

アジア(中国・インド・NIES・ASEAN5)経済見通し(2015年8月)

～中国経済を巡るドタバタに付き合わされるアジア新興国～

発表日：2015年8月20日(木)

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年(暦年)予測
中国	+6.9% (前回+6.9%)	+6.6% (前回+6.9%)
インド	+7.0% (前回+7.7%)	+7.5% (前回+7.9%)
NIES	+2.1% (前回+2.8%)	+2.5% (前回+3.3%)
ASEAN5	+4.5% (前回+4.9%)	+4.5% (前回+5.1%)

※前回は2015年5月20日時点の弊社予測値。

《総論》

- 年明け以降のアジア新興国景気を巡っては、域内大国である中国経済の不透明感がアジア域内のみならず、世界的な貿易動向の足かせとなる状況が続いており、結果的に地域全体の景気への下押しが懸念されている。事実、前半のアジア新興国景気は中国経済の減速が各国の輸出鈍化を招いて景気の下押し圧力となっている上、NIESやASEANを含むアジア全体でも景気の減速感が強まったことで、地域全体として外需を含め景気をさらに下押しする悪循環に陥っている。いわゆる「リーマン・ショック」にはじまる世界金融危機後の世界経済は中国をはじめとする新興国を中心とする経済成長が景気下振れに歯止めをかけたが、こうした動きは多くの新興国や資源国にとって中国経済への依存度を高めることに繋がった。多くのアジア新興国の輸出に占める中国向け比率はここ数年上昇基調を強めており、世界金融危機後はその傾向は一段と高まった。さらに、足下では中国の景気減速に加え、年内にも米国が利上げを実施するとの見方が強まるなか、国際商品市況に調整圧力が掛かっており、結果的に域内の資源国では輸出量の鈍化に加え、輸出価格の下落が交易条件の悪化をもたらすなど一段と景気に下押し圧力が掛かっている。中国については、政府主導により「7%前後」とする成長率維持に向けてなり振り構わぬ景気対策が打ち出されており、年末にかけてはこれらの効果発現に伴い一段の景気減速は食い止められると見込まれる。なお、中国当局による人民元の実質切り下げにより「通貨安競争」が進むとの見方はあるが、多くのアジア新興国では米国の利上げ観測などによる米ドル高圧力を受けて自国通貨安圧力が進むなか、人民元切り下げはその勢いを一段と加速させており、足下では管理変動相場制を採用するベトナムを除いて通貨防衛に動かざるを得ない状況にあり、その不安は杞憂と言える。他方、鈍化が続く中国の輸出が人民元安によって底入れすることは、ここ数年進んでいるアジア域内の分業過程などを勘案すれば、アジア域内での貿易が促されることに繋がり、NIESやASEAN諸国にとっては外需

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	6.9	6.6
インド	6.4	7.1	7.0	7.5
NIEs	3.0	3.3	2.1	2.5
韓国	2.9	3.3	2.3	2.5
台湾	2.2	3.8	1.4	2.5
香港	3.1	2.5	2.4	1.9
シンガポール	4.4	2.9	1.9	2.9
ASEAN5	5.1	4.6	4.5	4.5
インドネシア	5.6	5.0	4.7	5.0
タイ	2.8	0.9	2.5	2.1
マレーシア	4.7	6.0	4.7	4.0
フィリピン	7.1	6.1	5.6	6.2
ベトナム	5.4	6.0	6.1	5.7

(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。

を下支えすると期待される。その意味において、人民元切り下げがアジア新興国景気を下押しするリスクを過度に意識する必要性は低いと予想される。ただし、軽工業などを中心に中国とアジア新興国の間で競合関係にある輸出財は少なくないことから、マクロでみた場合にはプラスの影響とマイナスの影響が相殺しあう形になるとみている。さらに、先行きの世界経済については米国や欧州など先進国主導により緩やかな拡大が促される状況が見込まれるなか、この動きに伴ってアジア新興国からの輸出も押し上げられる可能性はあるが、世界的な貿易量の急回復が想定しにくいなかでは緩やかな拡大に留まると考えられる。また、米国は年内の利上げ実施後も緩やかながら継続的に利上げを行う可能性は高いと見込まれ、アジア新興国にとってはこれまでのように資金流入を期待しにくい環境が続くと考えられるため、結果的にこれも重石となることでアジア新興国は景気の勢いに乏しい展開が続くであろう。足下のアジア新興国の物価動向を巡っては、昨年後半以降の原油安などをきっかけにディスインフレ圧力が掛かったことで多くの国でインフレ懸念は後退している。足下では中国景気を巡る不透明感などに伴い再び原油市況は調整しており、ディスインフレ基調はしばらく続くと見込まれる一方、米ドル高圧力を受けて多くのアジア新興国では自国通貨安圧力が強まっており、先行きについては輸入インフレが進む可能性には注意が必要である。チェンマイ・イニシアティブなどアジア域内におけるセーフティーネットが備わっていることなどを勘案すれば、アジア発で「通貨危機」に陥るリスクは決して高くないと見込まれるものの、景気の回復感に乏しい状況にも拘らず自国通貨安による輸入インフレなどをきっかけにインフレ率は徐々に高まると予想される。3ヶ月前の前回見通し時点においては中国経済の緩やかな持ち直しがアジア新興国景気の底入れを促すとみていたものの、足下ではその時期が大きく後ずれしていること、中国の景気対策はインフラ投資など国内の過剰状態の解消を目的とするものが中心になると見込まれることから、アジア新興国景気にとっては期待されたほどの押し上げには繋がらないことで緩やかな景気拡大に留まることは避けられず、結果的に力強さを欠く展開になるであろう。

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	1.4	1.9
インド	10.0	6.6	4.8	5.2
NIEs				
韓国	1.3	1.3	0.8	1.8
台湾	0.8	1.2	-0.4	1.6
香港	4.3	4.4	2.8	3.1
シンガポール	2.4	1.0	0.1	1.8
ASEAN5				
インドネシア	6.4	6.4	6.3	4.7
タイ	2.2	1.9	-0.4	2.0
マレーシア	2.1	3.1	2.1	3.4
フィリピン	2.9	4.2	1.9	3.5
ベトナム	6.6	4.1	1.6	4.7

(出所)CEIC より作成、予測(影部分)は第一生命経済研究所。

《中国 ～なり振り構わぬ対策で景気の底割れは防げようが、しばらくは不安材料が残る展開は不可避の様相～》

- 今年前半の経済成長率は前年同期比+7.0%となり、共産党及び政府が掲げる成長率目標（7%前後）をクリアする伸びをみせている一方、ここ数ヶ月の同国の金融市場においては様々な問題が表面化しており、実体経済にも少なからず悪影響が出ることも懸念されている。6月半ばを境に株価（上海総合指数）は直近のピークから約3割下落する事態に見舞われたものの、政府はその後になり振り構わぬ形で株価維持に努めたこともあり、足下では一段の下落の可能性は後退している。なお、直近のピークからは大きく水準が切り下がっているものの、前年同時期と比較すれば依然6割近く高い水準に留まっていること、家計部門の資産に占める株式の割合が低いことを勘案すれば、株価の調整が幅広く個人消費をはじめとする実体経済に悪影響を及ぼす可能性は必ずしも高くないと見込まれる。一方、ここ数年に亘って通貨人民元は実質的に米ドルとペッグ（固定）する状況が続いてきたため、足下におけるディスインフレ基調も相俟って人民元の実質実効為替レートは大幅に

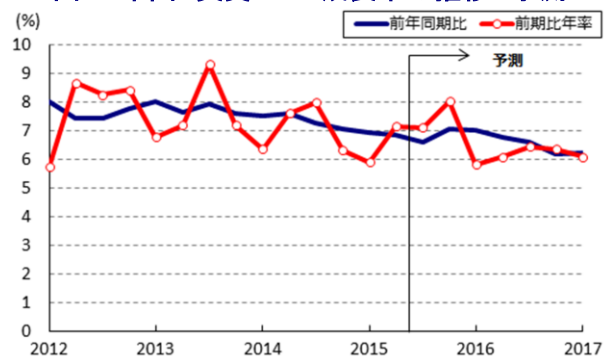
上昇しており、過去数年の大幅賃金上昇も重なり輸出競争力は大きく損なわれてきた。結果、年初来の輸出額は前年を下回る伸びに留まるなど外需に下押し圧力が掛かっており、貿易量（輸出+輸入）の目標（6%）実現は極めて難しくなっている。習政権は昨年来、同国経済について「『新常态（ニューノーマル）』に突入するなか、改革の深化を通じて経済成長の速度を『高速』から『中高速』に減速させる」方針を示しており、構造改革を促す一方で一定程度の景気減速を容認する姿勢をみせてきた。しかしながら、人民銀行は日々の人民元の対ドルレートの基準値の算定方法をより市場レートに準拠させる形で実質的な切り下げに動くなど「人民元相場の自由化への布石」とも「人民元安誘導」とも採れる政策に舵を切っており、足下の景気は容認出来ない水準まで減速感が強まったものと判断できる。こうした一連のなり振り構わぬ対応は、党及び政府が成長率目標の遵守を明確に意識したものと考えられ、年末に向けて景気の底入れが進むと期待される一方、短期的には今月天津で発生した爆発事故による影響が如何ほどのものになるかに注意する必要がある。というのも、天津港の取扱貨物量は中国国内で上海港に次ぐ規模であり、貿易動向を大きく左右するために7-9月期の景気に悪影響を及ぼすことは避けられず、その復旧などに時間を要すれば景気底入れのタイミングが一段と遅れる可能性がある。現時点においては、早期の事態収拾により年末にかけてはインフラ投資をはじめとする公共投資の進捗に加え、足下の人民元安による輸出喚起効果などの発現により景気は押し上げられると見込まれるものの、

通年の経済成長率については「7%」のハードルが高くなっていることは変わりないと予想する。また、4-6月期の経済成長率が前年比+7.0%となったことについて、政府は個人消費の伸びによるサービス産業の成熟を要因に挙げているが、その場合は6月半ば以降の株価下落など金融市場の動揺が与える影響は無視し得ないと考えられ、その点も当面の景気の伸び悩みに繋がるとみている。さらに、一時は金融市場のシステミックリスクになることが懸念されたシャドバンキングを巡る議論は沈静化したように思

われるものの、年明け以降の株価の急上昇や足下で一部大都市を中心に不動産市況の底入れが進む場面で再び活発化する動きがみられることを勘案すれば、事態がクリアになったとは考えにくい。その意味では来年以降もこの問題が再び注目される可能性は小さくなく、巨額の景気刺激に動きにくい状況は続くと思込まれることで経済成長率の水準は低下を余儀なくされることになろう。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+6.6%**と減速感を強めていくと予想する。

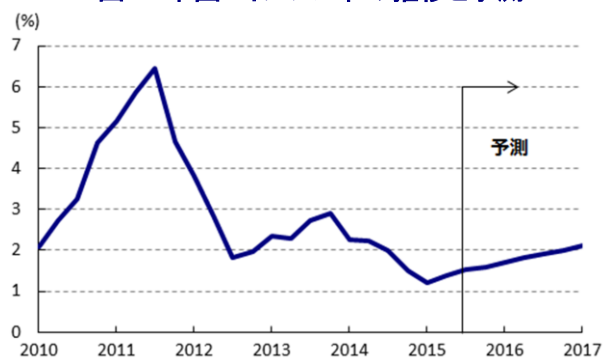
- 政府は今年のインフレ率の目標を3%と昨年から引き下げているが、足下のインフレ率はこれを大きく下回る水準に留まっている上、川上の物価に当たる生産者物価は過去4年以上に亘ってマイナスで推移するなどディスインフレ圧力が掛かりやすくなっており、インフレに対する警戒感は極めて低い。足下では豚肉を中心とする食料品価格の上昇が懸念される一方、同国景気を巡る不透明感を反映して原油をはじめとする国際商品市況は再び調整圧力を強めており、当面はエネルギーを中心に川上部門からのディスイン

図3 中国 実質 GDP 成長率の推移と予測



(出所) CEIC, 国家统计局より作成, 予測は第一生命経済研究所

図4 中国 インフレ率の推移と予測



(出所) CEIC, 国家统计局より作成, 予測は第一生命経済研究所

フレ基調が続く可能性は高い。先行きについても世界経済の回復感の乏しさなどに伴い国際商品市況の大幅上昇は想定しにくいことを勘案すれば、予測期間中にインフレ率が急騰する事態に陥る可能性は極めて低いと予想される。年末にかけてはインフラ投資の進捗などによって景気の押し上げ効果が発現すると見込まれるものの、この取り組みは同国内に蓄積している在庫や設備投資の過剰状態の解消を促す動きに留まると見込まれるため、必ずしもインフレ圧力を伴うものとはならないと考えられる。さらに、昨年末以降の断続的な金融緩和によって金融市場には大量の流動性が供給された結果、足下では大都市を中心に不動産市況の底離れが進んでおり、一部ではバブルの再燃が懸念される状況となっていることで追加的な金融緩和実施のハードルは高くなっており、その点ではインフレ圧力に繋がる材料は見出しにくいと言えよう。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+1.4%、2016年も同+1.9%に留まると予想する。

《インド ～「モディノミクス」による改革スケジュールの後ろ倒しは不可避、短期的には海外資金に要注意～》

- 今年1月に行われたGDP統計の基準改定に加え、6月の1-3月期のGDP統計発表では早くも過去に遡って改定が行われた結果、2014年通年の経済成長率は前年比+7.1%となったほか、過去との間で統計の断絶が存在することから、インドの景気動向については判断が極めて難しくなっている。なお、1-3月期の実質GDP成長率は前年比+7.5%と堅調な伸びが続いていることが確認されたものの、その後は近年の経済成長のけん引役となってきたサービス業を中心に景況感が急速に悪化したほか、インフレ率の低下や年明け以降の度重なる利下げにも拘らず自動車をはじめとする耐久消費財需要は弱含むなど、勢いの乏しい景気情勢が続いている。足下では低下基調が続いてきた景況感に底入れの動きが出ている上、年明け以降上昇基調を強めてきた原油をはじめとする国際商品市況が再び一服する動きもみられるなど、インフレ圧力のさらなる後退が期待される状況となっており、個人消費をはじめとする内需依存度の高い同国経済にとっては追い風となることが見込まれる。なお、昨年誕生したモディ政権による経済政策である「モディノミクス」への期待から、海外から短期資金を中心に流入圧力が強まる動きが続いているものの、先月始まったモンスーン国会では懸案のGST（財・サービス税）の導入に関する法案が最終的に採択されずに流会する事態となるなど、構造改革のスケジュールの後ろ倒しは避けられなくなっている。さらに、GST法案の採決が遅れたことで政府が今年度予算で謳う来年4月からのGST導入は事実上難しくなったことで、中長期的な財政健全化の道に悪影響が出る可能性も懸念される。また、与野党ともに賛成意見の多いGST法案でさえも国会で採決に漕ぎ着けることが出来なかったことで、野党内で反発の強い土地収用法や労働法制の改正といったハードルの高い問題についてはこう着状態の長期化は避けられなくなったと判断出来る。

これまで政府はGST導入の前提となる銀行アクセスの改善、国民総背番号制（JAM）を着実に進めているほか、保険業法改正案も国会で成立させるなど予想外のスピードで対応する姿勢をみせてきたが、当面については抜本的な事態打開の道は遠くなったと言える。結果、長年の懸案である一般小売業への外資解禁なども議論が進む可能性はほぼ皆無とみて良いが、来年にも予定される上院議会選挙で

図5 インド 実質 GDP 成長率の推移と予測



与党インド人民党（BJP）が善戦することが出来れば、その進捗度合いは大きく変化するものと予想される。こうしたことから、モディ政権が掲げる製造業を中心とする外資誘致策（メイク・イン・インディア）に沿った堅調な資金流入が促される可能性は低いと見込まれることから、当面の経済成長率については下方修正を余儀なくされるとみており、2015年の経済成長率は前年比+7.0%に鈍化するものの、2016年は同+7.5%に加速し、年度ベースでも2015-16年度は同+7.0%に鈍化するが、2016-17年度は同+8.0%に加速すると予想する。

- ここ数年の懸案事項であったインフレについては、モディ政権が発足直後から備蓄抛出による物価抑制を図ったことに加え、昨年後半以降の原油安が追い風となって予想外のスピードで減速感を強めており、準備銀（中銀）による短期的なインフレ目標（6%）を下回る水準に落ち着いている。さらに、足下では原油相場に再び調整圧力が強まっており、短期的には川上部門からのデスインフレ圧力が高まりやすくなるなか、インフレ率も一段と低下するものと期待される。また、今年2月に政府と準備銀は金融政策の運営方針に関する『合意書』を締結してインフレ目標（ $4 \pm 2\%$ ）を定めるとともに、予測期間末（2017年3月）には4%に収斂させる方針で合意がなされている。2013年のバーナンキ前FRB議長による量的金融緩和政策終了を示唆する発言をきっかけとする国際金融市場の動揺（いわゆる“Taper Tantrum”）では、ファンダメンタルズの脆弱さを理由に海外資金の流出圧力が高まる動きがみられたものの、原油安をきっかけとする経常赤字幅の縮小やインフレ率の低下、ラジャン準備銀総裁による慎重な金融政策運営を理由に足下では落ち着きを取り戻す動きがみられる。これは輸入インフレ圧力の後退に繋がると見込まれる一方、足下では上述の改革期待の後退を理由に再び資金流出圧力が高まる可能性もあり、年内にも予定される米国の利上げ実施の影響も含めて慎重な対応が必要になろう。今年エルニーニョ現象による干ばつの懸念が出ていたなか、モンスーン（雨季）前期に大雨が降る一方、後半は少雨となったことで全体的な雨量は長期平均をやや下回る水準に留まったものの、主要穀物の作付量は昨年を上回っており、農産物を中心とする食料品物価については比較的安定が見込まれる。足下のインフレ率は予想外の低水準となったことで、市場の一部では追加利下げの可能性を指摘する声が出ているが、ラジャン総裁はこれまで政府の政策と歩調を併せる形で金融緩和を進めていること、依然として過去に行われた利下げの効果が金融市場で十分に発現していないことを勘案すれば、銀行セクターをはじめとする金融改革を併せつつ、慎重な金融政策を志向する姿勢は変わらないものと予想される。したがって、来年以降は原油安の影響が剥落することでインフレ率に上昇圧力が掛かりやすくなると見込まれるものの、インフレ率は比較的穏やかな推移が続くと考えられ、2015年のインフレ率は前年比+4.8%に一段と減速し、2016年には同+5.2%に加速するものの予測期間中を通じてインフレ目標内に収まると予想する。

図6 インド インフレ率の推移と予測



《NIES ～中国への依存度が高い地域ゆえに、中国景気の不透明感が地域の景気の重石となるのは不可避～》

- 韓国**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.20%と前期（同+3.34%）から減速しており、5月末に同国内での感染拡大が確認されたMERS（中東呼吸器症候群）コロナウィルスの影響で消費者マインドが急速に悪化したことで内需が大きく落ち込んだほか、最大の輸出相手である中国経済の減速は外需の重石とな

るなど、内・外需ともに勢いを欠く展開となった。こうしたことから、政府も総額 46 兆ウォン規模の景気刺激策を発表したものの、その後は国会審議が空転していることで早期の効果発現を期待しにくい状況が続いている。さらに、中銀はウォン高阻止による輸出底入れや、内需喚起を目指して利下げに動くなど景気下支えを図っているものの、家計部門の債務残高はGDP比で約 75%と高水準に達しており、利下げによる消費や投資の喚起効果を挙げにくい環境になるなか、この効果についても不透明なところが少なくない。なお、足下ではウォンの対ドル為替レートは下落基調を強める一方、量的金融緩和が続く日本円やユーロに対しては高止まりしており、実効ベースでも高水準での推移が続くなど輸出競争力を巡る環境は厳しい展開が続いている。他方、先行きは米国による利上げ実施を受けて世界的なマネーが動揺することも予想されるなか、同国金融市場は外国人投資家の存在感が極めて高いことを勘案すれば、一時的に資金流出圧力が強まる可能性には留意が必要である。その一方、足下では政治への不信感から朴政権の支持率は大きく低下しており、消費者マインドの重石となっている可能性も考えられるなか、原油安をきっかけにしたインフレ圧力の後退で家計部門の実質購買力は向上しているにも拘らず、内需の急回復も見込みにくい状況となっている。また、企業による設備投資計画も円滑に進捗しておらず、これについても景気の足を

引っ張る一因となることは避けられない。調整模様が続い
てきた不動産市況は昨年末を底に上昇に転じる動きがみ
られるものの、家計部門の資産の大半が不動産である
など過度に偏りがみられるなか、景気に対する不透明感
を反映して再び下落圧力が強まれば、資産デフレをき
っかけに全面的なデフレに陥る「日本型デフレ」となる
リスクには引き続き注意が必要である。さらに、中国に
よる人民元切り下げの影響は、中国の輸出底入れによ
る中国向け輸出拡大効果と価格競争力の低下による輸
出減とが相殺する形で現われるものと予想される。こ
うしたことから、先行きも景気の回復感には乏しい展
開が続くと見込まれ、2015 年の経済成長率は前年比+2.3%、2016 年は同+2.5%と 3%を下回る伸びに留まると予想する。

図 7 韓国 実質 GDP 成長率の推移と予測



- 台湾**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲6.56%と9四半期ぶりのマイナス成長に転じており、個人消費をはじめとする内需には底堅さが続いたものの、最大の輸出先である中国の景気減速などを理由に輸出が大きく落ち込んだことが影響した。また、輸出を巡ってはIT関連を中心に世界的な需要に一巡の動きが出ているほか、素材及び部材関連では性能面での競争力に陰りが出ていることも重石になっているとされ、先行きについても外需主導による大幅な景気回復は期待しにくい状況となっている。さらに、中国本土の景気減速によって資金流入に先細りの動きが出たことで不動産需要の低迷を通じて固定資本投資の抑制に繋がっており、ディスインフレ基調が続くなかで資産デフレ圧力が強まる事態となれば、本格的なデフレ状態に陥る可能性も懸念される。一方、先行きについては中国本土で景気対策効果が見込まれる上、人民元切り下げにより輸出の底入れが進めば、中国向けの

図 8 台湾 実質 GDP 成長率の推移と予測



素材・部材輸出を下支えすると期待されることから、緩やかながら景気の底離れを促すものと考えられる。ただし、同国経済は外需依存度が相対的に高い上、外需の回復度合いも過去数年に比べて緩慢なものに留まる見通しであるため、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。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、昨年末の統一地方選挙では与党国民党が大敗北を喫するなど馬政権の求心力は急速に低下するなか、政府による政策対応も打ち出しにくい状況が続いており、結果的に有効な景気対策は打ち出されにくくなっている。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+1.4%**となり、**2016年も同+2.5%**に留まると予想する。

- 香港**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.63%と前期（同+2.97%）から減速しており、中国本土の景気減速の影響が懸念されたものの個人消費など内需に底堅さがみられる一方、輸出の大幅減速は都市国家である香港経済に大きな打撃を与えている。ただし、習近平政権による汚職・腐敗防止に向けた対策強化により、香港においても高額品や饗応などに対する需要は減速基調を強めており、折からの中国本土の景気減速は本土からの来訪者数の減少などを通じてそれらに対する需要鈍化に拍車を掛ける一因になっている。他方、昨年後半以降の原油安などによるインフレ率の低下により家計部門の実質購買力は向上し、さらに先進国を中心とする景気の堅調さや世界的なカネ余りを背景とする資金流入を追い風に雇用環境は底堅く推移しており、内需の予想外の底堅さに繋がっている。なお、先行きについては年末にかけて中国本土における景気刺激策の効果が発現すると期待されるなか、インフラ投資の活発化が期待される南部向けの貨物を中心に香港での貨物輸送量に底入れの動きが出る可能性は見込まれる。また、年内にも予想される米国の利上げ実施の影響は懸念されるものの、日本や欧州による量的金融緩和政策の継続を受けて世界的な「カネ余り」が続くと見込まれるなか、アジアの金融センター且つ中国市場へのゲートウェイである香港を通じた資金移動は引き続き活発な推移が続くと考えられる。香港は外需依存度が極めて高い都市国家である上、外需の回復は景気動向を大きく左右することを勘案すれば、中国の人民元切り下げが輸出の底入れを促すことになれば、結果的に景気の押し上げが促されることになろう。さらに、上海株式市場を巡る不透明感はしばらく残ると予想されるものの、香港市場と上海市場の間では外国人投資家による株式の相互取引が可能になったことで金融取引が活発化することも予想され、緩やかながら香港景気の底離れを促す一助になると期待される。また、中国本土の構造改革の進展によって個人消費を中心とする内需拡大が着実に促されれば、来訪客数の安定的に推移するとともにサービス輸出拡大に繋がるものと期待される。よって、**2015年の経済成長率は前年比+2.4%、2016年には同+1.9%**と勢いに乏しいものの緩やかな拡大は続く予想される。

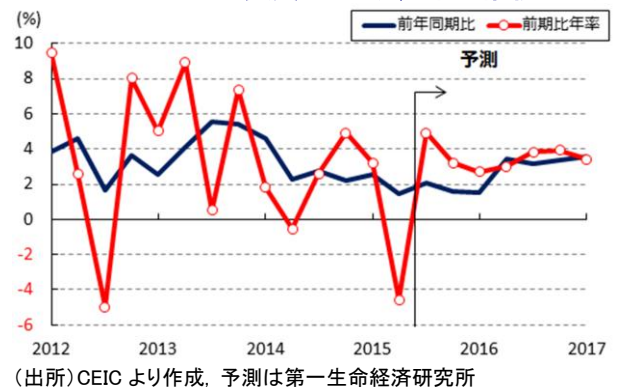
図9 香港 実質 GDP 成長率の推移と予測



- シンガポール**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲4.04%と4四半期ぶりのマイナス成長となっており、個人消費は堅調であったほか、公共支出の円滑な進捗などを背景に政府消費や固定資本投資も拡大基調が続くなど内需は全般的に底堅かったものの、中国の景気減速やそれに伴うアジア新興国の減速などを背景に

輸出は大きく落ち込んで大きく景気の足を引っ張ったことが影響した。分野別では、建設部門では堅調な動きが確認される一方、製造業のみならず幅広くサービス業全般でも生産に下押し圧力が掛かっており、景気は勢いの乏しい展開が続いている。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は向上するなか、世界的なカネ余りを背景とする資金流入の旺盛さは底堅い雇用環境に繋がっており、当面の内需については比較的堅調な推移が見込まれる一方、外需については中国景気を巡る不透明感が左右する展開が続くと予想される。さらに、近年はASEAN域内における分業体制の確立を背景に域内貿易が拡大している一方、中国景気との連動性が高まっていることから、最終的に中国景気の動向が様々な経路を通じて外需に影響を与える状況は一段と強まるであろう。なお、年末にかけては中国における景気刺激効果の発現が見込まれる上、人民元切り下げにより中国の輸出の底打ちが促されることはASEAN域内貿易の活発化に繋がることから、同国にとっても輸出の底入れを促すと見込まれる。さらに、政府はインフラ拡充計画を通じて景気を下支える方針を示しており、この進展とそれに伴い外資系企業などによる比較的堅調な設備投資意欲によって景気は下支えされる状況が続くであろう。なお、足下では原油相場が再び調整圧力を強めているものの、早晚底入れの動きが強まれば、中東などのSWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）などによる資金流入が活発化する可能性も考えられ、サービス分野を中心とする生産拡大も景気を下支えする循環も生まれよう。したがって、**2015年の経済成長率は前年比+1.9%**に留まるものの、**2016年は同+2.9%**に緩やかながら加速していくと予想する。

図10 シンガポール 実質 GDP 成長率の推移と予測



《ASEAN5 ～近年の中国との連動性強化が裏目に出るなか、先行きにも近年の力強さを感じにくい展開に～》

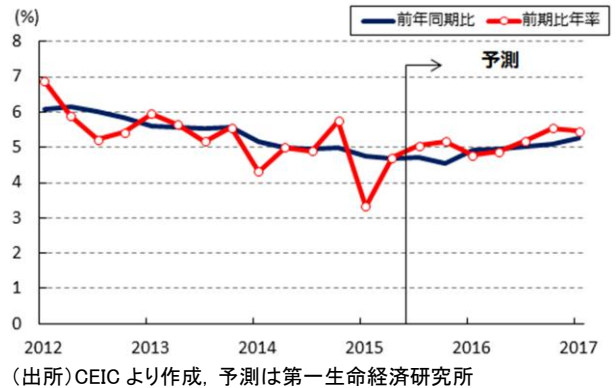
- **インドネシア**：4-6月期の実質GDP成長率は前年比+4.67%と前期（同+4.72%）から減速して約6年ぶりの低い伸びとなるなど、景気の減速感が一段と強まっている。当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率ベースでは前期に大きく減速した反動で2四半期ぶりに加速に転じたものの、その勢いには乏しいなど力強さを欠く展開が続いている。昨年末以降の補助金削減などによるインフレ率の高止まりに加え、国際商品市況の調整による交易条件悪化で国民所得に下押し圧力が掛かるなど、内需への悪材料は続いているにも拘らず個人消費は比較的堅調を維持しており、景気は依然として内需がけん引役となる状況が続いている。一方、中国の景気減速や商品市況の調整、鉱業法による未加工鉱石の禁輸措置などの影響で輸出は大きく落ち込んでいるほか、外需の不透明感などを受けて企業部門は設備投資を手控える動きを強めるなど厳しい状況に直面している。また、昨年発足したジョコ・ウィ政権による政策遂行能力の乏しさを反映して政府消費は伸び悩んでおり、このことも景気の下押しに繋がった。ただし、投資の低迷によって輸入は輸出を上回るペースで大きく鈍化するなど実質的に成長率を下支えしていることから、足下の景気は数字以上に悪いと捉えることも出来る。なお、ジョコ・ウィ政権は景気減速が続く事態を脱却すべく今月半ばに経済閣僚を中心とする大幅交代を発表したが、ここ数ヶ月の間に打ち出された政策は内向き姿勢の強いものが多く、外国人投資家を中心に失望を招く内容であったことから、こうした傾向が直ちに変わるかは不透明である。議会内で与党が少数派であるなど政権基盤が脆弱な現政権にとっては、支持率の高さが政権運営の拠りどころとなっており、結果的に打ち出さ

れる政策も地方へのバラ撒きなどポピュリズム色の強いものや、ナショナリズムに訴えかける内向き姿勢の強いものとなっている傾向が強い。そのように考えると、海外からの同国に対する視線にはジョコ・ウィ政権発足当初のような熱気は薄れており、それに伴って直接投資の流入のペースなども緩んでいく可能性も考えられる。なお、先行きについては2月に成立した補正予算に伴うインフラ投資の円滑な進捗が固定資本投資の押し上げに繋がるほか、この進展は企業の設備投資行動を促す可能性はあるものの、足下においては依然として輸入に予想外の下押し圧力が掛かっていることを勘案すれば、こうした動きが足下で具現化されているとは考えにくい。また、足下においては貿易収支の黒字化が経常収支の改善を促す動きがみられるものの、上述のように輸入の弱さを反映したものであるなど、経済が縮小均衡に向かいつつあることを勘案すれば、この動きを素直にファンダメンタルズが強化されたものとは評価しがた

い。先行きについては、年末にかけて中国における景気刺激効果の発現が見込まれるほか、先進国を中心に緩やかな景気拡大が進むことで緩慢ながら外需の底入れが進むほか、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おり、内・外需ともに底離れの動きが進むと考えられる。しかしながら、足下では年内にも予定される米国の利上げ実施を反映して通貨ルピアの対ドル相場はアジア通貨危機以来の安値水準に低

下するなど、過度に金融政策に負荷を掛けることは難しくなっており、慎重な金融政策運営を迫られることになる。したがって、**2015年の経済成長率は前年比+4.7%**と6年ぶりに5%を下回る伸びに留まり、**2016年も同+5.0%**とここ数年に比べて勢いの乏しい展開になると予想する。

図11 インドネシア 実質 GDP 成長率の推移と予測



- **タイ**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.46%と前期（同+1.37%）からわずかに加速したものの、2四半期連続で2%を下回る低い伸びに留まるなど、足下のタイの景気は極めて勢いの乏しい状況に陥っている。今年は10数年ぶりの大干ばつに見舞われている影響で農業生産が2四半期連続で大きく落ち込んでいるほか、中国の景気減速などに伴う輸出低迷により製造業の生産も底の見えない状況が続いており、国際商品市況の悪化は鉱業部門の生産も下押しするなど幅広い分野で生産が低迷するなか、政府による予算執行の円滑化を受けて建設部門が拡大したほか、観光客数の順調な流入によりサービス関連でも堅調さがうかがえた。昨年後半以降の原油安によるディスインフレを受けて家計部門の実質購買力が向上したほか、中銀による利下げ実施も追い風に個人消費は底堅い動きをみせたほか、政府の予算執行の前進は政府消費の拡大に繋がるなど、内需関連を中心に底堅さが確認されている。一方、中国の景気減速やそれに伴うアジア新興国の景気低迷は輸出の足かせとなっており、ASEAN内でも相対的に輸出依存度が高い同国経済にとっては下押し圧力が掛かりやすくなっている。足下ではインラック前政権が実施した洪水復興による「需要先喰い」の影響は薄らぎつつある一方、家計部門が抱える債務残高はGDP比で約80%に達するなど過大ななか、さらなる金融緩和などによって過剰消費を喚起することのハードルは極めて高い。一方、昨年5月のクーデター後に誕生したプラユット暫定政権は来年中の民政移管へのプロセスを進める方針を掲げるが、経済政策面ではまったく実績を挙げられない状況が続くなど逸早い成果を求める姿勢が強まっている。しかしながら、ここに来て中国経済を巡る不透明感に加え、今月には首都バンコクで相次いで爆破テロが発生するなど外部環境が大きく変化するなか

で、暫定政権は様々な面で締め付けを強める可能性が出ている。年末にかけては中国の景気刺激策の効果発現によって輸出の底入れが促される可能性はある一方、爆破テロの発生により足下の景気を支えている観光分野に大打撃が生じることは避けられず、当面の景気は一進一退の状況が続くと考えられる。さらに、年内にも予定される米国の利上げ実施を反映して米ドル高圧力が強まったことで通貨パーツの対ドル相場は下落基調を強めていることから、金融政策に過度な負荷を掛けることは難しくなっており、このことも景気の足かせになると見込まれる。また、同国の政治混乱の常態化に加え、ここ数年の大幅賃上げによる

コスト増などを背景に周辺国などに生産拠点を移管させる動きも活発化しており、こうした動きに歯止めが掛からなければ中長期的な潜在成長率への悪影響も懸念される。こうした事情も影響して、**2015年の経済成長率は前年比+2.5%**に加速するものの、**2016年は同+2.1%**に鈍化するものと予想する。

- マレーシア**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.51%と前期（同+4.70%）からわずかな鈍化に留まっており、4月に導入されたG S T（財・サービス税）導入に伴う個人消費への影響などが懸念されたものの、比較的堅調な景気拡大が続いていることが確認された。なお、G S T導入の影響で個人消費は落ち込んだほか、企業の設備投資にも下押し圧力が掛かるなど内需には明確に弱含みの動きが強まった。さらに、中国の景気減速やそれに伴うアジア新興国の減速を受けて輸出も大幅に減少しており、内・外需ともに下押し圧力が掛かったものの、内需の弱さを反映して輸入は輸出を上回るペースで落ち込んだことで、結果的に成長率の下押し圧力が相殺された。一方、輸出が低迷しているにも拘らず分野別では鉱業部門や製造業部門で生産の拡大基調が強まる動きがみられるなど、7-9月期以降に調整に伴う下振れ圧力が掛かりやすい状況には注意が必要と言えよう。また、足下ではナジブ首相肝いりで機能強化が進んできた投資会社（1MDB）の巨額債務が金融市場のリスク要因となる懸念がある上、同社を巡ってはナジブ首相周辺への資金供与疑惑が出るなど社会問題化しており、ナジブ政権の求心力は急速に低下するなど政治情勢が不安定化するリスクがある。そして、同国では長年に亘るマレー人優遇政策（ブミプトラ）が外資企業の参入障壁となっている上、1人当たりGDPも1万ドルを突破するなど周辺国に比べて労働コストが極めて高く「中所得国の罠」に嵌る可能性も懸念されているなか、同国政府はT P P（環太平洋パートナーシップ協定）参加により事態打開を図る姿勢をみせてきたが、景気減速と政権支持率低下に直面したことで交渉態度を硬化させつつある。硬直的な制度は対内直接投資を抑制して中長期的な潜在成長率の下押しを招きかねないだけに今後の動向には注意が必要であるが、短期的に状況が好転する可能性は高くないと見込まれ、投資の足かせとなることは避けられないであろう。なお、先行きについては中国での景気刺激策の効果発現のほか、先進国の緩やかな景気拡大は輸出の追い風になると見込まれる一方、コスト面を考えれば「行って来い」の状況となるものと予想される。さらに、G S T導入などによる財政健全化の取

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

図13 マレーシア 実質 GDP 成長率の推移と予測

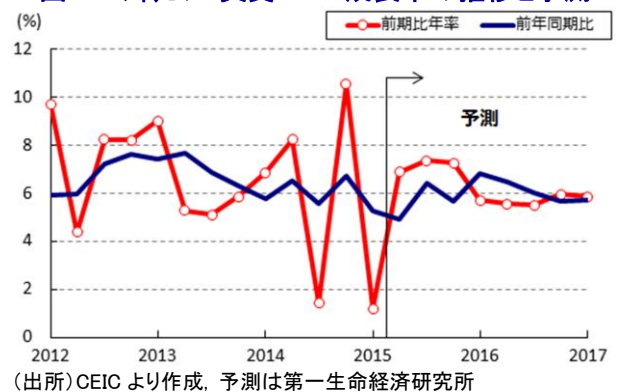


(出所)CEIC より作成, 予測は第一生命経済研究所

り組みは評価出来る一方、歳出面での合理化は必ずしも進んでおらず、政府が掲げるインフラ投資計画などに悪影響を与える可能性もあることから、先行きの景気にとっては足かせとなることも懸念されよう。また、米ドル高圧力が強まるなかで通貨リングの対ドル相場はアジア通貨危機以来の水準に低下しており、危機的状況に陥るリスクは低いものの、資金流出が経済の体力を奪うことは避けられないと見込まれる。したがって、**2015年の経済成長率は前年比+4.7%、2016年は同+4.0%**とここ数年に比べて低調な推移が続くと予想する。

- フィリピン**：1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.2%と前期（同+10.5%）から大幅な減速に見舞われたものの、これは中国の景気減速などによって輸出が予想外に大きく落ち込んだことが影響している。同国は輸出依存度の低い国ながら、輸出の2割以上が中国向けと依存度は極めて高い上、その大半が最終製品の生産に必要な素材・部材が占めており、中国の輸出低迷は玉突き的に同国の中国向け輸出に悪影響を与えやすい特徴がある。その一方、昨年後半以降の原油安によりインフレ圧力が後退して家計部門の実質購買力は向上するなか、海外からの移民送金も堅調な流入が続いたことで個人消費は拡大基調を強めており、政府のインフラ投資の拡充や企業の設備投資意欲の高まりなどを受けて固定資本投資も拡大が続くなど、全般的に内需は堅調さを維持している。足下においても依然輸出には力強さが乏しい状況が続いている一方、内需については全般的に堅調な推移がうかがえる展開となっており、先行きについては中国による景気刺激策の効果発現に加え、人民元切り下げによる輸出の底入れは、同国にとっても外需の押し上げを促すものと期待される。なお、GDPの1割もの規模に相当する海外移民からの送金については、全体の4割強が米国からの流入であり、緩やかながらも米国経済の拡大が続くことはその押し上げに繋がると見込まれ、折しも足下では通貨ペソの対米ドル為替が下落基調を強めていることも相俟って、引き続き個人消費を下支えするものと考えられる。さらに、足下では原油相場に再び調整圧力が掛かることでインフレ圧力は一段と後退しており、家計部門の購買力にとってはさらなる押し上げも期待されるなど、個人消費を取り巻く環境は好調を維持すると想定される。ただし、来年に予定される大統領選を巡ってはここにきて不透明感が高まるなど、先行きの情勢は不透明になりつつあり、次期大統領の下においてもアキノ現政権同様に汚職対策の強化による財政余力の向上に取り組むとともに、それを原資にインフラを中心とする公共投資の拡充に取り組む姿勢が堅持できれば、ここ数年高まっている外国人投資家からの評価に悪影響を及ぼす可能性は低い。他方、有力候補の中にはマルコス元大統領のように親類・縁者を優遇する姿勢を前面に押し出す候補も居り、同候補が次期大統領となった場合には予測期間中に直ちに影響する可能性は低いものの、将来的に対外的な評価が大きく損なわれるリスクに注意する必要がある。現時点においては、あくまでアキノ政権による施政方針が次期政権においても引き継がれるとの前提に立ち、**2015年の経済成長率は前年比+5.6%**に減速するものの、**2016年は同+6.2%**と再び6%を上回る伸びに回帰すると予想する。

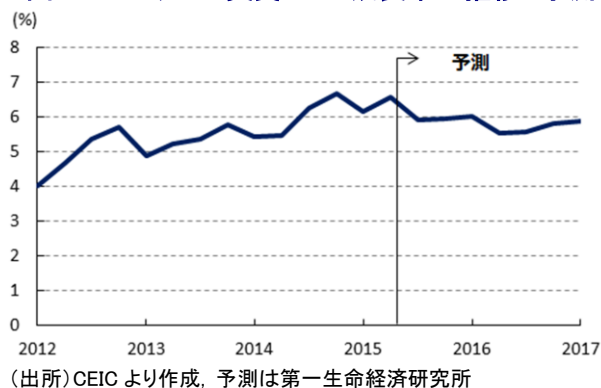
図14 フィリピン 実質 GDP 成長率の推移と予測



- ベトナム**：4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.46%と前期（同+6.03%）から加速するなど、多くのアジア新興国が中国の景気減速の余波を受けて減速感を強めるなかでも堅調な伸びを続けている。分野別ではすべての業種で生産拡大の動きが続いており、インフレ圧力の後退による家計部門の実質購買力の向上を

背景に個人消費が比較的堅調な推移をみせている上、中国の景気減速にも拘らず輸出も底堅い伸びを続けていることが影響している。他方、中国経済を巡る不透明感は来訪者数の減速を招いているほか、中国との関係悪化に伴い両国間の貿易にも悪影響が懸念されることは、先行きの景気にとっても足かせとなることが懸念される。さらに、人民元切り下げに伴い中銀は実質的な通貨切り下げに踏み切るなど通貨安競争の様相を呈しているが、これは同国が中国と同様に管理相場制度を採用していることが影響しており、周辺国に同様の動きが広がる可能性は極めて低い。その一方、両国の貿易関係は近年、川上・川下の分業関係が深まっていることを勘案すれば、軽工業分野で価格競争の激化による悪影響は懸念されるものの、主要輸出財については中国の輸出底入れは同国からの輸出を促すものと見込まれる。また、年末にかけては中国の景気対策の効果発現もみこまれること、同国の輸出は先進国向けの比率が依然として相対的に高いことを勘案すれば、外需の底堅さは今後も続くものと予想される。ただし、懸案の国有銀行の不良債権問題については依然として抜本的な解決には向かっておらず、足下では原油安基調が強まったことで当面のインフレ率は低水準で推移すると見込まれるものの、信用創造を通じた内需の押し上げ度合いは緩慢なものに留まると考えられる。したがって、2015年の経済成長率は前年比+6.1%、2016年は同+5.7%と緩やかな拡大が続くと予想する。

図 15 ベトナム 実質 GDP 成長率の推移と予測



以上