

Asia Trends

発表日: 2018 年 11 月 28 日(水)

アジア(中国・インド・NIES・ASEAN5)経済見通し(2018 年 11 月)

～米中貿易摩擦の影響の「本格化」と中国景気の減速により、全般的に減速傾向が強まる展開～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部

主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 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

	2018 年(暦年)予測	2019 年(暦年)予測
中 国	+6.6%(前回+6.6%)	+6.3%(前回+6.3%)
イ ン ド	+7.6%(前回+7.3%)	+7.3%(前回+7.3%)
N I E S	+2.7%(前回+2.9%)	+2.3%(前回+2.5%)
A S E A N 5	+5.2%(前回+5.2%)	+4.9%(前回+5.1%)

※前回は 2018 年 8 月 30 日時点の弊社予測値

《総論》

このところの世界経済を巡っては、昨年以降の世界経済のけん引役となってきた先進国経済の勢いに陰りがみられる一方、持ち直しの動きを強めた中国経済も息切れの様相を呈しており、全体として『ピークアウト』が意識される展開が続いている。

この背景には、昨年末にかけて実態以上の好調さがみられた欧州景気が年明け以降に鈍化傾向を強めていることに加え、米中貿易摩擦の激化に伴い中国景気に下押し圧力が掛かり、結果的に中国経済との連動性が高い新興国及び資源国景気の重石となっていることがある。なお、米中貿易摩擦は9月末に『第3弾目』が発効されるなど抜き差しならない状況となっているものの、足下で確認可能な中国の対米輸出に明らかな形で悪影響が出る事態とはなっておらず、これが顕在化するのとは今後と見込まれる。他方、中国では過剰債務のデレバレッジ（債務圧縮）

に向けた取り組みに加え、米中貿易摩擦の激化を受けて企業マインドが悪化する動きもみられるなど、景気の先行きに対する不透明感が急速に高まっている。アジア新興国のなかには米中貿易摩擦の激化を受け、対米輸出を巡る『漁夫の利』を得ようと目論む向きもある一方、アジア新興国が中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれていることを勘案すれば、中国景気が一段と勢いを失うことによる外需への下押し圧力は色濃く現われることは避けられない。足下の世界経済においては、米国経済が『独り勝ち』の状況にあると捉えられ、先行きは米国景気の勢いによって左右される展開が見込まれるなか、

図 1 アジア新興国の経済成長率の推移と予測

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6	6.3
インド	7.0	7.6	7.6	6.2	7.6	7.3
NIEs	3.5	2.3	2.5	3.2	2.7	2.3
韓国	3.3	2.8	2.9	3.1	2.6	2.3
台湾	4.0	0.8	1.4	2.9	2.5	2.0
香港	2.8	2.4	2.2	3.8	3.5	2.6
シンガポール	3.9	2.2	2.4	3.6	3.2	2.5
ASEAN5	4.6	4.9	5.0	5.4	5.2	4.9
インドネシア	5.0	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1
タイ	1.0	3.0	3.3	3.9	4.2	3.1
マレーシア	6.0	5.1	4.2	5.9	4.8	4.4
フィリピン	6.1	6.1	6.9	6.7	6.2	6.2
ベトナム	6.0	6.7	6.2	6.8	6.9	6.5

(出所) CEIC より作成。予測(影部分)は第一生命経済研究所作成。
加重平均はドル建 GDP でウェイト付。18～19 年は 17 年実績を使用。

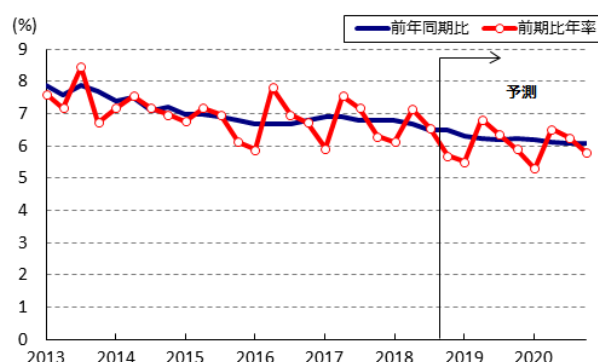
米F R B（連邦準備制度理事会）による金融政策の正常化の動きに伴い徐々に勢いを失うと予想される。夏場以降の国際金融市場では、いわゆる『トルコ・ショック』に伴う動揺を受けて新興国などで資金流出の動きが活発化し、アジア新興国でも通貨安や株安などに見舞われる動きがみられた。足下の国際金融市場は落ち着きを取り戻しているものの、上述の米F R Bによる金融政策正常化の取り組みに伴い新興国などに資金流出圧力が掛かりやすい地合いは変わらず、アジア新興国にとってもこの動きが景気の足かせとなる状況が続くと見込まれる。なお、日本が主導する形で締結に至ったC P T P P（包括的先進的環太平洋連携協定）は年内に発効されるため、アジア新興国のなかで批准したベトナムにとってはプラスの効果が期待されるものの、経済の輸出依存度の高さはその効果を相殺する悪影響に繋がる可能性もある。よって、当面のアジア新興国景気については、世界的な貿易の萎縮に伴う外需への下押し圧力に加え、資金流入の先細りに伴う内需鈍化も加わり、力強さを欠く展開が続くと予想される。

《中国 ～足下は内需が減速するなか、今後は外需への悪影響顕在化に伴い一段と減速感を強める展開に～》

7-9月の実質GDP成長率は前年同期比+6.5%と一段と鈍化して9年半ぶりの低い伸びとなるなど、一段と景気に下押し圧力が掛かっている様子がうかがえる。なお、前期比も+1.6%と前期（同+1.7%）

から拡大ペースが鈍化しており、例年は年半ばにかけてインフラ関連を中心とする公共投資の進捗が景気の押し上げ役となる動きがみられるものの、今年は共産党及び政府主導でのデレバレッジ（債務圧縮）に向けた取り組みが足かせになっている。ただし、今年の経済成長率は9月までの累計ベースで前年比+6.7%と依然として今春の全人代（全国人民代表大会）で定めた成長率目標（6.5%前後）を上回る水準を維持している。なお、米中貿易摩擦の激化にも拘らず、足下の輸出

図2 中国の実質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。

は夏場以降における国際金融市場の動揺などに伴い人民元相場が下落したことも相俟って比較的堅調に推移しており、外需が景気の下振れ要因となっている訳ではない。他方、共産党及び政府が主導するデレバレッジの動きに加え、米中貿易摩擦の激化による企業マインドの悪化に伴い、企業部門の設備投資の動きに下押し圧力が掛かっているほか、株価低迷を受けて家計部門にはバランスシート調整圧力が掛かるなど、家計消費の重石となる展開が続いている。また、米中貿易摩擦に伴う中国政府による対抗措置に伴い中国国内では飼料用穀物が高騰しており、結果的に畜産品を中心にインフレ圧力が強まるなど、家計部門にとって実質購買力の下押しに繋がる動きもみられる。よって、足下の景気減速は家計消費や企業部門の設備投資など内需の鈍化が主因であるとみられるなか、今後は米中貿易摩擦による外需への悪影響が顕在化すると見込まれ、景気に一段と下押し圧力が掛かることが予想される。他方、来春の全人代での討議事項などをまとめる4中全会（第19期共産党中央委員会第4回全体会議）は現時点でも開催予定が不明であるなど、中国政府の対応については不透明さが多いものの、10月以降に『弱い分野を対象とするインフラ投資の強化』を図る方針が示されるなど、ある程度の景気下支えに繋がる財

政政策は期待される。また、金融政策についても預金準備率の引き下げなど、党及び政府が主導してきたデレバレッジの手綱を緩める動きもみられ、中国景気が急激な失速状態に陥る事態は免れると見込まれる。結果、**2018年の経済成長率は前年比+6.6%**と成長率目標はクリア可能とみるが、**2019年は同+6.3%**に伸びが鈍化し、**2020年には同+6.1%**と一段と減速感を強めていくと予想する。

《インド ～今年は年前半の加速が成長率の押し上げに繋がるも、来年にかけて巡航速度並みの伸びに収束～》

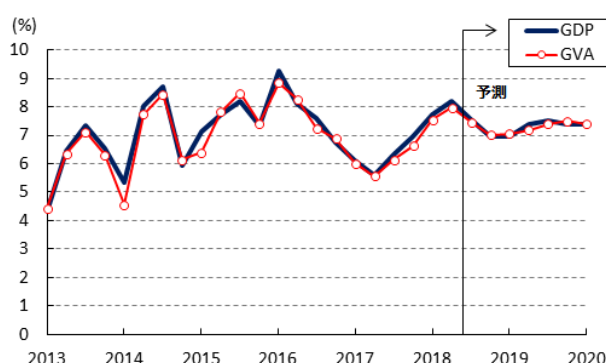
4-6月の実質GDP成長率は前年同期比+8.2%と8四半期ぶりに8%を上回る伸びとなったほか、実質GVA成長率も同+8.0%とGDPと同様に8%台に乗せるなど、急速に勢いを取り戻している。

ただし、これは昨年7月に導入されたGST

(財・サービス税)に拠る幅広い経済活動の混乱に伴い前年の成長率に大きく下押し圧力が掛かった反動が影響したとみられ、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、GDP及びGVAともに加速の動きに一服感が出ている。なお、米トランプ政権による保護主義的な通商政策による悪影響が懸念されたものの、輸出は比較的堅調な推移をみせたほか、食料品価格の安定に伴うインフレ率の低下に加え、低所得者

層及び農村を対象とする補助金拡大による家計部門の実質購買力の下支え、度重なるGSTの税率改定の動きも重なり、家計消費は伸びを加速させて成長率の押し上げに繋がった。他方、国際金融市場における通貨ルピー安の進展を受けて、準備銀(中銀)が金融政策を引き締め方向にシフトさせており、結果的に企業部門の設備投資意欲に下押し圧力が掛かり、家計消費とは対照的な動きをみせている。なお、足下のインフレ率は一段と低下しているものの、昨年来の原油相場の底入れやルピー安に伴う輸入物価の押し上げの影響で燃料価格は高止まりしており、コアインフレ率も高止まりするなど家計部門にとっては厳しい状況が続いている。さらに、国営銀行を巡る不良債権問題は銀行部門における与信能力低下を通じて企業部門による設備投資の足かせとなるなか、夏場以降はノンバンクでの流動性問題をきっかけに国内金融市場が動揺する事態に見舞われたため、足下の景気に下押し圧力が掛かった可能性は高い。こうした動きに呼応するように、このところの製造後及びサービス業の景況感は一進一退の動きをみせるなど景気が拡大基調一辺倒で推移している訳ではないことを示唆する。なお、インドでは来年上旬に総選挙が予定されており、今年度予算では様々な補助金や農業関連予算、医療保障制度の拡充などのほか、雨季作穀物を対象とする最低調達価格(MSP)の大幅引き上げなどが盛り込まれるなど、歳出拡大に向けた大盤振る舞いが行われており、公的部門が景気の下支え役となることは期待される。ただし、インフレ懸念がある一方で流動性対応を迫られるなど準備銀は難しい舵取りを迫られるなか、選挙前のタイミングも重なり企業部門による設備投資の手控えも見込まれ、当面の景気には一服感が強まる展開が続くと考えられる。さらに、慢性的な『双子の赤字』を抱えるなど経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)の脆弱さも残るなか、資金流入

図3 インドの実質GDP・GVA成長率の実績と予測



(出所)CEICより作成、予測は第一生命経済研究所、伸びは前年比。

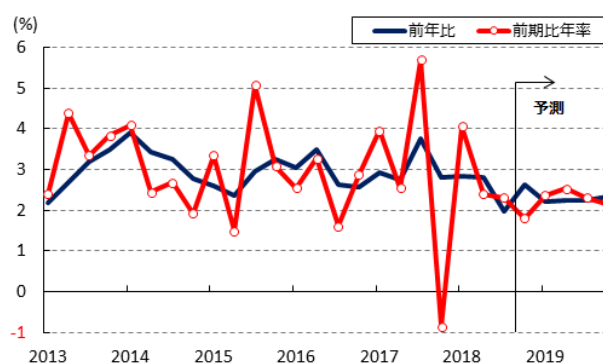
の先細りも景気の足かせとなる状況が続くであろう。結果、2018 年の実質 GDP 成長率は前年比+7.6%と前半の伸びを反映して加速するも、2019 年は同+7.3%に減速し、年度ベースでは 2018-19 年度は同+7.4%、2019-20 年度は同+7.4%と横這いで推移すると予想する。なお、供給側統計に基づく 実質 GVA 成長率についても 2018 年は前年比+7.5%、2019 年は同+7.3%、2018-19 年度は同+7.4%、2019-20 年度は同+7.4%と GDP と似た動きになると予想する。

《韓国 ～米中貿易摩擦の余波は対中輸出の重石となる上、文政権が主導する経済政策も景気の足かせに～》

7-9 月の実質 GDP 成長率は前年同期比+2.0%と丸 9 年ぶりとなる低い伸びとなったほか、前期比年率ベースでも+2.31%と前期（同+2.40%）から拡大ペースが鈍化するなど、急速に頭打ちの様相を強めている。米中貿易摩擦の激化にも拘らず、中

国の輸出前倒しに伴う駆け込み需要を反映して輸出は比較的堅調な動きをみせたほか、対中関係の改善を背景に中国人観光客数も回復感をみせるなど、外需への悪影響は顕在化していない。また、昨年以降の原油相場の底入れや、夏場以降の天候不順に伴い生鮮品を中心に食料品価格にインフレ圧力が強まる動きがみられるものの、高齢層を中心とする雇用・所得環境の堅調さを背景に家計消費は底堅い動きが続いている。また、文政

図 4 韓国の実質 GDP 成長率の実績と予測



(出所)CEIC より作成、予測は第一生命経済研究所。

権は公的部門による雇用拡大や、企業の雇用拡大に向けた補助金給付などを実施するなど、公的消費の拡大も景気の下支え材料となる動きもみられる。一方、米中貿易摩擦の激化を受けて企業は先行きの輸出鈍化を警戒する向きを強めているほか、文政権が実施した最低賃金の大幅引き上げや『働き方改革』によるコスト増を敬遠して設備投資を手控える動きが広がったほか、国際金融市場の動揺に伴う国内市場の混乱を受けて不動産投資にも下押し圧力が掛かった。足下の米国景気は堅調さを維持しているが、米トランプ政権との米韓 FTA（自由貿易協定）を巡る協議では対米輸出に『足かせ』が嵌められて外需の重石となる状況が続いているほか、米中貿易摩擦の激化に伴い対中輸出に玉突き的に下押し圧力が掛かることも懸念されるなど、先行きの外需には不透明要因が山積している。よって、外需関連産業を中心に雇用・所得環境に対する調整圧力が掛かることも懸念され、これまで比較的堅調を維持してきた家計消費をはじめとする内需に対する下押し圧力が強まる可能性も高い。朝鮮半島情勢を巡っては、米国と北朝鮮との間で初めての直接会談が行われるなど改善の兆候がみられたものの、その後はこう着状態が続いている上、具体的に北朝鮮が核放棄などに動く兆しもみられないことを勘案すれば、予測期間内に事態が大きく進展することは見込めない。こうしたことも海外からの資金流入の動きに繋がりにくいといわれ、昨年は久々に経済成長率が加速するなど景気回復を謳歌したものの、一転して厳しい状況に見舞われるであろう。結果、2018 年の経済成長率は前年比+2.6%に留まり、2019 年は同+2.3%に一段と鈍化すると予想する。

《台湾 ～米中両国による「板ばさみ」の激化も予想され、外需や投資資金の先細りが景気の重石となる展開～》

7-9月の実質GDP成長率は前年同期比+2.28%と5四半期ぶりに3%を下回る伸びに鈍化し、前期比年率ベースでは+1.92%と前期（+1.62%）から伸びが加速しているものの、3四半期連続で1%台

の伸びに留まるなど強さを欠く展開が続いている。米中貿易摩擦の激化による外需への悪影響が懸念されるものの、年明け以降の対中輸出が鈍化傾向を強めてきた反動で比較的堅調に推移しているほか、昨年以降の原油相場の底入れや異常気象の頻発などに伴う食料品価格上昇などに伴いインフレ圧力が強まる動きがみられるものの、堅調な雇用・所得環境も追い風に家計消費は拡大傾向が続くなど底堅い動きがみられる。なお、当期については総資本形成に伴う成長率寄与度が大幅

プラスとなっており、公共投資の進捗が芳しくないことに加え、企業部門の設備投資意欲も力強さを欠いていることを勘案すれば、在庫投資による押し上げが寄与した可能性が高いと見込まれる。よって、来期以降の景気にとっては下押し圧力となりやすいことに注意する必要がある。また、足下では米中貿易摩擦の激化に伴い企業マインドに急激に下押し圧力が掛かる動きもみられ、外需の鈍化が懸念されるほか、堅調に推移してきた雇用・所得環境に調整圧力が掛かることで内需の足かせとなる事態も考えられる。台湾はアジア新興国のなかでも経済の外需依存度が相対的に高い上、中国経済に対する依存度も高いため、米中貿易摩擦やそれに伴う世界貿易の萎縮による悪影響を受けやすく、外需の低迷が景気の重石となる展開が続くであろう。再来年に実施される次期総統選及び総選挙の『前哨戦』となった統一地方選挙では、最大野党の国民党勝利を収める一方で与党の民進党は大惨敗し、蔡英文総統は党主席の座を辞任する事態に追い込まれるなど、蔡政権の『レームダック（死に体）』化は避けられなくなっている。米中貿易摩擦が激化する背後で米トランプ政権は蔡政権と接近してきたが、次期総統選挙を巡る行方が不透明になっている上、中国本土は国民党への接近を強める可能性もあり、台湾を舞台にした米中対立の動きが激化する可能性もあり、今後も米中の間での板ばさみ状態が続くことで輸出や投資資金の動きが揺さぶられる展開が続くであろう。結果、2018年の経済成長率は前年比+2.5%に留まり、2019年は同+2.0%と一段と力強さを欠く展開が続くと予想する。

図5 台湾の実質GDP成長率の実績と予測



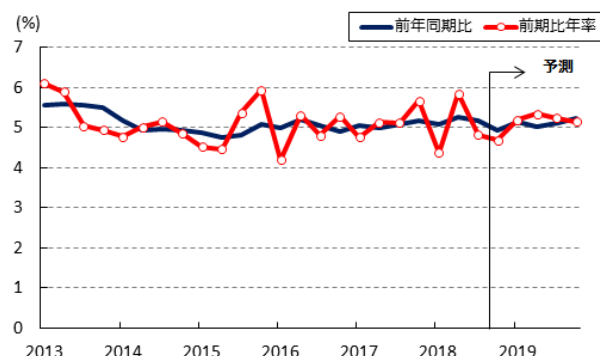
(出所)CEICより作成、予測は第一生命経済研究所。

《インドネシア ～外需鈍化や資金流出懸念がくすぶるなか、公的部門の動向が景気を左右する展開が続く～》

7-9月の実質GDP成長率は前年同期比+5.17%と前期（同+5.27%）から伸びが鈍化しており、年初からの経済成長率も前年比+5.17%と政府の掲げる成長率目標（同+5.4%）を大きく下回る展開となるなど、2年連続で成長率目標のクリアは絶望的な状況となっている。なお、前期については在庫投資の積み上がりに伴い成長率が大幅に押し上げられたことが伸びの加速に繋がったものの、当期は寄与度のプラス幅が縮小するなど、先行きの景気に対するマイナスの影響は減じられている。また、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の成長率も前期に大きく押し上げられた反動も

重なり一服感が出ており、昨年後半から今年前半にかけての勢いは一巡している。昨年末にかけてバリ島での火山噴火により下押し圧力が掛かった観光客数は回復傾向を強めているほか、米中貿易摩擦の激化にも拘らず駆け込みに伴う財輸出の押し上げ動きも重なり、輸出は比較的堅調な推移が続いた。他方、年明け以降は公務員を対象とする賞与引き上げなど政府主導によりバラ撒き政策が行われたが、国際金融市場での通貨ルピア安の進展を受けた中銀の利上げ実施などに伴い家計消費には下押し圧力が掛かるなど一進一退の状況が続く。なお、来年4月に行われる次期大統領選及び総選挙を見据えて、政府はインフラ関連を中心に公共投資の拡充を図っており、公的消費や固定資本投資の押し上げに繋がったほか、ルピア安を警戒して外資系企業は設備投資を手控える一方、国内企業を中心に設備投資の動きに底堅さがみられることも内需の押し上げに繋がった。ただし、旺盛な内需を反映して輸入の伸びは輸出を上回るペースとなり、これも外需の成長率寄与度の下押し圧力となるなど景気の重石となっている。足下では通貨ルピア安の動きに一服感が出るなど落ち着きを取り戻しつつあるが、当面は米F R Bによる金融政策の正常化の取り組みなどを理由に資金流出が起りやすい状況が続くと見込まれ、家計消費をはじめとする内需への押し上げ圧力は引き続き限定的と考えられる。また、中国景気が一段と力強さを欠く展開が見込まれる上、米中貿易摩擦の動きも外需の重石となることは避けられず、同国経済は公的支出の動向に左右される状況が続くとみられる。結果、**2018年の経済成長率は前年比+5.1%、2019年も同+5.1%**に留まり、政府が想定する成長率目標（+5.3%）の実現は来年も難しいと予想する。

図6 インドネシアの実質 GDP 成長率の実績と予測

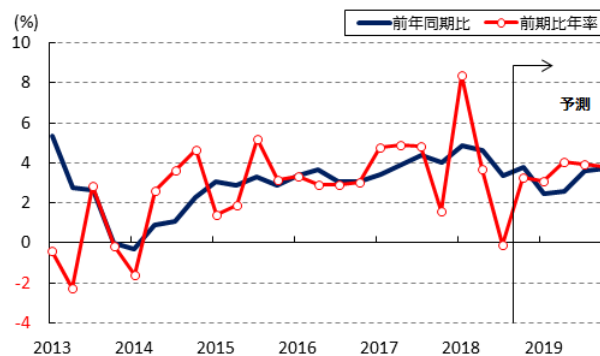


(出所)CEIC より作成, 予測は第一生命経済研究所。

《タイ ～米中貿易摩擦などが外需の重石となるなか、当面の景気は公共投資の進捗に左右される展開に～》

7-9月の実質GDP成長率は前年同期比+3.3%と約2年ぶりとなる低い伸びに留まったほか、前期比年率ベースでは▲0.07%とわずかながらマイナス成長となり、タイがマイナス成長に陥るのはクーデターが起こる直前の2014年1-3月以来であるなど、足下の景気は急速に勢いを失っている。インラック元政権の下で実施された景気刺激策に伴う需要先喰いの影響は一巡している上、中銀も政策金利を過去最低水準で据え置く超緩和策を実施しており、年明け以降の家計消費には底入れの動きが鮮明になってきたが、足下では昨年来の原油相場の底入れなどを背景にインフレ圧力が強まり、実質購買力に下押し圧力が掛かっている。また、米トランプ政権による保護主義的な通商政

図7 タイの実質 GDP 成長率の実績と予測



(出所)CEIC より作成, 予測は第一生命経済研究所。

策に加え、米中貿易摩擦の激化に伴い外需に大きく下押し圧力が掛かる動きがみられるほか、7月に発生したボート転覆事故の余波で中国人観光客が減少したことも外需の足かせとなっている。また、夏場以降の国際金融市場における動揺に伴い、周辺国では資金流出に伴う通貨安の動きが鮮明になったものの、タイの通貨バツは相対的に強含みしたことで輸出の重石となったほか、こうした動きが企業部門による設備投資の足かせとなるなど、内・外需双方で景気の足踏みを示唆する動きが相次いだ。なお、当期については在庫投資による成長率寄与度が大幅プラスとなっており、この調整圧力が来期以降の景気の下押しに繋がる可能性には注意が必要である。また、タイはASEAN内でも相対的に経済の輸出依存度が高く、米中貿易摩擦の一層の激化や米トランプ政権による保護主義的な通商政策に伴う世界的な貿易萎縮に伴う悪影響を受けやすく、先行きの外需については力強さを欠く展開となりやすいであろう。他方、プラユット政権は来年2月に民政移管に向けた総選挙の実施を予定しており、同政権が掲げる経済・社会ビジョンである『タイランド4.0』の実現に向けてインフラ投資の拡充などに動いており、現時点ではこの進捗が景気動向を左右する展開が続く、先行きについてはその色合いが一段と強まると見込まれる。ただし、足下の景気が予想外に下振れするなど力強さを欠く展開となっていることは、プラユット政権及びこれを支持する親軍政党にとっては『逆風』となるなか、最終的には『現国王の戴冠式』などを理由に総選挙の実施が先延ばしされる可能性はくすぶる。政治的な混乱の回避は短期的に見れば景気にプラスに作用する可能性はある一方、対内直接投資などを通じて中長期的な潜在成長率の動向に影響を与える懸念があり、周辺国との投資誘致競争は一段と激化することも考えられる。結果、**2018年の経済成長率は前年比+4.2%**と年前半の勢いを受けて徐々に4%台となるが、**2019年は同+3.1%**と再び3%台に鈍化すると予想する。

《マレーシア ～外需を巡る不透明感に加え、先行きは公的部門の動きが景気を左右する色合いが強まる～》

7-9月の実質GDP成長率は前年同期比+4.4%と前期（同+4.5%）から伸びが鈍化したものの、前期比年率ベースでは+6.73%と前期（同+1.25%）に約5年ぶりの低い伸びとなった反動も重なり加速感を強めたほか、中期的な基調も加速感を強めるなど底堅く推移している。米中貿易摩擦の激化の影響が懸念されたものの、駆け込み需要の動きに加えて、国際金融市場の動揺に伴う通貨リング安の進展に伴う輸出競争力の向上により輸出は比較的底堅い動きが続いた。また、マハティール政権が6月にGST（財・サービス税）の廃止に踏み切ったことに伴いインフレ率は低下しており、輸出の堅調さを背景とする雇用・所得環境の底堅さも相俟って家計消費は2四半期連続で大幅な伸びで推移するなど、成長率の押し上げに繋がっている。また、5月に行われた総選挙前のタイミングでは不確実性を嫌って企業部門による設備投資が手控えられたものの、足下では一転して底入れの動きが広がっており、固定資本投資も押し上げられている。なお、政府はGST廃止に伴う財政への悪影響

図8 マレーシアの実質 GDP 成長率の実績と予測



(出所)CEIC より作成、予測は第一生命経済研究所。

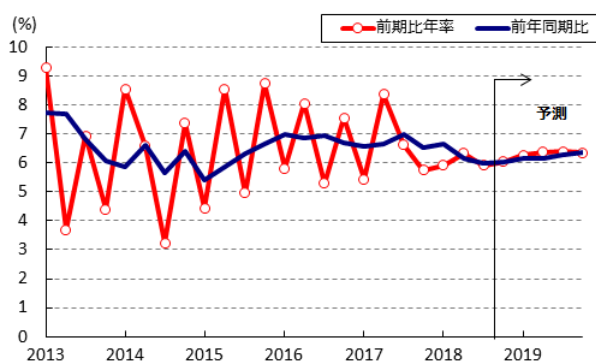
を軽減すべく9月にSST（売上税・サービス税）の再導入に踏み切ったが、その後の物価の動きをみ限り影響は限定的なものに留まっており、家計消費などへの下押し圧力も限定的と見込まれる。ただし、マレーシアはASEAN内では経済の輸出依存度が極めて高い国のひとつである上、中国経済に対する依存度も相対的に高く、米中貿易摩擦の激化や米トランプ政権による保護主義的な通商政策に伴う世界的な貿易萎縮の動きによる影響を受けやすく、先行きの景気の重石となることは避けられない。他方、マハティール政権の発足後に前政権下での財政粉飾に伴い公的債務残高の水準の大幅引き上げを発表し、来年度から3ヶ年で財政赤字の圧縮に取り組む方針を示しているが、低所得者を対象とする給付金のほか、教育関連予算や中小企業支援、運輸・交通インフラの拡充など様々な『バラ撒き』政策を志向する姿勢をみせており、当面は公的部門による歳出の進捗が景気を左右する展開が続くと見込まれる。その一方で、バラ撒き政策に伴う財政悪化懸念を反映して資金流出圧力がくすぶる展開が続いており、資金流入の先細りに繋がる可能性に注意が必要である。また、来年1月から最低賃金を全土で一律水準とすべく引き上げる方針を明らかにしており、マレーシアはASEAN内でも1人当たりGDPの水準が高く、人件費をはじめとするビジネスコストが相対的に高いなかでコスト競争力の一段の低下は避けられず、対内直接投資の下押し要因となり得るであろう。さらに、中国が主導するインフラ投資計画などの中止決定の動きも、短期的には固定資本投資の下振れ圧力に繋がると見込まれる。結果、2018年の経済成長率は前年比+4.8%となるが、2019年は同+4.4%に鈍化すると予想する。

《フィリピン ～中国依存度の高さが外需の重石となり、インフレと移民送金の鈍化で内需も勢いを欠く展開に～》

7-9月の実質GDP成長率は前年同期比+6.1%と6%台と維持するも約3年ぶりの低い伸びに留まったほか、前期比年率ベースでは+5.91%と前期（同+6.33%）から伸びが鈍化して6%を下回る水準となるなど、景気の勢いは急速に鈍化している。

夏場の天候不順に伴い農業及び漁業関連の生産に大きく下押し圧力が掛かったほか、環境規制の一環として中部のボラカイ島での立ち入り禁止措置を実施したことで観光関連の生産にも下押し圧力が掛かった。なお、米中貿易摩擦の激化や中国の景気減速による外需への悪影響が懸念されるなか、足下では拡大基調は維持しているものの、そのペースは着実に鈍化するなど下押し圧力が強まる動きがみられる。さらに、海外移民から

図9 フィリピンの実質GDP成長率の実績と予測



(出所)CEICより作成、予測は第一生命経済研究所。

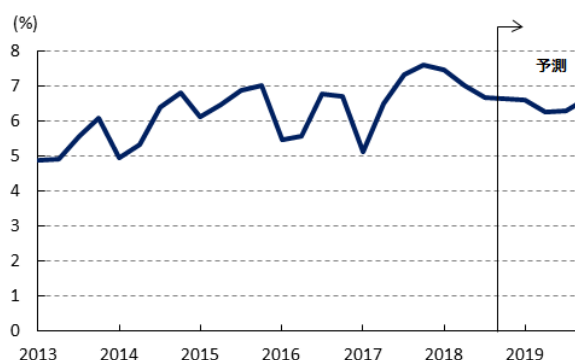
の送金流入額が頭打ちする動きがみられる上、1月からの物品税引き上げに伴いインフレ率が大幅に上振れするなど実質購買力が下押しされたほか、夏場以降の国際金融市場の動揺に伴う通貨ペソ安の進展を喰い止めるべく中銀は断続的な利上げに踏み切っており、家計消費に大きく下押し圧力が掛かっている。さらに、米中貿易摩擦の激化による外需を巡る不透明感に加え、資金流出に伴う通貨ペソ安の進展や包括的税制改革をはじめとするドゥテルテ政権の経済政策に対する不信感も理由に海外からの直接投資も急速に細っており、固定資本投資の成長率寄与度はマイナスとなるなど景気の重石となっている。

来年以降は物品税引き上げに伴うインフレ加速の反動に伴いインフレ率の減速が見込まれるものの、夏場以降のペソ安の進展は輸入物価を通じたインフレ圧力となるなど、当面は高止まりが避けられず、移民送金の頭打ちも相俟って家計消費の勢いを減じる動きに繋がるとみられる。また、米中貿易摩擦の激化の動きは経済の輸出依存度が比較的高い上、中国向けの割合が高いフィリピンの輸出への下押しに繋がりがやすく、結果的に外需の伸びは力強さを欠く展開が続くであろう。また、足下においても海外からの投資流入は勢いに乏しい展開が続いているが、ドゥテルテ政権による掛け声にも拘らずインフラ投資の進捗が進んでいないことを勘案すれば、これが急速に勢いを増す状況は考えにくい。結果、**2018年の経済成長率は前年比+6.2%**と6%を維持するも鈍化傾向を強め、**2019年も同+6.2%**と同程度の伸びに留まると予想する。

《ベトナム ～短期的に米中貿易摩擦の「漁夫の利」を得る一方、中国依存度の高さは先行きの景気の重石に～》

7-9月の実質GDP成長率は前年同期比+6.88%と前期（同+6.73%）からわずかに伸びは加速したが、昨年10-12月（同+7.68%）をピークに景気は頭打ち感を強めてきたが、底打ちの兆しがうかがえる。米中貿易摩擦の激化に伴う悪影響が懸念されたものの、足下の輸出は駆け込みによる押し上げの動きがみられるほか、中国からベトナムに生産拠点を移管する動きもみられるなど、米中貿易摩擦による『漁夫の利』を得る動きも外需の下支えに繋がっている。こうした動きは他のASEAN諸国では、米中貿易摩擦の激化に伴い企業マインドに下押し圧力が掛かる動きが顕著である一方、ベトナム国内の企業マインドが改善していることにも現われている。さらに、こうした傾向は足

図10 ベトナムの実質 GDP 成長率の実績と予測



（出所）CEICより作成、予測は第一生命経済研究所。

下の鉱工業生産の動きや発電量の動きにも現われており、対内直接投資の動きが活発に推移していることも追い風になっている。また、足下のインフレ率は政府が定めるインフレ目標の近傍で推移するなど比較的落ち着いており、雇用・所得環境の改善が続くなかで実質購買力が押し上げられていることに伴い、家計消費の堅調さも景気を下支えしている。通貨ドン相場を巡っては、夏場以降の国際金融市場の動揺に伴い下落圧力を強める動きが鮮明になったが、ここ数年の輸出拡大を受けて対外収支構造は堅牢さを増しており、結果的に価格競争力向上に伴う輸出押し上げに資する可能性は高い。ASEAN共同体を巡っては、今年からCLMV諸国への関税優遇措置撤廃の影響が撤廃されたことに伴う悪影響が懸念されたものの、現時点では中国からの生産拠点移転の動きがその影響を相殺している可能性が高い。また、ベトナム国会は今月CPTPPを批准しており、年内にも発効される同協定による好影響を比較的早期に享受することが期待されるとともに、先行きにおいても対内直接投資の活発化が見込まれる。政府による国営企業改革の動きも想定以上のスピードで前進しており、金融市場が安定した環境で推移すれば、さらなる海外資金の流入が景気を押し上げる好循環も期待される。当面は米FRBによる金融政策正常化の取り組みなどに伴う余波を受けるリスクは残るが、金融市場の開放度合いの乏しさを勘案

すれば、その影響は限定的と見込まれる。ただし、ベトナムは経済の輸出依存度が高く、中国経済との連動性も域内で極めて高いため、米中貿易摩擦の激化や中国景気の減速の影響は免れず、先行きの景気にとって重石となることは避けられない。結果、**2018 年の経済成長率は前年比+6.9%**と年前半の高い伸びを追い風に加速するが、**2019 年は同+6.5%**に鈍化すると予想する。

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

