

【みずほレポート】

---

# 新興国のインフレを巡るリスク分析 ～スロー/スタグフレーションのリスク評価～

2021.12.28

みずほリサーチ&テクノロジーズ

## 《要 約》

---

- 新興国でインフレが高進している。需要回復と供給制約による需給ひっ迫、グローバルな資源高、通貨安、天候要因など、複合的な要因によって生じている。資源価格のピークアウト、その他一時的要因の剥落により、目下のインフレ高進は22年後半にも沈静化しよう
- ただし、インフレには上振れリスクがくすぶっている。新興国では資源高の影響の受けやすさ、通貨安のなりやすさといった「インフレ体質」を抱えている。加えて、コロナの再拡大リスクも高く、当面はインフレと景気下振れが併存する、スロー／スタグフレーションのリスクがある
- 各国のインフレ体質と景気下振れリスク、金融政策の対応余力を踏まえると、スロー／スタグフレーションリスクが高いのは、トルコや中南米、ロシアである。一方、足元ではインフレが抑制されていても、インフレ体質や景気下振れリスクが高い国は当面の警戒が必要である
- リスクの顕在化時には、グローバル経済への影響波及も考えられる。第一には金融市場の混乱が想定されるが、大規模な資金流出や通貨危機へ発展する可能性は低い。むしろ、生活不安の高まりによる、政情不安定化や左傾化の動きに注意が必要である。左傾化が資源ナショナリズムの拡大につながれば、新たなグローバルインフレの火種となるおそれがある

## 《構成》

---

- |                       |      |
|-----------------------|------|
| 1. 新興国でなぜインフレが起きているのか | P 3  |
| 2. インフレ上振れのリスクシナリオ    | P 8  |
| 3. グローバル経済への影響考察      | P 16 |

# 1.新興国でなぜインフレが起きているのか

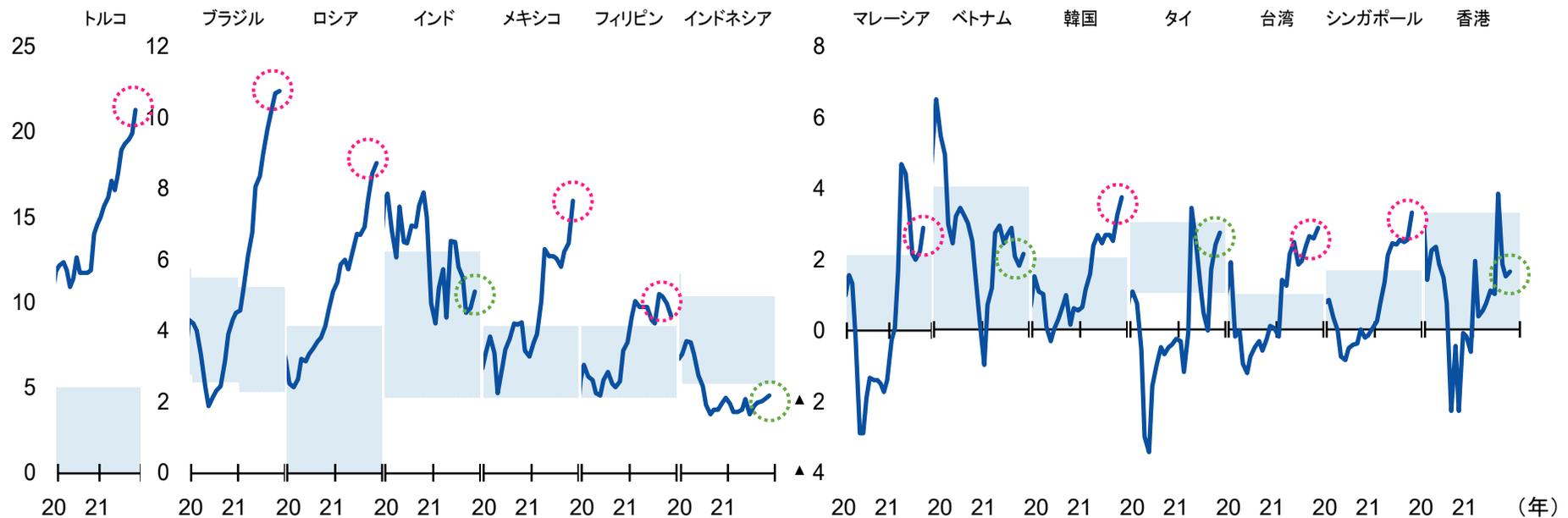
## ～グローバルな資源高と通貨安の脅威

## (1) 多数の新興国がインフレ高進に直面

- 2021年春以降、多くの新興国で物価目標を大きく上回るインフレが発生
  - トルコをはじめ、中南米、ロシア、NIEsがインフレ高進に直面
  - 春先から夏場にかけては、2020年のコロナショック時に生じた物価下落の反動(いわゆる「ベース効果」)がインフレ加速に寄与していたものの、上記の国ではベース効果の剥落後も、インフレが収まらず

### 主要新興国のインフレ率

(前年比、%)



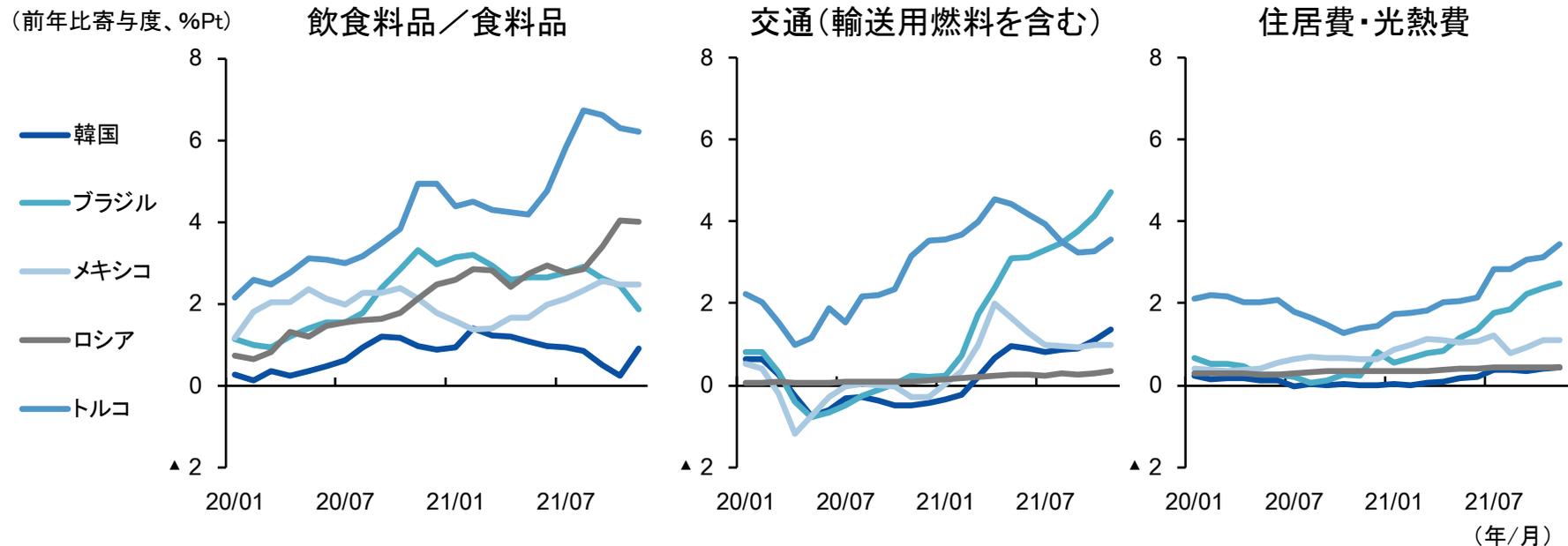
(注) 各国CPI(総合)の前年比上昇率を示したものの、網掛けは物価目標レンジ、物価目標がレンジで示されていない場合は、0%を下限として設定。なお、マレーシア、台湾、シンガポール、香港については物価目標が公表されていないため、便宜的に2010~2019年までの平均的なインフレ率(前年比)を目標上限として示した

(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (2) 新興国のインフレの中身は何か：資源高が顕著。コロナ関連の特殊要因も

- グローバルな資源高が新興国のインフレを誘発
  - 各国で濃淡はあるものの、食品や輸送用燃料、光熱費などの寄与が高い傾向。かつ、2021年入り以降に加速
  - 中南米は夏場に天候不順が発生、食品や光熱費を押し上げ。足元にかけて影響は剥落傾向
- 一部では、自動車など供給制約の影響が強い品目も加速。また寄与度は小さいながら、サービス需要の回復も影響
  - ロシアでは自動車価格の上昇もインフレ加速に寄与。グローバルな供給制約の影響を示唆
  - 韓国やブラジル、トルコでは、外食・宿泊サービスも加速。活動制限緩和をうけたサービス需要の回復が背景に

### 主要新興国のインフレ率：品目別寄与度

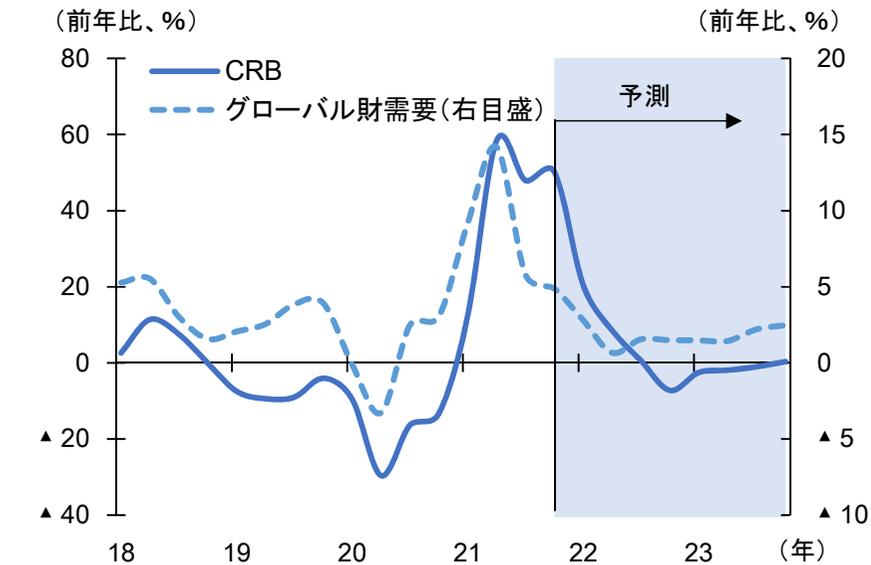


(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### (3) 先行きはどうか：2022年後半の沈静化を見込むも、上振れリスクが煽る

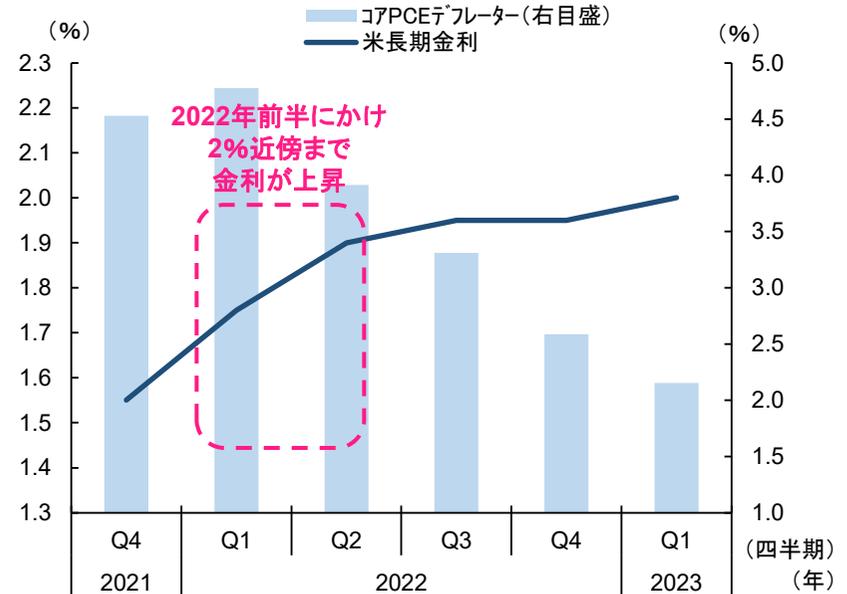
- 需要回復ペースは、2022年に減速の公算大。ロシアやブラジルなどはハイペースな利上げが需要にブレーキ
- 資源価格は2022年初にもピークアウト。新興国へのインフレ圧力は2022年前半には緩和へ
  - 商品市況の高騰の背景にあった、グローバルな財需要の伸びは既に鈍化。商品市況の高騰も緩和の方向
- 米利上げのもとドル高が2022年前半に高まるも、商品市況の落ち着きを受け、年後半には緩和
  - 米利上げのもと、2022年前半は米金利上昇・ドル高・新興国通貨安が進展。年後半には通貨安ペースは緩慢に
- ただし、資源価格やドル高・通貨安の先行きには、高い不確実性。インフレ上振れリスクに警戒が必要な状況は続く

#### 商品市況と財需要の見通し



(注) グローバル財需要は、米国、ユーロ圏、日本、中国の実質財消費の合計 (PPP、2010年ドルベース)  
 (出所) Refinitiv、米国商務省、Eurostat、内閣府、中国国家统计局より、みずほリサーチ & テクノロジーズ作成

#### 米長期金利の見通し

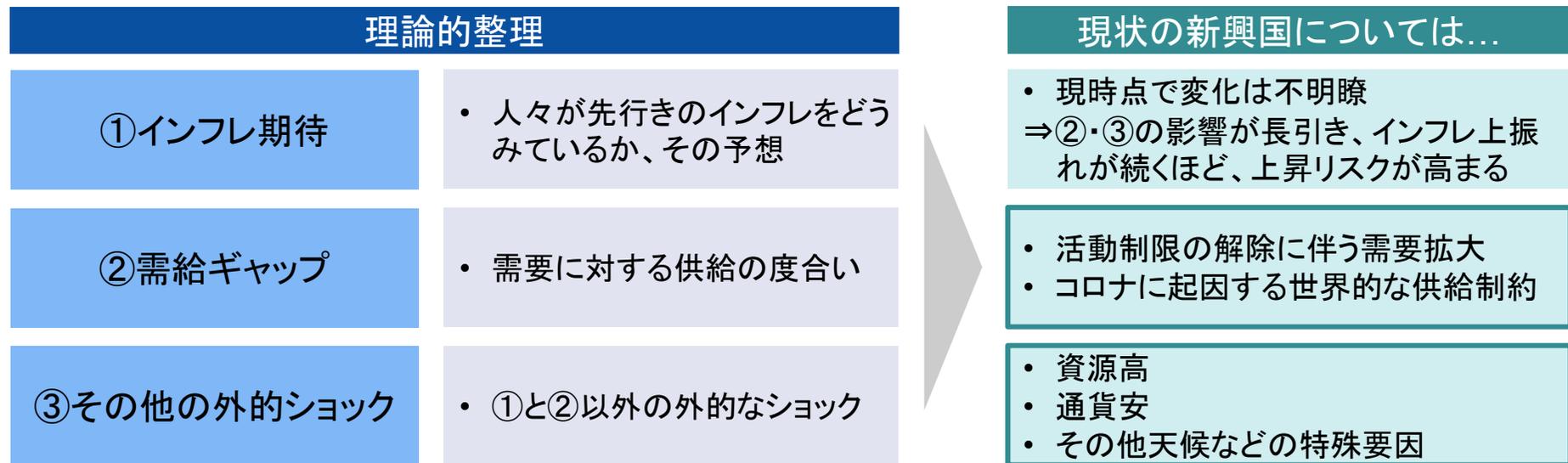


(注) 予測値はレンジ中央値。詳細はみずほリサーチ & テクノロジーズ(2021年12月)「2021・2022年度内外経済見通し」を参照のこと  
 (出所) みずほリサーチ & テクノロジーズ作成

## (参考) 新興国でなぜインフレが生じているのか: 理論的整理と現状評価

- インフレはなぜ生じるのか? ⇒理論的には、①インフレ期待、②需給ギャップ、③その他の外的ショック、の3要因
- 現状のインフレ高進国では、②需給の引き締め(需要増と供給抑制)、③外的ショックが同時に起きている状態
  - ②新興国の中でも早期に制限緩和が進展、需要が回復。一方、他地域のコロナ感染拡大により、供給に制約
  - ③資源高の影響が大。トルコでは通貨安の影響も甚大
- ①インフレ期待の変化は現時点で不明瞭も、②と③によるインフレ圧力が長期化するほど、上昇リスクが高まる
  - IMF(2021)は、新興国のインフレ期待が不安定(deanchored)と指摘。インフレ高止まりの長期化リスクを示唆
  - インフレ率の長期的な高止まりを防ぐには、中銀は利上げを実施し、内需と引き換えのインフレ退治に動く必要

### 新興国のインフレ要因: 理論的整理と現状評価



(出所) 日本銀行(2019)「近年のインフレ動学を巡る論点: 日本の経験」、IMF(2021)“World Economic Outlook, October 2021”より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

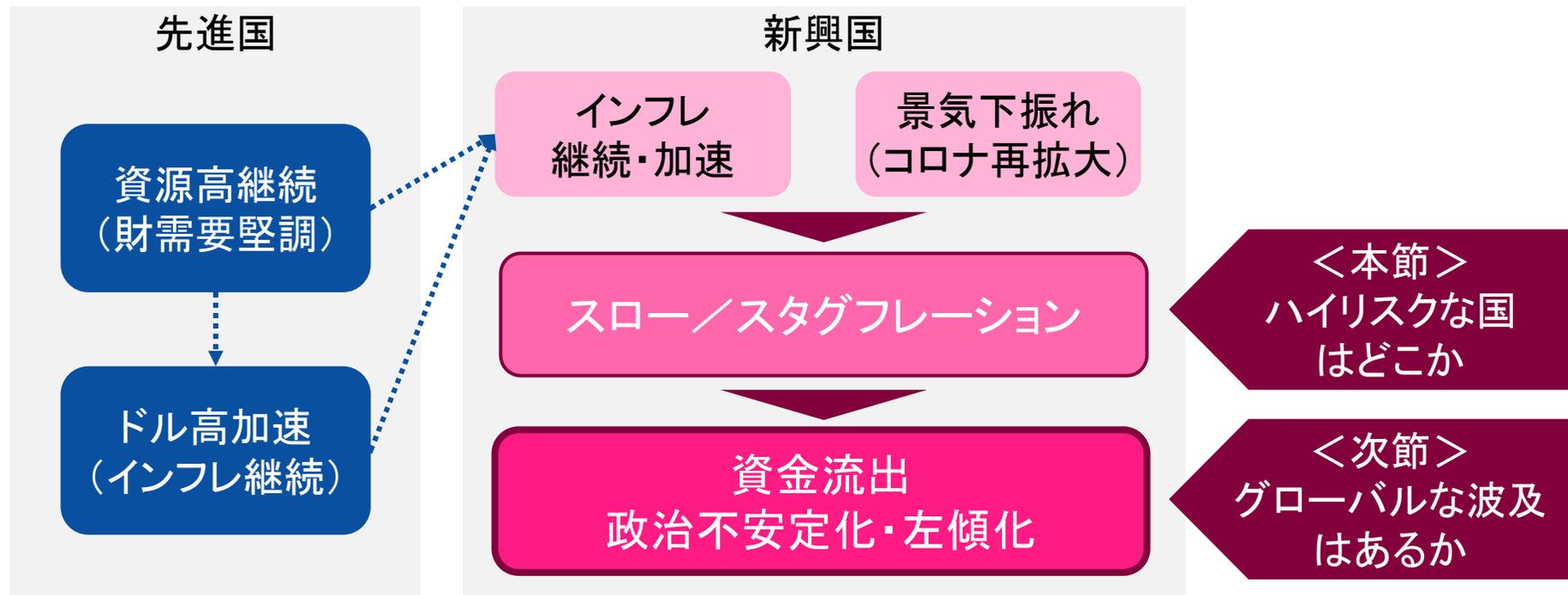
## 2.インフレ上振れのリスクシナリオ

～インフレ継続・加速と景気下振れの併存リスク

## (1) コロナ禍におけるシナリオ:スロー/スタグフレーションリスク

- 新興国の「インフレ体質」に鑑みると、資源高継続、ドル高加速によるインフレ継続リスクに要注意
  - 先進国で堅調な財需要が続き、資源高が継続してしまう可能性
  - 米インフレ率の高止まりが利上げ・ドル高・通貨安ペースを加速させ、輸入インフレが脅威となるおそれ
- 同時に、新興国ではコロナの再拡大リスクが先進国よりも高い。インフレ継続・加速と、景気下振れが併存するおそれ
  - スローフレーション(物価上昇・景気減速)、あるいは、スタグフレーション(物価上昇・景気悪化)に陥るリスク

### 新興国にとってのインフレリスク:シナリオ考察



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (2) スロー／スタグフレーションリスクが高い国はどこか：4つの評価軸

- 本稿では、4つの評価軸をもとに対象国をグルーピングし、スロー／スタグフレーションのリスクを相対評価
  - － ①足元状況：足元のインフレ動向（前段を参照されたい）
  - － ②インフレ体質：消費や貿易、通貨安のなりやすさなど、新興国の経済構造に起因する「インフレ体質」
  - － ③景気下振れリスク：足元の景気ポジション、コロナ再拡大リスク
  - － ④政策余力：金融政策によるインフレ対応の余地（利上げ余力）

### スロー／スタグフレーションリスクの評価軸

評価軸	評価項目
①足元状況	足元のインフレ動向（前段を参照のこと）
②インフレ体質 P11～12	消費構造 貿易構造 通貨安体質
③景気下振れリスク P13左図	足元の景気ポジション コロナ再拡大リスク
④政策余力 P13右図	金融政策によるインフレ対応余地

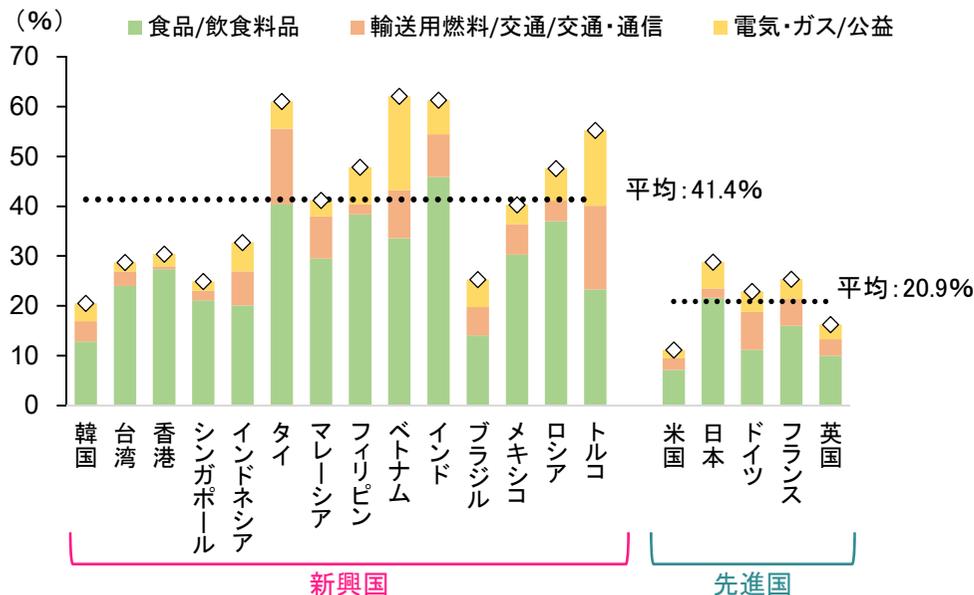
4つの評価軸をもとに  
グルーピング  
⇒対象国における  
スローフレーション／  
スタグフレーションリスク  
を評価

（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

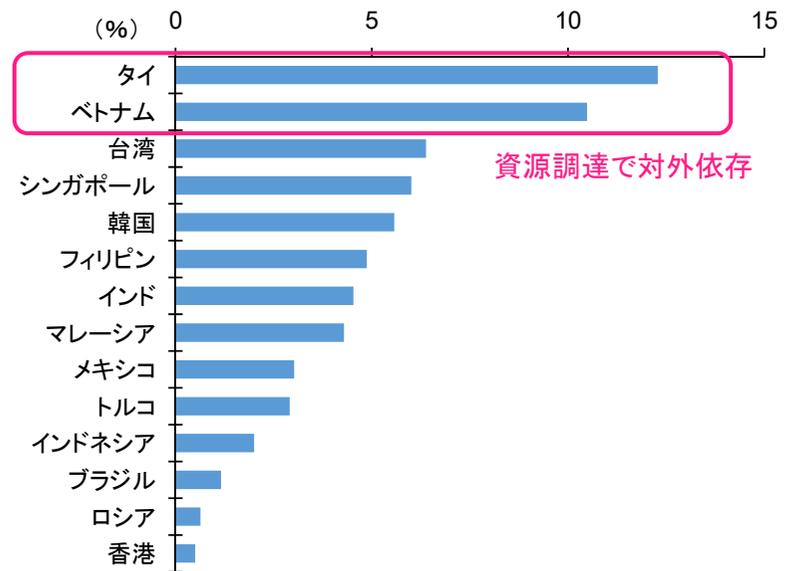
### (3) 新興国のインフレ体質：商品市況高騰への脆弱性

- 国内経済：物価バスケットに占める食料品・エネルギー関連の割合が先進国より高い傾向
  - 先行研究では、賃金などの物価連動制度(indexation)により、インフレが自己実現的に加速しやすいとの指摘も
- 貿易構造：資源を持たざる新興国では、商品市況高騰の影響が大
  - とりわけ、各国の総調達に占める輸入資源のシェアをみると、タイやベトナムの対外依存が大

CPIバスケットに占める食品・エネルギーのウェイト



各国の総調達に占める輸入資源シェア(2019年)



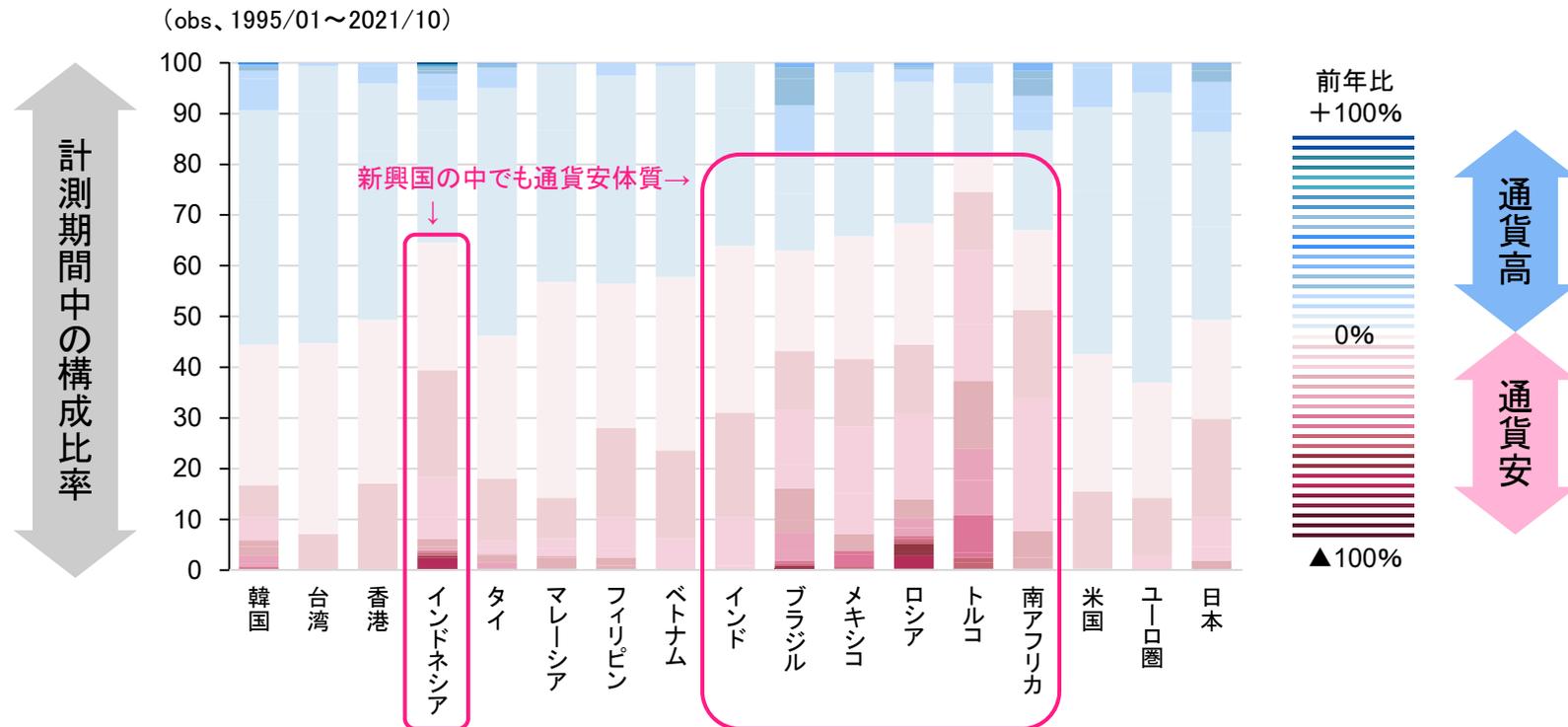
(注) 一部のウェイト値は大分類・中分類に基づき計上しているため、過大評価の可能性に留意  
(出所) CEIC data, Eurostat, 米国労働省、内閣府より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 産業連関表において鉱業、石油精製業(輸入)、金属(輸入)からの調達額を合計し、各国の総調達額に占めるシェアを取ったもの  
(出所) ADB(アジア開発銀行)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (4) 新興国のインフレ体質:通貨安で輸入インフレが増幅される国も

- 経済構造に加えて、新興国では通貨安が輸入インフレを高めるケースも
  - 過去局面を踏まえると、ファンダメンタルズが脆弱とされる国々(インドネシア、インド、ブラジル、メキシコ、ロシア、トルコ、南アフリカ)は、新興国の中でも通貨安に陥りやすい傾向
  - 加えて、当該国では通貨安の深度(図中の色の濃さ)も他の新興国に比べて大

### 通貨高/通貨安、どちらの経験が長いのか



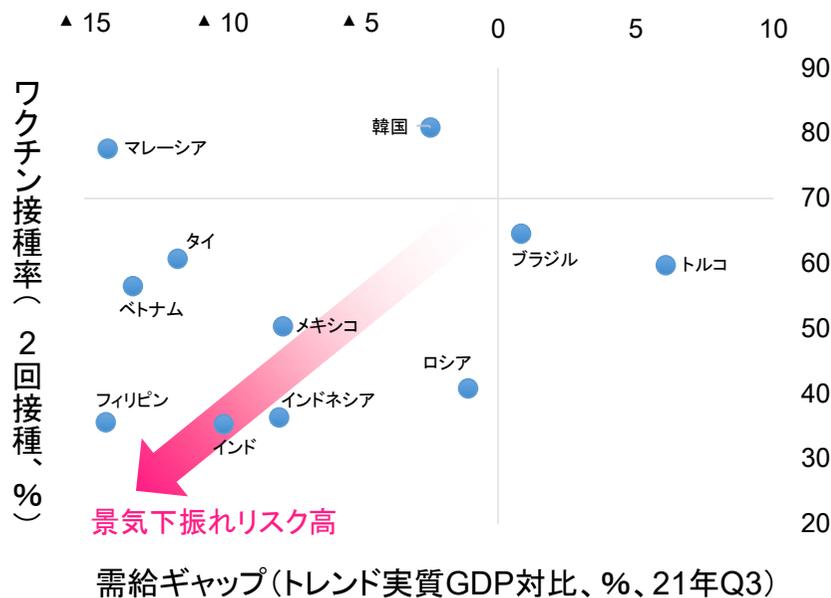
(注) 1995~2021年10月における名目実効為替レート(ブロード)の前年比変化率について、変化率のレンジ(5%Pt)ごとに観測された期間の長さを計測し、サンプル期間中の構成比を示したものである。図中のハイライト枠は、通貨安期間の構成比率が対象新興国の平均を超過している国を示す

(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

## (5) ASEANは景気下振れに要注意。政策余地は利上げ実施済みの3カ国で小

- 需給ギャップはASEANを中心に足元でマイナス。インフレ加速時のダメージが潜在的に大
  - 加えて、フィリピンのようにワクチン接種率の低い国では、自国内でのコロナ感染再拡大⇒需要下振れリスクも高
- 金融政策の対応力も重要。2021年のハイペースな利上げ、金融政策への政治介入を抱える国は、利上げ余地が小
  - ブラジル、ロシアではすでに金融環境がタイト化しており、追加利上げの余地は小さい
  - トルコでは大統領が金融政策に繰り返し介入、足元のインフレ高進下でも利下げを敢行。中銀の対応力には不安

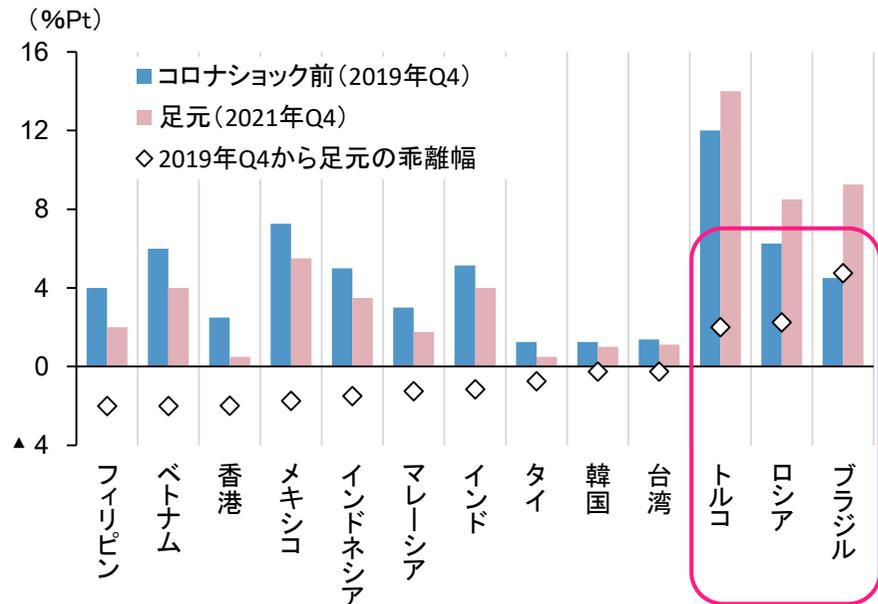
### 需給ギャップとワクチン接種率



(注) トrend実質GDPはHPフィルターによる推計値(期間:2000~2019年)を延伸した  
もの。推計は2021年12月13日時点

(出所) CEIC data, Our World In Dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 各国の政策金利



(注) 2021年Q4は、12月23日時点の政策金利水準

(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (6) リスク評価:トルコ・ロシア・ブラジルはリスク大。アジアの一部でも警戒が必要

- 4つの評価軸を踏まえると、スロー／スタグフレーションリスクが高いのはトルコ、ロシア、ブラジル
  - ― 次いで、高めのインフレが継続、かつ景気下振れリスクが高いフィリピンも上位に
  - ― 足元でインフレが高進しているメキシコや韓国は、景気下振れリスクの低さや政策余力が担保に
- 一方、足元でインフレが抑制されている国でも、ベトナムやタイ、インドはインフレ体質や景気下振れリスクが高い
  - ― コロナ禍という今次局面においては、スロー／スタグフレーションリスクが潜在的に高いと評価

### スローフレーション／スタグフレーションのリスク評価

4つのリスク評価軸 ①足元状況 ②インフレ体質 ③景気下振れリスク ④政策余力	スローフレーション スタグフレーション リスク	①足元状況	②インフレ体質			③景気下振れリスク		④政策余力
		インフレ率 物価目標上限か らの乖離率 (%)	国内経済・貿易構造		通貨安	景気ホジション	コロナ再拡大	利上げ余地
			家計消費に占める 食品・エネルギー (%)	総調達に占める 鉱物性輸入資源 (%)	過去の通貨下落 期間 (1995～ 2021年、%)	需給ギャップ (トド実質GDP 対比、%)	ワクチン接種率 (2回接種 率、%)	コロナ緩和前対 比でみた政策金 利水準 (%Pt)
<b>A</b> 足元でインフレ高進 政策余力も低く リスク顕在化のおそれ	トルコ	305.2	55.2	2.9	74.5	6.1	59.7	3.0
	ロシア	99.4	47.6	0.6	44.4	▲ 1.1	40.8	1.3
<b>B</b> 足元でインフレ高進 景気下振れリスクが高 政策余力はあり	ブラジル	94.3	25.3	1.2	43.2	0.8	64.6	4.8
	フィリピン	13.5	47.8	4.9	28.0	▲ 14.2	35.6	▲ 2.0
<b>C</b> 足元でインフレ抑制も インフレ体質／景気下 振れリスクが高	インド	▲ 21.5	61.3	4.5	31.1	▲ 10.0	35.3	▲ 1.2
	タイ	▲ 24.8	61.0	12.3	18.0	▲ 11.6	60.7	▲ 0.8
<b>D</b> 足元でインフレ高進も 景気下振れリスクは低 政策余力はあり	ベトナム	▲ 50.6	62.1	10.5	23.6	▲ 13.3	56.5	▲ 2.0
	韓国	56.1	20.5	5.6	16.8	▲ 2.5	80.9	▲ 0.3
<b>E</b> 足元でインフレ抑制 インフレ体質も低 景気下振れリスクは高	メキシコ	63.5	40.3	3.0	41.6	▲ 7.8	50.3	▲ 2.3
	マレーシア	0.3	41.2	4.3	14.3	▲ 14.2	77.6	▲ 1.3
	インドネシア	▲ 58.3	32.8	2.0	39.4	▲ 7.9	36.4	▲ 1.5

(注) グルーピング基準は付属の参考資料を参照のこと。ヒートマップは、各列の基準値(または中央値)からの乖離度を示したものの。各国・各列の値、および評価グループは12月13日時点の計算による

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考) リスク評価: 評価指標とグルーピング基準の詳細

評価軸	評価項目	評価指標
①足元状況	インフレ率	<ul style="list-style-type: none"> <li>物価目標上限に対する、足元インフレ率の乖離率(%)</li> <li>直近3カ月時点(9~11月時点。※一部は8~10月)</li> </ul>
②インフレ体質 — 消費構造	家計消費に占める食品・エネルギー品目のウェイト	<ul style="list-style-type: none"> <li>CPIバスケットのうち、食品、輸送用燃料、光熱費のウェイト(%)</li> <li>2019年時点※一部2021年</li> </ul>
	— 貿易構造	<ul style="list-style-type: none"> <li>総調達に占める輸入資源のウェイト</li> <li>国内産業の総調達のうち、輸入資源(原油、金属)の投入比率(%)</li> <li>2019年時点</li> </ul>
— 通貨安体質	通貨の下落傾向	<ul style="list-style-type: none"> <li>1995年以降、通貨騰落率(月次、前年比)がマイナスだった期間の構成比率(%)</li> <li>2021年10月時点</li> </ul>
③景気下振れ リスク	足元の景気ポジション	<ul style="list-style-type: none"> <li>需給ギャップ(トレンド実質GDP対比でみた実績値の乖離、%)</li> <li>2021年7~9月期時点(12月13日の推計時点で実績が得られなかった場合は、Bloombergの市場予想を用いて補完)</li> </ul>
	コロナ再拡大リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>ワクチン接種率(2回接種)</li> <li>2021年12月9日時点</li> </ul>
④政策余力	利上げによる対応余地	<ul style="list-style-type: none"> <li>コロナ対応前(2019年12月)対比でみた、足元政策金利の乖離率(%)</li> <li>2021年12月13日時点</li> </ul>

### <評点の計算方法>

- 各評価項目において、評価対象国内における順位を取る
- 各評価項目の順位を、評価軸ごとに加重平均し、評価軸の点数とする(点数が大きいほどリスクが高い)。ウェイトは、各評価軸内で合計が1となるように均等配分する(例...②インフレ体質:消費構造:貿易構造:通貨安体質=1:0.33:0.33:0.33)
- 各評価軸の点数について上位25%値、中央値、下位25%値をそれぞれ取り、下記内訳にてグループに振り分け
  - 足元インフレ $\geq$ 上位25%、政策余地 $>$ 上位25%
  - 足元インフレ $>$ 中央値、景気下振れリスク $>$ 中央値
  - 足元インフレ $>$ 中央値、景気下振れリスク $<$ 中央値、政策余地 $<$ 上位25%
  - 足元インフレ $<$ 中央値、インフレ体質 $>$ 中央値
  - 足元インフレ $<$ 中央値、インフレ体質 $<$ 中央値

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

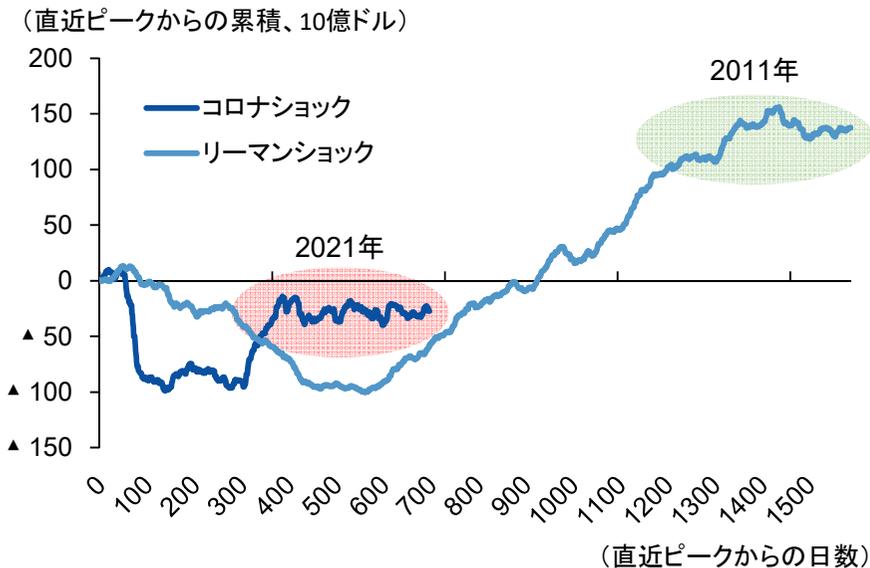
### 3.グローバル経済への影響考察

～金融危機的状況は回避の公算も、政情不安や左傾化に要警戒

# (1) 金融市場: 資金流入の低調さは、流出時インパクトが小さい可能性を示唆

- コロナショック後、新興国への資金流入の動きは低調
  - 景気回復の遅れや米利上げへの警戒感が、新興国への資金流入を抑制。資本の積み上がりが生じておらず、潜在的な資金流出のインパクトが小さい可能性を示唆
  - 資源高のもと新興国のインフレが生じた過去局面(2011年)と比較しても、足元の動きは低調
- 新興国の対外支払い能力は良好。資金流出時にデフォルト等の危機的状況が広がる可能性は限定的
  - 外貨準備は多くの国で潤沢。資金流出時の支払い原資を確保

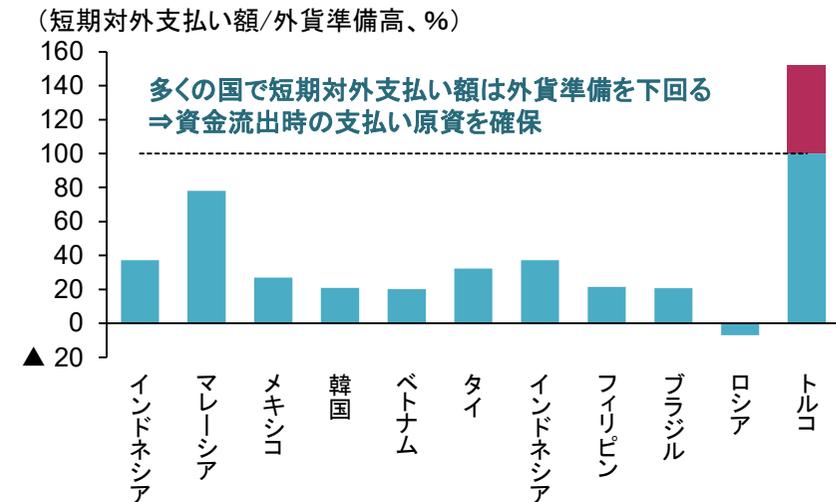
## 資金フローの累積的变化



(注) それぞれ、ショック発生前ピーク後の日次資金フローを累積計算したもの。数値は12月15日時点

(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

## 新興国の対外支払い能力



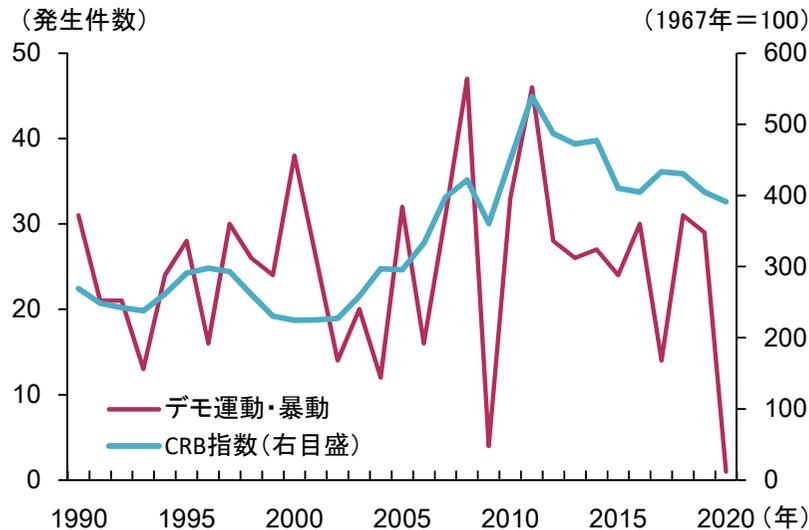
(注) 短期対外支払い必要額=経常赤字+短期対外債務。2021年の経常収支、短期対外債務はIIFによる見込み値。各国の並びは、右から順に前掲のスコアリングにおけるリスク順位に基づくもの

(出所) BIS(国際決済銀行)、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

## (2) 政情不安・左傾化：資源ナショナリズムが新たなインフレの火種となるおそれ

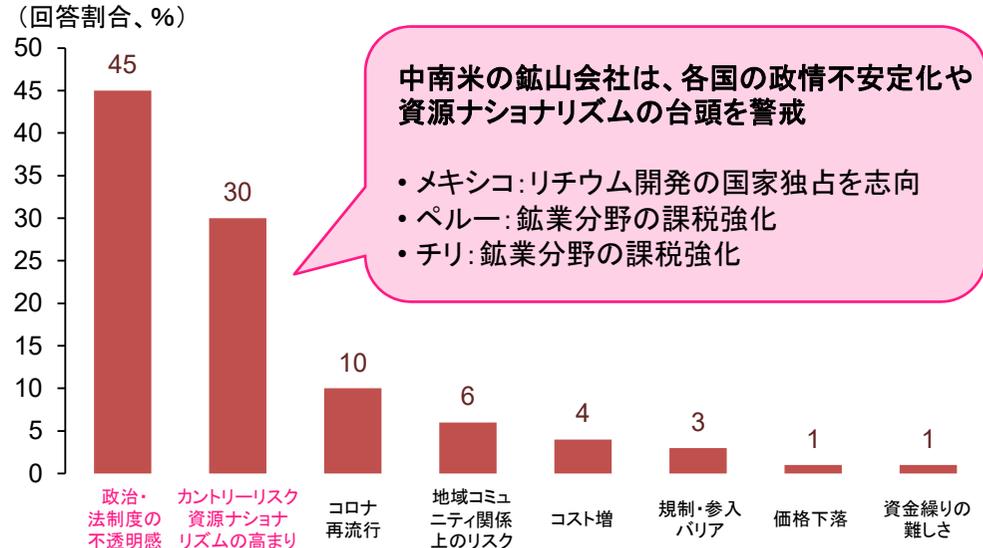
- 新興国では、インフレを起点とした生活不安が、現政権に対する不満や左傾化の一因に
  - 家計消費に占める食品やエネルギーの比率が高く、資源価格の高騰が国民の生活不安につながりやすい性質
  - 今次局面ではコロナ対応への不満などもくすぶる。国政選挙を控える国では、政権交代や左傾化の原動力に
- 資源保有国の左傾化が、資源ナショナリズムの動きを高めるリスク
  - 実際に、メキシコやペルーなどの中南米諸国では、左派政権が資源国有化などを政策として打ち出す事例も
  - 課税強化、資源国有化などの政策が資源高につながり、新たなグローバルインフレを招きうる点には警戒が必要

### 資源価格とインフレ・税制抗議活動の発生件数



(注) 新興国はIMF区分による。デモ件数は実施期間の長さに関わらず、関連デモ(参加者の要求が“price increases, tax policy”のもの)を1件として計上(出所) 米ハーバード大より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 中南米の鉱業部門にとって最大の脅威は何か(アンケート調査)

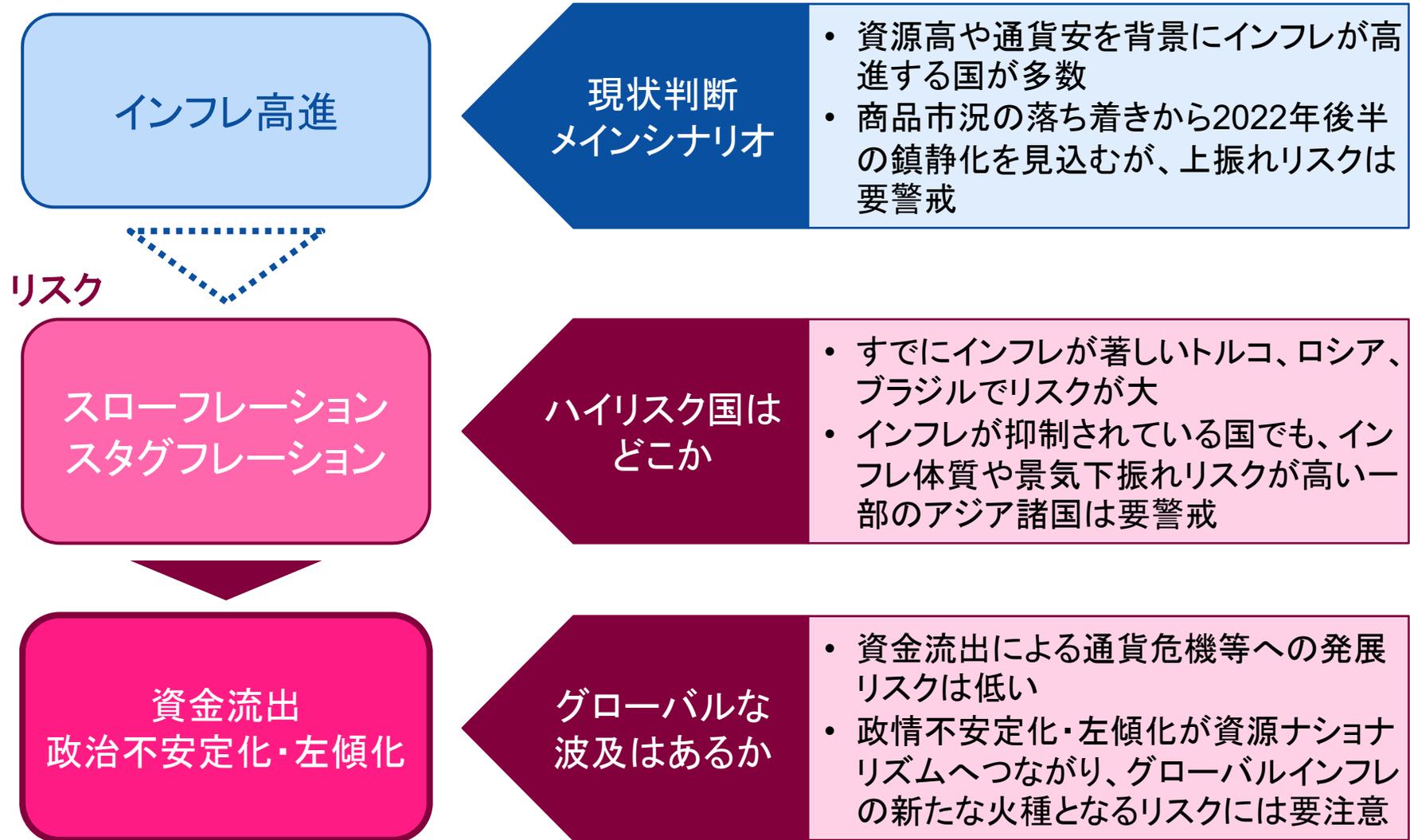


中南米の鉱山会社は、各国の政情不安定化や資源ナショナリズムの台頭を警戒

- メキシコ：リチウム開発の国家独占を志向
- ペルー：鉱業分野の課税強化
- チリ：鉱業分野の課税強化

(注) 兵士(2021)掲載のBnamerica社アンケート調査結果による  
(出所) 兵士(2021)「Mining Survey 2021 参加報告」(JOGMEC『カレント・トピックス』、No.21-11)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### (3) おわりに:本稿のまとめ



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

---

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほリサーチ&テクノロジーズ 調査部

アジア調査チーム 田村 優衣

TEL : 03-3591-1418

メール: [yui.tamura@mizuho-ir.co.jp](mailto:yui.tamura@mizuho-ir.co.jp)

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。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。