

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(2015年2月)

～概ね原油安の恩恵を受けるなか、堅調な景気拡大が続くであろう～

発表日：2015年2月17日(火)

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

	2015年(暦年)予測	2016(暦年)予測
中国	+7.1% (前回+7.2%)	+7.0% (前回+7.1%)
インド	+7.4% (前回+6.4%**)	+7.8% (前回+6.7%**)
NIES	+3.2% (前回+3.4%)	+3.6% (前回+3.7%)
ASEAN5	+5.4% (前回+5.6%)	+5.5% (前回+5.5%)

※前回は2014年11月20日時点の弊社予測値。**インドの前回予測は旧基準。

《総論》

- 足下の世界経済を巡っては、米国経済が依然堅調な回復を続けており、昨年半ば以降に急速に進んだ原油をはじめとする資源安は資源国経済の足かせとなる一方、鉱物資源を輸入に依存する国々にとっては交易条件の改善などを通じて景気の押し上げに繋がっている。なお、アジア新興国は域内に資源国を擁するものの、大国である中国やインドは多くの鉱物資源を輸入に依存し、NIES諸国やASEAN諸国も同様に資源輸入国が大勢を占めている。結果、足下の原油安は多くの国に交易条件の改善とインフレ圧力の後退を促しており、実質購買力の向上は個人消費を中心とする内需の押し上げに繋がると期待されている。一方、国際金融市場においては米国Fed(連邦準備制度理事会)が昨年末に量的金融緩和(QE)を終了させるなど金融政策の正常化にむけた動きを強めるなか、今後は利上げに動く時期に注目が集まっている。米Fedによる金融引き締めは国際金融市場に混乱を招くとの見方がある一方、足下における世界的なマネーは米FedによるQEに加え、一昨年以降は日銀が質的量的金融緩和(QQE)を拡大させ、今年に入ってからECB(欧州中央銀行)がQE実施に動くなど「カネ余り」の状況が続いている。当面、米Fedはバランスシートの規模を維持するとの見方があるなか、日銀やECBは引き続き資金供給拡大に動く展開が続くことから、国際金融市場はしばらく「カネ余り」を背景とする活発なマネーの動きが続くと見込まれる。なお、一昨年からの国際金融市場の動揺に際しては一部の新興国で資金流出圧力が強まる動きがみられるなか、その動きが顕著であった「フラジャイル・ファイブ」にアジア新興国からインドとインドネシアが含まれていた。しかし、両国では昨年政権交代が起こったことに加え、足下では原油安が対外収支や財政収支などに好影響を与えている上、物価上昇圧力の後退をもたらすなど経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)の改善に繋がっている。したがって、国際金融市場が一時的に混乱する事態に陥った場合にも、アジア新興国発で危機的状況に陥るリスクは大きく

図1 アジア新興国の経済成長率の推移と予測

	予測 (単位: %)			
	2013	2014	2015	2016
中国	7.7	7.4	7.1	7.0
インド	6.4	7.2	7.4	7.8
NIEs	3.1	3.3	3.2	3.6
韓国	3.0	3.4	3.1	3.7
台湾	2.2	3.7	3.8	3.3
香港	2.9	2.4	2.8	2.9
シンガポール	5.5	2.9	3.0	3.7
ASEAN5	5.1	4.6	5.4	5.5
インドネシア	5.6	5.0	5.7	6.0
タイ	2.9	0.7	4.0	4.3
マレーシア	4.7	6.0	5.2	4.6
フィリピン	7.2	6.1	6.4	6.2
ベトナム	5.4	6.0	6.1	6.2

(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。2014~16年は2013年実績を使用。インドは今回より新基準に準拠。

後退しており、そうした悪影響が長引く可能性は低下していると捉えられよう。世界経済を巡っては、米国経済の堅調な拡大が見込まれる一方、中国経済を巡るリスク要因や欧州経済の足踏みなどは外需の足かせとなる可能性は残り、アジア新興国にとっても以前のような外需をけん引役とする景気回復を見込むことは難しくなっている。その一方、当面は世界的なマネーの膨張に伴う「カネ余り」が意識されやすい展開が続くなか、世界経済が急減速する事態を免れれば、相対的に高い経済成長が期待されるアジア新興国に資金流入が起りやすい環境が続くと見込まれ、内需依存度の高い国々を中心に景気の底離れを促すであろう。とはいえ、文字通り世界経済のけん引役となってきた中国は政策的に景気減速に向かっている上、同国金融市場を巡るリスクを勘案すれば急激な景気拡大を期待することは難しい。また、所謂「ウクライナ問題」は関係国間で基本的な停戦合意に達したものの、先行きも予断を許さない状況にあることは変わっておらず、中東や北アフリカにおけるISIS（通称「イスラム国」）などによる地政学リスクも意識されるなか、国際金融市場や商品市場が影響される可能性は残るであろう。昨年後半以降の原油をはじめとする資源価格の下落により、多くのアジア新興国はこれらを輸入に依存していることから、物価上昇圧力の緩和に繋がり、足下のインフレ率は予想外の低水準で推移している。結果、昨年末以降はアジア新興国のなかでも利下げなど金融緩和に舵を切る動きがみられるなど、景気の底入れを促す一助になっている。今年のインフレ率については、年前半は原油安などの影響がインフレ率の一段の低下を促すと見込まれるものの、来年にかけては米国経済の拡大や消費税率再引き上げの延長に伴う日本経済の持ち直しは、アジア新興国の景気回復に繋がることで徐々にインフレ圧力は高まることが予想される。ただし、先行きも原油価格が反転して急上昇に転じる可能性は低いと見込まれること、アジア新興国からの急激な資金流出に伴う通貨安が起こる可能性が低いことを勘案すれば、インフレ率は比較的落ち着いた推移が続くと予想する。こうしたことも相俟って、アジア新興国の景気は来年にかけて緩やかな上昇を続けると見込むものの、その勢いは以前のような力強さには至らないであろう。

図2 アジア新興国の物価上昇率の推移と予測

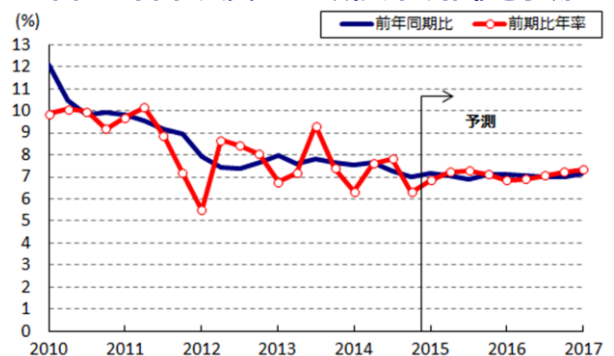
	2013	2014	2015	2016
中国	2.6	2.0	1.6	2.1
インド	10.1	7.2	5.1	6.0
NIEs				
韓国	1.3	1.3	1.3	2.2
台湾	0.8	1.2	0.8	1.3
香港	4.3	4.4	3.7	3.5
シンガポール	2.4	1.0	0.5	2.1
ASEAN5				
インドネシア	6.4	6.4	5.7	4.6
タイ	2.2	1.9	1.4	2.5
マレーシア	2.1	3.1	3.8	3.1
フィリピン	2.9	4.2	3.3	3.6
ベトナム	6.6	4.1	3.6	5.4

(出所) CEICより作成、予測(影部分)は第一生命経済研究所。

《中国 ～構造改革に伴う景気減速を容認も、「新常态」による中高速成長を継続することは可能と予想～》

- 昨年中国の経済成長率は前年比+7.4%となり、同国が改革開放路線に舵を切るきっかけとなった1992年の鄧小平氏によるいわゆる「南巡講話」以来で最も低い伸びとなった。また、共産党・政府が掲げている成長率目標（7.5%前後）をわずかに下回るなど、党・政府が景気減速を容認しつつ、構造改革や汚職・腐敗防止に向けた取り組みを強化する姿勢をあらためて示す格好となった。3月には党全体で今年の施政方針を討議する全人代（全国人民代表大会）が開催されるが、当研究所はその場において今

図3 中国 実質 GDP 成長率の推移と予測



(出所) CEIC, 国家統計局より作成、予測は第一生命経済研究所

年の経済成長率の目標が「7.0%前後」と一段と低い水準に引き下げられると予想している。昨年末に党・政府が経済政策を討議した一連の会議においては、今年の運営方針について「積極的な財政政策と穏健な金融政策」を志向する方針が引き継がれる一方、同国経済が「新常态（ニューノーマル）」状態に突入しており、重要課題として「改革の深化を通じて経済成長の速度を「高速」から「中高速」に減速させる」ことを掲げている。こうした姿勢を反映する形で、中国の経済成長は今後も徐々に減速基調を強めていくことは避けられないものと見込まれる。なお、昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+7.3%であったが、前期比年率ベースでは+6.3%に留まっており、これには北京でのAPEC（アジア太平洋経済協力）関連の主要会議開催に伴い多くの工場が操業停止に追い込まれたことが大きく影響したと考えられる。終了後は生産などに底入れの動きが出ているものの、足下では輸出の2割を占める欧州経済の足踏みが外需の足かせになるほか、不動産市況の調整に伴う資産デフレ圧力が金融市場の信用収縮を通じて内需の重石になっており、依然として勢いに乏しい状況が続いている。こうした事態を受け、人民銀（中銀）は昨年4月と6月に一部金融機関を対象に預金準備率を引き下げる「的を絞った」金融緩和に、政府は一部不動産取引に対する規制緩和に動いたが、その後も11月に2年4ヶ月ぶりの利下げに踏み切り、今年2月にはすべての金融機関を対象に預金準備率の引き下げに動いている。さらに、農業や中小企業向け融資比率の高い機関を対象に追加的な貸出余力拡大に動くなど、内需の腰折れを防ぐべく様々な政策対応を繰り出している。足下では原油安も追い風にインフレ率は急速に低下しており、金融政策面での対応余地は拡大している上、先行きも急上昇に転じる可能性は低いと見込まれることから、追加的な金融緩和による景気の下支えは可能であろう。積極的な財政政策によるインフラ投資などに加え、インフレ率の低下による実質購買力の向上は綱紀粛正策による高額消費の落ち込みの影響を相殺することが期待される。また、米国経済の堅調な拡大に加え、足下では金融政策の方向性の違いを反映する形で人民元の対米ドル相場は下落基調を強めており、これに伴う輸出競争力の向上も外需を下支えすると考えられる。こうしたことを勘案すれば、同国経済が大きく崩れていく可能性は高くはないと見込まれる。したがって、当研究所は **2015年の経済成長率を前年比+7.1%、2016年は同+7.0%**と徐々に減速すると予想する。

- 2014年のインフレ率は前年比+2.0%と5年ぶりの低い伸びに留まった。また、直近1月のインフレ率は前年同月比+0.8%と5年以上ぶりの低水準となっている上、党・政府が掲げるインフレ目標（3.5%）を大きく下回っている。構造改革に伴う景気減速の影響を反映した動きに加え、足下では昨年後半以降の原油安によるエネルギー価格の下落も重なり、デフインフレ基調が一段と鮮明になっている。さらに、世界的な資源価格の調整に伴い、川上の物価に当たる生産者物価は3年近くに亘って前年を下回る伸びに留まっており、しばらくは物価上昇圧力が高まりにくい環境にある。足下では

食料品価格が落ち着いている上、原油安によるエネルギー価格の下落も重なり、物価動向に影響を与えやすい生活必需品を中心とする物価安定がインフレ率の低下に繋がっているが、これらを除いたコアインフレ率も低位で推移しており、景気に対する不透明感も物価の重石になっている様子が見え始める。なお、足下では一部の不動産市況に底入れの兆しが出つつある一方、新築住宅を中心に依然調整圧力が掛かりやすい環境にあるなか、資産デフレの深刻化が全面的なデフレに転換するリスクもあるなど、引き続き予断を許さない状況にある。

図4 中国 インフレ率の推移と予測



ただし、現政権は構造改革の実現に伴う一定程度の景気減速を容認する姿勢をみせる一方、インフレ圧力の後退によって政府の政策対応余地が拡大していることから、景気減速が失速に転じるリスクは小さいとみている。その一方、景気の上振れを目指す可能性は極めて低いこと、原油をはじめとする資源価格についても、地政学リスクが影響する可能性は残るものの、急上昇していく可能性は低いとみこまれることから、物価上昇圧力が誘発される事態は想定しにくいと考えられる。こうしたことから、予測期間中にインフレ率が現政権の掲げる目標（3.5%）を上回る水準まで加速していくことはないとみており、落ち着いた推移が続くと予想する。前回（昨年11月時点）の見通しでは、インフレ率の低下にも拘らず全面的な金融緩和に踏み切る可能性はないと予想していたが、原油安の進展に伴うインフレ率の一段の低下などを理由に、利下げや預金準備率の引き下げに動いており、今後も追加的な緩和の可能性は残ると見込まれる。他方、現政権は金融市場改革や金融取引に対する管理・監督強化を通じて金融システムリスクを最小化させる姿勢をみせており、こうした問題が顕在化する可能性は低いとみる。結果、**2015年のインフレ率は前年比+1.6%、2016年は同+2.1%**と予想する。

《インド ~モディノミクスへの過度な期待は禁物だが、GDP改定の影響も重なり成長率は大幅上方修正へ~》

- 先月末に発表されたGDP統計の基準改定により過去に遡って経済成長率の見直しが行われ、2012-13年度は前年比+5.1%（改定前は同+4.5%）、2013-14年度は同+6.9%（改定前は同+4.7%）と大幅に上方修正が行われるなど、インド経済は予想外に高い伸びをみせていたことが確認された。また、新基準に基づく昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.5%と高成長が続いており、2014年通年ベースの経済成長率は前年比+7.2%と前基準による前年（同+4.7%）から大幅に加速することとなった（なお、新基準による2013年以前の経済成長率は不明）。このように同国の経済成長率には「断層」が生まれており、過去の推移と同列に比較することは難しくなっている。しかし、足下では長年に亘る悩みの種となってきたインフレは昨年後半以降の原油安も追い風に急減速しており、今年1月には準備銀（中銀）が約1年半ぶりに利下げに踏み切るなど、物価を巡る環境は大きく変化している。さらに、原油安の進展に伴い国内の原油消費量の7割を輸入に依存する同国では輸入減が貿易赤字の縮小、ひいては経常赤字の縮小をもたらしているほか、燃料補助金の削減により財政赤字も縮小するなど、ここ数年の懸念要因となってきた「双子の赤字」の縮小にも繋がっている。なお、昨年5月に誕生したモディ政権による経済政策は「モディノミクス」として国内外から注目を集めているが、構造改革の「一丁目一番地」と目される改革案については、与党BJP（インド人民党）が少数派である議会上院や地方政府などの反対に合い、依然として具体的な取り組みには進んでいない。しかし、昨年秋以降モディ政権は議会承認に拠らない大統領令を行使する形で徐々に構造改革を前進させる姿勢をみせており、グジャラート州首相時代にみせたトップダウンにより構造改革を進める手法に期待が高まっている。昨年8月にモディ政権下で初めて編成された2014-15年度本予算（改正）では、財政健全化姿勢を堅持したものの、当初の期待に対して歳出合理化や構造改革などの面は「踏み込み不足」の感は否めない内容であった。しかし、今月末に発表される2015-16年度予算では、原油安により財政赤字の圧縮のハードルが低下していることに加え、改革の「一丁目一番地」と目されるGST（財・サービス税）導入、土地収用法改正、

図5 インド 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

保険業法改正のほか、さらなる構造改革に動くとの見方も強まっている。インフレ率の低位安定に加え、構造改革の進捗が確認されれば、準備銀にとっては一段の金融緩和に向けた環境が整い、同国の経済成長のけん引役である個人消費など内需の押し上げに繋がると期待される。とはいえ、上述の構造改革については政治的なハードルが依然高いことから一足飛びに事が進むとは考えにくいと、来年予定される上院選挙の行方などを見極める必要がある。なお、国際金融市場では当面「カネ余り」の状況が続くと見込まれるなか、原油安によるファンダメンタルズの改善に加え、モディノミクスへの期待から海外資金に回帰の動きが広がっており、予想外に改革が前進する事態となれば、さらなる資金流入が景気を押し上げる好循環も期待される。こうした状況を反映し、新基準ベースでの成長率を試算した結果、**2015年の経済成長率は前年比+7.4%、2016年は同+7.8%**と徐々に加速するとみており、年度ベースでは**2014-15年度は前年比+7.4%、2015-16年度は同+7.6%、2016-17年度は同+7.8%**とこちらも徐々に加速感を増すと予想する。

- 長年に亘る懸案事項であったインフレは、モディ政権による食糧備蓄の放出などによる価格安定化策の効果に加え、昨年後半以降の原油安などを背景に予想外のスピードで減速しており、足下では準備銀の短期的なインフレ目標（6%）を下回る水準で推移している。一昨年以降の国際金融市場の動揺による資金流出を受けて、通貨ルピー相場は下落基調を強めてきたものの、足下では落ち着きを取り戻しており、自国通貨安による輸入物価の上昇といった悪影響は減じられている。また、前回（昨年11月時点）の見

通しでは昨年の雨季（モンスーン）の雨量が例年を大きく下回ったため、それに伴う穀物などの生育悪化による食料品価格への影響が懸念されたものの、現時点においてはそうした影響を原油安によるエネルギー価格の下落が相殺している。さらに、原油や金など同国の旺盛な輸入が貿易赤字の拡大に繋がってきた財を中心に市況の調整圧力が強まっていることは、対外収支の改善を通じて海外資金の流出圧力を抑制する動きにも繋がっている。準備銀のラジャン総裁は就任当初から「インフレファイター」としての姿勢を明確にするとともに、経済成長のボトルネックとなってきた金融市場の未成熟さの解消に取り組むべく、金融制度改革に取り組んでいる。同総裁は短期的なインフレ目標を「6%」とする姿勢を内外に示すとともに、金融政策に対しても慎重姿勢を示したことで国際金融市場からの信認を高めてきたなか、今年1月にはインフレ率の予想外に早い低下を受けて約1年半ぶりの利下げに踏み切る動きをみせている。今後の金融政策の方向性についてはインフレ動向に加え、政府による財政健全化の堅持を前提とする考えをみせており、今月末に発表される来年度予算を踏まえての動きになるものの、原油安の効果により金融緩和に動きやすい環境になるものと見込まれる。今年のモンスーンの動向については不透明なところが少なくないが、現時点においては例年並みの雨量が確保されるとの前提に基づき穀物などの生育は順調になるものと見込まれ、食料品価格の急騰は免れるとみている。さらに、年前半は原油安の効果によりインフレ率は比較的低位での推移が見込まれることから、一段の利下げが行いやすい状況になるものと考えられる。こうしたことから、**2015年のインフレ率は前年比+5.4%に一段と減速し、2016年には同+6.2%に加速する**と予想するが、準備銀が望ましい水準としている「6%」近傍での推移が続くと見込まれる。

図6 インド インフレ率の推移と予測



《NIES ～世界経済の回復力の乏しさは外需の重石になるが、徐々に景気の底離れは進むと期待される～》

- **韓国**：2014年の経済成長率は前年比+3.4%と前年（同+3.0%）から加速したが、最大の輸出相手である中国経済の減速をはじめ世界経済が以前の勢いを失うなか、輸出主導による景気回復軌道への道のりは難しくなっている。また、政府は昨年7月に総額41兆ウォン規模の景気刺激策を、10月には追加景気対策として5兆ウォンの歳出拡大を発表したほか、中銀は通貨ウォン高阻止に向けて利下げを行うなど、形振り構わぬ政策対応をみせてきた。こうした状況にも拘らず、昨年10-12月期の実質GDP成長率は輸出の減速や建設需要の低迷などが重石となり、前期比年率+1.5%に減速するなど景気を取り巻く環境は厳しい。

図7 韓国 実質 GDP 成長率の推移と予測



昨年4月に発生した旅客船沈没事故に伴う「自粛ムード」は一巡しているものの、現政権の政策全般に対する失望は個人消費意欲の低迷に繋がっているほか、上述の景気対策なども一過性の対策が中心になってきたことは全般的な景気の重石になっている。足下では通貨ウォン相場は米ドルに対して上昇が一服しているものの、日本円に対しては上昇基調が続くなか、ECBによるQE実施を経てユーロに対しても上昇基調を強めており、ウォンの名目実効レートは高止まりしている。なお、足下では低迷が続いてきた輸出に底入れの兆候が出つつあるなか、大手財閥を中心に巨額の設備投資計画を発表する動きが相次いでおり、仮にこれらが着実に進捗すれば景気的大幅な押し上げに繋がると期待される。しかし、比較的底堅い輸出と原油安と内需低迷による輸入下押しの影響で経常黒字基調が続くなか、ウォン相場は相対的に高止まりしやすい環境が続くと見込まれ、輸出に景気のけん引役を期待することは難しく、そうした動きに従う形で設備投資も計画を下回るものと考えられる。家計部門の債務残高は過去最高を更新しており、資産の大半を占める不動産市況の活性化に向けて政府・中銀は流動化を重視する姿勢をみせるが、原油安による影響も重なりデフレーション基調が強まっており、不動産市況の低迷をきっかけにしたいわゆる「日本型」デフレに陥るリスクに注意する必要がある。先行きの景気は米国の堅調な景気拡大、日本経済の持ち直しが外需の押し上げに繋がる一方、中国経済を巡る不透明感や欧州経済の足踏みは外需の足かせになり、景気のリバウンドに乏しい展開が続くと見込まれる。中国とのFTA（自由貿易協定）の締結により、来年にはその発効が期待されることから、来年にかけては外需の押し上げに繋がると考えられる。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+3.1%、2016年は同+3.7%**と加速するが、力強さに欠ける状況が続くものと予想する。

- **台湾**：2014年の経済成長率は前年比+3.7%となり、前年（同+2.2%）から加速して3年ぶりに3%を上回る伸びとなった。ただし、輸出の半分以上を占める中国経済が以前のような勢いを失っており、年半ばにかけて輸出拡大を主導してきたIT関連需要が一巡した影響も重なり、外需は年末にかけて鈍化基調を強めた。一方の内需も外需の鈍化が設備投資意欲の低迷を招いているほか、中国本土からの資金流入の先細りに伴い不動産需要が低迷して固定資本

図8 台湾 実質 GDP 成長率の推移と予測



投資は減速基調を強めたほか、原油安によるインフレ圧力の後退にも拘らず雇用改善の頭打ちが個人消費の足かせとなっている。結果、昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+4.8%と堅調を維持したものの、内需低迷による輸入減が成長率の押し上げに大きく寄与しているなど、必ずしも実体を伴った形で景気回復を遂げている訳ではない。よって、今年前半については昨年後半の内需鈍化による成長率押し上げの反動が出るほか、米国経済の堅調な拡大や日本経済の持ち直しが見込まれる一方、中国経済を巡る不透明感や欧州経済の低迷が外需の足かせとなる状況は変わらないと考えられ、外需が主導する形で景気回復を遂げることは難しい。さらに、同国は韓国以上に経済の外需依存度が高いため、外需の鈍化は雇用や設備投資などの足かせになることは避けられず、それに伴って内需の回復を鈍らせることも懸念されよう。なお、中国本土と締結された「中台経済協力枠組協定（ECFA）」については、これに反発する学生デモの影響が懸念されたが、両国政府による交渉加速の動きを反映して発効手続が進む可能性もあり、仮に早急に手続などが進められればアジア太平洋で進む自由貿易圏を巡る競争から取り残される事態は回避されよう。原油安はほぼ全量を輸入に依存する同国にとってはインフレ圧力の後退を通じて実質購買力の向上に繋がる一方、中国本土からの資金流入の先細りはそれによる景気押し上げ効果を減じることは避けられず、景気の回復感に乏しい展開が見込まれる。こうしたことから、**2015 年の経済成長率は前年比+3.8%となるが、2016 年は同+3.3%に減速すると予想する。**

- **香港**：中国本土経済を巡っては、共産党・政府が主導する構造改革を進める一方、中高速成長への変貌を目指すいわゆる「新常态」に向けた取り組みが進む一方、それに伴う景気減速は不透明感を高める一因になっている。特に、共産党中央による汚職・腐敗防止に向けた綱紀粛正策強化の動きは、中国本土からの観光客による高額消費や接待をはじめとする饗応の減少に繋がり、この受け皿となってきた同国景気の下押し圧力となることが懸念されている。当研究所は昨年の経済成長率は前年比+2.4%と前年（同+

図 9 香港 実質 GDP 成長率の推移と予測

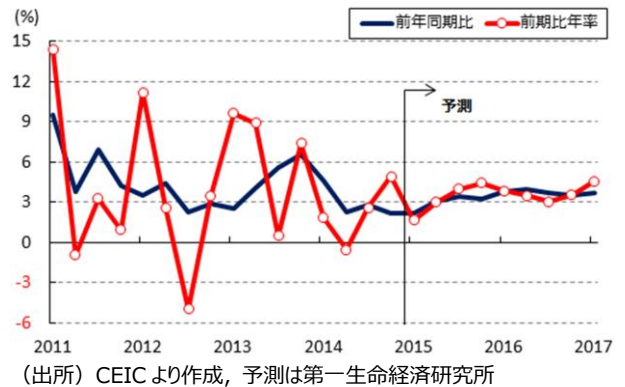


2.7%) から減速したとみており、その要因として中国経済の減速に伴う外需の低迷に加え、中国本土からの来訪者数の鈍化などは雇用改善の頭打ちを招き、個人消費など内需の足かせになっている。したがって、昨年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+6.9%と大幅に加速してリセッション入りをまぬかれたものの、そうした勢いは長続きしていない。なお、足下では昨年後半以降の原油安を背景にインフレ圧力が後退していることを受けて、家計部門の実質購買力は押し上げられているほか、米国の堅調な景気拡大や日本経済の持ち直しは外需の底入れを促すと期待される。中国経済や欧州経済を巡る不透明感から世界経済は回復力に乏しい展開が予想されるため、外需依存度が極めて高い都市国家である同国景気にとってもけん引力には欠ける状況が続くであろう。しかし、一昨年来しばしば混乱した国際金融市場は足下で落ち着きを取り戻している上、「カネ余り」が続くなか、中国本土金融市場が金融緩和により活況を呈するなかで金融取引は再び活発化しており、景気の押し上げに繋がることが期待される。昨年末にかけては 2018 年に開催予定の行政長官選挙を巡る対立を発端に、学生デモが中心部を占拠する事態になったことで一時的に経済活動にも悪影響が出ており、10-12 月期の景気を下押ししたと考えられる。その一方、香港と上海の間で外国人投資家による株式売買の相互取引が開始されたことで、金融取引は今後も一段と活発化することが予想され、金融センターとしての地位

が大きく変化する可能性は低いと見込まれる。それに伴って不動産市況は再び上昇基調を強めており、中国本土からの資金流入も市況上昇に繋がると考えられる。中国本土において構造改革が個人消費を中心とする内需拡大を促す動きに繋がれば、来訪客数の安定的な推移が見込まれ、サービス輸出の拡大に繋がると見込まれる。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+2.5%に、2016年には同+2.9%**へと緩やかながら加速していくと予想する。

- **シンガポール**：シンガポールも香港同様、アジア有数の金融センターとしての地位を有する一方、都市国家ゆえに輸出依存度はGDP比 200%超の規模を有するなど、世界経済や国際金融市場の動向に大きく左右されやすい特徴がある。また、今年末の結成が予定される「ASEAN共同体」において、同国は域内最大の中継貿易港として重要な役割を果たすほか、金融市場としても域内をリードする役割が期待されている。2014年の経済成長率は前年比+2.9%と前年（同+5.5%）から減速しており、中国経済の減速に

図 10 シンガポール 実質 GDP 成長率の推移と予測



に伴う域内貿易量の鈍化や欧州経済の足踏みなどで外需に下押し圧力が掛かったほか、建設投資の一巡による固定資本投資の鈍化が景気の重石になった。外需の低迷は国内生産を下押しして雇用改善を頭打ちして個人消費の足かせとなるほか、設備投資意欲の低下を通じて固定資本投資の抑制に繋がるなど内需全般に影響を与える。なお、昨年後半以降の原油安はエネルギー価格の下落を通じてインフレ圧力の後退に繋がっており、実質購買力の向上を通じて内需の押し上げに繋がると見込まれるほか、政府のインフラ拡充計画や外資系企業を中心とする設備投資意欲の底堅さも景気の底離れを促すと考えられる。さらに、原油安の進展に伴い中東諸国のSWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）による資金巻き戻しの可能性に留意する必要があるが、同国は東南アジア随一の金融センターとしてイスラム金融など多様な資金ツールに基づく資金流入が活発化してきたことから、この動きはサービス分野の生産向上を通じて景気を押し上げる好循環に繋がると見込まれる。また、中国経済は「中高速成長」と以前の勢いはないものの、引き続き堅調な経済成長を続けるほか、ASEAN諸国の景気も堅調な推移が見込まれることから、域内の貿易量拡大は同国経済を押し上げると期待される。こうした事情を反映し、**2015年の経済成長率は前年比+3.0%、2016年は同+3.7%**と徐々に加速すると予想する。

《ASEAN5 ～原油安の恩恵を受ける国が比較的多いなか、今後も堅調な景気拡大を実現する可能性は高い～》

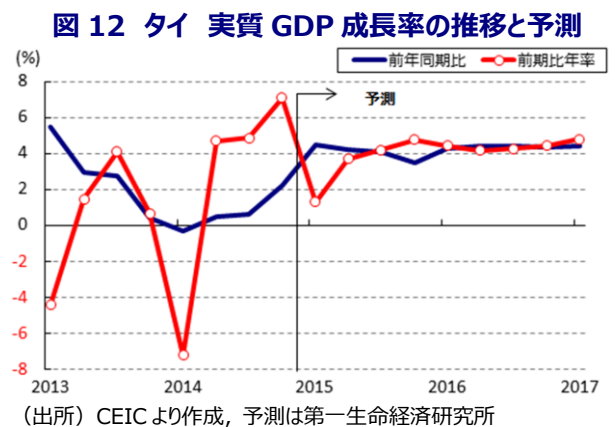
- **インドネシア**：2014年の経済成長率は前年比+5.0%と2年連続で6%を下回る伸びに留まり、前月（同+5.6%）からも減速するなど同国経済は減速感を強めた。物価高や、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱えるファンダメンタルズの脆弱さを理由に、一昨年来の国際金融市場の動揺に際して海外資金の流出圧力が高まり、経済成長のけん引役となってきた内需への押し上げ圧力が弱まったことが大きく影響したと考えられる。さらに、昨年1月に施行さ

図 11 インドネシア 実質 GDP 成長率の推移と予測



れた新鉱業法に拠る未加工鉱石の実質禁輸措置は外需の足かせとなり、こうした内向き姿勢が海外からの投資流入を抑制したほか、世界経済を巡る不透明感に伴う全面的な資源価格の調整は交易条件の悪化を招いて「資源国」である同国経済の重石になった。しかし、昨年10月に誕生したジョコ・ウィドド政権は閣僚人事で実務重視を体現する姿勢をみせたほか、長年の懸案であった燃料補助金の削減、廃止に動くなど構造改革に前のめりの姿勢で取り組んでいる。昨年4月の総選挙の結果、連立与党は議会内で少数派に留まったことで政策遂行は困難になるとの見方があったものの、昨年後半以降の原油安は構造改革を後押ししている。昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.01%と依然低い伸びに留まったものの、個人消費の堅調さに加え、住宅をはじめとする建設需要の旺盛さが景気を押し上げるなど、内需をけん引役にした経済成長が続いていることが確認された。政府は今年度予算において、補助金削減に伴う余剰資金をインフラ拡充に振り向けるほか、先月には向こう5ヶ年を対象とする「中期開発計画」において総額5500兆ルピア規模のインフラ投資を実施する方針を示しており、今後の経済成長の押し上げに繋がることが期待される。さらに、補助金削減による経常赤字や財政赤字の改善効果は今後一段と発現することが見込まれるため、海外資金の動きに変化が出ることによって内需の押し上げに繋がる可能性もある。こうした一連の取り組みが円滑に進捗すれば、短期的な経済成長の押し上げのみならず、中長期的にみた潜在成長率の向上にも繋がることで安定成長の実現が促されることになろう。補助金削減による物価への影響が懸念されたものの、足下では原油安の進展がその影響を相殺するなどの動きもみられるなか、個人消費などへの影響は比較的短期的なものに留まると見込まれる。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+5.7%、2016年は同+6.0%**に徐々に加速していくと予想する。

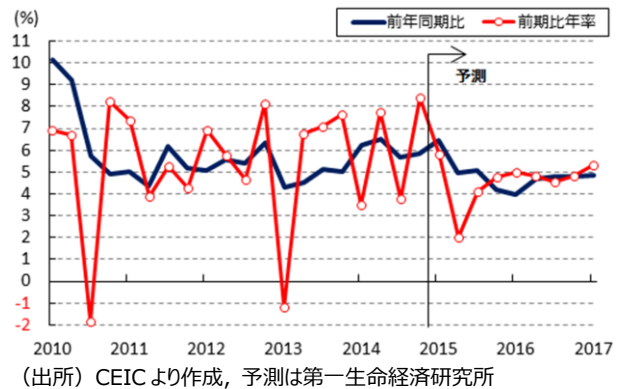
- **タイ**：2014年の経済成長率は前年比+0.7%となり、チャオプラヤ河流域で発生した大洪水の被害が直撃した2011年（同+0.1%）以来の低い伸びに留まった。一昨年末以降、インラック前政権下での政治混乱に伴う政策停滞に加え、同政権が行った洪水からの復興対策に伴う需要の「先喰い」が内需の足かせとなったことが景気を大きく下押しすることに繋がった。昨年5月のクーデターを経てプラユット暫定政権が誕生したことを受けて、国民のマインドは急速に改善したほか、足下では低迷が続いた外需にも底入れの動きが出ており、景気の足取りはようやく勢いを取り戻しつつある。事実、昨年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+7.1%と大幅に拡大しており、輸出の拡大や政府機能の回復による政府消費の拡大が経済成長を押し上げる動きが確認された。その一方、個人消費は依然として弱含んでいるほか、輸出鈍化の長期化に伴い外資系企業を中心とする設備投資意欲が低迷するなど、内需の弱さは輸入を下押しして成長率の押し上げに寄与する動きもみられるなど、景気は必ずしも本調子とは言えない側面もある。ここ数年の同国を巡っては、大洪水被害や前政権下での大幅賃上げ実施、政治混乱の常態化を背景に外資系企業を中心に周辺国に生産拠点を移すなど、いわゆる「タイ・プラス・ワン」の動きが活発化していることも成長率の足かせとなっている。なお、外需により底入れの動きが確認されたこと、米国の堅調な景気拡大や日本経済の復調が期待されることから、今後は民間主導による自律的な景気回復への道筋を付けやすくなったと考えられる一方、そうした動きは輸入拡大を伴うことから、成長率の下押し圧力に繋がる点には注意が必要である。さらに、前政権下で



行われた政策撤廃の影響で主要輸出財であるコメ価格が低迷し、国際商品市況の調整に伴い天然ゴム価格も低迷しており、全国民の6割強を占める農村部では所得向上が見込みにくい状況が続くなど、内需の足かせになることが懸念される。昨年後半以降の原油安はインフレ圧力の後退に繋がっているが、前政権下で行われた消費喚起策の影響で家計部門の債務残高は急速に拡大した結果、中銀はさらなる金融緩和に動きにくいジレンマを抱えており、この点も内需回復の重石になることは避けられないであろう。今年7月に予定された民政移管のスケジュールは後ろ倒しを余儀なくされるなか、暫定政権にとっては早期に景気回復を実現することが求められるが、当面は道半ばの状況が続くとみている。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+4.0%、2016年は同+4.3%**と徐々に加速するが、2000年代の平均に比べて低い伸びに留まると予想する。

- **マレーシア**：2014年の経済成長率は前年比+6.0%と前年（同+4.7%）から加速するなど、予想外に高い伸びを実現した。世界経済の減速懸念に伴う資源安に加え、昨年後半以降の原油安の進展は「資源国」である同国経済の足かせになると懸念されたものの、電気機械を中心とする輸出の堅調やそれに伴う雇用改善が個人消費を下支えしたほか、企業の設備投資なども景気の押し上げに繋がった。昨年10-12月期の実質GDP成長率も前期比年率+8.4%と高い伸びをみせており、海外資金の流入などに伴う建設需要の

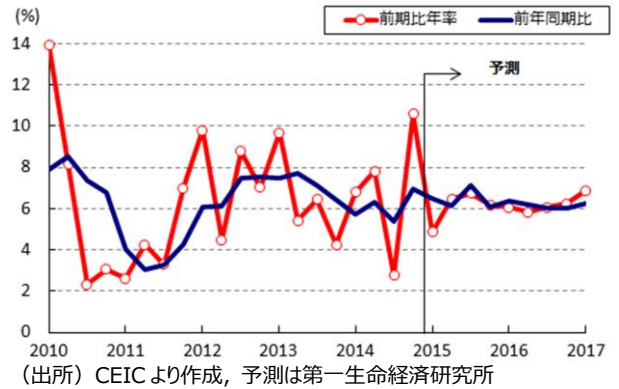
図 13 マレーシア 実質 GDP 成長率の推移と予測



旺盛さなどが成長率の押し上げに繋がる動きが確認された。一方、先行きをみる上では原油安とそれに伴う天然ガス価格の下落はアジア有数の輸出国である同国経済の足かせになることは避けられないであろう。同国は比較的小国ゆえに経済の輸出依存度が極めて高い構造を有しており、交易条件の悪化による経済全体への波及度合いが高くなりやすいため、今後は国民所得の下押しが内需の重石になると見込まれる。さらに、4月に導入されるGSTにより、その後の個人消費に下押し圧力が掛かる可能性は否定出来ず、その点も個人消費の足かせとなるであろう。なお、原油安の進展を受けて政府は補助金削減に動くなど財政健全化に道筋を付ける姿勢をみせており、GST導入もその一環と捉えることは出来るものの、同国はASEAN内でも経済に占める公共部門の割合が高く、公的債務残高も比較的高水準であることから構造転換は道半ばの状況と言えよう。政府は第5次マレーシア計画に基づくインフラ拡充を掲げるが、原油安は歳入減を通じて財政悪化を招く懸念が高まっており、財政健全化に向けて行われる歳出削減などの取り組みは景気の足かせになることは避けられない。米国の堅調な景気拡大や日本経済の復調は外需の押し上げに繋がると見込まれ、景気は緩やかな拡大を続けると考えられるものの、勢いには乏しい展開となるであろう。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+5.2%、2016年は同+4.6%**に減速すると予想する。

- **フィリピン**：2014 年の経済成長率は前年比+6.1%と前年（同+7.2%）から減速したものの、3年連続で6%を上回る高成長を維持するなど依然として力強い景気拡大を続けている。人口の1割に達する海外移民からの送金は、その約半分を占める米国経済の堅調さを背景に順調な流入が続いており、旺盛な個人消費を通じて経済成長のけん引役となっている。さらに、米国経済の堅調な拡大は輸出を後押ししている上、関係悪化による悪影響が懸念された中国向け輸出の底堅さも景気の押し上げに繋がっている。昨年 10-

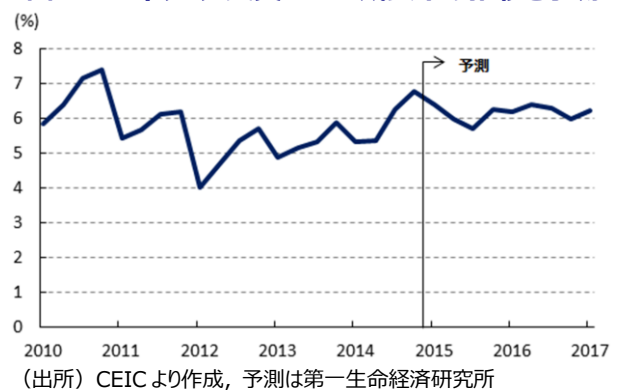
図 14 フィリピン 実質 GDP 成長率の推移と予測



12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+10.6%と二桁を上回る高い伸びとなり、政府によるインフラ拡充の取り組みなどが景気拡大を促す一因になった。ただし、同期については輸入減が成長率の押し上げに大きく寄与していることから、翌期には短期的に反動減が出ることは避けられないものと考えられる。また、昨年後半以降の原油安はインフレ圧力の後退に繋がるなどプラスの効果がある一方、移民送金の2割強は中東諸国からの流入であり、原油安による中東の景気悪化は流入額の鈍化を通じて個人消費の足かせになる可能性がある点には注意が必要である。さらに、一昨年来の国際金融市場の動揺に伴い同国でも海外資金の流出圧力が強まり、通貨ペソ安基調が強まったことは移民送金のペソ建ての膨張をもたらし、内需のさらなる押し上げに寄与したものの、足下ではペソ高基調に転じる動きがみられることから、そうした効果の剥落は避けられない。したがって、当面の内需については昨年までのような勢いには乏しくなるものと見込まれる。また、アキノ政権による汚職対策に伴う財政余力が公共投資の拡充に繋がるものの、執行能力の低さから円滑な進捗は期待しにくく、引き続き大幅な景気押し上げ効果は挙げにくいと判断出来る。その一方、原油安によるインフレ圧力の後退を受けて金融引き締め動く必要性が低下しており、実質購買力の向上は個人消費の下支えに繋がると考えられることから、比較的底堅い展開が続くと期待される。こうしたことから、**2015 年の経済成長率は前年比+6.4%、2016 年は同+6.2%**と減速するものの、比較的堅調な景気拡大を続けると予想する。

- **ベトナム**：2014 年の経済成長率は前年比+6.0%と前年（同+5.4%）から加速し、3年ぶりに6%を上回る伸びとなるなど、一時は同国経済の低迷が懸念されてきたが、ようやく景気の底打ちが確認されつつある。引き続き中国景気を巡る不透明感に加え、中国との関係悪化による貿易や観光関連収入の下押しは懸念要因としてくすぶるものの、米国を中心とする先進国景気の拡大は外需の拡大を促している。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+6.8%と高成長を実現した模様であり、異常気象の影響で生産に下

図 15 ベトナム 実質 GDP 成長率の推移と予測



押し圧力が掛かってきた農業関連で回復感が出たほか、製造業やサービス業でも拡大基調が続いており、外需の回復が内需の拡大を促す好循環に繋がっている様子が確認された。ここ数年の景気減速に加え、昨年後半以降の原油安によるインフレ圧力の後退により、家計部門の実質購買力の向上に繋がっている一方、懸念の国有銀行の不良債権問題については処理の枠組こそ作られたものの、抜本的な改善には至っていない。結果、企業

の設備投資意欲の足かせになっていると考えられるなか、今後は日本からの技術支援などを通じて円滑な不良債権処理が行われるかが注目される。先行きについては、中国との関係悪化の悪影響は外需などの重石になる展開は続くものの、米国経済の堅調な拡大や日本経済の持ち直しは外需の押し上げに繋がると期待される。ファンダメンタルズの脆弱さに問題はあるものの、ASEANなどを通じたセーフティネットの存在は同国への資金流入を促す一助になるものと考えられる。なお、今年末にも発足される予定の「ASEAN共同体」を巡っては、外資系企業を中心に地域全体を俯瞰する形で生産拠点の分散化を進める動きが活発化することが考えられる。しかし、同国の製造業は関税・非関税障壁が多い上に競争力が乏しいことから、産業政策の行方によっては対内直接投資の動きが大きく変化する可能性には留意する必要があるだろう。こうした事情を抱えるものの、現時点においては **2015年の経済成長率は前年比+6.1%、2016年は同+6.2%**と緩やかに加速すると予想する。

以 上