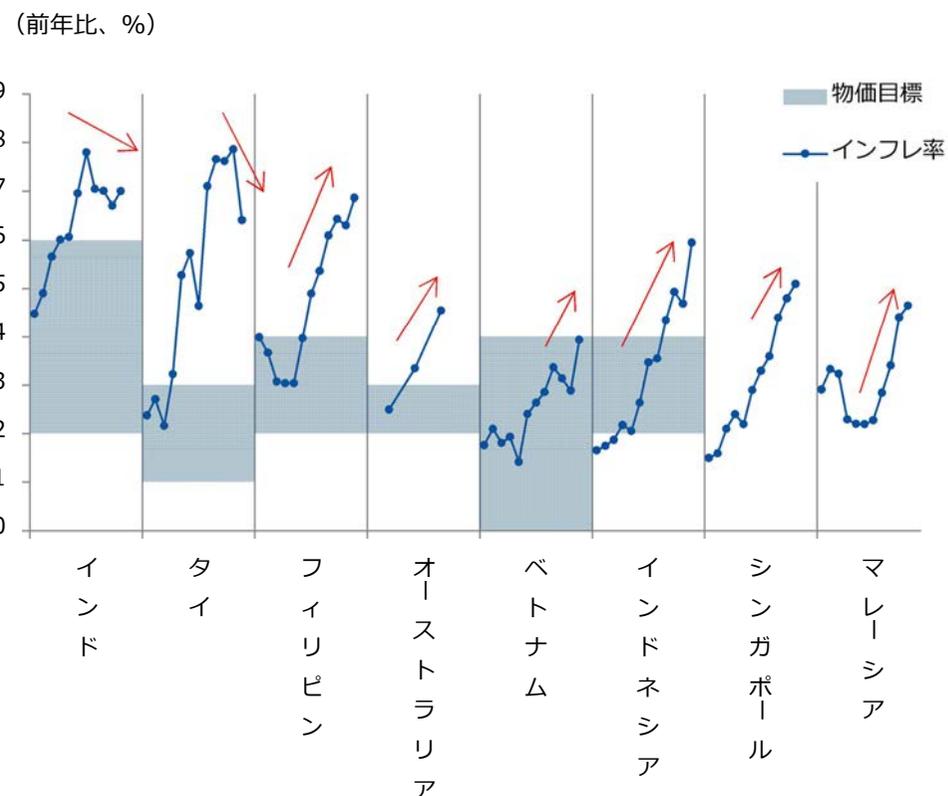
- ASEAN主要国は利上げに転換
 - 最後に残っていたベトナムも、9月に100bpの利上げを実施後、10月も利上げ実施
- 物価について、多くの国で急速な上昇が確認される。足元は資源価格の寄与が大きいものの、内需回復が続く中、他の財やサービス価格でも価格上昇が広がる

政策金利



(出所)各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

消費者物価の動向

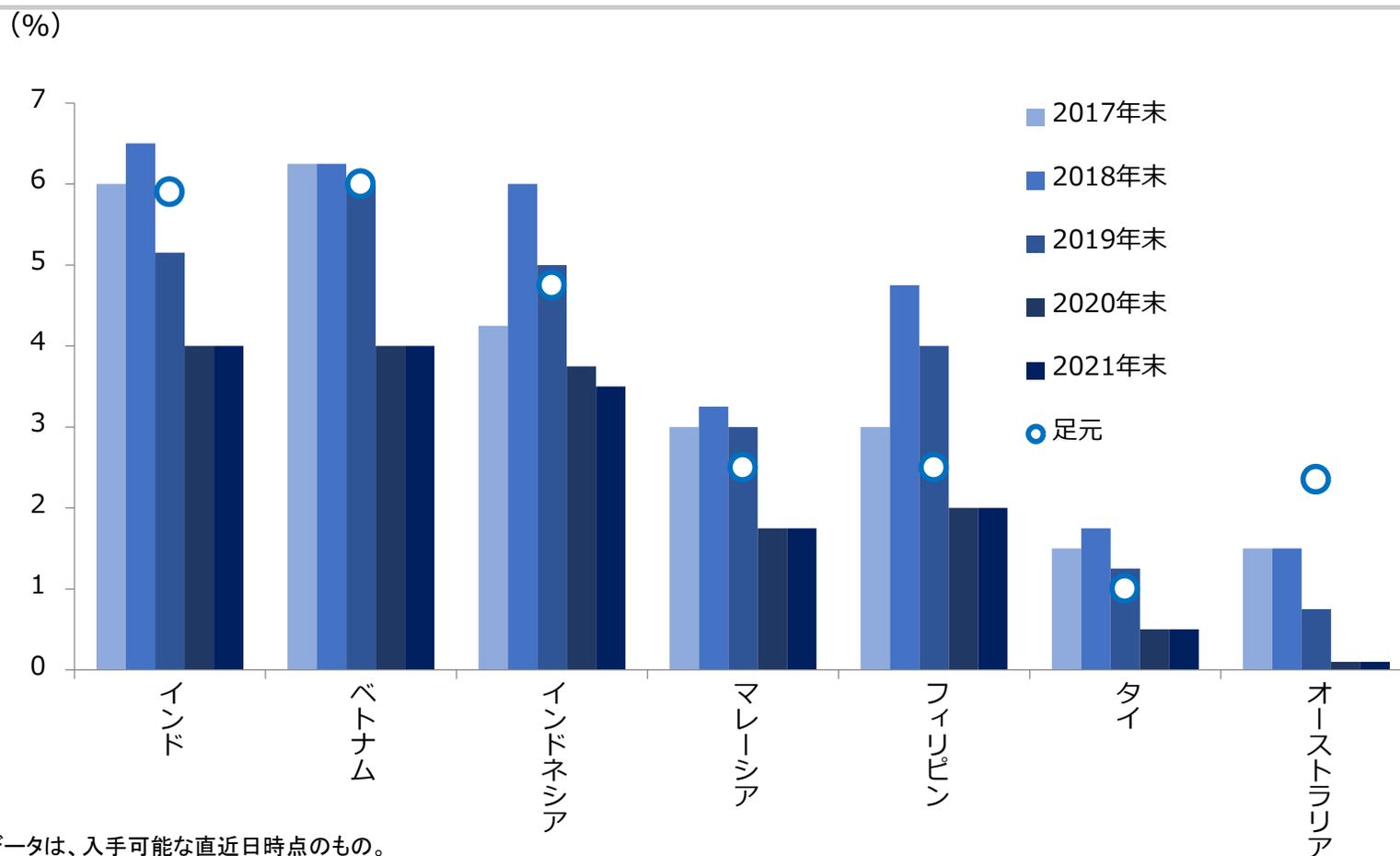


(出所)各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考)過去の政策金利水準との比較

- アジオセ地域のほとんどが利上げに転換
— 2017年以降の政策金利のピークに接近

各国の政策金利水準



(注)直近月のデータは、入手可能な直近日時点のもの。

(出所)各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

景気全般:コロナ規制緩和はプラスだが、インフレが実質消費を下押し

- 規制緩和が継続する中、観光需要は力強い回復が続く
 - 観光客数はASEANでもコロナ禍前の3~4割に回復
- ASEANの消費関連指標は、春先まで持ち直しが顕著だったが、財消費の拡大ペースは足元で一服感
 - 消費者物価を考慮した実質ベースで見ると、回復ペースは明確に鈍化

世界の観光客数

		2021												2022							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8
欧州	スペイン	12	8	12	12	26	37	67	82	67	71	51	48	40	50	58	82	92	96	-	-
	イタリア	16	16	16	15	24	37	59	89	88	68	45	38	40	44	50	64	77	-	-	
	オランダ	8	7	8	9	16	23	43	47	49	62	49	18	15	34	58	86	88	90	-	-
	フランス	7	7	9	8	11	-	93	##	72	49	34	37	28	33	45	-	-	-	-	-
	ドイツ	5	6	7	7	9	20	56	62	54	57	41	29	21	31	39	61	76	-	-	-
米州	米国	16	11	16	21	27	26	30	33	28	32	43	52	38	34	49	65	65	-	-	-
	メキシコ	43	40	57	60	68	73	78	68	59	77	93	99	81	84	101	95	94	95	-	-
	カナダ	4	4	5	5	5	6	10	22	25	24	21	28	11	16	23	37	53	81	-	-
	アルゼンチン	4	2	2	2	1	1	1	1	1	3	12	19	29	24	34	49	45	41	-	-
	コスタリカ	24	21	34	34	37	48	59	47	33	38	58	83	72	77	-	-	-	-	-	-
アジア オセアニア	シンガポール	1	1	2	2	1	1	1	1	1	2	3	6	4	4	8	19	26	34	46	-
	タイ	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	3	7	4	5	6	9	16	23	34	-
	ベトナム	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1	1	2	3	7	12	16	23	32
	カンボジア	4	4	5	2	2	2	2	2	2	2	3	6	8	9	12	15	19	30	-	-
	インド	9	11	14	9	2	4	8	9	12	20	28	33	22	26	38	43	47	57	70	-
オーストラリア	1	1	1	3	5	5	2	1	1	1	3	9	8	11	22	30	29	35	-	-	
東アジア	日本	2	0	0	0	0	0	2	1	1	1	0	1	1	2	5	6	5	5	-	
	韓国	4	4	5	5	5	5	6	7	6	6	6	6	7	7	9	12	16	18	-	
	台湾	2	2	3	3	1	0	1	1	1	2	2	1	1	1	3	4	5	6	7	-

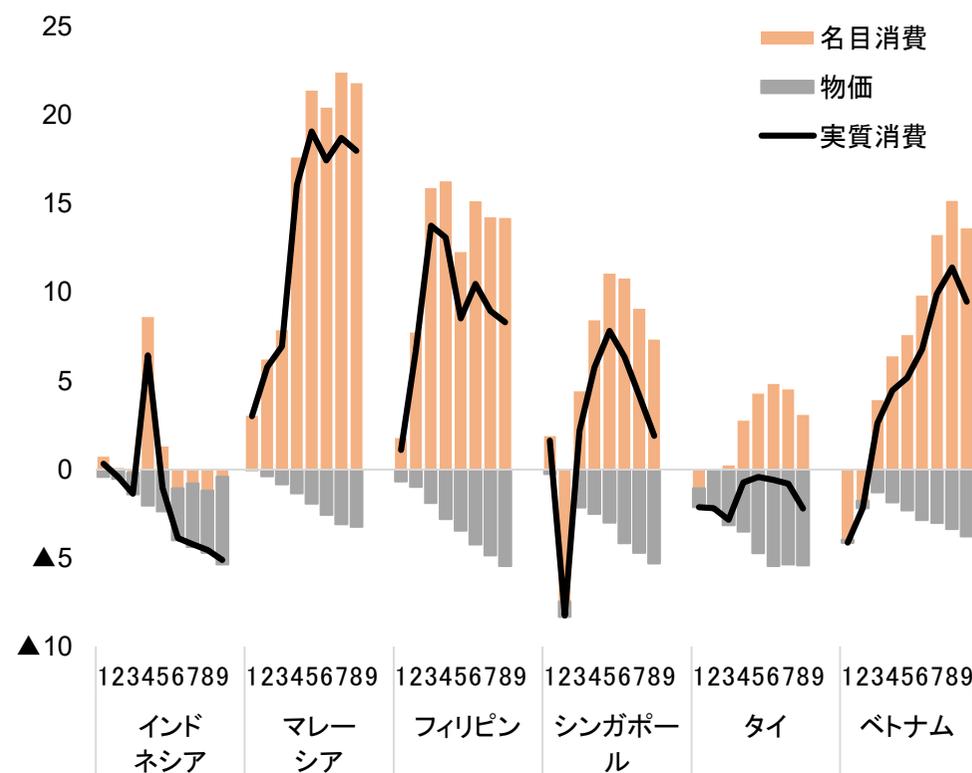
低迷 堅調

(注)コロナ前水準=100

(出所)各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ASEANの実質消費の動向

(2021年12月対比、%)

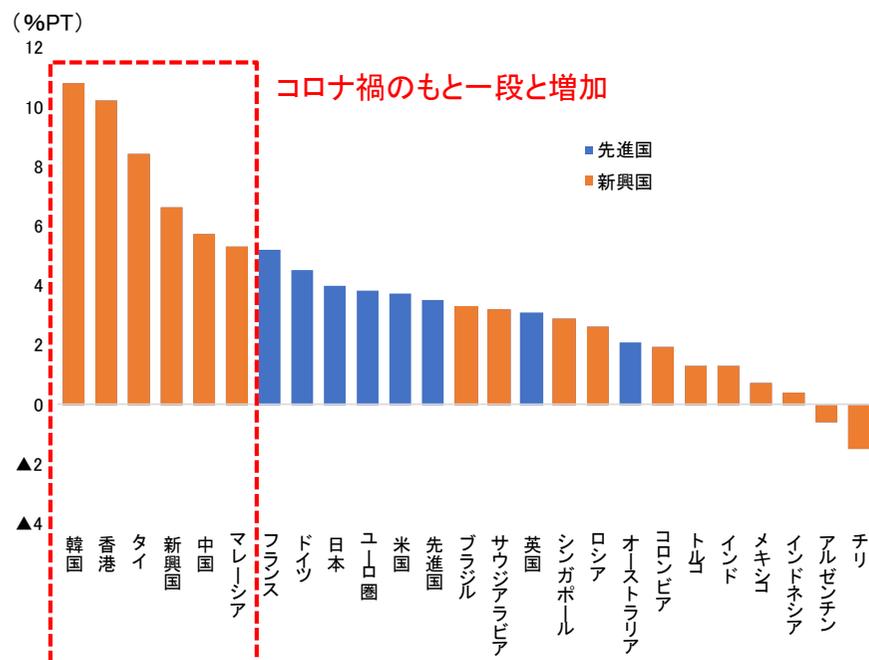


(出所)各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

利上げの影響: コロナ禍で積み上がった家計債務が先行きの個人消費の重石に

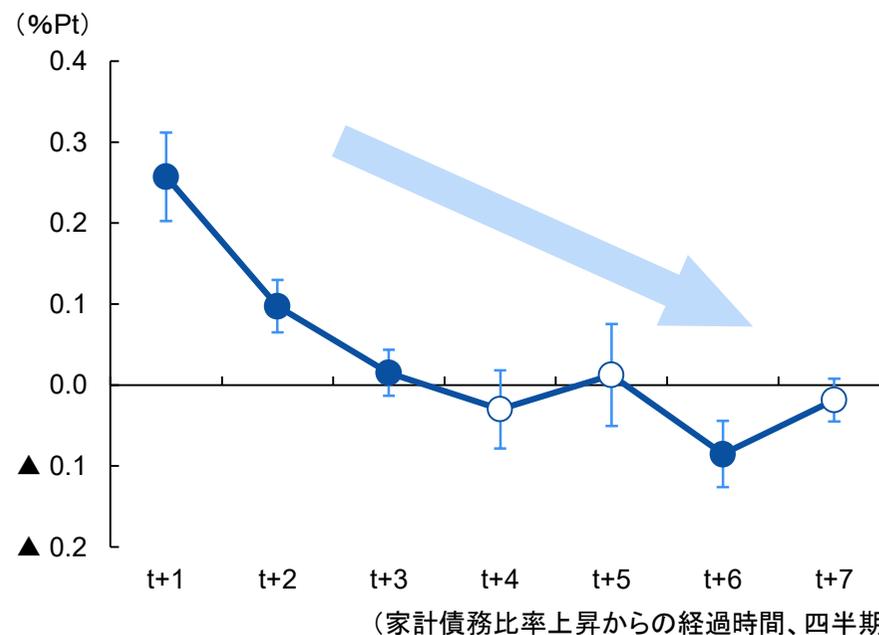
- コロナ禍の所得減少や金利低下を背景に、新興国を中心とした多くの国で家計債務比率が上昇
 - 家計債務は住宅ローンを中心に増加。中国や韓国、タイでは消費者信用などの借入拡大も押し上げ要因に
- 積み上がった家計債務は、先行きの個人消費の重石に
 - 家計債務の増加は足元の需要拡大に寄与も、返済負担の増加が徐々に消費の伸びを抑制する見込み
- さらに利上げの影響も加わり、家計を圧迫へ
 - 債務が急増した中国、韓国、タイなどに要注意

家計債務の増加幅(対GDP比、%)



(注) 2019年Q4から2021年Q2にかけての変化幅。個人事業向け貸出を含む
(出所) BIS(国際決済銀行)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

家計債務比率上昇による個人消費成長率への影響

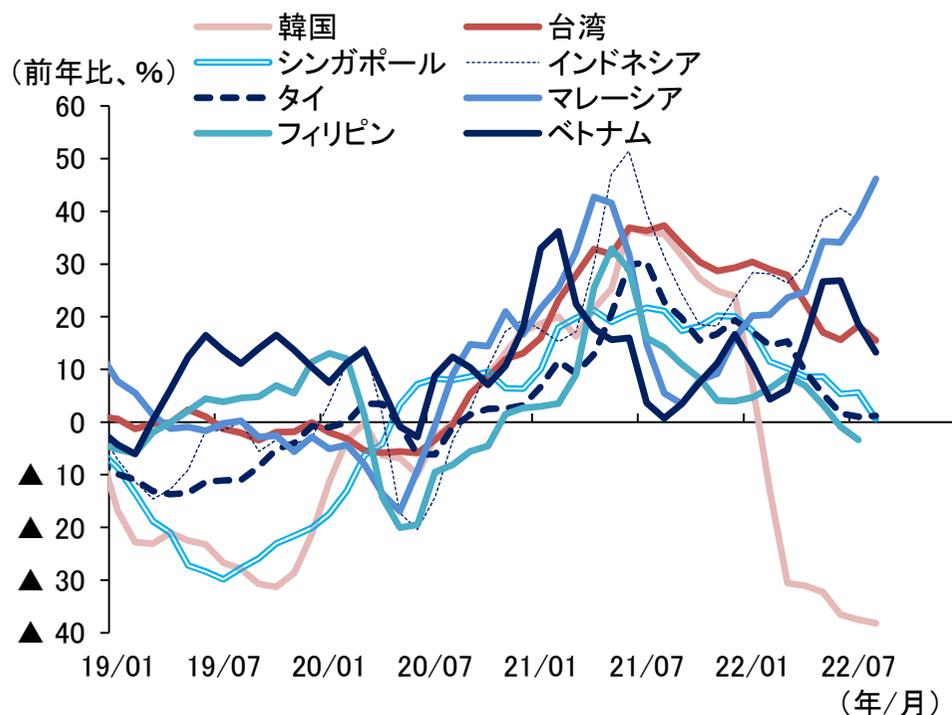


(注) 38カ国、1982~2021年のデータを用いて自己回帰分布ラグ(ARDL)モデルにより推定。白抜きは有意でない結果、エラーバーは±1σ(標準偏差)誤差範囲を示す
(出所) BIS、OECD、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

外需: 海外経済の減速を受けて輸出は鈍化の兆し。外需依存国を中心に景気下押し

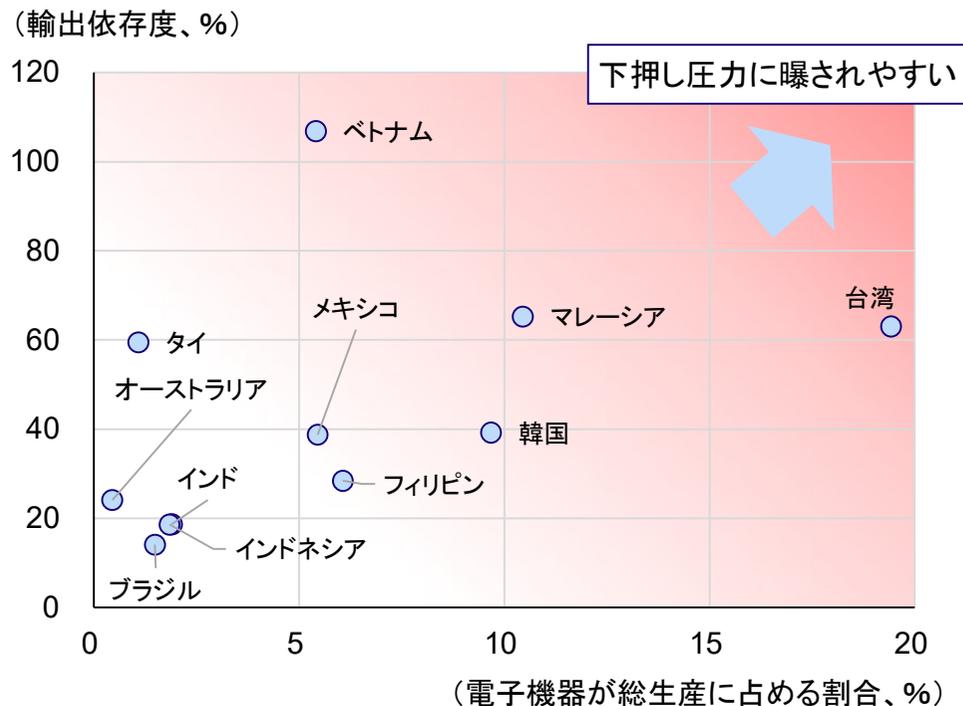
- エレクトロニクスセクターでは輸出下振れの兆候
 - ASEANのエレクトロニクス輸出はコロナ禍の巣ごもり需要で急伸も、脱コロナの進展に伴い足元は減速
 - 2023年にかけては、利上げが進行中の米欧向けを中心に、エレクトロニクス製品需要の調整が続く見込み
- 輸出依存度が高いベトナムや、生産に占めるエレクトロニクスのウェイトが大きいNIEs、マレーシアで下押し圧力が強まる公算大

アジアのエレクトロニクス輸出



（注）3カ月後方移動平均の前年比
 （出所）各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

輸出・エレクトロニクス生産依存度

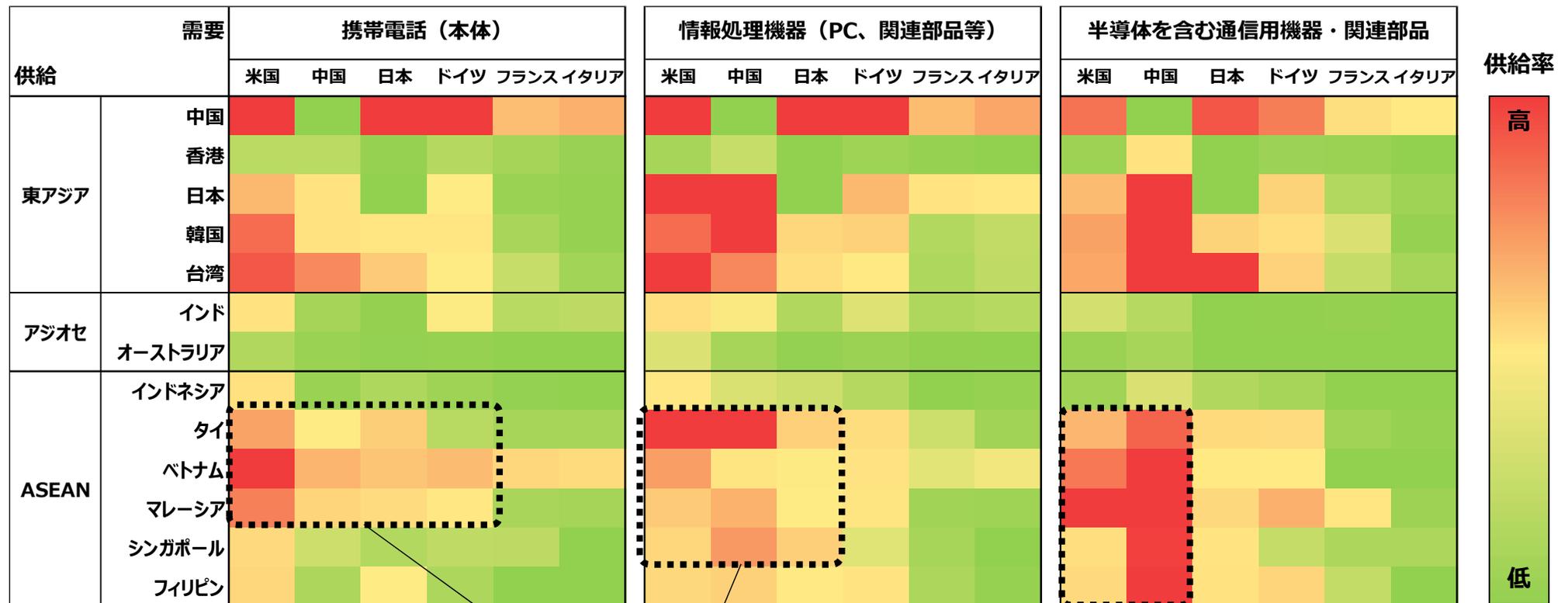


（注）輸出依存度はGDP対比、名目ベース
 （出所）世界銀行、ADB、台湾行政院主計総処より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ASEANはエレクトロニクス製品の世界的な供給拠点

- 主要国のエレクトロニクス需要に対して、ASEANの供給比率が大⇒米中の需要減速を受けやすい体質

エレクトロニクス製品の需給マップ:地域別の需要(横軸)と供給(縦軸)の関係



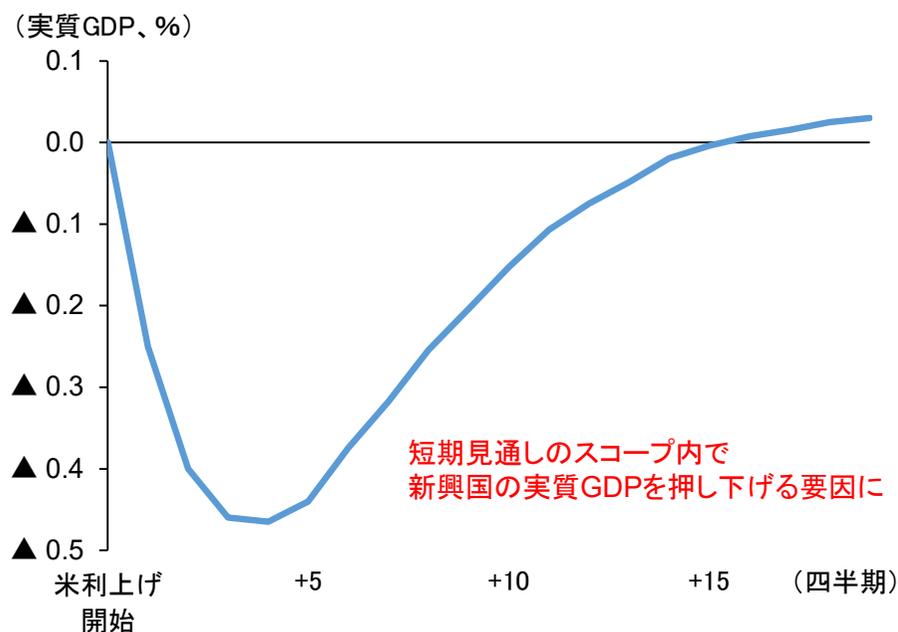
ASEAN各国はエレクトロニクス製品供給の中心
⇒特に米中の需要減速を受けやすい

(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

短期的リスク: インフレ・通貨安と金利上昇が新興国の景気回復の足枷に

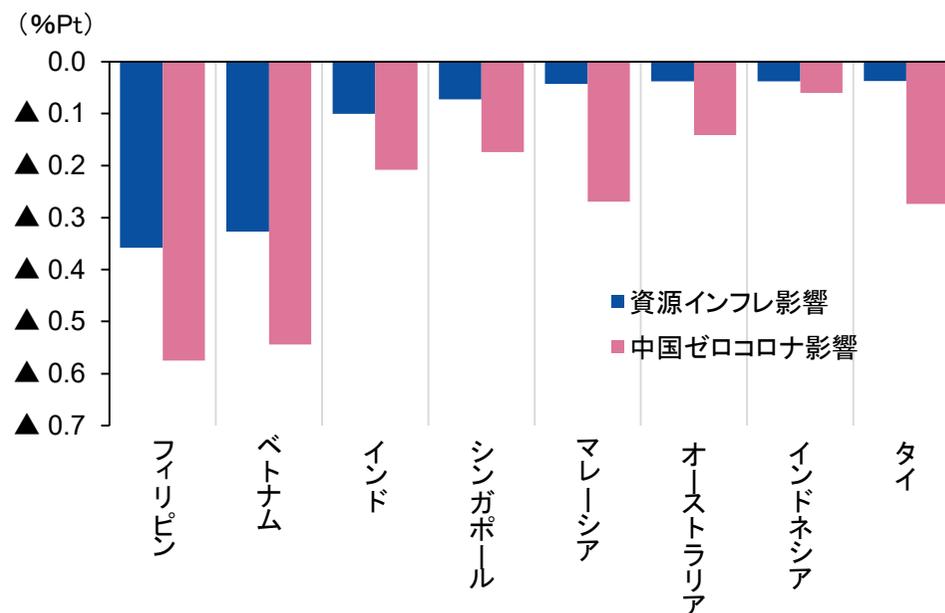
- 米利上げは通貨安や資金流出圧力を通じて、新興国の景気にダメージ
 - 先行研究(NY連銀)では、1%Ptの米利上げが1~2年後に新興国全体の実質GDPを最大0.45%程度押し下げ
- 加えて、今次局面では資源高によるインフレ圧力や中国経済減速の波及懸念も
 - これらの影響の深度は国によってばらつきが大きく、潜在的な下振れ幅が大きい国では通貨安や資金流出圧力に晒されやすくなるおそれ

1%の米政策金利上昇に対する新興国GDPの感応度



(出所) NYFed (2021) "How Does U.S. Monetary Policy Affect Emerging Market Economies?" より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

資源高と中国経済減速に対する新興国GDPの感応度

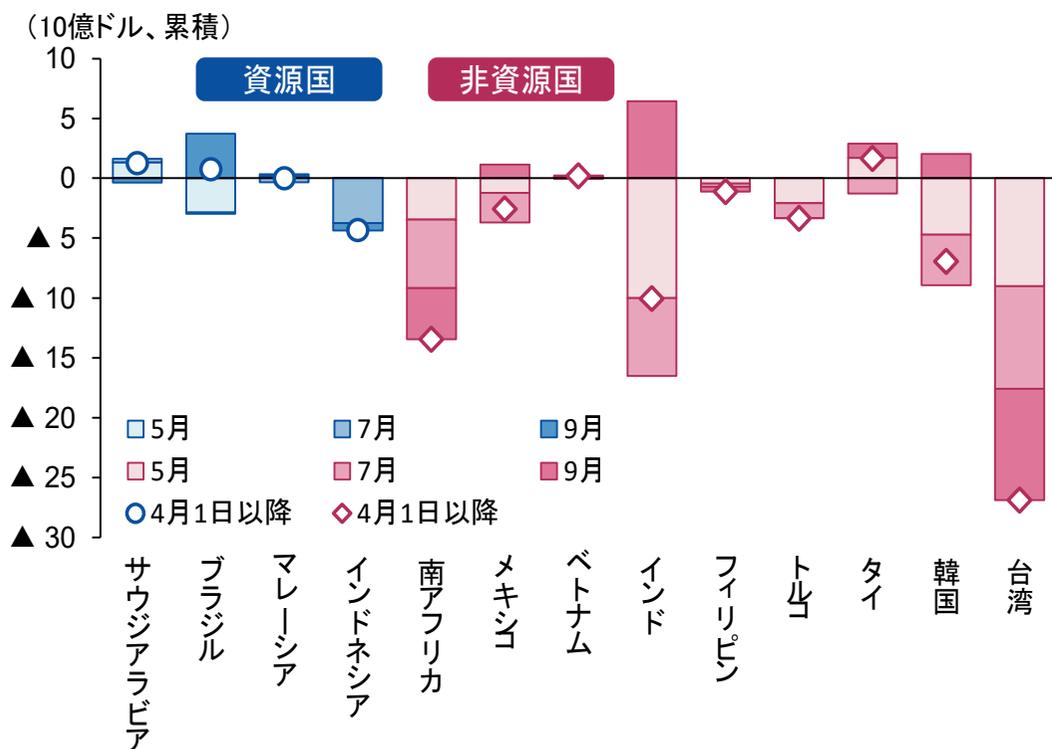


(注) インフレ影響: 原油価格、小麦価格の上昇(前年比10%)に対する各国CPIの感応度をもとに内需への影響を試算したもの
 中国ゼロコロナの影響: 北京などで短期ロックダウンが頻発した場合、供給制約や中国需要の減速による各国GDPへの影響を試算したもの
 (出所) ADB、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

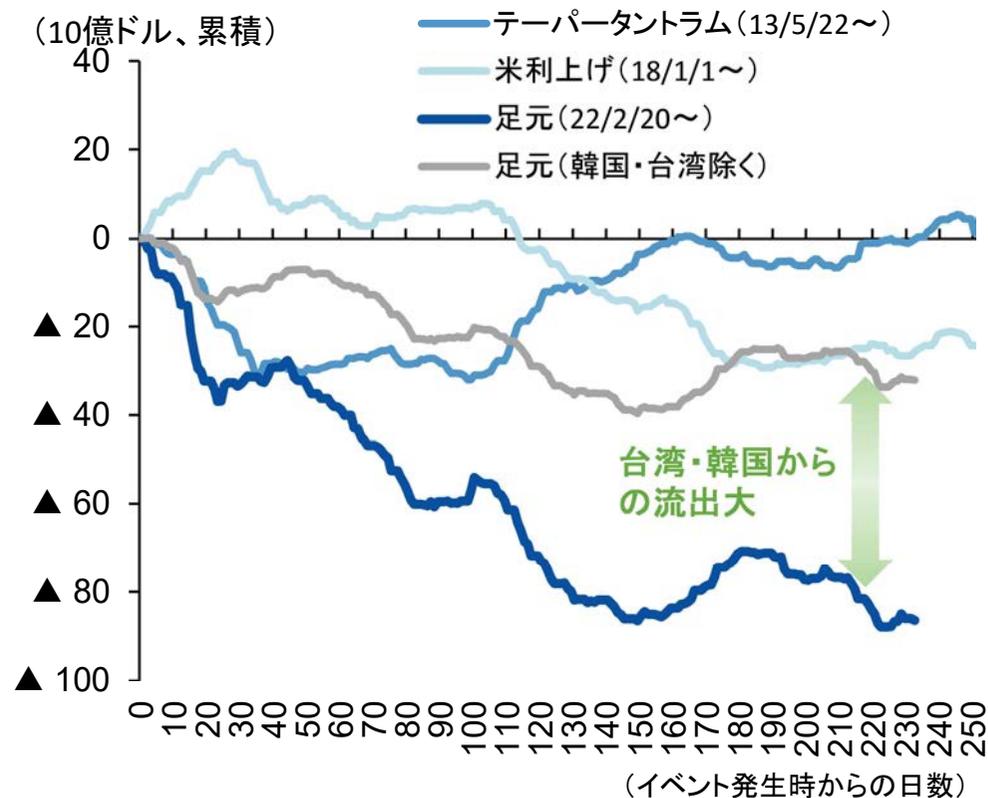
新興国は非資源国を中心に資金流出継続。国毎の濃淡の強さが今次局面の特徴

- リスクオフの動きが強まる中、主要新興国の中では非資源国を中心に資金流出圧力が高まる
 - ウクライナ情勢が緊迫化した2月20日以降の累積資金フローをみると、**非資源国を中心に資金流出が進む**
 - 5月にはインドネシアやブラジルが流出超に転じ、資源国も勢いを失いつつある形
 - 台湾や韓国などは世界的な半導体需要の減速懸念が下押し

資金流出動向



資金フローの累積的变化(主要新興国)



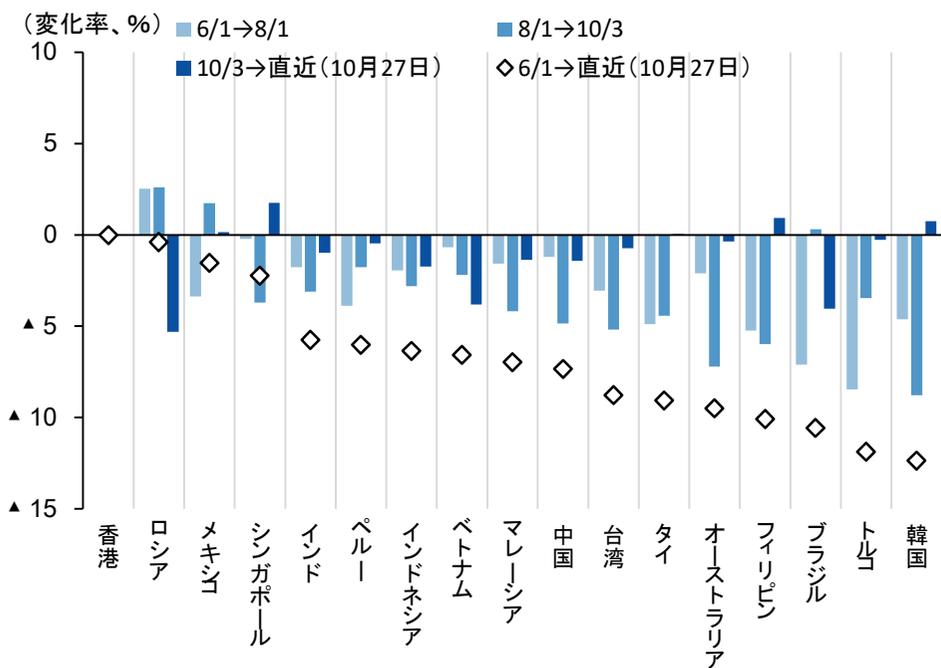
(注) 2022年4月1日以降の資金フローの累積変化。各月末までの2か月分データの累積
(出所) IIF(国際金融協会)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 主要新興国とは、インドネシア、インド、タイ、南ア、ブラジル、フィリピン、トルコ、サウジ(テーパータントラム除く)、メキシコの合計
(出所) IIF(国際金融協会)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

通貨安は進展も、主要新興国でのデフォルトリスクは限定的

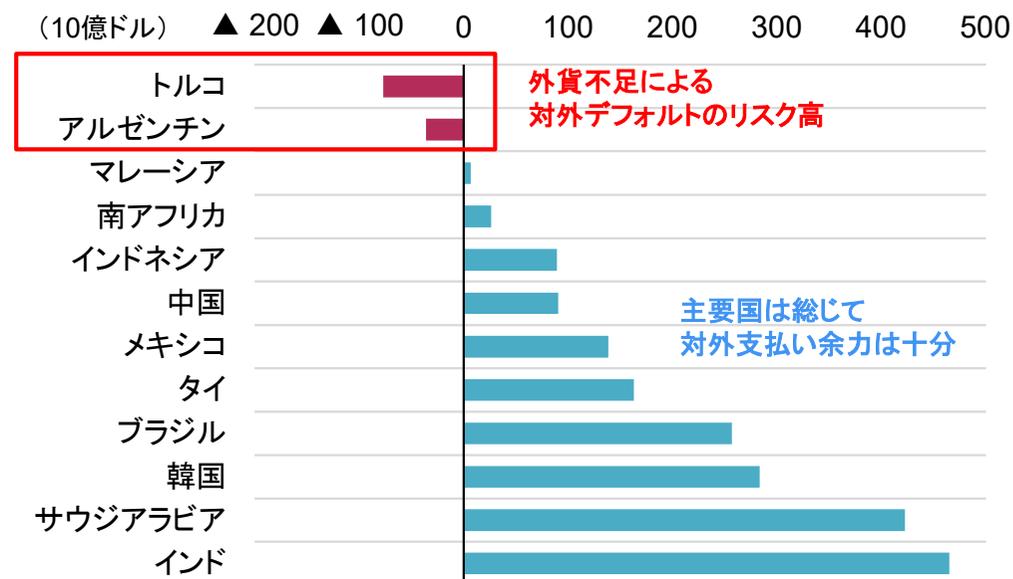
- リスクオフの動きを背景に、**主要新興国での通貨安圧力が強い状況**
 - 加えて足元では、資源を持たず、輸入依存度が高い経常赤字国で資金流出が進展
- 一方、**主要新興国の多くは対外債務に対する外貨支払い余力を有しており、デフォルトの可能性は低い**
 - ただし、トルコやアルゼンチンなど、慢性的な外貨不足の国は依然として予断を許さず

通貨騰落率(対ドル)



(注) 直近は2022年10月27日
(出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

対外支払い余力(2022年1~3月期)



外貨不足による
対外デフォルトのリスク高

主要国は総じて
対外支払い余力は十分

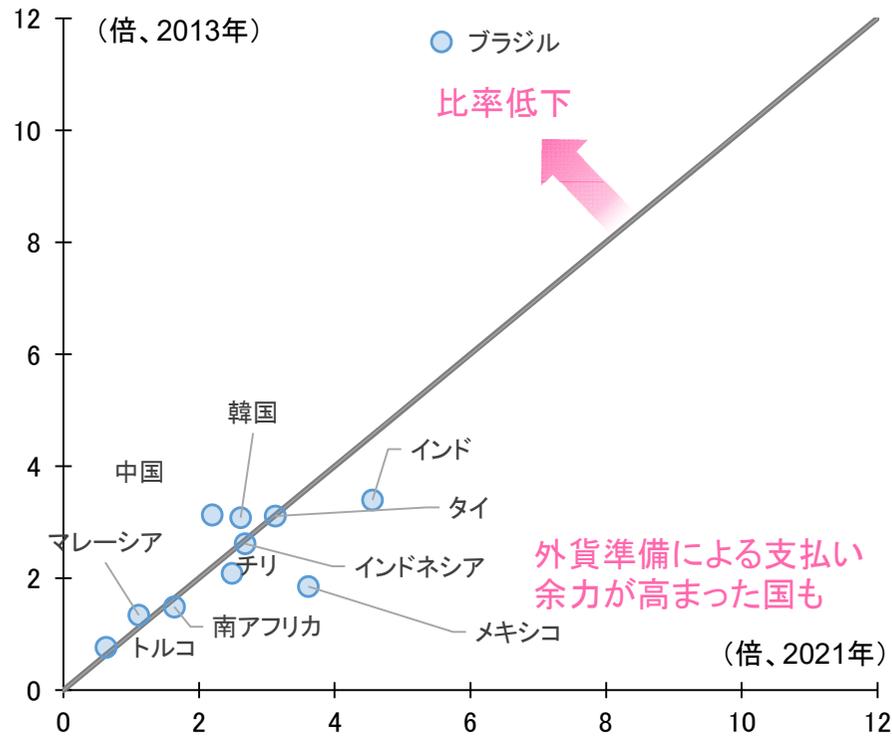
対外支払い余力 = 対外支払い原資(外貨準備 + 経常黒字)
- 対外支払い必要額(短期対外債務残高 + 経常赤字)

(注) 短期対外債務残高はIIFによる見込み値(2022年)。外貨準備、経常収支は実績
(出所) IIF(国際金融協会)、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

コロナ対応で財政悪化。アフリカなどでは資源価格高騰による財政破綻リスクも

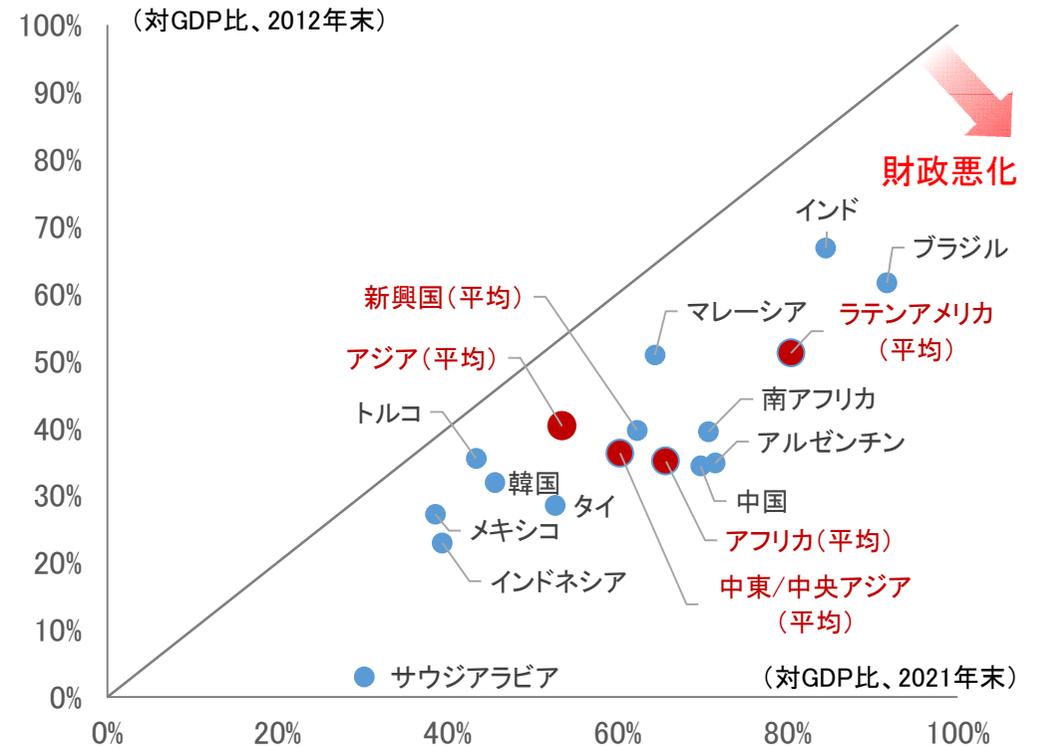
- 外貨準備／短期対外債務の比率は改善・悪化まちまちな結果、ASEANは改善傾向が多い
 - 一方、コロナ禍の影響で、ASEANも含め、**新興国の財政状況は軒並み悪化**
 - 各国の政府対外債務残高(GDP比)は上昇。大陸別ではアフリカ、ラテンアメリカの悪化幅(45度線からの乖離)大
 - 食料・エネルギーの**価格統制をしている国では資源価格高騰で財政負担がさらに増す可能性**高まる
- ⇒各国の**資金流出に対する耐性は維持・改善も、インフレ対応など財政面からの政策対応余力は縮小**

外貨準備・短期対外債務比率の比較



(注) 2021年の外貨準備高は、直近2022年3月データを使用
(出所) IIF(国際金融協会)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

政府債務残高(対GDP比)の比較



(出所) IIF(国際金融協会)、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考) 主な物価抑制策

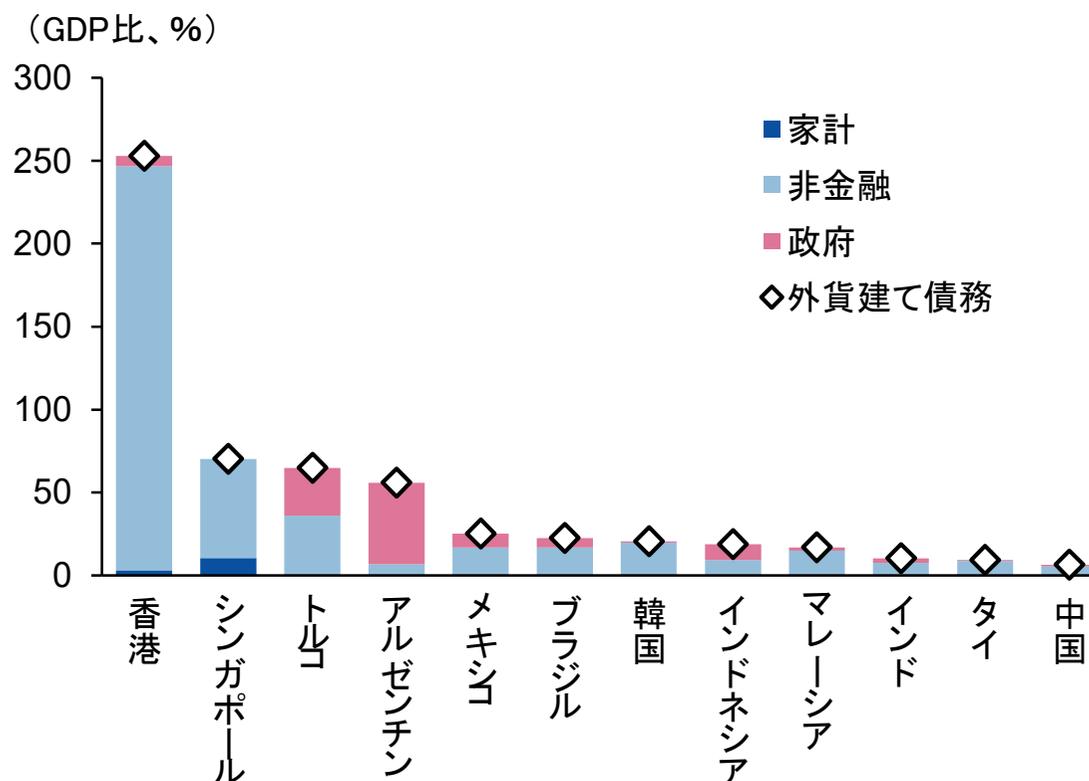
実施国	対象品目	施策	概要
インドネシア	燃料	補助金・減税	<ul style="list-style-type: none"> 原油価格の高騰を受け、政府は石油燃料・LPGの販売に対する補助金を支給 物価への影響に鑑み、政府は7月1日に予定されていた炭素税導入を延期
	パーム油	輸出禁止	<ul style="list-style-type: none"> パーム油の価格高騰を受け、政府はパーム原油・パーム油製品の輸出を禁止(4月28日～5月22日)。同措置はすでに終了も、国内供給義務等の制限措置が残存
インド	燃料等	減税等	<ul style="list-style-type: none"> 補助金支給など物価上昇の対策費用として、2022/23年度(22年4月～23年3月)に2兆1,500億ルピー(約3兆5,400億円)の追加拠出を検討 ガソリンと軽油に対する減税措置(1兆ルピーの税収減)
ベトナム	石油製品	減税	<ul style="list-style-type: none"> ガソリン等石油製品に対する環境保護税を引き下げ(22年4月～、8月より追加引き下げ)、25兆ドン of 税収減となる見込み
フィリピン	燃料	補助金	<ul style="list-style-type: none"> 公共交通機関の運転手に対し、補助金を支給
	食料	減税	<ul style="list-style-type: none"> 食品(豚肉、とうもろこし、コメ、石炭等)の関税を引き下げ
メキシコ	ガソリン	補助金・減税	<ul style="list-style-type: none"> 生産・サービス特別税(IPES)を減免、販売・輸入業者には補助金の上乗せ支給
	食品	関税停止	<ul style="list-style-type: none"> 指定主要品目(食用油、コメ、小麦粉、食肉等)の輸入関税の停止(1年間)
	生活必需品	価格安定化	<ul style="list-style-type: none"> 食用油、コメ等食品やトイレットペーパー等主要24品目の価格抑制(民間企業の任意参加)
ブラジル	食品等	関税引き下げ	<ul style="list-style-type: none"> 指定主要品目(砂糖、小麦、鉄鋼製品等)の輸入関税停止 食品、建設資材、資本財、情報通信財当につき輸入関税引き下げ
	工業品	減税	<ul style="list-style-type: none"> 製品出荷時・輸入時にかかる工業品税(IPI)の税率引き下げ
		減税	<ul style="list-style-type: none"> ディーゼル・LPG等に対する社会負担金減税。燃料に係る州税の商品流通サービス税上限設定(17～18%)
	燃料	給付・補助金	<ul style="list-style-type: none"> 低所得層向け給付増額、トラック運転手に対する燃料費支援、高齢者の公共交通運賃無料化等

(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

通貨安は外貨建て債務負担の増加要因に

- 外貨建て債務規模の大きい国は通貨安が債務返済負担の膨張に直結
 - 外貨建て債務の対GDP比をみると、オフショア市場として発達している香港やシンガポール、政府部門の資金調達を海外に依存するトルコやアルゼンチンで外貨建て債務規模が大
 - 一方、ASEAN各国は新興国の中でも外貨建て債務規模は小さめ

外貨建て債務残高(非金融、2021年末時点)



(出所) IIF(国際金融協会)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

主要新興国では、短期的に深刻な状況に追い込まれるリスクは限定的

- 主な新興国について、インフレ、為替、経常収支を確認すると、一部の指標が限定的に悪化する状況
 - － 国ごとに濃淡があり、アジアオセアニアは一部で経常赤字が拡大、中南米はインフレ加速傾向

主な主要国のチェックリスト

	インフレ関連		通貨安関連	経常赤字関連		外貨準備高 (直近月、年初比、%)
	CPI	政策金利	為替(対ドル レート)	外貨準備/輸入	経常収支変化	
	21/7以降の 変化幅、%pt	21/8以降の変 化幅、%pt	騰落率(9月末時 点、前年比、% pt)	外準の輸入カ バー率	対2019年変化幅 (GDP比、%pt)	
中国	1.7	△ 0.20	△ 10.4	14.0	1.3	△ 4.6
シンガポール	5.0	－	△ 5.7	8.2	7.0	△ 25.0
韓国	3.2	1.75	△ 21.6	8.4	△ 0.2	△ 5.1
インドネシア	3.1	0.75	△ 6.4	8.1	2.8	△ 3.7
タイ	7.9	0.50	△ 12.3	9.2	△ 8.7	△ 9.8
フィリピン	1.9	2.25	△ 15.1	8.9	△ 4.1	△ 6.7
マレーシア	2.7	0.75	△ 10.8	5.4	△ 2.7	△ 6.1
ベトナム	0.1	1.00	△ 4.9	3.8	△ 4.2	△ 6.1
インド	1.7	1.90	△ 9.9	11.5	△ 0.6	△ 7.1
オーストラリア	2.3	2.25	△ 12.9	2.3	0.8	△ 2.5
ニュージーランド	4.0	2.75	△ 23.3	3.0	△ 3.8	△ 14.7
メキシコ	3.1	4.75	2.4	4.5	△ 1.8	△ 3.0
ブラジル	△ 1.0	7.50	0.5	17.3	0.2	△ 3.4

(注1) オーストラリア、ニュージーランドのCPIは四半期(直近2022年6月データ)

(注2) 経常収支で利用可能な場合は、直近四半期データで計算。輸入データは利用可能な最新データを使用

(出所) World Bank, IMF より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

インフレ高進と金利上昇が続くリスクには、(中期的な)耐性面で不安

- **通貨安リスク**: 対外資金繰りは総じて頑健で、急激な通貨安進行でも**デフォルト回避は十分可能**
- **インフレリスク**: 現時点で目標からの乖離は限定的だが、インフレ高進の場合は対応する**財政余力に限界**
- **金利上昇リスク**: **韓国とタイで民間債務に過剰感**があり、一層の上昇に対して**脆弱**
- 海外経済減速も含めて総合的に考慮すると、**リスク度合いは韓国とタイが高く、ベトナム、台湾、マレーシアが続く**

主要新興国の脆弱ポイント: 通貨安、インフレ、金利上昇リスクへの耐性評価

			脆弱						対外資金繰りは頑健		財政指標は芳しくない					
リスク	耐性	耐性指標	中国	韓国	台湾	インドネシア	タイ	マレーシア	フィリピン	ベトナム	インド	ブラジル	メキシコ	アルゼンチン	南アフリカ	トルコ
通貨安 /対外資金 繰り	○	外貨建て債務比率 %	3.1	10.9	62.5	25.6	7.7	14.6	-	-	7.1	13.6	30.7	61.4	18.0	56.0
		対外支払い余力(*) 10億ドル	79.0	257.7	378.1	90.4	136.7	0.6	67.7	75.4	436.3	260.5	142.2	▲ 33.6	24.1	▲ 78.6
インフレ /財政	△	インフレの過熱感(*) %Pt	0.0	3.9	1.9	1.2	4.3	2.7	2.5	0.0	1.0	3.7	4.5	30.4	1.7	76.1
		政府債務(GDP比) %	76.9	54.1	24.1	40.9	61.5	69.6	59.3	40.2	83.4	88.2	56.8	76.0	68.0	37.5
		財政赤字(GDP比) %	▲ 8.9	▲ 1.8	▲ 0.5	▲ 3.9	▲ 5.6	▲ 4.9	▲ 5.4	▲ 4.7	▲ 9.9	▲ 5.8	▲ 3.8	▲ 3.5	▲ 4.9	▲ 4.2
金利 /民間債務	△	民間債務(GDP比) %	220.4	220.1	-	41.2	176.7	135.8	46.1	132.4	90.1	85.5	39.3	22.5	66.5	88.2
		民間債務の過剰感(*) %	▲ 5.0	15.9	-	0.7	18.5	1.4	-	-	▲ 10.3	1.0	▲ 2.2	▲ 1.7	▲ 9.5	▲ 7.6
海外経済	×	外需依存度(GDP比) %	18.5	41.7	66.3	21.6	58.2	68.9	25.7	105.5	20.8	20.1	40.4	16.6	27.8	28.7

(注) 1. 表に掲載の国を対象にリスク高を赤、リスク低を白に塗り分けたもの

2. インフレの過熱感: 中央銀行の物価目標(非公表の国は2013年以降の平均的インフレ率)に対する足元の物価上昇率の乖離幅(%Pt)

3. 対外支払い余力: 対外支払い余力 = 対外支払い原資(外貨準備+経常黒字) - 対外支払い必要額(短期対外債務残高+経常赤字)

4. 民間債務の過剰感: BISが発表しているCredit to GDP Gap(2022年Q1時点)

(出所) IMF、BIS(国際決済銀行)、IIF(国際金融協会)、各国統計、世界銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

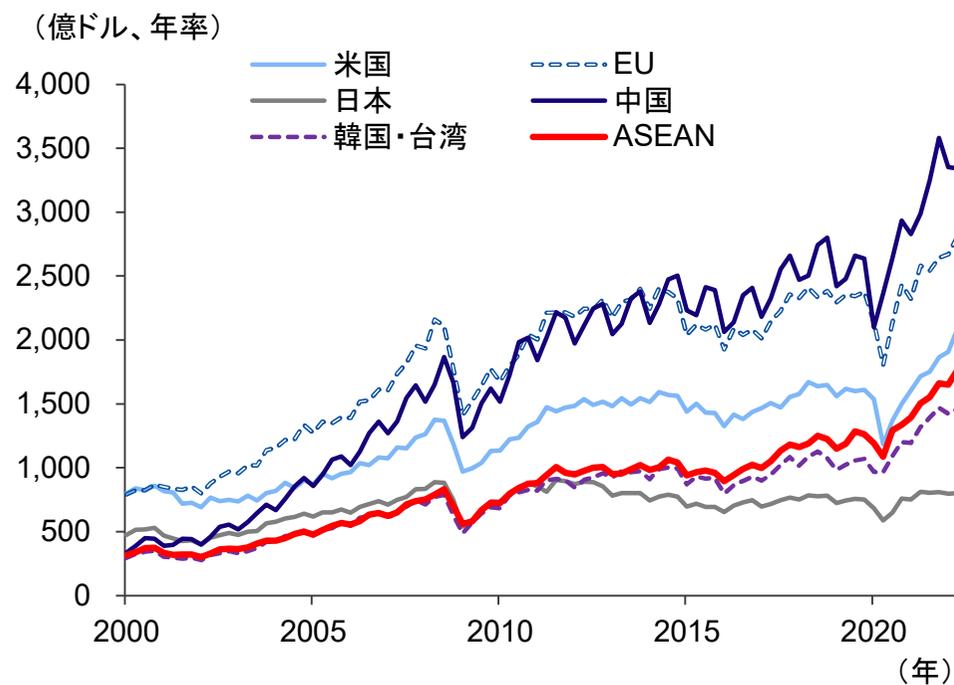
一部民間債務に過剰感

2. ASEANを取り巻くサプライチェーンの変化

概観：増勢際立つASEANの輸出。直近の域外向け輸出額は米国に肉薄

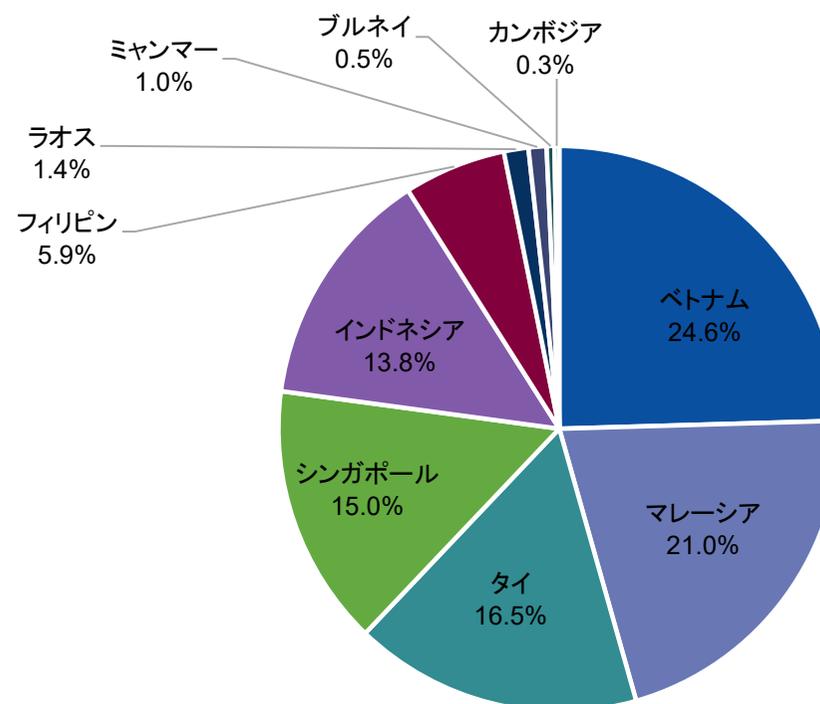
- 主要経済圏の輸出金額を比較すると、近年は中国とASEANの増勢が際立つ
 - ASEANの域外向け輸出金額は、2010年頃に日本および韓国・台湾超え。近年では一層加速し、米国に肉薄
- ASEANの域外向け輸出の内訳では、ベトナム・マレーシア・タイで大半を占める

各国・地域の輸出額(除く域内輸出)



(出所) IMF、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

域外向け輸出のシェア(2021年)



(出所) IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ASEANの輸出増加は、外的要因に基づく「調達・生産分散化」がドライバー

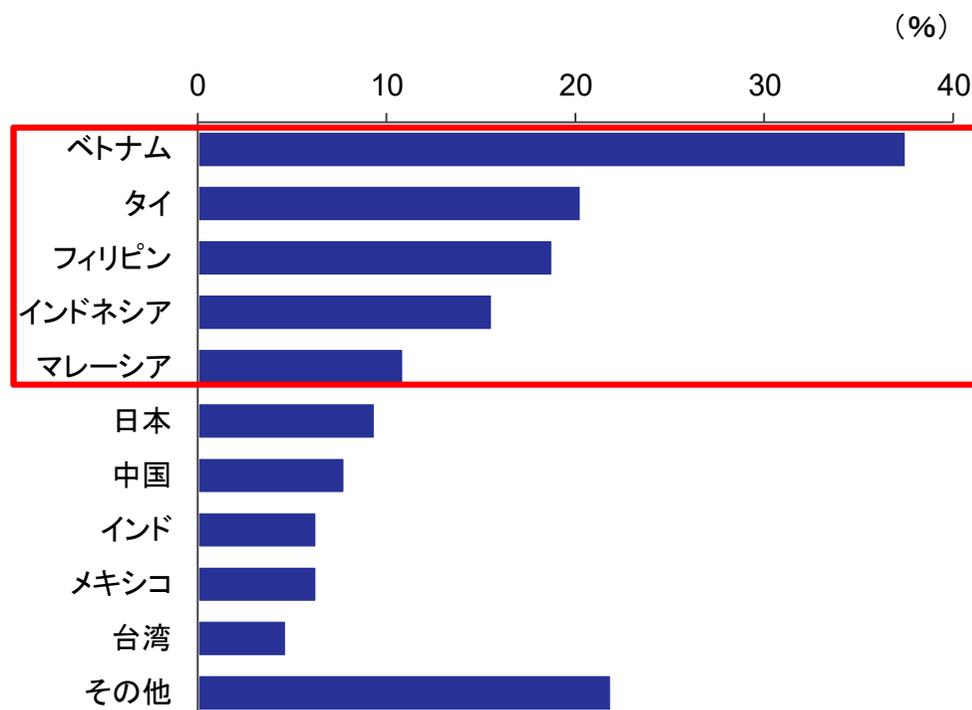
- 近年のASEANの輸出増加は、独力での成長だけが要因ではなく、むしろチャイナ・プラスワンや米中貿易摩擦などの外的要因に基づく調達分散化・生産分散化がドライバーになったとの見方
- 域外における事業環境の変化を背景に、ASEANの生産拠点としての地位は向上
 - 実際、米中貿易摩擦の影響により中国から生産移管を行う日本企業の移管先では、ASEANが上位5カ国を独占

製造業企業を取り巻く直近事象

時期・事象	企業の拠点戦略への影響
2010年代～ チャイナ・プラスワン	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 製造業企業は中国への集中によるリスク回避のため、他のアジア諸国への拠点展開を模索 ✓ 人件費上昇により生産拠点としての中国の魅力が減じたことも加速要因に
2018年～ 米中貿易摩擦	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 米中が互いの輸出物品に追加関税を賦課 ✓ 米国向け製品の価格競争力低下や、リスク回避のため、多数の企業が中国からアジアへ生産移管を発表
2018年12月 CPTPP発効	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 日・加・豪・墨やASEANの一部構成国(ブルネイ、マレーシア、シンガポール、ベトナム)を含む11カ国間で締結。ASEANを製造拠点とするサプライチェーンの追い風に
2022年3月 新型コロナウイルス影響(上海ロックダウン)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 中国政府は、新型コロナ感染拡大の抑制のため上海を2カ月間ロックダウン。台湾系EMCなどが現地で稼働を停止したほか、中国から部材を調達する多数の企業が調達難に陥った ✓ 生産拠点や調達経路の複数化が一層意識される契機に

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米中貿易摩擦を受けた日系企業の生産移管先



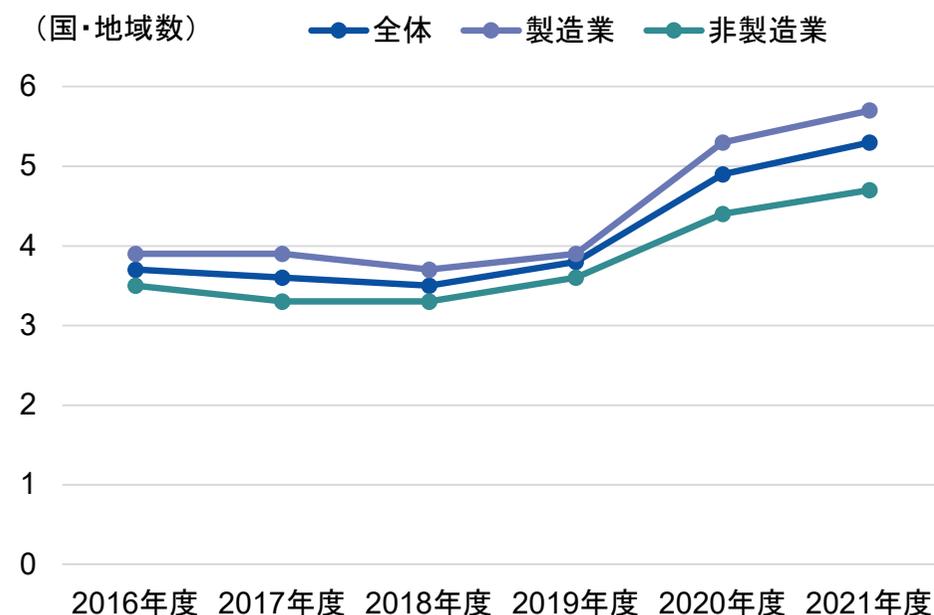
(注) 調査時期は、2019年8月26日～9月24日。調査対象は、米中貿易摩擦の影響により中国から生産移管を行うと回答した日系企業。複数回答可

(出所) JETROより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

調達・生産分散化ニーズは一層高まり、ASEANへの注目度は引き続き強い

- 日本企業の調査では、足元で調達分散化・生産分散化ニーズが一層高まっていることを示唆
 - 2020年度以降、日本企業が海外で事業拡大を図る国・地域数は増加
 - 新型コロナの影響で供給網が寸断された経験を背景に、拠点の複数化・分散化を模索しているためと推察
- 拡大を図る国・地域では、中国がやや後退する一方、ベトナムなどASEANの国々を回答する企業の割合が増加

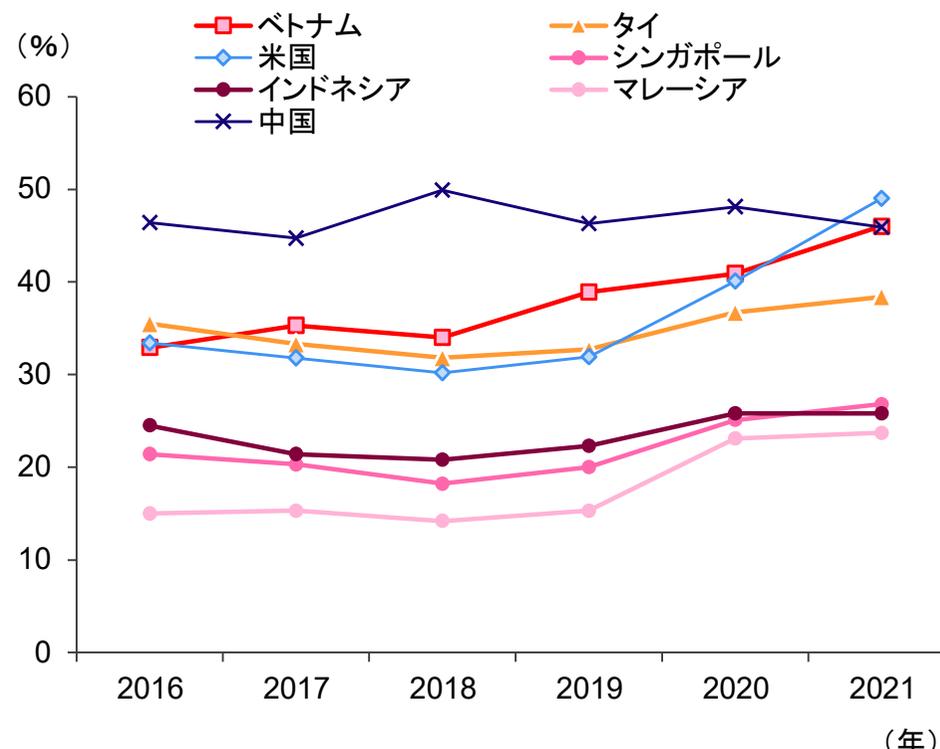
日本企業が海外で事業拡大を図る国・地域数の平均値



(注) 調査対象企業は「今後海外拠点の拡大を図る」、「今後新たに海外に進出したい」と回答し、かつ拡大する機能を回答した日本企業810~1,871社。延べ回答国・地域数÷回答数により算出

(出所) JETROより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本企業が海外で事業拡大を図る国・地域



(注) 調査対象企業は「今後海外拠点の拡大を図る」、「今後新たに海外に進出したい」と回答し、かつ拡大する機能を回答した日本企業810~1,871社

(出所) JETROより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

輸出入構造の変化: ASEANは輸出で米中市場に浸透。一方、中国からの輸入も拡大

- 世界各国・地域の視点からASEANへの輸入依存度をみると、北米(最終財・中間財)と中国(最終財・中間財)で上昇
- 一方、ASEANの視点から輸入元をみると、中間財および消費財とも、対中依存上昇が顕著

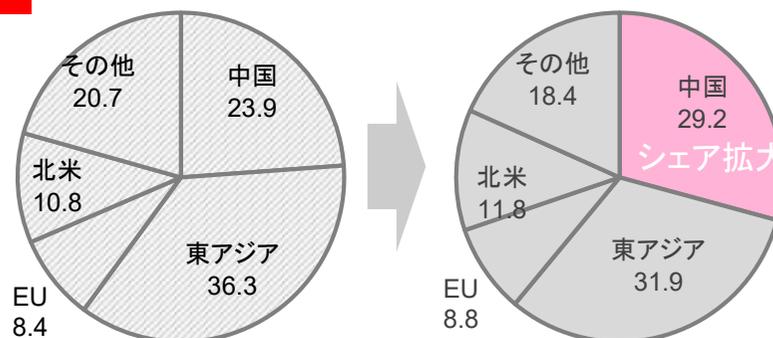
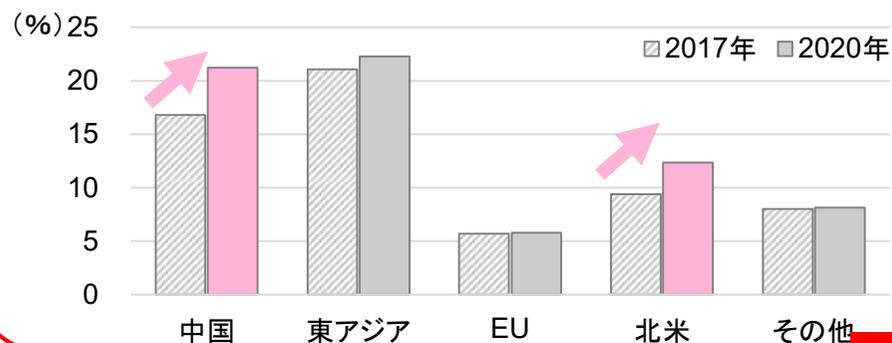
各国・地域からみたASEANに対する輸入依存度

ASEANからみた各国・地域に対する輸入依存度

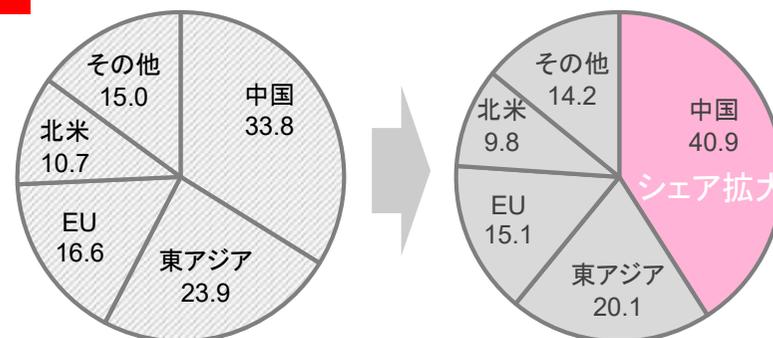
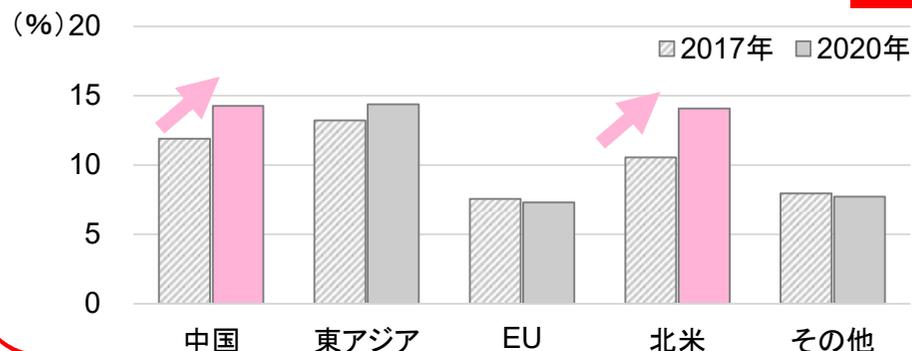
<中間財>

<2017年>

<2020年>



<最終財>

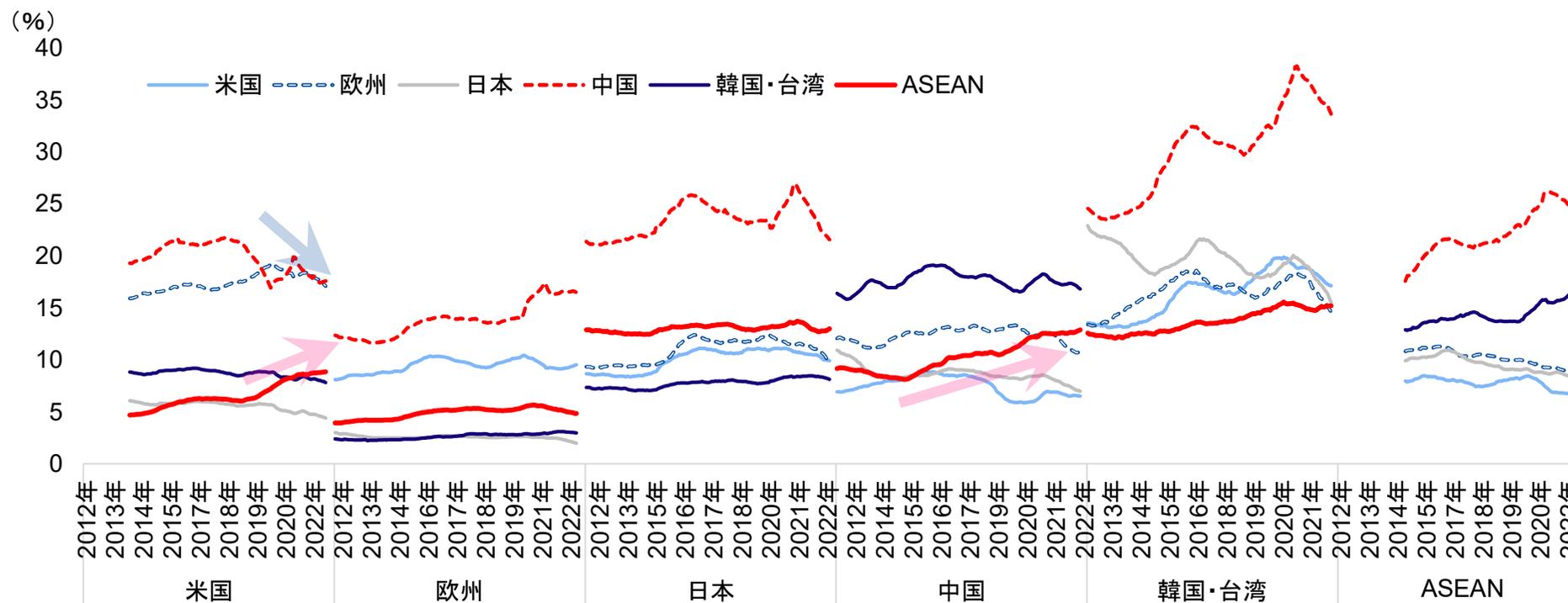


(注) ピンクは2017年対比で3%Pt以上の上昇。東アジア=日本、韓国、台湾、香港、北米=米国、カナダ、メキシコ
(出所) RIETI-TIDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(ご参考) 輸入依存度の時系列変化

- 米国では、貿易摩擦が激化した2018～19年に対中依存が低下、対ASEAN依存を強めた格好

国・地域別輸入依存度



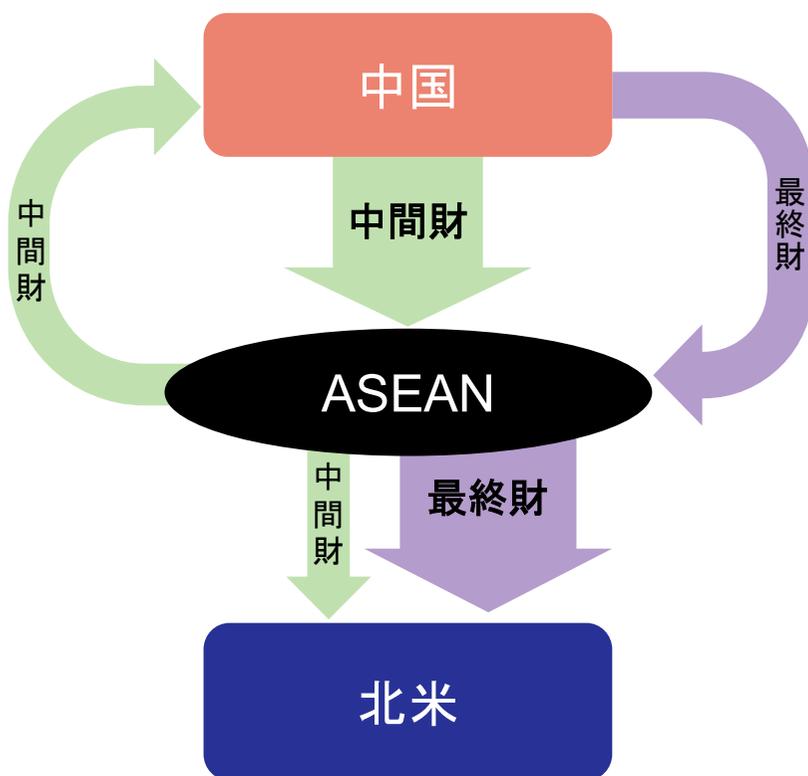
(注) 12カ月移動平均

(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

輸出入構造の変化: ①中国からの中間財輸入、②北米向けの最終財輸出が特に拡大

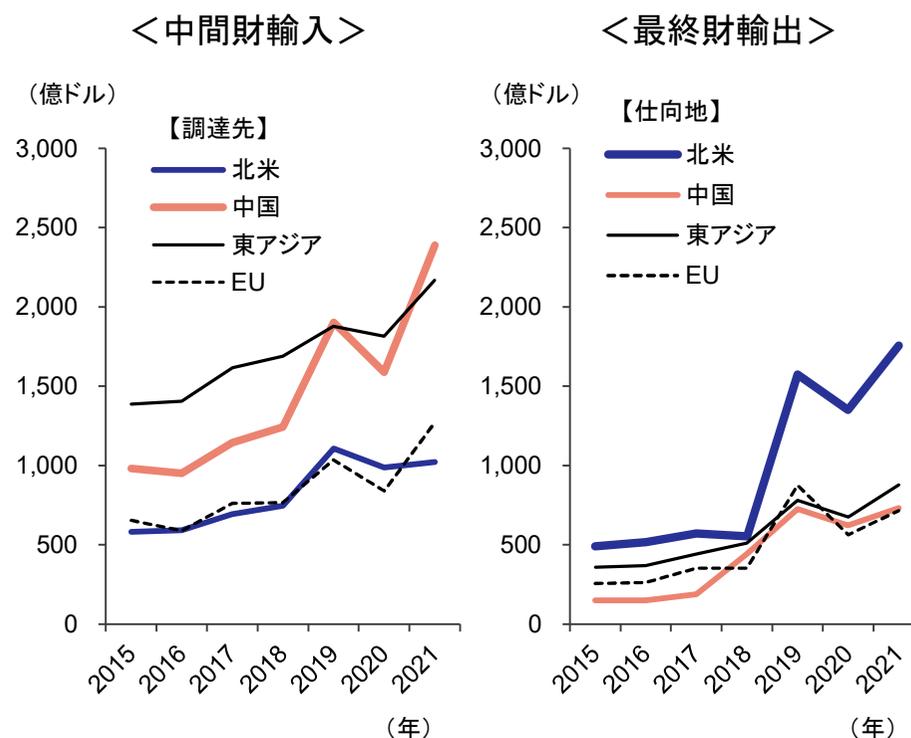
- 2017年以降のASEANを取り巻く貿易関係は、中国および米国(北米経済圏)との関係強化として要約可能
 - 中国から中間財・最終財供給を受けるだけでなく、中国に中間財の供給も増やし、双方向にサプライチェーン深化
 - 北米は、米中貿易摩擦後、中間財・最終財の仕向け先として存在感を高めている
- 特に、金額変化の大きいのは、①中国からの中間財輸入、②北米向けの最終財輸出
 - 以下では、①と②に焦点を当てて分析

ASEAN周辺で強まった貿易関係



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ASEANの加工段階別輸入額・輸出額

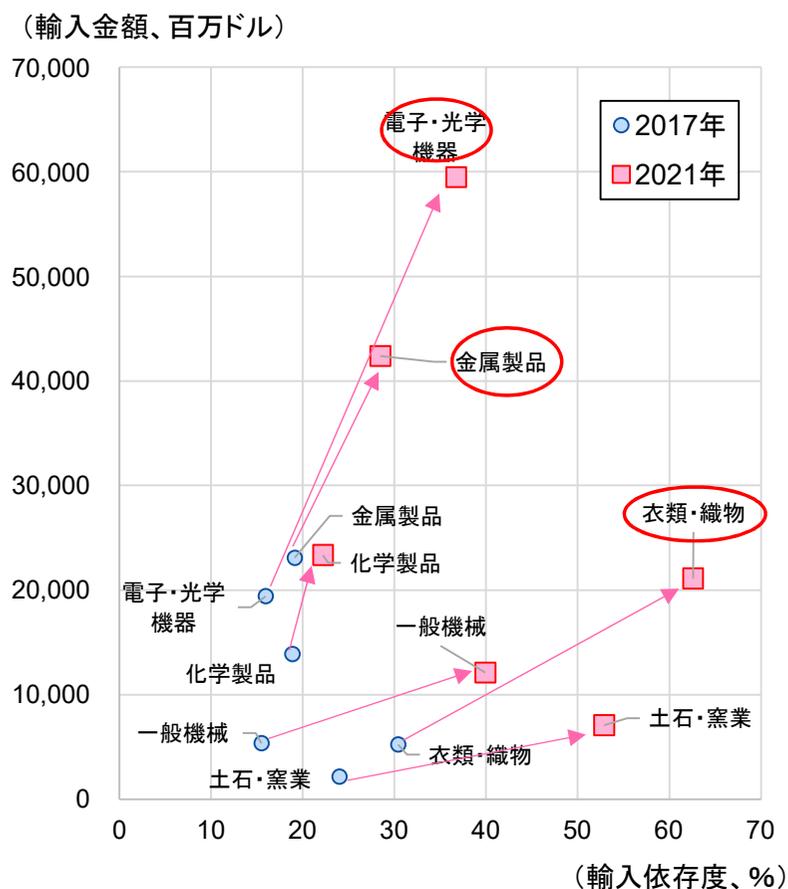


(注) 東アジア=日本、韓国、台湾、香港、北米=米国、カナダ、メキシコ
 (出所) ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ASEANの対中輸入(中間財):エレキを中心に中国製部材への依存が強化

- 電子光学機器では、ICやバッテリーなどの電子部品輸入が増加
 - 越・馬・比などで中国製部品を投入に依存するエレクトロニクス製品のサプライチェーンが拡大したことを示唆
- 金属製品ではタイの輸入増加が確認され、車体など一部の自動車部品についても中国依存が進んでいる可能性

対中国依存度(ASEAN、中間財)



(出所) ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

輸入増加額の上位品目(HSコード6桁分類)

部品		加工品	
国	製品	国	製品
ベトナム	電子集積回路; プロセッサ、コントローラ	インドネシア	ワクチン; 人体医療用
ベトナム	電子集積回路; メモリ	マレーシア	石油油及び瀝青鉱物からの油。
ベトナム	蓄電池; リチウムイオン、セパレータを含む	タイ	鉄又は非合金鋼、フラットロール、亜鉛でメッキまたはコーティング済
ベトナム	モーター・発電機、及び同部品	フィリピン	石油及び瀝青鉱物からの油
ベトナム	電話及び、音声・画像・データの送受信装置、同部品	ベトナム	セラミックシンク、風呂および同様の衛生設備; 磁器または陶磁器製
ベトナム	送受信装置; ラジオ、テレビ、レーダー等に使用するもの	フィリピン	ワクチン; 人体医療用
フィリピン	電子集積回路	タイ	ワクチン; 人体医療用
マレーシア	電子集積回路; プロセッサ、コントローラ	ベトナム	織物
ベトナム	回路; 印刷されたもの	マレーシア	ワクチン; 人体医療用
マレーシア	電子集積回路、メモリ	タイ	鉄または非合金鋼; 平板圧延品、塗装・被覆されたもの
ベトナム	電気機器; 電気回路をスイッチングまたは保護するためのもの	ベトナム	電気式ランプ及び照明器具
マレーシア	回路; 印刷されたもの	ベトナム	綿織物
マレーシア	電子集積回路	ベトナム	ワクチン; 人体医療用
フィリピン	電話及び、音声・画像・データの送受信装置、同部品	ベトナム	アルミニウム; シート、合金
インドネシア	電話及び、音声・画像・データの送受信装置、同部品	ベトナム	取付具及びこれに類するもので、卑金属製の家具に適するもの
ベトナム	電気機器; 感光性、LED	タイ	銅; 精錬、未加工、カソード及びカソードの部分品
ベトナム	電子集積回路	ベトナム	プラスチック; シート、フィルム等平面状で自己粘着性のも
ベトナム	機械類; 自動データ処理機械の部品及び付属品	ベトナム	腰かけ(木製)、同部品
タイ	回路を印刷したもの	インドネシア	石油油及び瀝青炭鉱物からの油

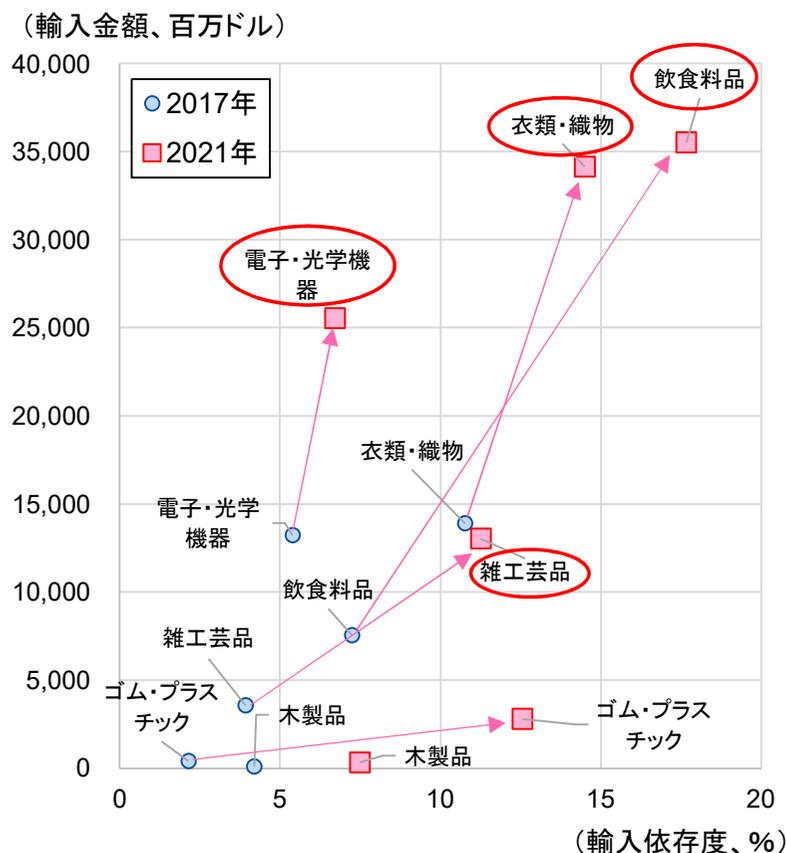
(注) 加工段階分類はRIETI-TIDIに従う

(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ASEANの対北米輸出(最終財): 北米への最終財輸出は幅広い財で増加

- ASEANから北米への最終財輸出では、衣類、電子機器、食料品、玩具など幅広く増加
 - 低廉な労働力を背景に、労働集約型の最終加工組立工程で、生産機能集積が進んだことを確認できる内容
 - PC等やAV機器などの電子機器についても、労働集約型の最終工程で集積が進んだと推察

対ASEAN依存度(北米、最終財)



輸出増加額の上位品目(HSコード6桁分類)

消費財		資本財	
国	製品	国	製品
マレーシア	ゴム製品; 手袋、ミトン及びミット	ベトナム	通信装置、音声・画像等の送受信・変換又は再生用の機械
ベトナム	座席; 木製フレーム付き、布張り	ベトナム	無線ネットワーク用の電話機
ベトナム	木製家具; 事務用・台所用又は寝室用を除く	ベトナム	ヘッドホン及びイヤホン
タイ	ゴム製品; 手袋、ミトン及びミット	タイ	自動データ処理機、記憶装置
ベトナム	三輪車等の車輪付き玩具、人形、模型、各種パズル類	ベトナム	手持ち作業用工具; 内蔵電動機付きのもの
ベトナム	衣料品; ジャージ、ブルオーバー、カーディガン、ウエストコート等	マレーシア	電気機械及び装置
ベトナム	ゲーム、ビデオゲーム機	タイ	自動データ処理機械; システムの形態で提供されるもの
ベトナム	家具; 木製、台所用	ベトナム	電気静電変換器
ベトナム	履物(スポーツウェアを除く)、ゴム底・繊維材料のアッパーを持つ	マレーシア	半導体メディア; 記憶装置
ベトナム	家具; 部品	フィリピン	半導体メディア; 記憶装置
ベトナム	家具; 木製、寝室用	ベトナム	自動データ処理機械; 携帯用
ベトナム	テレビ受信機及びカラービデオディスプレイ又はスクリーンを組み込んだもの	ベトナム	拡声器
ベトナム	履物; ゴム、プラスチックまたは合成皮革の外底、皮革のアッパー	ベトナム	自動データ処理機; 入力又は出力ユニット
ベトナム	ろうそく、テーパー、その他	ベトナム	家具; 金属製で事務用以外のもの
インドネシア	貴金属製の宝飾品、同部品	ベトナム	カメラ及びビデオカメラレコーダー
ベトナム	電気掃除機(電気モーター付き)	タイ	電気静電変換器
マレーシア	家具; 木製、台所用	ベトナム	自動データ処理機のユニット
ベトナム	補聴器	インドネシア	通信装置、音声・画像等の送受信・変換又は再生用の機械

(出所) ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

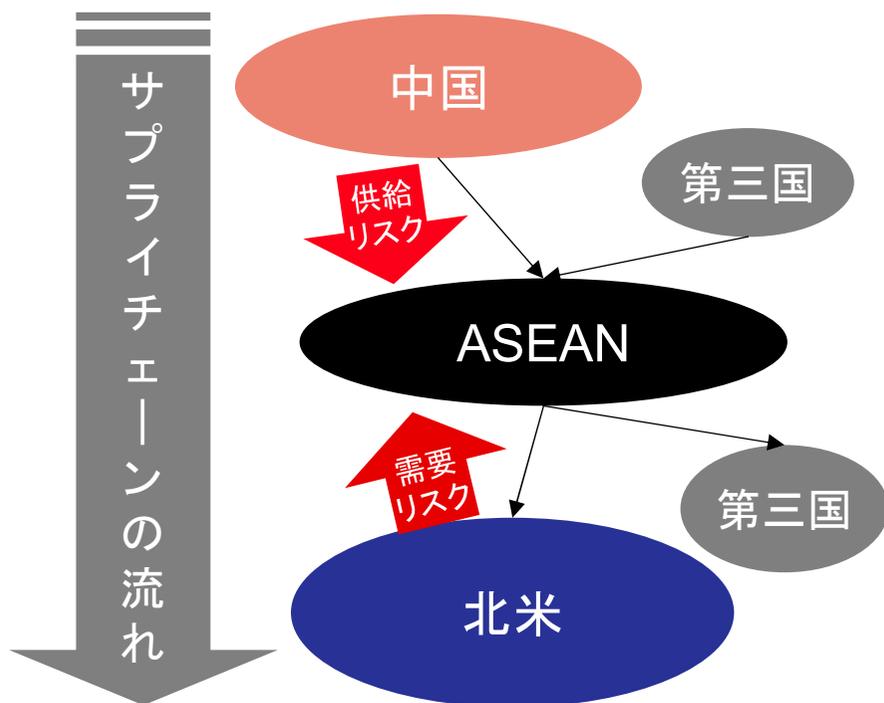
(注) 加工段階分類はRIETI-TIDIに従う

(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

まとめ：供給網への関与強化により、ASEANは機会とリスクの両方に直面

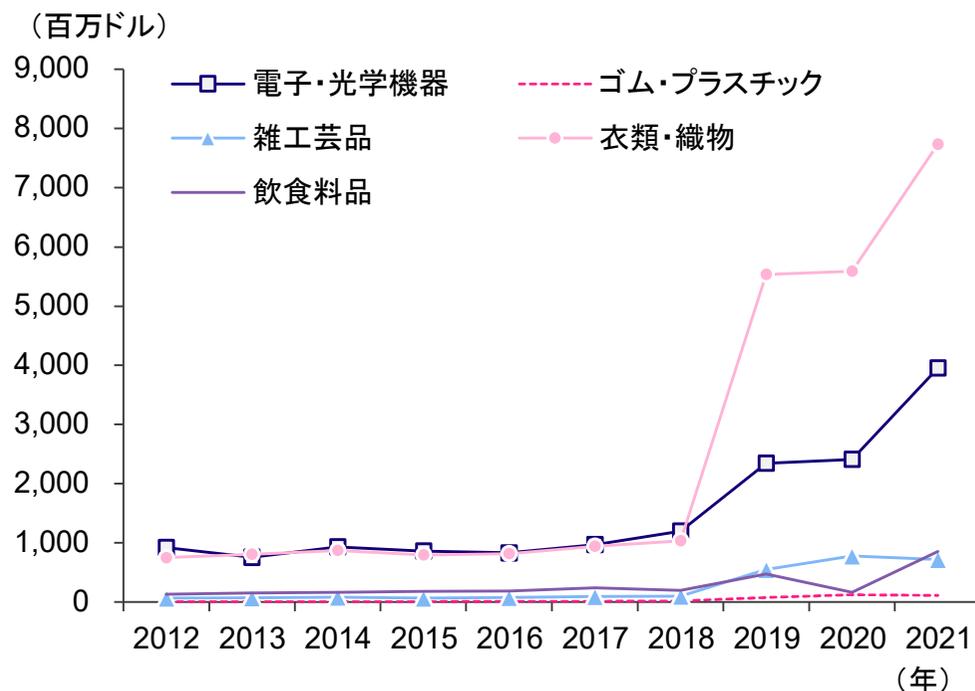
- ASEANは外部環境を追い風に輸出市場での地位が向上。経済発展・ビジネスにとって輸出が大きな成長機会に
- 一方、裏を返せば海外経済との連動性が強まっており、海外リスクの肥大化を示唆
 - 中国から部材を調達し、ASEANで加工して米国に最終財輸出するサプライチェーンが米中摩擦以降急拡大
 - ①調達・生産の多様化が志向されるものの、中国依存の供給リスクは残存
 - ②米国の需要変動から影響を受けやすい構造

ASEANを取り巻くリスクの所在



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国⇒ASEAN⇒北米のサプライチェーン輸出



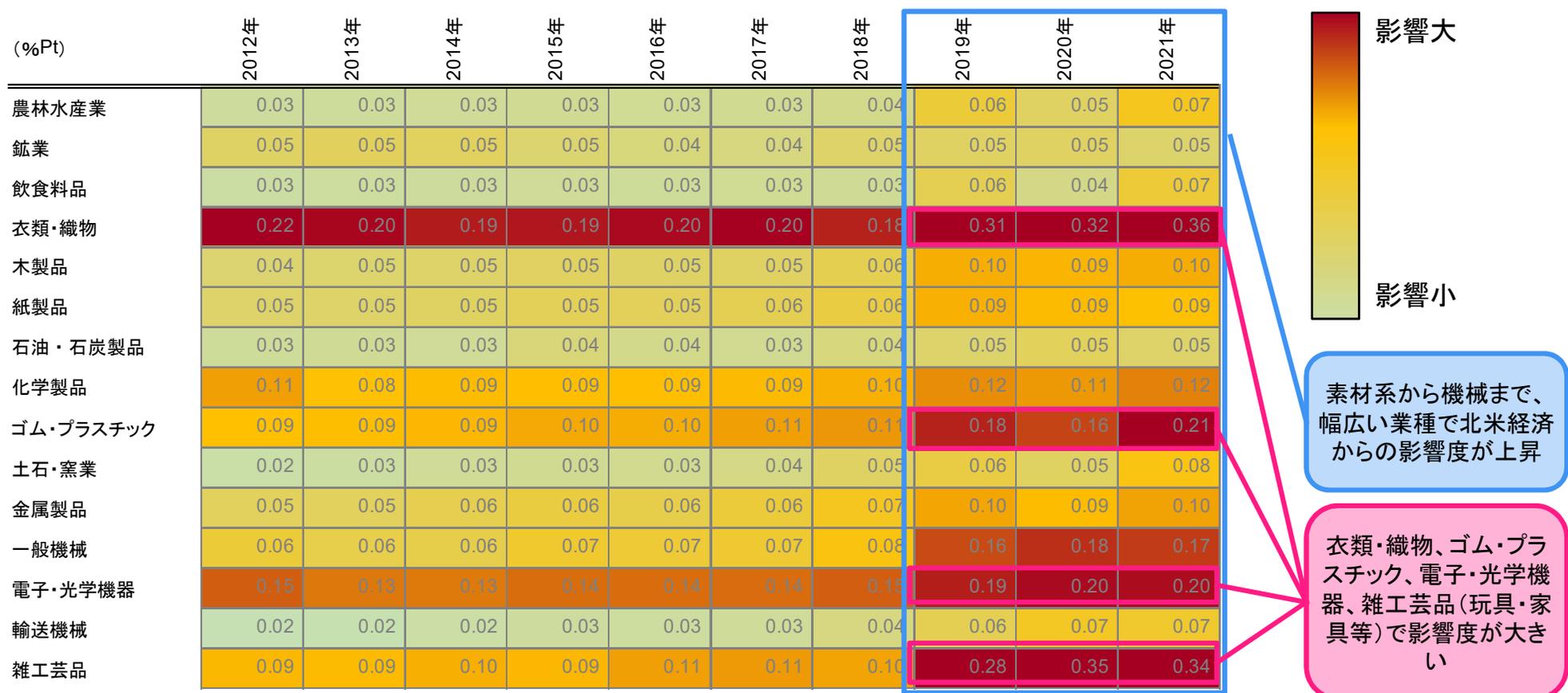
(注) 中国からASEANへの中間財輸出のうち、ASEANでの最終工程を経て北米へ輸出されるもの

(出所) ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

来るべき米景気下振れは、ASEAN産業に対する影響が拡大している点に注意

- 北米需要との接続が強化されたことで、ASEANでは北米経済下振れの影響度・影響範囲が拡大している点に注意
 - 2019年以降は、ゴム・プラスチックや電子・光学機器、雑工芸品(玩具・家具等)で、米景気減速の影響度が大幅上昇。衣類・織物も引き続き影響度が大きく、これらの業種は特に米景気と連動した下振れリスク大

米国GDPが1%下振れた場合のASEANの業種別影響



(注) インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム、シンガポール、カンボジアの合計ベース。米国からASEANへの後方連関効果(付加価値ベース)
 (出所) ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ご清聴ありがとうございました！

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。