

2021年10月28日 全11頁

# 感染拡大から景気回復へ向かう ASEAN5

ベトナム・マレーシアは早期に景気回復へ。米・中景気鈍化に注意。

経済調査部 エコノミスト 増川 智咲

## [要約]

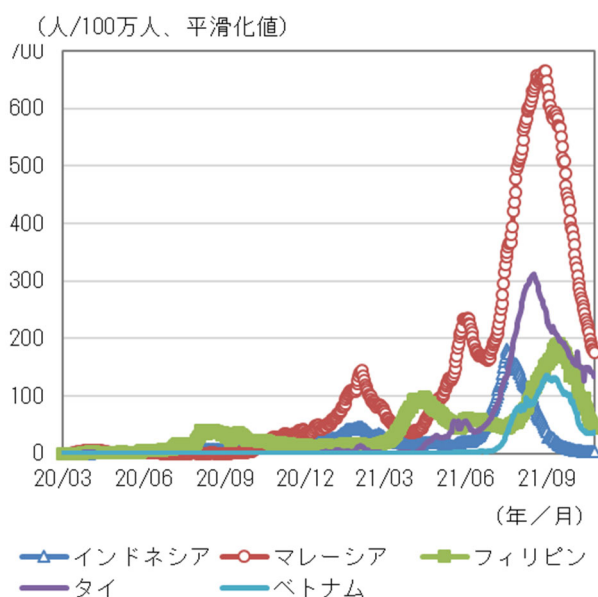
- 2021年半ば以降、ASEAN5（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）では新型コロナウイルス「デルタ株」が蔓延した。2021年7-9月期は、各国の内需外需がこの影響を受けた。個人消費の落ち込みが特に大きかったのはベトナムであった。サプライチェーンが寸断されたことで、輸出への影響は、ベトナム、マレーシア、タイで大きかった。
- ワクチン接種の加速を背景に、ASEAN5の感染状況は、2021年8月末から9年半ばをピークに落ち着いてきている。これを受けて10月以降、各国は行動制限の緩和を進めている。今後は、国内の経済活動が活発化するとともに、国内外の移動も本格化する見通しだ。ただし、その回復ペースは産業ごとに差が生じやすい。最も回復が早いのは、世界的に需要が底堅い電子機器を中心とした製造業で、マレーシアやベトナムの景気回復を後押しするだろう。また、資源への需要の高まりから、インドネシアのパーム油や石炭輸出も堅調となるだろう。一方、サービス産業はまちまちだ。「情報・通信」は比較的堅調で、フィリピンのコールセンターを中心としたビジネス・プロセス・アウトソーシング（BPO）産業は成長を下支えしよう。これに対して、旅行産業の本格的な回復は2022年後半まで待たなくてはならず、タイの景気回復スピードはそれまで緩やかなものにとどまろう。
- 2022年は、財政・金融政策が内需を下支えする効果が小さくなるだろう。タイを除く4カ国は、財政余地が限定的であることから、2022年に大規模な追加景気刺激策を打ち出す可能性は低い。また、米国FRBによるテーパリング等で資本流出懸念のあるインドネシア、物価上昇圧力が高まっているフィリピンでは利上げの可能性がある。

## 「第1波」を上回る感染拡大後、全ての国で収束

2021年半ば以降、ASEAN5では感染力の強い、新型コロナウイルス「デルタ株」への感染が急拡大した（図表1）。7月に入ると、感染者数の増加ペースは、2020年春頃の感染「第1波」を大きく上回って推移し、各国は行動制限の強化とワクチン接種の加速を急いだ。不要不急の外出禁止や、在宅勤務率の引き上げ、工場の操業停止、地域間の移動の禁止といった多岐にわたる

行動制限は、消費活動や企業の投資を落ち込ませ、7-9月期の成長率を大きく押し下げたものとみられる<sup>1</sup>。IMFは2021年10月、ASEAN5全ての国の2021年成長率予測を下方修正した（図表2）。その中でも、厳格な行動制限が長期化したフィリピンと、サプライチェーンが寸断されたことで輸出に影響が出たマレーシアやベトナムの下方修正幅が大きい。本稿では、「デルタ株」による感染拡大とそれに伴う行動制限がASEAN5経済に与えた影響と、2022年へ向けた回復の見通しについて、各国を比較しながら見ていきたい。

図表1 ASEAN5の1日あたりの新規感染者数



(出所) Our World in Data より大和総研作成

図表2 ASEAN5の実質GDP成長率とIMF予測値(2021年10月時点、単位: %、%pt)

	2020年	2021年		2022年	
		予測値	修正幅	予測値	修正幅
インドネシア	-2.1	3.2	-1.1	5.9	0.1
マレーシア	-5.6	3.5	-3.0	6.0	0.0
フィリピン	-9.6	3.2	-3.7	6.3	-0.2
タイ	-6.1	1.0	-1.6	4.5	-1.2
ベトナム	2.9	3.8	-2.7	6.6	-0.6

(注) 修正幅は、2021年4月時点のIMF予測との差。

(出所) IMF “World Economic Outlook, October 2021”、“World Economic Outlook, April 2021”より大和総研作成

<sup>1</sup> ベトナムが発表した2021年7-9月期の実質GDP成長率は、前年比▲6.17%となった。

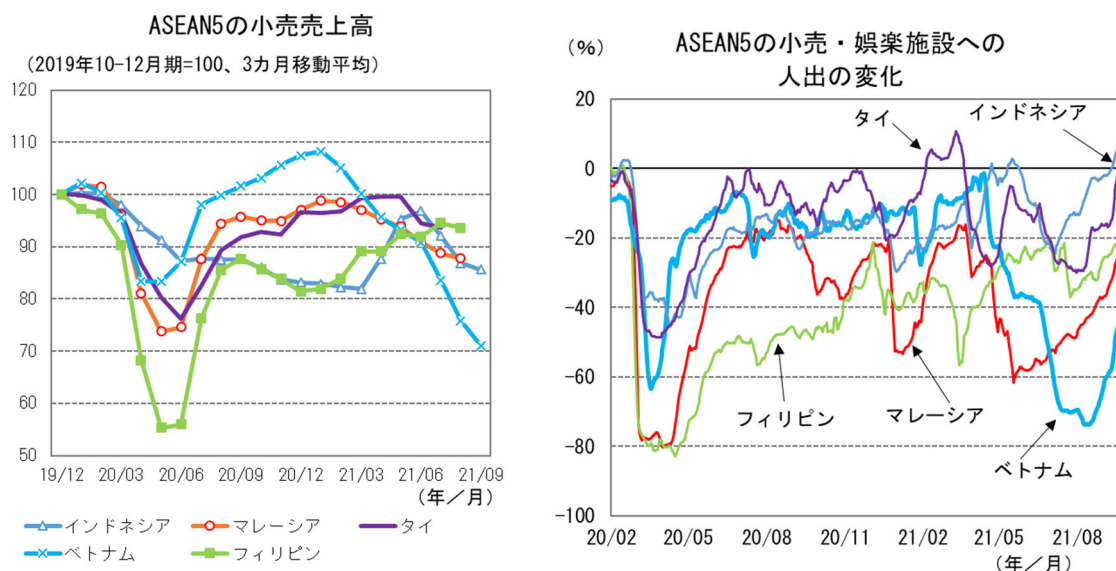
## 個人消費への影響が最も大きかったベトナム

まずは、感染拡大と行動制限の強化による個人消費への影響を見たい。ASEAN5 の小売売上高（2019年10-12月期を100とする指数）は、それまでの回復基調から一転、2021年に入ってからベトナムとマレーシアで、同年半ば頃からはタイやインドネシアで低下に転じた（図表3左）。中でも、落ち込みが大きかったのがベトナムである。ベトナムでは、徹底的にウイルスを排除する「ゼロコロナ」政策の下、感染規模が小さい段階から、発生地となった大都市を中心に外出制限や工場の停止などの措置が講じられた。その結果、人出はASEAN5の中で最も落ち込み（図表3右）、雇用・所得環境は急速に悪化した。

他方、マレーシアはASEAN5の中で最も感染規模が大きかったが、耐久財消費が一時落ち込んだことを除けば、小売売上高全体として2020年第1波ほどの落ち込みとはなっていない。オンラインでの販売が好調であったことや、政府による所得支援やローンの返済猶予といった追加景気刺激策が奏功したためだ。

唯一、「デルタ株」蔓延下でも小売売上高が増加基調を維持していたのがフィリピンである。ワクチンの早期普及等で景気回復が早かった米国からの海外送金が旺盛であったことが、フィリピン国内の個人消費を下支えした。

図表3 ASEAN5の小売売上高と小売・娯楽施設への人出



(注) 右図は、小売・娯楽施設の利用者がコロナ禍前と比較してどの程度増減したかを表している。

(出所) 各国統計、Google より大和総研作成

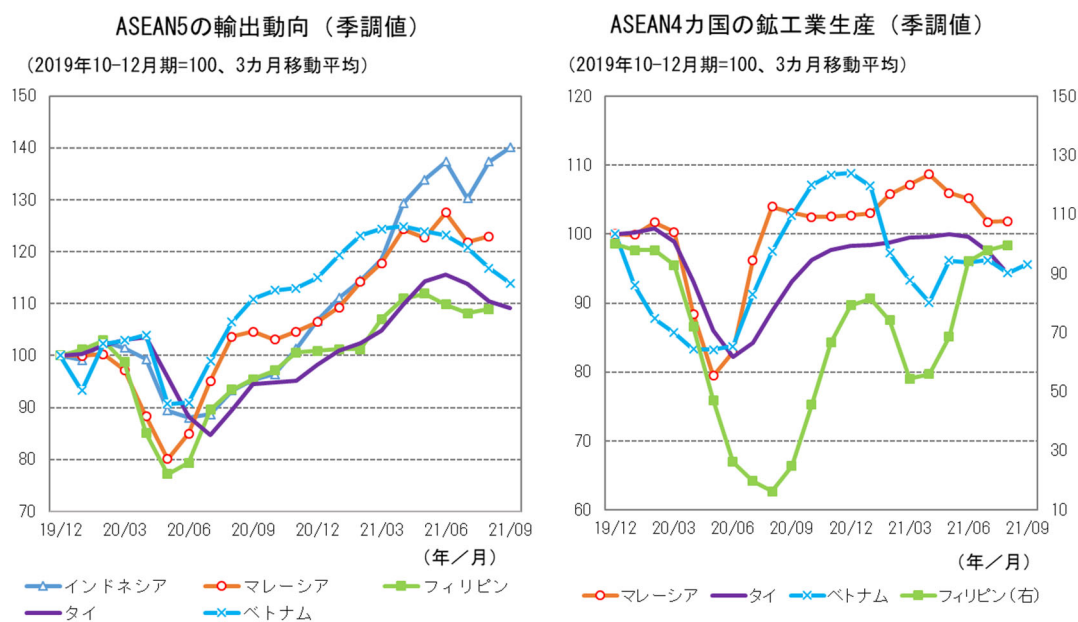
## 生産と輸出はベトナム、マレーシア、タイで落ち込み、インドネシアは好調

輸出は、インドネシアを除いて、2021年半ば頃からそれまでの回復スピードが鈍化した（図

表4左)。感染拡大による行動制限の強化で、国内工場の操業停止や稼働率の低下が相次ぎ、生産が縮小したことが背景にある(図表4右)。ベトナムでは、主要輸出品であるコンピュータ部品・周辺機器のほか、多くの人手を必要とする縫製品の生産に影響が出た。また、マレーシアでは、5月末から9月にかけて電子・電気機器産業での出社人数制限が設けられ、半導体等の製造・輸出が一時減速した。タイの輸出は、国内の行動制限以上に、世界的な半導体不足による影響が大きく表れ、半導体の調達が難しくなった自動車や家電を中心に輸出・生産が鈍化した。

他方、ASEAN5の中でも輸出が堅調であったのがインドネシアである。主要輸出相手国の経済活動が活発化し、パーム油やベースメタル、石炭といった資源の需要が高まったためだ。最大輸出相手国である中国向けでは、鉄鋼や石炭輸出が堅調であった。中国での電力不足の深刻化や、豪州との新型コロナウイルス発生源調査を巡る対立の影響で、中国が豪州からの石炭輸入を停止したことなどを背景に、インドネシア産石炭への需要が高まった。

図表4 輸出と鉱工業生産



(注1) インドネシアの鉱工業生産のデータは、新型コロナウイルス感染症拡大の影響で、2020年3月以降発表されていない。

(注2) ベトナムのみ非季節調整値。

(出所) 各国統計より大和総研作成

## ワクチン接種の動向と見通し

ASEAN5における1日あたりの新規感染者数は、2021年8月末から9月半ばをピークに減少傾向にある。特にインドネシアでその傾向は顕著で、9月末には1日あたりの新規感染者数(人/100万人)が、一桁にまで減少した。このような状況を可能としたのは、ワクチンの急速な普及であった。ASEAN5における完全接種率は、2021年5月末時点で5%に満たなかったが、その後

4カ月で一気に加速し、マレーシアでは9月末に米国や日本を上回る水準にまで達した。また、フィリピンやベトナムのように国全体の接種率が低い国々でも、感染が拡大している主要都市を中心にワクチン接種を進め、地域間の移動を制限することで感染拡大に歯止めをかけた国もあった。

感染拡大の収束を受け、ASEAN5は2021年10月に入ってから行動制限の緩和を進めている。またそれと同時に、接種スピードをさらに加速させているのが、インドネシア（1日あたり約130万回）、ベトナム（同100万回）、タイ（同75万回）である。このペースで接種が進めば、インドネシア、ベトナム、タイでも年内に人口の約半数が接種を完了する見通しだ。また、ワクチンの普及が一番遅いフィリピンでも、2022年半ば頃までには人口の70%ほどが接種を終えることが可能だろう。今後は、感染拡大によって行動制限が繰り返されるリスクが低下することで、ASEAN5国内の経済活動が活発化するとともに、国内外の移動も本格化する見通しだ。

図表5 ワクチン完全接種率（%）

	2021年1月末	2021年3月末	2021年5月末	2021年7月末	2021年9月末
マレーシア	N/A	0.7	3.3	20.9	61.8(71.8)
タイ	N/A	0.0	1.6	5.6	22.7(42.2)
フィリピン	N/A	0.0	1.1	7.1	21.8(22.7)
インドネシア	N/A	1.3	3.9	7.4	18.5(33.0)
ベトナム	N/A	0.0	0.0	0.6	10.0(33.7)
(参考)					
日本	N/A	0.1	3.2	30.0	60.1(70.7)
米国	1.7	16.2	40.2	48.9	54.9(63.7)

(注1) 完全接種率は、それぞれのワクチンに必要とされる回数（1回または2回）を接種し終えた人口の割合。

(注2) 9月末の（ ）の数値は、ワクチンを少なくとも1回接種した人口の割合。

(注3) タイの9月末のデータは、9月22日時点。

(出所) Our World in Dataより大和総研作成

## 2022年の見通し：製造業の回復は早く、サービス業は業種間で差

経済活動が再開していくことで、各国の成長率（前年比）は、2021年7-9月期を底に持ち直していくだろう。ただし、その回復ペースは産業ごとに差が生じやすいと見込まれる。

行動制限が緩和されることで、国内の人の移動や工場の操業が正常化する中、最も回復が早いのは製造業だろう。特に、世界的な需要が底堅い半導体やコンピュータ部品、記憶装置などの電子機器に関しては、輸出の回復が早そうだ。電子機器産業の競争力が高いマレーシアやベトナムからの輸出は、2021年の年末にかけて加速する見込みで、同産業が両国の成長ドライバーとなるだろう。さらに輸出企業を中心として業績の回復が進めば、雇用・所得環境の改善につながりやすい。2022年前半頃には、両国の個人消費もコロナ禍前の水準にまで戻る可能性が高い。外需の牽引で、マレーシアとベトナムの経済回復は、ASEAN5の中でも最も早くなるだろう。

他方、同じく製造業に強みを持つタイでは、輸出の回復に時間がかかりそうだ。自動車搭載用半導体の供給不足が解消されるタイミングを待たなければならないためだ。タイ工業連盟自動

車部会は、供給不足が 2022 年を通して続く懸念を示している<sup>2</sup>。主要輸出相手国の景気回復で、自動車需要は高まりやすいが、半導体不足が足かせとなって生産が追い付かない状況となっている。その点で、少なくとも 2022 年前半は、半導体の川上産業の集積があるマレーシアと比べて、タイの製造業は緩やかな回復にとどまると予想される。

サービスセクターの回復スピードは業種によって差が生まれやすい。感染拡大下でもその影響が軽微であったのが金融や情報・通信で、今後も堅調に推移する見込みだ。例えば、コールセンターを中心としたビジネス・プロセス・アウトソーシング（BPO）産業に強みがあるフィリピンでは、同セクターが成長の牽引役となる可能性が高い。またフィリピンでは、欧米や原油高で潤う中東からの海外送金流入が堅調であることから、外出制限の解除が進めば、小売セクターの回復も成長を後押しすることとなるだろう。行動制限の強化が繰り返されない限り、1年以上にわたる厳格な行動制限で落ち込んだフィリピン経済は、2022 年に緩やかな回復を遂げていくだろう。

他方、サービスセクターの中でも、ホテルや旅行産業の回復には時間を要する見込みだ。例えばタイでは当初、2021 年後半にはワクチンの接種が進み、感染拡大のリスクが下がることで、国外からの旅行者の受け入れが進むと予測されていた。しかし実際は、「デルタ株」が蔓延したことで、入国後の隔離を不要とする海外からの旅行者の受け入れ開始は、11 月 1 日に後ろ倒しされた。2022 年には、国内外でのワクチン接種率の上昇で、国境を越えた移動が徐々に可能となる見通しだが、完全に自由な移動が許可されるまでには時間を要するだろう。また、ASEAN5 では、旅行・観光業界が長期にわたって休業状態にあったほか、感染リスクへの不安から離職者も多かった。そのため、同産業に人手が戻るまでもに時間がかかりそうだ。これらの点から、本格的にホテルや旅行産業が回復していくのは、早くも 2022 年後半となるだろう。その点で、GDP における旅行産業のシェアが高いタイ経済の回復ペースは、マレーシアやベトナムなどと比べて緩やかとなりそうだ。

資源セクターは、欧米での経済活動の本格化と国際的な資源高の影響で、2022 年も堅調となりそうだ。ベトナムからは鉄鋼、インドネシアからはパーム油やベースメタル、石炭、天然ガス、マレーシアからはパーム油や石油の輸出が進みそうだ。石炭に関しては、脱炭素化への動きが強まる中、長期的には輸出が伸び悩む可能性がある。ただし、現状では世界的なエネルギー不足により石炭への需要が高まっていることや、脱炭素に遅れているインドでは引き続き需要が見込めることから、少なくとも 2022 年中に輸出が大きく減少する可能性は高くないだろう。特に、輸出に占める資源の割合が高いインドネシアでは、同セクターが成長ドライバーとなるだろう。

<sup>2</sup> NNA 「工業連盟、半導体不足が 23 年まで続く懸念」、2021 年 10 月 18 日

## 財政・金融政策の見通し

ASEAN5 経済は、2021 年 7-9 月期を底に再び回復へと進む見込みだが、「デルタ株」で打撃を受けた経済への財政・金融面での政策支援は 2022 年も必要となるだろう。行動制限によって大きく悪化した消費者マインドや企業の景況感を回復させるためだ。しかし、ASEAN5 の中には、昨年来の感染症対策による債務負担の増加から、大規模な歳出拡大に今後乗り出しにくい国々も多い。また、2022 年は米国の利上げや、インフレ圧力といった側面に配慮する必要性も高まり、拡張的な財政政策と金融緩和に依存できる環境ではなくなるだろう。

### 2022 年の財政余地は、タイを除く 4 カ国で限定的に

図表 6 は、ASEAN5 の一般政府債務残高と、各国で規定された公的債務残高の上限、さらに 2020 年 1 月以降実施されてきた景気刺激策の規模を示している。これを見ると、ASEAN5 の中で、これまでの対コロナ景気刺激策の規模が最も大きかったのはタイである。公的債務残高の上限を GDP 比 60%から同 70%に引き上げたことで、旅行産業支援、所得支援、個人消費刺激策を実施することが可能となった。2021 年末の一般政府残高は GDP 比 60%を下回る予測で、上限の GDP 比 70%には余裕がある。2022 年も引き続き、積極的な財政出動を講じていくことが可能だ。

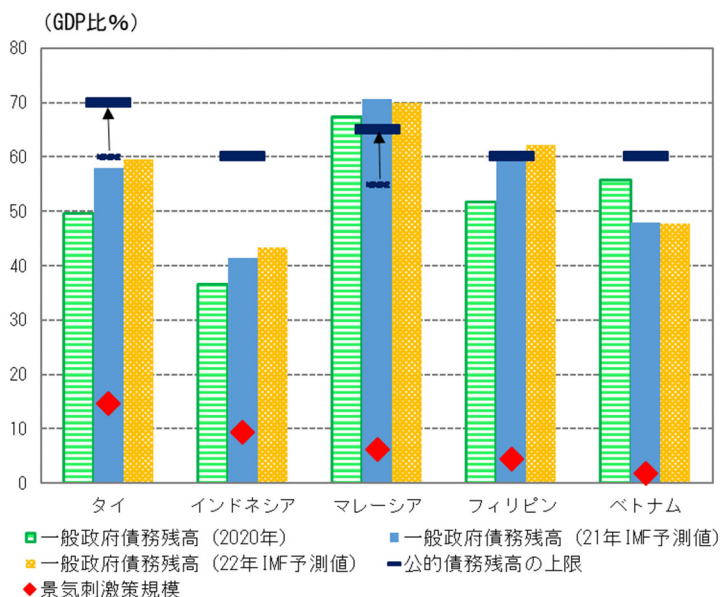
他方、タイを除く ASEAN4 カ国の 2022 年の歳出は、抑制されそうだ。マレーシアとフィリピンは 2021 年の一般政府債務残高、ベトナムは政府保証も含めた公的債務残高の規模が、各国で定められている（または基準とされている<sup>3</sup>）公的債務残高の上限に達する見込みのためだ。マレーシアは 2021 年、「コロナ基金」と呼ばれる感染症対策財源を拡張するため、公的債務残高の上限を従来の GDP 比 55%から 2 度にわたって引き上げ 65%としたが、2021 年の一般政府債務残高は 65%を上回る予測だ。またベトナムは、2021 年から 25 年まで債務管理を厳格化する方針を示しており、財政規律の維持に重きを置き始めている。

インドネシアに関しては、公的債務残高の上限までに余裕があるが、2022 年はそれほど大規模な歳出を行わないと予測される。2021 年 9 月、議会は 2022 年度予算を可決し、歳出を前年度比+0.6%に抑えけるとともに、2023 年までに財政赤字を GDP 比 3%に縮小することを目標に据えた。同国の一般政府債務残高に占める海外投資家の割合が約 48%と高いことから、米国の利上げによる外部環境の変化を警戒している模様だ。

以上の通り、2022 年はタイを除く 4 カ国で、これまでの拡張的な財政政策から、財政の立て直しへと動く可能性が高まっている。その点で、財政政策が景気を浮揚させる効果は、これまでほど大きくはならないだろう。

<sup>3</sup> フィリピンは、公的債務残高の上限を特に規定していないが、政府は参考指標として GDP 比 60%を基準としている。

図表6 ASEAN5の債務残高と景気刺激策規模



(注1) フィリピンの公的債務残高の上限は、政府の参考指標。

(注2) ベトナムの2020年債務残高は公的債務残高。ベトナムの公的債務残高には、国営企業の政府保証債務も含まれる。一方、2021年以降の債務データ予測値は、政府保証債務を除く一般政府債務残高（IMF予測）であるため水準が低下している。

(注3) 矢印は、公的債務残高の上限を引き上げたことを意味する。

(注4) 景気刺激策はIMFが“Above the lines”とするもので、2020年1月から2021年9月末までのもの。

(出所) IMF、各国政府より大和総研作成

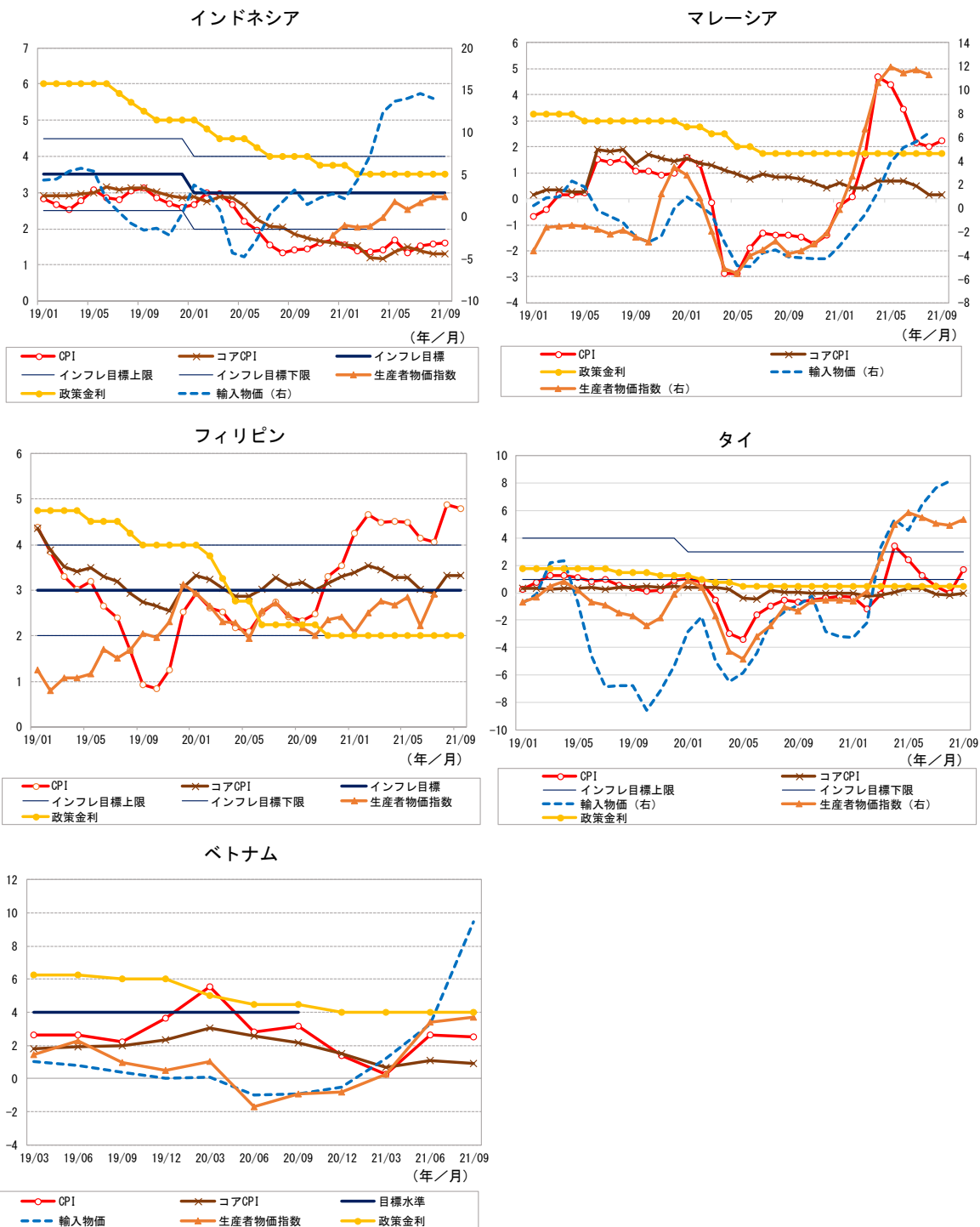
## フィリピンは利上げの可能性

2021年は各国とも内需下支えのため、政策金利を低水準で据え置いた（図表7）。各国の消費者物価上昇率（CPI）は、フィリピンを除いて、一時的に上振れすることはあっても、ほぼ安定して推移していたためだ（図表7）。世界的な資源高の影響を受け、各国の輸入物価指数は2021年に入ってから大きく上昇したが、燃料等の国内価格が統制されたことで、CPIへの影響は限定的であったようだ。さらに各国では、食品やエネルギーを除いたコアCPI（前年比）も低水準で推移してきた。需要の弱さが背景にある。特にインドネシアでは2020年央以降、CPI、コアCPIともにインフレ目標の下限を下回って推移しており、需要の弱さが顕著だ。唯一、物価の上昇圧力が際立っていたのがフィリピンだ。フィリピンのCPIは2021年に入って以降、前年比でインフレ目標の上限を上回って推移してきた。食品価格の上昇が主因で、天候不良や行動制限によるサプライチェーンの寸断、アフリカ豚熱の蔓延が影響した。

2022年も、フィリピンを除く4カ国では、資源高の影響が幅広い品目に波及しない限り、物価が大きく上昇する可能性は低いだろう。期待インフレ率がコントロールされているほか、需要の弱さも当面続くと思われるためだ。よって、これら4カ国が、インフレ圧力を理由とした利上げを迫られる可能性はしばらく低いだろう。他方、フィリピンでは、商品の供給網が正常化する中でも物価の上昇圧力が高まる場合、中央銀行は利上げに動かざるを得ない可能性が高まっている。2022年前半にも、利上げが視野に入ってくるだろう。



図表7 ASEAN5の物価・政策金利動向(単位: %)



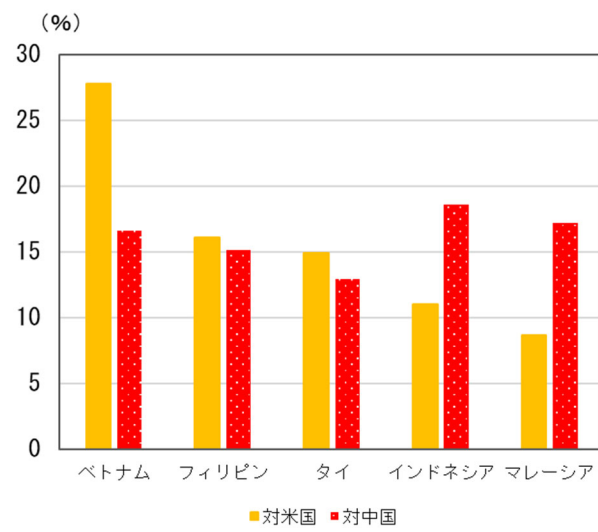
(注1) 政策金利以外は前年比。  
 (注2) ベトナムは統計の都合上、四半期データを使用。その他は月次データ。フィリピンは、月次で輸入物価指数を取得できない。  
 (注3) マレーシアは、インフレ目標を導入していない。ベトナムは物価の目標水準を使用。  
 (注4) マレーシアを除く各国の物価目標はCPI。  
 (出所) 各国統計より大和総研作成

## 2022 年に向けたリスク

2022 年を見通す上でリスクとして挙げられるのは、米国と中国の経済の先行きに減速感が強まることである。ASEAN5 への影響は、輸出の鈍化と、市場でのリスクオフの動きから資本が流出するリスクの 2 点が考えられる。ASEAN5 にとって米国・中国への輸出依存度は高く、ベトナムでは両国向け輸出が 2020 年時点で全体の約 44%に上る（図表 8）。ASEAN5 からの米国向け輸出は主に最終財が中心で、ベトナムからは縫製品やコンピュータ周辺機器などの電子機器が輸出されている。他方、中国向け輸出は、インドネシアからはパーム油、その他の国々からは電子機器などの部品や加工品が中心だ。中国と ASEAN5 間の貿易は、東アジア地域のサプライチェーンを基盤とした中間財取引が多いためだ。さらに、タイやベトナムから中国へは、内需向けに食料品や縫製品といった消費財も多く輸出されている。今後、ASEAN5 内の生産活動が加速したとしても、主な輸出国である米国や中国の経済の鈍化が鮮明となれば、輸出を牽引役とした景気回復というシナリオが成立しにくくなる。特に、輸出依存度が高いベトナムやマレーシア、そして中国向けに資源関連（パーム油や石炭等）財を多く輸出しているインドネシアは、その影響を受けやすいだろう。

次に、資本フローの変調を通じた影響である。今後、米国では金融政策の正常化が進んでいく見込みだ。当初、米国によるテーパリングは、同国の景気回復の力強さに裏付けられたものであることから、新興国への影響は軽微なものとなるとみられた。しかし 2021 年 9 月以降、米国内では、国際的な資源高や米国における労働力不足等が、想定以上に根強いインフレ圧力となり、米国の経済活動の足かせとなる可能性が高まってきた。これを受け、FRB が早期利上げに踏み切れば、国際金融市場でリスクオフの動きが生じやすくなる。その場合、ASEAN5 を含む新興国に悪影響が出るだろう。ASEAN5 は十分な外貨準備を有しており、外的リスクに対するバッファは厚い。ただし、国債に占める海外投資家保有比率の高いインドネシアでは、一時的に資本逃避の影響が見られる可能性があり、場合によっては利上げで対応せざるを得なくなるだろう。また、足元で物価圧力が高まっているフィリピンでも、対ドル為替レートの下落が輸入物価の上昇につながり、国内の物価をさらに押し上げる事態となれば、利上げに動かざるを得ないだろう。意図せざる利上げは、インドネシアやフィリピンの景気回復の足かせとなるだろう。

図表8 ASEAN5の米国・中国向け輸出の割合（2020年）



(出所) IMF より大和総研作成