

# Weekly エコノミスト・ レター

## アジア新興国・地域の経済見通し ～金融市場が海外投資家に翻弄されるなか、 実体経済にも不穏な空気が漂う

経済調査部門 研究員 高山 武士  
(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp

1. アジア新興国・地域は、低空飛行が続いている。ASEAN主要国は堅調で、韓国・台湾・インドは不調というこれまで見られた二極化の構造に変化はないが、堅調だったASEAN主要国でも成長率が鈍化しつつある。
2. 金融市場では、米国における量的緩和策の縮小懸念を背景に、アジア新興国・地域から資金流出が起き、株価下落・自国通貨安に見舞われており、先行きの不透明感も色濃くなっている。
3. ただし、これらの動きは株価のトレンドに変化をもたらすものではないと考えている。株価の調整が入った後、株の上昇圧力は和らぐ可能性が高いが、実体経済から乖離して株価の低迷が長期化する可能性は低いだろう。
4. 為替の影響は国・地域によって異なる。韓国やフィリピン、タイではこれまで自国通貨高トレンドが進んでおり、輸出鈍化という悪い材料となっていたため、自国通貨安に振れることはポジティブな材料でもある。一方、インドやインドネシアは経常赤字国で、これまでも通貨安による輸入インフレの促進が懸念されていたため、一段の自国通貨安は、悪材料を助長するネガティブな材料である。
5. 先行きについては、堅調なASEANを含め、やや不穏な空気が漂ってきたと考えられる。海外経済の改善が輸出の伸びに波及しておらず、海外経済のアジア経済の牽引力が弱まっていると見ていることから、成長率の改善幅は小さくなるだろう。
6. 先行きのダウンサイドリスクとしては、海外投資家の資金流出の動き（資金流入圧力の低下）が証券投資に限らず、直接投資にまで波及してくることが挙げられる。また、金融市場において、短期的な変動幅が大きくなる可能性がある。これらは、一時的なものであれば実体経済に大きな影響を与えるほどには至らないと見ているが、リスク回避的な動きが広がり、海外投資家が直接投資を控える可能性がある点には注意が必要だろう。

アジア新興国・地域の経済見通し

実質GDP 成長率	2012年					2013年					2014年		2015年	(前年比、%)											
	(実)	1-3 (実)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)	(予)	2012年	2013年				2014年				2015年			
韓国	2.0	1.5	2.2	2.8	3.0	2.4	3.1	3.1	3.2	3.2	3.2	3.5	韓国	2.2	1.4	1.5	2.1	2.3	1.8	2.4	2.5	2.6	2.8	2.6	3.1
台湾	1.3	1.7	2.6	2.8	3.0	2.5	3.1	3.1	3.2	3.4	3.2	3.5	台湾	1.9	1.8	1.3	0.6	2.1	1.5	2.2	2.3	2.5	1.9	2.2	2.0
マレーシア	5.6	4.1	4.9	5.1	5.2	4.8	5.1	5.2	5.2	5.4	5.2	5.5	マレーシア	1.7	1.5	1.9	2.1	2.4	2.0	2.5	2.6	2.6	2.7	2.6	2.7
タイ	6.5	5.3	3.3	3.9	3.0	3.9	3.7	3.9	4.1	4.1	4.0	4.2	タイ	3.0	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.4	3.3	3.5
インドネシア	6.2	6.0	5.9	5.8	5.9	5.9	5.9	6.1	6.2	6.2	6.1	6.3	インドネシア	4.3	5.3	6.4	7.3	7.4	6.6	6.9	6.1	5.4	5.2	5.9	5.3
フィリピン	6.8	7.8	6.3	6.0	6.0	6.5	5.8	5.9	6.0	6.1	6.0	6.1	フィリピン	3.1	3.2	3.4	3.6	4.0	3.6	4.3	4.6	4.6	4.6	4.5	4.6
インド (下段:年度ベース)	7.5 <5.0>	4.8	5.1	5.3	5.7	5.1 <5.6>	6.0	6.1	6.3	6.4	5.2 <6.3>	6.2 <6.7>	インド (下段:年度ベース)	7.5 <7.2>	6.4	5.0	5.2	5.3	5.4 <5.2>	5.5	5.2	5.3	5.6	5.4 <5.5>	5.4 <5.2>

(注) 2013、2014年の内訳は前年同期比。インドのGDP成長率は供給側の数値(GDP at factor cost)。インドのインフレ率はWPI上昇率、他の国・地域はCPI上昇率。  
(資料) CEIC、ニッセイ基礎研究所

# 1. アジア経済概況

アジア新興国・地域<sup>1</sup>は、低空飛行のまま離陸できない状況が続いている(図表1)。昨年10-12月期はタイの洪水被害からの急回復が手伝って、わずかに成長率が持ち直したが、今年1-3月期は再び減速、それ以前の水準まで低下している。

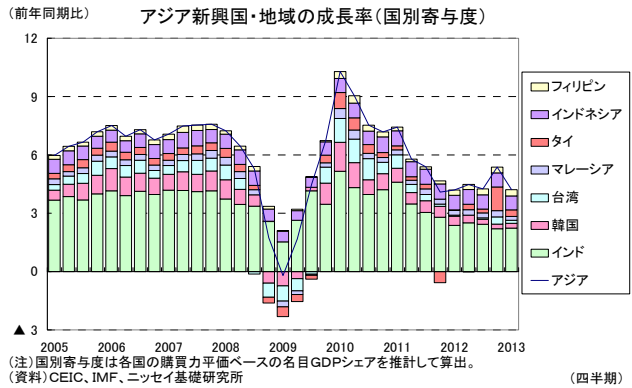
各国・地域の状況を見ると、ASEAN主要国は堅調で、韓国・台湾・インドは不調というこれまで見られた二極化の構造に変化はない。ただし、堅調だったASEAN主要国でも成長率が鈍化しつつある点には注意したい。

また、金融市場では、米国における量的緩和策の縮小懸念を背景に、アジア新興国・地域から資金流出が起き、株価下落・自国通貨安に見舞われており、先行きの不透明感も色濃くなっている。以下では、こうしたアジア新興国・地域の現状を確認し、今後の見通しを考えたい。

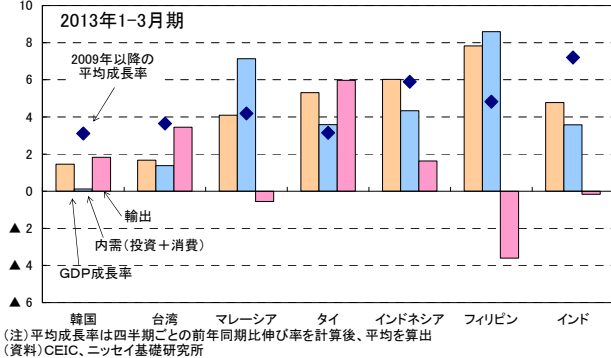
## 1-1. 現状：低空飛行からなかなか抜け出せず、金融市場では株安・自国通貨安に(実体経済)

まず、直近の2013年1-3月期におけるアジア新興国・地域の成長率を確認すると(図表2)、成長率の絶対値では、韓国・台湾の成長率が低く、ASEAN主要国が高いということが分かる<sup>2</sup>。1-3月期は特に、フィリピンが内需の強さを背景に8%近い成長を記録したことが目立つ。一方、インドの成長率は冴えず、成長率は5%を割り込む水準まで低下している。

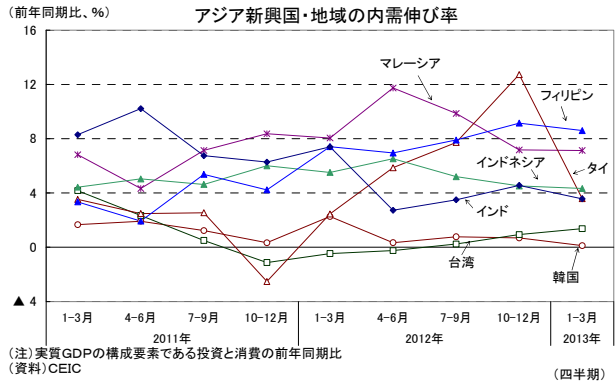
(図表1)



(図表2) アジア新興国のGDP成長率(寄与度分解)



(図表3)



GDPのうち内需の動きを時系列で追うと(図表3)、二極化の構造には変化はないものの、足元では、ASEAN主要国の中でもマレーシアとフィリピンでは内需の伸び率が高く、タイとインドネシアでは比較的低いといったバラツキが見られている。タイでは自動車販売促進策の終了、インドネシアでは高インフレと補助金燃料の削減という内需鈍化の要因があり、これらの要因は今後も残るため、両国の内需は引き続き伸び悩み可能性が高いと思われる。

輸出動向については(図表4)、アジア新興国・地域のいずれの地域でも伸び悩んでいる。台湾をはじめ、底打ちしている国・地域は見られるが、その改善幅は小さく、ゼロ成長付近での推移が続

<sup>1</sup> 本稿における経済見通しの分析対象国・地域はインド・韓国・台湾・マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン。中国については、2013年5月24日公表のWeeklyエコノミスト・レター「[中国経済見通し：中国の“明るい成長鈍化”とリスクの所在](#)」を参照。  
<sup>2</sup> タイでは、前年同期に洪水被害の名残があり、GDPが低くなっていたため、やや高めの数値が出やすくなっている点には注意。

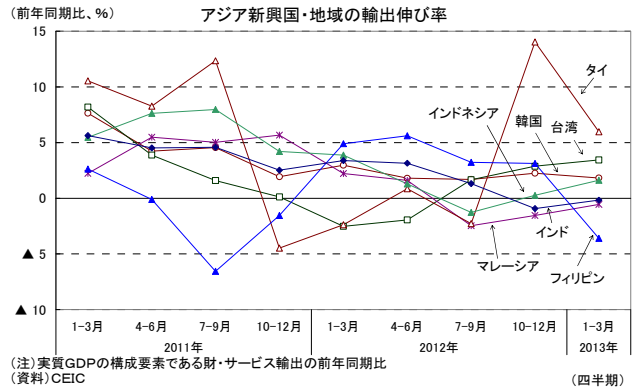
いている。海外経済は米国を中心に改善が見られているが、アジア域内の輸出を活性化させるに至っていない状況にある<sup>3</sup>。

### (金融市場)

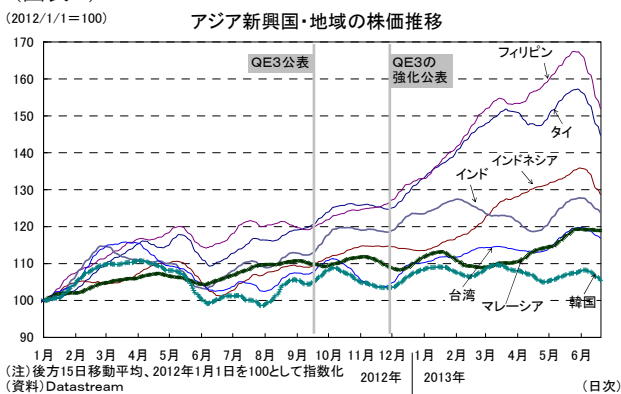
5 月後半以降、金融市場では大きな変化が見られた。アジア新興国・地域の株価は総じて下落、為替では自国通貨安が急速に進んだ(図表 5・6)。この背景には、米国で実施されている量的緩和策の縮小観測がある。

アジア新興国・地域では、ここ数年、特に、米国で量的緩和第三弾(QE3)が公表された後のフィリピン・タイ・インドネシアでは、先進国からの資金流入が急激に増え、一挙に株高が進んでいた<sup>4</sup>。そのため、これらの国では、株価下落も大きくなったと見られる。

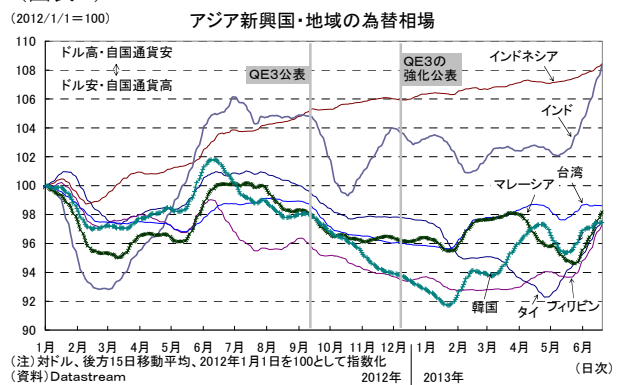
(図表 4)



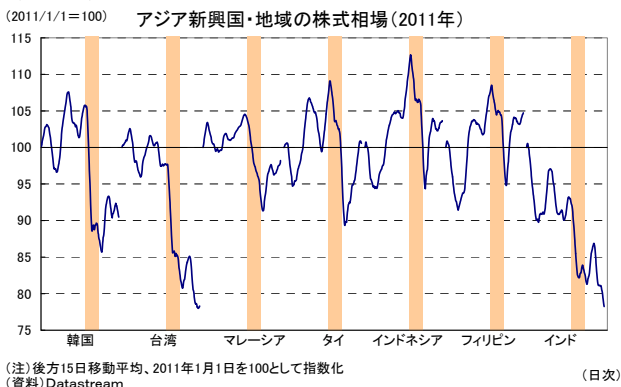
(図表 5)



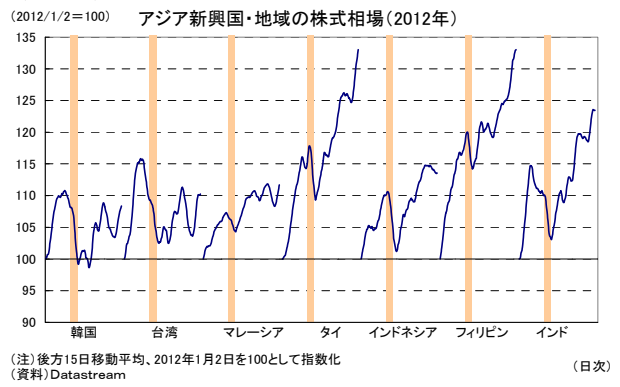
(図表 6)



(図表 7)



(図表 8)



ただし、アジア新興国・地域では、海外投資家の資金引き揚げと、それに伴う株価下落や通貨安が発生することは珍しい現象ではない。例えば、2011年の8-9月や2012年の5月には、欧州債務危機の緊張感の高まりを背景にして、先進国の投資家が手元流動性を確保する目的で新興国・地域から資金を引き揚げた(いわゆるリパトリエーション)。そのため、アジア新興国・地域では株の下落や通貨安に見舞われている(図表 7・8)<sup>5</sup>。こうした資金引き揚げの動きは、それが活性化すると、それまでの株価のトレンドに関係なく、また国・地域に関係なく、アジア新興国・地域で一斉に株価が下落することに特徴がある。そして、足もとの現象も、これに類似している(図表 9)。

<sup>3</sup> タイで高い伸び率を記録しているが、これも洪水被害によるベース効果で押し上げられているため、これを割り引いて考える必要がある。

<sup>4</sup> ASEANの株高については2013年3月29日公表のWeeklyエコノミスト・レター「ASEANの株高について考える」も参照。

<sup>5</sup> 図表中では、2011年8-9月、2012年5月をそれぞれ網掛けしている。

注意すべきは、それまでの資金引き揚げの動きでは、欧州債務問題を背景にしており、一時的な混乱が落ち着けば、再び資金流入の動きが見られていたが、今回は資金流出圧力が長期化する可能性があるという点であろう。

今回の資金引き揚げの動きは、資金供給量が縮小するという観測のなかで起きている。今のところ、まだ米国は量的緩和策の縮小に動いていないため、短期的な下落の後、再び資金流入が増える可能性もある。しかし今後、実際に米国が量的緩和策からの脱却に向けて動きだせば、長期的に見ても、アジア新興国・地域への資金流入圧力は弱まらざるを得ないと考えられる。

ただし、これらの動きも株価というトレンドに変化をもたらすものではないと考えている。そのため、株価の調整が入った後、株の上昇圧力は和らぐ可能性は高いが、実体経済から乖離して株価の低迷が長期化する可能性は低いと見ている。特に、ASEAN主要国の経済は堅調であることから、再び成長トレンドに復すると予想する。

為替については資金流出によって一様に自国通貨安に振れている。しかし、アジア新興国・地域への影響という点では、国・地域によってバラツキがある。

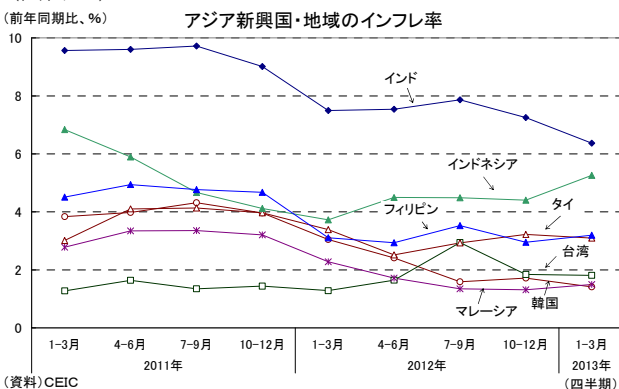
韓国やフィリピン、タイではこれまで自国通貨高トレンドが進んでおり（図表6）、輸出鈍化をもたらす懸念材料となっていた。タイや韓国では、今年に入ってから中央銀行が利下げに踏み切っており、これには、成長促進のほか、通貨高を抑制する思惑があったと考えられる。したがって、これらの国が自国通貨安に振れることは、悪影響を軽減するポジティブな材料と言える。

一方、インドやインドネシアは経常赤字国であり、また、長く自国通貨安トレンドが続いていた。そのため、輸入インフレを促進する要因となっていた。金融政策においても、インドではインフレ率が低下するなか金利を据え置き、インドネシアでは利上げに踏み切るなど、緊縮姿勢を見せている。こうした状況のなか、一段の自国通貨安が進んだことは、悪材料を助長するネガティブな材料となっている。

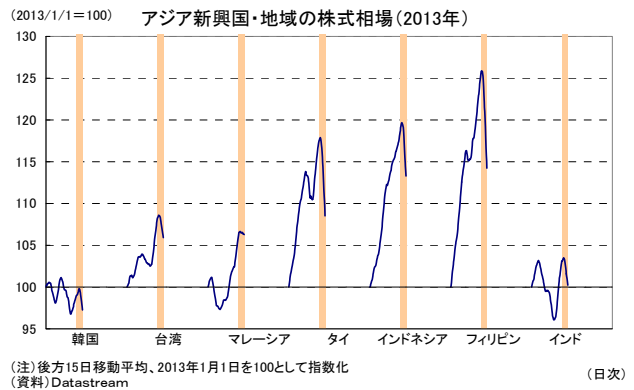
## (インフレ)

インフレ率については、成長率の改善が緩慢なことや資源価格が安定して推移していたことを背景に、インドとインドネシアを除き総じて安定して推移している（図表10）。

(図表10)



(図表9)



長期的に見ても、アジア新興国・地域への資金流入

(図表11)

アジア新興国・地域の政策金利の状況

国名	2009年末 (09年対比)	2010年末 (10年対比)	2011年				2012年				2013年		現在 (09年対比)
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
韓国 (7日物レボ金利)	2.00	2.50 (+0.50)	↑	↑	↑	↑							2.50 (+0.625)
台湾 (公定歩合)	1.250	1.625 (+0.375)		↑	↑								1.875 (+1.00)
マレーシア (翌日物銀行間取引金利)	2.00	2.75 (+0.75)		↑									3.00 (+1.00)
タイ (翌日物レボ金利)	1.25	2.00 (+0.75)	↑	↑	↑	↑	↓	↓					2.50 (+1.25)
インドネシア (翌日物銀行間取引金利)	6.50	6.50 (+0.00)	↑			↓	↓					↑	6.00 (▲ 0.50)
フィリピン (翌日物銀行間取引金利)	6.00	6.00 (+0.00)	↑	↑		↓	↓		↓	↓			5.50 (▲ 0.50)
インド (翌日物レボ金利)	4.75	6.25 (+1.50)	↑	↑	↑	↑	↑	↑		↓	↓		7.25 (+2.50)
中国 (1年物基準貸出金利)	5.31	5.81 (+0.50)	↑	↑									6.00 (+0.69)

(注) 国名のカッコ内は政策金利、もしくは誘導目標対象の金利。「↑」は利上げ、「↓」は利下げを表す。  
(資料) CEIC

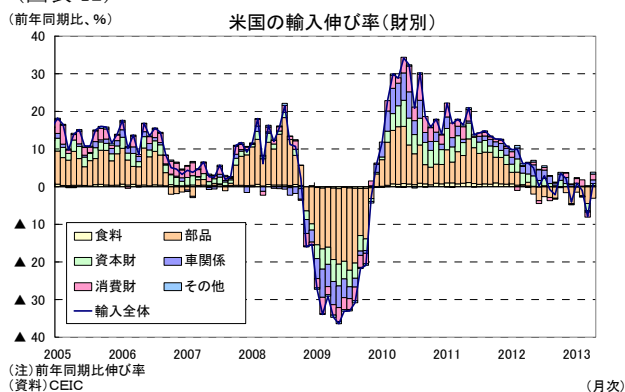


したがって、前述したように、通貨高に見舞われていた国では、利下げに踏み切るケースも見られている（図表 11）。インドのインフレ率も、これまでの水準と比較すれば大きく低下している。そのためインドでは、今年に入って 3 カ月連続で利下げを実施している。しかし 6 月はルピー安懸念が膨らんだこともあり、政策金利を据え置いている。一方で、インドネシアでは通貨安による輸入インフレなどで、物価高が進みアジア新興国・地域のなかでは珍しく、6 月に利上げに踏み切っている。

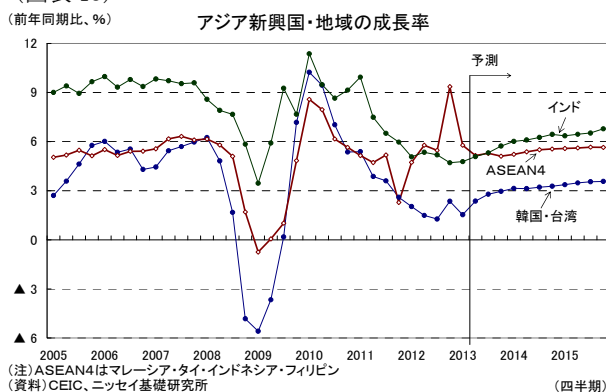
## 1-2. 先行き：堅調なASEANにも不穏な空気が漂う

先行きについて考えると、堅調なASEANを含め、やや不穏な空気が漂ってきたと考えられる。これまでは今年中に海外経済の改善に伴って輸出が伸び、アジア全体の成長率が改善すると予想していたが、今のところ海外経済の改善が輸出の伸びに波及していない。これは、米国の回復が輸入の増大を伴っていないこと（図表 12）、中国を中心とした一次産品需要の低下などが理由と考えられる<sup>6</sup>。

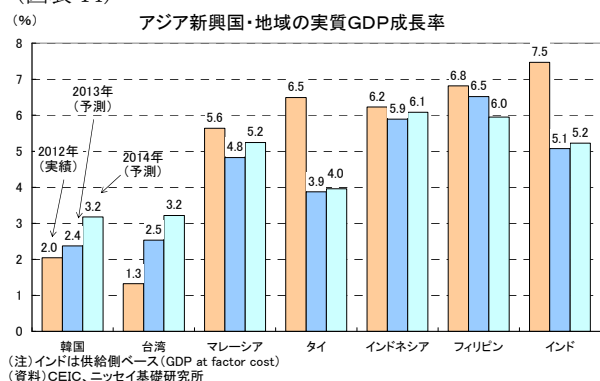
（図表 12）



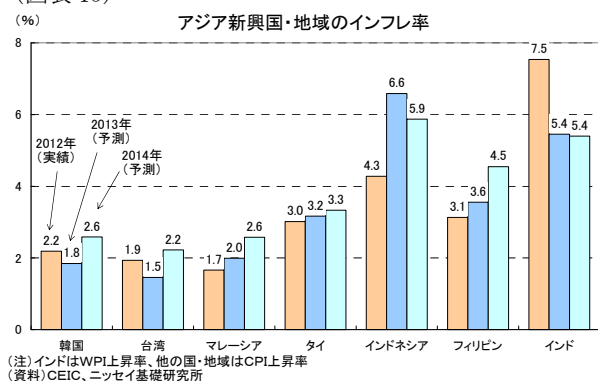
（図表 13）



（図表 14）



（図表 15）



韓国・タイ・フィリピンなどでは、自国通貨高が解消されたことで、輸出競争力は改善しているものの、この海外における需要の低下という構造要因は避けられず、輸出の回復力を削ぐと見られる。結果として、アジア新興国・地域で一様に成長率の改善幅が小さくなると考えている。つまり、アジア新興国・地域では、二極化の構造はそのままに、成長の改善速度がかなりゆっくりになると見られる（図表 13・14）<sup>7</sup>。

<sup>6</sup> アジア新興国・地域における輸出伸び悩みの理由については、2013年5月31日公表のWeeklyエコノミスト・レター「『世界の工場』のアジアで、予想外に輸出が低迷している。なぜか？」も参照。

<sup>7</sup> 海外経済は堅調であるが、アジア新興国・地域からの輸出の改善を伴わないという点で、前回の予測（3月22日時点）のリスクシナリオに近いシナリオが進行していると考えている。そのため、今回はフィリピンを除くそれぞれの国・地域における今年の成長率を、従来の予測よりも▲0.5-▲0.4%ポイント下方修正している（インドの年度ベースの成長率は▲0.3%ポイントの下方修正）。ただし、輸出が伸び悩むことによる成長率の下押し効果は国・地域によって異なり、必ずしも下方修正のすべてが輸出の伸び悩みを要因とするものではないことに注意。例えば、インドネシアでは燃料補助金の削減によって個人消費が鈍化するという内需の要因も大きい。こうした各国・地域の状況は後述の第2章を参照。

インフレ率については、今年は成長率がなかなか高まらないため、インドとインドネシアを除きそれほど強くならず、来年以降、成長率が高まるにつれ、物価高圧力が増すと予想している。インドについては、インフレ率が5%近辺まで劇的に低下しているが、供給制約が解消された訳ではなく、成長率が改善するにつれ、需要も高まるので、さらなる低下は難しいと見ている。インドネシアでは、燃料への補助金削減などから、今年のインフレ率は急上昇すると見ている（図表15）。

先行きのリスク要因としては、海外投資家の資金流出の動き（資金流入圧力の低下）が証券投資に限らず、直接投資にまで波及してくることが挙げられる。ASEAN主要国やインドでは、投資活性化のために、外資系資本の活用が欠かせない状況にある。そのため、海外からの直接投資の低下が長引けば、内需の減速や長期的な潜在成長率を低下させる要因となり得る。

また、金融市場において、短期的な変動幅が大きくなる可能性がある。米国の資金引き揚げの動きがいつ、どのように開始されるかという思惑が交錯する中で、海外投資家の売買高が増えると株の下落や自国通貨安が急激に進む可能性もある。特に新興国・地域の市場は、先進国と比べ市場規模が小さいため、必要以上に株や為替が変動する可能性がある。これらは景況感の悪化や輸入インフレの促進を通じて実体経済にも影響を与え得る。ただし、金融市場の変動幅が大きくなったとしても、一時的なものであれば実体経済には大きな影響をもたらさないと考えている。むしろ、市場の混乱を嫌悪して、海外投資家が直接投資を控えるといった悪影響が懸念される。

以上、アジア全体について概観したが、それぞれの国・地域は国内に固有の問題を抱えている。以下では各国・地域が抱える固有の問題に注意しながら、それぞれの国・地域の現状と見通しについて述べたい。

## 2. 各国・地域経済の見通し

### 2-1. 韓国

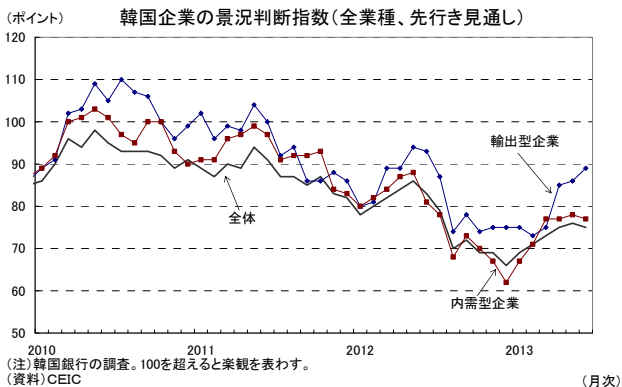
韓国経済は、いまだ低迷から抜け出せない。これまで進んでいたウォン高がネックとなり、輸出不振が続いていたことが輸出主導経済である韓国の成長回復を阻んでいた主因と言える。ただし、足もとではウォン高が解消されたことで、輸出型企業の景況感が大きく改善するなど（図表16）、先行きの明るさも見えてきた。家計景況感も、雇用拡大や格差是正を協調する朴新政権が様々な政策を打ち出し<sup>8</sup>、期待を繋いできたことで、少しずつであるが改善している（図表17）。

ただし、いまだ経済指標に力強い改善が見て取れないことには注意が必要だろう。特に、輸出に関しては、ウォン高という障害は緩和されたが、先進国での需要が弱く、アジア新興国・地域全体で輸出が回復していないという構造的な要因も表面化しつつある。そのため、輸出はウォン高の解消を材料に回復基調に乗るが、まだ成長の原動力としては弱いとみられる。

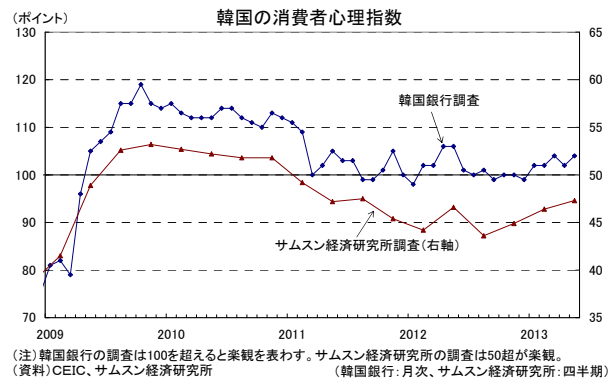
こうした状況を踏まえ、実質GDP成長率は2013年では2.4%にとどまると予想する。その後、2014年には3.2%、2015年に3.5%まで回復するだろう（図表18）。

インフレ率については年初から低下傾向が続いており、中央銀行の目標値を割っている（2013年は3.0±0.5%）。そのため、中央銀行は成長促進とウォン高是正のために、5月に利下げに踏み切っている。インフレ率については、今後も成長回復が弱いことからインフレ圧力は強まらず、2013年で1.8%、2014年で2.6%、2015年で3.1%と予想する（図表19）。金融政策については、ウォン高が是正され、成長率もゆっくりながらも回復軌道に乗ることが見込まれることから、今後はしばらく様子見姿勢を続けると見ている。

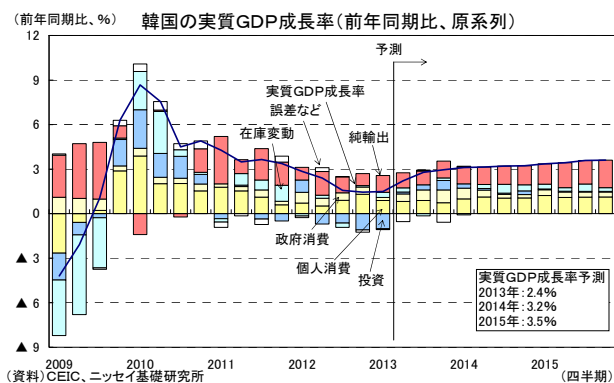
（図表16）



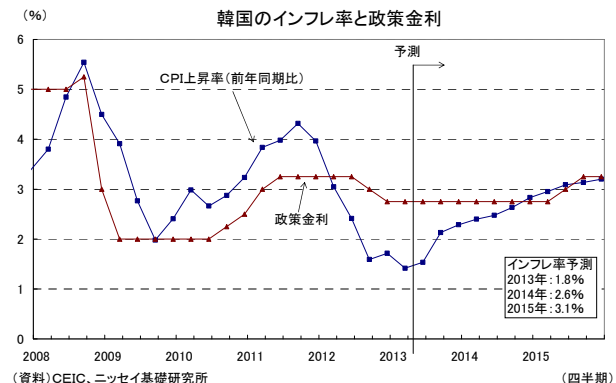
（図表17）



（図表18）



（図表19）



<sup>8</sup> 例えば今年4月に入ってから、不動産市場の活性化策や、19.3兆ウォン規模（名目GDP比：1.56%）の経済対策を打ち出している。また、中期的な課題実現に向けた「公約家計簿」を作成、5月に閣議決定した今後5年間で推進する140の国政課題を実現するため、これに必要な財源とその用途を盛り込む（5年間で総額134.8兆ウォン規模）など、公約実現に向けた意気込みを示している。ただし、財源となる歳入50.7兆ウォンの拡充や歳出84.1兆ウォンの削減のその実現には懐疑的な見方もある。

## 2-2. 台湾

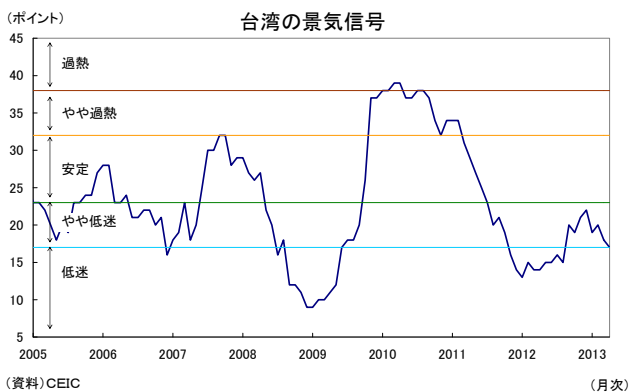
台湾経済は、最悪期から脱し順調に回復していると思われたが、1-3月期の成長率が再び鈍化したことで、先行きに暗雲が漂いはじめている。経済全体の動向を示す景気信号は、いったん改善に向かったものの、再び鈍化傾向を示している（図表20）。

内需については、投資回帰策<sup>9</sup>が好調であることと、7月には、自由経済モデル区<sup>10</sup>が開始されるなど明るい材料もある。しかし、製造業の出荷指数は冴えず、肝心の半導体市況が弱い（図表21）。そのため、韓国同様、成長の原動力となる輸出に期待できず、投資が伸びる余地も限られている。

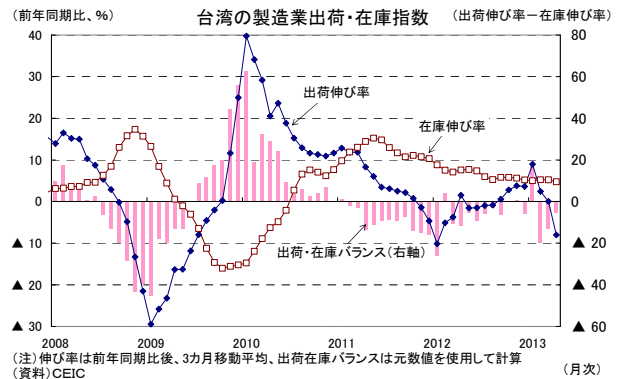
こうした状況のなか、政府は消費刺激・投資促進・起業支援など14分野、32.4億台湾元規模（名目GDP比：0.02%）の景気刺激策<sup>11</sup>を公表し、経済活性化を図っている。エコ家電購入支援や公共工事の促進が掲げられたほか、投資家に不評であった証券取引税（キャピタルゲイン）税が見直されたことは、景況感の回復に寄与するだろう。ただし、実体経済の押し上げ効果を考えると、規模の面で物足りず、政府の目標達成（3.0%成長）には力不足だと思われる。その結果、2013年の成長率は2.5%にとどまり、2014年に3.2%、2015年で3.5%と回復していくと予想する（図表22）。

インフレ率に関しては、足もとでは安定して推移しているが、今後、タバコ税の引き上げや電力料金の引き上げ実施されると見られ、年後半からインフレ圧力が増すと思われる。インフレ率は2013年で1.5%、2014年に2.2%、2015年に2.0%と予想している（図表23）。中央銀行は、長く政策金利を据え置いているが、今後も様子見姿勢を続けると思っている。

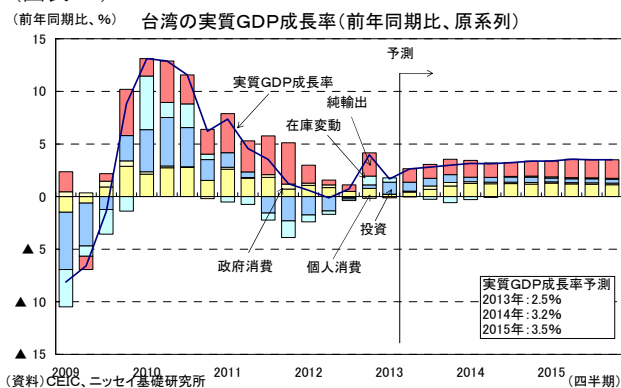
（図表20）



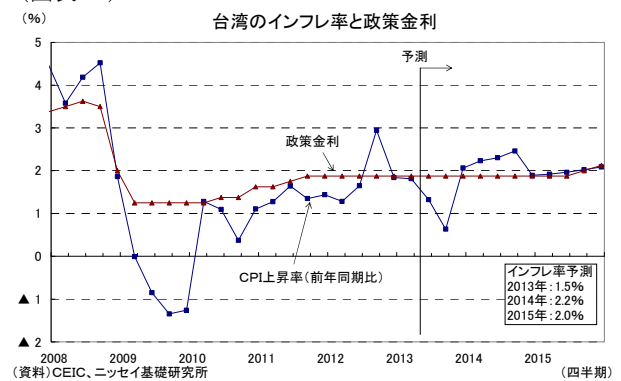
（図表21）



（図表22）



（図表23）



<sup>9</sup> 加強推動台商回台投資方案。海外で事業を展開する台湾企業の回帰投資に対する優遇策であり、中国の件費上昇や労働市場の悪化を受けて、中国に進出していた台湾企業を呼び戻すこと目的としている（今年5月まで、31件、1,770億台湾元、雇用見込みで2.7万人規模の投資が決定している）。ただし、最近では、企業の用地取得が困難になっているという問題も指摘されている。

<sup>10</sup> 自由経済示範区。馬英九総統が2011年末の選挙戦で打ち出した経済特区構想。陳冲率いる前行政院時代に計画の作成・修正等が行われたものの実現には至らず、江宜樞行政院に引き継がれた。7月には5港湾・1空港の自由貿易区を自由経済モデル区として設置（格上げ）する。これは第1期としての位置付けであり、現行の法律の枠組みでも比較的、規制緩和をしやすい地区が対象となっている。今後は、特別法を制定し、第2期として中央政府の計画、あるいは地方政府からの申請で特区を設置していく。

<sup>11</sup> 株価指数で8500以上という課税条件を取り消し、また、小規模投資は事実上の非課税となった。



### 2-3. マレーシア

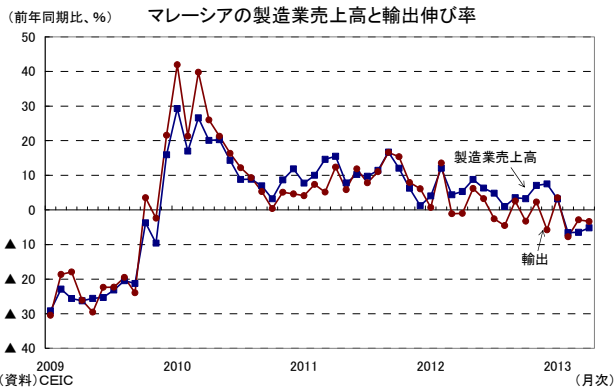
マレーシアでは、E T P（経済改革プログラム）など投資が活発であり、内需は高い伸びを見せている。ただし、外需の低迷が成長率の下押し圧力として顕在化しはじめ、1-3 月期の成長率は前年同期比+4.1%と大きく低下した。成長率鈍化には輸入の伸びも寄与しており、むしろ内需の強さを示すものではあるが、輸出鈍化による製造業売上高の落ち込みや企業景況感の悪化は、先行きの不安材料と言える（図表 24・25）。一方、下院の総選挙が実施され、与党が辛くも勝利したことで<sup>12</sup>、今まで推進してきた経済政策が中断するといった政治リスクが回避され、引き続き E T P などを中心に投資活動が活発化する下地は維持されている。

ただし、長期的な視点で見て、ナジブ首相の求心力が低下しつつあり、政策運営が難しくなっていることは注意すべき点だろう<sup>13</sup>。マレーシアでは選挙を終え、バラマキ型の政策から転換し、補助金削減や消費税導入などの痛みを伴う構造改革の必要に迫られている。こうした財政改革に踏み切ることが出来れば、長期的な潜在成長率を低下させてしまう可能性もある。

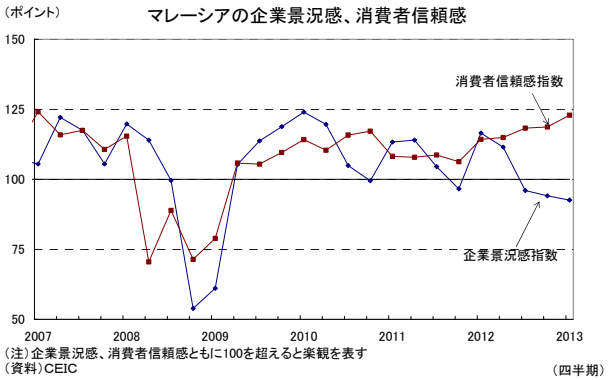
こうした状況を勘案すると、短期的には輸出の鈍化を内需の強さで支えるという構図は変わらないものの、輸出の鈍化という影響が大きくなっている分、成長率がやや減速すると見られる。選挙対策として低所得者層への補助金支給など、バラマキ型の政策を打ち出していたことも、足もとの消費は押し上げるが、今後の消費を息切れさせる要因になる。その結果、2013 年の成長率は 4.8%とやや減速し、2014 年に 5.2%、2015 年に 5.5%と成長率は高まって行くと予想する（図表 26）。

インフレ率は低下基調を辿っているが、最低賃金制度の導入や好調な内需を背景にして上昇に転じると見ている。しかし、中央銀行が利上げを行うほどではなく、インフレ率は 2013 年で 2.0%、2014 年 2.6%、2015 年 2.7%を予想している（図表 27）。

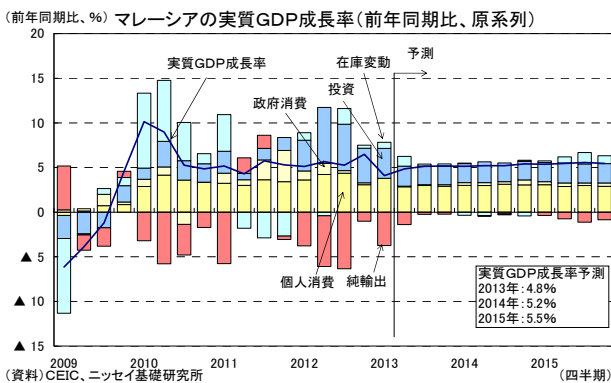
(図表 24)



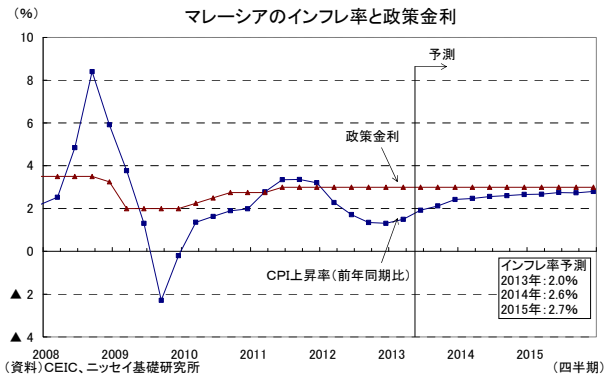
(図表 25)



(図表 26)



(図表 27)



<sup>12</sup> 下院 222 議席を争う（州議会選挙（12 州・505 議席）も同時に実施）選挙が実施された。結果は与党連合（国民戦線：BN）の議席が 133（前回 140）、野党連合（人民連盟：PR）の議席が 89（前回 82）となり、国民戦線が過半数の議席を維持した。

<sup>13</sup> 得票率では人民連盟が国民戦線を上回った。また、与党連合のうち華人系の議席数が 15 から 7 へ低下したことで、与党連合の華人系民族からの求心力低下という課題も浮き彫りになったことだろう。

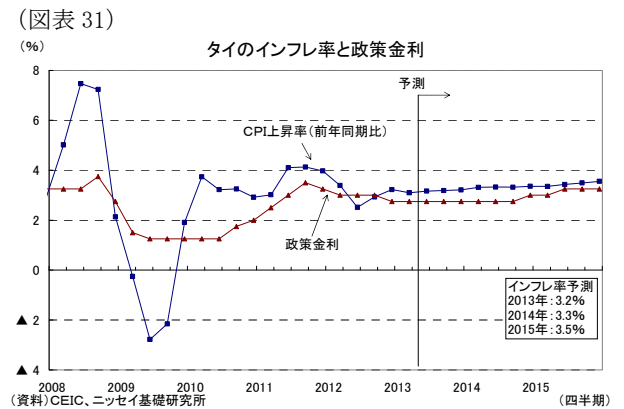
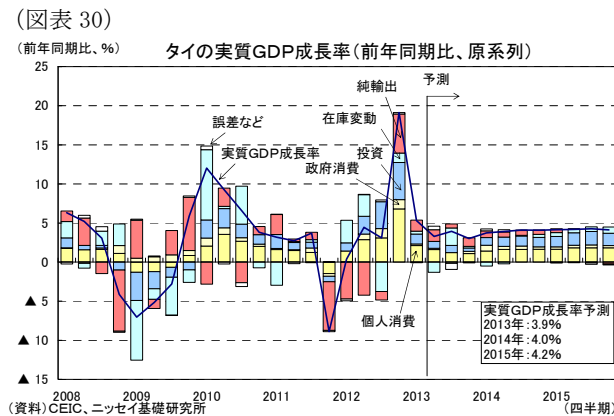
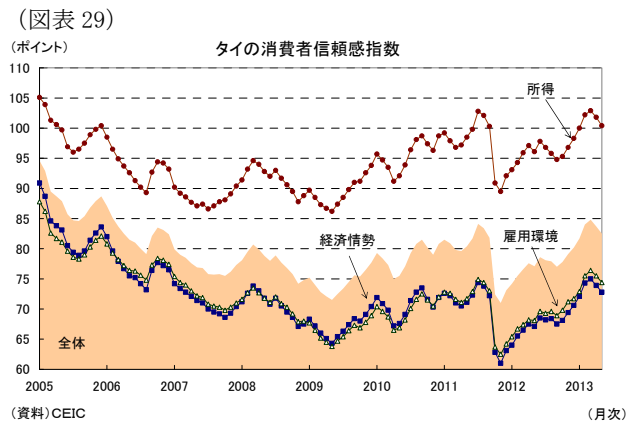
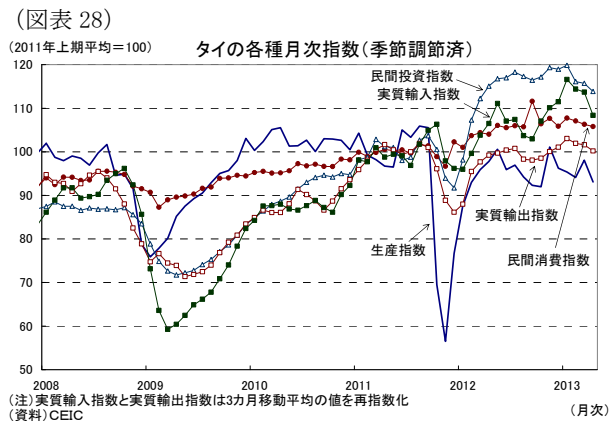
## 2-4. タイ

タイの経済は2012年には洪水被害からの急回復によって高成長を達成したが、2013年はパーツ高の悪影響によって輸出が鈍化、成長率も伸び悩みが見られ始めている（図表28）。このパーツ高は足もとではすでに解消されており、輸出環境は改善しつつある。ただし、韓国・台湾と同様に、最終消費地である先進国での需要回復が鈍いため、新興国全体で輸出が鈍化しているという、通貨高ではない構造的な要因がネックとなり、輸出の回復は鈍いと見られる。

また、内需の息切れも顕在化している。洪水後の自動車販売促進策が終了したことで、個人消費は明確な鈍化傾向を示しており（図表28）、消費者信頼感も低下しつつある（図表29）。そのため、しばらくは個人消費の低迷が見込まれる。

こうした状況のなか、政府は中期的なインフラ整備計画として約2兆バーツ（対GDP比で約18%）<sup>14</sup>、洪水対策として3500億バーツの支出を予定している。これらの投資が円滑に進めば規模的にも成長率を大きく押し上げる要因となる。ただし、本格的な取り組みはこれからで、労働力不足の問題などの障害もあり、現時点では投資の活性化による成長率の押し上げ効果は限定的と見ている。そのため、成長率は2013年では3.9%、2014年で4.0%、2015年で4.2%と予想する（図表30）。ただし、政府の投資計画が円滑に進めば、さらに成長率が上振れる可能性もある。

インフレ率に関しては、目標値圏内（コアCPI上昇率で0.5-3.0%）で安定して推移している<sup>15</sup>。今年から最低賃金が大幅に引き上げられ、インフレ圧力も強まると見られるが、成長率も低下しつつあるため、物価はそれほど上昇せず、インフレ率は2013年に3.2%、2014年に3.3%、2015年に3.5%と予想する（図表31）。中央銀行はパーツ高懸念が高まっていたこともあり、5月に利下げに踏み切ったが、足もとではパーツ高が解消されており、今後は様子見姿勢を続けると見ている。



<sup>14</sup> 2020年までの投資計画で、事業総額は約4兆バーツ（約2兆を通常の予算から、残りの約2兆を追加借入）。広くインフラ整備に充てられるが、規模としては過半が鉄道整備であり、その他、道路（陸運）や水（水運）関係に拠出する。政府は7年間にわたって、1%の成長率押し上げと50万人の雇用創出を見込んでいる。

<sup>15</sup> コアインフレ率は2012年で2.1%、足もとの2013年5月では前年同期比+0.9%まで低下している。

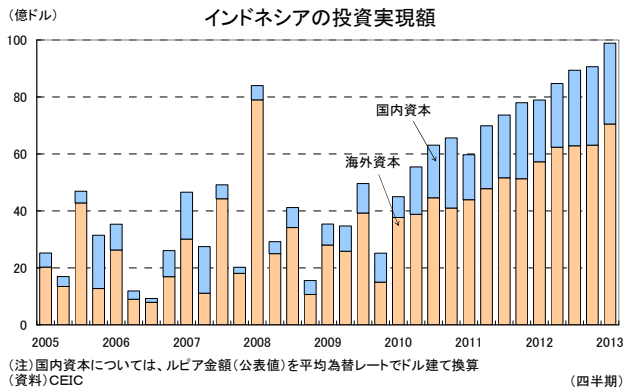
## 2-5. インドネシア

インドネシアは官民連携での投資計画であるMP 3 E I（経済開発加速・拡大マスタープラン）が進展するなど、投資をはじめとした内需の好調さ（図表 32）を背景に高成長を続けてきた。しかし、足もとでは貿易収支赤字とルピア安の悪影響が目立ち始めている。背景には、資源価格が軟調に推移しているため輸出が鈍化していること<sup>16</sup>や、国内の構造問題がある。構造問題としては、内需が拡大する一方で、石油精製能力に乏しく石油製品を輸入に頼っており、しかも補助金政策によって燃料価格を低く抑えているという要因が大きく、燃料に対する需要を膨らませ、貿易赤字を定着させている（図表 33）。これがルピア安を招き、輸入インフレにつながっている。また、賃金上昇率も大きいため、アジア域内では珍しく、高インフレに悩まされている。

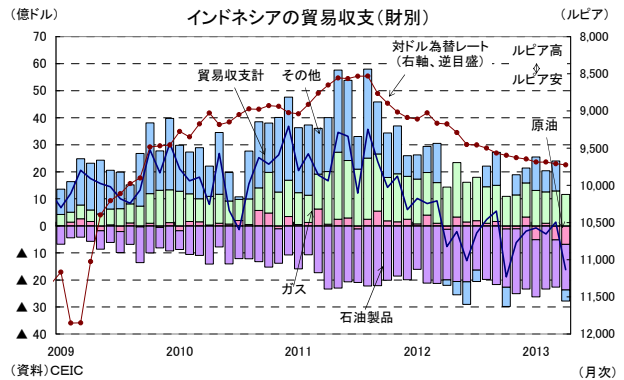
足もとでは、中央銀行が6月に預金ファシリティ金利<sup>17</sup>と政策金利をそれぞれ引き上げ、インフレ・通貨安対策に動いている。加えて、政府が燃料への補助金削減に向けた動きを進め、構造的な問題にも切り込んでいる<sup>18</sup>。特に補助金削減は大きな前進であると言え、短期的には購買力の低下を通じ内需の減速を伴うと考えられるが、長期的な成長率の押し上げに寄与するものと考えられる。こうした状況を踏まえると、実質GDP成長率は2013年はやや減速し5.9%となるものの、2014年は6.1%、2015年には6.3%と回復すると予想する（図表 34）。

インフレ率に関しては、すでに中央銀行の目標値（2013年は4.5±1.0%）の上限付近で推移しているが、燃料補助金の削減でさらに高くなると見込まれ、2013年で6.6%まで上昇、その後、2014年で5.9%、2015年で5.3%と予想する（図表 35）。こうした状況のなか、中央銀行はもう一段の利上げに踏み切ると予想している。その後は、ルピア安に歯止めがかかれば、様子見姿勢を続けると考えるが、ルピア安が続くようであればさらに金融引き締め動く可能性もあるだろう。

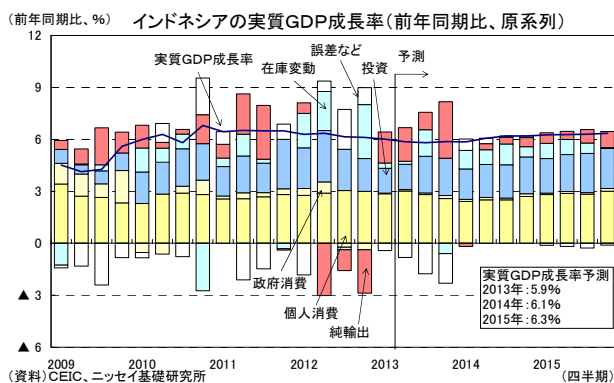
（図表 32）



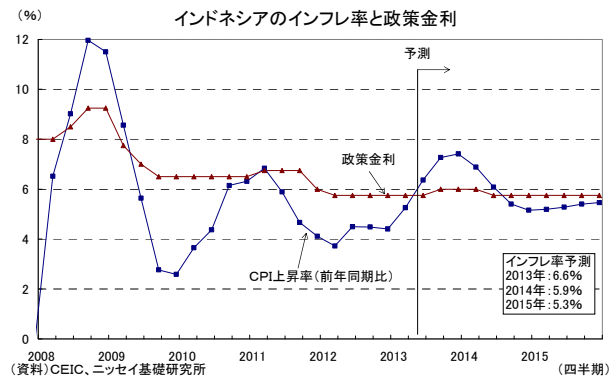
（図表 33）



（図表 34）



（図表 35）



<sup>16</sup> 昨年5月以降、未加工鉱物の輸出に関税をかけるなど保護主義的な貿易政策を取っていることも輸出鈍化の要因と言える。

<sup>17</sup> 預金ファシリティ金利（FASBIレート）は政策金利の誘導目標である銀行間取引金利（翌日物）の実質の下限と考えられる。

<sup>18</sup> 6月には補助金の削減が盛り込まれた予算案が可決され、これにより補助金の削減によりガソリン価格が44%、軽油が22%引き上げられる予定である。また、同時に低所得者層への対策として現金給付がなされる予定となっている。

## 2-6. フィリピン

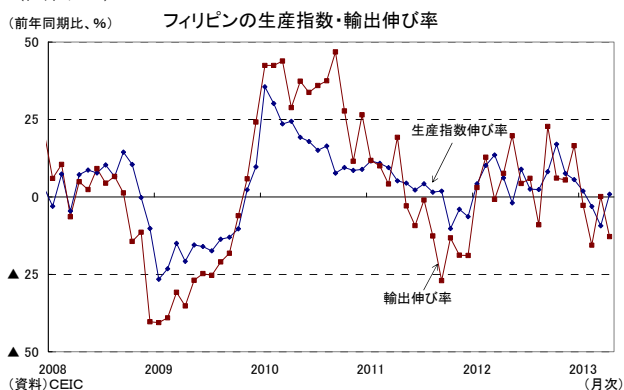
フィリピンの1-3月期の成長率は前年同期比+7.8%と域内の中でも高い成長率を記録した。域内のほかの国と同様にフィリピンにおいても2013年に入って輸出が冴えず、工業生産も鈍化傾向にあるが(図表36)、個人消費や投資が予想以上に活況であり、内需を中心に成長率が押し上げられている。海外労働者からの送金流入が堅調に推移しており、個人消費を押し上げていることが主因と思われる。最近までは、フィリピンの高い成長率や投資環境の改善を理由<sup>19</sup>に資金流入圧力が強かったため、ペソ高が進み海外労働者からの送金もペソベースでは鈍化しつつあったが、足もとでは資金流出傾向に転じ、ペソ高が一服したこともあり、こうしたリスクは軽減されている(図表37)。そのため、堅調な個人消費を背景にした高成長期待はさらに高まっている。

しかし、フィリピンの場合は、依然として国内のインフラ投資が活性化していないことが、持続的な高成長を妨げるリスクになっている。足もとでは資本流入圧力が低下しているため、海外からの直接投資がさらに減少する可能性もあり、政府主導で実施されている官民連携(PPP)の投資案件を円滑に進めていくなど、国内の投資率を引き上げることが求められる。

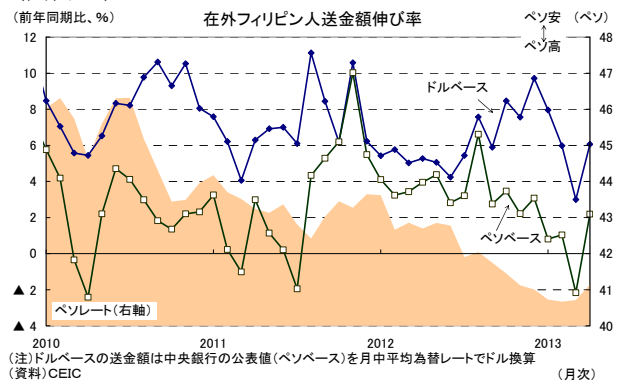
こうした状況を踏まえ、2013年の実質GDP成長率は6.5%を記録すると予想する。しかし、2014年以降は成長率はやや鈍化し6.0%、2015年は6.1%となると予想する(図表35)。

インフレ率は、現在は中央銀行の目標圏内(2011-14年は4.0±1.0%)で落ち着いているが、今後は国内の景気拡大に伴ってインフレ圧力が増加し、2013年で3.6%、2014年で4.5%、2015年で4.6%まで上昇すると予想する(図表36)。中央銀行は政策金利こそ据え置いているものの、特別預金口座(SDA)金利を大胆に引き下げている<sup>20</sup>。この背景にはペソ高圧力の緩和があったと考えられるが、現在はペソ高も緩和されていることから、様子見姿勢が続くと見られる。

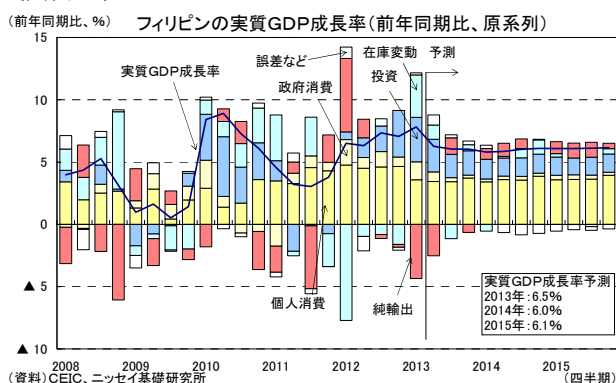
(図表 36)



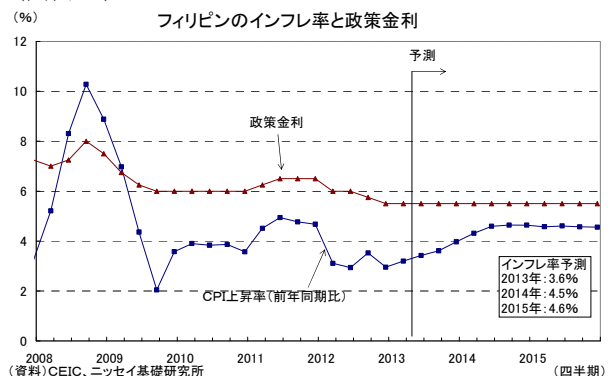
(図表 37)



(図表 38)



(図表 39)



<sup>19</sup> 投資環境の改善を反映し、今年に入って、米国格付会社のフィッチが3月にフィリピン政府の長期格付け(外貨建て)を「BBB-」に、5月にはS&Pで同格付けを「BBB-」に引き上げた。ムーディーズは「Baa1」で投資適格級の一段階下にある。また、5月に実施された中間選挙が与党連合の圧勝だったことでアキノ政権の下で安定的な政策運営が続く見込みとなったことも好材料と言える。

<sup>20</sup> 今年に入ってからは、1月以降3回連続で引き下げている。ただし6月の金融政策決定会合ではSDA金利も据え置いた。

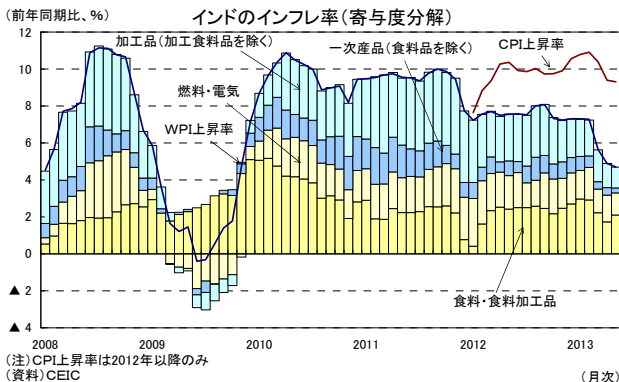


## 2-7. インド

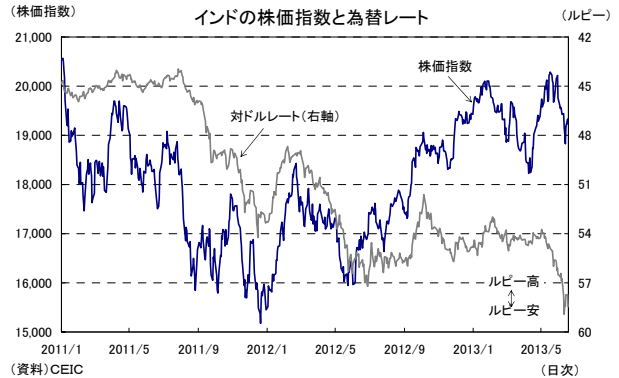
インドの成長率は1-3月期も前年同期比（供給側<sup>21</sup>）で5%を下回っており、低迷が続いている。ただし、最大の懸念事項であった高インフレが沈静化しはじめており、先行きの改善期待は高まっている。WPI上昇率は速報値ベースではあるが、4月・5月ともに中央銀行の短期的な目標である5%<sup>22</sup>を割る水準で推移している（図表40）。中央銀行も今年に入り3回連続、計0.75%の利下げに踏み切っており、内需が改善していく期待が高まっている。ただし、当面については来年春に総選挙を控え、政府方針や投資環境が変わるリスクを孕んでいることから、新規投資が手控えられやすいこと、CPI上昇率がまだ2桁近い上昇率を記録しており、インフレ率の低下による家計購買力の増加が限定的であるなど懸念材料もあるため、改善が本格化するのには、来年以降と見られる。

足もとでは、最近まで安定していたルピア相場が再び下落傾向を示しており、景気の下ぶれ懸念として浮上してきた（図表41）。中央銀行も過度の金融緩和でルピア安を助長することに警戒感を示し<sup>23</sup>、直近6月の金融政策決定会合では、利下げを見送っている。また、通貨の軟調さを考慮すると、今後の利下げ余地も小さいと思われる。こうした状況を踏まえ、成長率は2013年度で5.6%と低い伸びにとどまり、2014年度で6.3%、2015年度で6.7%まで回復すると予想する（図表42）。インフレ率については2013年度で5.2%まで低下するが、インフラ整備など供給力の改善が進んでおらず、2014年度で5.5%、2015年度で5.2%となり、さらなる低下は難しいと見ている（図表43）。

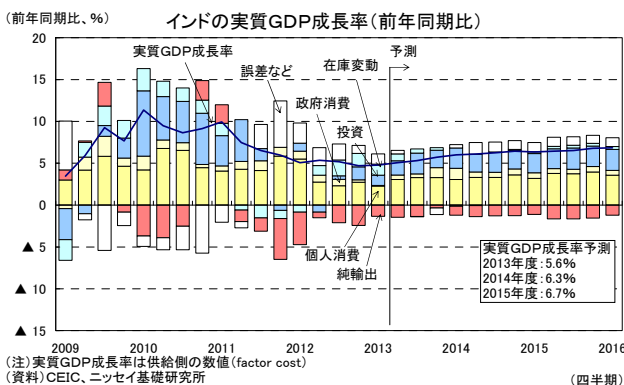
（図表40）



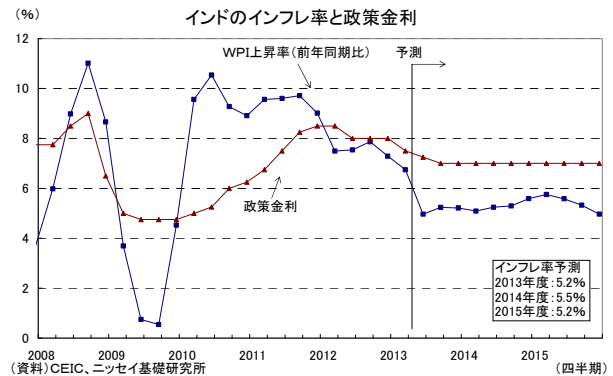
（図表41）



（図表42）



（図表43）



<sup>21</sup> GDP at factor cost として公表されている数値。

<sup>22</sup> 中央銀行は5月の金融政策決定会合時に2013年度（2013年4月～翌3月）中のWPI上昇率は5.5%前後で推移すると予測した上で、短期的（2014年3月まで）には5%に抑制することを目指すこと、中期的には3%が望ましい水準であることを示した。

<sup>23</sup> インドは貿易・経常赤字国であり、輸出資金を他国からの借り入れによって賄っているが、利下げによって投資妙味が低下すると資金流入圧力の低下要因になる。その結果、ルピア安を招き、経常赤字分の資金をファイナンスすることも難しくなる。また、ルピア安は輸入インフレを招くため、結果としてインフレを促進させてしまう可能性もある。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。