

インフレ対応に追われる新興国 迫る米金融政策転換とスタグフレーションリスク

調査部 アジア調査チーム エコノミスト

田村優衣

03-3591-1418

yui.tamura@mizuho-ir.co.jp

- 新興国でインフレ圧力が高まっている。活動制限の緩和による需要回復、資源高や供給制約を背景に、物価目標を超えてインフレが加速・高止まりしている国が多い
- 一部の新興国は、インフレ高進に対応した利上げを進めている。当面の対応は利上げ・据え置きに二分され、一部の国ではハイペースな利上げが2022年の景気下押し要因になるとみられる
- 米金融政策の転換を控え、新興国通貨安が懸念される。新興国の多くが景気に弱さを抱える中、インフレ圧力の高まりと金融引き締め強化という短期的なスタグフレーションのリスクが燃る

1. インフレ圧力に晒される新興国

グローバルなインフレ動向への関心が高まっている。多くの国で新型コロナ対応の経済活動制限が緩和され、需要が回復していることに加え、食品や原油などの資源高、東南アジア等一部の国での感染拡大による生産減、米国を起因とする国際物流のひっ迫、感染拡大による労働者不足といった供給制約が強まっているためだ。本稿では、主要新興国におけるインフレ動向、金融政策の現状を整理するとともに、先行きの展開とリスクについて考察する。

まず、各国の物価動向を確認する。主要新興国の消費者物価（CPI）上昇率（前年比）をみると（図表1）、香港、インドネシア、タイ、マレーシア、ベトナム、インドは物価目標のレンジ内（または過去の平均的なインフレ率近傍）で推移している。方向感はあるものの、タイやマレーシアなど、春先にインフレが急加速した国は昨年のコロナショックの反動（いわゆるベース効果）が剥落し、物価目標レンジ内へと回帰している。また、東南アジア諸国では7～9月期の感染拡大により活動制限が強化されており、需要の冷え込みがインフレ圧力を抑制しているとみられる。

一方、台湾、シンガポール、韓国、フィリピン、ブラジル、メキシコ、ロシア、トルコではインフレ率が物価目標レンジを上抜け、高止まり・加速している。韓国やメキシコ、ブラジルでは、春先にベース効果が押し上げ要因となっていたが、その剥落後も、インフレ高進は収まる気配がない。

足元のインフレ圧力は、複合的な要因によりもたらされている。IMFの世界経済見通し（10月）では、インフレ加速のドライバーとして①活動制限の緩和による需要回復・需給ギャップの縮小（ペントアップ需要の発現や、財政支援策で膨らんだ貯蓄の取り崩し）、②急速な資源高、③供給不足とサプライチェーンの混乱、が指摘されている。

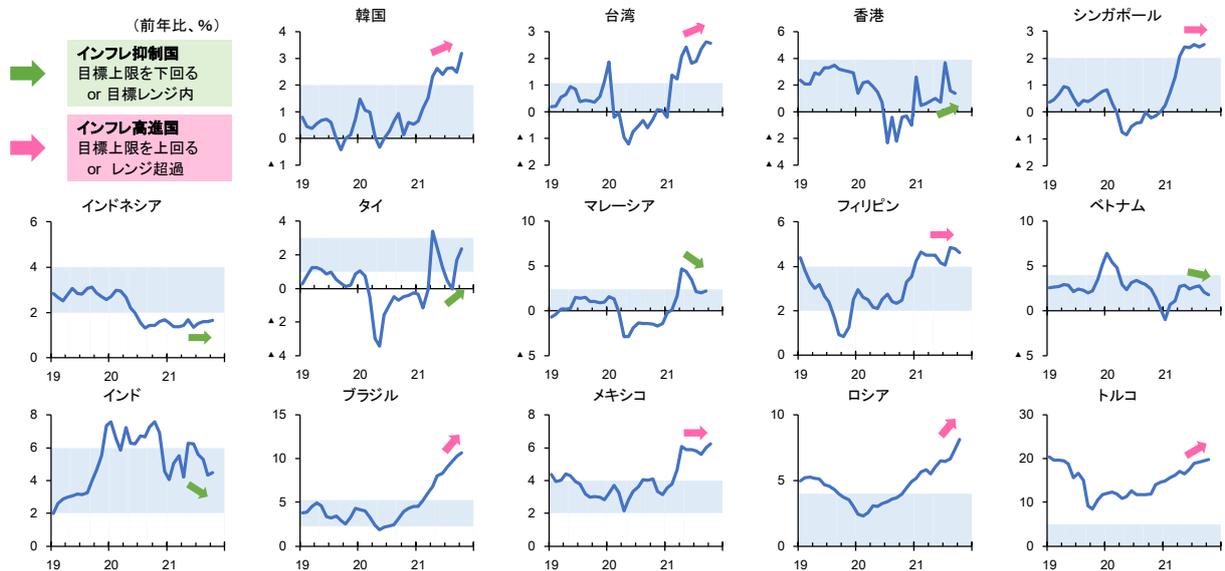
主要新興国のインフレ率を品目別にみると、上記要因の影響が確認できる。図表2は先述したインフレ高進国の一部（韓国、フィリピン、ブラジル、メキシコ、ロシア、トルコ）について、品目ごとの

インフレ動向をヒートマップにして比較したものである。具体的には、10月時点の各国CPI上昇率について品目別寄与度の変化（4月対比）を取り、変化の方向により色分けしている。各国でばらつきはあるものの、共通する2つの特徴として、（1）食料品、住居費・光熱費の寄与度拡大、（2）衣料品や外食・宿泊、娯楽サービス等の寄与度拡大、が指摘できる。

上記の特徴には、IMFが指摘した①活動制限の緩和、②資源高、の要因が複合的に表れている。特徴（1）は、②食料や原油など資源高によってもたらされた面が強い。例えばブラジルでは、グローバルな資源高に加え、天候要因によって食品・電力料金が押し上げられている（西川（2021））。

特徴（2）には、①活動制限の緩和、の影響が伺える。インフレ高進国は主要新興国の中でも活動制限の緩和が進んでおり、人流の回復が早い。活動制限の緩和により、外食や宿泊などのサービスに対するペントアップ需要が発現すると同時に、衣料品などの買い替え需要も生じたとみられる。

図表1 主要新興国のインフレ率（CPI総合、前年比）



（注）網掛けは物価目標（水準/レンジ）。目標値が公表されていない台湾、香港、シンガポール、マレーシアについては、2014～2019年におけるインフレ率の平均値を便宜上の物価目標として示した

（出所）CEIC data より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 CPI上昇率の品目別寄与度の変化（前年比、4月対比）

（前年比寄与度の変化、%Pt）	韓国	フィリピン	ブラジル	メキシコ	ロシア	トルコ	寄与度
総合	0.9	0.1	3.9	0.2	2.6	2.7	拡大
飲食料品	▲ 0.9	0.2	0.0	0.8	1.6	2.1	
交通（自動車・燃料含む）	0.4	▲ 0.7	1.8	▲ 1.0	0.4	▲ 1.3	
住居費・光熱費	0.3	0.6	1.5	▲ 0.0	0.1	1.1	
衣料品	▲ 0.0	0.0	0.3	0.1	0.0	▲ 0.1	
外食・宿泊・娯楽	0.2	0.1	0.3	0.1	0.0	0.8	
その他	0.9	▲ 0.1	▲ 0.0	0.2	0.5	0.2	

（注）各国のCPI（総合）について10月時点の品目別寄与度を取り、4月時点の品目別寄与度に対する変化幅を示した
（出所）CEIC data より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

また上記2つの特徴には含まれないものの、韓国やロシア、ブラジルで見られる交通費（燃料・自動車）の加速は、②の資源高や、③の供給制約の影響が大きい。後者については、自動車部品の供給を担う東南アジアで夏場に感染が拡大・生産が停滞し、自動車の需給がひっ迫したことによる（松浦・越山（2021））。

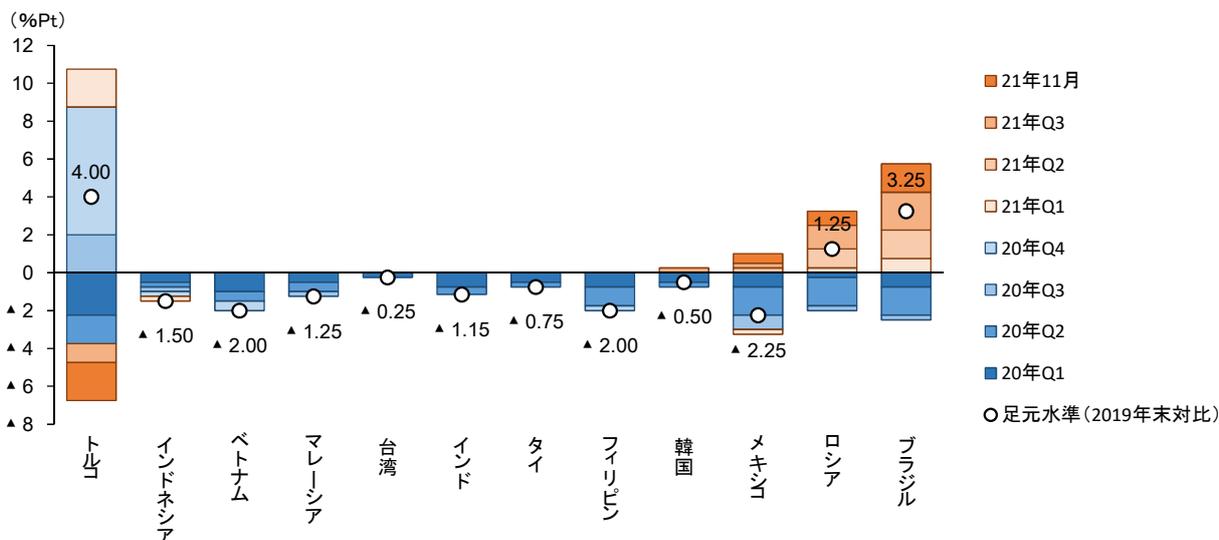
2. インフレ対応に追われる金融政策

目下のインフレ高進の影響は、各国の金融政策に表れている。2021年の春以降、主要新興国は金融政策の転換を余儀なくされ、利上げを進める国が増加している。図表3は、2019年末以降の主要新興国における政策金利の変化を示したものである。前節で挙げたインフレ高進国は、多くが2021年内に利上げを実施している¹。一方、インフレ抑制国や、インフレ高進国の中でも内需回復が弱い国（フィリピン）等は、政策金利を据え置いている。なお、トルコは顕著なインフレ高進の中でも、政治的圧力により利下げを実施している（9・10月）。主要新興国の中では例外的な対応であり、持続的な通貨安がインフレ圧力の一因となっている。

各国中銀のスタンスを踏まえると、当面は「利上げ・据え置き」に二分化した構図が続くと予想される。既に利上げを始めている国については、2021年末にかけて利上げを継続し、2022年内にインフレ圧力の緩和を確認し次第、利上げ停止が選択肢となろう。インフレ抑制国は据え置きを続け、利上げ開始は景気回復が本格化する2022年以降となる見込みだ。

利上げによる景気への影響は、一部の国で2022年に顕在化するとみられる。ブラジルやロシアではすでに政策金利がコロナ禍前より高い水準に達している。中立的とされる名目金利水準²も超えていることから、金融環境は引き締め状態に移行しており、2022年には景気下押し効果が顕在化すると予想される。一方、メキシコや韓国はコロナ禍前に比して金利水準が低く、利上げ余地が残っていることから、現状の緩やかな利上げペースであれば、景気への影響は限定的なものにとどまるとみられる。

図表3 主要新興国における政策金利の変化



(注) 各四半期末について、前期末からの変化幅をとったもの。足元水準は、2021年11月17日時点
(出所) CEIC data より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

3. コロナ禍後の新たな難局

新興国においてインフレ加速と金融引き締めが広がる構図は、リーマンショック後の景気回復局面に類似する面がある。グローバルな金融危機・急速な景気後退から持ち直していた2010年、中東での政情不安を引き金に資源価格が急騰した。2010年後半から2011年にかけて、主要新興国ではインフレ圧力の高まりから政策金利引き上げの動きが広がった（図表4）。2012年には金融引き締めが内需の減速要因となったが、インフレ抑制という目的は達成された。主要新興国のインフレ率はおおむね2011年半ばをピークに低下基調へと転じ、金融引き締めのサイクルも終了することとなった。

現局面についても、インフレについては2011年と同様の過程を辿る可能性が高い。資源高や供給制約によるインフレ圧力は、基本的に新型コロナの感染動向、すなわち活動制限の緩和・強化を背景とした、一時的な需給のミスマッチによるものと考えられる。現在のインフレ高進国でも2022年初にはインフレ率がピークアウトし、その後は金融引き締めによる内需の減速から、インフレ圧力は緩和に向かうと想定される。

一方で、現局面の新興国には、2011年のインフレ時より厳しい条件が二つある。第一の条件は、新興国自身の景気の弱さだ。図表5は主要新興国の需給ギャップ（トレンドに対する実質GDP水準の乖離幅）を示したものである。あくまで簡易的な計算のため、図表中の値は幅をもってみる必要があるが、2021年7～9月時点の需給ギャップは、2010年後半～2011年前半の平均値に比してマイナス幅が大きい国が多い。コロナ禍の最悪期を乗り越えたとはいえ、依然として多くの新興国が景気に弱さを抱えており、2011年より厳しい状況に置かれていると言える。

第二の条件は、米国の利上げが迫っていることだ。米国の利上げは、2011年の局面より早いタイミングでの開始が予想される。2011年当時、米国の金融政策は緩和継続の局面にあった³。同年6月に量的緩和第2弾（QE2）が終了したものの、欧州債務危機の影響や米国経済の減速懸念から、利上げ開始へのハードルは高い状況にあった⁴。一方、今次局面では11月にテーパリング開始⁵が決定されたうえ、9月会合では「半数のFOMC参加者が2022年末までに利上げ条件が満たされると判断（同声明文）」するなど、2022年内にも利上げを開始する可能性が高まっている。実際、2021年の8月を底に米金利は上昇基調に転じており、市場では2022年内の利上げ織り込みが進んでいる。

米利上げの前倒し、あるいは市場でその観測が高まることは、米金利の上昇、通貨安の進展を通じて新興国のインフレ圧力となる。このとき、各国中銀は通貨安への対応として利上げペースの加

図表4 原油価格と新興国の政策金利

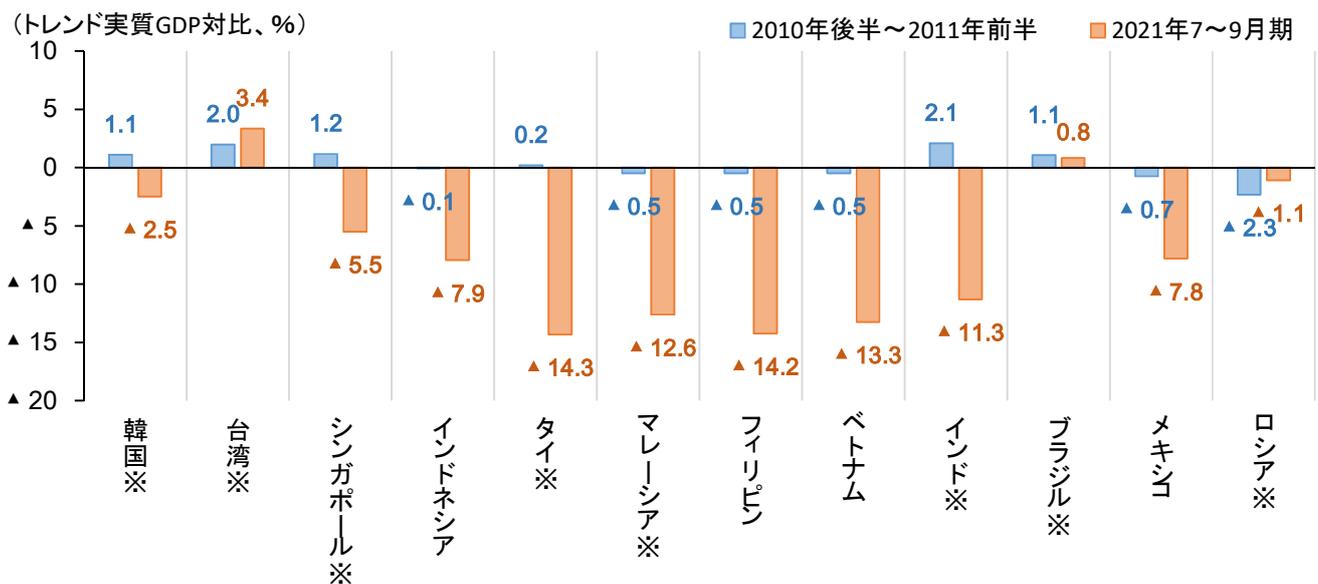


(注) 主要新興国 13 か国（韓国、台湾、香港、タイ、マレーシア、ベトナム、インド、ブラジル、メキシコ、ポーランド、チェコ、ハンガリー、南アフリカ）の政策金利（名目）の平均値

(出所) CEIC data より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

速や前倒しなど、政策スタンスのタカ派的な変更を迫られることになる。前段で示した通り、多くの新興国は景気に弱さを抱えた状態にあり、インフレ圧力の高まりと金融環境のタイト化が重なれば、短期的にスタグフレーションに陥るおそれがある。すでに景気への下押しが避けられないブラジルやロシアではこうしたリスクの蓋然性が高いとみられる。また主要新興国の中でもワクチン接種の遅れが目立つフィリピン⁶などは、感染再拡大による景気下振れリスクも燻っており、今後も注視が必要な状況が続こう。新興国におけるコロナ禍からの回復過程は、新たな難局を迎えている。

図表5 主要新興国の需給ギャップ



(注) トrend実質GDPはHPフィルタによる推計値(期間:2000～2019年)を延伸したもの。※記号のある国の7～9月期実績値については、市場予想(11月15日時点)による補充値を用いた
(出所)CEIC data、Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【参考文献】

Bank of Russia (2021) “Monetary Policy Guidelines for 2022-2024”, September 30
 Mcgeever, Jamie (2021) “Brazil central bank hikes rates, eyes quicker return to ‘Neutral’ policy”, Reuters, June 17
 OECD (2018) “OECD Calculation of contributions to overall annual inflation”, May 12
 Kose, M. Ayan and Eswar S. Prasad (2010) “Emerging Markets Come of Age”, IMF, Finance & Development December 2010, December 1
 IMF (2021) “World Economic Outlook, October 2021”, Chapter 2, October 12
 IMF (2021) “How Rising Interest Rates Could Affect Emerging Markets”, IMF Blog, April 5
 西川珠子(2021)「インフレ高進に苦慮するブラジル—2022年に待ち受ける景気減速・レアル安の試練」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年10月12日
 松浦大将・越山祐資(2021)「部品調達に苦しむ自動車産業—日系企業はサプライチェーンの混乱長期化に備えを」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年10月1日

-
- ¹ シンガポールはいわゆる政策金利をもたないが、2021年10月の決定会合において誘導目標である為替レートの「傾き」を上方に修正し、金融引き締めを実施している。
 - ² それぞれ名目中立金利は、ブラジル：6.0～6.5%、ロシア：5.0～6.0%とされる。前者はブラジル中銀副総裁の発言（4月時点）、ロシア中銀の金融政策ガイドライン（参考文献記載）による。
 - ³ リーマンショック後の米金融政策を振り返ってみると、2007年10月から2008年末にかけて政策金利が引き下げられ、2009年1月に「ゼロ金利」へと突入した。その後、3回の量的緩和（QE1：2008年12月～2010年3月、QE2：2010年11月～2011年6月、QE3：2012年9月～2014年10月）、再投資政策の実施を経て、FRBが利上げに踏み切ったのは2015年12月であった。
 - ⁴ 2011年8月FOMCの声明文では、「少なくとも2013年央まで極めて低水準のFF金利を維持する可能性が高い」とされた。
 - ⁵ 11月FOMCでは、11月中のテーパリング開始を決定した。実際の開始時期については、11月後半と定めている。
 - ⁶ 主要新興国のワクチン接種率（1回接種/2回接種）は次の通り。なお、11月15日時点で、2回接種率の高い順に示す。シンガポール（87%/86%）、韓国（82%/78%）、マレーシア（78%/76%）、ブラジル（76%/60%）、台湾（75%/42%）、ベトナム（66%/36%）、タイ（65%/53%）、香港（62%/59%）、メキシコ（58%/49%）、インド（54%/27%）、インドネシア（47%/31%）、ロシア（42%/35%）、フィリピン（30%/23%）（出所：Our World in Data）

●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。