

アジア(中国・インド・NIES・ASEAN5)経済見通し(2017年8月)

～年前半の景気上振れに伴い2017年は概ね上方修正も、2018年の基調は不変～ 発表日：2017年8月30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

	2017年(暦年)予測	2018年(暦年)予測
中国	+6.8% (前回+6.5%)	+6.4% (前回+6.2%)
インド	+6.7% (前回+7.3%)	+7.2% (前回+7.6%)
NIES	+2.8% (前回+2.6%)	+2.4% (前回+2.4%)
ASEAN5	+5.2% (前回+4.9%)	+5.0% (前回+5.0%)

※前回は2017年5月31日時点の弊社予測値

《総論》

- 昨年以降の世界経済は、先進国を中心に景気拡大の動きが続くなか、中国経済に持ち直しの動きが出たことも追い風に自律的な回復基調を強めてきた。他方、年明け直後には中国の景気持ち直しをけん引してきた製造業

の景況感が頭打ちしたこと、中国経済との連動性が高いアジア新興国景気を下押しすることが懸念された。しかし、足下では中国製造業の景況感には底入れの動きがみられるほか、世界的な貿易拡大の動きを反映してアジア新興国の輸出への押し上げの動きも続いており、そうした懸念は後退している。今年前半のアジア新興国経済を巡っては、輸出の大幅な拡大が景気を押し上げる動きがみられたほか、昨年底打ちした原油相場が年明け以降一転して頭打ちしたため、結果的にインフレ圧力の後退が個人消費など内需を下支えする好循環がみられた。その結果、今年前半のアジア新興国の経済成長率は軒並み上振れしており、その動き

図1 アジア新興国の経済成長率の推移と予測

	2014	2015	2016	予測 (単位: %)	
				2017	2018
中国	7.3	6.9	6.7	6.8	6.4
インド	7.0	7.5	7.5	6.7	7.2
NIEs	3.4	2.2	2.4	2.8	2.4
韓国	3.3	2.8	2.8	3.0	2.6
台湾	4.0	0.7	1.5	2.2	2.2
香港	2.8	2.4	2.0	3.3	2.0
シンガポール	3.6	1.9	2.0	2.8	2.4
ASEAN5	4.6	4.9	4.9	5.2	5.0
インドネシア	5.0	4.9	5.0	5.1	5.4
タイ	0.9	2.9	3.2	3.7	3.0
マレーシア	6.0	5.0	4.2	5.5	4.4
フィリピン	6.1	6.1	6.9	6.4	6.3
ベトナム	6.0	6.7	6.2	6.2	6.3

(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。2017～18年は2016年実績を使用。

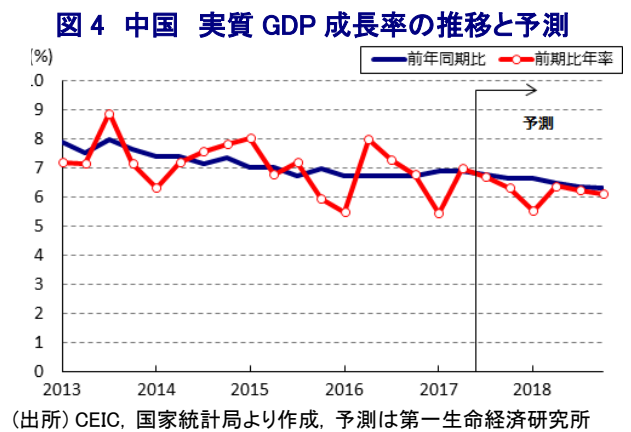
を反映する形で通年ベースの成長率も上振れする可能性は高いと予想する。ただし、昨年来の中国経済の持ち直しの動きが急速であるため、先行きについて同様のペースで拡大するとは見込みにくいこと、さらに、世界経済の自律回復をけん引してきた先進国景気についても上振れする可能性が低いことを勘案すれば、世界的な貿易量の伸びが一段と加速する状況は想定しにくい。なお、中国では今年秋に5年に一度の共産党中央大会の開催が予定されるなど「政治の季節」を控えており、景気減速懸念が広がる事態は想定し得ないものの、生産設備や在庫、企業債務などの過剰状態が問題となるなか、これらの問題解消に伴う景気下押し圧力もくすぶっており、結果的に緩やかな景気拡大を志向する展開が続くと予想される。このことは中国経済に対する依存度が高い他のアジア新興国景気にとってプラスに作用すると見込まれるが、来年にかけてはその勢いには陰りが出る状況は避けられないであろう。国際金融市場では昨年末に米国FRB(連邦準備制度理事会)が1年ぶりの利上げを行って以降も繰り返し利上げを実施しているが、市場との対話が奏功する形で動揺には至っておら

ず、年内にもバランスシートの縮小を開始すると見込まれる。現状、米FRBは慎重な対応を続けており、この動きに伴い国際金融市場に動揺が広がる可能性は低いとみられるが、今後はECB（欧州中央銀行）による量的緩和縮小の検討も予想されるため、そのタイミング如何では世界的なマネーの動きに動揺が広がり、結果的にアジア新興国でも資金流入が先細り、ないし逆流する事態が懸念される。そうした動きは来年以降顕在化することが予想され、そうした動きはアジア新興国にとって景気の重石となることは避けられないとみられる。また、昨年来のOPEC（石油輸出国機構）などによる減産合意にも拘らず、原油をはじめとする国際商品市況は頭打ちの展開が続いており、これらを輸入に依存するアジア新興国にとってはインフレ圧力の後退に繋がることが期待され、個人消費など内需を下支えするであろう。一方、地域外の動きを巡っては米トランプ政権の政策運営に注目が集まるが、現状は政権が機能しているとは言い難い状況にあり、予測期間内についても劇的に状況が改善するとは見通しにくいことから、巨額のインフラ投資などを通じて米国経済が上振れする可能性は低いとみている。翻って、トランプ政権が掲げる「米国第一主義」に伴う保護主義的な姿勢が前面に押し出されれば、アジア内でも米国に対する依存度が比較的高いNIESやASEANの一部の国の外需に下押し圧力が掛かる可能性もある。また、アジア新興国への間接的な悪影響が懸念される米中関係の動向についても不透明なところが多く、今後もその行方に左右される展開が続くと見込まれる。なお、トランプ政権の下で米国のアジアへの関与の度合いが後退するなか、アジア新興国では絶対的且つ相対的に中国のプレゼンスが不可逆的に高まっており、アジア新興国の景気動向はこれまで以上に中国経済の動向に左右されやすくなることは避けられない。結果、先行きのアジア新興国は緩やかな景気拡大が続くとみられるが、過去にみられた勢いを取り戻すには至らないと予想する。

《中国 ～通年の経済成長率は政府目標を軽々クリアするが、実勢としては政府公表値から些か下にある印象～》

- 4-6月期の実質GDP成長率は前年比+6.9%と前期（同+6.9%）と同じ伸びとなるなど、昨年来の景気持ち直しの動きが年明け以降も続いていることが示された。結果、今年前半の経済成長率は+6.9%と政府が掲げる今年の成長率目標（6.5%前後）を大きく上回る伸びとなるなど、通年ベースでも成長率目標のクリアは容易な展開となっている。

世界経済の自律回復の動きを反映して輸出が堅調に推移しているほか、インフラや不動産関連を中心に固定資本投資の底入れが進んでおり、インフレ圧力の後退やここ数年の電子マネーの爆発的普及なども追い風に個人消費に押し上げ圧力が掛かるなど、内・外需ともに景気拡大を促す動きが続いている。昨年以降の景気持ち直しを促してきた製造業を巡っては、年



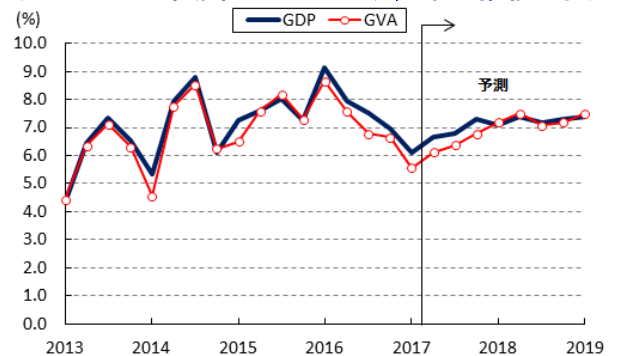
明け以降に景況感の頭打ち感が強まるなど景気に下押し圧力が掛かることが懸念されたものの、足下では急速に回復する動きがみられるほか、予算執行に伴う公共投資の進捗を反映してインフラ関連を中心に投資に底入れの動きが出ている様子もうかがえる。他方、共産党及び政府はここ数年経済構造の転換を目指しており、製造業を中心とする「オールドエコノミー」からサービス業を中心とする「ニューエコノミー」に経済成長の原動力をシフトさせる考えをみせるなか、サービス業の景況感は一貫して好不況の分かれ目となる 50 を上回る水準を維持するなど、足下の景気拡大を促している。なお、4-6月期の成長率は前期比年率ベースで+約

7%と前期（同+5%台半ば）から加速しており、景気に加速感が出ている様子はうかがえる一方、前年比ベースで伸びが加速しているとの政府統計の動きには違和感を禁じ得ない。他方、景気動向は引き続き緩やかな拡大が続いており、足下では当局が主導する「サプライサイド改革」を反映して一部で減産の動きがみられる一方、公共投資や一部で不動産投資の底入れが進むなど下支えの動きも続いており、景気の「ブレーキ」と「アクセル」を両踏みする展開が続いていると捉えられる。今年秋には5年に一度の共産党中央大会の開催が予定されるなど「政治の季節」が近づいており、先行きについては急激な景気の下振れを容認出来る環境にないことを勘案すれば、先行きについても引き続き景気の「ブレーキ」と「アクセル」を両踏みする展開が続くことは避けられない。足下のインフラ関連を中心とする公共投資拡充の動きについては、政府主導から官民連携（PPP）など民間資金を活用する動きにシフトしているが、金融緩和の長期化も重なり不動産市場の「バブル」再燃が懸念されるなか、昨年末時点で民間債務残高はGDP比210.6%、企業債務（非金融）だけでも同166.3%と過熱が懸念される水準にある。当局は年明け以降金融政策をやや引き締め方向にシフトさせたほか、金融機関に対してデレバレッジを促す動きをみせており、これらの動きが金融市場を通じて企業活動の足かせとなる可能性にも注意を払う必要性は高い。共産党中央大会を前に、習近平氏を軸とする政治体制は一段と強化され、表面的に政治は安定の度合いは増しており、この動きが後押しする形で中国経済は緩やかな景気減速を容認する一方、構造改革面では小手先での対応が繰り返される可能性は高いと見込まれる。結果、当研究所は**2017年の経済成長率は前年比+6.8%、2018年は同+6.4%**とともに上方修正を行うが、当研究所の試算では政府統計は前年比ベースで0.2~0.3%程度「下駄を履いた」状況にあるとみており、実勢としては同程度差し引いたレベル感に留まっているものと判断する。

《インド ~高額紙幣廃止の影響は克服も、短期的にはGST導入に伴う混乱が景気下押し要因となる可能性~》

- 今年1-3月期の実質GDP成長率は前年比+6.1%と前期（同+7.0%）から減速し、政府が昨年11月に突如実施した高額紙幣廃止措置に伴う経済活動の混乱が下押し圧力になったことが示された。ただし、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の成長率は+8%弱と前期（同+4%強）から大きく加速しており、電子マネーの爆発的普及などに伴うデジタル化の進展が経済活動の混乱収束を促すなど、想像以上に早く事態収拾が図られたことが示された。こうした動きは一時的に大きく落ち込んだサービス業の景況感がV字回復したことにも現れたほか、その動きを反映して製造業の景況感にも回復の動きがみられるなど、経済活動が落ち着きを取り戻していることを示唆して

図5 インド 実質 GDP・GVA 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

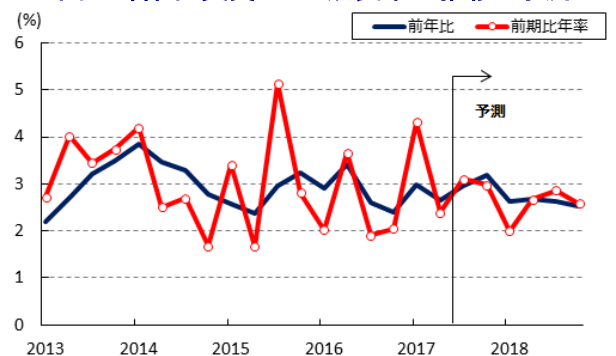
いる。他方、インド国内において依然GDPより信頼性の高いとみられるGVA（国内総付加価値）成長率は、1-3月期は前年比+5.6%と前期（同+6.7%）から一段と減速して3年ぶりの低い伸びとなったが、前期比年率ベースでは+5%台半ばと前期（同+5%弱）からわずかに加速しており、景気は当面の最悪期を過ぎたと判断出来る。ただし、足下では新たな下振れ要因が顕在化する動きが出ており、長年に亘って導入が期待されたGST（財・サービス税）が7月から開始されたものの、5段階の税率や一部の食料品については免税となるなど、その複雑さゆえに小規模小売店や中小企業を中心に導入に伴う混乱が生じている模様であり、製造

業・サービス業ともに7月の景況感が好不況の分かれ目となる50を下回る水準に大きく下押しされている。他方、年明け以降の原油相場の頭打ちや国際金融市場の落ち着きに伴う通貨ルピー相場の安定に伴いインフレ圧力は後退しており、短期金利の低位安定も相俟って個人消費の押し上げに繋がることが期待される。一方、国営銀行を中心とする不良債権問題は景気の足かせとなることが懸念されるなか、堅調な景気拡大が続いているにも拘らず企業部門の設備投資意欲は鈍いなど、足下の状況は民間主導による自律的な景気拡大が促されるには至っていない。今年はモンスーン（雨季）の雨量が例年を上回り、主要穀物の作付面積も大幅に拡大するなど先行きの食料品価格の安定が期待されており、インフレや金利の安定を追い風に準備銀（中銀）は引き続き緩和的な政策運営を維持することが可能になれば、景気を下支えすると見込まれる。また、GST導入に伴いCST（中央販売税：州を跨ぐ取引に課される間接税）は撤廃され、企業部門にとっては税制簡素化が目に見える形で具現化していることを勘案すれば、先行きについては徐々に企業の設備投資意欲の底入れが進むことも期待される。2019年の次期総選挙の前哨戦とみられた地方選でモディ政権を支える与党BJP（インド人民党）は大勝利を収めるなど政権基盤も強化されており、政権の安定性が高まるとともに構造改革の促進にも繋がることが期待される。ただし、先行きのインド経済については旺盛な個人消費には魅力が大きいものの、それが企業の投資拡大などを通じて自律的な景気拡大を促す流れに繋がるかは不透明であり、結果的に景気拡大のペースが政府の目論見ほどに盛り上がりにくい展開が続くであろう。結果、当研究所は **2017年の経済成長率は前年比+6.7%、2018年は同+7.2%**に、年度ベースでは **2017-18年度は同+7.0%、2018-19年度は同+7.3%**となるが、いずれも政府が目指す「8%成長」には届かないと予想する。

《NIES ～2017年は上方修正されるも外需に頭打ちの兆候、先行きは徐々に勢いの乏しい方向に収束しよう～》

- **韓国**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%となり、世界経済の自律回復による輸出拡大の動きやそれに伴う企業の設備投資拡充の動きに伴い大きく上振れした前期（同+4.3%）から伸びは減速した。ただし、年明け以降の原油相場の頭打ちなどに伴うインフレ圧力の後退は、外需底入れに伴う雇用環境の改善の動きと相俟って個人消費を押し上げたほか、企業部門に寄る堅調な設備投資の動きも景気を下支えするなど、全般的に内需の好調さがうかがえる。一方、在韓米軍によるTHAAD（高高度防衛ミサイル）配備を巡る中国との関係悪化を受けた「嫌がらせ」を反映して、中国向け輸出や中国からの観光客数に大きく下押し圧力が掛かっており、この動きが世界経済の自律回復による輸出押し上げの動きと相殺する展開が続いている。先行きについても、北朝鮮の金正恩（キム・ジョンウン）政権が強硬姿勢を強めるなど事態こう着が長期化する可能性があり、それによって中国による「嫌がらせ」が外需の重石となる展開が続くことは避けられないと見込まれる。一方、企業の設備投資底入れの動きは雇用環境の改善を促すと期待されるが、文在寅（ムン・ジェイン）政権は最低賃金の大幅引き上げを決定しており、若年層を中心に雇用環境が厳しいなかで事態打開に向けた動きが広がるかは不透明である。文政権が7月末に成立に漕ぎ着けた補正予算はGDP成長率を0.2ptと押し上げると見込まれ、これによって短期的な成長率の上振れは期待されるものの、最低賃金大幅引き上げや脱原発政策に伴う電力料金の上昇懸念、文政権が掲げる「100 大

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

政課題」の実現に向けた増税懸念などは、大企業を中心にリストラ圧力を強める可能性があり、先行きの韓国経済にとって重石となるリスクもある。さらに、同国最大の家電・電子部品・電子製品メーカーを巡っては実質トップである副会長が贈賄の容疑で実刑判決を受けるなど、他の企業の活動にも影響を与える司法判断が下ったことも、財閥が経済活動の大半を占める同国経済に様々な形で下押し圧力となることも懸念される。よって、短期的には補助金を中心とするバラ撒き政策による景気押し上げ効果が見込まれるものの、来年以降はその効果が剥落するとともに、民間部門を中心とする経済活動の萎縮が景気の重石となるとみている。こうしたことから、**2017年の経済成長率は前年比+3.0%**と久々に3%に達するものの、**2018年は同+2.6%**に減速すると予想する。

- **台湾**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.47%となり、世界経済の自律回復による輸出拡大の動きが続く一方、政府による投資進捗の遅れや中国本土からの資金流入の下振れに伴う輸入減により成長率が大きく上振れした前期（同+3.47%）から減速するなど、台湾の景気は一進一退の展開をみせている。なお、当期については中国製造業の景況感悪化の動きや、米国景気の下振れ懸念などが外需の重石となる一方、年明け以降の原油相場頭打ちに伴うインフレ圧力の後退を受けて個人消費は堅調な推移をみせたほか、公共投資の進捗を反映して政府消費が押し上げられるなど、内需が景気を下支えする展開となっている。また、昨年来の輸出拡大の動きを反映して製造業など輸出関連産業を中心に雇用を

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

取り巻く状況は改善基調を強めており、これは足下のインフレ圧力の後退と相俟って個人消費を下支えすると期待される。一方、先行きについては最大の輸出先である中国経済の動向に左右される展開が続くと見込まれるなか、足下で中国の製造業景況感が底打ちしていることは外需の追い風になるほか、先進国を中心とする世界経済の自律回復の動きも外需を下支えすると期待される。蔡英文政権の下で台湾と中国本土との関係は厳しい展開が続いている一方、米トランプ政権による対アジア政策の後退や、対中スタンスを巡る不安定な動きは台湾経済にとってプラスにもマイナスにも影響を与える状況は変わらないであろう。他方、米トランプ政権による「米国第一主義」を標榜する保護主義的な通商政策へのスタンスは、巨額の対米貿易黒字を計上する台湾にとって強硬な姿勢に繋がる可能性もあり、仮にそうした姿勢が表面化すればアジア域内でも輸出依存度が相対的に高い台湾経済には大きな打撃となることは避けられない。一方、中国本土経済については緩やかな減速が予想されるものの、今秋の共産党中央大会を控えて「安定」が至上命題であることを勘案すれば、中国を発端とする形で景気に下押し圧力が掛かる事態は回避可能と見込まれるものの、世界的な貿易量の拡大ペース鈍化が世界経済の足かせとなり、ひいては輸出依存度の高い同国経済の重石となるリスクはくすぶる。こうしたことから、当研究所は **2017年の経済成長率は前年比+2.2%**、**2018年も同+2.2%**と久々に2%を上回る水準になると予想するが、勢いの乏しい状況が続くことは避けられないとみている。

- **香港**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.1%と前期（同+2.8%）から一段と伸びが加速するなど、年前半は堅調な景気拡大が続いていることが示された。ただし、昨年来の景気回復をけん引してきた輸出

は、中国本土で製造業景況感が悪化したことも重石となる形で下押し圧力が掛かる一方、外需底入れに伴う雇用環境の改善に加え、年明け以降の原油相場の頭打ちなどによりインフレ圧力が後退するなかで個人消費が押し上げられるなど、内需の堅調さがうかがえる。また、中国本土同様に、例年年初に遅滞しやすい公共投資の進捗がみられるほか、中国本土経済の持ち直しなどに伴い資金流入が活発化して固定資本投資を押し上げるなど、投資を取り巻く環境も改善している。世界経済の自律回復や

中国本土経済の持ち直しの動きは、未だに中国本土への「入口」である香港経済にとって直接プラスに効きやすく、年前半に掛けてもその勢いが続いているものと捉えられる。さらに、国際金融市場が落ち着いた推移をみせるなか、一昨年以降に顕在化した中国金融市場を巡る懸念も後退したことで資金流入の動きも活発化しており、これも企業活動の底入れを促す一助になっていると見込まれる。世界経済の自律回復や中国経済の持ち直しに伴う昨年来の輸出拡大の動きは足下で一服しているものの、先行きも緩やかな拡大が続くと見込まれることから、輸出についても昨年来の勢いには届かないものの緩やかな拡大が景気を押し上げる展開が続くとみられる。米トランプ政権の通商及び外交政策については不透明な状況が続いているものの、中国本土との間で決定的な対立関係となる可能性は低いと見込まれ、こうした状況が続く限りにおいては、香港経済は外需が主導する形で緩やかな景気拡大を続けると考えられる。中国本土では今秋の共産党中央大会を控えるなかで経済の「安定」が至上命題となっており、香港経済も比較的安定した展開が見込まれるなか、今年3月の行政長官選を経て親中派の林鄭月娥氏が就任したことで、政治・経済面では中国本土との一体化が一段と進むとみられる。2014年に発生した反政府デモ（雨傘革命）を巡って、今月主導者とされる学生3人に対して実刑判決が下されるなど、司法判断に「共産党の色合い」が色濃く反映される事態は香港のなかでも反発を招いているものの、そうした反発が再び大きなうねりに広がるかは極めて不透明である。結果、当研究所は **2017年の経済成長率は前年比+3.3%**と年前半の景気加速を反映して大きく上振れするものの、**2018年は同+2.0%**と落ち着いた展開に戻ると予想する。

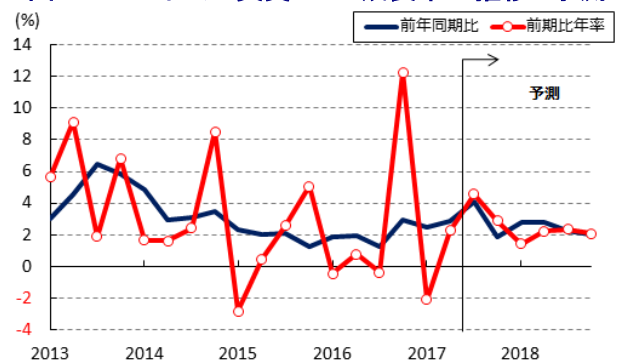
図9 香港 実質 GDP 成長率の推移と予測



(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**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.25%となり、その直前に大幅プラス成長となった反動からマイナス成長に転じた前期（同▲2.13%）から再びプラス成長に転じたことでリセッション（景気後退）入りを免れるとともに、堅調な景気拡大が続いていることが示された。世界経済の自律回復やそれに伴うASEANなど周辺国の景気拡大の動きは外需の押し上げに繋がるとともに、年明け以降の原油相場の頭打ちなどによるインフレ圧力の後退は個

図10 シンガポール 実質 GDP 成長率の推移と予測



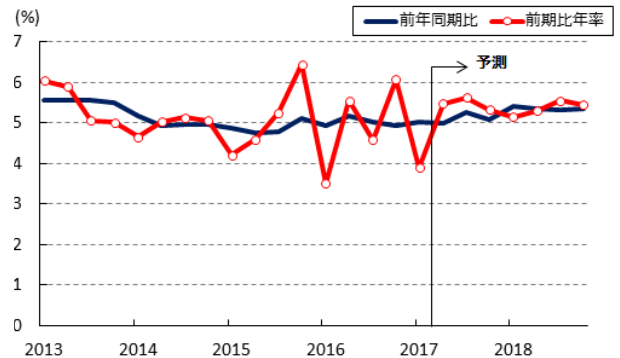
(出所)CEIC より作成、予測は第一生命経済研究所

人消費を押し上げたほか、政府による公共投資の進捗促進の動きは政府消費や固定資本投資を押し上げるなど、内・外需ともに景気拡大を促す好循環がみられる。さらに、世界経済の自律回復の動き自体は、世界有数の都市国家且つアジア有数の金融センターであるシンガポールにとって追い風となりやすく、このところの国際金融市場の落ち着きもプラスに作用している。昨年来の中国経済の持ち直しの動きや、それに伴う中国向け輸出押し上げの動きは性急であったことを勘案すれば、先行きについて同様の動きを期待することは難しいものの、比較的堅調な景気拡大が続くと見込まれることから、シンガポールの外需を下支えすると期待される。また、外需拡大の動きは雇用環境の改善を促しやすく、先行きも原油相場は上値の重い展開が続く可能性が高いことから、個人消費の底堅さに繋がるほか、企業による設備投資を下支えすることも見込まれる。他方、年明け直後にかけては3四半期連続で在庫積み上げの動きが成長率を押し上げる展開が続いてきたものの、当期についてはそうした影響が皆無であることから、在庫積み上げの動きが景気を下支えすることも考えられる。また、国際金融市場が落ち着いた展開をみせれば、比較的高い経済成長を続けるASEAN金融市場の「入口」としてシンガポールの注目度は高く、海外資金の流入が景気下支えに繋がることは期待される。なお、シンガポールは来年のASEAN議長国であり、「ASEAN共同体」の進捗に対する期待は高いものの、実態として状況が大きく前進する可能性は高くないと見込まれ、それによって金融取引が急拡大することには繋がらないであろう。よって、当研究所は **2017年の経済成長率は前年比+2.8%**に加速するものの、**2018年には同+2.4%**に留まると予想する。

《ASEAN5 ～2017年はすべての国で上方修正だが、外需の不透明感が残るなかで内需の動向に左右される～》

- **インドネシア**：4-6月期の実質GDP成長率は前年比+5.01%と前期（同+5.01%）と同じ伸びとなり、堅調な景気拡大が続いていることが示される一方、年前半の経済成長率が同+5.01%に留まっていることから、政府が掲げる成長率目標（5.1～5.2%）のハードルは高まっている。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の成長率は加速しており、年明け以降の原油相場の頭打ちなどに伴うインフレ圧力の後退は個人消費を下支えしているほか、政府によるインフラ投資拡大の動きやその進捗を反映して政府消費も拡大するなど、内需に堅調さがみられる。その一方、年明け直後に掛けて加速感を強めてきた輸出に一服感が出ており、国際商品市況の頭打ちも外需の重石になっていると考えられる。

図11 インドネシア 実質 GDP 成長率の推移と予測



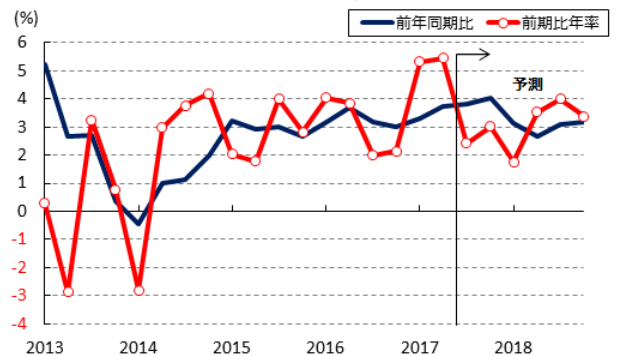
(出所)CEIC より作成、予測は第一生命経済研究所

なお、堅調な景気拡大が続いていることに加え、今年5月に米格付機関（S & P社）の格上げに伴い主要格付機関すべてが同国を「投資適格級」としたことは、国際金融市場が落ち着いていることも相俟って海外資金の流入を促している。ただし、足下の景気はかつてほどの勢いを取り戻していない上、ジョコ・ウィ政権が主導する「経済政策パッケージ」による外資開放の取り組みは期待ほどのスピード感を以って進捗しておらず、外資企業による活動の重石になっている可能性はある。こうしたなか、政府は景気下支えの観点から補正予算を策定して先月末に議会の可決・成立に漕ぎ着けており、歳出拡大規模はGDP比 0.4%に相当するものの、政府の予算執行能力の低さなどを勘案すれば年内すべてが執行される可能性は低く、景気押し上げ効果は限定的と見込まれる。ただし、先行きについても原油相場の上値は重い展開が続く可能性が高まるなか、それに伴う

インフレ圧力の後退に加え、中銀による追加金融緩和の動きなどは経済成長のけん引役である個人消費の押し上げに資すると期待される。他方、ジョコ・ウィ政権による法令などを巡る「朝令暮改」の頻発は外資企業を中心に同国への期待を萎縮させている可能性があり、先行きについても企業の設備投資の伸び悩みが景気拡大の動きを妨げることは懸念される。ただし、政権はインフラ拡充など投資環境の整備を図る姿勢をみせており、公共投資拡大の動きは景気を下支えする一方、財政への過度な依存は財政健全化の道のを後退させることも考えられる。国際金融市場が落ち着いた推移をみせるなかでは、こうした問題による影響は表面化しにくいものの、一転して状況が悪化すれば対外収支など経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な同国では資金流出圧力に繋がりがやすい点には注意が必要である。先行きについては、昨年来の景気押し上げに寄与してきた外需に勢いに陰りがみられるなか、同様のペースでの拡大は見込みにくくなっており、内需が景気のけん引役となる状況は続くと思われる。ASEAN共同体の発足は、域内最大の経済規模を有するインドネシアにとってはプラスの効果が生じやすいと期待されるが、ジョコ・ウィ政権は経済統合に対して前向きな姿勢を示していない上、慢性的なインフラ不足に伴い周辺国との連動性が乏しく、その効果は十分に生まれにくいであろう。また、ASEANの一部ではIS（通称「イスラム国」）の動きが活発化しており、世界最大のイスラム教徒を抱える同国でも「宗教」を楯に分断の動きがみられることを勘案すれば、そうした火種がくすぶる展開も予想される。よって、当研究所は **2017年の経済成長率は前年比+5.1%、2018年は同+5.4%**と堅調な拡大が続くものの、大幅な押し上げには至らないと予想する。

- **タイ**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+5.4%と前期（同+5.3%）から一段と伸びが加速し、2-4半期連続で潜在成長率を上回る伸びをみせるなど、足下のタイ経済は堅調な景気拡大が続いている。ただし、当期については前期を上回る成長率を記録しているものの、在庫積み上げに伴う寄与度が大きいことを勘案すれば、内容面では必ずしも良いものとは判断出来ない。また、昨年来の景気回復の動きをけん引してきた輸出の伸びに頭打ちの動きがみられる一方、2011年のチャオプラヤ川流域での洪水復興に伴う需要先喰いの影響が一巡したことに加え、年明け以降の原油相場の頭打ちなどに伴うインフレ圧力の後退は個人消費を押し上げるなど内需が景気を下支えする動きがみられる。

図12 タイ 実質 GDP 成長率の推移と予測



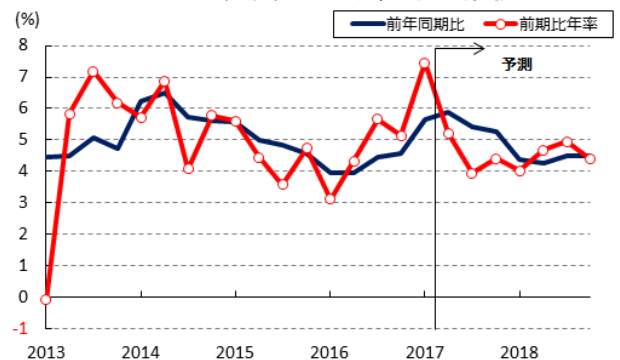
(出所)CEIC より作成, 予測は第一生命経済研究所

こうした状況にも拘らず、固定資本投資の伸びは大きく鈍化しており、政府による公共投資の進捗の遅れや企業部門の設備投資意欲が必ずしも好転しないことが重石になっているとみられる。なお、先行きについては公共投資の進捗が期待されるほか、プラユット暫定政権は「タクシン派」を取り込むべく票田となってきた地域を中心にインフラ投資を拡充する方針をみせており、これらの動きは景気を下支えすると見込まれる。ただし、ASEAN内では相対的に輸出依存度が高いタイ経済にとって外需の動向は最も景気を左右しやすいなか、先行きの外需を巡っては昨年来の回復の動きが性急であったことを勘案すれば、同様のペースで拡大が続くとは見通しにくく、その分景気押し上げを促すペースは緩やかなものになると見込まれる。また、足下ではインフレ圧力の後退も追い風に個人消費は底堅い動きをみせているものの、洪水復興対策などの影響で家計部門が抱える債務はGDPの8割弱と高水準であり、足下のディスインフレ状況は過剰債務による負担感の増幅を通じ

て個人消費の拡大余地を狭めると懸念される。さらに、過去数年の最低賃金の度重なる引き上げの動きに加え、米トランプ政権による「保護主義的」な通商政策に伴う直接・副次的な影響への懸念が、昨年来の外需底入れの動きにも拘らず、企業の設備投資の足かせになっていることも考えられる。こうした状況を打開すべく、プラユット暫定政権は長期的な経済及び社会ビジョンである『タイランド 4.0』に基づくインフラ投資の拡充や産業クラスター政策の推進を図っており、短期的にみれば景気押し上げに繋がると期待される。他方、ASEAN内でタイはすでに「人口ボーナス」期が終わるなど少子高齢化問題に直面せざるを得ないなか、一連の対応は周辺国からの若年労働者の「ストロー効果」を狙った「延命策」との見方もあり、潜在成長率の向上に繋がるかは不透明である。先行きについては、昨年来の外需の回復の動きが性急であることや足下で頭打ちの兆候が出ていることを勘案すれば、同様のペースで拡大が続くとは見込みにくく、当面の景気は好況投資之進捗が景気の浮沈を左右するなど、民間主導での自律回復とはなりにくいであろう。よって、当研究所は **2017 年の経済成長率は前年比+3.7%** に上振れするものの、**2018 年は同+3.0%** と乏しい展開になると予想する。

- マレーシア**：マレーシアはASEAN域内では人口規模の小ささから輸出依存度が極めて高く、昨年来の世界経済の自律回復や中国経済の持ち直しなどに伴う輸出拡大の動きは、直接的に景気の押し上げに寄与しており、今年前半の成長率は大きく上振れしている。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+5.2%と大幅に加速した前期（同+7.5%）から伸びが鈍化したものの、4四半期連続で5%を上回る伸びとなるなど、堅調な景気拡大が続いている。ただし、当期については年明け以降の原油相場の頭打ちなどに伴うインフレ圧力の後退を受けて個人消費に底堅さがみられる一方、昨年来加速感を強めてきた輸出に頭打ちの兆候が出ているほか、公共投資の進捗鈍化による輸入減が成長率の押し

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

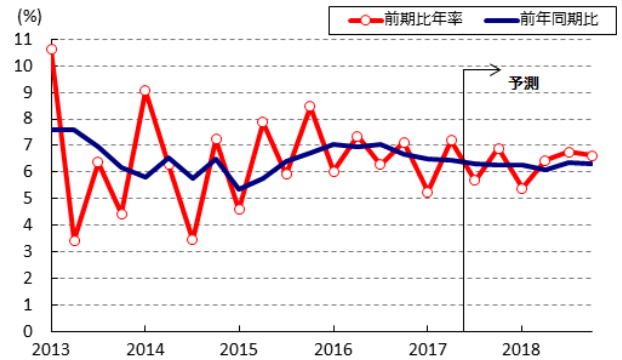
上げに寄与するなど、見た目ほどの力強さはないと捉えられる。先行きについては、公共投資の進捗が景気を下支えすると期待される一方、昨年来の輸出回復の動きが性急に進んだことに加え、足下では頭打ちの兆しをみせていることを勘案すれば、同様のペースでの拡大が続く可能性は低いと見込まれる。また、不動産関連などを中心に海外からの投資意欲には底堅さがみられる一方、企業による設備投資は勢いを欠く展開が続いており、米トランプ政権によるTPPからの「完全離脱」を受けて、同国経済のボトルネックとなってきた国有企業改革などの構造改革期待の後退懸念が影響している可能性がある。さらに、同国はASEAN内でも1人当たりGDPの水準が相対的に高く、それに伴い人件費も高いために産業の高度化が不可欠になっているが、現時点では十分な構造改革は進まず、結果的に外資系企業による進出意欲も萎むことが懸念される。マレーシアはアジア域内でも有数の産油国であるが、年明け以降の原油相場の頭打ちの動きに加え、先行きも上値の重い展開となることが予想されるなか、対外収支をはじめとする経済のファンダメンタルズの脆弱性が再び露呈する可能性もあり、国際金融市場の動向に対して敏感にならざるを得ない。来年実施予定の次期総選挙については、ナジブ首相率いる最大与党の統一マレー国民会議 (UMNO) を中心とする与党連立の優位は変わっていない。足下ではマハティール元首相がかつての「宿敵」であるアンワル元副首相と共闘して政権打倒を目指す動きも出ているが、未だ全土に波が立つほどの勢いはないなど未知数の状況にあるため、政権を取り巻く状況

は引き続き安泰とみられる。政権は中国との接近姿勢を強めるなど影響力が強まる動きをみせており、中国の景気動向に左右される度合いが高まることも予想される。よって、当研究所は **2017 年の経済成長率は前年比 +5.5%**と大きく上振れするが、**2018 年は同+4.4%**に再び鈍化すると予想する。

- フィリピン**：4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+7.2%と前期（同+5.2%）から大きく加速して2四半期ぶりに7%を上回る成長となるなど、足下のフィリピン経済は活況を呈している。フィリピンの経済構造はASEAN域内でも相対的に輸出依存度が低いものの、輸出の2割以上を中国向けが占める上、その8割弱を半導体をはじめとする電子部品が占めるなど、同国の輸出は中国ひいては世界的な景気動向の影響を受けやすい特徴がある。こうしたなか、昨年来の世界経済の自律回復や中国経済の持ち直しの動きは、輸出の急拡大を促すことに繋がったほか、それに伴う国内における雇用環境の改善は個人消費の下支えに繋がっている。また、年明け以降は米国をはじめとする先進国からの移民送金の

旺盛な推移が続くなか、国際金融市場では同国南部ミンダナオ島でのIS（通称「イスラム国」）の戦闘激化など治安情勢の悪化を理由に通貨ペソ安が進み、結果的にペソ建ての移民送金が押し上げられる効果もみられる。年明け以降の原油相場の頭打ちに伴うインフレ圧力の後退も重なり、足下の個人消費が押し上げられるなど、経済成長の原動力である内需は堅調を維持している。さらに、前期においては公共投資の進捗鈍化が景気の重石になったものの、ドゥテルテ政権によるインフラ投資拡充の方針に加え、汚職対策に向けてその円滑な進捗を重視する姿勢を受けて当期は大きく前進したとみられ、結果的に景気押し上げに繋がった。他方、ドゥテルテ政権の下で対米関係が悪化するなか、ここ数年堅調に拡大してきたBPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）関連を中心とするサービス輸出への悪影響が懸念され、関連投資が手控えられる可能性がくすぶっている。対内直接投資を巡っては、ドゥテルテ政権は中国への接近を強めており、多額の支援が表明されるなどの動きもみられるが、これらが具現化するかは不透明なところが少なくない。さらに、ミンダナオ島でのISと政府軍との衝突が長引けば、治安情勢に対する不安も理由に外資系企業のみならず、国内経済にも悪影響が出るリスクはある。先行きについては、昨年来の輸出拡大の動きが性急であることを勘案すれば、同様の動きが続く可能性は低い一方、GDPの1割に相当する移民送金は引き続き堅調な流入が続くと見込まれ、内需を下支えする展開は続く見込まれる。よって、当研究所は **2017 年の経済成長率は前年比+6.4%**、**2018 年も同+6.3%**と引き続き6%を上回る高い成長は実現可能と予想する。

図 14 フィリピン 実質 GDP 成長率の推移と予測

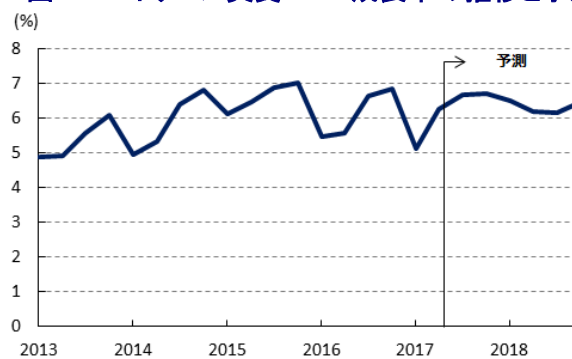


(出所)CEIC より作成。予測は第一生命経済研究所

- ベトナム**：年明け直後のベトナム経済を巡っては、異常気象に伴い第1次産業の生産に下押し圧力が掛かり、中国製造業に対する不透明感の高まりを反映して製造業をはじめとする第2次産業の生産にも急速に下押し圧力が掛かるなど、景気鈍化が懸念される状況となったものの、年半ばに掛けてそうした影響は徐々に後退している。4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.19%と前期（同+5.10%）から伸びが加速して2四半期ぶりに6%を上回る伸びとなった。前期に大きく落ち込んだ第1次産業の生産に底打ち感が出ているほか、同国はASEAN域内でも相対的に輸出依存度が高いなか、携帯電話をはじめとする電気機器や電子部品関連の生産が大きく加速するなど製造業での生産拡大の動きが景気の押し上げに繋がっている。さらに、国際金融

市場が落ち着いた推移をみせるなかで第3次産業の生産にも底入れの動きがみられるなど、全産業で生産拡大の動きが鮮明になっている。昨年来の世界経済の自律回復や中国経済の持ち直しの動きは、同国の輸出を大きく押し上げる一方、中国内陸部との連動性が比較的高いことから、その動きによって景気が上下双方に振れやすくなっており、先行きについてもどうした傾向が続くことが見込まれる。足下では最大の輸出先である米国経済の下振れ懸念がくすぶるものの、当面に

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

については堅調な拡大が続くと見込まれることから、この動きは輸出を下支えすると期待される。また、年明け以降は原油相場の頭打ちなどに伴いインフレ圧力が後退したことで、この動きは個人消費をはじめとする内需を下支えしており、先行きもこの傾向は続くであろう。一方、米トランプ政権によるTPPの「完全離脱」に伴い同国はTPP発行手続を停止するなど、結果的に国有企業改革などの構造改革に後ろ向きになるとの懸念は、外資系企業などによる投資活動に悪影響を与えることが考えられる。ベトナムはASEAN共同体とTPPに跨るなど、双方の利益を最も享受し得るとみられており、海外からの対内直接投資の旺盛な流入に繋がってきたが、構造改革に対する意欲後退は投資縮小を通じて中長期的な潜在成長率の低下をもたらすことも懸念される。よって、当研究所は **2017 年の経済成長率は前年比+6.2%、2018 年は同+6.3%**と堅調な推移が続くものの、引き続き一時に比べて勢いに乏しい展開になると予想する。

以上