

アジア(中国・インド・NIES・ASEAN5)経済見通し(2016年11月)

～アジアの命運を「トランプ政権」の動きが握る微妙な情勢に～

発表日：2016年11月29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	2018年(暦年)予測
中国	+6.7% (前回+6.5%)	+6.3% (前回+6.3%)	+6.0%
インド	+7.5% (前回+7.7%)	+7.6% (前回+7.5%)	+7.7%
NIES	+2.2% (前回+2.0%)	+2.2% (前回+2.1%)	+2.4%
ASEAN5	+4.9% (前回+4.8%)	+4.8% (前回+4.6%)	+5.0%

※前回は2016年8月30日時点の弊社予測値

《総論》

- アジア新興国経済を巡ってはここ数年、長期に亘る原油安などをきっかけにしたインフレ圧力の後退に伴い金融緩和余地が拡大するなか、内需依存度の高い国々を中心に堅調な景気拡大を続ける展開が続いてきた。他方、今夏以降は域内最大の経済規模を有する中国経済の減速懸念が服していることに加え、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世界経済が底打ちしており、輸出依存度の高い国々のなかにも外需に底打ちの兆候が出るなどの動きも出ている。また、米国をはじめとする先進国経済の堅調さは世界経済の拡大を下支えするなか、アジア新興国全般で景気の底入れが進むとともに、このことが世界経済全体の拡大を一段と促すとの期待も高まってきた。しかしながら、今月初めに実施された米国大統領選において共和党候補のドナルド・トランプ氏が勝利したことで、アジアをはじめとする新興国を取り巻く環境は大きく変わる可能性が懸念されている。トランプ氏の勝利を受けて、金融市場では同氏の公約である大規模減税と巨額のインフラ投資を理由に米国経済が盛り上がる背後で財政赤字が拡大するとの見方が広がり、米国市場では国債が売られて長期金利が上昇する一方、株式相場や米ドル相場は上昇基調を強めるなど「リスク・オン」の様相を呈している。他方、米ドル高圧力が強まったことでアジアをはじめとする新興国では海外資金の流出圧力が強まり、長期金利が上昇する一方で株式相場や為替相場は下落基調を強めており、2013年のバーナンキ米Fед(連邦準備制度理事会)前議長による量的金融緩和政策の終了を示唆する発言をきっかけとした国際金融市場の動揺(いわゆる“Taper Tantrum”)に準えて“Trump Tantrum”と称する動きもみられる。アジアをはじめとする新興国にとって海外資金の流出圧力が強まることは、自国通貨安を通じて輸入インフレ圧力の昂進を招くほか、資金流出自体が国内金融市場の信用収縮に繋がることで実質的な金融引き締め効果をもたらすなか、過度な通貨安を警戒して金融引き締めや為替介入に動くことで引き締め圧力を高めることが懸念される。

図1 アジア新興国の経済成長率の推移と予測

	予測 (単位: %)				
	2014	2015	2016	2017	2018
中国	7.3	6.9	6.7	6.3	6.0
インド	7.0	7.2	7.5	7.6	7.7
NIEs	3.4	2.1	2.2	2.2	2.4
韓国	3.3	2.6	2.8	2.7	2.8
台湾	4.0	0.7	1.4	1.7	1.9
香港	2.7	2.4	1.5	1.5	1.5
シンガポール	3.3	2.0	1.3	1.6	1.9
ASEAN5	4.6	4.8	4.9	4.9	5.0
インドネシア	5.0	4.8	5.0	5.2	5.3
タイ	0.8	2.8	3.2	3.0	3.1
マレーシア	6.0	5.0	4.1	4.0	4.3
フィリピン	6.2	5.9	6.7	6.1	6.2
ベトナム	6.0	6.7	6.1	6.3	6.4

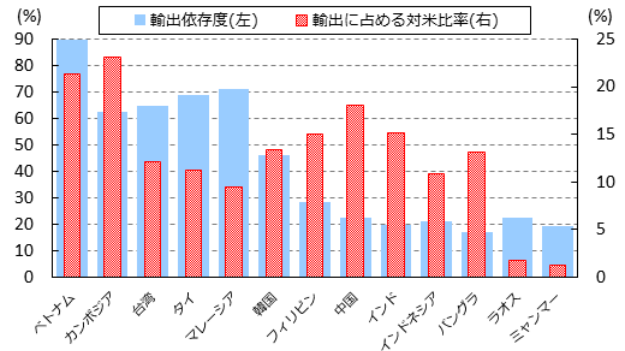
(出所)CEICより作成、予測(影部分)は第一生命経済研究所。
加重平均は米ドルベースのGDPでウェイト付け。2015～18年は
2015年実績を使用。

足下の金融市場の動揺がどれくらいの期間に亘って続くかは不透明であり、実体経済への悪影響は未知数の状況だが、既に実態的な引き締め動きが出ていることを勘案すれば、先行きの景気に少なからず下押し圧力が掛かることは避けられない。他方、通常において米国の景気拡大は米国経済に対する依存度の高い新興国を中心に景気押し上げに繋がり、このところの通貨安は輸出競争力の向上を通じてその効果を向上させると期待される。しかしながら、トランプ次期政権では保護主義的な通商政策が採られる可能性があるなか、仮に実現された場合、アジアをはじめとする新興国経済にとって米国の景気加速の恩恵に浴することが出来ない事態となる。また、米国の強硬な通商政策の矛先は最大の貿易赤字相手である中国に向かうなか、中国との対立姿勢が

激化した場合、ここ数年中国経済に対する依存度を高めてきたアジア新興国にとっては玉突き的に悪影響を被る事態も懸念される。このように考えると、トランプ次期政権による政策運営の方向性はアジア新興国の景気動向に直接、並びに間接的に様々な影響を与え得る上、基調としては下振れ圧力となる可能性には注意が必要である。とはいえ、域内最大の経済規模を有する中国経済を巡っては、来年秋に共産党大会の開催が予定されており、最高指導部の大幅な人員刷新が行われる見通しであることを勘案すれば、年初に開かれる全人代（全国人民代表大会）で決定される経済成長率目標を実現させるべく財政出動が行われると見込まれるなか、当面は比較的堅調な景気拡大が続くと予想され、そのことが他のアジア新興国経済を下支えすると考えられる。また、トランプ次期政権はTPP（環太平洋パートナーシップ協定）からの離脱を表明しており、アジア太平洋地域でのメガFTA（自由貿易協定）戦略は中国が主導するRCEP（東アジア地域包括的経済連携協定）を柱

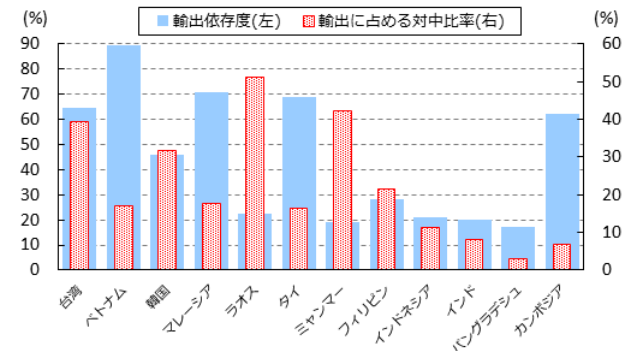
に議論が進むとみられるが、現段階における協議の動向などをみれば、予測期間中にこれが機能するほどのペースで合意が進むとは見通しにくい。他方、米国が保護主義的な通商政策を志向する可能性が高まっておりアジア新興国の中国経済に対する依存度は不可逆的に高まる傾向が強まると見込まれるなか、アジア新興国のなかにも自国優先主義的な動きが広がっていることから対内直接投資などの流入が先細りするリスクも懸念される。こうした動きは各国の先行きにおける景気拡大の足かせになると考えられる上、世界的な貿易拡大ペースの鈍化が世界経済の成長抑制要因となり、ひいてはアジア新興国経済にも重石となると予想される。なお、足下の国際金融市場の動揺はアジア新興国で株式、為替、債券の「トリプル安」を招くなど不安要因になっているものの、少なくともアジア発で危機的状況に直面する国が現われる可能性は現時点で低いとみており、然るべき時期を過ぎた後には落ち着きを取り戻すであろう。したがって、物価動向についても景気に対する不透明感が重石となる一方、原油をはじめとする国際商品市況も比較的落ち着いた推移が続くと想定しており、アジア新興国が以前のような力強い経済成長を実現することが難しくなるなか、インフレ率が急上昇する可能性は低いと予想する。アジア新興国の先行きの物価については、異常気象など外的要因に伴う穀物をはじめとする

図2 アジア新興国経済の対米依存度の比較



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、左から影響の大きい順

図3 アジア新興国の対中依存度の比較



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、左から影響の大きい順

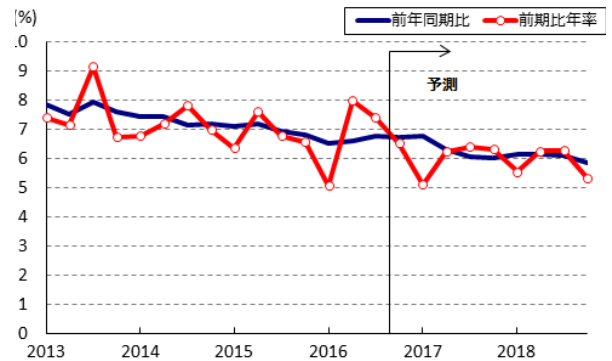
食料品価格の動向が鍵を握る展開が続くであろう。

《中国 ～「いつか来た道」で景気減速に一服感。成長率目標はクリア可能だが、潜在的风险は膨張したまま～》

- 7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.7%と3四半期連続して横這いで推移しており、一段の景気減速を警戒する動きがみられたものの、そうした懸念が後退していることは国際金融市場にとって好意的に受け止められている。前期比年率ベースでは+7%台半ばと

前期（同+8%前後）から伸びは鈍化しているが、1-3月期を底に景気は拡大基調を強めるなど景気の底離れが一段と進んでいる様子が確認された。なお、足下における景気底離れは共産党及び政府が望むような個人消費を中心とする内需主導での経済成長に拠るものではなく、インフラをはじめとする公共投資拡充の動きのほか、一昨年末以降の金融緩和を追い風に不動産投資が活発化するなど、固定資本投資の底入れが景気拡大を促す「いつ

図4 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

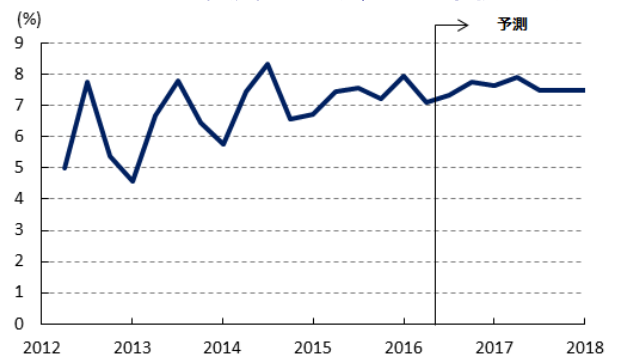
か来た道」を辿っている。その一方、通貨人民元は米ドルに対して下落基調を強めているものの、他の主要通貨も同様に下落したことで実効レートは過去数ヶ月横這いで推移するなど輸出競争力の向上に繋がらないなか、輸出が景気回復のドライブとはならず足かせとなる状況が続いている。なお、共産党及び政府は経済成長が行き詰まりをみせるなかで様々なレベルでの「サプライサイド改革」の前進を声高に主張しており、過剰生産が懸念された石炭などでその効果が発現する動きがみられる一方、同国の過剰設備に伴う過剰生産能力が世界的なデフレーション要因となっている鉄鋼や石油製品などでは生産調整が進まず、インフラ投資の拡充が事実上の「延命措置」となっている。この背景には、来年秋に開催される共産党大会において最高指導部（共産党中央委員会常務委員）の大半（7人中5人）が交代する「人事の季節」を迎えるなか、性急な構造改革が景気の腰折れを招く事態を回避したいとの思惑も影響していると考えられる。さらに、今年は第13次5ヶ年計画の初年度に当たるなか、計画実現に向けたスタートダッシュを図る意味でも景気を重視する姿勢が強まったと考えられる一方、一時は共産党の機関紙で政府の政策に対する批判が公然となされるなど、共産党及び政府内で政策を巡る路線対立が表面化するという事態も垣間見られた。しかしながら、10月に開催された六中全会（共産党中央委員会第6回全体会議）では習近平氏を「核心的指導者」とする決定がなされるなど党内での「一強体制」の構築が着々と前進しており、今後は同氏が就任時に掲げた「中国の夢（中華民族の偉大な復興）」があらゆる政策の柱となる傾向が一段と強まると予想される。したがって、共産党や政府が掲げる「サプライサイド改革」はあくまで掛け声倒れに終わるとともに、その最大の焦点となっている国有企業改革についても単なる合従連衡による「水膨れ」を引き起こす可能性が高いとみている。こうした動きは先行きの中国経済をみていく上で、同国では毎年初めに共産党及び政府が開催する全人代（全国人民代表大会）において経済成長率「目標」を決定するが、その実現に向けた財政出動を行いやすい体質が続くことを意味しており、そのことは中国経済に対する依存度を高めてきた他のアジア新興国にとって景気下支えに繋がると期待される。こうした傾向は予測期間中に亘って続くと思われ、中国発で景気の腰折れが懸念される事態には至らないと予想するものの、足下では民間部門の債務残高がGDP比で200%超となるなど過剰債務が懸念される状態にある。共産党及び政府は表面上「市場機能の向上」を図る姿勢をみせているが、実態は当局が管理・監視を強

化させて市場の「暴発」を抑えているに過ぎない上、不動産市場においてはバブルが再燃するなど新たな問題が噴出しつつあることを勘案すれば、金融市場からの圧力が引き金となって同国金融市場が混乱に陥る潜在的なリスクは高まっている。とはいえ、上述のように習近平氏を中心とする政治体制は良くも悪くも強化されて安定しており、来年秋の党大会も無難に通過すると見込まれることを勘案すれば、予測期間中は緩やかな減速を容認しつつ小手先の改革を繰り返す展開が続くものとみている。今年については経済成長率目標を「6.5～7.0%」と幅を持たせる形で決定されたが、当研究所は **2016 年の経済成長率は前年比+6.7%**とこれをクリア可能とみており、現時点では過度な財政拡張は行わず自然体での政策運営が行われるとの前提に立ち、**2017 年は同+6.3%、2018 年は同+6.0%**と緩やかな減速が続くと予想する。

《インド ～改革の「一歩前進」もその他は「ゼロ回答」を予想。経済成長のさらなる加速のハードルは依然高い～》

- 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+7.1%と前期（同+7.9%）から減速して5 四半期ぶりの低い伸びに留まるなど一見すると急速に景気の減速感が強まったように見えるものの、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わずかに加速して+9%超と高い伸びが続くなど、堅調な景気拡大が続いている。前年比ベースで大きく減速した背景には、前年にはインフラを中心とする公共投資が大きく加速して成長率が大きく押し上げられた反動が影響しており、当期についてはより「身の丈」に近い伸びと捉えることが出来よう。なお、原油安の長期化に伴って低下トレンドが続いてきたインフレ率が底打ちしたことで家計部門の実質購買力に下押し圧力が掛かることが懸念されたものの、

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

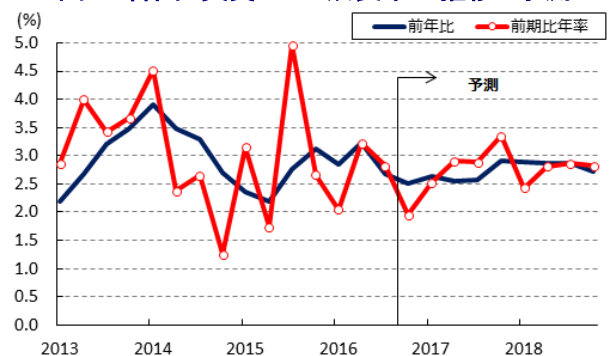
低金利状態の長期化が耐久財を中心とする消費の下支えとなったほか、年度初めのタイミングで公共投資が進捗したことは固定資本投資を押し上げるなど全般的に堅調な内需が経済成長をけん引する状況は変わっていない。さらに、長期に亘って低迷が続いてきた輸出にも底打ち感が出るなど外需も経済成長を下支えしており、足下の経済成長は内・外需がバランス良く噛み合う展開が続いている。今年は雨季（モンスーン）の雨量が例年を上回り、カリフ期の主要作物の作付面積も例年を上回るなど穀物をはじめとする食料品に起因するインフレ圧力への懸念が後退しており、足下ではインフレ率が再び低下トレンドを強めるなど内需にとって押し上げ材料となることが期待されている。また、年明け以降に底入れが進んだ原油相場は足下で頭打ちしていることでインフレ圧力が後退したほか、経常赤字幅も急速に圧縮されるなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）は大きく好転しており、金融市場の動揺に対する耐性は向上している。ただし、足下の国際金融市場の動揺に際しては、以前同国が「フラジャイル・ファイブ（脆弱な5ヶ国）」の一角を占めたことも理由に海外資金の流出圧力が強まり、当局がルピー相場の安定に向けて為替介入に踏み切る事態を招いている。とはいえ、これは今年9月に準備銀（中銀）総裁を退任したラジャン氏の後任総裁となったパテル氏が就任早々に利下げを実施するなど、同行の政策スタンスが「ハト派」に振れたとの印象が国内外で強く意識されたことも影響したと考えられる。また、パテル新執行部にとっては来春を目処とした銀行セクターの不良債権処理が当面の課題であり、同セクターは政治的な「圧力団体」と化すなかで着実な改革前進を図ることが出来るか否かが同国経済に対する市場からの信認にも大きく影響すると見込まれる。他方、モディ政権による構造改革を巡っては長年

の懸案であったG S T（財・サービス税）導入に掛かる憲法改正が議会を通過し、税率も決定するなど来年4月からの導入が期待されるなど予想外のスピードで前進してきたが、今月初めに政権が突如「不正防止」を理由に高額紙幣の廃止を決定した影響で実体経済の下押しが懸念される事態となり、今後の地方議会での交渉などに悪影響が出る恐れもある。なお、高額紙幣の廃止に伴い多くの国民が該当紙幣を交換すべく銀行預金が拡大しており、結果として元々多くの国民にとって銀行との取引慣行が乏しいなかでその機会を拡大させたことは、先行きの同国経済にとり信用創造などの観点からプラスの効果を生む可能性はあるものの、短期的には紙幣不足が高額消費や企業決済などに悪影響を与えることで景気に下押し圧力となることは避けられないと見込まれる。また、モディ政権は紙幣廃止を打ち出す代わりに脱税や汚職といった同国経済の長年の課題を炙り出す姿勢をみせているが、政府が成果を挙げる時限として設定した「50 日」を越えても一向に事態打開がなされなければ、比較的高水準で推移してきた政権に対する支持率にも悪影響を与える事態も懸念される。さらに、モディ政権はG S Tでは予想外の改革前進を図ることに成功したが、これを以ってその他の構造改革に対する機運は大きく萎むことが予想されることから、成長率のさらなる加速に向けた取り組みが進むことは難しいと見込まれる。先行きの物価は上述の通りモンスーンの影響で比較的低水準で推移することで内需の下支えに繋がると考えられるものの、不良債権処理問題は民間投資の阻害要因となるなか、もう一段の経済成長を促す突破力に乏しい展開が続くであろう。結果、当研究所は 2016 年の経済成長率を+7.5%、2017 年は同+7.6%、2018 年は同+7.7%とみており、年度ベースでは 2016-17 年度は同+7.5%、2017-18 年度は同+7.6%、2018-19 年度は同+7.8%と徐々に加速すると予想するが、政府が目指す8%成長に届く可能性は低いとみている。

《NIES ～「スロートレード」の長期化は外需依存度が高いNIES 諸国にとって景気の重石となることは必至～》

- **韓国**：7-9 月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.8%と前期（同+3.2%）から伸びが鈍化しており、最大の輸出相手である中国経済の減速に一服感が出ているにも拘らず、その恩恵を受けることが出来ていない状況にある。インフレ圧力の後退や中銀による一段の金融緩和を受けて個人消費は底堅い動きをみせている一方、外需を巡る不透明感は企業部門の投資意欲の足かせとなるなか、製造業を中心に雇用に下押し圧力が掛かる動きもみられるなど、先行きに対する不透明感は高まっている。こうした状況にある一方、足下の景気は政府が6月末に発表した総額 20 兆ウォン規模の景気刺激策の影響で政府消費が押し上げられたほか、公共投資の進捗は固定資本投資を加速させるなど公的需要が大きな下支え役となっているが、これは持続可能な経済成長ではない。こうしたなか、米国によるTHAAD（高高度防衛ミサイル）の配備を巡る中国との関係悪化が輸出や観光客などの下押し圧力となるなど輸出依存度が高い同国経済の重石となっている上、製造業では新型スマートフォンの販売停止措置や大手自動車メーカーで 12 年ぶりに全面ストが行われるなどマイナス材料が噴出したことで生産に急ブレーキが掛かる事態となっており、短期的に景気の下押し圧力となることは避けられない。また、朴槿恵大統領の長年の知人女性を巡る問題をきっかけに、朴大統領自身に職権濫用や強要に関する共謀が認定されるなど現職大統領として異例の状況となるなか、

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

政権支持率は1桁%という史上最低水準を記録しており、同氏の退陣を求める大規模デモが全土で展開される事態となった。同大統領を巡っては元々、今年4月に実施された総選挙で与党が大敗北を喫したことで政権のレームダック（死に体）化が進んでいたが、一連の問題を契機に野党や与党の非主流派（非朴派）を中心に大統領の弾劾を求める動きが強まり、主流派（親朴派）の一部も連帯する可能性が出ている。こうした事態を受け、朴大統領は自身の進退について「国会の決定に委任する」との考えを示すなど条件付での辞意表明を行うこととなった。今後については、仮に弾劾が成立すれば朴大統領は即日職務停止となるほか、自ら辞任した場合は黄教安首相が職務を代行するとともに60日以内に大統領選挙が実施され、政権移行に向けた動きが加速する。次期政権への移行が迅速に行われることで、政界を巡る混乱が政策運営の停滞を招く状況が打破されることは景気にも少なからずプラスの効果が期待されるほか、金融市場の一部では朴政権下で様々な構造改革が実態として棚上げされてきたことから、次の政権では改革機運が高まるとの見方もある。他方、短期的には今年9月末に「汚職防止」の目的で施行された接待禁止法（金英蘭法）の影響でサービス業を中心に大きく下押し圧力が掛かるなか、朴大統領を巡る問題の多くにこのところスキャンダルが相次いだ財閥が絡んでいたことで多くの国民が財閥解体を求める動きをみせており、この動きも国内景気を取り巻く状況を厳しいものにすると思込まれる。中長期的にみれば、同国経済の弊害を拡大させる一因となっている財閥が解体されることは同国経済の成熟化や競争力向上に少なからずプラスの効果があると思込まれるものの、短期的には国内における過当競争の激化などが国際競争力の低下を通じて景気の足かせとなるであろう。また、足下の国際金融市場の動揺は同国でも資金流出圧力に繋がっており、家計部門を中心に債務規模が極めて大きいなか、家計部門の資産は太宗が不動産である上、首都ソウルの一部を除くと相場の上昇ペースに陰りが出るなど逆資産効果が懸念される状況にあることは、先行きの実体経済にとって下押し圧力を増幅させることも懸念される。こうした事情を勘案して、当研究所は **2016 年の経済成長率は前年比+2.8%、2017 年は同+2.7%、2018 年も同+2.8%** といずれも3%に満たない展開が続くと予想する。なお、余談ではあるが、同国の歴代政権は国内情勢が悪化した場合に「反日」を旗標に国内をまとめ上げる傾向が強いことを勘案すれば、次期政権の動きによってはわが国との政治関係が厳しい状況となる可能性には注意が必要である。

- **台湾**：7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.91%と前期（同+0.23%）に大きく減速した反動も重なり2四半期ぶりの高い伸びとなるなど、比較的底堅い経済成長が続いていることが確認された。原油安の長期化などに伴いインフレ圧力が後退し、昨年半ば以降に中銀は漸進的に利下げを実施するなど家計部門の実質購買力が押し上げられるなか、足下では輸出に底打ち感が出ていることを受けて雇用環境に改善の動きが出ており、個人消費に底堅さがみられる。さらに、今年初めの政権交代を受けた政府機能の回復は政府消費の拡大に繋がっているほか、輸出の底打ちを反映して企業部門の間からは設備投資意欲に底入れの動きが出ており、この動きは幅広い内需の押し上げを促しており、内・外需ともに経済成長に繋がる好循環がみられる。こうした動きは世界経済の底入れ期待を反映したものと言えるが、幅広い分野で競合関係にある韓国においては通貨高や上述のような製造業におけるゴタゴタが生産の足かせとなる状

図8 台湾 実質 GDP 成長率の推移と予測



況が続いたなか、台湾にとっては「漁夫の利」となった面も大きい。しかしながら、先行きについては米国がトランプ次期政権の下で強硬な通商政策を採る可能性や、その取引材料に同国の為替政策に対する圧力が高まることも予想されるなか、外需を原動力に一段の景気回復を図ることは難しくなると見込まれる。当面の外需については輸出受注が堅調な動きを続けていることから、この出荷が外需を促すことで景気が押し上げられる展開が続くと見込まれるものの、そうした景気拡大が息の長いものとなる見通しは立ちにくくなっており、早晩調整圧力が高まることになろう。また、仮にトランプ次期政権が中国本土に対する姿勢を硬化させる事態となれば、中国本土からの輸出を通じて玉突き的に最も悪影響を受けやすいのが台湾であることを勘案すれば、同国景気にとっては直接及び間接的に重石となる事態も懸念される。なお、今年発足した蔡英文政権は政治面で中国本土との関係を相対化するとともに再構築する方針を示しているものの、兎角経済の面では様々な分野で両国関係は深く入り組んでいることを勘案すれば、両国の経済構造が急速に変化するとは見通しにくく、中国本土経済の行方に引き続き左右されやすい体質についても変化していく可能性は低いと見込まれる。さらに、足下では中国本土での景気減速懸念が後退する動きはみられるものの、こうした状況が永続的に続く環境にはないこと、中国本土からの資金流出圧力が高まる動きはみられるものの、必ずしも同国はその受け皿となっていないことは建設需要が大きく落ち込んでいることにも現われており、不動産市況の悪化が資産デフレを通じて経済の足腰を蝕む事態には注意が必要である。中国本土の経済見通しのところでも指摘したように、現時点において予測期間中に中国本土経済が大きく失速する事態は想定しておらず、中国本土景気の動きに併せる形で景気が振幅する展開が続くと見込まれるなか、世界的な貿易量の拡大ペース鈍化による世界経済の成長鈍化は同国経済の足かせとなることで勢いの乏しい展開となることは避けられないであろう。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+1.4%、2017 年は同+1.7%、2018 年は同+1.9%**と徐々に加速するものの、2%に届かない極めて低い成長率に留まると予想する。

- **香港**：7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.5%と前期（同+6.3%）に大きく加速した反動も重なり減速したものの、比較的底堅い景気拡大が続いている。原油安の長期化に加え、中国本土での人民元安の進展に伴い相対的に香港ドル高圧力が強まったことで輸入

インフレ圧力が後退しており、低インフレ状態が続いていることに加え、中国本土における景気減速懸念が後退しているほか、国際金融市場が落ち着きを取り戻したことで海外資金が回帰する動きが出ていることは雇用の底堅さに繋がっており、結果的に個人消費を中心とする内需の堅調さに繋がっている。さらに、世界経済の底打ちを示唆する動きが広がるなかで同地域からの輸出にも底入れが進んでおり、中国本土経済と同様に公的部門による

インフラ投資の拡充なども追い風に固定資本投資も促されるなど、内・外需がともに景気拡大を促す好循環が生まれている。また、国際金融市場が落ち着きを取り戻すなかで、企業部門を中心に投資を拡大させる動きがみられるなど、予想外に底堅い景気拡大を促す展開が続いている。先行きの景気については、国際金融市場において中国本土経済に対する過度な悲観が後退している一方、米国のトランプ次期政権による対中政策の方向性如何によっては、中国本土に比べて金融市場の開放度合いが極めて高い同地域からの資金流出が大きく促

図9 香港 実質 GDP 成長率の推移と予測



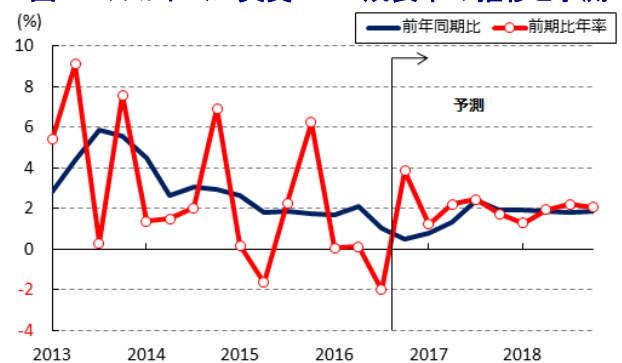
(出所)CEIC より作成、予測は第一生命経済研究所

されるとともに実体経済にも下押し圧力が掛かることも懸念される。また、中国本土では人民元相場の緩やかな下落を目指す姿勢がうかがえるなか、その結果として米ドルとペッグ（固定）された香港ドルは人民元に対して高止まりしており、中国本土からの来訪者数の下押し圧力となるなどの悪影響が続いている。同地域は中国本土の出入口であることに加え、元々英国の植民地であったことから経済活動の自由度が高いという特徴から経済全体に占める観光関連産業の割合も相対的に高く、こうした展開は雇用環境への下押し圧力となる可能性もある。さらに、中国本土では来年秋の共産党大会を控えて「政治の季節」となるなか、習政権による反汚職・反腐敗運動が一段と厳しさを増すことで高額品や飲食関連の需要を下押しすることも懸念されており、このことも香港経済の足かせとなることは避けられない。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+1.5%、2017 年は同+1.5%、2018 年は同+1.5%**と勢いに乏しい展開が続くと予想する。

- **シンガポール**：7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲1.99%と前期（同+0.11%）から 5 四半期ぶりにマイナス成長に転じており、世界的な貿易量の伸びが鈍化するいわゆる「スロートレード」の動きが長期化するなかで外需が景気の足かせとなる展開が続いている。

さらに、年前半に公共投資が前倒し執行された反動で一服する動きがみられるほか、海外経済を巡る不透明感は企業の設備投資意欲の下押し圧力となるなど、固定資本投資にも減速感が強まっている。また、足下では雇用への調整圧力が懸念される展開が続いており、原油安の長期化に伴うインフレ圧力の後退にも拘らず個人消費も力強さに乏しいなど、内・外需ともに厳しい状況に直面している。分野別でも観光関連や IT 関

図 10 シンガポール 実質 GDP 成長率の推移と予測



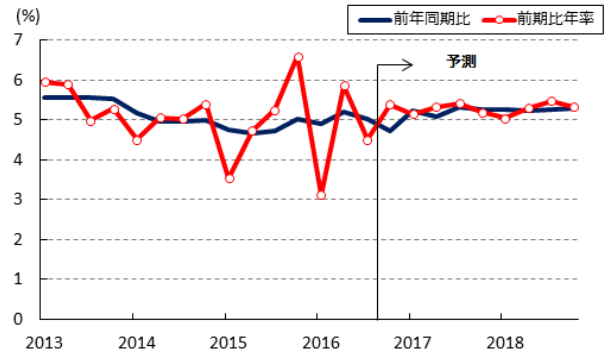
（出所）CEIC より作成、予測は第一生命経済研究所

連といった一部の分野を除けば総じてマイナス成長となる動きが広がっており、足下の同国経済が極めて厳しい状況に直面している様子がうかがえる。中国経済を巡る減速懸念が後退しているほか、足下では A S E A N 域内における貿易が活発化する兆候はみられるものの、急速な回復が期待しにくい状況が続いており、結果的に輸出依存度が極めて高い同国経済の重石となっている。夏場にかけて国際金融市場が落ち着きを取り戻したことは、アジア有数の金融センターである同国金融市場に資金回帰の動きをもたらすとともに実体経済も少なからずプラスに寄与したと考えられるものの、足下では再び不透明感が高まるなかで関連産業を中心に景気の下押し圧力となることは避けられないであろう。昨年末に発足した「A S E A N 共同体」を巡っては同国が域内全体の金融面での中心となることが期待されているが、新興国市場を取り巻く環境が急速に悪化する懸念があるなか、予測期間中に域内の市場統合が大きく進展する可能性は大きく後退しており、このことも景気の下振れに繋がる可能性もある。先行きについては、政府による公共投資拡充を通じて景気が下支えされる可能性はあるが、米国のトランプ次期政権が保護主義的な通商政策を前面に打ち出すことで世界的な貿易量の伸びが一段と下押しされる事態となれば、輸出依存度が突出して高い都市国家である同国経済にとっては打撃となることは必至である。A S E A N 共同体についても、外資企業の誘致を巡って他国との間で競争が激化する動きがみられるものの、そのことが短期的な景気の押し上げに繋がる可能性は低く、劇的な景気回復をもたらすことはないとみている。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+1.3%、2017 年は同+1.6%、2018 年も同+1.9%**と徐々に加速はするものの、勢いに乏しい展開が続くと予想する。

《ASEAN5 ～米次期政権の通商政策の不透明さは、輸出依存度の高い国々を中心に下振れ圧力となるリスクも～》

- **インドネシア**：7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.02%と前期（同+5.19%）から減速したものの、2四半期連続で5%を上回るペースでの拡大となるなど底堅い景気拡大が続いている。なお、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+4%台半ばと前期（同+6%弱）から減速するなど一進一退の展開が続いているが、原油安の長期化などに伴うインフレ圧力の後退や金融緩和の実施などを追い風に個人消費は堅調な拡大が続いており、低迷が続いてきた企業の設備投資意欲にも底打ち感が出るなど、旺盛な個人消費を中心とする内需が景気をけん引する展開となっている。その一方、未加工鉱石に対する禁輸措置の影響が長引いて輸出に下押し圧力が掛かる状況が続いているほ

図 11 インドネシア 実質 GDP 成長率の推移と予測



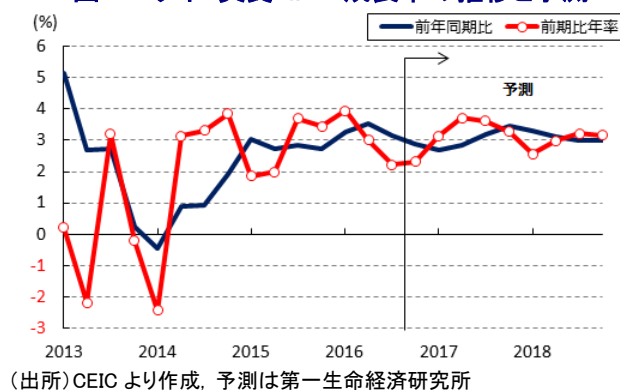
(出所)CEIC より作成、予測は第一生命経済研究所

か、地方政府を中心に公共投資の進捗が遅れたことで固定資本投資の伸びが鈍化したことが景気の重石となっている。分野別では内需の堅調さを反映して製造業の生産が底堅いほか、鉱業部門やサービス業でも幅広く生産が堅調な動きをみせる一方、異常気象の多発は農業関連の生産の足かせとなっており、農村部を中心とする地方の個人消費意欲の下押し圧力となった可能性がある。足下の景気動向を巡っては、旺盛な個人消費が景気拡大を促す動きは変わっていないものの、公共投資の進捗動向が全体の浮沈を左右する展開が続くなど自律した景気回復とはなっていないことから、先行きについても公的部門の動向が鍵を握る状況は続くと言想される。こうしたなか、同国政府は歳入拡大を図るべく来年3月迄の時限措置として租税特赦制度を開始しているが、現時点においては期待したほどの税収増には繋がっていない模様であり、政府は今年についても税収不足が発生するとの見通しを示すなど財政状況は依然として厳しい状況に直面している。ジョコ・ウィ政権は財政健全化に取り組む一方でインフラ投資など頂礼に向けた投資を拡充する姿勢をみせているが、一連の取り組みが期待したほどの効果を挙げることが出来ていないことは先行きの取り組みに対する不透明感を高める可能性がある。政府は企業による設備投資や家計部門による住宅投資の活発化を目指して関連する税の引き下げに取り組む一方、それに伴う税収減を補うべく様々な税収の多様化を図る姿勢をみせているが、現時点においては全体としてマイナスの影響が色濃く出ている模様であり、短期的な景気の下押し要因となることは避けられないであろう。政府は夏場以降も様々な分野で外資開放を進める方針を示しており、対象分野では海外からの投資が活発化する可能性はあるものの、国内産業に対する保護を謳う姿勢がくすぶっているなか、突如方針が変更されるリスクもあるなど企業にとっては安心して投資し得る環境とはなっていない実態も残る。その意味において表面的には同国経済を取り巻く環境は変化したとも採れるものの、そのことが劇的な改善に繋がるかは不透明と判断出来よう。ASEAN共同体の発足は、域内最大の経済規模を有する同国経済にとってプラスに寄与すると期待されるものの、政府は必ずしも経済統合に前向きな姿勢を示しておらずその恩恵が十分に届くかは不透明ななか、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、この姿勢が中長期的な潜在成長力の足かせとなることも懸念される。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+5.0%、2017年は同+5.2%、2018年は同+5.3%と5%を上回る堅調な成長は可能とみているが、一時に比べると勢いに乏しい展開となることは避けられないと言想する。なお、今月初めには首都ジャカルタ州知事の発言を巡ってイスラム強硬派組織が同氏の辞任を求めて大規模デモを展開する

るなど、国民の大半が穏健なイスラム教徒であり宗教を前面に据えた緊張状態とはほど遠いとされた同国で異例の動きが広がった。米国のトランプ次期政権では主要閣僚に反イスラム姿勢の強い面々が配置されるとの見方もあるなか、こうした宗教的色彩の強い動きが広がれば米国のみならず他国との関係に悪影響を与える可能性もあり、そうした場合には景気の下押し要因となることには注意が必要と言えよう。

- **タイ**：7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.23%と前期（同+3.00%）から減速して5四半期ぶりに3%を下回る伸びとなるなど、数四半期に亘って堅調な景気拡大が続いてきた状況に一服感が出ている。原油安の長期化などを理由にインフレ圧力は後退している上、長期間に亘って低金利環境が続いているにも拘らず個人消費は前期に大きく拡大した反動で下押し圧力が掛かったほか、政府は景気下支えの観点から年初に公共投資を前倒し執行したことから、足下ではその一巡に伴い政府消費に下押し圧力が掛かり、固定資本投資も鈍化するなど内需は全般的に力強さを欠いている。また、世界経済の底打ち期待を反映して輸出には底入れの動きが出ている一方、国内経済の弱さや先行き不透明感は企業の設備投資意欲の足かせとなっており、低金利状態の長期化にも拘らず民間投資が伸び悩むなど景気の重石になっている。足下の同国経済は家計及び企業部門といった民間部門の活動が依然として低迷するなか、政府による公共投資主導での景気下支え策が景気の浮沈を大きく左右する展開が続いており、自律した景気回復とはほど遠い状況にある。ただし、先行きについてもかつてのタクシン政権下で「バラ撒き」政策を主導したソムキット副首相が陣頭指揮を採る形でインフラをはじめとする公共投資のほか、減税措置や低所得者を対象とした補助金政策などの拡充が図られる可能性は高く、その動きが景気の下支え要因となる展開は変わらないと予想される。このところのタイ経済を巡ってはプミポン前国王（ラーマ9世）の体調を巡るニュースがリスク要因として認識されてきたが、10月に同氏が逝去した後も大きな混乱に至っていないことは金融市場に安心感を与える一因になっていると捉えられる。しかしながら、次期国王に即位するワチラロンコン皇太子は現時点において国王就任の時期を明示しておらず、当面は服喪期間として娯楽関連を中心に自粛ムードが広がるなど関連産業への悪影響が懸念されることは、個人消費をはじめとする様々な経済活動を下押しすることは避けられない。また、GDPの1割強を占める観光産業の押し上げに寄与してきた中国人を対象とした「ゼロドルツアー」について足下で摘発が相次ぐなど観光客数の下押し圧力に繋がる事象も出ており、このこととも短期的に景気の下押し圧力になると考えられる。来年にも予定される国王の戴冠式に関連する一連の行事などは一時的に景気の押し上げに繋がるとみられるほか、プラユット政権が来年中にも実施するとしている民政移管プロセスも政府消費の拡大を促すであろうが、その後に誕生する政権は基本的に軍の意向を無視した政策運営が不可能な状況を勘案すれば、政治的な不透明感が引き続き景気の足かせとなる可能性には注意が必要である。また、政府による「バラ撒き」主導の経済政策は財政リスクを増幅させる可能性も懸念されるなか、足下における国際金融市場の動揺は同国経済に対する下振れ圧力となることも予想され、周辺国と比較して労務関連コストの上昇圧力が高まっていることも対内直接投資の足かせになると見込まれる。ASEAN共同体を巡っては製造業の核になると目される同国ではあるが、中長期的な潜在成長率の低下は徐々にその存

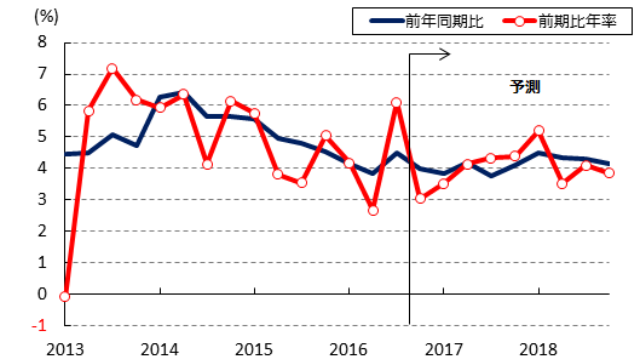
図12 タイ 実質 GDP 成長率の推移と予測



在感の低下を招くことも懸念されよう。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+3.2%、2017 年は同+3.0%、2018 年は同+3.1%と 3%程度の経済成長は可能と予想するが、極めて勢いの乏しい展開が続くとみている。

- **マレーシア**：7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+6.10%と前期（同+2.67%）から大きく加速して 7 四半期ぶりの高い伸びとなるなど、一見すると堅調な景気拡大が続いているようにみえる。内訳をみると、国際金融市場が落ち着きを取り戻すなかで世界経済が底打ちしたことを反映して輸出が大きく拡大するなか、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大幅な景気押し上げに繋がっている。その一方、景気下支えの観点から公共投資が前倒し執行された影響で政府消費に一服感が出ているほか、原油安の長期化などに伴いインフレ圧力は後退しており、中銀は 7 年半ぶりの利下げに踏み切るなどの動きをみせたものの個人消費は弱含む展開が続いている。また、国内外の景気に対する不透明感企業による設備投資の重石となっており、外需の回復にも拘らず内需が景気の足を引っ張る状況となっている。外需の伸びを反映して製造業の生産が拡大基調を強めるのは理解出来る一方、こうした状況にも拘らず建設部門やサービス部門の生産が加速していることは理解に苦しむ。さらに、当期については在庫の積み上がりに伴う景気押し上げが相当規模に達しており、来期以降についてはこの調整が景気の下押し圧力となる可能性には注意が必要である。なお、当期については外需の大幅な加速が成長率の押し上げに繋がっているものの、米国のトランプ次期政権が保護主義的な通商政策を志向するとみられるなか、同国も加盟する TPPからの離脱を表明したことで実質的に協定自体の締結そのものが困難になっていることは、同国の外需を取り巻く環境が厳しくなることを意味する。また、同国はアジアでも有数の産油国であるなか、年明け以降の原油相場の底入れはファンダメンタルズの改善に繋がると期待される一方、先行きの原油相場は引き続き上値の重い展開が続く可能性が高まっており、改善の足踏みが懸念される。そして、同国は経済全体に占める公的部門の占める割合が高く、公的債務残高の水準も周辺国に比べて高いなど財政状況が厳しいなか、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高いことから、足下における国際金融市場の動揺は資金流出圧力を通じて実体経済に様々な形で悪影響を与えることにも注意が必要である。ナジブ首相の肝煎りで機能強化が行われた政府系投資会社（1MDB）を巡る問題は政権の火種としてくすぶるものの、2018 年にも予定される次の総選挙については選挙区割りがいわゆる「ゲリマンダー」であることを勘案すれば、最大与党である統一マレー国民組織（UMNO）をはじめとする与党連立が過半数割れを喫する可能性は低く、政治的混乱に陥るリスクも低いとみている。ただし、米国の政権交代に伴って同国に対する対応が大幅な変化を余儀なくされる可能性は高く、そのことが米国をはじめとする海外資本による同国への進出などに様々な悪影響を与え得るリスクは高まることが予想される。こうしたことから、当研究所は 2016 年の経済成長率を同+4.1%、2017 年も同+4.0%、2018 年は同+4.3%と近年と比べて勢いに乏しい展開が続くことは避けられないものと予想する。

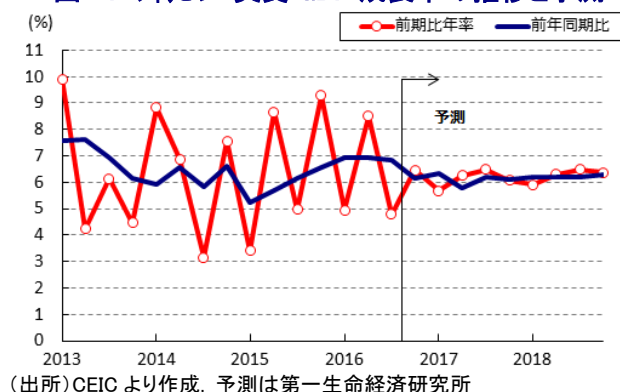
図 13 マレーシア 実質 GDP 成長率の推移と予測



(出所)CEIC より作成. 予測は第一生命経済研究所

- **フィリピン**：7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.78%と前期（同+8.51%）に大幅に加速した反動も影響して伸びが鈍化したものの、基調としては堅調な景気拡大が続いている。原油相場の低迷長期化に伴う中東からの移民労働者による送金への悪影響が懸念されたものの、年明け以降の相場底入れに加え、米国経済の堅調さを追い風に送金の旺盛な流入が続いており、国内におけるインフレ圧力の後退も相俟って個人消費は引き続き堅調な拡大が続いて景気のけん引役となっている。また、5月に行われた大統領選とその後の政権交代の余波で企業の設備投資には頭打ち感が出ているものの、長期に亘る低金利を追い風に建設需要は依然として活発な動きが続いており、固定資本投資の拡大も景気を下支えている。さらに、前アキノ政権下での関係悪化なども理由に下押し圧力が続いてきた中国向け輸出が底打ちしたほか、世界経済の改善期待も輸出の回復を促しており、内・外需ともに景気拡大を促す好循環が続いている。こうした状況にも拘らず成長率が減速した背景には、過去2四半期に亘って景気押し上げを促した在庫投資に調整圧力が掛かったことが影響しており、そのこと自体は問題ではないと判断出来る。大統領選を経て誕生したドゥテルテ政権を巡っては、同氏による暴言などに注目が集まる一方、経済政策面ではテクノクラートや実業家などを重要閣僚に据えたほか、外資誘致に向けてビジネス環境の改善に取り組む方針を前面に打ち出すなど金融市場からの評価は悪くない。他方、米国のオバマ大統領などに対する暴言を受けて米国との関係悪化が懸念されるなか、アキノ前政権下で関係が悪化した中国などと等距離外交を展開し、中国から巨額の経済支援を取り付けるなどの動きもみられる。ただし、中国による経済支援はコミットする金額の大きさに比べて進捗は小額に留まる傾向が強いことなどを勘案すれば、予測期間内に中国からの巨額の投資が行われる可能性は必ずしも高くないと見込まれる。ドゥテルテ政権は麻薬対策をはじめとする犯罪対策強化による治安改善を重視しているほか、強硬な反汚職運動を展開することでそれに伴って生じた財政的余裕をインフラ投資などに振り向ける方針を謳っており、このことは財政健全化と中長期的な潜在成長率向上の両立を図る点で評価出来る一方、その方法を巡っては海外からの批判も少なくない。米国大統領選を経て次期大統領にトランプ氏が就任することが決まって以降、ドゥテルテ氏は表立って米国批判を行う姿勢をみせていないが、両国関係の行方には注意が必要である。また、トランプ次期政権が保護主義的な通商政策を志向するなか、ここ数年同国では英語が公用語であることを理由にBPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）やIT関連などを中心とする外注ビジネスの投資を積極的に受け入れてきたが、このクライアントの太宗が米国であることを勘案すれば、米国の通商政策がこの動きに与える影響も懸念される。先行きについては米比関係のあり様が経済成長に様々な影響を与えることも考えられ、当面は慎重な見方が妥当と想定される。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+6.7%**と年前半の景気加速が全体の押し上げに繋がるものの、**2017 年は同+6.1%、2018 年は同+6.2%**と落ち着いた推移が続くと予想する。

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

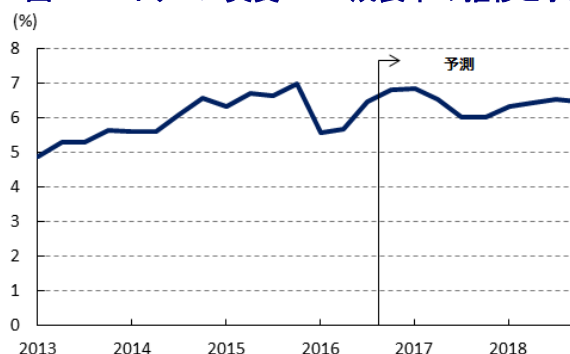
- **ベトナム**：7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.62%と前期（同+5.56%）から加速して3四半期ぶりに6%を上回る伸びとなるなど、年明け以降減速基調が強まった景気に底入れの動きがみられる。世界経済の底打ち期待を反映する形で低迷が続いてきた外需に底入れの動きが出ており、製造業を中心とする生産拡

大に繋がっているほか、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個人消費は堅調に推移するなか、国際金融市場が落ち着きを取り戻したことでサービス業の生産も拡大基調を強めるなど、幅広い分野で生産拡大に繋がっている。また、年明け直後には異常気象などの影響で生産に大きく下押し圧力が掛かった農林漁業の生産も底入れが進んでおり、農村部を中心とする地方の個人消費にもプラスの効果が出ていると見込まれる。ただし、先行きの同国の外需を取り巻く環境を巡っては、米国のトランプ次期政権が保護主義的な通商政策を志向する可能性が高いことに加え、英国のEU（欧州連合）離脱に伴う英国及びEU経済への悪影響に伴うリスクも今後徐々に現われることが懸念

されるなか、TPPについても同国は批准手を停止するなど大きく後ろ向きの姿勢に転換しており、外資系企業などによる投資への影響が懸念される。同国はASEAN共同体とTPPの接合点として、双方による好影響を最も享受することが可能な国と捉えられており、そのことが近年の対内直接投資の旺盛な流入を促してきただけに、市場開放や構造改革を促すと見込まれた協定への参加が大きく後退したことは投資縮小を通じて中長期的な潜在成長率の低下を招くことも考えられる。今年1月の共産党大会では党首脳部に比較的中国に近い面々が据えられることとなり、今後の外交及び経済政策は米中間での相対化が進むと考えられるが、そうした姿勢はわが国との関係にも少なからず影響を及ぼすと見込まれる。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+6.1%、2017 年は同+6.3%、2018 年は同+6.4%**と6%台は維持可能とみているものの、2000年代初旬に比べて勢いの乏しい展開になることは避けられないと予想する。

以 上

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