

Asia Trends

マクロ経済分析レポート

アジア(中国・インド・NIES・ASEAN5)経済見通し(2014年5月)

～高外需依存国を中心に景気回復は進むが、その勢いは近年に比して乏しい～

発表日：2014年5月15日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

アジア(中国・インド・NIES・ASEAN5)実質国内総生産(GDP)成長率

	2014年(暦年)予測	2015年(暦年)予測
中国	+7.3% (前回+7.4%)	+7.3% (前回+7.3%)
インド	+5.4% (前回+5.2%)	+5.7% (前回+5.9%)
NIES	+3.5% (前回+3.4%)	+3.7% (前回+3.8%)
ASEAN5	+4.7% (前回+4.9%)	+5.5% (前回+5.3%)

※前回は2014年2月18日時点の弊社予測値。

《総論 ～当面は高外需依存国を中心に景気回復して徐々に広がりが出るも、全般的に景気の勢いは乏しい～》

- 昨年末以降、米国Fed(連邦準備制度理事会)によるQE3(量的金融緩和第3弾)の縮小決定のほか、アルゼンチン高官による通貨ペソ安容認発言に端を発するいわゆる「アルゼンチン・ショック」などによる国際金融市場の動揺でアジアを含む新興国では資金流出が起り、一時は実体経済にも悪影響が及ぶことが懸念された。

しかし、米国をはじめとする先進国景気の足取りが堅調さを増していることに加え、QE3縮小実施後も実体として金融緩和は続き、世界的な「カネ余り」の状況は変わっていないことから、足下では新興国に再び海外資金が回帰する動きがみられる。さらに、昨年来の資金流出により多くのアジア新興国では自国通貨が大幅に下落したことで輸出競争力が向上しており、先進国の景気回復も追い風に輸出に底入れの動きが出ている。結果、足下のアジア新興国経済は相対的に輸出依存度の高い国々を中心に景気は底入れしつつあり、海外資金の回帰が進んでいることで近年注目を集めてきた内需依存度の高い国々の景気も押し上げられると期待される。ただし、足下では中国経済を巡る不透明感やウクライナ問題をはじめ、国際金融市場の動揺を引き起こすリスクは常に残ると考えられる上、米国による金融政策の「正常化」に向けた取り組みが進めば、その先に利上げが意識されることを勘案すれば、アジアへの資金流入がこれまでの勢いで続いていくとは考えにくい。したがって、先行きについて当面は域内でも外需依存度の相対的に高い国々は先進国向け輸出の改善を背景に景気拡大が続く展開が見込まれる一方、内需依存度の高い国々では景気の

図1 アジア新興国の経済成長率の推移と予測

	2012		2013		2014		2015	
	実績	実績	実績	実績	予測	予測	予測	予測
中国	7.7	7.7	7.7	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
インド	4.8	4.6	4.6	5.4	5.4	5.7	5.7	5.7
NIEs	2.0	2.9	2.9	3.5	3.5	3.7	3.7	3.7
韓国	2.3	3.0	3.0	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6
台湾	1.5	2.1	2.1	3.2	3.2	3.7	3.7	3.7
香港	1.5	2.9	2.9	3.3	3.3	3.6	3.6	3.6
シンガポール	1.9	4.1	4.1	3.8	3.8	4.1	4.1	4.1
ASEAN5	6.2	5.2	5.2	4.7	4.7	5.5	5.5	5.5
インドネシア	6.3	5.8	5.8	5.2	5.2	5.7	5.7	5.7
タイ	6.5	2.9	2.9	1.8	1.8	4.7	4.7	4.7
マレーシア	5.6	4.7	4.7	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0
フィリピン	6.8	7.2	7.2	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5
ベトナム	5.0	5.4	5.4	5.5	5.5	5.9	5.9	5.9

(出所)CEICより作成、予測(影部分)は第一生命経済研究所。加重平均は米ドルベースのGDPでウェイト付け。2014～15年は2013年実績を使用。

図2 アジア新興国の物価上昇率の推移と予測

	2012		2013		2014		2015	
	実績	実績	実績	実績	予測	予測	予測	予測
中国	2.6	2.6	2.6	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9
インド	7.5	6.3	6.3	5.4	5.4	6.1	6.1	6.1
NIEs								
韓国	2.2	1.3	1.3	1.8	1.8	2.6	2.6	2.6
台湾	1.9	0.8	0.8	1.4	1.4	1.9	1.9	1.9
香港	4.1	4.3	4.3	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7
シンガポール	4.6	2.4	2.4	2.4	2.4	3.2	3.2	3.2
ASEAN5								
インドネシア	4.0	6.4	6.4	6.6	6.6	5.5	5.5	5.5
タイ	3.0	2.2	2.2	2.4	2.4	3.0	3.0	3.0
マレーシア	1.7	2.1	2.1	3.6	3.6	4.4	4.4	4.4
フィリピン	3.2	2.9	2.9	4.5	4.5	4.2	4.2	4.2
ベトナム	9.1	6.6	6.6	5.8	5.8	7.0	7.0	7.0

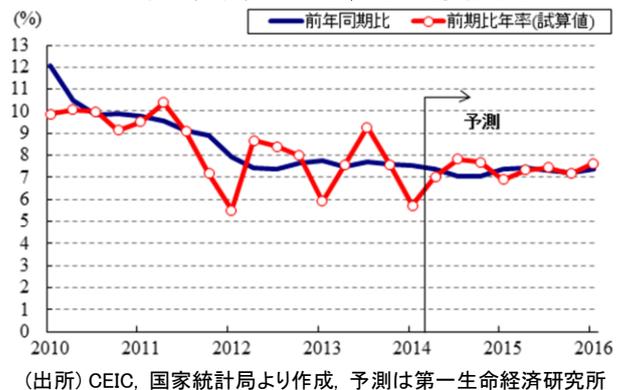
(出所)CEICより作成、予測(影部分)は第一生命経済研究所。

勢いを取り戻しにくい状況が続くであろう。なお、先進国向け輸出の拡大に伴ってアジア域内の貿易も再び活発化することが予想され、さらにアジア新興国への資金流入も細々と続くことが見込まれることから、全体としての景気は徐々に勢いを取り戻すことが期待される。しかし、2000年代の世界経済を文字通り「けん引」してきた中国経済が以前の勢いを取り戻すことはないとみており、これはアジア経済全体の重石になることは避けられないであろう。

《中国 ～外需に底入れ感はあるが、構造改革による内需鈍化が重石となり、緩やかな景気拡大に留まる～》

- 昨年（2014年）の中国の経済成長率は年後半にかけてのインフラ投資の加速などによる景気押し上げが奏功する形となり、前年比+7.7%と前年（同+7.7%）と同じ伸びを示して共産党・政府が定めた成長率目標（7.5%前後）をクリアすることが出来た。結果、円安や人民元高による影響はあるものの、米ドルベースでみた中国の経済規模は昨年時点で日本の約1.9倍に達するなど、アジアでは圧倒的な存在感を示すに至っている。しかしながら、昨年末にかけて内・外需に息切れ感が出てきた流れは年明け以降も続き、1-3月期の実質GDP成長率は前年比+7.4%に減速して共産党・政府による今年の成長率目標（7.5%前後）をやや下回っており、年率ベースでは+6%を下回る水準に留まるなど減速感は顕著になった。近年の経済成長をけん引してきたインフラ投資をはじめとする固定資本投資の鈍化は景気の重石になっている上、過去数年に亘って人民元高が進んだ一方、他のアジア新興国通貨は昨年半ば以降の国際金融市場の混乱に伴い大きく下落したことで、同国の輸出競争力が相対的に低下したことも景気の足かせになった。ただし、足下の経済指標からは一部に景気底入れの動きがあり、その背景には2月上旬を境に人民元の対米ドル為替相場が下落に転じたことによる輸出競争力の改善が影響していると考えられる。なお、政府内では足下の人民元相場について「均衡水準」に近づいたとの見方を示す動きもみられ、今後も人民元安基調が大きく進むとは考えにくいものの、人民元高圧力が緩和されつつあることに加え、先進国景気の回復が進むことは先行きの外需改善に繋がるものと期待される。一方で内需を取り巻く環境は依然厳しい状況が続いており、その要因として共産党・政府が進める「持続可能な経済成長」に向けた経済構造の転換に拠るところが大きい。さらに、金融市場で最も関心を集める「シャドーバンキング問題」も元々は過度な資本投資に依存した経済体質が大きく影響しており、資本投資のさらなる拡大は事態を一段と悪化させるリスクを高める。また、現政権は汚職対策の一環として綱紀粛正策を強化させており、高額品を中心に個人消費が鈍化していることは内需の足かせになっている。政府はこれまで小規模の景気下支え策を打ち出して景気減速に歯止めを掛ける動きをみせているが、過去に実施した巨額の景気刺激策は不動産バブルやシャドーバンキング問題を生むなど弊害の温床になっていることから、当面は景気下支えに動く可能性は低いと見込まれる。したがって、先行きの中国景気を巡っては外需が緩やかな拡大をみせる一方、内需については緩やかな伸びが続くとみており、全体としても緩やかな拡大を維持する程度に留まり、**2014年の経済成長率は前年比+7.3%、2015年も同+7.3%**になると予想する。

図3 中国 実質 GDP 成長率の推移と予測



- 一方、足下のインフレ率は低水準に留まっており、生鮮品を中心とする食料品物価が下落したことに拠るものの、景気減速が続いているにも拘らずコア物価には上昇圧力が掛かっており、これには大幅な伸びで賃金上昇

が続いていることが影響している。なお、先行きについては季節要因によって食料品価格は再び上昇基調を強めることが予想される上、先進国を中心とする景気回復に伴い資源価格に上昇圧力が掛かることも考えられ、徐々にインフレ圧力が強まることは避けられない。しかしながら、共産党・政府は景気維持に向けた大幅な景気刺激策を実施する可能性は低く、それによる景気上振れが物価上昇を誘発することはないと見込んでおり、結果として予測期間中のインフレ率が共産党・政府が定めるインフレ目標（3.5%）を上回ることはないと予想する。景気減速懸念がくすぶるなか、インフレ率自身は比較的低位で推移することから、金融市場では金融緩和による景気下支えに動くとの見方が強まると予想されるが、今後の景気については緩やかな拡大が続くと見込まれることに加え、共産党・政府は引き続き改革による構造転換を進めると見込まれることから、安易な成長率の維持には動かないと想定する。また、「シャドーバンキング」をはじめとする金融市場の問題は金利をはじめとする硬直的な金融市場制度に拠るところが大きく、信託商品などの新たな金融商品が爆発的に普及したことが拡大に拍車を掛けてきた。共産党及び政府は3月の全人代（全国人民代表大会）後にこうした問題に対応する方針を示しており、金利自由化をはじめとする金融市場改革のほか、金融取引及び商品に対する管理・監督を強化することでシステミックリスクへの発展を回避する姿勢を強めると見込まれる。したがって、予測期間中に亘って現行の「穏健」な金融政策が続けられることもインフレ率の急上昇を抑える一因になり、2014年のインフレ率は前年比+2.8%、2015年は同+2.9%とともに政府目標を下回ると予想する。

図4 中国 インフレ率の推移と予測

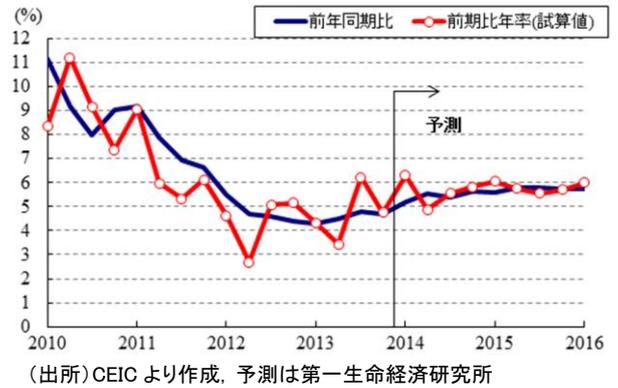


《インド ～物価下落や政権交代など期待は高いが、先行き不透明感は依然景気の重石になると予想される～》

- 長期にわたるインフレに加え、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱えるなどファンダメンタルズ（基礎的條件）の脆弱さを理由に、インドでは国際金融市場の動揺に際して海外資金が大量に流出しており、近年の経済成長をけん引してきた個人消費などの内需に下押し圧力が強まったことでインド経済は減速基調を強めている。2012-13年度の経済成長率は前年比+4.5%と10年ぶりの低い伸びに留まり、直近の昨年10-12月期の成長率も前年比+4.7%、年率ベースでも+5%を下回る水準に留まるなど依然景気の底がみえない展開が続いてきた。昨年半ば以降の資金流出に伴う通貨ルピー安は輸出競争力の向上に繋がり、一時的に外需が拡大する動きはみられたものの、構造的に輸入依存度が極めて高いことを勘案すれば、ルピー安は輸入物価を通じてインフレ圧力増大を招くことから同国経済にとってプラスとは限らない。昨年半ば以降の政府による経常収支改善に向けた金をはじめとする輸入抑制策の効果に伴い、経常赤字幅の縮小に加え、短期的には輸入鈍化による成長率の押し上げも期待される。さらに、足下の経済指標からは景気の底入れを示す動きがうかがえる上、昨年のモンスーン（雨季）の多雨による悪影響が一巡してインフレ率も急低下しており、景気のけん引役である個人消費など内需にプラスの効果が出ることも見込まれる。したがって、同国経済は最悪期を過ぎつつあると捉えられるものの、先行きについては依然不透明要因が多いのが難点と言えよう。一点目としては今年のモンスーンは少雨が予想されており、これによって農作物を中心とする食料品価格は上昇圧力を強めることが懸念され、再び内需の重石となる可能性が高まっていることが挙げられる。二点目としては4月から行われた総

選挙は出口調査の結果、インド人民党（BJP）が下院議席の過半数を獲得する大勝利を治めることで安定政権が誕生するとの見方が強まっている。BJPの首班候補であるモディ・現グジャラート州首相はトップダウンに拠る構造改革を通じて同州の企業誘致を積極化させ、同国経済が減速するなかでも力強い景気拡大を実現しており、経済界を中心に同氏を推す声は強い。しかし、BJPが選挙前に発表した政権公約では最も注目された総合小売業の外資解禁などに明確に反対するなど、事前の期待通り大胆な構造改革が進展するかは不透明である。構造問題の解決に時間を要する状況は変わらず、FDIなど海外資金の流入も大きく改善しないと予想する。よって、先行きは外需の改善や資金回帰による内需押し上げなどにより緩やかな景気拡大は見込まれるが、2013-14年度の経済成長率は前年比+4.8%に留まり、2014-15年度は同+5.5%、2015-16年度は同+5.8%と徐々に加速するが、力強さを欠く展開が続くと予想する。なお、暦年ベースでは2014年の経済成長率は前年比+5.4%、2015年は同+5.7%に留まると予想する。

図5 インド 実質 GDP 成長率の推移と予測



- 足下のインフレ率はこれまでの想定に比べて早いスピードで減速しており、昨年のモンスーンの少雨に伴い大幅に上昇した食料品価格上昇が落ち着いているほか、昨年半ば以降の資金流出による通貨ルピー安の一服で輸入物価の上昇に歯止めが掛かっていることも影響している。ただし、長期に亘る景気減速にも拘らず賃金上昇圧力がくすぶっていることで足下のコア物価には底入れの兆候がみられるなど、先行きのインフレ率がこのまま減速基調を強めるかは不透明なところが大きい。さらに、先月末にインド政府気象庁が発表したモンスーン予想によれば今年の雨量は例年の95%程度に留まる見通しであり、穀物をはじめとする食料品の生育に悪影響が出ることで物価上昇圧力が高まることが懸念される。また、足下では経常収支改善に向けた輸入抑制策の効果で経常赤字幅は縮小しているほか、財政健全化に向けた歳出抑制策も一定の効果を挙げているが、一連の取り組みは持続可能なものではなく根本的な構造問題への切り込みは不足している。したがって、国際金融市場に再び動揺が広がる事態となればファンダメンタルズの脆弱な同国からの資金流出が起こる可能性は残り、通貨ルピー相場下落がインフレ圧力を増幅するリスクはくすぶる。なお、昨年9月に準備銀総裁に就任したラジャン氏による慎重な政策対応に対する海外からの信認は厚く、これは足下のルピー相場の安定を通じて物価安定に寄与していると考えられる。総選挙による政権交代は予想されているものの、同氏が交代する事態は考えにくく、基本的には物価安定を重視するこれまで通りの慎重な金融政策が続くとみており、インフレ率が以前のように大幅に急進する事態は避けられるとみている。結果、2014年のインフレ率（卸売物価上昇率）は前年比+5.4%、2015年は同+6.1%と徐々に加速するが、過去数年に比べて抑制された水準に留まると予想する。

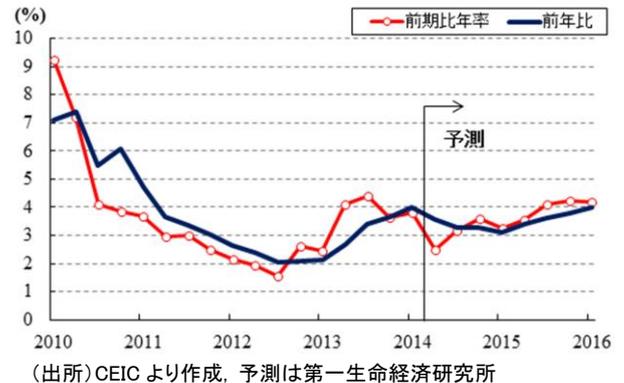
図6 インド インフレ率(WPI)の推移と予測



《NIES ～先進国の景気回復は外需拡大を促すものの、中国の景気鈍化が重石になり、景気拡大は緩やか～》

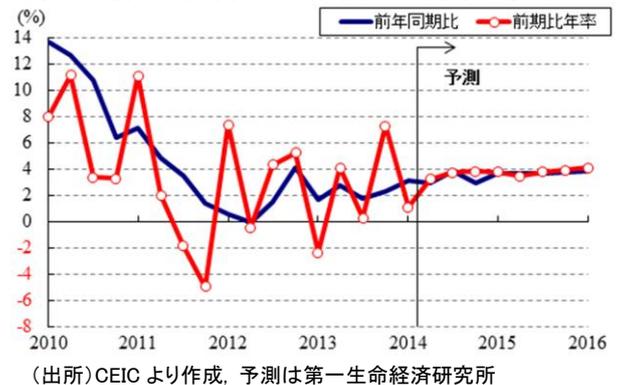
- 韓国**：1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.82%となり、米国をはじめとする先進国の景気回復に伴う外需改善に加えて、これに伴う企業の設備投資意欲改善も景気の押し上げに繋がるなど外需をけん引役にした景気拡大の動きがみられる。ただし、同国ではインフレ率が低水準で推移している上、経常黒字を抱えるなど他のアジア新興国に比べてファンダメンタルズが強固であり、これを背景に海外資金が流入して通貨ウォン相場に上昇圧力が掛かりやすく、周辺国に比べて相対的に輸出競争力が弱まるといった課題を抱えている。このことは、先進国の景気回復が進んでいるにも拘らず外需の回復が過去の景気回復局面に比べて緩慢なものに留まり、他のアジア新興国に比べて出遅れ感が強い要因になっている。一方、政府は年明け以降に向こう3ヶ年を対象とする投資計画である通称「474計画」を発表し、大胆な構造改革により潜在成長率の向上を図る方針だが、政権発足1年で政権に対する求心力が急速に低下しているなか、内需拡大を目指す一連の構造改革が円滑に進展するかは不透明な状況にある。さらに、短期的には4月に発生した旅客線沈没事故の影響によりあらゆる面で自粛ムードが強まるなど個人消費をはじめとする内需に下押し圧力が掛かっており、一時的に景気が鈍化することも警戒される。また、最大の輸出先である中国経済を巡る不透明感は回復軌道にある外需の腰折れを招くリスクはあるが、中国経済は緩やかな景気拡大を続けると見込まれる上、米国をはじめとする先進国の景気回復は外需の下振れを相殺すると期待される。同国経済はアジア新興国の中でも相対的に外需依存度が高く海外経済の影響を受けやすいことに加え、国内の雇用環境も外需動向に左右されやすいことから、外需改善に伴って内需が押し上げられる循環に繋がると期待される。結果、**2014年の経済成長率は前年比+3.5%、2015年は同+3.6%**に徐々に加速していくと予想する。

図7 韓国 実質 GDP 成長率の推移と予測



- 台湾**：1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.08%と辛うじてプラス成長を維持したが、前期に米国など先進国の景気回復や通貨台湾ドル安に伴う相対的な輸出競争力の向上など背景に外需が大きく拡大したほか、堅調な雇用により内需が大きく拡大した反動が出た。ただし、同国も韓国同様にインフレ率の低さのほか、経済規模に対して巨額の経常黒字を計上するなどファンダメンタルズは強固ではあり、海外資金が流入しやすい環境にあるものの、経済規模及び金融市場が韓国に比べて極めて小さく資金流入も限られるなど、台湾ドル相場が韓国ウォンに対して上昇しにくい一因になっている。なお、中国本土との「中台サービス貿易協定」の対応を巡って3月中旬から約1ヶ月に亘り学生が立法院を占拠する事態となり、経済活動にも少なからず悪影響が出た可能性はあるが、足下では事態は一旦収束している。しかし、この問題は輸出立国である同国経済の先行きを大きく左右する問題であり、先行きにおいてアジア太平洋地域で締結される貿易自由化の枠組に取り残されるリスクをはらむことには注意が必要である。さらに、同国は韓国以上に輸出面で中国本土経済に対する依存度が高いため、その不透明感に伴う影響は出やすいと考えられる一方、伝統的

図8 台湾 実質 GDP 成長率の推移と予測



に欧米など先進国向け輸出の割合も高いことを勘案すれば、先進国の景気回復による外需の押し上げ効果は生まれやすいと見込まれる。他方、足下のインフレ率は依然低水準で推移しているものの、足下では徐々に上昇圧力が高まりつつある上、国際商品市況の動向に大きく左右されやすいことを勘案すれば、先行きのインフレ率は徐々に上昇することが考えられるものの、内需を大きく下押しする水準にはならないとみている。結果、**2014年の経済成長率は前年比+3.2%、2015年は同+3.7%**と徐々に改善すると見込まれるものの、勢いは過去数年に比べて乏しいと予想する。

- **香港**：中国本土経済を巡る不透明感に加えて、共産党・政府による綱紀粛正策により高額消費などが抑えられており、同国景気に対する懸念が出ていることに加え、国際金融市場の混乱などに伴い上昇基調が続いてきた不動産市況に頭打ちの兆候が出るなどの動きもみられる。ただし、昨年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.4%に加速しており、外需依存度が極めて高い環境にあるため先進国を中心とする世界経済の持ち直しに伴い外需が拡大しているほか、底堅い雇用による内需の堅調さも景気を押し上げる好循環が続くなど、景気は底打ちの様相をみせている。なお、足下では国際金融市場は落ち着きを取り戻しており、海外資金に回帰の動きが出ていると考えられるものの、先行きは米国による金融政策の正常化に向けた取り組みが進むなかで世界的なマネーの動きに変化が出ることで、アジアの金融センターである同国の資金動向に悪影響が出る可能性はくすぶる。実体経済面においても、中国本土経済が以前の力強い成長の実現が難しくなり重石になることが懸念される一方、先進国の景気回復が輸出を押し上げることとの綱引きが一段と強まることは避けられない。しかし、中国本土経済は緩やかな景気拡大を続けると見込まれるなか、中国本土の貿易も緩やかな拡大は一大貿易港である同国の貿易の押し上げに繋がり、共産党・政府による構造転換で内需拡大が期待されることから、本土からの来訪者による消費は引き続き同国景気を下支えすると考えられる。他方、これまで同国にとって内需の押し上げ要因となってきた不動産価格に頭打ちの兆候が出ており、今後は世界的なマネーの変化も懸念されることを勘案すれば、内需についてはこれまでに比べて緩やかな拡大に留まることは避けられないであろう。結果、**2014年の経済成長率は前年比+3.3%、2015年は同+3.6%**と緩やかな拡大が続くと予想する。

図9 香港 実質 GDP 成長率の推移と予測



- **シンガポール**：同国も東南アジア随一の金融センターである上、典型的な都市国家ゆえ、香港同様に国際金融市場や海外経済の動向に大きく左右されやすい傾向があるなか、昨年末にかけては金融市場の混乱一服や米国をはじめとする先進国の景気回復を追い風に景気は拡大基調を強めた。年明け以降は前期に景気が大きく加速した反動に加え、金融市場が再び混乱に見舞われたほか、米国などで異常気象による調整などが重なったことで、1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.10%に減速した。なお、中国本土経済の不透明感の外需のみならず、来訪者数などを通じてサービス産業などに悪影響を及ぼす懸念はあるものの、依然中国をはじめとする海外からの来訪者数は堅調な伸びをみせており、先進国の景気回復に伴う世界

図10 シンガポール 実質 GDP 成長率の推移と予測



的な貿易量の拡大は外需の改善を促すと見込まれる。また、ここ数年拡大基調を強めてきた建設投資については、依然としてインフラ建設のほか、海外企業による設備投資意欲などを背景に堅調な推移をみせており、今後もこうした傾向が続くことで景気を下支えすることが考えられる。米国による金融政策の正常化の取り組みは世界的なマネーの動きの変化を通じて金融センターである同国への資金の動きにも変化を与えることが予想されるが、アジア内で圧倒的な存在感を有する同国を目指す資金の動きは本質的に変わらないと思われ、緩やかな景気拡大を促すであろう。結果、**2014 年の経済成長率は前年比+3.8%、2015 年は同+4.1%**と緩やかな拡大が続くと予想する。

《ASEAN5 ～足下の景気はまちまちだが、先進国の景気回復は高外需依存国を中心に景気拡大を促そう～》

- **インド**：燃料補助金削減に伴うインフレに加え、経常赤字や財政赤字の「双子の赤字」を抱えるファンダメンタルズの脆弱さを嫌った海外資金の流出圧力が強まり、景気のけん引役となってきた個人消費をはじめとする内需への悪影響が懸念されている。年明け以降は、中国景気の減速感が強まっていることに加え、輸出関連の付加価値産業育成を目的とした未加工鉱石の禁輸措置のほか、経常収支改善を目指した輸入抑制が重なり1-3月期の実質GDP成長率は前年比+5.21%と4年半ぶりの低い伸びとなり、年率ベースでも+4%に鈍化している。ただし、足下ではインフレ率にピークアウトの動きが出るなか、景気のけん引役となってきた個人消費や企業の設備投資などは底堅さがうかがえる上、国際金融市場の混乱一服により海外資金に回帰の動きが出ていることから、先行きの景気は減速基調を強める可能性は低いと見込まれる。また、4月に行われた総選挙や7月に予定される大統領選に向けた関連支出も景気の押し上げに繋がることから、景気の底入れが促されるものと期待される。目下のところ注目されるのは大統領選の行方だが、総選挙ではどの党も単独での大統領候補の擁立要件を満たせなかったために党派間で協議が行われており、有力候補は第1党である闘争民主党のジョコ・ウィドド候補（現ジャカルタ州知事）と第3党であるグリンドラ党のプラボウォ候補（元陸軍戦略予備司令官）に絞られた様相である。なお、闘争民主党は第2党であるゴルカル党と連立協議を組んでカラ元副大統領を副大統領候補に、グリンドラ党は与党連立の一派である国民信託党のラジャサ経済調整相を副大統領候補にするとみられている。現時点ではジョコ・ウィドド氏が優勢とされるが、すべての党の経済政策は国家主義的であることを勘案すれば、如何なる枠組による政権が誕生しても同国経済が直面する課題に対して大胆な構造改革などを打ち出す可能性は低いと見込まれる。現政権による未加工鉱石の禁輸措置や輸入抑制に向けた関税引き上げ措置は外資企業の参入障壁となり、FDIをはじめとする海外資金の受け入れを妨げることで将来的な経済成長の種を失わせることも懸念される。また、足下では国際金融市場の落ち着きに伴い通貨ルピア相場は安定して物価などへの影響は緩和されているが、ファンダメンタルズを巡る構造的課題はまったく変わっておらず、状況が変化すれば再び資金流出圧力が強まる可能性もくすぶる。大量の資金流入による成長率の「かさ上げ」を期待することは難しくなっており、先行きの景気は緩やかな拡大に留まるであろう。結果、**2014 年の経済成長率は前年比+5.2%、2015 年は同+5.7%**に留まると予想する。

図 11 インドネシア 実質 GDP 成長率の推移と予測



(出所)CEIC より作成。予測は第一生命経済研究所

- **タイ**：昨年のタイ経済は 2011 年秋に発生した大洪水からの復興需要などが拡大した反動で大きく落ち込み、

年半ばに景気の底を打ったかに思われたが、その後はタクシン派（政府）と反タクシン派（反政府）による政治混乱が長期化しており実体経済にも暗い影を落としている。同国経済はASEAN内でも相対的に外需依存度が高く、米国をはじめとする先進国景気の動向のほか、昨年の金融市場の混乱などによる通貨バツ安で輸出競争力が向上した効果が期待されたが、足下では政治混乱により一部の政府機能が停止していることなどが重石となっている。さらに、政府機能の停止に伴い農村部を中心に個人消費の押し上げに大きく寄与してきた米担保融資制度が停止しているほか、昨年半ばに決定した補正予算の執行停止措置により洪水復興関係の公共投資なども大幅に進捗が遅れるなど、同国景気の足かせになっている。このような内需鈍化を背景に昨年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%に鈍化しており、年明け以降は一段と減速基調が強まっていることも懸念される。政治混乱の中心にあったインラック前首相は今月初め、政府要職人事を巡る職権濫用容疑で違憲判決が下され失職し、現在はインラック政権下で副首相兼商業相を務めたニワットタムロン氏が首相代行を務める形でタクシン派政権が継続している。しかし、2月に行われた人民代表院（下院）総選挙はその後憲法裁で無効判決が下されたことで下院は確定しておらず、正式に暫定首相を決定する手続が取れないため、7月に予定される出直し総選挙までは「宙ぶらりん」な状況が続く異常事態となる。さらに、首相代行による政権はあくまで選挙管理を目的としているため、予算編成などを行う権限が付与されておらず予算執行などが一段と遅れるほか、FDIをはじめとする投資承認などの手続も滞り、景気のさらなる下振れを招くことも懸念される。インラック前首相を巡っては米担保融資制度の実施に関して汚職容疑での訴追も行われており、弾劾手続が行われれば公民権停止措置に追い込まれるなか、タクシン派及び反タクシン派による対立は当面やむ可能性はないと思われる。なお、先行きの景気については先進国の景気回復が外需の追い風になる一方、政治対立による政府支出の停滞や内需鈍化は景気の足かせになるが、総選挙実施後の年末以降は正常化に向けた動きが広がるとみる。結果、**2014年の経済成長率は前年比+1.8%、2015年は同+4.7%**になると予想する。

図12 タイ 実質 GDP 成長率の推移と予測



(出所)CEICより作成、予測は第一生命経済研究所

- マレーシア**：ASEAN内でも極めて外需依存度が高い同国経済は海外経済の動向に大きく左右されやすい構造を有するが、昨年末にかけては先進国の景気回復による外需の改善が景気を大きく押し上げる状況が続き、昨年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+8.6%に加速した。一方、昨年5月に実施された総選挙を見据える形で政府が実施した低所得者給付をはじめとするバラ撒き政策の効果に伴い個人消費は底堅い推移がみられ、第5次マレーシア計画に基づくインフラ投資なども景気の押し上げに繋がってきた。ただし、足下ではこれらによる内需の押し上げ効果が一巡している上、昨年末以降は燃料や砂糖に対する補助金削減により物価上昇圧力が高まっており、内需の足かせになると懸念されている。なお、先進国向け輸出の改善により足下の雇用環境は改善傾向が強まっており、内需の下押し要因は多いにも拘らず依然消費には底堅さがうかが

図13 マレーシア 実質 GDP 成長率の推移と予測

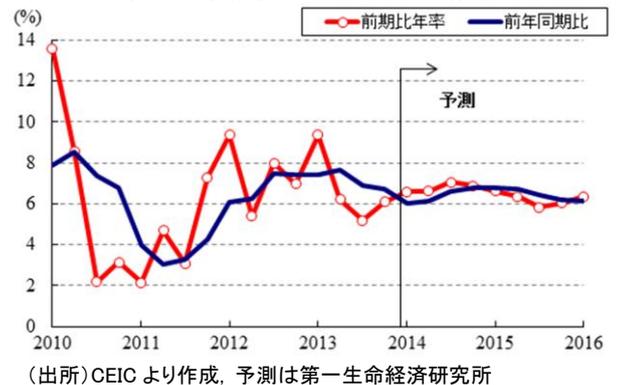


(出所)CEICより作成、予測は第一生命経済研究所

えることから、先行きについても外需をけん引役にした緩やかな景気拡大が続くと期待される。政府は上述の補助金削減に加えて、来年4月からはG S T（一般消費税）の導入により財政健全化の取り組みを前進させる方針を決定しており、巨額の公的債務残高を抱える同国経済にとってはプラスの効果が期待される一方、短期的にみれば景気の下押しは避けられない。昨年から導入された最低賃金制度によるコスト増はアジア新興国の中でも1人当たりG D Pが高い同国の価格競争力を削ぐと懸念されたが、その後の通貨リンギ安により競争力は向上しており、このことも外需主導による景気拡大を支えるであろう。結果、**2014年の経済成長率は前年比+5.1%、2015年は同+5.0%**と堅調な伸びが続くと予想する。

- フィリピン**：G D Pの1割に相当する海外移民からの旺盛な送金が個人消費を下支えしている上、国際金融市場の混乱による通貨ペソ相場下落は輸出競争力の向上に繋がり外需を押し上げるなどの効果もみられ、昨年10-12月期の実質G D P成長率は前期比年率+6.10%に加速した。なお、年明け以降は移民送金の半分近くを占める米国経済が寒波の影響で足踏みしたことで移民送金は鈍化して内需を下押ししているとともに、輸出の約2割を占める中国（含、香港）景気に対する不透明感外需の重石になり、景気鈍化に繋がる懸念される。ただし、昨年来のペソ安に伴い米ドル建てた移民送金は鈍化しているものの、ペソ建て換算すれば堅調な推移が続いていることから、その影響は比較的軽微なものに留まっていると見込まれ、先行きは米国をはじめとする先進国の景気拡大に伴い流入額自体も底入れが進むと考えている。一方、国際金融市場の混乱に際しては同国でも資金流出圧力が強まったものの、同国は移民送金を背景とする経常黒字国であることに加え、アキノ政権による汚職対策により財政状況は改善してインフラ投資などの拡充が図られていることを勘案すれば、先行きも一定程度の資金流入は続く見込まれ、内需を通じて景気を押し上げる好循環は続くと思われる。昨年秋の巨大台風による高波被害に見舞われた中部レイテ島では復旧・復興が遅れており、この円滑な進捗は景気押し上げに繋がる期待はあるものの、直ちに状況が改善する展開は想定しにくいと言えよう。他方、3月には約40年に亘り内戦状態が続いてきた南部ミンダナオ島で和平合意が行われ、2016年の自治政府設立に向けた作業が本格化する。長年の紛争状態が本当の意味で落ち着きを取り戻すには依然時間を要するであろうが、豊富な資源があるとされる同島の和平定着は同国へのF D Iを促すことも期待される。足下では不動産など一部でバブル的な状況が確認されており、金融当局は先行きの引き締めを示唆する動きをみせており、これも景気過熱の抑制に繋がると期待される。結果、**2014年の経済成長率は前年比+6.4%、2015年は同+6.5%**と過去数年に比べて鈍化するも、比較的高い経済成長が続くと予想する。

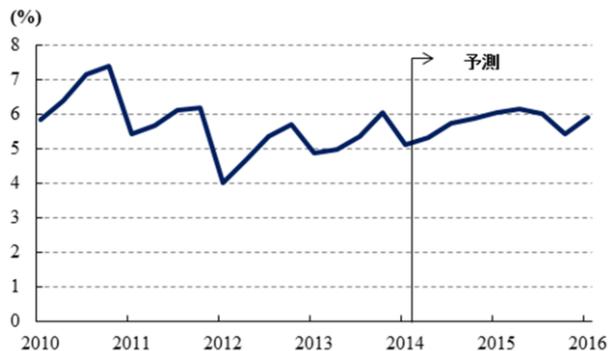
図14 フィリピン 実質GDP成長率の推移と予測



- ベトナム**：年明け以降の同国は隣国中国経済の不透明感に加え、国際金融市場の混乱による世界的なマネーの動揺などが重石となり、1-3月期の実質G D P成長率は前年比+4.96%に減速するなど景気に下押し圧力が掛かった。なお、同国経済はG D Pに占める個人消費の割合が高いとともに、輸出の割合も比較的高いことから海外経済の動向にも左右されやすい特徴を有しており、米国をはじめとする先進国の景気回復は外需の追い風になると期待される。ただし、同国では国有銀行による不良債権問題が金融市場の足かせになっており、金融当局は事態処理に向けた前進を図っているものの、依然スピード感には乏しい展開が続いていることを勘案すれば状況の急転は考えにくい一方、次第に改善に向かっていくことは期待される。なお、中国経済が以前の

ような勢いを失っていることに加え、南シナ海の西沙諸島を巡る対立により同国にとっては外需にマイナスの影響が出る可能性が懸念される。同様の動きは南沙諸島を巡って中国と対立するフィリピンで現れたことを勘案すれば、一時的な輸出の下押しは避けられないと見込まれる。一方、長年に亘って高い伸びが続いてきたインフレ率は足下で4%台に低下しており、個人消費を中心とする内需喚起に繋がると期待される。ただし、先行きは米国による金融政策の正常化に向けた取り組みが進むことで、世界的なマネーの動きに変化が現れる可能性は避けられず、同国のように基本的にファンダメンタルズが脆弱な国にはかつてのように旺盛な資金流入が起こることはないと思われ、それも景気の足かせになることは避けられないであろう。中国との関係悪化が長引く事態となれば同国の投資先としての魅力が低下することも懸念され、そうなればFDIなどの流入にも悪影響が出ることも考えられる。結果、**2014年の経済成長率は前年比+5.5%、2015年は同+5.9%**と徐々に景気は拡大基調を強めると予想する。

図15 ベトナム 実質 GDP 成長率の推移と予測



(出所)CEIC より作成。予測は第一生命経済研究所

以上