

## アジア(中国・インド・NIES・ASEAN5)経済見通し(2015年5月)

～中国の「7%成長」のハードルは高いが、全般的に底堅い景気拡大は続く～

発表日：2015年5月20日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 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	+6.9% (前回+7.1%)	+6.9% (前回+7.0%)
インド	+7.7% (前回+7.4%)	+7.9% (前回+7.8%)
NIES	+2.8% (前回+3.2%)	+3.3% (前回+3.6%)
ASEAN5	+4.9% (前回+5.4%)	+5.1% (前回+5.5%)

※前回は2015年2月17日時点の弊社予測値。

## 《総論》

- 年明け以降の世界経済を巡っては、欧州経済では予想外の堅調さが確認される一方、天候不順や西海岸での港湾ストなどを理由に米国経済が足踏みし、日本経済も回復軌道を歩んでいるものの力強さに欠けるなど、全体としては緩慢な景気拡大に留まっている。昨年後半以降の原油をはじめとする国際商品市況の調整は資源国経済の重石となっているが、これらを輸入に依存する国々では交易条件の改善などを通じて景気を押し上げることが期待されている。さらに、依然として先進国を中心に量的金融緩和政策が採られているなか、原油安によるインフレ圧力の後退を理由にアジアをはじめとする新興国では金融緩和の動きが広がっており、世界的な「カネ余り」感は今以上に顕著になっている。国際金融市場では米国Fed(連邦準備制度理事会)による金融政策の正常化に向けた取り組みが進められるなか、今後は利上げ実施の時期及びそのペースに注目が集まっており、それに伴うマネーの動揺はアジアをはじめとする新興国経済にも少なからず悪影響を与える懸念はくすぶる。とはいえ、米国経済の足踏みなどを理由に利上げ開始時期とそのペースは緩やかなものになるとの見方が強まるなか、当面は日銀やECB(欧州中央銀行)による量的金融緩和政策が続くことから、金融市場では「カネ余り」が続くことでマネーの動きも活発化しやすい状況が続くと予想される。他方、一昨年以降の国際金融市場の動揺においては一部の新興国で資金流出圧力が急速に高まり、实体经济に下押し圧力が掛かる場面がみられ、アジア新興国ではインドとインドネシアがそうした影響が顕著に現われた「フラジャイル・ファイブ(脆弱な5ヶ国)」に数えられた。しかし、両国は昨年の政権交代を経て構造改革に取り組む姿勢をみせている上、原油安が対外収支や財政収支、インフレ率の改善をもたらすなど経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)を好転させており、往時とは取り巻く状況が大きく異なっている。こうしたことから、仮に先行きにおいて国際金融市場が一時的な混乱状態となった場合でも、アジア発で危機的状況が生じるリス

図1 アジア新興国の経済成長率の推移と予測

	2013	2014	2015	2016
中国	7.7	7.4	6.9	6.9
インド	6.4	7.2	7.7	7.9
NIEs	3.0	3.3	2.8	3.3
韓国	2.9	3.3	2.7	3.2
台湾	2.2	3.7	3.4	3.5
香港	3.1	2.5	2.4	2.6
シンガポール	4.4	2.9	3.1	3.5
ASEAN5	5.1	4.6	4.9	5.1
インドネシア	5.6	5.0	5.1	5.7
タイ	2.8	0.9	3.0	3.3
マレーシア	4.7	6.0	4.5	4.0
フィリピン	7.2	6.1	6.4	6.2
ベトナム	5.4	6.0	6.0	6.1

(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2014年実績を使用。

クは大きく後退しており、悪影響が長期間に亘って景気を下押しする可能性は低下していると考えられる。先行きの世界経済については、米国や欧州、日本など先進国を中心に底堅い景気拡大が見込まれるものの、ここ数年世界経済のけん引役となってきた中国経済が政策的に景気減速を容認するなど以前のような経済成長に拘らない姿勢をみせるなか、外需に占める中国への依存度を高めてきたアジア新興国にとって景気回復の足かせとなることは避けられない。その一方、上述のように世界的なマネーの膨張による「カネ余り」が意識される状況が続くなかでは、世界規模での危機的状況などに伴う世界経済の急減速を免れれば、相対的に潜在成長率の高いアジアには資金流入が起りやすい環境が続くと見込まれ、結果的にアジア新興国の底堅い景気拡大に繋がると期待される。昨年後半以降の原油をはじめとする国際商品市況の調整を受けてアジア新興国も物価上昇圧力は大きく後退し、足下のインフレ率は想定を上回るペースで鈍化しており、景気減速を警戒する国では利下げをはじめとする金融緩和に踏み切る動きもみられ、インフレ率低下の恩恵を享受している。ただ、年明け以降の原油相場は米国でのシェールオイル採掘を巡る動きのほか、中東・北アフリカにおけるISIS（通称「イスラム国」）などの地政学リスクも意識されたことで底入れの動きが出ており、先行きにおいてインフレ率が一段と低下する可能性は後退している。こうしたことから、年後半以降は再びインフレ率が上昇基調に転じるものと見込まれるなか、世界経済の回復に伴ってアジア新興国経済にも持ち直しの動きが強まることで、インフレ率は徐々に上昇していくものと予想される。しかしながら、世界経済が緩やかな景気拡大に留まること、米国による利上げ実施により先行きは「米ドル高」が意識されやすくなることを勘案すれば、原油相場が急上昇していくことは考えにくい上、アジアからの急激な資金流出が危機的な通貨安を招く可能性が後退していることから、来年にかけてインフレ率は比較的落ち着いた展開になると予想される。多くのアジア新興国では来年にかけて緩やかな景気拡大に向かうことが見込まれ、それに伴ってインフレ率も上昇が予想されるものの、双方ともに過去数年に比べて穏当な水準に留まるなど、以前のような力強い成長とは一線を画すことになることは避けられないとみている。

図2 アジア新興国の物価上昇率の推移と予測

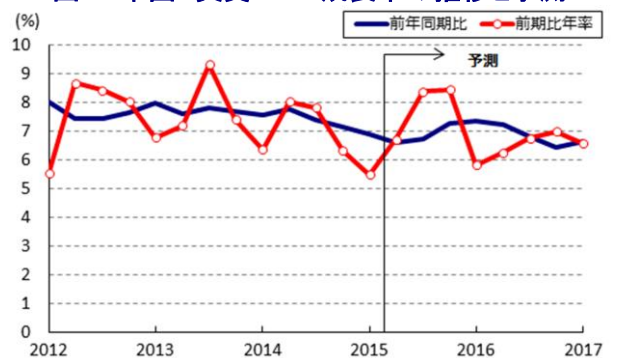
	2013	2014	2015	2016
中国	2.6	2.0	1.5	2.1
インド	10.0	6.6	5.4	6.0
NIEs				
韓国	1.3	1.3	0.9	1.9
台湾	0.8	1.2	0.0	1.9
香港	4.3	4.4	3.5	3.3
シンガポール	2.4	1.0	0.4	1.9
ASEANS				
インドネシア	6.4	6.4	5.8	4.6
タイ	2.2	1.9	0.0	2.6
マレーシア	2.1	3.1	2.5	3.3
フィリピン	2.9	4.2	2.5	3.7
ベトナム	6.6	4.1	1.7	5.3

(出所) CEIC より作成、予測(影部分)は第一生命経済研究所。

### 《中国 ～成長率「7%」実現のハードルは高いが、対応余地の大きさを勘案すれば景気の失速は免れよう～》

- 昨年の経済成長率は前年比+7.4%と、同国が改革開放路線を歩む契機となった鄧小平氏によるいわゆる「南巡講話」が行われた1992年以来となる低い伸びに留まった。これは共産党及び政府が掲げた成長率目標（7.5%前後）を下回る伸びとなるなど、党及び政府が構造改革や汚職・腐敗防止への取り組みを進める一方、一定程度の景気減速を容認する姿勢を示したものと考えられる。今年3月に開催された全人代（全国人民代表大会）では今年の成長率目標を「7%前後」と水準自体を引き下げる決定がなされたほか、

図3 中国 実質 GDP 成長率の推移と予測

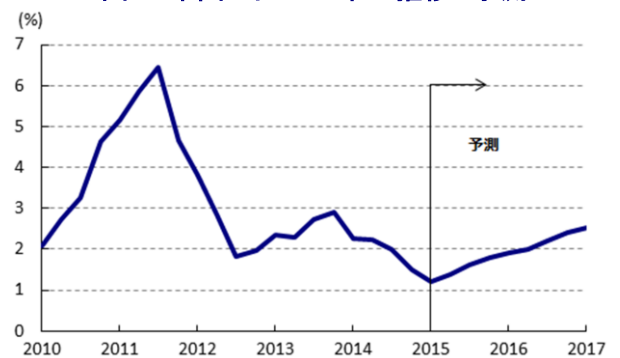


(出所) CEIC, 国家統計局より作成、予測は第一生命経済研究所

一連の会議では同国経済が「新常态（ニューノーマル）」に突入するなかで「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」方針が示される一方、「積極的な財政政策と穏健な金融政策」によって景気の過度な減速を食い止める姿勢が確認されている。今年1-3月期の経済成長率は前年比+7.0%と目標をクリアしたかにみえるが、前期比年率ベースでは+5%強に留まるなど、昨年秋のAPEC（アジア太平洋経済協力）開催に伴って多くの工場が操業停止した影響が色濃く出た昨年10-12月期を下回るペースとなっている。政府は昨年春以降「的を絞った」形で金融緩和を進めてきたが、景気減速が色濃くなったことを受けて昨年11月に全面的な利下げに踏み切り、その後も度重なる利下げや預金準備率の引き下げなどで景気を下支えする姿勢を強めている。結果、調整模様が広がっていた不動産市場では大都市を中心に底入れの動きがみられるほか、厳しい資金繰りに直面してきた農業部門や中小・零細企業などで資金需給に改善の動きが出ており、一部で効果を挙げつつある様子がかがえる。一方、地方の不動産市況には依然下げ止まりの動きが出ていないことに加え、金融市場の潜在的リスクとなっているシャドーバンキングの問題は地方に集中していることを勘案すれば、事態が完全に好転していると考えるのは早計である。党・政府はシャドーバンキングの根源となってきた地方政府の資金調達を厳しく制限する一方、一部に地方債発行を通じて資金繰りの改善を図る姿勢をみせるが、金融緩和を通じた資金拠出によって取り組みが円滑に進展するかは依然不透明である。原油安を追い風にインフレ率が急低下したことで金融政策の対応余地は拡大しており、先行きも断続的に金融緩和を進める可能性は残っており、積極的な財政政策を通じたインフラ投資に加え、このところの株高による消費意欲の改善は先行きにおいて内需の一段の悪化を食い止めるものと期待される。党・政府は世界金融危機後に実施した大規模景気刺激策の弊害を教訓に、同様の景気刺激に動く可能性はほぼ皆無と思われるものの、年末にかけては上述の対策効果などの発現を通じて内需を中心に押し上げられることが予想される。また、米国経済の堅調な拡大に加え、欧州経済も予想外に底堅い動きが続いていること、消費税率引き上げ延期を受けて日本経済にも回復感が増すことは、外需にとっても下支えに繋がると考えられる。こうしたことから、当研究所は **2015年の経済成長率を前年比+6.9%、2016年も同+6.9%**と、「7%」のハードルは極めて厳しくなっているものの「前後」には収まるものと予想する。

- 2014年通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が、その後も昨年後半以降の原油安を背景とするインフレ圧力の後退に加え、足下の景気減速感の高まりからインフレ率は低位での推移が続いている。3月に開催された全人代において、政府は今年の景気減速を容認することに伴いインフレ目標についても「3%」と前年目標（3.5%）から引き下げる決定を行っているが、足下の水準はこれをも下回っており、川上の生産者物価に至っては過去3年以上に亘って前年を下回る伸びに留まるなど、物価上昇圧力が高まりにくい状況が続いている。年明け以降は国際商品市況に底入れの動きが出ているものの、依然として前年同時期を大きく下回る水準にあることから、しばらくは物価上昇圧力が高まりにくい展開が続くことが予想され、急激にインフレ率が昂進するとは見込みにくい。足下の物価を巡っては食料品やエネルギーといった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位安定に繋がっているが、これらを除いたコアインフレ率もほぼインフレ率と同じ水準で推移しており、このところの同国景気の不透明感も物価の

図4 中国 インフレ率の推移と予測



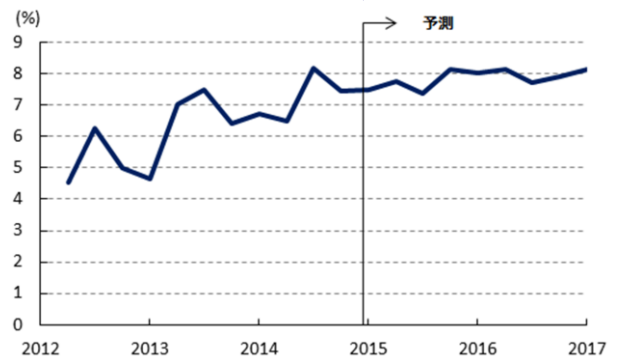
(出所) CEIC, 国家統計局より作成, 予測は第一生命経済研究所

重石になっている様子が見えてくる。昨年末以降に行われている断続的な金融緩和に伴って、足下では一部の大都市を中心に不動産市況に底入れの動きが出るなど効果が出ているものの、地方部では依然として市況が底入れしないなど資産デフレ圧力が残り、金融市場の潜在的リスクとなる可能性がある点には注意が必要である。しかし、党及び政府は構造改革の進展に応じて一定程度の景気減速を容認する姿勢を示しているが、インフレ率の低下によって金融緩和余地が生まれていることを好感して度重なる利下げを行っていることを勘案すれば、今後も一段の金融緩和などを通じて対策が講じられることで全面的なデフレに陥る事態は免れるとみている。とはいえ、党及び政府は過度な景気の上振れを目指している訳ではない上、商品市況についても地政学リスクによる影響は懸念されるものの、世界経済の勢いを勘案すれば急上昇する可能性は後退しており、インフレ圧力が急激に高まることはないと考えられる。結果、予測期間中である来年までにインフレ率が政府のインフレ目標（3%）に到達することはないとみており、その意味ではインフレ率は落ち着いた推移が続くとみる。こうしたことから、**2015年のインフレ率は前年比+1.5%、2016年も同+2.1%**に留まると予想する。

### 《インド ～モディ政権1年目の成果は予想外に上々、過度な期待は禁物だが堅調な景気拡大を続けると予想～》

- 今年1月に発表されたGDP統計の基準改定に伴い過去に遡って経済成長率が見直された結果、2014年通年の経済成長率は前年比+7.2%となり、2013年の成長率は同+6.4%と前基準（同+4.7%）から大幅に上方修正されるなど、全面的に成長率が上振れしていることが確認された。また、昨年10-12月期の成長率は前年比+7.5%と高い伸びが続いていることが確認されており、年明け以降についても製造業の景況感が足踏みしている一方、サービス業の景況感は改善基調が徐々に強まっていることを勘案すれば、堅調さを維持しているものと考えられる。なお、同国を巡っては長年に亘ってインフレ率の高止まりが懸念要因となってきたが、昨年誕生したモディ政権は発足直後から食糧備蓄の抛出を通じて物価安定に取り組んだこと

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

に加え、昨年後半以降の原油安に伴いインフレ率は予想外の速度で低下しており、年明け以降には準備銀が利下げによる景気下支えに動く余地も生まれるなど状況は大きく好転している。また、同国は国内の原油消費量の7割を輸入に依存しているが、原油安はこの抑制を通じて経常赤字幅の圧縮を促したほか、燃料補助金の削減を通じた財政赤字を縮小させて財政健全化への道筋を付けるなど、国際金融市場の動揺に際して脆弱さが懸念される「双子の赤字」の縮小に繋がっている。昨年誕生したモディ政権は丸2年目を迎えるなか、政権発足以降内外から「モディノミクス」として期待を集めている経済政策については、与党BJP（インド人民党）は議会下院で単独過半数を擁する一方、上院や地方議会では依然少数派であるため、野党などからの反対を受け手期待ほどの成果を挙げられない状況が続いてきた。しかし、ここ数ヶ月の間に構造改革の「一丁目一番地」として掲げた保険業法の改正案は議会上下院での可決を経て成立した。なお、土地収用法の改正案は議会下院で可決されたものの、GST（財・サービス税）導入とともに上院で審議されており、その審議日程についても今年7月まで延期されるなど日程の後ろ倒しは避けられなくなっているが、想定した以上のスピードで進捗していることは間違いない。GSTについては今年度予算案において、来年4月に導入するロードマップが示されたほか、その前提となるすべての国民に対する銀行アクセスの改善策や、国民総背番号制（JAM）は着

実に進められており、一部には今夏にも法案が議会を通過可能との見方も出ている。その点では、政権1年目の成果は当初想定以上と評価出来よう。一方、長年の懸案となっている一般小売業に対する外資規制の解禁など一段の規制緩和については、上述のように政治的ハードルが高いことから、一足飛びに話が進む可能性は低いものの、来年に予定される上院議会選の動向などに応じて進捗の度合いが変わることは避けられないであろう。なお、インフレ率が低下している上、構造改革の円滑な進捗が確認されれば、準備銀はもう一段の金融緩和を行う環境が整うことに繋がることで、経済成長のけん引役である個人消費など内需を押し上げることが期待される。国際金融市場においては「カネ余り」の状態が続くなかで経済成長への期待は高い一方、同国では外国人投資家に対して最低代替税（MAT）を遡及適用する可能性が取り沙汰されるなどの動きもみられ、資金流入が促されるにはこうした問題の解決が不可欠となろう。とはいえ、比較的堅調な景気拡大を続ける可能性は高まっており、**2015年の経済成長率は前年比+7.7%、2016年は同+7.9%**に徐々に加速するとみており、年度ベースでも**2014-15年度は同+7.4%、2015-16年度は同+7.8%、2016-17年度は同+8.0%**に加速していくと予想する。

- 長年懸案となってきたインフレは、上述のモディ政権による施策に加え、昨年後半以降の原油安を背景に想定以上のペースで減速している結果、足下では準備銀がこれまで示してきた短期的なインフレ目標（6%）を下回る水準で推移している。なお、2月末に政府と準備銀は金融政策の運営方針に関する『合意書』を締結しており、先行きの政策目標として当面のインフレ率を4±2%の範囲内に収めるとともに、2016-17年度末（2017年3月）には4%まで収斂させることが定められている。同国では国際金融市場の動揺に際して度々海外資金の流出圧力が高まる状況に直面したことで、通貨ルピー相場は下落基調を強める場面がみられたものの、足下では落ち着きを取り戻している。さらに、足下のインフレ率は上述の合意書に基づく当面のインフレ目標の範囲内に収まっており、追加的な金融緩和の余地があることを勘案すれば、政府による構造改革の進捗が確認されるとともに、利下げなどの景気刺激策に動く可能性は残っていると判断出来る。今年エルニーニョ現象に伴う干ばつが懸念されていたが、雨季（モンスーン）入りの時期が例年並みになるとの見方が強まっており、これが実現すれば農産物を中心とする食料品価格の安定によってインフレ率の昂進を免れると見込まれる。年後半にかけては昨年の原油安による影響が反動となって現われるものの、年明け以降の原油相場は底入れの動きをみせているものの、世界経済の回復ペースが緩慢なものに留まっていることから、先行きについても急上昇する可能性は低いと見込まれ、結果的にインフレ率が急激に昂進することはないと考えられる。さらに、準備銀のラジャン総裁は就任早々から「インフレファイター」としての姿勢を全面に押し出すとともに、金融市場の深化や金融制度改革などにも取り組んでいるが、今後の金融政策の方向性については当面は緩和姿勢が続くものの、来年以降はインフレ率が徐々に加速感を増すことで据え置きに転じるものと見込まれる。こうしたことを踏まえた結果、**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+6.0%に加速する**とみており、一時的にインフレ目標を上回る可能性はあるものの、上限近傍での推移が続く予想する。

図6 インド インフレ率の推移と予測



(出所)CEICより作成、予測は第一生命経済研究所

## 《NIES ～中国への依存度の高さ故にその景気減速は足かせになるが、緩やかな景気拡大が続くと予想～》

- **韓国**：2014年の経済成長率は前年比+3.3%と前年（同+2.9%）から加速したものの、2000年代中盤や世界金融危機後の回復過程に比べると低い伸びに留まっており、外需依存度の高い同国経済にとっては、中国経済の減速をはじめとする海外経済の鈍化が景気の重石となっている。1-3月期の経済成長率は前期比年率+3.11%と前期（同+1.07%）から加速しており、中銀による利下げの効果で建設需要が活発化したほか、個人消費にも底堅さがみられたものの、中国経済の減速や米国経済の足踏みに加え、通貨

図7 韓国 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

ウォン高による輸出競争力低下は外需の足かせとなるなど、全般的に冴えない展開が続いている。政府及び中銀は昨年来、度重なる景気刺激策や利下げを通じてウォン高阻止を図るなど形振り構わぬ姿勢をみせてきたが、足下では内需の弱さが経常黒字の拡大を招き、それがウォン高圧力に繋がる悪循環に陥っているが、世界的な「カネ余り」が続くと見込まれるなかでこうした環境が大きく変化する可能性は低いと考えられる。また、足下では政治不信を背景に朴政権に対する信認が急速に低下しており、これが消費者マインドの悪化を引き起こす一因となっていることを勘案すれば、原油安によるインフレ率低下で実質購買力は向上しているにも拘らず、内需が急速に回復する状況も想定しにくい。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ものの、ウォン相場が高水準でこう着する事態となれば輸出に景気のけん引役を期待することは難しく、この動きに従って設備投資についても計画を下回るものと思われる。足下では度重なる利下げや景気刺激策の効果で不動産市況に底打ちの動きが出ているが、家計部門の債務残高は過去最高に達するなか、資産の大半を占める不動産市況の低迷が続けば、原油安によるデフレーション基調が続くなかで資産デフレが引き金となっていわゆる「日本型」デフレに陥るリスクに注意する必要がある。年後半にかけては、中国での景気刺激効果の発現に加え、米国をはじめとする先進国が緩やかながら景気拡大を続けると見込まれることで、それに伴って外需に底離れの動きが広がると予想されるものの、景気の回復感に乏しい展開が続くと想定される。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+2.7%、2016年は同+3.2%**と徐々に加速するものの、力強さに欠ける展開になると予想する。

- **台湾**：2014年の経済成長率は前年比+3.7%と3年ぶりに3%を上回る伸びに回復するなど、景気は底離れしているものの、輸出の半分以上を占める中国経済の減速は輸出依存度の高い同国経済の重石になっている。1-3月期の経済成長率は前期比年率+1.1%と大きく鈍化しており、昨年末にかけて一服感が出ていたIT関連を中心とする輸出には底堅さがみられたものの、中国本土経済の減速による資金流入鈍化が足かせとなって個人消費が低迷しているほか、政府支出の鈍化も景気の足かせとなっている様子が確認された。さらに、中国本土からの資金流入の先細りは不動産需要の鈍化を通じて固定資本投資の抑制要因と

図8 台湾 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

なっており、原油安によるディスインフレ基調が続くなかで不動産市況の調整圧力が強まる事態となれば、デフレに陥るリスクはある。他方、輸出財などを通じて競合関係にある韓国に比べて通貨台湾ドルは相対的に割安な水準での推移が続いており、年後半にかけては中国本土において景気刺激効果の発現が期待されることに加え、米国をはじめとする先進国景気の緩やかな回復は外需の追い風になるものと期待される。ただし、外需の回復は過去数年に比べて緩慢なものに留まることは避けられず、外需依存度が極めて高いことを勘案すれば、雇用や設備投資などの足かせとなることで内需の回復を鈍らせる可能性があることは懸念される。なお、中国本土と締結された「中台経済協力枠組協定（ECFA）」を巡っては昨年、これに反発する学生デモが議会を占拠する事態となるなど経済活動にも悪影響が出たほか、昨年末に実施された統一地方選挙では与党国民党が大敗北を喫して馬総統が党首を辞任する事態となるなど、馬政権の求心力は急速に低下している。馬政権が景気対策などで主導権を発揮することは難しいと見込まれ、結果的に有効な対策が打ち出される可能性は大きく後退しているものと考えられ、景気の重石となることは避けられないであろう。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+3.4%となり、2016年も同+3.5%**になるものと予想する。

- **香港**：中国本土においては、共産党及び政府が構造改革を進めるなかで一定程度の景気減速を容認するいわゆる「新常态」への転換を図る取り組みが進んでいるが、この動きは香港経済にとっても不透明感を高める一因となっている。GDP統計の基準年改定に伴い、2014年の経済成長率は前年比+2.5%と前基準（同+2.3%）から上方修正されたものの、前年（同+3.1%）から減速した絵は変わっておらず、中国経済の減速が景気の足を引っ張っている。特に、共産党は汚職・腐敗防止に向けて綱紀粛正を強化する姿勢

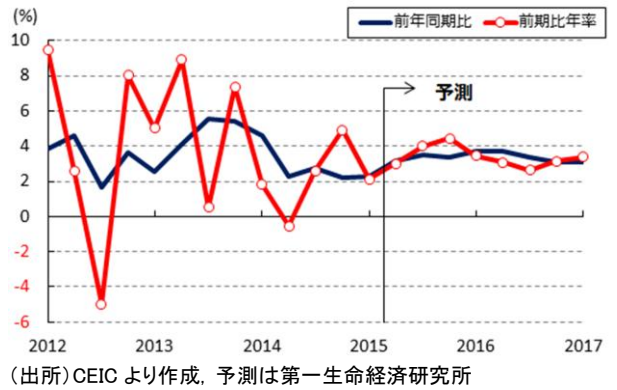
をみせており、これに伴う高額消費や饗応などに対する抑制の動きはこれらの受け皿となってきた香港経済に直接的な打撃を与えている。また、中国本土経済の減速は外需の面でも足かせとなっていることに加え、来訪者数の鈍化は雇用環境の頭打ちを招くなど内需にとっても下押し圧力となっている。1-3月期の経済成長率は前期比年率+1.47%と前期（同+0.96%）からわずかに加速しているものの、個人消費には力強さがなく、外需についても鈍化基調が続いているなど全般的に勢いに乏しい状況にあると判断出来る。先行きについては、中国本土において景気刺激策の効果発現が期待されることに加え、米国や日本など先進国における緩やかな景気拡大は外需の底入れを促すと見込まれるほか、世界的な「カネ余り」を背景に金融取引が活発化していることはアジアの金融センターである同地への資金流入を促すものと考えられる。同地は外需依存度が極めて高い都市国家であることを勘案すれば、外需の回復は景気動向に直結しやすい上、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活発化しており、これによつ資金流入も景気の底離れを促すことで比較的堅調な景気拡大が続くと予想される。中国本土での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ものと期待される。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+2.4%に、2016年には同+2.6%**へと緩やかながら加速すると予想する。

図9 香港 実質 GDP 成長率の推移と予測



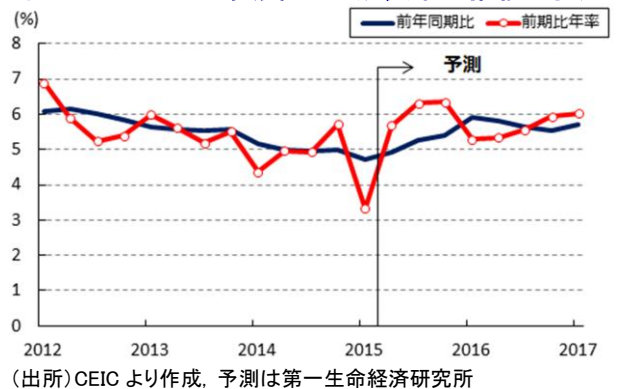
(出所)CEIC より作成、予測は第一生命経済研究所

- シンガポール**：シンガポールは香港同様にアジアの金融センターの一角として地位を築いている一方、地理的にASEANの中心にあることから域内外の中継貿易港として重要な役割を果たしている。年末の設立に向けて準備が進んでいる「ASEAN共同体」においても、同国は貿易及び金融取引面で重要な役割を果たすことが期待されており、ASEAN域内外の経済に引き続き左右されやすい環境は続く予想される。2014年の経済成長率は前年比+2.9%と前年（同+5.5%）から大きく鈍化しており、中国経済の減速などをきっかけに世界経済の回復が緩慢なものに留まったことが景気の足かせとなっている様子が見える。1-3月期の経済成長率は前期比年率+1.1%とプラスを維持したものの、前期（同+4.9%）から鈍化しており、このところ一服感が出ていた建設部門で拡大の動きがみられたものの、中国経済の減速や米国経済の足踏みが外需の重石となって製造業の生産が鈍化したほか、サービス部門も低調な推移が続くなど、幅広い分野で調整圧力が高まっている。外需の低迷は雇用環境の悪化を招いており、原油安によるインフレ圧力の後退で実質購買力は向上しているにも拘らず、内需が盛り上がりにくい悪循環に繋がっており、結果的に幅広い分野で調整模様が広がっていると考えられる。先行きについては中国において景気刺激効果の発現が期待されることに加え、米国や日本をはじめとする先進国の緩やかな景気拡大に伴い世界的な貿易量の回復が見込まれるほか、政府によるインフラ拡充計画の進展や外資系企業による設備投資意欲の堅調さなどが景気の底離れを促すであろう。また、年明け以降は原油相場に底入れの動きが出ており、中東などのSWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）による資金流入が再び活発化することも予想され、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。年末のASEAN共同体設立は直ちに実体経済面でプラスの効果を及ぼすものではないものの、域内の連結性が高まることは同国経済にとって貿易拡大を通じて景気押し上げに繋がると期待される。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+3.1%となり、2016年は同+3.5%**と徐々に加速すると予想する。

**図10 シンガポール 実質 GDP 成長率の推移と予測**


### 《ASEAN5 ～原油安によるインフレ後退の効果一巡も、先行きは外部環境の改善も追い風に緩やかな拡大続く～》

- 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、昨年後半以降の国際商品市況の調整なども足かせとなることで景気の減速感が強まっている。慢性的なインフレに加え、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱えるファンダメンタルズの脆弱さを嫌気した資金流出のほか、昨年施工された新鉱業法に基づく未加工鉱石に対する実質禁輸措置は輸出の足かせとなるなど、政策の内向き姿勢が海外資金の流入の阻害要因となっていることも景気の足かせとなった。昨年10年誕生したジョコ・ウィ政権は、昨年後半以降の原油安も追い風に長年の懸案である燃料補助金の削減に動くなど構造改革を前進させるなど一定の成果を挙げる一方、政治基盤の弱さがボトルネックとなり政策遂行は困難に

**図11 インドネシア 実質 GDP 成長率の推移と予測**


直面しているほか、年明け以降の原油相場の底入れも物価政策面で逆風となる可能性が出ている。1-3月期の経済成長率は前年比+4.7%に減速するなど一段と鈍化しており、個人消費は依然として堅調な推移をみせたほか、ジョコ・ウィ政権誕生への期待から企業の設備投資意欲に底入れの動きが出ているものの、上述の要因などを背景に外需の低迷は続いており、景気全体を大きく下押ししている。政府は今年度予算で燃料補助金削減による余剰資金を用いてインフラ投資の拡充を図るほか、向こう5ヶ年を対象に総額5500兆ルピア規模のインフラ投資を行う計画を発表しており、これが円滑に進捗すれば固定資本投資の拡大のみならず、経済活動全般をも押し上げることが期待される。足下では原油安や補助金削減による燃料需要鈍化を背景に経常収支や財政収支に改善の動きが出ており、こうした取り組みが一段と効果を挙げることが出来れば、ファンダメンタルズの脆弱さ嫌気している海外資金の動きに変化が出ることも考えられる。他方、足下では政策遂行の困難さなども背景に一部で内向き姿勢の強い産業政策が打ち出される動きが出ており、こうした傾向が一段と強まる事態となれば海外からの直接投資が阻害されるのみならず、中長期的な潜在成長率にも足かせとなる可能性には留意する必要がある。先行きについては、中国で景気刺激効果の発現が見込まれるほか、米国や日本など先進国で緩やかな景気拡大が進むことで外需の底入れが期待されることに加え、中銀は金融引き締めを維持しつつマクロプルーデンス政策を通じて景気に配慮する姿勢をみせていることを受け、内・外需ともに底離れの動きが広がるものと考えられる。こうしたことから、年前半の景気鈍化が重石となることで **2015年の経済成長率は前年比+5.1%に留まるものの、2016年は同+5.7%に加速していくと予想する。**

- **タイ**：GDP統計の基準改定が行われた結果、2014年の経済成長率は前年比+0.9%と改定前（同+0.7%）から上方修正されたものの、チャオプラヤ川流域での大洪水の影響が直撃した2011年（同+0.8%）以来となる低い伸びに留まった。インラック前政権は洪水復興を目的とした消費喚起策による需要「先喰い」で景気回復を実現したが、政権末期には政治的混乱により政策が停滞したほか、先喰いの反動に伴う内需低迷も相俟って景気減速に歯止めを掛けられない状況に陥った。昨年5月のクーデターによってプラ

図12 タイ 実質 GDP 成長率の推移と予測



ユット暫定政権が誕生した結果、政治混乱の収束を理由に国民のマインドは急改善したことから、内需の回復が期待されたものの、暫定政権による経済政策は前政権と大きく変わらないことに加え、前政権下で行われた需要喚起策の影響で家計部門の債務残高は過去最高を更新しており、消費喚起策の効果が発現しにくい状況に陥っている。1-3月期の経済成長率は前期比年率+1.4%と前期（同+4.6%）から鈍化しており、原油安によるインフレ圧力の後退を受けて個人消費に底入れ感が出ているほか、低迷が続いてきた企業の設備投資意欲にも底打ちの兆しが出たものの、中国の景気減速や米国経済の足踏みなどが重石となり、外需が大きく低迷したことが景気の足かせとなった。さらに、原油安や内需の低迷を背景に輸入に下押し圧力が掛かったことで経常黒字が拡大した結果、世界的な「カネ余り」を背景とする資金流入によって通貨パーツ相場は相対的に高止まりしており、輸出依存度の高い同国経済にとっては価格競争力の低下が輸出の足かせとなっている。ここ数年、同国では上述の大洪水被害に加え、前政権下で行われた大幅賃上げ、政治混乱の常態化を理由に周辺国に生産拠点を移転させる「タイ・プラス・ワン」の動きが活発化しており、中長期的に潜在成長率への悪影響も

懸念されてきた。中銀はパーツ高阻止に向けて利下げも辞さない姿勢をみせたが、過大な家計債務を抱えるなかでは消費喚起効果は薄いと見込まれるほか、コメ担保融資制度廃止に伴うコメ価格及び国際商品市況下落によるゴム価格の低迷は国民の6割強を占める農村部の所得を下押しするため、その点でも自律的な内需拡大が図りにくくなっていると考えられる。年後半にかけては中国の景気刺激効果の発現や、米国や日本を中心とする先進国の緩やかな景気拡大は外需の底入れを促すと見込まれるものの、内需にとっては重石の取れない状況が続くことで緩慢な景気拡大に留まると考えられる。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+3.0%、2016年は同+3.3%**と徐々に加速するものの、極めて緩慢な拡大に留まると予想する。

- **マレーシア**：GDP統計の基準改定が行われたものの、2014年の経済成長率は前年比+6.0%と改定前と同じ伸びとなり、同様に前年（同+4.7%）から伸びが加速するなど予想外に高い成長率となったことが確認されている。昨年後半以降の原油をはじめとする国際商品市況の調整は、アジア有数の資源国である同国経済に悪影響を与えることが懸念されたものの、主力輸出財である電気機械の堅調な輸出に加え、雇用環境の改善が個人消費を下支えたほか、企業による設備投資意欲の旺盛さも景気を押し上げた。た

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

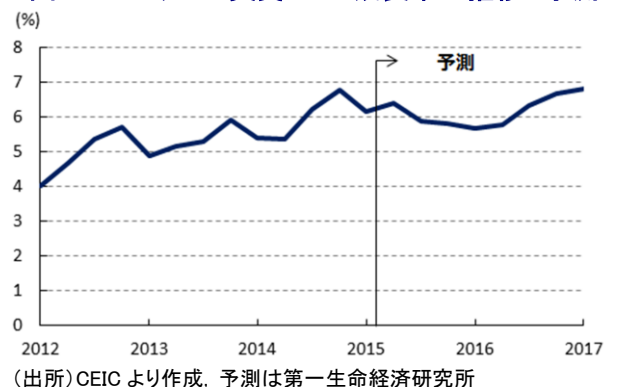
だし、1-3月期の経済成長率は前期比年率+4.70%と前期（同+7.31%）から減速しており、4月からのGST（財・サービス税）導入前の需要先喰いの影響で個人消費が大きく加速したほか、公共投資の進捗促進なども確認されるなど内需は全般的に堅調であった一方、中国経済の減速や米国経済の足踏みなどに伴い外需に大きく下押し圧力が掛かったことが影響した。先行きについては、中国における景気刺激効果の発現に加え、米国や日本をはじめとする先進国の緩やかな景気拡大は外需の押し上げに繋がると見込まれるものの、GST導入に伴い個人消費に下押し圧力が掛かることは避けられないほか、資源価格の調整による交易条件の悪化は国民所得の低下を通じて国内の足かせとなるものと予想される。なお、原油安は原油相場と連動する天然ガスの主要輸出国である同国経済に悪影響を与える懸念はあるが、物価上昇圧力の後退に繋がっているほか、政府はこれを機に補助金削減を実施したほか、GST導入なども通じて財政健全化に道筋を付ける姿勢を示していることは評価できる。一方、財政健全化に向けた歳出削減は政府が掲げる第5次マレーシア計画で示されたインフラ投資計画の縮小に繋がる可能性は避けられず、先行きの景気にとって足かせとなることは避けられないと見込まれる。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+4.5%、2016年は同+4.0%**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%と大きく加速した前年（同+7.2%）から減速したものの、3年連続で6%を上回る高い経済成長を維持するなど、力強い景気拡大が続いていることが確認された。同国経済を巡っては人口の1割に達する海外移民からの送金がGDPの1割強を占めるなど、景気のけん引役である個人消費の動向に大きな影響を与えるなか、昨年後半以降の原油安はうち2割強を占める中東からの流入にとって下押し圧力に繋がること懸念された。さらに、年明け以降は気候悪化や港湾スト

**図14 フィリピン 実質 GDP 成長率の推移と予測**


などの影響で米国景気が足踏みしたことから、全体の4割強を占める米国からの流入に悪影響が出る可能性も警戒された。一時的に移民送金には下押し圧力が掛かることは避けられなかったものの、足下では依然として堅調な流入が続いていることに加え、通貨ペソ高の一服によりペソ建ての流入額は拡大しており、引き続き個人消費の押し上げに繋がると見込まれる。昨年10-12月期の経済成長率は前期比年率+10.6%と高い伸びをみせており、インフラ投資の進捗などが景気拡大を促したほか、個人消費の鈍化を背景とする輸入減が成長率の押し上げに繋がっており、翌期以降にはその反動が出ることで成長率の下押し要因となることには注意が必要である。ただし、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必要性が低下している上、実質購買力の向上も個人消費を喚起すると期待される。先行きについては米国の堅調な景気拡大が見込まれることで移民送金は引き続き旺盛な流入が続くと考えられ、個人消費をはじめとする内需を下支えすると期待されるほか、中国の景気刺激効果の発現や先進国を中心とする堅調な景気拡大は外需を押し上げることから、比較的堅調な景気拡大が促されよう。アキノ政権による積極的な汚職対策により財政余力は拡大しており、公共投資の拡充が期待されるなか、政府内の執行能力が依然低いことは投資拡充の足かせになっているが、様々な分野で外資規制の緩和・撤廃に動く姿勢をみせていることは対内直接投資を促すことに繋がる。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、引き続き6%を上回る水準での堅調な景気拡大が続くと予想する。

- ベトナム**：2014年の経済成長率は前年比+6.0%と前年（同+5.4%）から加速して3年ぶりに6%を上回る伸びを回復するなど、長期に亘って低迷が続いてきた同国景気に底入れの動きが確認されている。中国経済の減速感が強まっていることに加え、中国との関係悪化で貿易や観光関連に下押し圧力が掛かっていることは景気の足かせとなることが懸念されたものの、米国を中心とする先進国の景気拡大は外需主導による景気の底離れを促している。1-3月期の経済成長率は前年比+6.0%と前期（同+6.8%）から減速し

**図15 ベトナム 実質 GDP 成長率の推移と予測**


ており、米国経済の足踏みが外需の足かせになったほか、異常気象の影響により農林漁業などで生産に下押し圧力が掛かったことも景気の足を引っ張ったと考えられる。なお、ここ数年は慢性的なインフレが個人消費を中心とする内需の重石となってきたが、昨年後半以降の原油安の影響でインフレ圧力は急速に後退しており、

実質購買力の向上に繋がると見込まれる一方、ともに懸案事項となっている国有銀行の不良債権問題は国内での信用創造の足かせとなっており、個人消費や企業の設備投資意欲を妨げている。わが国は不良債権処理に関する技術移転などを通じて処理の取り組みを後押ししており、今後はこの枠組が円滑に進展することで、国内の信用創造プロセスの機能改善が図られるかが景気の面でも重要な鍵を握ることになる。先行きについては、中国との関係悪化による影響は引き続き懸念されるものの、米国や日本をはじめとする先進国の緩やかな景気拡大は外需の回復を促すと見込まれるほか、物価上昇圧力が急激に高まる事態も想定しにくいことから、景気の底離れは一段と進むことが予想される。年末にも予想される米国の利上げ実施に際しては、同国は外貨準備の規模が小さいなど脆弱性への懸念はあるが、対外的なセーフティーネットが構築されていること、海外資金の流出入がそれほど活発でないことを勘案すれば、同国発で危機的状況が伝播するリスクは小さいと判断出来る。こうしたことから、2015年の経済成長率は前年比+6.0%、2016年は同+6.1%と緩やかな拡大が続くと予想する。

以 上