

## アジア(中国・インド・NIES・ASEAN5)経済見通し(2015年11月)

～中国の「新常态」が本格化するなか、アジア経済全体も「新常态」へ～

発表日：2015年11月17日(火)

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	2017年(暦年)予測
中国	+7.0% (前回+6.9%)	+6.6% (前回+6.6%)	+6.3%
インド	+7.1% (前回+7.0%)	+7.5% (前回+7.5%)	+7.6%
NIES	+2.0% (前回+2.1%)	+2.4% (前回+2.5%)	+2.9%
ASEAN5	+4.6% (前回+4.5%)	+4.9% (前回+4.5%)	+4.9%

※前回は2015年8月20日時点の弊社予測値、2017年は今回から

## 《総論》

- 足下のアジア新興国経済を巡っては、域内大国である中国経済の減速がアジアのみならず、世界経済の足かせとなる懸念が高まるなか、そうした動きに足を引っ張られる形で景気の勢いを欠く展開が続いている。アジア新興国のなかには輸出依存度が相対的に高い国が少なくなく、そうした国々にとって世界経済の減速及び世界的な貿易量の鈍化は、それら自体が景気の足かせとなる。さらに、国際金融市場においては米国による利上げが意識される展開が続いており、それに伴って世界的なマネーの動きに変化が生じる可能性が懸念されている。アジア新興国全体としての経常収支は黒字を維持しており、経済活動に必要な資金は域内において十分に調達可能な環境にある。ただし、ここ数年は先進国による量的金融緩和政策や金融技術の高度化などに伴い世界的なマネーの規模はかつてない水準となるなか、その一部がアジアをはじめとする新興国に流入して経済成長を一段と押し上げる役割を果たした。先進国においては金融緩和の長期化により、一部ではマイナス金利に陥るなど収益を上げることが困難になるなか、依然として高い利回りが期待される新興国にマネーが流れる動きが続いてきた。さらに、アジアをはじめとする新興国では民間部門を中心に先進国で資金調達を活性化させる動きもみられ、このように資金調達手段が多様化したことはここ数年の新興国の経済成長を促す一助になってきたと考えられる。しかしながら、米国が金融政策の正常化に本格的に踏み出すことで、このようなアジアをはじめとする新興国での資金調達が困難にするのではないかと懸念されており、夏場に起こった国際金融市場の動揺はそうした懸念が表面化したものと捉えられる。米国の利上げ実施によって短期的に金融市場が動揺する可能性は残るものの、米国による利上げは緩やかに行われるとの見方が強い上、世界最大の輸入国である米国経済が利上げの実施が可能であるくらい堅調であることは、米国を主要な輸出先とするアジア新興国にとって悪い話ではない。また、米国は金融政策の正常化に動くものの引き続きFRB(連邦準備制度理

図1 アジア新興国の経済成長率の推移と予測

	予測				
	2013	2014	2015	2016	2017
中国	7.7	7.3	7.0	6.6	6.3
インド	6.4	7.1	7.1	7.5	7.6
NIEs	3.0	3.3	2.0	2.4	2.9
韓国	2.9	3.3	2.5	2.6	2.9
台湾	2.2	3.8	0.8	2.1	2.9
香港	3.1	2.5	2.5	2.2	2.7
シンガポール	4.4	2.9	1.6	2.3	2.8
ASEAN5	5.1	4.6	4.6	4.9	4.9
インドネシア	5.6	5.0	4.7	5.1	5.1
タイ	2.8	0.9	2.8	3.3	3.2
マレーシア	4.7	6.0	4.8	4.2	4.3
フィリピン	7.1	6.1	5.6	6.1	6.1
ベトナム	5.4	6.0	6.5	6.7	6.7

(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。2015~17年は2014年実績を使用。

事会)はバランスシートの規模を維持するとみられる上、日本やEUなどでは引き続き量的金融緩和政策が行われると見込まれるほか、インフレ圧力の後退を受けてアジア新興国では金融緩和を模索する動きがみられるなど、世界的に資金供給が拡大する環境が続くことを勘案すれば、世界的なマネーが急激に収縮する可能性は必ずしも高くはないと考えられる。他方、米国が緩やかながらも利上げを実施することにより、世界的なマネーは米国など先進国に回帰する動きは徐々に強まることが予想されるなか、それに伴ってアジアをはじめとする新興国への資金流入ペースは鈍化を余儀なくされることで、経済成長率の押し上げ圧力が弱まることは避けられないと見込まれる。そして、域内大国である中国が「新常态」に突入するなかで構造転換などを実施する代わりに一定程度景気減速を容認する姿勢を強めることは、ここ数年に亘って中国経済に対する依存度を強めてきたアジア新興国にとっても景気の足かせとなるとみられる。こうしたことから、向こう数年のアジア新興国景気については、引き続き2000年代に実現してきた高成長に比べて勢いの乏しい展開となると予想されるものの、先進国などと比べれば相対的に高い経済成長が続くことは間違いないであろう。また、資源消費量が相対的に多い新興国経済が勢いに乏しい展開が続くとみられることで、資源をはじめとする国際商品市況も上昇基調を強める可能性は低いと予想され、それに伴って予測期間についてはインフレ圧力が急上昇する可能性は低いと見込んでいる。なお、米国による利上げ実施により米ドル高圧力が強まる反面、アジア新興国通貨には下落圧力が掛かり輸入物価を通じてインフレ圧力が高まる懸念はくすぶるとみられるが、域内の多くは資源輸入国であることを勘案すれば、商品市況の低調な推移がインフレ率のアンカーとなる展開が続くと予想される。

図2 アジア新興国の物価上昇率の推移と予測

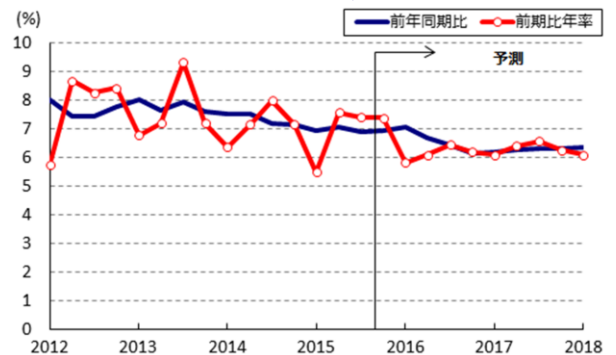
	2013	2014	2015	2016	2017
中国	2.6	2.0	1.5	2.0	2.2
インド	10.0	6.6	4.8	5.3	5.4
NIEs					
韓国	1.3	1.3	0.8	1.8	2.4
台湾	0.8	1.2	-0.2	1.7	1.3
香港	4.3	4.4	2.9	2.9	2.9
シンガポール	2.4	1.0	-0.4	1.1	1.8
ASEAN5					
インドネシア	6.4	6.4	6.5	5.1	4.8
タイ	2.2	1.9	-0.8	1.7	2.3
マレーシア	2.1	3.1	2.2	3.2	2.4
フィリピン	2.9	4.2	1.5	3.1	3.4
ベトナム	6.6	4.1	1.0	4.1	4.3

(出所)CEICより作成。予測(影部分)は第一生命経済研究所。

### 《中国 ～習政権が目指す「新常态」移行への取り組みに伴い、先行きの景気は緩やかな減速経路を歩むと予想～》

- 7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.9%と6年ぶりに7%を切る水準に減速したものの、前期比年率ベースでは2四半期連続で7%を上回る水準を維持するなど、必ずしも景気は下降線を辿っている訳ではない。さらに、過去1年ほどの中国経済を巡っては、これまで経済成長のけん引役となってきた製造業を中心とする第2次産業が過去における過剰投資や過剰生産の反動で低迷する一方、IT関連やサービス業を中心とする第3次産業が勢いを増す展開となるなど、けん引役の交代によって比較的堅調な景気を維持している。夏場以降に暴落した株式市場を巡っては、その後の政府による形振り構わぬ株価対策の効果もあって落ち着きを取り戻している上、家計部門の資産に占める株式の割合は依然低いことを勘案すれば、幅広く実体経済に悪影響を及ぼす可能性は高くはないと見込まれる。8月に人民元相場の算定方法変更をきっかけとする実質的な切り下げにより金融市場は動揺する事態に見舞われたものの、足下では同国経済に対する過

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

度な不安視が払拭されたことなどを背景に落ち着きを取り戻している。人民元はIMF（国際通貨基金）の定めるSDR（特別引出権）の構成通貨に組み入れられる見通しが高まっており、実現した場合には中国との貿易依存度の高い国々を中心に外貨準備に人民元を採用する動きが広がると見込まれ、人民元相場の安定に繋がるであろう。ただし、人民元相場は実質的に米ドルとペッグ（固定）する状況が続いていることを勘案すれば、足下におけるデシインフレ基調も相俟って実質実効ベースで人民元高は顕著になっており、輸出競争力は一段と低下することは避けられないであろう。なお、習政権は同国経済が『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掲げる一方、足下では景気の過度な減速を警戒する姿勢をみせており、ここ数ヶ月は多くのインフラ投資計画の承認を行うなど景気下支えに動いている。政府は今年の経済成長率の目標を「7%」とするなか、8月時点においてはこの達成は困難になっているとの見方を示したが、上述の通り7-9月期については第3次産業がけん引役となることで堅調な景気拡大が続いていることが確認されたこと、足下でインフラ投資が円滑に進捗する動きがみられることを勘案すれば、そのハードルは低下しているものと予想する。なお、来年以降については景気対策の効果の一巡は避けられないことに加え、共産党及び政府が主導する構造改革の実現は景気にマイナスの影響を与えると見込まれることから、徐々に景気は減速基調を強めるものと予想する。一時は金融市場のシステムリスクとなる可能性が懸念されたシャドバンキングなどは足下で沈静化したかにみられるが、依然として地方を中心に不動産市況が下げ止まっていないことから、事態が大きく好転している訳ではない。さらに、民間部門を中心に対外債務を大きく拡大させているほか、社債市場などにも海外資金が流入していることを勘案すれば、同国経済が国際金融市場と無関係では居られなくなっており、先行きについてはこの動揺が成長率の足かせとなる可能性も予想される。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+7.0%とする一方、2016年は同+6.6%、2017年は同+6.3%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目標を3%としているものの、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、川上の物価である生産者物価は4年以上に亘って

マイナスでの推移が続くなどデシインフレ圧力が高まりやすい展開が続いており、しばらくはインフレ率が昂進する展開は予想しにくい。特に、同国経済の減速懸念を背景に世界的には原油をはじめとする国際商品市況が上値の重い展開をみせており、先行きについてもこうした状況が大きく変化する可能性は低いと見込まれ、結果的に予測期間中においてインフレ率は低水準での推移が続くと考えられる。年末にかけてはインフラ投資の進展などを通じて景気

に押し上げ効果が生まれると見込まれるが、こうした動きはあくまで国内の過剰在庫や過剰設備の解消を促す動きに留まると予想されることから、インフレ圧力を高めることには繋がらないとみている。さらに、足下では昨年末以降の度重なる金融緩和措置により金融市場に大量の資金供給が行われた結果、一部の大都市においては不動産市場のバブル再燃が懸念される事態となる一方、地方では依然として不動産市況が下げ止まらないなど二極化が進んでいる実態も浮き彫りになっている。したがって、地方においては資産デフレをきっかけに物価上昇圧力が高まりにくい状況となることも予想され、結果的にインフレ圧力に繋がる材料は見出しにくくなっていると言える。結果、予測期間中においてインフレ率が政府のインフレ目標（3%）に到達することは

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

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ており、2015年のインフレ率は前年比+1.5%、2016年も同+2.0%、2017年も同+2.2%に留まると予想する。

### 《インド ～「モディノミクス」への過度な期待は解消。経済成長は続くものの、急加速は見込みにくい展開へ～》

- 今年1月のGDP統計に関する基準改定によりインド経済の実態を把握することは難しくなっているが、4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.0%と高い伸びが続いたことが確認されている。モディ政権によるインフレ対策の効果や世界的な原油安をはじめとする国際商品市況の調整を背景に、インフレ率が大きく低下したことで家計部門の実質購買力は向上している上、インフレ率の低下を理由に年明け以降準備銀は度々利下げを実施しており、経済成長のけん引役である個人消費など内需の堅調さが際立っている。ただし、準備銀による度重なる利下げにも拘らず、サービス業を中心とする景況感の悪化が指し示すよ

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

うに景気は必ずしも芳しい状況とは言えない展開が続くなか、金融機関は不良債権の増加を懸念して市中金利の低下に繋がっていないなど新たな問題も噴出している。こうしたことから、数字の上で経済成長率は堅調な伸びを示しているものの、市中の景気実感としてはその水準を大きく下回る状況となっている模様であり、結果的に勢いの乏しい景気情勢が続いていると見込まれる。なお、足下において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、原油をはじめとする国際商品市況が低調な推移をみせることでインフレ圧力が後退していることも重なり、経済成長に対する内需依存度が高い同国経済にとっては引き続き追い風となることが期待される。昨年の政権交代により誕生したモディ政権による経済政策（モディノミクス）に対しては、依然として国内外から期待が高いものの、足下においては目立った成果を挙げることが出来ておらず、今年度予算において来年4月からの導入を宣言したGST（財・サービス税）についても、ねじれ議会の影響により与党が少数派である議会上院で審議が進まず、冬国会以降に持ち越される事態となっている。与野党内でも比較的賛成意見が多いGSTの議論が困難を極めるなか、野党や地方などを中心に反対意見が根強い土地収用法の改正などの構造改革の進展は、当初の予想から大きく後ろ倒しすることは避けられなくなっている。さらに、来年からのGST導入が事実上難しくなっていることから、モディ政権は中長期的な財政健全化の取り組みを堅持する姿勢をみせているものの、歳入面での悪影響を理由に事態が後退する可能性には注意が必要である。足下においては依然として外資系企業による直接投資の流入は旺盛な推移をみせているが、モディノミクスの成果が当初期待されたほどに挙げられていないことを勘案すれば、足下のペースで順調な流入が続く可能性は低いと見込まれ、結果的に成長率についても政府が期待する成長経路に回帰することは難しいと予想する。なお、モディ政権はGST導入の前提となる銀行へのアクセス改善や国民総背番号制（JAM）導入を進めているほか、保険業法改正も成立させるなど一定の成果は挙げており、これらに関連する産業での企業参入などは経済成長を下支えすると見込まれる。当面は来年に多くの州で地方議会選挙が予定されるなか、地方議会による間接選挙である上院議会選挙も行われることから、ここで与党インド人民党（BJP）が善戦すれば上院での形勢も変わる可能性はあるが、今月実施されたビハール州議会選でBJPは惨敗していることを勘案すれば、そうした道のりがすんなりと進むかは不透明である。こうした問題が大きく改善するのは早く見積もっても

2018 年以降になることは避けられず、それまでにモディノミクスによって経済成長をより多くの国民が実感出来るか否かが今後の政権運営を左右するとみている。結果、**2015 年の経済成長率は前年比+7.1%**となり、**2016 年は同+7.5%、2017 年は同+7.6%**と徐々に加速するものの、緩やかな加速に留まるとみている。年度ベースでは **2015-16 年度は前年比+7.1%**に減速した後、**2016-17 年度は同+7.6%、2017-18 年度は同+7.7%**に加速するが、予測期間中にモディ政権が目標とする 8%成長に回帰することはないと予想する。

- ここ数年に亘ってインド経済の足かせとなってきたインフレは、モディ政権によるインフレ対策に加え、原油をはじめとする国際商品市況の調整などが追い風となり予想外のスピードでインフレ率が低下した結果、足下では準備銀が定める短期的なインフレ目標（6%）を下回る水準で落ち着いている。さらに、今年春には政府と準備銀がインフレ目標（4±2%）を定めることで合意したほか、2017 年 3 月末時点のインフレ率を 4%に収斂させることで合意するなど、インフレ抑制が金融政策の目標として明確にされたことから、準備銀はこれまで以上にインフレ動向に注視した政策運営を行うものと見込まれる。同国の物価を巡っては、モンスーン（雨季）の雨量に伴う穀物などの作育状況がその後の食料品価格の動向に大きく影響を与える側面があるが、今年のモンスーンは前半に大雨が降る一方、後半は少雨となる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前年を上回る水準となっており、この作付量に基づいて穀物などが安定的に供給されることになれば、食料品価格は比較的安定した推移が続くと見込まれる。足下のインフレ率は予想外に大きく減速しており、準備銀は政府による構造改革を促す観点から「やや前のめり」で利下げを実施するなど金融緩和に踏み切っているが、基本的に政府による政策動向に歩調を併せる形で金融政策運営を行っていること、上述のように市中金利は利下げ幅ほどに低下していないことを勘案すれば、銀行改革をはじめとする金融制度改革と併せつつ、慎重な金融政策を志向する姿勢は引き続き変わらないと予想される。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+5.3%、2017 年には同+5.4%**に徐々に加速するものの予測期間中を通じてインフレ率は目標内に収斂する状況が続くと予想する。

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 ～中国依存度の高い国・地域ゆえ、中国経済の減速基調が景気の重石となることは不可避の様相～》

- **韓国**：7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+5.0%と前期（同+1.2%）から大きく加速しており、約 5 年ぶりの高い伸びを記録した。MERS（中東呼吸器症候群）コロナウィルスの影響が沈静化したことで家計部門を中心にマインドが改善して個人消費が拡大したほか、政府による総額 46 兆ウォン規模の景気刺激策の効果発現により政府消費も大きく押し上げられるなどの動きがみられた。さらに、低迷が続いてきた輸出に底入れの兆しが出つつあるなか、企業の設備投資意欲に改善の動きが出ているほか、公共投資の拡充も投資を押し上げるなど、内需は全般的に拡大基調を強めている。一方、底入れの兆しが出ていた輸出については依然として最大の輸出相手である中国の景気減速懸念のほか、通貨ウォン相場が実質実効ベースで高止まりしていることも影響して再び鈍化しており、先行きについても不透明な展開が続いている。7-9 月期における成長

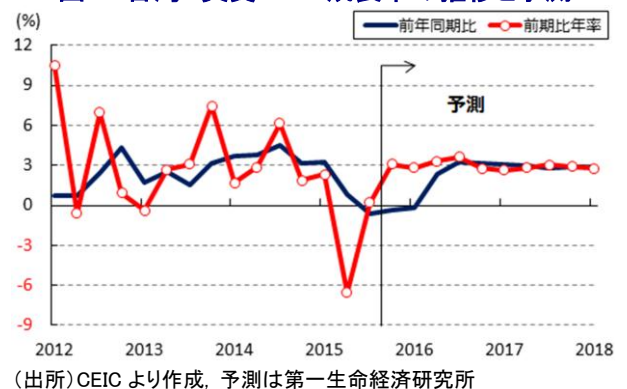
率の加速は、政府による景気刺激策による一過性のものである上、その押し上げに在庫投資が少なからず影響を与えていることを勘案すれば、こうした勢いが持続的なものであるとは見込みにくい。その意味では、10-12月期については在庫調整などによる反動が避けられなくなると予想され、結果的に景気は一進一退の展開が続くものと考えられる。なお、中銀は年明け以降も通貨ウォン高阻止や景気下支えの観点から一段の金融緩和を行っており、足下の政策金利は過去最低水準となっているが、同国では家計部門の債務残高はGDP比7割超の水準であることから、さらなる金融緩和によって消費や投資を喚起することのリスクは高い上、その効果も発現しにくい環境にある。米国による利上げ観測を反映する形で、ウォン相場は対米ドルに対して下落基調を強める一方、日本円やユーロに対しては高止まりしており、原油安などによるディスインフレ圧力も相俟って実質実効ベースでは相対的に高止まりするなど、輸出競争力に悪影響を与えることが懸念される。その一方、米国による利上げ実施は一時的に世界的なマネーに動揺を与える可能性もあるなか、同国の金融市場は外資系金融機関をはじめとする外国人投資家の存在感が高いことを勘案すれば、一時的に資金流出圧力が高まることで信用収縮懸念に繋がるリスクには留意が必要である。なお、一時は経済政策などに対する不振から朴政権の支持率は大きく低下する事態に見舞われたが、北朝鮮との関係改善をきっかけに底入れする動きがみられた一方、足下では歴史教科書の国定化を巡って国論が二分する事態となっており、それに伴って支持率は再び低下するなど、先行きに対する不透明感が払拭出来ない。上述のように家計部門は過大な債務を抱えるなか、資産の大半を不動産が占める歪な構造となっており、足下では首都ソウルなどを中心に不動産市況に底入れの動きがみられるものの、景気に対する不透明感がくすぶるなかで下落基調を強める事態となれば、資産デフレをきっかけに全面的なデフレに突入する「日本型デフレ」に陥るリスクにも注意が必要である。中国経済が徐々に勢いを失うことは、中国依存度を高めてきた同国経済に悪影響を与えることは避けられず、結果的に先行きの景気は以前のような勢いを取り戻しにくくなると想定される。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+2.5%、2016年は同+2.6%、2017年も同+2.9%**と3%を下回る伸びが続くものと予想する。

図7 韓国 実質 GDP 成長率の推移と予測



- **台湾**：7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.2%と前期（同▲6.6%）から2四半期ぶりに辛うじてプラス成長に転じるなどテクニカルリセッション入りは免れたものの、前期に大幅マイナスとなったことを勘案すれば足下の景気は力強さに乏しい展開となっている。最大の輸出先である中国本土景気を巡る不透明感が輸出の下押し圧力となるなか、改善が続いてきた雇用環境にも頭打ち感が出ており、堅調な推移をみせてきた個人消費が鈍化しており、企業の設備投資にも下押し圧力が掛かるなど全般的に内需は低迷している。他方、政府による公共投資の拡充など景気刺激策による押し上げ効果が発現しているほか、

図8 台湾 実質 GDP 成長率の推移と予測



米国をはじめとする先進国向け輸出の堅調さは景気の下支えに繋がっているとみられるものの、景気を大きく押し上げる力には乏しい状況が続いている。世界的にみればIT関連を中心とする需要に一巡の動きがみられるほか、同国は素材及び部材関連で性能面での競争力が劣後していることも輸出の重石になっているとみられ、外需主導によって景気回復を図る道筋は描きにくくなっていると判断出来る。また、中国本土の景気減速に伴い資金流入が急速に細って不動産需要が低迷していることは固定資本投資の鈍化、ひいては建設関連の需要低迷を招いており、原油をはじめとする国際商品市況の調整なども影響してディスインフレ圧力がくすぶるなかで資産デフレ圧力が強まれば、結果的に本格的なデフレに陥るリスクはくすぶる。足下では中国本土経済が失速するリスクは後退しており、それに伴って中国本土向けの素材や部材輸出に底入れの動きが広がるほか、先進国向け輸出も比較的堅調な推移が見込まれることで緩やかな景気の底離れに繋がると期待されるものの、外需依存度及び中国依存度の高さを勘案すれば、外需の回復の緩慢さは内需の回復の足かせとなる状況が続くであろう。今月開催されたAPEC（アジア太平洋経済協力）首脳会議に併せる形で、馬英九総統は中国の習近平国家主席と初めて会談を行うなど、中国本土との関係改善を進める姿勢をみせたものの、来年に予定される総統選挙を巡っては直近の世論調査などでは与党国民党（朱立倫候補）の敗北が予想されており、会談自体の効果を疑問視する声は小さくない。他方、民進党（蔡英文候補）が当選した場合は米国など西側諸国との関係改善が進むと期待されるものの、中国依存度の高さを勘案すれば経済的に有効策が打ち出される可能性は低いと見込まれる。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+0.8%に留まり、2016年は同+2.1%、2017年は同+2.9%**に徐々に加速するものの、勢いに乏しい展開が続くと予想する。

- **香港**：7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.5%と前期（同+1.8%）から大きく加速しており、中国本土を巡っては景気減速が懸念される状況が続いている

にも拘らず、比較的堅調な景気拡大が続いている。中国本土経済を巡って過度な悲観論が後退しているほか、米国をはじめとする先進国景気が依然緩やかながら拡大基調を歩んでいることで、輸出に底入れの動きが出たことが影響したとみられる。その一方、原油をはじめとする国際商品市況の調整をきっかけにインフレ圧力は後退するなど家計部門を中心に実質購買力は向上しているにも拘らず、個人消費は鈍化基調が強まっており、通貨香港ドルが人民元に対して上昇している影響で中国本土からの観光客が減少していることは、雇用環境を通じて内需の足かせとなっている可能性が考えられる。さらに、企業による設備投資意欲の低下を受けて固定資本投資も大きく鈍化しており、全般的に内需に下押し圧力が掛かるなか、これを反映する形で輸入は引き続き大きく落ち込んで成長率の押し上げに寄与するなど、見た目ほどに景気に力強さはないと判断出来る。習近平政権が進める腐敗・汚職防止への取り組みは、香港においても高額品や飲食需要の低迷を招くなか、足下ではその動きによりやく底入れの兆しが出つつあるものの、本格回復には程遠い状況にあることから、先行きについても景気回復の足を引っ張る一因になると予想される。中国本土景気を巡っては過度な悲観論は修正されており、香港市場と上海市場の間では外国人投資家による株の相互取引が可能になったことは金融取引の活発化を促すと見込まれ、多少景気にとってプラスの効果が出ると予想されるものの、以前のような勢いを取り戻すことは考えにくく、経済

図9 香港 実質 GDP 成長率の推移と予測



成長の押し上げ効果もその分弱まる可能性は否めないとみる。香港は外需依存度が極めて高い都市国家であり、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、世界的な貿易量の急回復が見込めない状況は景気にとって重石となり続けることは避けられないであろう。結果、2015年の経済成長率は前年比+2.5%、2016年は同+2.2%、2017年は同+2.7%と勢いに乏しい展開が続くと予想される。

● **シンガポール**：7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.1%と前期（同▲2.5%）からプラス成長に転

じるなどテクニカルリセッション入りは免れたものの、前期に大きく景気が落ち込んだ反動などを勘案すれば依然として力強さに乏しい展開が続いている。中国経済の減速や周辺のアジア新興国の景気減速などをきっかけに域内の貿易量が縮小したことで輸出に下押し圧力が掛かり、製造業を中心に生産調整圧力が強まったほか、建設需要が一巡したことも景気の足かせになっている。その一方、国際的な金融取引が活発化しているほか、中国などからの観光客数の順調な拡大などを追い風にサービス業の生産は拡大基調

図10 シンガポール 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

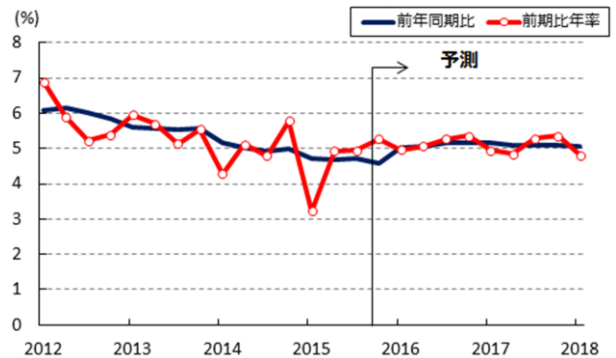
が続いており、景気の下支えに繋がっている。ここ数年、ASEANを中心とするアジア新興国においては域内での分業体制が構築されるなか、中国の景気との連動性が高まる動きがみられることから、中国景気の動向は直接・間接的に域内貿易の動きを左右することで影響を受けやすくなっており、今後もそうした傾向が強まることは避けられないであろう。ただし、年末にも発足が予定されているASEAN経済共同体については、金融などの面で同国が主導的な役割を果たす可能性が見込まれるなか、今後もしばらくは世界的なカネ余り状態が続くとみられるなかでは、同国を経由してASEANに資金流入が起こる動きも期待され、結果的にサービス産業などを中心に景気は底堅く推移する可能性は考えられる。原油安をはじめとする国際商品市況の調整によってインフレ圧力は後退するなど家計部門の実質購買力は向上しており、底堅い雇用環境が続くことは内需の堅調な推移に繋がると見込まれるものの、外需については引き続き中国景気を巡る不透明感に左右される展開が続くであろう。なお、当面の景気については政府がインフラ拡充計画を通じて景気を下支えする方針を示すなか、この進展に加えて外資系企業を中心とする設備投資などによって景気は下支えされる展開が続くであろう。結果、2015年の経済成長率は前年比+1.6%に減速した後、2016年は同+2.3%、2017年は同+2.8%と徐々に加速するものの、低調な推移となることは避けられないと予想する。

《ASEAN5 ~共同体発足に加え、TPP大筋合意により域内における評価及び勢力図に変化の兆しも～》

- **インドネシア**：7-9月期の実質GDP成長率は前年比+4.73%と前期（同+4.67%）からわずかながら加速しており、一旦は景気の減速基調に歯止めが掛かる兆しが出たと判断出来る。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も前期からはほぼ横這いで推移しており、短期的にみれば今年1-3月期を境に緩やかに景気は底離れしたとみられるが、依然として5%をわずかに下回る水準での推移が続くなど力強さには乏しい展開となっている。原油安をはじめとする国際商品市況の調整に伴うインフレ率の低下で家計部門の実質購買力が向上するなか、個人消費は引き続き堅調な拡大が続いているほか、補正予算をはじめとする景気刺激策の進捗に伴って政府消費も大きく加速する動きが確認された。さらに、低調な推移が続いてきた固定資本

投資にも底入れの動きが出ており、公共投資の進捗のみならず、住宅投資や企業の設備投資も動きが出るなど、内需を巡っては幅広い分野で底離れが進んでいる。その一方、外需を巡っては天然ガスを中心とする輸出に底入れの動きが出ているものの、内需の堅調さにも拘らず輸入は減速基調が続くなど、政府主導による実質的な輸入抑制の動きが影響している可能性はある。先行きについては、インフレ率は一段と低下すると見込まれることから、内需については引き続き堅調な拡大が見込まれる一方、外需については中国の景気減速に加え、国際商品市況の調整が重石となるほか、鉱業法による未加工鉱石に対する実質禁輸措置

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

の影響が尾を引いており、鉱業部門などを中心に設備投資に一段と調整圧力が強まる可能性には注意が必要である。ジョコ・ウィ政権は発足から1年が経過したものの、政策遂行能力は依然として乏しいことに加え、打ち出される政策などについても内向き姿勢が強いものが多いことから、外国人投資家を中心に「失望」に近い反応がみられる。議会内における与野党間の入り組りが変化したことで、与党連立は多数派となるなど政権基盤は以前に比べて強固になっているものの、大統領自身が依然として与党闘争民主党内での権力基盤に乏しいことを勘案すれば、政権運営を巡っては国民からの人気を意識したポピュリズム色が強い政策やナショナリズムに訴えかける内向き姿勢の強い傾向は変わらないと予想される。足下においては依然対内直接投資は底堅い流入が続いているものの、海外からのジョコ・ウィ政権に対する熱気及び期待は急速に薄れている可能性が高く、こうした影響は直接投資の鈍化などに反映される可能性には注意が必要である。足下では貿易収支が黒字化して経常収支の改善を促すといった動きがみられるものの、上述のように輸入抑制策など縮小均衡を元にした成果であることから、この動きを素直にファンダメンタルズの強化として評価することは難しい。年末にも予定されるASEAN共同体の発足では、同国は域内最大の経済規模及び人口規模を擁することから、その恩恵を最も受けやすいと見込まれるものの、上述のように経済政策は内向き姿勢を強めていることを勘案すれば、それが直ちに対内直接投資の拡大を促すかは不透明と考えられ、反って域内分業の動きが広がるなかで生産拠点としては忌避されるリスクが高まることも懸念されよう。ジョコ・ウィ政権はインフラ投資を通じて投資環境の整備を図る姿勢をみせており、それ自体は評価出来るものの、先般の高速鉄道を巡る事案のように不透明な動きが広がれば、海外からの評価は一段と悪化する可能性もある。こうしたことから、**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年は同+5.1%、2017年も同+5.1%**と徐々に加速するものの、ここ数年に比べて勢いの乏しい展開になると予想する。

- **タイ**：7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.0%と前期（同+1.4%）から加速しており、低迷が続く景気によりやく底入れの動きが出つつあると判断出来る。原油安をはじめとする国際商品市況の調整に伴いインフレ圧力が後退して家計部門の実質購買力が向上するなか、個人消費は底堅い動きをみせるなど低迷状態を脱しており、インラック前政権下で行われた大規模景気対策で需要が大きく先喰いされた影響は一巡しつつある。ただし、今年の同国は10数年ぶりの大干ばつに見舞われており、引き続き農業生産は大きく落ち込んでいるほか、8月に首都バンコクにおいて爆弾テロが発生した影響で観光客数が大幅に縮小した結果、関連産業の生産が落ち込むなど景気に悪影響を与える懸念はくすぶっている。なお、低迷が続いてきた製造業の生産

が徐々に底入れしたほか、個人消費の堅調さを反映してサービス業の生産にも幅広く底入れの動きが出るなど、景気に改善の動きが広がっているかにみえる。しかしながら、足下の輸出は依然として勢いを欠くなか、在庫投資の拡大が成長率の押し上げに繋がっている様子が見え始めることから、製造業における生産拡大は持続的なものではない可能性はくすぶる。さらに、前期には政府による予算執行の円滑化に伴い公共投資が拡大した結果、建設部門で生産拡大の動きが確認されたものの、足下では再び大きく鈍化するなど一足飛びに景気の底離れが進んでいる訳ではないことも景気の先行きに暗い影を落としかねない。同国は



A S E A N内でも相対的に輸出依存度が高く、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景気の足かせとなりやすく、先行きについても外需主導による急激な景気回復の道筋は描きにくくなっている。上述のようにインラック前政権下で行われた需要先喰いの影響は薄らいでいるとみられるものの、その際の景気刺激策の影響で家計部門が抱える債務残高はGDP比で約8割に達するなど過大ななか、景気の先行きに不透明感がくすぶる状況にも拘らず金融緩和などにより消費喚起を図ることのハードルは極めて高い。プラユット暫定政権は当初、来年中の民政移管に向けた政治改革プロセスを進展させる方針を掲げていたが、9月には憲法起草委員会が策定した憲法改正案が国家改革評議会で否決され、結果的に憲法草案は一から作り直しが必要になったことで民政移管のスケジュールは大きく後ろ倒しすることは避けられなくなっている。他方、プラユット暫定政権は依然として経済政策面で実績を挙げられないなか、8月にタクシン元政権下で副首相兼財務相を勤めたソムキット氏を副首相とする内閣改造を行い、タクシン政権下で行われたバラ撒き政策を通じて景気下支えと国民からの支持を集める方針に大きく舵を切っている。ただし、こうした政策運営は財政面でのリスクを増幅させる可能性があるほか、外国人投資家を中心に政権に対する信認低下を招く可能性も懸念され、劇的な景気回復に繋がるかは不透明と判断出来る。さらに、国際金融市場では米国の利上げによる世界的なマネーの動揺も懸念されるなか、信認低下による資金流出が国内金融市場での信用収縮などを通じて景気の足を引っ張る可能性もあり、結果的に先行きの景気についても一進一退の展開が続くものと予想される。政治的な不安定が常態化していることに加え、ここ数年は大幅な賃上げにより周辺国に生産拠点を移す動きも活発化するなか、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。よって、**2015年の経済成長率は前年比+2.8%、2016年は同+3.3%、2017年は同+3.2%**に留まると予想する。

- **マレーシア**：7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と前期（同+4.5%）から大きく鈍化しており、景気の勢いは急速に陰っている。4月に導入されたGST（財・サービス税）によって前期に大きく下押し圧力が掛かった個人消費に底打ちしたほか、建設需要の拡大は固定資産投資の押し上げに繋がりに、低迷が続いてきた輸出も大きく底入れするなど、幅広く内・外需に底打ちする動きが確認された。その一方、政府の景気刺激策が一巡したことで政府消費は鈍化したほか、内需の堅調さを反映して輸入が大きく押し上げられた結果、成長率に下押し圧力が掛かったことを勘案すれば、足下の景気は成長率ほどに悪くはないと捉えることが出来よう。同国はA S E A N内でも極めて輸出依存度が高く、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景気を大きく左右する傾向がある一方、輸出に占める米国やEUなど先進国向けの比率が相対的に高

いため、先進国景気が緩やかな拡大を続けることは外需の追い風になりやすい。また、足下では輸出の底離れに伴って鉱業や製造業で生産拡大の動きが強まっており、こうした動きは設備投資を促すと期待されることから、内需については比較的堅調な拡大が続くと見込まれる。原油安をはじめとする国際商品市況の調整でインフレ圧力が後退して家計部門の実質購買力が向上するなか、雇用所得環境の改善が続くことは個人消費を中心とする内需を下支えすると期待される。なお、ナジブ首相の肝煎りで機能強化が進められてきた投資会社（1MDB）を巡る巨額債務は

金融市場のリスク要因となる懸念がくすぶるなか、同社を巡ってはナジブ首相周辺に対する資金供与疑惑が持ち上がるなど社会問題化する状況が続いており、ナジブ政権は急速に求心力を低下させるなど政治情勢が不安定化する可能性も出ている。同国が早期から参加表明していたTPP（環太平洋パートナーシップ）協定については、9月に参加国間での大筋合意に至るなど協議は大幅に進展しているものの、国内ではマハティール元首相を筆頭に反対論も根強いなか、政権支持率が低下するなかで批准作業などが円滑に進展するかは不透明な状況にある。もし、TPPの批准が早期になされれば、同国の投資環境は飛躍的に好転するものと期待されるが、その実現には長年に亘って課題とされているマレー人優遇政策（ブミプトラ）の解消のほか、国有企業改革をはじめとする経済構造改革など広範な改革に着手することが不可欠であることを勘案すれば、ナジブ政権の下で大胆な改革が進展するとは見込みにくい。他方、同国は1人当たりGDPが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いなか、いわゆる「中所得国の罠」に陥るリスクが高まっており、事態打開を図るためにはTPPの早期批准は避けて通れない道とも言える。また、経済における公的部門の肥大化に伴い財政健全化の取り組みが喫緊の課題となるなか、GST導入による歳入増の取り組みは評価出来る一方、歳出合理化などはほぼ進展していない上、景気の減速懸念が強まるなかで反って財政に負荷が掛かる動きが強まっており、政府が掲げるインフラ投資計画に悪影響を与える可能性も懸念される。こうしたことから、**2015年の経済成長率は前年比+4.8%、2016年は同+4.2%、2017年は同+4.3%**とここ数年に比べて低調な推移が続くと予想する。

図13 マレーシア 実質 GDP 成長率の推移と予測



- **フィリピン**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+7.6%と前期（同+1.6%）に大きく減速した反動も重なり、急速に加速感を増す動きが確認された。堅調な移民送金の流入に加え、通貨ペソ安の進展によってペソ建ての移民送金額が押し上げられたことで個人消費は依然として旺盛な推移をみせているほか、政府による予算執行の進捗に伴い固定資本投資も大きく押し上げられるなど、全般的に内需は拡大基調を強めている。一方で、中国経済を巡る不透明感は輸出の足かせとなっているほか、前期に大きく拡大した輸入が一服したことで外需の成長率寄与度のマイナス幅が圧縮された。なお、異常気象の影響で農林漁業の生産は低迷が続いているものの、旺盛な内需を反映する形で製造業やサービス業の生産は拡大基調を強めており、この点でも依然として堅調な景気拡大が続いていることが示された。同国経済はASEAN内にお

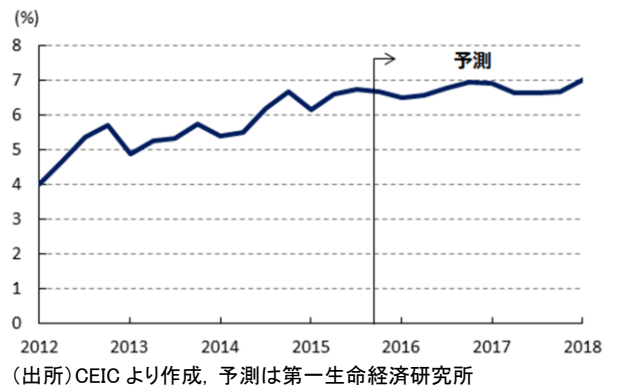
図14 フィリピン 実質 GDP 成長率の推移と予測



いて相対的に輸出依存度は低いものの、輸出の2割以上を中国向けが占めるなど中国依存度は高い上、その大半を最終製品の生産に関連する素材・部材が占めるなど、中国の外需低迷が玉突き的に同国の輸出に悪影響を与える構造を有する。その一方、原油安をはじめとする国際商品市況の調整によるインフレ圧力の後退は家計部門の実質購買力の向上に繋がっており、政府によるインフラ投資の拡充や企業による設備投資意欲の向上も内需の押し上げに寄与している。ただし、足下ではGDPの1割に達する海外移民からの送金に下押し圧力が掛かるなか、原油安の長期化によって全体の2割を占める中東からの流入が一段と下押しされるとの観測が出るなど、当面の景気の足かせとなることが懸念される。他方、移民送金の4割強は米国から流入しており、米国経済が利上げ可能な程度に堅調な拡大を続けることは流入を下支えするとみられるほか、米国の利上げに伴う米ドル高圧力はペソ安を通じてペソ建て送金額の押し上げに繋がることから、引き続き個人消費を下支えすると見込まれる。なお、来年予定される大統領選を巡っては、直近の世論調査ではポー上院議員が支持率のトップを走っているなか、同氏の政治家としての手腕に疑問符が付いている側面はあるものの、アキノ政権の政策路線を踏襲するとみられることは外国人投資家からの信認向上に繋がるものと期待される。他方、有力候補の中には、親類・縁者を優遇するなどマルコス元大統領によるクローニー資本主義に似た動きをみせる候補者も居ることから、仮に同候補が大統領となる場合には将来的な同国の評価が大きく損なわれるリスクは懸念される。ただし、現時点においては引き続き次期政権においてもアキノ政権による施政方針が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+6.1%、2017年も同+6.1%**と再び6%を上回る伸びに回帰すると予想する。

- **ベトナム**：7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.88%と前期（同+6.46%）から一段と加速しており、多くのアジア新興国が中国の景気減速による悪影響を受けて景気に下押し圧力が掛かるなか、依然として堅調な景気拡大を続けている。分野別では、異常気象の影響で農林漁業の生産に下押し圧力が掛かったことを除けば、製造業及びサービス業など全般的に拡大基調を強めており、原油安をはじめとする国際商品市況の調整を受けてインフレ圧力が後退し、家計部門の実質購買力向上を背景に個人消費が堅調を維持している上、中国の景気減速にも拘らず輸出も底堅く推移しており、内・外需ともに拡大基調を強め

図 15 ベトナム 実質 GDP 成長率の推移と予測



ていることが影響している。中国景気を巡る不透明感に加え、南シナ海を巡る中国との関係悪化は観光客数などに悪影響を与えると懸念されたものの、足下の観光客数は前年を大きく上回る伸びが続いており、そうした影響はごく短期間に留まったと考えられる。人民元の実質切り下げに際しては、中銀が追随して通貨切り下げに踏み切るなど通貨安競争の様相を呈したものの、これは同国の為替制度が管理変動相場制であることが影響しており、他の新興国などに同様の動きが波及する可能性は低い。中国との貿易関係を巡っては、近年は川上及び川下の間での分業関係が深まっており、軽工業分野を中心に価格競争が激化する影響はあるものの、主要な輸出財については中国における輸出底入れは同国から中国向けの輸出を押し上げると見込まれ、先行きの外需についても緩やかな拡大が続くと考えられる。さらに、同国の輸出については米国など先進国向け比率が相対的に高く、米国経済が緩やかな拡大を続けることは外需にとってもプラスに寄与することが期待される。懸

案事項となっている国有銀行の不良債権問題については、依然抜本的な解決には向かっていないなか、この円滑な処理に向けて法制度などの整備が進むことが景気のさらなる加速には不可欠と言えよう。なお、T P Pが大筋合意に至ったことで同国の投資環境を大きく一変させる可能性が考えられるなか、早期に批准がなされることになれば、それに伴う構造改革や法制度の整備などを通じて外資企業にとっては同国への投資妙味が改善することも予想される。結果的に、対内直接投資の拡大は経済成長を一段と押し上げる好循環に繋がる可能性も考えられ、年末にも発足するA S E A N共同体の中で相対的に「分が悪い」とみられていた同国の立ち位置は大きく変化している。こうしたことから、2015年の経済成長率は前年比+6.5%、2016年は同+6.7%、2017年も同+6.7%と地域内では一番勢いが強まる可能性が高まっていると予想する。

以 上