

高インフレに苦しむアジア新興国 物価・金利上昇で2023年の景気は減速

調査部アジア調査チーム エコノミスト

越山祐資

080-1069-4835

yusuke.koshiyama@mizuho-rt.co.jp

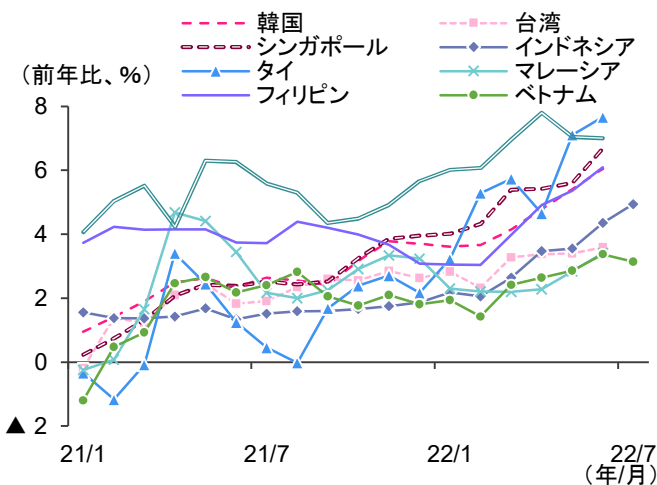
- アジアでは、欧米に遅れてコロナ禍からの景気回復が始まったが、域外を起点とするインフレの高進と、米欧の利上げによる通貨安への対応を強いられ、早くも利上げ開始
- 今後、商品価格の一服で輸入物価要因のインフレ圧力は収束。しかし、人手不足や物価抑制策縮小により、国内要因のインフレ圧力は残存。結果的に、アジアでは高インフレが継続へ
- アジアでは、高インフレの継続を背景に、利上げ局面が続く公算。2022年にコロナ禍からの回復で景気は上向くものの、2023年は物価上昇と金利上昇で景気は減速する見通し

1. アジア各国はインフレ高進と通貨安を受けて利上げを開始

日本では7年ぶりに物価上昇率が前年比+2%を上回って話題となったが、アジア新興国でも日本同様、多くの国でインフレが高進している。例えば、6月の消費者物価指数(CPI)はタイで前年比+7.7%と14年ぶりの高い伸びとなったほか、韓国では同+6.0%とアジア通貨危機後の1998年以来の伸びとなった。その他の国でも、ほぼ一様にインフレが加速している(図表1)。

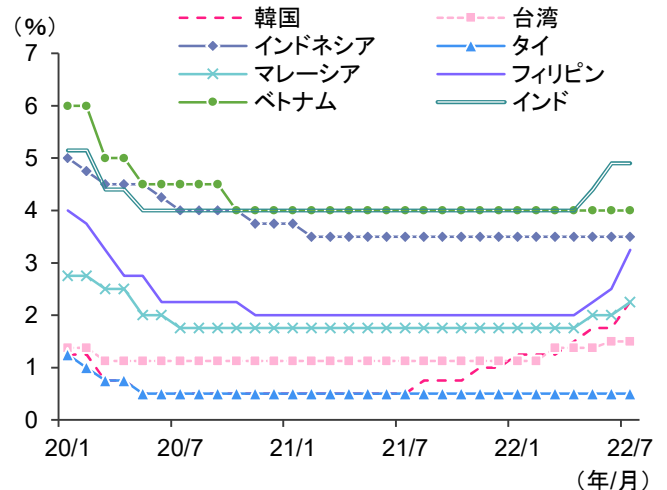
アジア各国の中銀は、国内のインフレ加速に加え、米欧の高速利上げを受けた通貨安という内憂外患に悩まされている。コロナ禍からの回復は欧米に遅れて始まったばかりだが、インフレや通貨安が一層進行するリスクに対処するため、早くも利上げに転じる国が増えている(図表2)。直近では、上述の韓国が7月13日に50bpの利上げを決定した。50bpという利上げ幅は、韓国中銀が1999年に現在の

図表1 消費者物価指数



(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 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

金融政策の枠組みを採用して以来最大だ。また、7月14日にはフィリピンが75bpの緊急利上げを決定した。こちらも、一度の利上げ幅としては過去最大だ。いずれも異例の対応であり、中銀の強い危機感がうかがえる。とりわけ、各国中銀が危惧するのは、先行きの物価動向に関する不確実性の高さだろう。そこで本稿では、アジア新興国の先行きの物価動向を予想し、今後の金融政策と景気の行方について考察する。

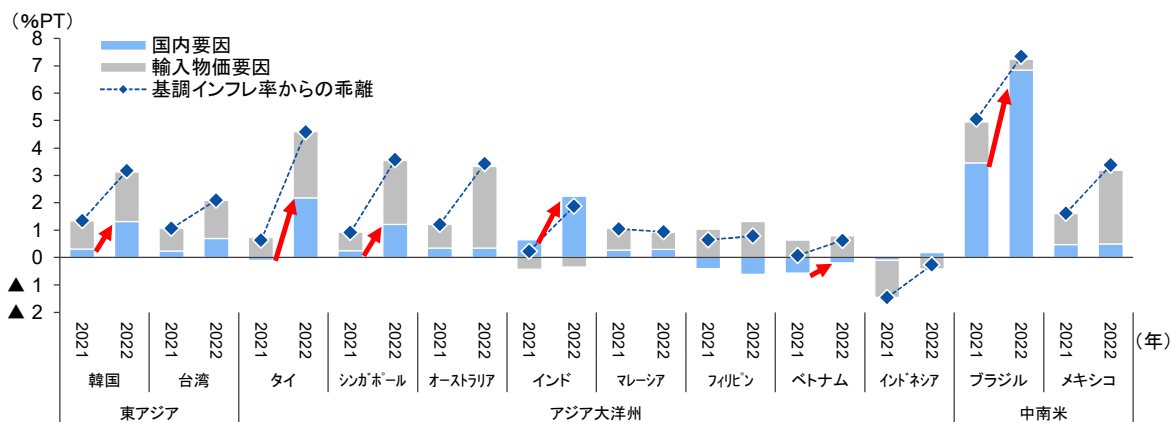
2. 輸入物価の上昇に加え、国内需給の引き締めもインフレ加速要因に

目下のインフレは、日本でもアジアでも共通して、エネルギー資源や食料品など国際的な商品価格の高騰が主因だ。昨年来、経済活動の再開により世界的に需要が急回復してきたが、これに加えてロシア・ウクライナ問題が天然ガスや食料品の供給を圧迫したことで、商品需給はひっ迫した。国際価格の上昇を受け、いわゆる輸入インフレが進んできた。先行きのインフレを見通すうえで、まずはこうした輸入物価上昇によって、足元のインフレ率がどの程度説明可能なのかを確認しよう。

図表3は、各国のインフレ率について、基調インフレ率（＝コロナ前の平均的なコアインフレ率）からの乖離を示したものだ。そのうえで、乖離幅を①輸入物価要因と②国内要因の2つに分解している。①輸入物価要因は、IMFが発表する輸入物価指数の動きで説明可能なインフレ圧力だ。輸入物価要因は商品価格高騰や通貨安の影響を受けることから、外的な物価変動要因である¹。②国内要因は、景気回復を受けた国内需給の引き締めや、政府による物価抑制策の影響を含むものだ。

図表3からは、各国とも輸入物価要因の押し上げ幅が2021年から2022年前半にかけて拡大しており、輸入インフレが進んでいることが見て取れる。また、国内要因の寄与度は、多くの国で輸入物価要因と比較し小さいものの、やはり一定程度は上昇している。つまり、国内需給の引き締めが、次第に物価上昇に作用していることがうかがえる。足元、アジア各国ではコロナ感染症対策の行動規制が緩和されていることで、需要の回復が進んでいる。他方の供給サイドは、物流停滞や人手不足などを背景にボトルネックが生じているとの声が企業から聞かれる。国内要因によるインフレ圧力の高まりは、需要の拡大に供給が追い付かず、モノやサービスの価格上昇につながっている状況を映じていると考

図表3 基調インフレ率からの上振れ要因



(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2017～19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

えられる。

3. 先行きは商品高一服も、人手不足や物価抑制策縮小により高めのインフレ率が継続

以下では、インフレを輸入物価要因と国内要因という2つの要素に分け、今後の物価動向を検討していこう。

(1) 輸入物価要因によるインフレ圧力は縮小へ

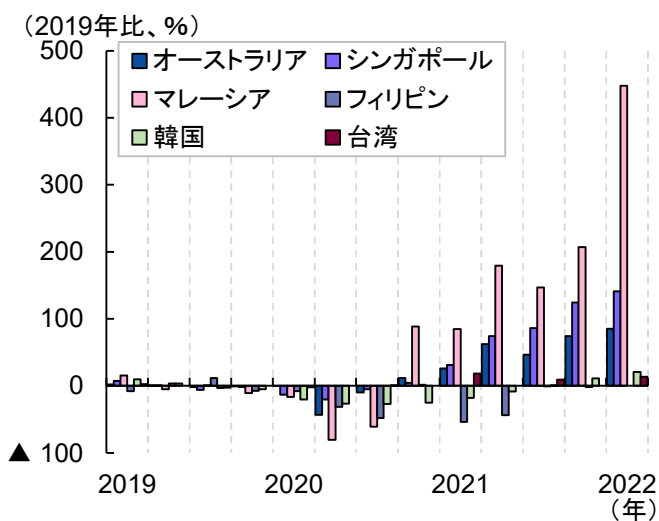
現下のインフレの主因である輸入価格要因は、国際商品価格の高騰一服を受けて弱まっていくと予想する。商品高一服の理由は、米欧を中心とした世界経済の需要減速だ。米国では、アジアに先んじて高インフレに直面して利上げを行っている。欧州も、ロシアからのガス供給減少でエネルギー価格が高騰し、利上げが始まっている。これらの結果、2023年にかけて欧米では、景気が失速する可能性が高い。中国経済も、ゼロコロナ政策の影響で当面力強さを欠くとみられ、世界景気のけん引役を期待しづらい。世界景気が減速する中で、国際商品市況はピークアウトし、輸入物価要因によるインフレ率への寄与度は縮小していく見通しだ。

(2) 国内要因による圧力は今後高まる見込み

一方、国内要因によるインフレ圧力は、むしろこれから強まっていく可能性がある。理由として、①人手不足、②物価抑制策の縮小の二つが挙げられる。

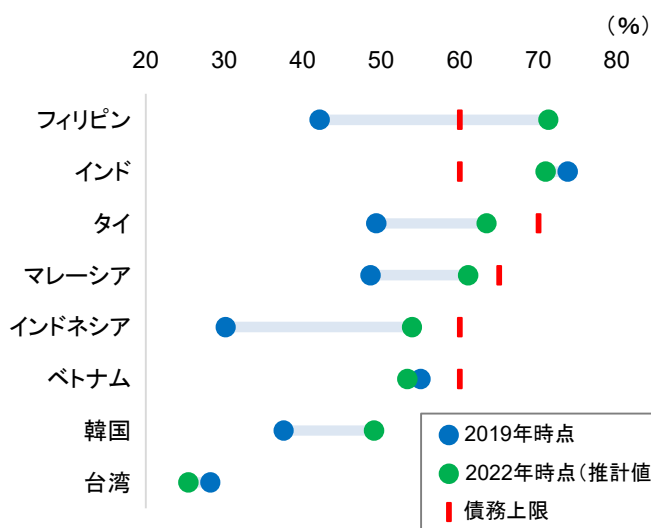
まず、①人手不足については前述の通り、既にボトルネックが生じて足元のインフレ要因の一つとみられる。実際、各国ではコロナ禍後に欠員数が増加しており、人手不足が深刻化していることがわかる(図表4)。特にサービス業では、落ち込んだ需要がようやく戻りつつある反面、なかなか必要な労働力が確保できない状況だ。これは、コロナ禍からの回復過程で、これまで製造業がサービス業に先んじて回復し労働力を吸収してきたことで、サービス業の人員採用は出遅れたためと考えられる。先行き、アジアではコロナ水際対策の緩和につれて、観光業を中心に景気回復が下支えされると見込

図表4 欠員数



(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表5 政府債務残高対GDP比



(注) 公的債務対GDP比に上限を定めている国(タイ、ベトナム)は公的債務比率を表示

(出所) IMF、IIFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

まれる。その一方で、労働者の確保は追い付かず、人手不足感が強まる公算が高い。結果として、賃金上昇が価格に転嫁される形で、物価の押し上げ要因になるとみられる。

②物価抑制策の縮小について、各国政府はこれまで、燃料や食料品の輸入価格上昇を受け、補助金政策や価格統制策など各種の物価抑制策を講じている（物価抑制策の詳細は本稿末尾の補論を参照のこと）。しかし、コロナ禍での歴史的な拡張財政により各国の政府債務残高は急激に増加しており、追加的な財政支出の余地は大きく縮小している（図表5）。今後景気が回復していく中で財政正常化へ舵を切る国も増加すると見込まれ、物価抑制策の継続・維持には徐々に限界が来ると考えるのが自然だろう。

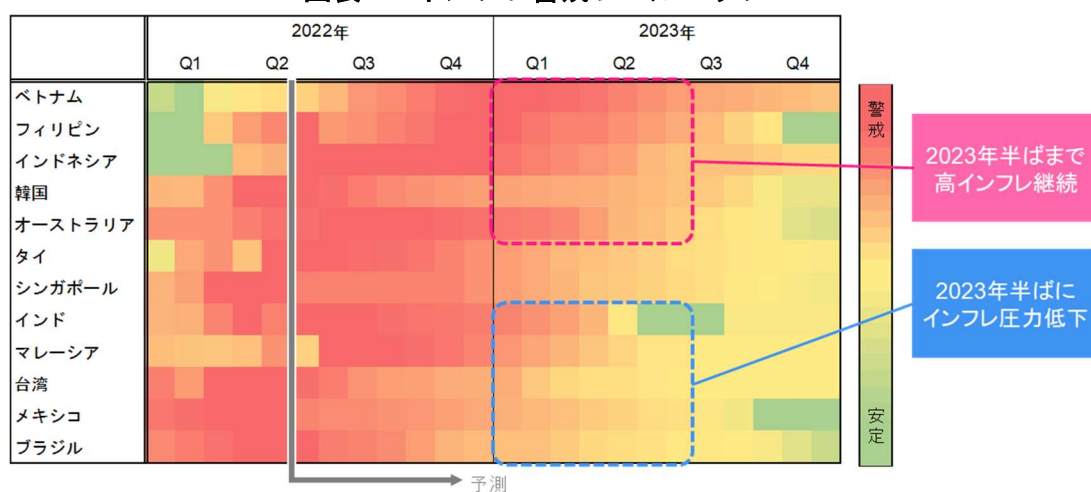
（3）ASEAN や韓国で高めのインフレ率が続く見通し

以上より、国によっても差はあるが、アジア、特にASEAN諸国や韓国では、インフレ率が当面高止まりする見込みだ。図表6は、2023年までの各国のインフレ率を推計し、図表3と同様、基調インフレ率からの乖離によって警戒レベルを示したものだ。上振れ幅が高いほどインフレ警戒レベルが強く、濃い赤色で示している。図中で上方に位置する国は、基調並みのインフレ率に落ち着くまでに時間がかかり、2023年中も警戒感が続くと思われる国々だ。特に、ベトナムやフィリピン、インドネシアについては、周辺国と比較して現時点の金融引き締めが遅れていることが、今後のインフレ長期化の一因になりそうだ。対照的に、図中下方には早期に利上げを開始していたインドやマレーシア、台湾（および、参考として示したメキシコやブラジル）が並ぶ。これらの国々は、利上げの効果が表れ、2023年半ばにおおむね平時並みのインフレ率に収束すると予測できる。

4. アジアでは 2023 年も利上げ局面が続き、景気下押しが長期化する可能性

先行きもインフレ高止まりが尾を引くことで、ASEAN諸国など一部の国では利上げ局面が長期化する可能性がある。そこで本稿では、前節で示したインフレ率の予想推移を前提に、各国におけるテイラールールを推計することで、理論的に示唆される政策金利水準を試算した。テイラールールは、先進国では標準的に用いられる金融政策ルールの一つで、インフレ率や需給ギャップといった経済

図表6 インフレ警戒レベルマップ



（注） 2017～19年のコアインフレ率を基調インフレ率とみなし、基調インフレ率からの乖離を評価。 2022年6月以降は当社推計値

（出所） 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

変数の変化に対する最適な政策金利水準を示した関係式である。なお、今回は新興国を分析対象とするため、米国金融政策などの外部要因で為替レートが変動してしまう点を考慮に入れ、実質為替レートを変数に加えた小国開放型テイラールールを推計した。

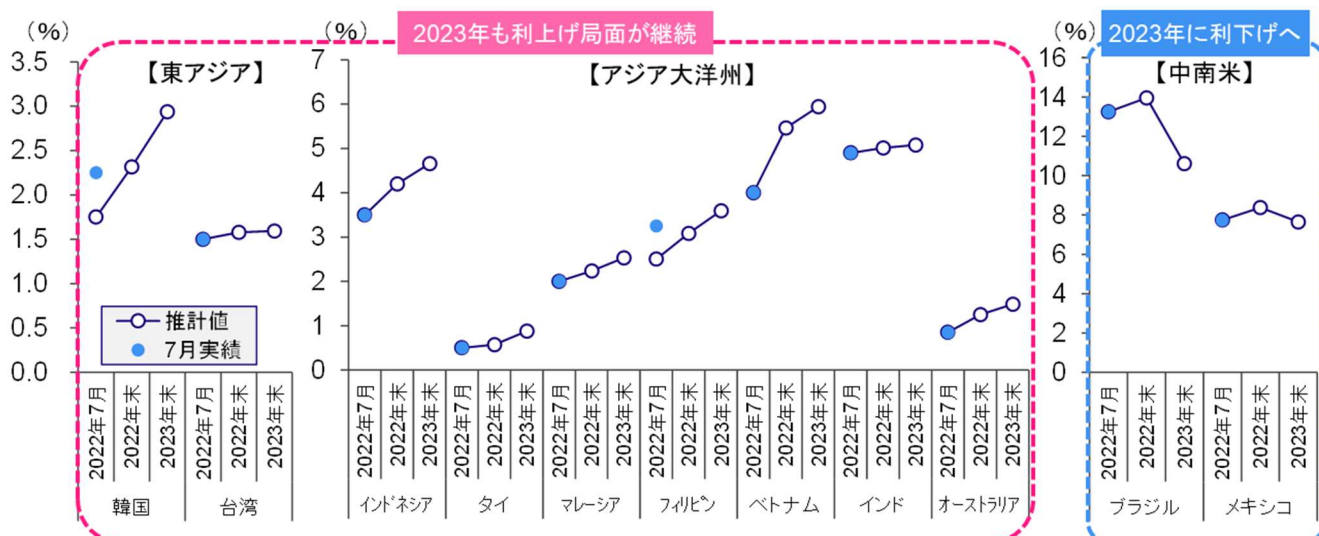
図表7は、試算から示唆された各国の政策金利水準を示したものだ。まず、参考として掲載したブラジルとメキシコ（青枠、右パネル）をみると、当該2国は2023年に利上げ局面を終了し、利下げに転じる可能性があるとの示唆が得られた。早期に利上げを開始したためインフレの収束が早いことに加え、利上げ効果の顕在化や米国経済減速の影響等によって国内景気が減速することが背景だ。

一方、アジア新興国については対照的な姿が予想されている。たとえば、韓国やベトナム、インドネシア、フィリピンでは、2023年も相対的に大幅な利上げ局面が続く可能性がある。これらの国々は2023年後半まで高めのインフレ率が続きと予想される点が、積極利上げ継続の背景となっている。また、上記4カ国と比べるとインフレが緩慢な台湾、インド、マレーシアについても、2023年末まで緩やかな利上げ局面が継続すると示唆された。いずれにせよ、アジア各国では、現在の想定に基づけば、ブラジルやメキシコと比較した場合、2023年に利上げを終了するためのハードルは相対的に高いことが確認できる。

4. まとめ：アジア景気は2022年に上向くが、2023年は減速へ

2022年のアジア経済は、基調としてコロナ禍からの回復の途上であり、サービス業を中心とした回復局面が続く見通しだ²。しかしながら、先行き見込まれる欧米各国の景気減速に加え、インフレや金利上昇が阻害要因となり、2023年の景気は減速を予測する。インフレや金利上昇による阻害要因については、①物価上昇による実質所得の目減りが個人消費を下押しするほか、②金利上昇によってコロナ禍で積み上がった家計や企業の民間債務の返済負担が増加し、個人消費や民間投資の抑制要因となるとみられる。特に、②の金利上昇を通じた影響については、韓国やベトナムでは利上げ幅が大きい

図表7 ティラールールが示唆する各国の政策金利



(注) 6月末までのデータを用いて、需給ギャップ、インフレ率、実質為替レート（いずれも当社試算値）を考慮するテイラールールを推定。オーストラリアは需給ギャップ、インフレ率のみを用いた。名目為替レートの予測値はロイターのコンセンサス（2022年7月8日時点）による

(出所) 各国統計、Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

うえに、民間債務残高が大きいため、下押し影響が現れやすいことには十分な注意が必要である。

補論

(1) 各国が実施している物価抑制策 (2022年7月時点)

図表 A 現在実施されている物価抑制策の例

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
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 高騰するガソリンと軽油に対する減税措置(1兆ルピーの税込減)
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削減(22年4月～)。また、政府は、8月以降環境保護税の追加削減を審議中
タイ	燃料	減税	<ul style="list-style-type: none"> 2月15日の閣議で、軽油に対する物品税率の引き下げを決定
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、コメ等)の関税を引き下げ
シンガポール	生活支援	補助金	<ul style="list-style-type: none"> 6月21日、インフレ対応のため総額15億SGDの支援パッケージを発表。年収3万4,000SGD以下の国民に最大300SDドルを給付するほか、全世帯に公共料金の支払いに使えるクレジットを付与
オーストラリア	燃料	減税	<ul style="list-style-type: none"> 3月30日より、燃油税(ガソリン、ディーゼル)に適用される物品税、物品相当関税を6カ月間引き下げ
	生活支援	税還付	<ul style="list-style-type: none"> 3月29日に発表した予算案において、低・中所得者向け税還付制度(LMITO)を従来の最大1,080豪ドル(約10万円)から1,500豪ドルに引き上げを発表
メキシコ	ガソリン	減税・補助金	<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乘せ支給
	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)
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、情報通信財等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
	燃料	減税	<ul style="list-style-type: none"> 燃料に係る州税の商品流通サービス税(ICMS)上限設定(18%。現状一部の州は30%超)

(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(2) テイラールール

テイラールールとは、インフレ率や需給ギャップといった経済変数の変化に対する最適な政策金利水準を示した関係式である。今回は以下のモデルを仮定し、最小二乗法 (OLS) によって推定した。

$$\text{政策金利} = \text{需給ギャップ} + \text{インフレ率} + \text{実質為替レート} + \text{前期の政策金利}$$

基本的なテイラールールでは需給ギャップとインフレ率を説明変数として用いるが、今回の分析では、新興国では通貨防衛の観点も考慮して利上げを行う場合があり、為替レートが先進国との金利差に反応することを勘案して実質為替レートを加えている。特に、インドネシアや台湾、メキシコは、政策目標として明示的に通貨の安定を掲げていることから、為替レートを考慮することが望ましいと考えられる。なお、オーストラリアドルは他のアジア諸国通貨と比べて市場での信認が極めて高く、相対的に安定した通貨である点を考慮し、オーストラリアのテイラールールには実質為替レートを組み込んでいない。

また、中央銀行は段階的に政策金利を変更するという金利スージングの考え方を導入し、変数に自己ラグ項 (前期の政策金利) を加えている。

最後に、テイラールールの推定手法について、OLS推定すると内生性の問題が生じるため、しばしば一般化モーメント法 (GMM) が用いられる。しかし、GMMを用いる場合もweak instrumentsの問題や小標本特性によるバイアスの問題が生じる。また、GMM推定においては、操作変数として内生変

数のラグ項を操作変数として利用する方法がよく用いられる。しかしCarvalho et al.(2021)は、この方法は持続的な金融ショックが存在するケースでテイラールールを推定する場合には有益ではなく、現実的な条件のもとではOLS推定でもGMM推定でも推定結果に大きな差はないと指摘している。以上を踏まえ、本稿ではより簡易なOLSによって推定を行った。

参考文献

Carvalho, Carlos, Fernanda Nechio, Tiago Tristao. (2021). “Taylor Rule Estimation by OLS,” Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2018-11.

Taylor, John B. (1993). “Discretion versus policy rules in practice.” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39(1): 195-214.

みずほリサーチ&テクノロジーズ (2022) 「2022・2023年度 内外経済見通しー グローバルインフレと世界経済の行方 ー」 2022年7月26日、

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/research/forecast/2022/outlook220726.html>

¹ なお、原材料の輸入価格上昇を受けた最終製品の値上げも、広義の輸入物価要因として扱っている。

² みずほリサーチ&テクノロジーズ (2022) 「2022・2023年度 内外経済見通しー グローバルインフレと世界経済の行方 ー」 2022年7月26日、<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/research/forecast/2022/outlook220726.html>

【PR】 YouTube 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)

お問い合わせ：調査本部メールマガジン事務局（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポート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。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。