

アジア(中国・インド・NIES・ASEAN5)経済見通し(2016年8月)

～世界経済の不透明感が重石となるなか、TPPなど外部要因も新たなリスクに～ 発表日：2016年8月30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

	2016年(暦年)予測	2017年(暦年)予測
中国	+6.5% (前回+6.5%)	+6.3% (前回+6.3%)
インド	+7.7% (前回+7.3%)	+7.5% (前回+7.3%)
NIES	+2.0% (前回+2.0%)	+2.1% (前回+2.3%)
ASEAN5	+4.8% (前回+4.7%)	+4.6% (前回+4.7%)

※前回は2016年5月30日時点の弊社予測値

《総論》

- 昨年来の国際金融市場を巡っては、米国の金融政策の行方に対する思惑に加え、中国金融市場の混乱をきっかけに世界的に動揺が広がる事態に見舞われた。しかしながら、足下においては年内における米国の利上げ実施の可能性は高まりつつある一方、その背後には米国経済が堅調な拡大を続けていることが好感されていることに加え、欧州や日本を中心に金融緩和の動きが続いていること、さらに、原油安の長期化に伴う世界的なデフレーション基調が続くなか、新興国のなかにも金融緩和に動く流れが生まれるなど、世界的な「カネ余り」の様相は続いている。この結果、足下の国際金融市場は落ち着いた推移をみせており、リスクマネーの動きが再び活発化するなか、原油相場は底入れしていることも相俟ってこうした資金の一部は再び新興国や資源国に回帰する動きもみられる。こうしたことから、昨年来の国際金融市場は「過度な悲観」から一転して「過度な楽観」にも似た様相をみせており、世界的に金融市場は活況を呈する動きに繋がっている。ただ、足下における新興国や資源国への資金回帰の動きは昨年来の国際金融市場の動揺に際して流出圧力が強まった動きの買戻しの域を出る状況とはなっておらず、結果的に新興国景気そのものを大きく押し上げるまでには至っていない。なお、多くのアジア新興国は原油をはじめとする資源を輸入に依存するなか、年明け以降の相場の底入れ後も依然として低水準での推移が続いており、結果的に物価上昇圧力が抑えられていることは実質購買力の向上を促しており、世界的な低金利環境の継続による資金調達環境の改善も相俟って内需の下支えに繋がっている。その一方、域内最大の経済規模を擁する中国経済については、共産党及び政府主導による構造改革に伴う景気減速を一定程度容認する姿勢が続いており、近年中国を核としたサプライチェーンに組み込まれてきたアジア新興国経済の足かせとなることは避けられない。また、中国経済が以前のような高い経済成長を実現することが難しくなることは、世界経済全体にとっても下押し圧力となること

図1 アジア新興国の経済成長率の推移と予測

	2013	2014	2015	2016	2017
中国	7.8	7.3	6.9	6.5	6.3
インド	6.3	7.0	7.2	7.7	7.5
NIEs	3.0	3.4	2.1	2.0	2.1
韓国	2.9	3.3	2.6	2.6	2.5
台湾	2.2	3.9	0.6	1.0	1.9
香港	3.1	2.7	2.4	1.1	1.4
シンガポール	4.7	3.3	2.0	1.7	1.6
ASEAN5	5.0	4.6	4.8	4.8	4.6
インドネシア	5.6	5.0	4.8	5.1	5.2
タイ	2.7	0.8	2.8	3.4	2.9
マレーシア	4.7	6.0	5.0	3.9	3.7
フィリピン	7.1	6.2	5.9	6.4	5.6
ベトナム	5.4	6.0	6.7	5.8	6.0

(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2015年実績を使用。

から、域内において相対的に輸出依存度が高い国々にとっては外需をけん引役とする景気回復は望みにくくなっている。また、一部の国々についてはT P P（環太平洋パートナーシップ協定）の締結が経済成長の後押しに繋がるとみられてきたが、米大統領選の行方をみる限り早期に発効される可能性は極めて低くなるなか、T P Pを材料にした経済成長の押し上げは期待しにくい状況にある。さらに、英国のE U（欧州連合）離脱を巡る動きは依然として不透明な状況が続いており、交渉自体も相当期間を要するものになることは間違いないが、いずれにせよ英国及びE U経済にとって下押し圧力が強まる事が予想されるなか、輸出依存度が相対的に高く、輸出に占めるE U向け比率の高い国では景気の下押し圧力となることも懸念される。こうしたことから、先行きのアジア新興国経済については引き続き過去数年に比べて勢いに乏しい展開となることが予想され、結果的に世界

経済にとっても重石となる状況が続くと見込まれる。他方、長期に亘って低迷が続いてきた原油相場は年明け以降底入れの動きをみせており、足下ではO P E C（石油輸出国機構）加盟国を中心に増産凍結で合意するとの期待を受けて上値を追う動きをみせているが、最終的に合意に至ることは難しく、結果的にレンジ相場での推移に留まると予想される。よって、足下では原油安がディスインフレ圧力を促す展開が続いているが、年末以降はその影響が徐々に剥落することは避けられないとみる。また、年明け以降のアジア新興国の物価を巡っては昨年来のエルニーニョ現象に伴う世界的な干ばつによる食料品価格の上昇がインフレ圧力に繋がることが懸念されたものの、足下ではその影響が後退する一方、今後はラニーニャ現象による悪影響が警戒される。現時点ではラニーニャ現象の発生は後ろ倒しになっているが、仮に発現した場合には多くのアジア新興国で低温状態に陥り、穀物のみならず幅広い農作物で不作状態となることで新たなインフレ圧力が発生するリスクには注意が必要である。アジア新興国経済が以前のような力強さを欠く展開が続くなか、インフレ率が急上昇する可能性は低いと見込まれるものの、外的要因を契機にインフレ率が急進するリスクはくすぶっており、足下で広がりを見せる金融緩和の動きは落ち着くものと予想される。このような環境の変化も影響する形で、向こう1～2年におけるアジア新興国の景気情勢は過去数年に比べても低調な動きが続くことが予想される。

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	1.4	1.9	1.9
インド	10.0	6.6	4.9	5.4	5.4
NIEs					
韓国	1.3	1.3	0.7	1.0	1.8
台湾	0.8	1.2	-0.3	1.1	1.3
香港	4.3	4.4	3.0	2.3	2.2
シンガポール	2.4	1.0	-0.5	-0.4	1.1
ASEAN5					
インドネシア	6.4	6.4	6.4	3.8	4.7
タイ	2.2	1.9	-0.9	0.7	2.2
マレーシア	2.1	3.1	2.1	2.0	2.8
フィリピン	2.9	4.2	1.4	1.9	2.9
ベトナム	6.6	4.1	0.6	2.2	4.4

(出所)CEICより作成。予測(影部分)は第一生命経済研究所。

《中国 ～「いつか来た道」を辿るも減速基調は変わらず。今後は政策を巡る路線対立の行方にも要注意～》

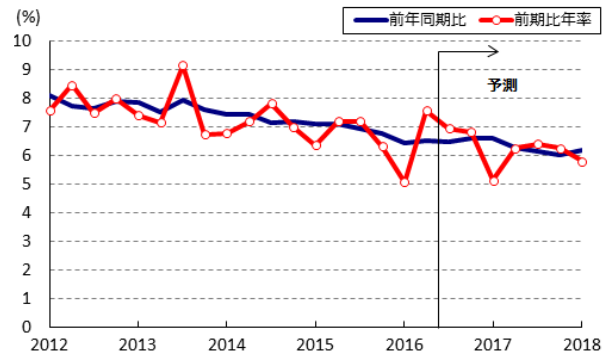
- 4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.7%と前期（同+6.7%）から横這いで推移しており、前期比年率ベースでは+7%台半ばと前期（同+5%前後）から加速感を増すなど景気減速に一服感が出る動きがみられる。ただし、足下の中国経済は政府主導による公共投資促進の動きに加え、一昨年末以降の金融緩和を追い風に大都市部を中心とする不動産投資が活発化したことが景気の下支えに繋がっているなど、共産党指導部が主張する「サプライサイド改革」の前進が確認される状況とはなっていない。この背景には、年明け直後の金融市場を巡るトタバタが実体経済にも下押し圧力となる事が懸念されたなか、3月に開かれた全人代（全国人民代表大会）において巨額のインフラ投資を柱とする景気下支え策が打ち出されるなど、景気を重視する姿勢をみせたことも大きく影響している。結果、製造業を中心に景況感には底入れの動きがみられるなど素直

な反応が出ている一方、共産党及び政府が新たな景気のけん引役として期待する個人消費の動きは一進一退の展開を抜け出しておらず、サービス業の景況感が好不況の分かれ目となる 50 を維持しているにも拘らずなかなか上向かない展開とも整合的と判断出来る。共産党並びに政府は同国経済が直面している構造問題の解消に取り組むべく「サプライサイド改革」を中心とする構造改革の前進を謳っているものの、足下における経済政策は旧態依然とした内容に留まるなか、共産党の機関紙などに公然

と政府の景気認識や政策に対する批判が掲載されるなど路線対立が表面化する事態も生まれている。なお、今年第 13 次 5 ヶ年計画の初年度に当たるため、政府は「スタートダッシュ」を図る観点から景気をより重視する姿勢をみせていると考えられるものの、共産党及び政府内において路線対立が今後激化する事態となれば、政策の予見性の低下が金融市場の動揺を招き、結果的に実体経済にも打撃を与えるリスクは懸念されよう。とはいえ、足下の景気動向からは政府による政策対応が素直に景気を下支えする状況が確認されており、予測期間中についても景気が腰折れする事態は回避可能と見込まれる。ただし、年前半の景気が公共投資や不動産投資によって押し上げられる一方、足下ではすでに窓口規制などを通じて不動産投資の抑制に取り組む動きがみられるなど、景気の押し上げ効果の剥落は避けられず、さらに長江流域で発生した洪水被害による景気下押し圧力も短期的に足かせとなることが予想される。共産党及び政府は今年の経済成長率目標を「6.5~7.0%」と幅を持たせる内容としているが、構造改革の進展は基本的に景気にとって下振れ圧力になると見込まれるなか、現時点では下限に近づく傾向が強まっているとみられ、来年についても構造改革が景気の下押しに繋がる傾向が続くと考えられる。こうしたことから、当研究所は **2016 年の経済成長率を前年比+6.5%、2017 年は同+6.3%**とする見通しを据え置く。同国経済が抱える構造問題は複雑化しているなか、足下では生産設備及び在庫、そして債務を巡る過剰状態の解消には向かっていないなか、これらの行方は国際金融市場のみならず、世界経済の動向をも左右することが懸念されており、共産党及び政府の対応の行方には引き続き注意が必要だ。

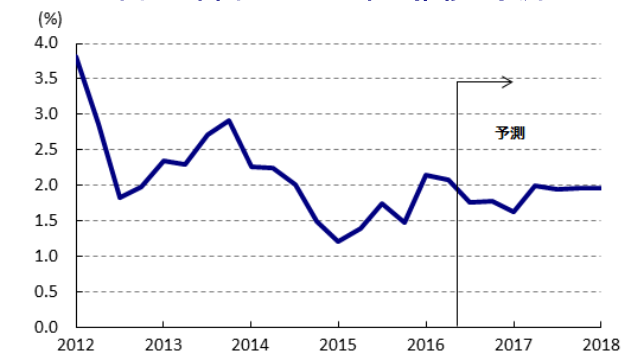
- 政府は今年のインフレ目標を引き続き 3%と設定しているが、足下のインフレ率は食料品を中心とするインフレ圧力が懸念される一方、原油安の長期化やこのところの景気減速がインフレ圧力を相殺する形で低位で安定した推移が続いている。年明け以降の原油相場の上昇に伴い、川上の物価に当たる生産者物価に上昇の動きがみられるものの、原油や一部の鉱物資源関連に物価上昇の動きがみられる一方、消費財関連の物価は景気減速が重石となる形で物価が下げ止まらない展開が続いており、結果的に消費者段階の物価が上昇しにくい一因となっている。先行きについては原油安によるインフレ率の下押し圧力は徐々に剥落することが見込まれる一方、上述のように原油相場が一段と上値を迫る展開とはなりにくいとみており、エネルギー価格の上昇がインフレ圧力を招く状況は想定しにくいと考える。その一方、生鮮品を中心とする食料品価格の上昇がインフレをもたらす可能性があるなか、異常気象が穀物を中心とする食料品価

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

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

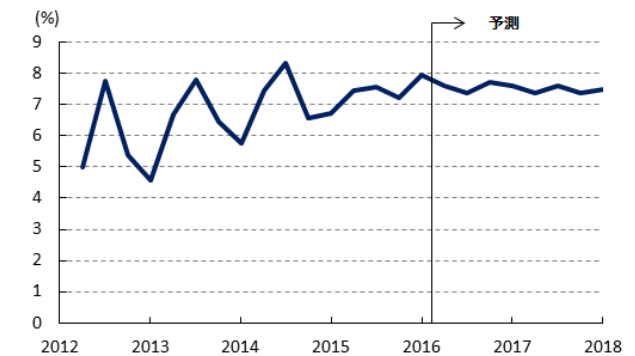
格の押し上げに繋がることが懸念されるものの、先行きの景気は力強さを欠く展開が続くと見込まれることから、結果的に予測期間内においてインフレ率は政府が掲げる目標を上回ることにはないと予想する。なお、共産党や政府は構造改革の進展に伴い経済成長のけん引役がサービス産業にシフトするとの見方を示しているが、それに伴う雇用のシフトが円滑に進むとは考えにくいなか、雇用・所得環境の悪化は物価の下押し圧力となることが懸念されるため、こうした点でもインフレ率は加速しにくい地合いが続くと見込まれる。足下では大都市を中心に不動産市場のバブル再燃が懸念される一方、地方では市況悪化に歯止めが掛からないなか、窓口規制などの動きに伴い頭打ちの兆候も出るなど政策対応は難しさを増している。共産党及び政府内における政策対応を巡る路線対立により政策の予見性が低下する事態となれば、そのことをきっかけに金融市場が動揺する可能性もあり、今後の対応の動向には注意が必要である。こうしたことから、当研究所は **2016 年のインフレ率を前年比+1.9%、2017 年も同+1.9%**に留まると予想する。

《インド ～準備銀による「ラジャン姿勢」継続は改革の前進を後押し。物価動向には引き続き注意が必要に～》

- 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+7.9%と前期（同+7.2%）から加速しており、多くのアジア新興国が中国の景気減速や世界的な景気低迷、それに伴う

世界的な貿易量の縮小や度重なる国際金融市場の動揺などを受けて景気に下押し圧力が掛かる状況にも拘らず、インド経済は依然として高い成長率を維持している。原油安の長期化によるインフレ圧力の後退に加え、それに伴う経常赤字の圧縮など経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が改善したことで通貨ルピー相場が安定するなか、個人消費を中心とする内需が経済成長をけん引する同国経済の強みが発揮されている。モディ政権発足後

図 5 インド 実質 GDP 成長率の推移と予測



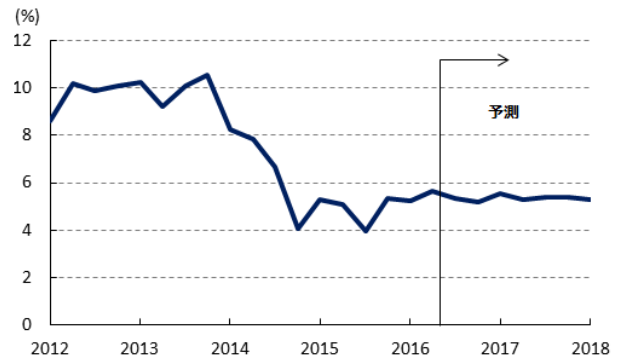
(出所)CEIC より作成、予測は第一生命経済研究所

は、政府主導によるインフラを中心とする公共投資が前進する動きがみられる一方、国営銀行を中心とする不良債権問題は企業向け貸出の阻害要因となるなか、世界経済の不透明感も相俟って企業による設備投資意欲はなかなか回復しない展開が続いており、固定資本投資の足かせになっている。また、銀行部門の不良債権問題は、インフレ率の低下を受けて準備銀が度重なる利下げを実施してきたにも拘らず市中金利の高止まりを招く一因になっており、結果的に企業部門の設備投資意欲を削ぐことに繋がってきた。こうした事態を受けて、準備銀は国営銀行を中心に来春を目処に不良債権処理を進める方針を固めるなか、政府も早期処理を促すと見込まれる破産法の成立に動くなど、スピード感には乏しいものの構造改革が着実に前進する動きもみられる。ただし、改革を主導してきた準備銀のラジャン総裁は9月の任期満了を以って退任することが決定したことで、改革の行方に不透明感が高まる懸念があったものの、後任総裁にはラジャン総裁の下で実務面を取り仕切ってきたパテル副総裁の昇格が決定しており、次期総裁の下でも着実な改革の前進が期待されよう。とはいえ、改革の前進は短期的にみれば銀行部門の収益悪化要因となり、それに伴って銀行の貸出意欲が一段と低下することも懸念されることから、景気が一本調子で加速感を強めることにはならないと考えられる。また、世界経済を巡る不透明感製造業の景況感の重石となる一方、サービス業では緩やかな改善が続いており、景気全体についても緩やかな拡大が続くと予想される。現時点において今年のモンスーン（雨季）の雨量は例年を上回り、それに伴って主要作物の作柄の好転も期待されることは、農村部の暑々環境の改善に繋がり、物価安定を通じ

て経済全体にもプラスに作用することが見込まれる。なお、懸案事項となってきたG S T（財・サービス税）導入を巡る憲法改正はモンスーン議会で採択・成立する運びとなったものの、政府が目指す来年4月からの導入のハードルは依然として高く、G S Tが一応の成立に至ったことでその他の構造改革などに対する機運はやや後退することは避けられないと見込まれ、成長率のさらなる加速を見込むことは難しいと考えられる。よって、趨勢として比較的高い経済成長を実現する余地は高いものの、当研究所では **2016年の経済成長率は前年比+7.7%、2017年は同+7.5%**と予想する。なお、年度ベースでは **2016-17年度は前年比+7.6%、2017-18年度は同+7.5%**になると予想している。

- 長年に亘ってインド経済の悩みの種となってきたインフレ動向については、モディ政権による物価抑制策に加え、原油安の長期化などを追い風に低下トレンドを強めてきた結果、過去2年以上に亘って政府と準備銀が合意しているインフレ目標の範囲内で推移するなど、インフレに対する警戒感は大きく後退してきた。なお、準備銀は来年3月時点のインフレ率を4%に抑える方針を示しているが、直近のインフレ率は久々にインフレ目標の上限をわずかに上回る水準に加速するなど、再びインフレに対する警戒感が強まる可能性が出ている。上述の通り準備銀のラジャン総裁は退任するものの、次期総裁とな

図6 インド インフレ率の推移と予測



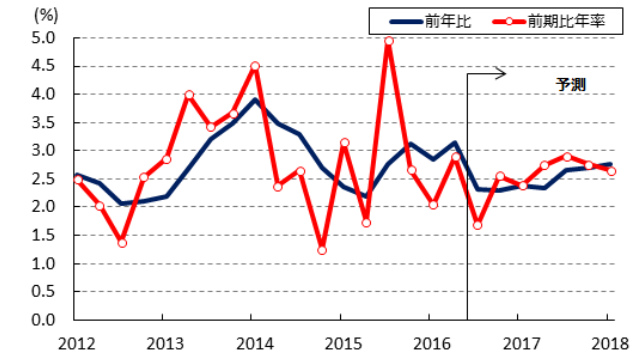
るパテル現副総裁の政策スタンスはラジャン氏と近いとされるなか、これまで同様に慎重な政策運営を維持する可能性は高いと見込まれる。さらに、パテル次期総裁の下では、これまで総裁が金融政策の方向性を一元的に決定してきた流れから、政策委員会方式（合議制）への移行を計画しており、委員のうち3人は政府が指名する方針であるなか、準備銀の独立性に対する疑問が高まる可能性が懸念されているものの、実態的に独立性が大きく毀損される事態は回避されると予想される。また、パテル次期総裁にはラジャン総裁同様に銀行セクター改革をはじめとする様々な構造改革を一段と前進させることが求められるなか、短期的には企業の資金調達コストの上昇などに伴い景気の下振れ圧力を高めるリスクはあるものの、改革の進展により中長期的な観点で潜在成長率の向上に繋がると期待されることは、同国経済にとって望ましい方向にあると判断出来る。なお、今年のモンスーンの雨量が例年を上回っていることは物価面ではプラスに作用すると見込まれ、こうした動きが具現化されれば足下で再燃が懸念されるインフレ圧力が後退し、結果的に準備銀による政策余地の拡大をもたらすことも期待される。ただし、今夏以降はラニーニャ現象が発生する可能性が出ており、そうなればインド周辺では低温状態に陥ることで幅広い農産品で作柄が悪化し、一転して食料品価格の上昇圧力が急速に高まるリスクを抱える。また、年明け以降上昇基調を強める原油相場についても先行きはレンジ相場での推移が続くと見込まれることで、インフレ率が急速に昂進する事態は避けられると見込まれる。こうしたことから、当研究所は **2016年のインフレ率は前年比+5.4%、2017年も同+5.4%**と比較的落ち着いた推移が続くと予想する。

《NIES ～金融市場の落ち着きはプラスに作用するも、中国経済を巡る不透明感が重石となる状況は不変～》

- **韓国**：4-6月期の実質GDPは前期比年率+2.9%と前期（同+2.1%）から加速しており、減速基調が続いてきた展開から底打ちする動きが確認されたものの、3四半期連続で3%を下回る伸びが続くなど勢いを欠く

展開が続いている。最大の輸出先である中国経済を巡る不透明感がくすぶるなかで外需依存度の高い同国経済はかつてのような勢いを取り戻すことが出来ない状況に直面しており、先行きについても世界経済の不透明感がくすぶるなかでは大幅な好転は期待しにくくなっている。輸出の低迷が続くなかで雇用調整圧力がくすぶるなか、原油安の長期化を受けて交易条件が改善している上、物価上昇圧力も後退するなど実質購買力の押し上げに繋がっているにも拘らず個人消費は力強さを欠く展開が続い

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

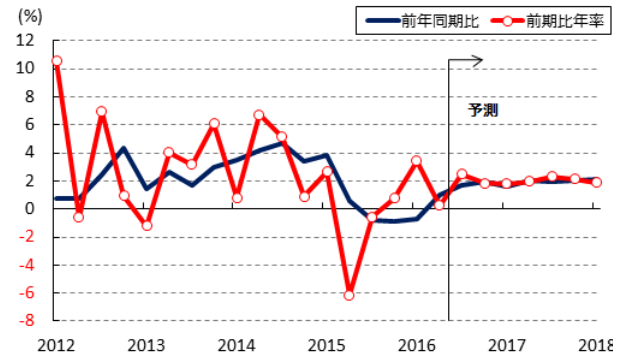
ており、外需の不透明感も相俟って企業の設備投資意欲も頭打ちの様相をみせるなど、内・外需ともに厳しい状況は変わっていない。なお、今年前半については在庫調整圧力が景気の足かせに繋がっていることを勘案すれば、年後半にはこの復元が生産の押し上げを促す可能性があるほか、中国経済も減速基調が続くものの緩やかな景気拡大を続けることが見込まれることから、景気が失速状態に陥る可能性は低いと予想される。また、政府は6月末に総額 20 兆ウォン規模に達する景気刺激策を発表しており、政府系金融機関を通じた融資拡大や政府系企業に対する投資などの雇用対策及び生活支援の名目で 10 兆ウォン規模の補正予算の実施を決定し、中銀に対しては企業の資金繰り支援に向けた資金供給促進策を推進するなどの姿勢をみせているが、一連の対策は規模的には景気の下支えには繋がると見込まれるものの、押し上げ効果には乏しいと考えられる。さらに、足下では不動産投資が頭打ち感を強めるなか、家計部門の資産の太宗が不動産であることを勘案すれば家計部門の消費意欲に直結する上、家計部門の債務残高は6月末時点においてGDP比で8割超に達するなど極めて高く、金融緩和の効果が生まれにくい状況にはまりつつある。国際金融市場の度重なる混乱やさらなる金融緩和観測を受けて通貨ウォン相場は下落基調を強めるなど輸出競争力の向上が期待されているものの、中国経済の減速に加え、中国製品との競合状態も輸出の足かせになっており、輸出が大きく好転する状況とはなりにくい展開が続くと見込まれる。こうした動きは企業の設備投資にも跳ね返ることとなり、雇用の頭打ち感が強まることで内需の足を引っ張ることが予想され、結果的に先行きの景気動向についても引き続き勢いの乏しい展開で推移する可能性は高いと見込まれる。先行きについては早晚米国による利上げ実施に向けた動きが前進する可能性があるなか、このことをきっかけに国際金融市場が再び動揺する事態となれば、同国の金融市場は外資系金融機関の存在感が高い上に、家計及び企業ともに債務の外貨建調達比率が比較的高いことを勘案すれば、を何の進展は債務負担の増加を通じて国内金融市場の信用収縮を招く可能性もある。足下のインフレ率は原油安の長期化などを理由に中銀が定める目標を下回るなどデフインフレが懸念される展開が続いており、今後は下押し効果の剥落で上昇基調に転じると予想されるものの、景気の弱さを反映する形で緩やかな上昇に留まるとみる。したがって、当研究所は **2016 年の経済成長率は前年比+2.6%、2017 年も同+2.5%**と予測期間中の3%超えは難しいと引き続き予想する。

- **台湾**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.23%と辛うじてプラス成長は維持したものの、前期(同+3.43%)から大幅に減速感を強めるなど景気に対する不透明感が強まっている。なお、4-6月期のGDP統計の発表に際して1-3月期は上方修正されるなど年前半の景気は上振れしており、それに伴って政府は今年通年の経済成長率見通しを引き上げるなどの動きもみられる。ただし、足下の景気については1月に実

施された総統選挙及び総選挙の反動で政府消費に大きく下押し圧力が掛かったことに加え、最大の輸出相手である中国本土経済を巡る不透明感が輸出の足かせとなる状況が続くなか、雇用の頭打ち感が強まったことで個人消費の勢いも乏しい展開が続くなど、内・外需ともに厳しい状況に直面している。原油安の長期化などによりインフレ圧力は後退しており、家計部門の実質購買力の向上が期待されるものの、雇用環境の頭打ち感が強まっていることは個人消費の足かせになっているとみられ、結果

的に景気の足を引っ張っている。また、4-6月期は辛うじてプラス成長を維持しているものの、その内訳をみると在庫投資の積み上がりが押し上げに繋がっていることを勘案すれば、先行きについてはこの調整が景気の下押し要因となることは避けられず、景気の拡大基調を強める状況は想定しにくい。なお、足下においては低迷が続いてきた輸出に底入れの兆しが出ており、最悪期は過ぎつつある動きもみられるものの、受注動向は依然として一進一退の動きが続くなど、外需が一方向で回復感を強めるとは見込みにくい状況にあり、結果的に企業の設備投資意欲も低調な推移が続くと予想される。先行きの外需を巡っては、中国経済を巡る不透明感に加え、同国の主力輸出産業であるIT関連を中心とする電子部品並びに電気機器関連では、世界的なIT需要が頭打ち感を強めていること、同国製品に対する優位性が低下していることが顕著になっており、輸出が主導する形で景気回復を遂げる道筋は描きにくくなっている。蔡英文政権は政治面では中国本土との関係を再構築する考えをみせているものの、経済面では様々な分野で双方が深く入り組んだ関係にあることから、経済構造が大きく変化する事態は想定しにくく、中国本土経済の動向に左右されやすい体質が変わる可能性は低いと見込まれる。さらに、足下においては中国本土における景気減速や兩岸関係の悪化などを理由に中国本土からの資金流入が先細りする動きも出ており、不動産需要の低迷が建設投資の足かせとなっているほか、市況低迷による資産デフレがディスインフレ圧力を招く可能性もくすぶっている。現時点においては、引き続き予測期間の間に中国本土経済が失速状態に陥るとは想定しておらず、中国景気の動向と歩を併せる形で景気が振幅すると想定するなか、蔡政権誕生に伴う米国との関係改善は少なからず外需面ではプラスの効果をもたらすと期待される。しかしながら、上述の通り経済構造を巡る基本的要素が大きく変化するとは考えにくいことから、当研究所は **2016年の経済成長率は前年比+1.0%、2017年も同+1.9%**と引き続き勢いに乏しい展開が続くと予想する。

図8 台湾 実質 GDP 成長率の推移と予測

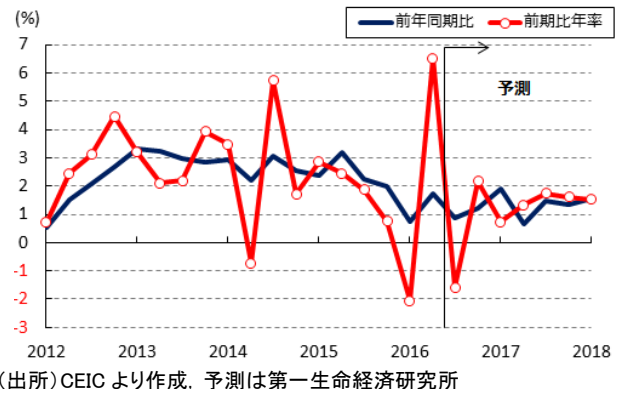


(出所)CEIC より作成、予測は第一生命経済研究所

- **香港**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+6.5%と7四半期ぶりにマイナス成長となった前期（同▲2.1%）からの反動も重なり、21四半期ぶりの高い伸びを記録するなど大きく上振れしている。中国本土経済を巡る不透明感が景気の足かせになることが懸念される展開が続いているものの、足下においては米国をはじめとする先進国景気の堅調な拡大に加え、中国本土自体も緩やかな景気拡大を続けており、輸出に底入れの動きがみられる。さらに、原油安の長期化などを受けて物価上昇圧力が後退するなど家計部門の実質購買力が押し上げられていることに加え、年明け直後の国際金融市場の動揺を克服する動きが広がっていることもあり、個人消費は堅調な拡大を続けるなど内需には堅調さがうかがえる。さらに、中国本土と同様に政府主導による景気下支え策の効果も発現しており、結果として全般的に内需は堅調な拡大を続けていることが確認された。

公共投資の拡大は不動産投資などを通じて固定資本投資の押し上げに繋がっているとみられるなどの動きがある一方、在庫投資の拡大が景気の押し上げ要因になっている様子もうかがえることから、先行きの景気がこのまま一本調子で回復軌道を強めるとは想定しにくい。先行きの景気については、中国本土経済に対する過度な悲観論は後退しているものの、本土政府は人民元相場の緩やかな調整を目論む姿勢をみせており、結果的に米ドルとペッグ状態にある通貨香港ドルは人民元に対して高止まり

図9 香港 実質 GDP 成長率の推移と予測

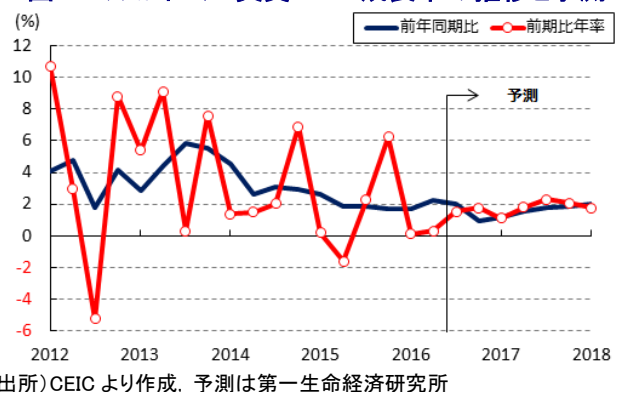


することで、中国本土からの来訪者数の減少に歯止めが掛からないなどの悪影響が表面化している。経済に占める観光関連産業の比率が相対的に高いことを勘案すれば、こうした状況は雇用環境の頭打ちを通じて個人消費を中心とする内需の下押し圧力となることが予想されるなか、香港経済を取り巻く環境が劇的に改善するとは見通しにくいことも変わりがない。足下の国際金融市場は落ち着きを取り戻しているなか、中国経済への悲観論が後退していることも相俟って資金流出が警戒される状況にはないものの、中国経済が以前のような力強い成長の実現が困難になるなか、そのことが香港経済の足かせになるとともに、海外資金の流入の先細りを招くことにより、結果的に香港経済にとってはさらなる下押し圧力となるリスクには注意が必要である。さらに、習近平政権による反汚職・反腐敗運動は長期に亘って高額品や飲食需要の低迷を招いており、先行きについても以前のような勢いに回帰するとは考えにくく、中国本土からの来訪者数の急回復も見込みにくい。香港は都市国家ゆえに海外経済の影響を直接的に受けやすい経済構造を有するなか、先行きの世界経済は中国のみならず、米国をはじめとする先進国景気も勢いに乏しい展開が続くと見込まれ、香港経済の足かせとなり続ける状況は続くであろう。こうしたことから、当研究所は **2016 年の経済成長率は前年比+1.1%、2017 年は同+1.4%**と勢いに乏しい展開が続くと予想する。

● **シンガポール**：4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.31%と辛うじてプラス成長を維持しているもの

の、前期(同+0.12%)からわずかな加速に留まるなど世界経済を巡る不透明感がくすぶるなか、昨年末にかけて予想外の形で景気の伸びが大きく加速した反動も重なり景気の勢いは急速に弱まっている。中国経済の減速などを背景とする世界的な貿易量の縮小傾向が強まるなど、輸出依存度が極めて高い同国経済にとっては厳しい状況に直面しているものの、足下の輸出を巡る動きは一進一退の展開が続いており、景気を下

図10 シンガポール 実質 GDP 成長率の推移と予測



支えしている。ただし、外需の鈍化は雇用環境の頭打ち感を強めており、原油安の長期化などに伴いインフレ圧力は後退するなど家計部門の実質購買力の押し上げに寄与する動きはみられるものの、個人消費の動向も一進一退の状況を抜け出せていない。なお、前期については在庫投資の積み上がりが景気の下支えとなる動きに繋がっていた一方、当期については逆に在庫調整圧力が景気の下押しに繋がっていることから、先行きについてはさらなる下振れ圧力となる可能性は低いとみられ

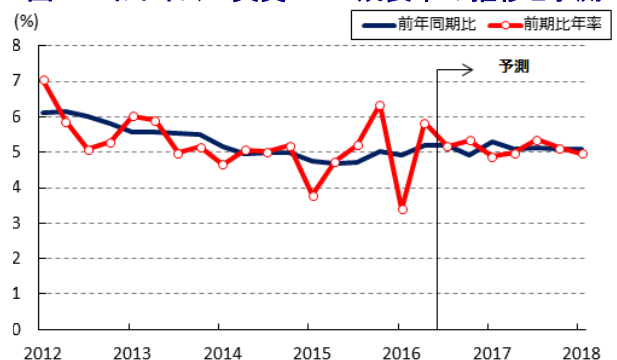
る。さらに、足下では政府による景気刺激策の影響で建設需要が押し上げられており、結果的に企業の設備投資意欲も改善する動きに繋がるなど景気の底堅さに繋がっている。また、年明け直後の国際金融市場の動揺は同国金融市場にも様々な悪影響を与えたものの、足下では落ち着きを取り戻しており、アジア有数の金融センターである同国の実体経済にもプラスに寄与していると考えられる。なお、昨年末に発足した「ASEAN共同体」を巡っては同国が域内全体の金融の中心地となることが期待されており、足下においてASEANの景気が底堅さをみせるなかで資金回帰の動きが強まる可能性は残る。先行きについては、政府主導による公共投資の拡充などを通じた景気下支え策のほか、原油をはじめとする国際商品市況の低迷長期化を受けてインフレ圧力が後退するなか、デフレ懸念を警戒して当局は緩やかな金融緩和に動いていることも重なり、こうした対応は景気の下支えに繋がると期待される。他方、同国経済も輸出依存度が極めて高い都市国家ゆえに、世界経済、とりわけ中国を中心とするアジア経済の動向に左右されやすい特徴があるなか、先行きについては中国経済が以前のような勢いを取り戻す可能性が低く、それに伴ってアジア経済全体も勢いの乏しい展開が続くと見込まれ、回復感に乏しい状況が続く可能性は高い。ASEAN共同体を巡っては、他の主要国との間で外資企業に対する誘致合戦が活発化する動きがみられるなか、インフラ投資拡充などの取り組みなどは海外からの投資資金の受け入れに繋がると見込まれるものの、それだけで景気を押し上げることは期待しにくい。こうしたことから、当研究所は **2016年の経済成長率は前年比+1.7%、2017年は同+1.6%**に留まると予想する。

《ASEAN5 ～経済構造の特徴に応じて景気の強弱に差が生じる。TPPを巡る不透明感はマイナス材料に～》

- **インドネシア**：4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.18%と前期（同+4.92%）から加速して2四

半期ぶりに5%を上回る伸びとなるなど、景気の底入れを示唆する動きが確認された。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2四半期ぶりに伸びが加速しており、堅調な景気拡大を続けている。原油安の長期化などに伴うインフレ圧力の後退に加え、インフレ率の低下を理由に中銀は年明け以降度重なる利下げを実施していることもあり、経済成長のけん引役となってきた個人消費は引き続き堅調な拡大を続ける動きに繋がっている。また、前期においては地方政府を中心にイ

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

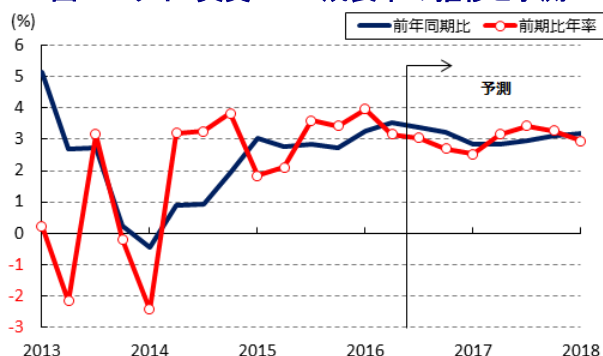
ンフラ投資の進捗が大きく遅れたことが政府消費の落ち込みに繋がり、結果的に成長率の足を引っ張る一因になったものの、当期については地方政府が独自事業を中心に進捗を図ったことで成長率を押し上げている。ただし、中銀による度重なる利下げ実施などに伴い金利は低下傾向を強めるなど事業環境の好転が期待されるにも拘らず、企業の設備投資意欲は依然として低迷が続いており、堅調な伸びを続けてきた建設投資にも頭打ち感が出るなど、固定資本投資の鈍化は景気の足かせになっている。さらに、原油をはじめとする国際商品市況の底入れなどを背景に輸出に底入れの動きがみられる一方、政府主導による輸入抑制策の動きが影響して輸入が抑えられた結果、純輸出の成長率寄与度はプラス幅を拡大させており、依然として歪な状況が続いていることは変わりがない。このように足下の景気については個人消費こそ堅調さを維持している一方、企業部門は総じて厳しい経済環境に直面するなかで政府消費や公共投資の進捗が景気を大きく左右する展開が続いており、必ずしも自立した景気回復軌道に回帰している訳ではないと判断出来る。なお、原油安の長期化は上述の通り

インフレ圧力の後退に繋がるとともに、経常赤字も圧縮されるなどファンダメンタルズの改善が進んでおり、国際金融市場が落ち着きを取り戻していることも相俟って海外資金の流入圧力が強まる動きもみられる。特に、ジョコ・ウィ政権が7月末に実施した内閣改造において、金融市場からの信頼が厚いスリ・ムルヤニ・インドラワティ氏の財務相への返り咲き人事を決定したことは高い評価を以って受け止められており、資金流入を後押ししていると考えられる。新たな財務相の元でジョコ・ウィ政権は財政健全化に取り組むとともに、インフラ投資など将来に向けた投資に向けた財源確保を目指す姿勢をみせており、このことは中長期的な潜在成長率の向上とともに海外資金の受け入れを活発化させると期待される。さらに、短期的には来年3月までの時限措置として実施されている租税特赦による財源確保に加え、海外に逃避していた資金が国内市場に還流されることは金融市場の取引活発化や国内景気の押し上げに繋がることも見込まれる。なお、ジョコ・ウィ政権は様々な分野で外資開放を進める方針を示す一方、国内産業保護を謳う姿勢も崩しておらず、結果的に外資系企業による投資流入が本格化するかは未知数であり、それに経済成長の押し上げを過度に期待することは難しい。ASEAN共同体に対しても同国はこれまでに比べて後ろ向きともみられる姿勢を示していることから、当初期待されていた域内分業による同国の存在感向上といったことにも繋がりにくい可能性が高く、結果的に中長期的にみた潜在成長力の足かせとなる懸念もくすぶる。こうしたことを勘案して、当研究所は **2016年の経済成長率を前年比+5.1%、2017年は同+5.2%**と堅調な推移が続くも、やや勢いに欠ける展開が続くと予想する。

- **タイ**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.17%と前期（同+3.96%）から伸びは鈍化しているもの

の、4四半期連続で3%を上回る伸びを続けるなど堅調な景気拡大を続けている。原油安の長期化などによるインフレ圧力の後退で家計部門の実質購買力が押し上げられていることに加え、政府による減税措置や低所得者を対象とする補助金政策、3月末以降追加的に実施されている住宅購入支援策などの効果で個人消費が押し上げられて足下の景気を下支えしている。一方、過去数四半期に亘ってソムキット副首相の陣頭指揮の下でインフラ投資をはじめとする公共投資の進捗

図12 タイ 実質 GDP 成長率の推移と予測



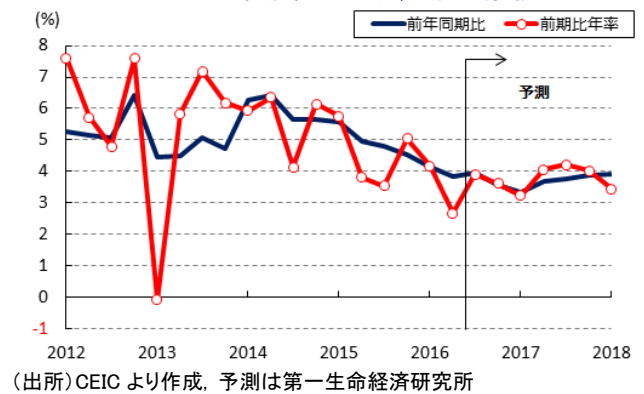
(出所) CEIC より作成, 予測は第一生命経済研究所

が加速してきたものの、足下では一服感が出るなど景気動向を巡っては公的需要に大きく依存する状況は変わっていない。他方、分野別ではエルニーニョ現象に伴う少雨による干ばつの影響で低迷が続いてきた農業関連の生産に底打ちの動きが出ているほか、製造業の生産も一進一退の展開ではあるものの底堅い推移が続いており、個人消費の堅調さや国際金融市場の落ち着きも追い風にサービス業の生産も幅広く拡大している。ただし、国際商品市況の低迷長期化を受けて鉱業部門の生産は依然低調なほか、公共投資の一巡を受けて建設業にも下押し圧力が掛かり、不動産など関連のサービス業にも下振れの動きがみられる。また、当期については在庫投資の大幅な拡大が成長率の押し上げに繋がっていることを勘案すれば、来期以降にこの調整に伴う下押し圧力が発現することが予想されるなど、先行きの景気に対する明るい材料とはなっていない。そして、世界経済の減速に伴う輸出を巡る不透明感や企業部門の設備投資意欲の低迷を招くなか、足下では法人税を巡るゴタゴタも進出企業による投資拡大の足を鈍らせている上、先行きについても政治情勢の不透明感が实体经济の足かせとなるリスクもくすぶる。プラユット政権は来年中の民政移管実現に向けた憲法改正を前進させているが、当

面は実質上の軍政が幅を利かせる内容だけに、欧米を中心とする海外からの同国に対する評価は厳しい状況が残ることも予想され、このことも対内直接投資の足を引っ張ることも懸念される。足下の景気については上述の通りソムキット副首相が主導する「バラ撒き」政策の実施により短期的に下支えされる展開が続いているものの、財政リスクの増幅は政治不信と相俟って外国人投資家からの信認低下に繋がる可能性も残る。さらに、同国はすでに人口ボーナス期が終えんを迎えるなど労働力の確保が難しくなることが予想されるなか、前政権が実施した大幅賃上げの影響により周辺国との間で生産拠点としての競争力の低下が進むことから、直接投資の流入は見込みにくく、結果的に中長期的にみた潜在成長率の低下を余儀なくされるリスクもある。こうした事情を勘案して、当研究所は **2016 年の経済成長率を前年比+3.4%、2017 年は同+2.9%**と 2016 年は前半の景気加速を受けて上振れを予想するものの、力強さには乏しい展開が続く予想する。

● **マレーシア**：4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.67%と前期（同+4.17%）から伸びが一段と減速しており、ASEAN内でも相対的に外需依存度が高い同国にとり、世界経済の減速感が強まるなかで厳しい状況に直面している。前期に大きく加速した個人消費はその反動により伸びが鈍化しているものの、原油安の長期化などに伴うインフレ圧力の後退は家計部門の実質購買力を押し上げており、結果的に個人消費は底堅い展開が続いている。さらに、政府による歳出前倒し策の効果により政府消費が大幅に押し上げられており、結果的に内需を取り巻く環境は全般的に堅調

図 13 マレーシア 実質 GDP 成長率の推移と予測



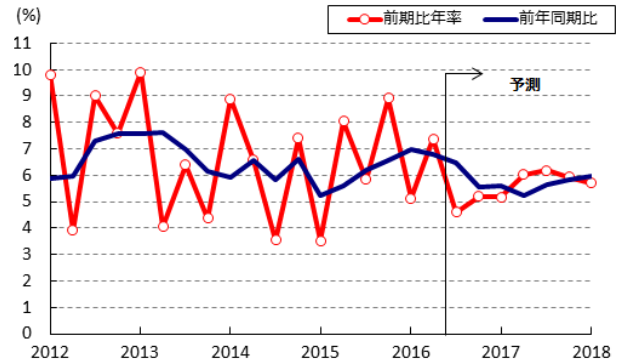
な動きをみせている。その一方、世界的な景気減速に伴い輸出に下押し圧力が掛かっており、これが雇用環境の頭打ちを通じて景気の足かせとなる懸念がくすぶっている。昨年4月に導入されたGST（財・サービス税）に伴う物価上昇圧力による個人消費への下押し圧力は一巡しているものの、輸出が弱含む中で企業の設備投資意欲の足かせとなっており、足下の景気は政府支出の動向に左右される展開が続いている。なお、当期については前期において成長率の押し上げに繋がった在庫の積み上がりが調整に転じており、結果的に成長率の下押し圧力となっていることを勘案すれば、先行きはこの復元の動きが成長率を押し上げる可能性はある。ただし、外需の動向が景気全体の行方を大きく左右する傾向があるなか、先行きについても世界経済の勢いは乏しい展開が続くと予想されるなかでは、企業の設備投資や雇用環境などの重石となる状況は避けられないとみられる。なお、同国はアジア有数の産油国であり、原油相場の低迷長期化はファンダメンタルズの悪化を招くなどリスクが嫌気される場面もみられたが、年明け以降の相場上昇に加え、国際金融市場が落ち着きを取り戻していることはプラスに作用すると見込まれる。とはいえ、同国金融市場は短期資金を中心に海外資金に対する依存度が域内でも相対的に高く、市場環境の変化が金融市場を通じた実体経済を左右する可能性には注意が必要である。ナジブ首相の肝煎りで機能強化された政府系投資会社（1MDB）を巡る問題は一巡したかに思われたが、スイスや米国など海外で資金の動きを巡る疑惑を追及する動きが強まっており、仮にこれが国内において政治問題化する事態となれば政権にとっても無視を決め込むことが難しくなることも予想される。また、同国が参加表明しているTPPの行方が極めて不透明となるなか、これをてこに国内の投資環境の整備が進むとの期待があったものの、公的部門の比率が高いにも拘らず改革が後ろ向きになる可能性を勘案すれば、海外からの投

資流入などにも影を落とすことも懸念される。こうした事情を勘案して、当研究所は **2016 年の経済成長率を同+3.9%、2017 年も同+3.7%**と近年と比べて一段と勢いに乏しい展開が続くと予想する。

● **フィリピン**：4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+7.38%と前期（同+5.13%）から伸びが一段と加

速しており、世界経済を巡る不透明感がくすぶるなかにおいても依然として堅調な景気拡大を続けていることが確認された。分野別では、年明け直後の異常気象の影響により低迷が続いた農業関連の生産が底打ちしているほか、国際金融市場が落ち着きを取り戻すなかで旺盛な内需を背景に幅広くサービス業で生産拡大の動きが広がる動きもみられた。ただし、中国をはじめとするアジア新興国経済の減速は輸出の重石となるなか、この動きは製造業の生産の足を引っ張るなど跛行色も鮮明になってい

図 14 フィリピン 実質 GDP 成長率の推移と予測



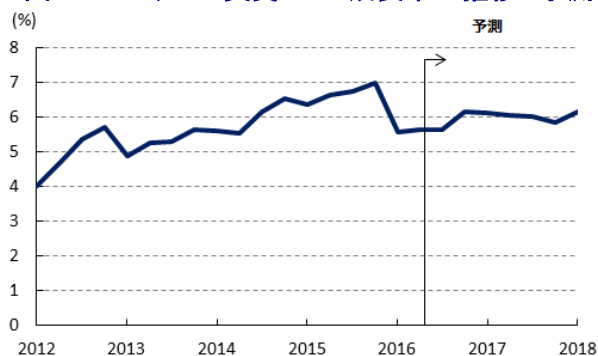
(出所)CEIC より作成。予測は第一生命経済研究所

る。とはいえ、海外移民からの底堅い送金流入や原油安の長期化などに伴うインフレ圧力の後退を受けて、家計部門の実質購買力が押し上げられていることもあり、個人消費は旺盛な展開が続いており、景気をけん引する展開は変わっていない。また、個人消費の堅調さを背景に企業の設備投資意欲に底入れ感が出ているほか、不動産投資が活発化する動きもみられるなど、全般的な内需拡大が成長率の押し上げに寄与している。さらに、5月に実施された大統領選をはじめとする一連の選挙に伴う政府支出の拡大も成長率を押し上げており、足下における景気の堅調さを演出することにも繋がっている。なお、大統領選での勝利により誕生したドゥテルテ政権を巡っては治安政策で早くも成果を挙げる動きがみられる一方、その手腕については対外的な避難的となる場面も少なくなく、今後の動向には引き続き注意が必要である。とはいえ、ドゥテルテ政権の経済チームには基本的に金融市場からの評価が高い人材が配置されており、ダバオ市長時代に外資誘致などで手腕を発揮した流れが全土に広がることも期待される。ドゥテルテ政権においてはアキノ前政権当時以上に強硬な反汚職運動が展開されており、それによって生じた財政的余裕がインフラ投資を中心とする予算拡充に繋がることは、国際金融市場における同国に対する評価向上をもたらすことも見込まれる。先行きについては治安の改善と旺盛な移民送金による個人消費の押し上げが期待されることから、引き続き内需主導による経済成長を続ける余地は大きいと見込まれるものの、最大の輸出先である中国経済の不透明感が外需の足かせとなる事態は避けられない。また、インフラを取り巻く環境が直ちに劇的な改善を迎える可能性は乏しい、経済チームを中心とする構造改革期待は対内直接投資を押し上げることは期待出来るものの、短期的に成長率を押し上げるほどには至らないと考えられる。こうしたことから、当研究所は **2016 年の経済成長率は前年比+6.4%、2017 年は同+5.6%**になると予想する。

● **ベトナム**：4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+5.56%と前期（同+5.46%）から加速しており、年明け以降一服感が広がった同国経済の底入れを示唆する動きはみられるものの、足下の状況はひと頃と比べて勢いに乏しい展開が続いている。分野別では、年明け直後の国際金融市場の混乱をきっかけに世界経済への下押し圧力が強まったことで輸出が鈍化したことが製造業の生産の重石になったとみられるほか、度重なる異常気象の影響で農業関連を中心とする生産の足かせとなったことも景気の足を引っ張っている。その一方、原油安の長期化などをを受けてインフレ圧力が後退するなど家計部門の実質購買力が押し上げられる動きがみられ、

個人消費の底堅さに繋がっているほか、政府主導による公共投資の拡充の動きは固定資本投資を下支えしており、景気の腰折れを防いでいるとみられる。さらに、足下では国際金融市場が落ち着きを取り戻すなかで、同国金融市場は比較的閉鎖的な環境にあるなどその直接的な影響を受けにくい体質にはあるものの、海外資金の流入が金融市場環境の改善を促す一因になっている。なお、中国の景気減速は他のアジア新興国同様に同国にとっても外需の重石となることが懸念されるものの、同国の輸出は

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

米国や日本、EUなど先進国向け比率が相対的に高いことはプラスに寄与すると考えられてきた。しかし、英国のEU離脱によるこれらの国々への影響は今後徐々に発現することが予想されるなか、ASEAN内では輸出依存度及び輸出に占めるEU及び英国向け比率が相対的に高い同国には悪影響が出やすい点には注意が必要である。また、同国は昨年末に発足したASEAN経済共同体とTPPに重なることから、その好影響を最も享受することが出来る国として捉えられ、近年の対内直接投資の拡大に繋がってきたと考えられるものの、足下でTPPの行方が不透明になっていることは投資の行方にも影を落とす可能性がある。今年1月の共産党大会において党首脳部人事は中国と比較的關係が近い陣容となるなか、先行きについては構造改革のスピード感が鈍るとの見方も広がっており、そうした状況が対内直接投資に悪影響を及ぼす可能性も懸念されるなど、ここ数ヶ月のうちに見方が変化することも考えられる。こうした外部環境の大きな変化は景気に対する見方の下方修正に繋がることから、当研究所は 2016年の経済成長率は前年比+5.8%、2017年は同+6.0%になると予想する。

以上