

Weekly エコノミスト・ レター

アジア新興国・地域の経済見通し ～景気減速感が強まり、安定成長へはまだ遠い

経済研究部 研究員 高山 武士
(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp

1. アジア新興国・地域では、低成長が長期化している。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は弱まり、タイやマレーシアといった国でも成長減速が見られる。
2. 金融市場では、米国における量的緩和策縮小の観測が高まって以降、資金流出圧力がかかり続けている。特に、経常赤字国では自国通貨安が大きく進み、輸入インフレ圧力も増している。
3. インフレ率はインドネシアとインドを除き安定している。そのため、これらの国・地域では金融政策も様子見姿勢が続いている。一方、インドネシアとインドではインフレ圧力の上昇に伴い、利上げを実施するほか、各種の通貨防衛策も講じている。
4. 先行きに関しても景気抑制要因が強くなっている。足もとでは、中国向け輸出を中心に弱含んでおり、今年は外需の改善に期待が持てない。経常赤字国では通貨安に伴う輸入インフレと内需鈍化も懸念される。そのため、アジア新興国・地域の成長回復ペースは緩慢なものになるだろう。
5. 金融市場については、今後も株・通貨の下落圧力がしばらく続くだろう。通貨に関しては、経常赤字という構造的な問題を抱える国では下落基調に歯止めを掛けることが難しいと思われる。ただし、すでに資本流出の動きが活性化していることから、今後はこれまでのような急激な下落が続くことも考えにくい。
6. 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）が直接投資に波及すること、海外経済の回復が進まず輸出の改善が遅れること、金融市場において一時的に急激な変動がおきる可能性が指摘できる。ただし、通貨危機のような危機の発生リスクはほぼ無いだろう。金融市場の急変動も、一時的であれば実体経済には大きな影響を及ぼさないと考える。

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 (実)	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	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
韓国	2.0	1.5	2.5	2.8	3.1	2.5	3.2	3.2	3.2	3.3	3.2	3.5	韓国	2.2	1.4	1.1	1.4	1.7	1.4	2.0	2.2	2.3	2.4	2.2	2.7
台湾	1.3	1.6	2.5	2.8	3.0	2.5	3.1	3.1	3.2	3.4	3.2	3.5	台湾	1.9	1.8	0.8	▲0.1	1.4	1.0	1.6	2.3	2.5	1.9	2.1	1.9
マレーシア	5.6	4.1	4.3	4.7	5.1	4.6	5.1	5.1	5.3	5.3	5.2	5.5	マレーシア	1.7	1.5	1.8	2.1	2.4	1.9	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7
タイ	6.5	5.4	2.8	3.7	3.0	3.7	3.6	3.8	4.0	4.1	3.9	4.2	タイ	3.0	3.1	2.3	1.8	2.2	2.3	2.6	2.7	2.8	3.0	2.8	3.2
インドネシア	6.2	6.0	5.8	5.5	5.6	5.7	5.8	5.8	6.0	6.0	5.9	6.2	インドネシア	4.3	5.3	5.6	9.1	9.2	7.3	8.1	7.2	4.4	4.7	6.0	5.3
フィリピン	6.8	7.7	7.5	6.6	6.4	7.0	6.3	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	フィリピン	3.2	3.2	2.6	2.5	3.1	2.9	3.5	3.8	4.0	4.2	3.9	4.6
インド (下段:年度ベース)	5.1 <5.0>	4.8	4.4	4.6	5.0	4.7 <4.8>	5.3	5.3	5.8	6.1	5.6 <5.9>	6.2 <6.3>	インド (下段:年度ベース)	7.5 <7.4>	6.7	4.8	6.1	6.2	6.0 <5.9>	6.3	6.2	6.1	6.0	6.2 <6.1>	5.6 <5.6>

(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¹では、低成長が長期化している（図表1）。今年4-6月期の地域全体の成長率は、4.1%となり、2011年の10-12月期以降、タイで発生した洪水からの復興という特殊要因（2012年10-12月期）を除き、4%台前半での推移が続いている。

ただ、各国・地域の状況を見ると、これまでの状況から変化が見られる。ASEAN主要国は堅調、韓国・台湾・インドは不調という二極化の構造は弱まり、海外経済の不調を背景にした景気鈍化が韓国・台湾のみならず、ASEAN主要国でも顕在化しつつある。特に輸出依存度が高いタイやマレーシアではその影響が大きく、これまで外需の不調を支えていた内需で成長を支えきれなくなっている。

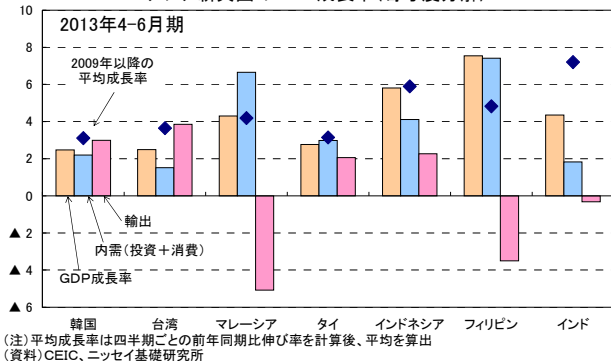
今後、海外経済は米国を中心に回復が見込まれるが、現在のところ、アジア新興国・地域の輸出は活性化していない。むしろ、米国で量的緩和策が縮小されるという観測から、資本流入が減少（資本流出が増加）し、懸念材料が増している。金融市場では、株や自国通貨への下落圧力が長く続いており、特に、経常赤字国では自国通貨安が大きく進んだため、輸入インフレにより内需が低迷する可能性も高まった。

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。

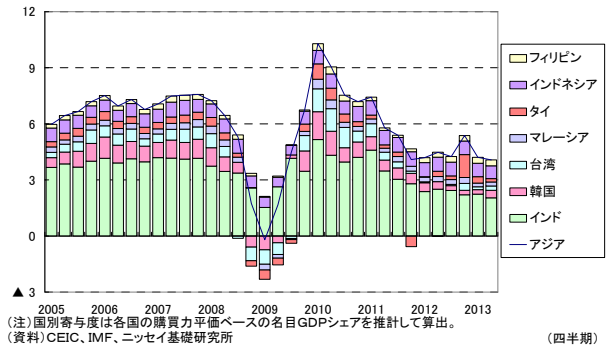
1-1. 現状：低成長は変わらず、資金の流出圧力も長期化模様（実体経済）

まず、直近の2013年4-6月期におけるアジア新興国・地域の成長率を確認する（図表2）。ここからは、韓国や台湾では弱いながらも、輸出がGDPの伸び率を上回っており、外需主導による成長率の改善が見られる²。一方、その他の国では輸出がGDPの伸び率を下回っており、むしろ外需が成長の足を引っ張っている状況にある。

（図表2）
（%ポイント） アジア新興国のGDP成長率（寄与度分解）

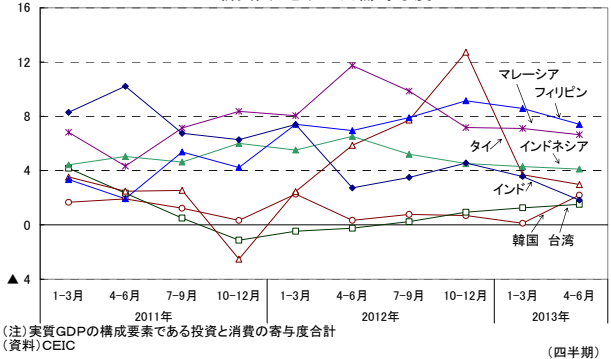


（図表1）
（前年同期比） アジア新興国・地域の成長率（国別寄与度）



（注）国別寄与度は各国の購買力平価ベースの名目GDPシェアを推計して算出。
（資料）CEIC、IMF、ニッセイ基礎研究所 （四半期）

（図表3）
（前年同期比、%） アジア新興国・地域の内需寄与度



（注）実質GDPの構成要素である投資と消費の寄与度合計
（資料）CEIC （四半期）

GDPのうち内需の動きを時系列で追うと（図表3）、タイやインドで減速しており、韓国や台湾と同じ水準まで低下している。タイでは自動車販売促進策の終了、インドでは高インフレによる内

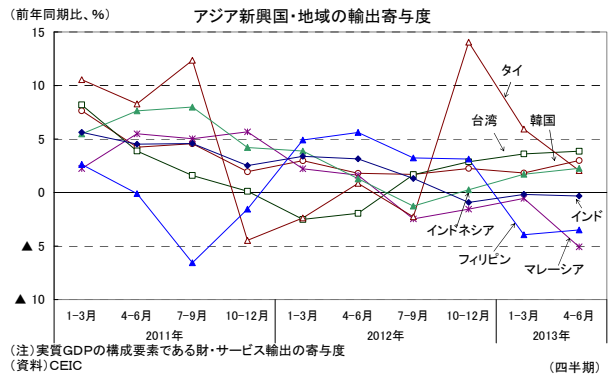
¹ 本稿における経済見通しの分析対象国・地域はインド・韓国・台湾・マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン。中国については、2013年8月23日公表のWeeklyエコノミスト・レター「[中国経済見通し～バブル経済の調整に苦しむ中国、やはり景気失速か、それとも安定成長に軟着陸できるのか？](#)」を参照。

² 正確にはGDPの伸び率と輸出の寄与度を比較している。以下も同様。

需の鈍化が顕在化したと言える。一方、マレーシアとフィリピンは比較的高い水準を維持できている。

輸出に関しては、韓国、台湾、インドネシアでは緩やかながら回復傾向にあるものの、マレーシアやフィリピンでは低迷が続いている（図表4）。後者の国は内需は堅調だが、外需の不調が成長を阻害している状況と言える。また、タイの輸出は比較的高い水準にあるが、時系列で見れば鈍化が目立ち、内外需ともに減速が鮮明になっている。

（図表4）



（金融市場）

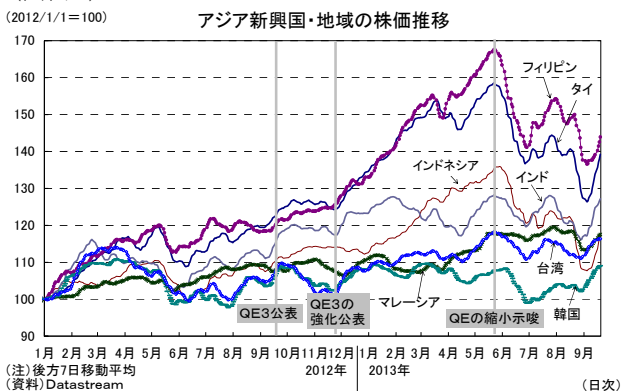
金融市場では、米国における量的緩和策の縮小観測が高まって以降に生じた株・為替の下落圧力が長期化している。

株価については5月後半からの急落の後、7月に持ち直し、8月に下落、9月には再び持ち直しと上下の変動をしながらも水準を切り下げている国が多い。フィリピンやタイ、インドネシアでは、昨年末に米量的緩和策第三弾（QE3）が公表された後、株価が半年間で大きく上昇してきたが、最近の3カ月ほどでその大半を失っている（図表5）。

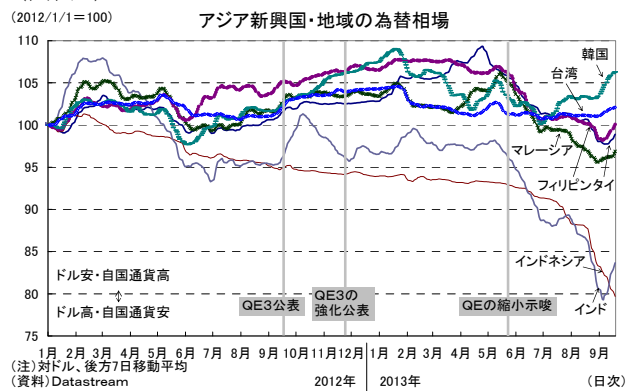
通貨については、5月後半は総じて下落したが、その後の動きは国・地域ごとに異なっている。韓国や台湾では、7月以降に下落は止まり、韓国ではむしろ自国通貨の上昇に転じている。その他の国ではその後も下落基調が続いているが、経常黒字国であるマレーシアやタイ、フィリピンでは下落率が比較的小さく、経常赤字国であるインドやインドネシアの下落幅はかなり大きい。

経常黒字国では、通貨安が輸出促進や自国通貨建てでの資金流入の増加といった好材料にもなるが、経常赤字国では、輸入インフレの悪影響の方が大きくなる。そのため、インドやインドネシアでは、この通貨安が目下の懸念材料となっている。

（図表5）



（図表6）



（インフレ・金融政策）

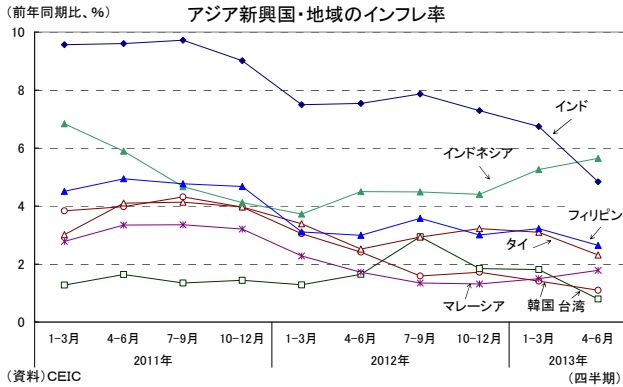
インフレ率については、実体経済の弱さや資源価格の安定を受けて、インドとインドネシアを除いて低めの推移となった（図表7）。そのため、金融政策についても、こうしたインフレ率が低めで推移している国・地域では様子見姿勢を続けている（図表8）。

一方、急激な通貨安が進むインドネシアでは、通貨安抑制のために積極的に利上げを実施、6月

以降、政策金利が毎月引き上げられ、引き上げ幅は計 1.50%に達した³。

インドは年初と比較すればインフレ率の改善が見られるが、足もとでは通貨安が急激に進んだことで、再びインフレ圧力が増している。そのため、中央銀行は金融引き締め転じており、7月にはMSF（限界常設ファシリティ⁴）の金利とバンクレート⁵の引き上げ、LAF（流動性調節ファシリティ⁶）における銀行への資金供給枠の制限を行い、9月には利上げにも踏み切っている⁷。

(図表 7)



(図表 8)

	2009年末	2010年末 (09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	Q3	Q4				
韓国 (7日物レボ金利)	2.00	2.50 (+0.50)	↑	↑					↓	↓			↓			2.50 (+0.50)	
台湾 (公定歩合)	1.250	1.625 (+0.375)		↑	↑											1.875 (+0.625)	
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)	↑			↓	↓	↓	↓				↑	↑	↑	7.25 (+0.75)	
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)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↓			↓	↓	↑	7.50 (+2.75)	
中国 (1年物基準貸出金利)	5.31	5.81 (+0.50)	↑	↑					↓	↓			↓	↓	↑	6.00 (+0.69)	

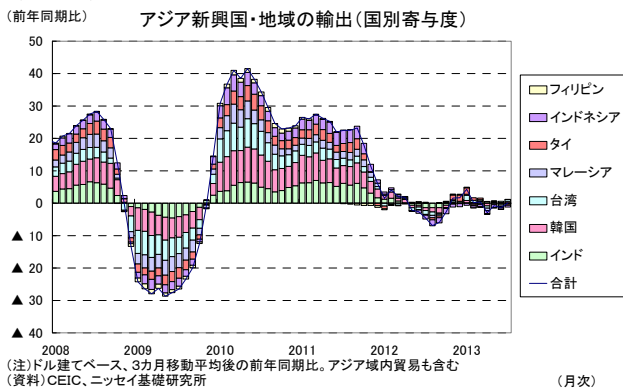
(注) 国名のカッコ内は政策金利、もしくは誘導目標対象の金利。「↑」は利上げ、「↓」は利下げを表す。
(資料) CEIC

1-2. 先行き：成長率の抑制要因が強まる

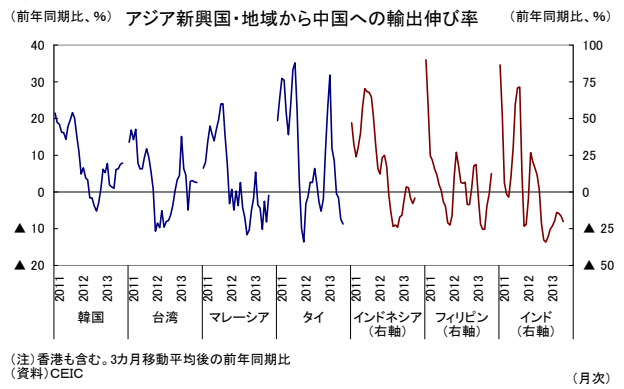
先行きについては、成長率の下ぶれ要因が強くなってきたと言える。

まず、輸出の伸び悩みが今年中は続きそうである。海外経済は、米国中心に回復が見込まれるものの、アジア新興国・地域からの輸出は依然、低迷している (図表 9)。国別の輸出動向にはバラツキがあるが (図表 10~12)、足もとでは、総じて中国向け輸出の伸び悩み (あるいは鈍化) が目立ちはじめた。今後も、中国の成長率改善は緩やかになると見られ、また、投資主導から消費主導経済への転換を狙っていることから、これまでのような中国向け輸出の増加も期待しにくくなる。これは、アジア新興国・地域の成長改善ペースを鈍化させる (図表 10)。

(図表 9)



(図表 10)



また、回復が見込まれる米国向けの輸出もマレーシアやタイ、フィリピンといったASEAN主要国で不調が目立つ (図表 11)。今後、米国の景気回復が続けば、これらの国からの輸出も次第に改善していくことが期待されるが、輸出改善ペースは緩慢で、現時点では成長率の下押し圧力が強

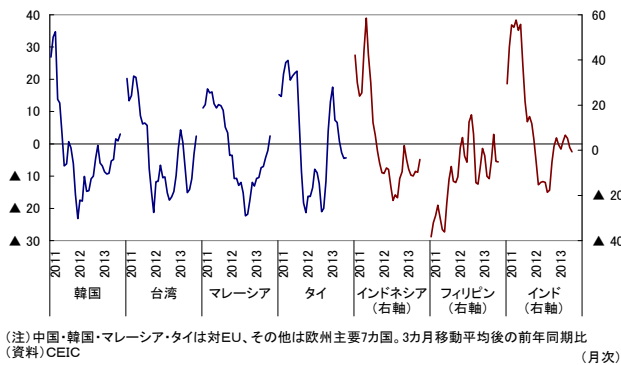
³ 8月 は定例の金融政策決定会合での引き上げを見送ったが、同月後半に臨時の会合を開き、そこで政策金利の引き上げを決定した。
⁴ MSFは、インド中銀が常設している貸出ファシリティ。貸出ファシリティとは、銀行が短期的に必要な資金を中央銀行から借り入れることが出来る制度のことで、実質的な短期市場金利の上限となる。インドの場合は、流動性ひっ迫時の予防的な資金供給手段となっている。
⁵ バンクレートは、中銀が市中銀行に中長期的な資金を供給する際の金利であり、中銀の中期的な金融政策のスタンスも表す。
⁶ LAFは、インド中銀の流動性を調節する枠組みのこと。具体的には中銀の行う日々のレポ取引やリバースレポ取引 (入札) のこと。このレポ取引やリバースレポ取引にかかる金利がインド中銀の政策金利である。
⁷ 9月の金融政策決定会合では、政策金利を引き上げる一方で、MSF金利とバンクレートを引き下げ、7月に引き締めた流動性を若干緩和させている (MSF金利とバンクレートは7月に2%の引き上げ、9月に0.75%の引き下げを行ったため、結果として7月以降の引き上げ幅は1.25%となった)。また、同時に毎日の準備預金の積立下限を必要額の99%から95%に引き下げることも公表した。

まっていると言える。

つぎに懸念されることが、通貨安が急速に進む国（インド、インドネシア）で輸入インフレ圧力が増しており、それに伴って内需が弱含みつつある点である。これらの国では通貨防衛のために、緊縮的な金融政策姿勢を取っているため、企業活動の鈍化も懸念される。

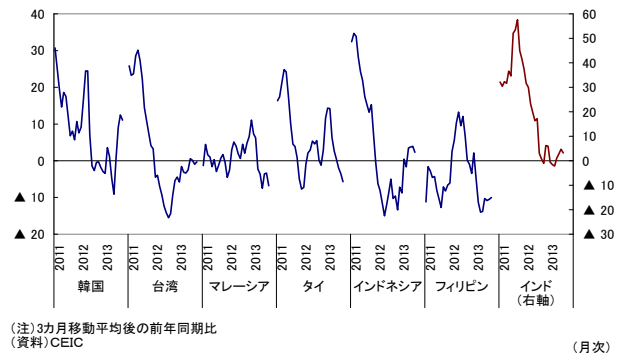
（図表 11）

（前年同期比、%） アジア新興国・地域から欧州への輸出伸び率 （前年同期比、%）



（図表 12）

（前年同期比、%） アジア新興国・地域から米国への輸出伸び率 （前年同期比、%）



（注）中国・韓国・マレーシア・タイは対EU、その他は欧州主要7カ国。3カ月移動平均後の前年同期比
（資料）CEIC

（注）3カ月移動平均後の前年同期比
（資料）CEIC

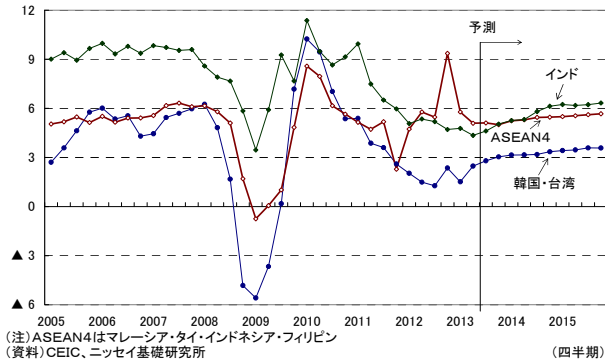
（月次）

以上のことを踏まえると、2013年のアジア新興国・地域の成長率は、これまでの想定よりも若干低めになり、回復速度も緩やかになると思われる（図表 13・14）⁸。

インフレ率については、インドとインドネシアを除いては、景気が鈍化していることもあってそれほど強くないだろう。インドについては、一時的に4%台までインフレ率が低下したものの、8月には再び6%台まで上昇している。今後は、通貨安が急激に進んでいるため、当面は高めのインフレ率で推移すると見ている。インドネシアでも通貨安の影響が大きくなるとみられ、インフレ率は高い状況が続くだろう（図表 15）。

（図表 13）

（前年同期比、%） アジア新興国・地域の成長率

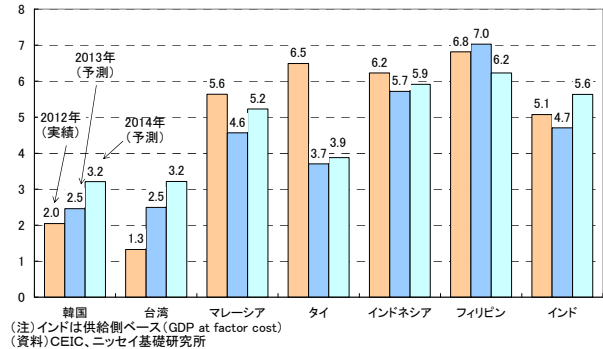


（注）ASEAN4はマレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン
（資料）CEIC、ニッセイ基礎研究所

（四半期）

（図表 14）

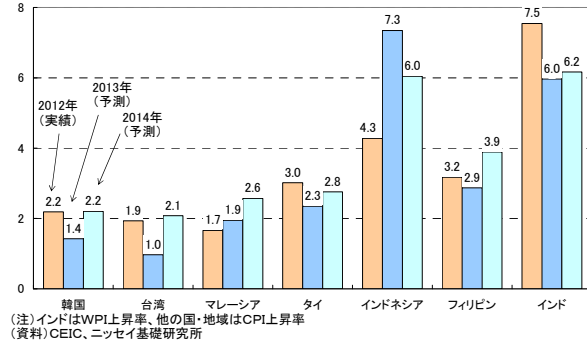
（%） アジア新興国・地域の実質GDP成長率



（注）インドは供給側ベース（GDP at factor cost）
（資料）CEIC、ニッセイ基礎研究所

（図表 15）

（%） アジア新興国・地域のインフレ率



（注）インドは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

金融市場については、株・通貨ともに資金流出による下落圧力が続くだろう。しかし、すでにQE 3強化後の株価上昇のほとんどを失った国もあり、短期的な資本に関しては多くが流出していると見られる。米国では、まだ量的緩和の縮小をはじめていないが、今後、実際に量的緩和の縮小が開始されても、下落幅は限定的で、实体经济から乖離して株価の低迷が長期化する可能性は低

⁸ 今回の予測と従来の予測の修正幅は、韓国・台湾ではほぼ同じ（±0.0～+0.1%ポイントの修正）、マレーシア・タイ・インドネシアで▲0.2～▲0.1%ポイントの下方修正、インドはインフレ率の低下が見込みになくなったことから、年度ベースで▲0.8%ポイントと大幅に下方修正している（インドネシアでの下方修正幅が小さいのは、前回予測時点で、すでに補助金削減などによるインフレ率の増加を織り込み済であったため）。一方、フィリピンでは4-6月期の高成長の結果を加味し+0.5%ポイントの上方修正となった。

いと見ている。

ただし、資金流入の減少と実体経済の減速から株の上昇圧力もこれまでよりもかなり弱まるだろう。また、一時的には、米国の量的緩和が縮小に向かう動きとそれに絡む海外投資家の思惑の中で、株価の変動幅が（上下ともに）大きくなる可能性はある。

一方、通貨に関しては、経常赤字国では下落基調に歯止めを掛けることは難しいと見られる。通貨抑制策を実施しているものの、構造要因である経常赤字に改善が見られないためである。直近では、量的緩和の縮小が開始されると見られていた9月の米FOMCで、縮小見送りの決定がなされたことを受け、アジア新興国・地域でも全面的に通貨安が進んだ。

しかし、遠くない将来に緩和縮小が開始されることは確定的であるため、経常赤字国における通貨の下落圧力は根強く残るだろう。本格的に通貨の下落が止まる（あるいは上昇に転じる）には、輸出の拡大など、経常赤字の改善を待つ必要があると言える⁹。

先行きのリスク要因としては、まず、海外投資家の資金流出の動き（資金流入圧力の低下）が直接投資に波及することが挙げられる。これは、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、海外経済の回復が進まず輸出の改善が遅れることも、成長率の下ぶれ要因となる。インドやインドネシアなど経常赤字国にとっては経常赤字が縮小しないため、通貨安が続くリスクにもなる。この場合、インフレ率のさらなる増加と内需の減速につながるだろう。ただし、通貨危機のような危機の発生リスクはほぼ無いだろう。外貨準備によるショック吸収力が増していること、外貨調達へのアクセスも容易になっていることが危機防止に寄与すると見ている。

金融市場に関しては、米国における量的緩和縮小や欧州における債務問題などに絡んで、株や為替で急激な変動が起きる可能性が指摘できる。ただし、こうした急激な変動は一時的なものと考えられ、実体経済には大きな影響をもたらさないだろう。

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。

⁹ 資金引き揚げの金融市場への影響については、2013年8月30日公表のWeeklyエコノミスト・レター「[QE3縮小と新興国からの資金流出 ～耐久力、リスク、実体経済への影響](#)」も参照。

2. 各国・地域経済の見通し

2-1. 韓国

長く低迷していた韓国経済もようやく底入れの兆しが見えてきた。消費者の景況感回復を続け（図表16）、企業活動では、今年4-6月期の投資伸び率が前年同期比で2012年1-3月期以来のプラスに転じた。

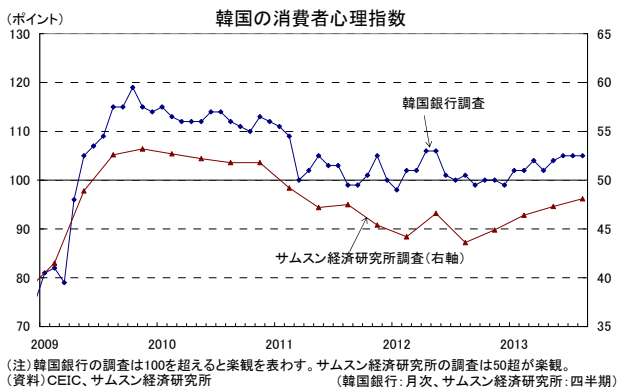
ただし、回復力は強くない。QE3の縮小観測を契機に進んだウォン安は一服しており、輸出企業には再び向かい風が吹いている。海外経済の回復が進み、韓国からの輸出が伸びれば韓国経済も順調に回復と見られるが、外需の回復力は弱く、先行きの改善も緩やかになると見込まれる。また、原子力発電所の停止で電力供給がひっ迫していることもあって、一時は持ち直した企業景況感も低下している（図表17）。安定成長までには、依然として課題が多くある。

朴政権も、企業に配慮する姿勢はみせているが、格差是正など「経済民主化」を主張して支持率を高めてきた経緯があるため、企業優遇政策に急転換することもできず、大企業主導による成長路線を描きにくくなっている。中韓FTAや越韓FTAをはじめ、外交分野では自由貿易を積極的に推進しているが、短期的な景気浮揚効果は見込みにくい。

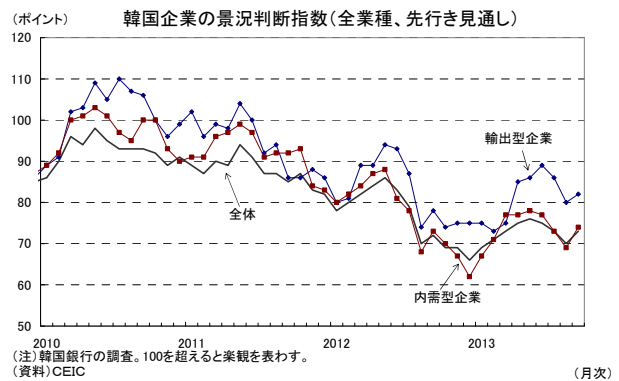
こうした状況を踏まえ、実質GDP成長率は2013年では2.5%にとどまると予想する。その後、2014年には3.2%、2015年に3.5%まで回復するだろう（図表18）。

インフレ率については年初から低下傾向が続いており、2012年の後半からは中央銀行の目標値（2013年は3.0±0.5%）を割る状況が続いている。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1.4%、2014年で2.2%、2015年で2.7%と予想する（図表19）。金融政策については、中央銀行は5月に利下げに踏み切ったが、その後は様子見姿勢を続けている。今後も、インフレ率は低水準で推移するものの、成長率には回復が見込まれることから、中央銀行はこのまま様子見姿勢を続けると見ている。

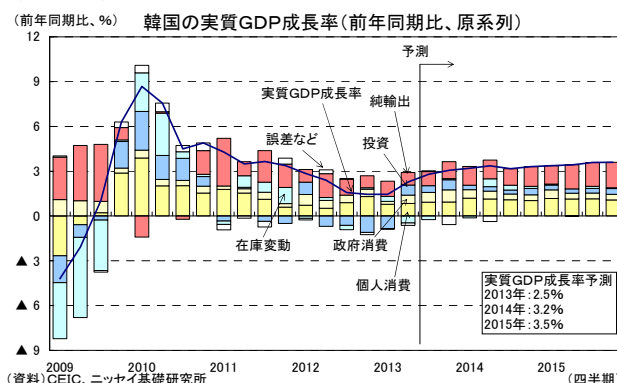
（図表16）



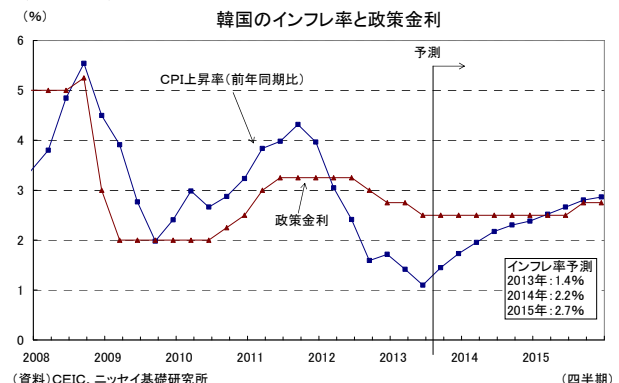
（図表17）



（図表18）



（図表19）



2-2. 台湾

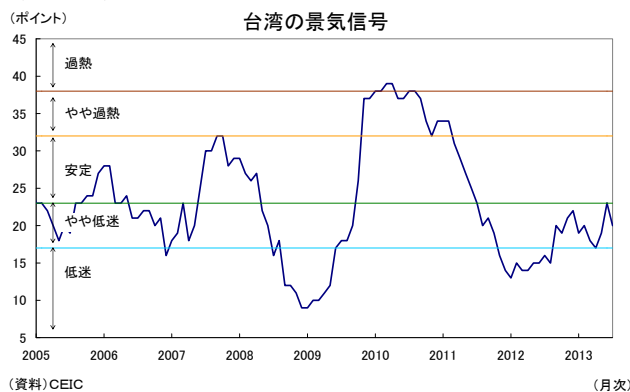
台湾経済は、2012年に底打ちしたと見られるが、回復を妨げる要因も多く、経済全体の動向を示す景気信号は「やや低迷」の領域から抜け出せずにいる（図表20）。

台湾では、業種ごとの回復にばらつきが見られる点に特徴がある。特にPCやスマホなどの産業では、回復が見られていない。製造業全体で見ても出荷・在庫バランスの改善は鈍く、輸出の回復も鮮明でない。一部の企業では無給休暇を増やすなど（図表21）、雇用の回復も鈍くなっているため、内需の弱含みも懸念される。また、10月には電気料金の引き上げが予定されており、これも消費の抑制要因となりうる。政府（行政院）も物価上昇が経済に及ぼす悪影響を警戒し、物価監視の強化など物価安定策を実施する姿勢を示しているが、景気回復のペースは緩やかになるだろう。

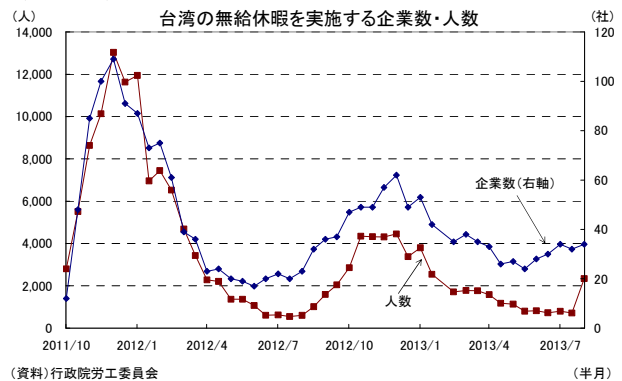
馬政権では、6月に中国とサービス貿易の自由化協定を締結¹⁰、7月にニュージーランドと経済協力協定（E C A）¹¹を締結、そして、8月には自由経済モデル区¹²を開始するなどの規制改革を進めており、これらは、長期的には成長力を高める政策として評価できる。しかし、短期的には外需不振の影響が大きく、成長率は弱含むだろう。今後、輸出の回復が顕在化すれば、成長率も改善していくと見られるが、2013年の成長率は2.5%にとどまり、その後、2014年に3.2%、2015年で3.5%と回復していくと予想する（図表22）。

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、電力料金の引き上げなどで年後半からインフレ率が高まると見ている。インフレ率は2013年で1.0%、2014年に2.1%、2015年に1.9%と予想する（図表23）。中央銀行は、長く政策金利を据え置いているが、インフレ率の上昇幅は限定的であり、今後も様子見姿勢を続けるだろう。

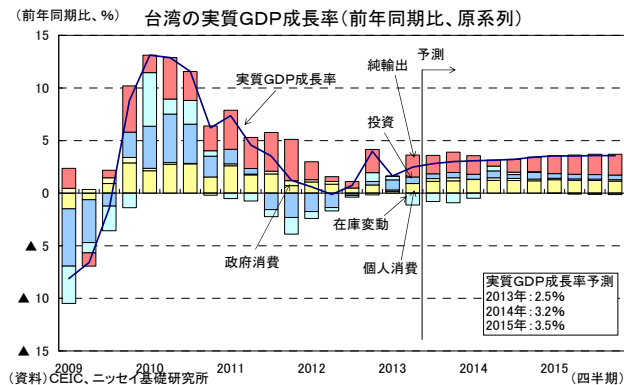
（図表20）



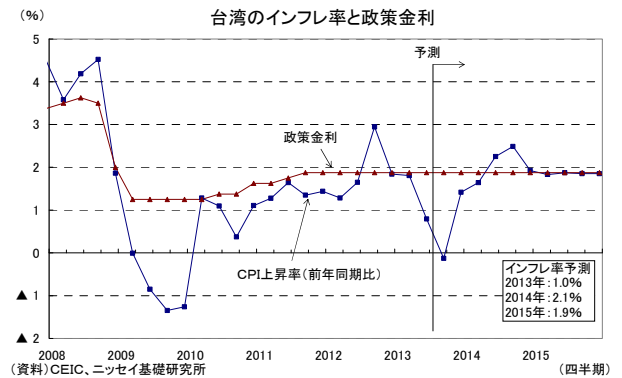
（図表21）



（図表22）



（図表23）



¹⁰ サービス業の自由化は中台間の経済協力枠組協定（E C F A）における重点分野（財貿易の自由化、サービス貿易の規制緩和、中台間の投資促進・規制緩和、中台間の経済協力推進）のうちの1つ。金融や医療の分野で中国側は80業種、台湾側は64業種を開放した。

¹¹ 実質的な自由貿易協定（F T A）であり、先進国との締結は初となる。

¹² 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。第1期として6港湾・1空港の自由貿易港区などを自由経済モデル区として設置（格上げ）した。2014年にG D P規模で300億元、雇用規模で1.3万人の経済効果を見込む。今後、第2期として特別法を制定し、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。

2-3. マレーシア

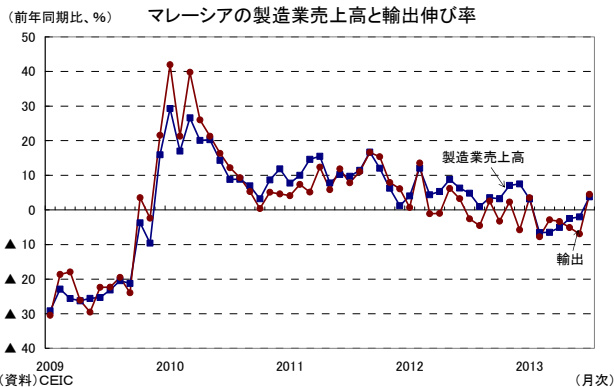
マレーシアでは、1-3 月期に続き 4-6 月期の成長率も前年同期比で 4% 台前半にとどまり、これまでよりも低水準での推移が続いている。主因は輸出の低迷であり、海外経済の回復が緩慢なことや一次産品価格の伸び悩みなどの影響が顕在化している。実際、月次の輸出額を見ると、前年同期比でマイナスとなる月も多く、いまだ回復の兆しは見られない（図表 24）。

これまで輸出の落ち込みを支えてきた内需については、E T P（経済改革プログラム）など投資中心に活発ではある¹³。しかし、すでに昨年からの投資額が急増しており、ベース効果などにより前年比での伸び率は加速しにくくなっている。そのため、今後も投資は成長を支える要因ではあるが、下支えする力は弱まっている。消費については、現在のところ堅調に推移しているが、中銀が 7 月に家計債務の抑制策¹⁴を導入し、政府が 9 月に燃料補助金を削減（価格の引き上げ）しているため、今後は個人消費の鈍化が懸念される。政府は、これまで選挙対策としてバラマキ型の支出を行っていたが、現在は財政赤字縮小に積極的な姿勢を見せており、今後、燃料補助金の削減だけでなく、消費税導入などの税制改革にも踏み込む可能性も高い。これらの財政再建策は、いずれも長期的な高成長維持のために歓迎される政策であるが、短期的には成長を押し下げる方向に働く。

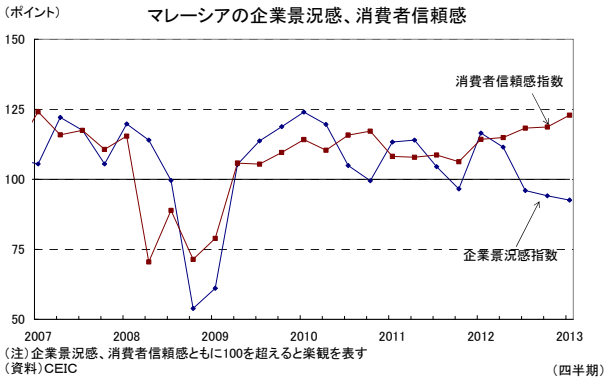
こうした状況を勘案すると、今後は、成長率の下押し圧力は強まるだろう。その結果、2013 年の成長率は 4.6% と減速すると見ている。その後は外需の改善もあって、2014 年に 5.2%、2015 年に 5.5% と回復すると予想する（図表 26）。

インフレ率は低下基調を辿っており、中央銀行は 2011 年以降、政策金利を据え置いている。今後は燃料価格の上昇などインフレ圧力は強まると見られるが、インフレ率は中央銀行が利上げを行うほどではなく、2013 年で 1.9%、2014 年 2.6%、2015 年 2.7% を予想している（図表 27）。

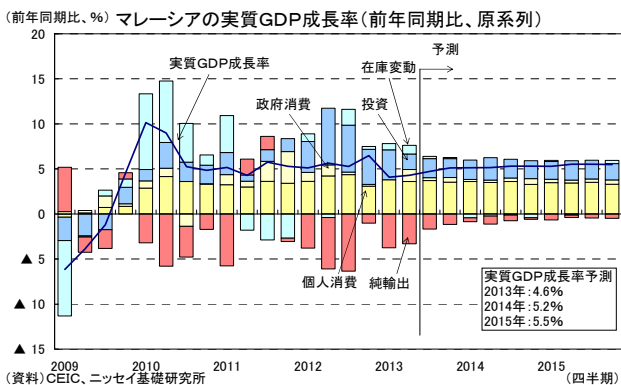
（図表 24）



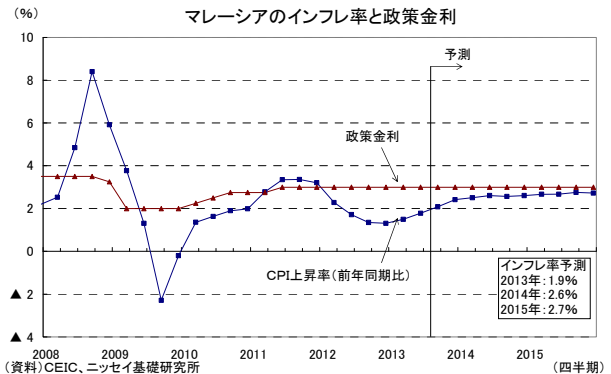
（図表 25）



（図表 26）



（図表 27）



¹³ 政府は 8 月下旬に、今年上半期で 33 件（投資規模 70.4 億リンギ、雇用創出効果 2 万 5,828 人）の E T P が発表されたと報告した。同時に、2012 年以前に計画された投資のうち、既に 86%（254.6 億リンギ）が実行されたと発表した。

¹⁴ 住宅ローンの返済期間縮小（最長 45→35 年）や個人融資の返済期間縮小（25→10 年）など。

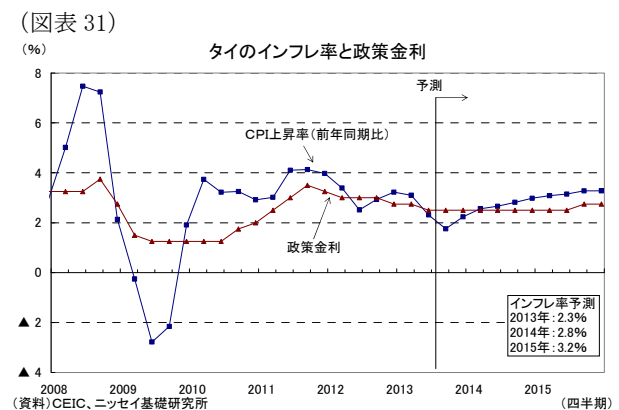
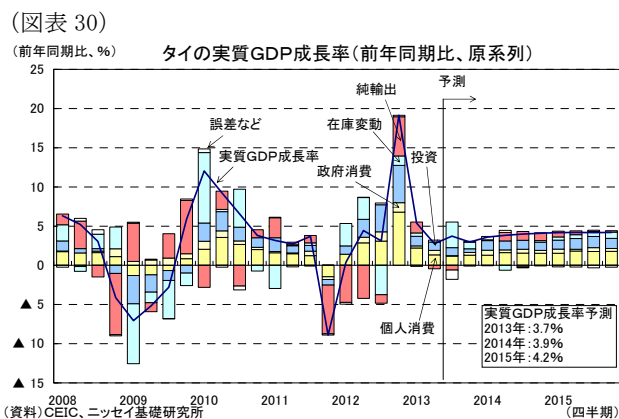
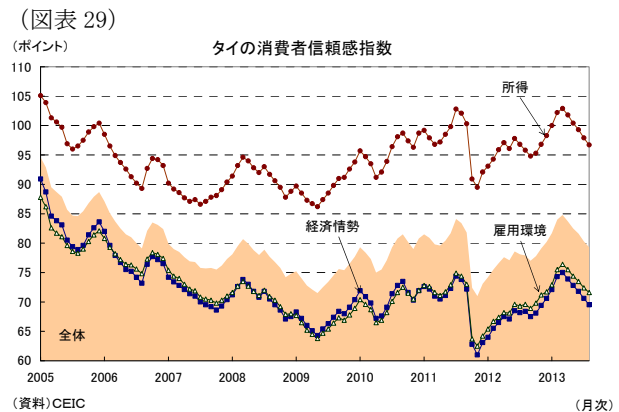
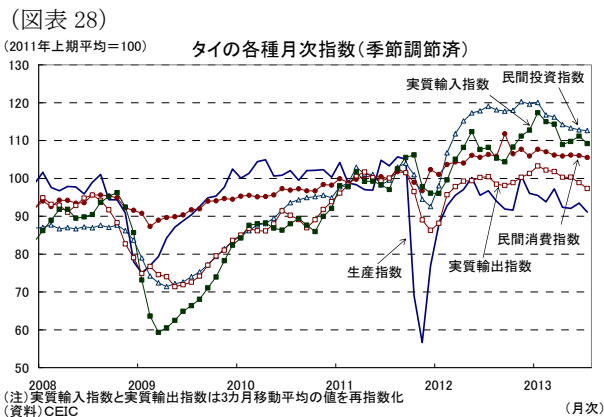
2-4. タイ

タイ経済は4-6月期の成長率が前年同期比で3%割れとなり、足もとの成長鈍化が鮮明になっている。月次の各種指標を見ても、生産、輸出入、消費、投資のいずれもが減速傾向にある(図表28)。タイでは、外需不振による輸出の低迷に、洪水後に実施された景気刺激策の息切れが重なったため、景気減速感が強くなっている。特に、自動車購入支援策が終了した悪影響は大きく、消費者景況感も下落傾向が続いている(図表29)。成長率を押し上げる要因として、3500億バーツ規模の治水事業や2兆バーツ規模の輸送インフラ整備計画があるが、現在のところ進捗が遅れており、投資も活性化していない。

こうした状況のなか、政府は、8月に税制優遇などを含む景気刺激策や規制緩和を発表している。しかし、財政支出規模としては限定的で、短期間で成長率を改善させることは難しいだろう。また、コメ担保融資制度¹⁵によるコメの評価損が拡大しており、これが財政負担となっているため、今後についても、財政支出による景気刺激余地は限られている。政府はコメ担保融資制度の見直しを検討しているものの、現政権の支持基盤である農村からの不満は高まっており、抜本的な改善が難しい状況で、これは、政府の大きな課題でもある。

そのため、成長率は2013年では3.7%まで減速、その後、輸出の改善や投資の加速によって、2014年で3.9%、2015年で4.2%まで回復すると予想する(図表30)。ただし、投資計画の進捗によっては、成長率が上振れる可能性もあるだろう。

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¹⁶。景気鈍化によって、今後も物価はそれほど上昇せず、インフレ率は2013年に2.3%、2014年に2.8%、2015年に3.2%と予想する(図表31)。中央銀行は5月に利下げに踏み切ったが、今後は様子見姿勢を続けると見ている。



¹⁵ 実質的には農民からのコメの買取り政策。市場価格の約1.5倍の価格で買い取っている。政府は累積の損失を約2200億バーツと推計しているが、一部では5000億バーツを超えるとの見方もある。

¹⁶ コアインフレ率は2012年で2.1%、足もとの2013年8月では前年同期比+0.8%まで低下している。

2-5. インドネシア

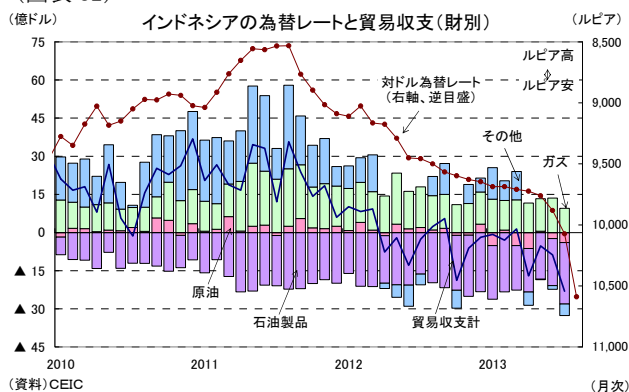
インドネシアでは、経常赤字が拡大した悪影響が顕在化しており、金融市場では5月以降、ルピア安が急激に進んでいる（図表32）。しかし、景況感は消費者と企業ともに高水準を維持しており（図表33）、4-6月期の成長率は前年同期比で+5.8%と、6%割れとなったが減速幅は限定的で、現在のところ実体経済は底堅く推移していると言える。ただし、今後については実体経済の低迷をまぬがれ得ないだろう。6月に燃料補助金の削減を実施したこともあって、8月以降のインフレ率は8%台後半まで急上昇している。今後はルピア安による輸入インフレも進むため、個人消費は弱含むだろう。また、中央銀行もルピア安阻止とインフレ抑制のために大胆な金融引き締めを実施しており、利上げ幅は合計で1.5%に達している。そのため、企業活動についても減速が予想される。

こうした状況のなか、8月には政府と中銀が緊急の経済対策を公表している。政府は経常赤字の改善、成長率の維持、インフレ抑制、投資促進を目的として、鉱物輸出の割当て制限緩和や優遇税制の拡充などを打ち出し、中銀は外貨流動性の向上策を公表した。ただし、経常赤字の問題は構造的な要因でもたらされており、これらの対策では、抜本的な解決は見込めない。中銀の外貨流動性の向上策は、危機の発生を予防する政策としては重要だと考えられるが、ルピア安を抑制する効果としては限定的と思われる。

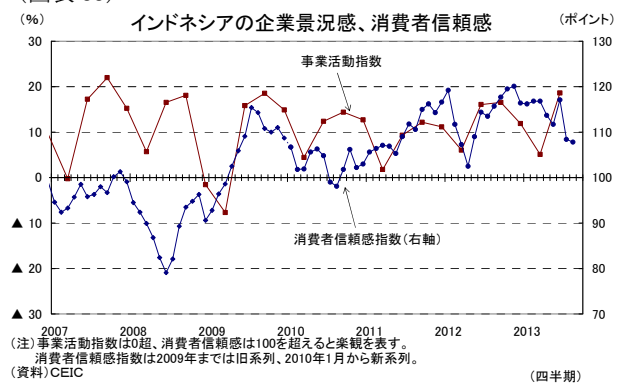
これらを踏まえ、2013年の実質GDP成長率はやや減速し5.7%となると予想する。その後、2014年には5.9%、2015年には6.2%と回復すると見ている（図表34）。

インフレ率に関しては、中央銀行の目標値（2013年は4.5±1.0%）を大きく上回っており、2013年で7.3%まで上昇すると見ている。その後は沈静化が進み、2014年で6.0%、2015年で5.3%と予想する（図表35）。金融政策については、高インフレとルピア安を受けて、中央銀行は年内にもう一段の利上げに踏み切ると予想している。その後、ルピア安の収束を受け、来年以降、インフレも沈静化すれば利下げ方向に転じると考えている。ただ、量的緩和策の縮小などから、ルピア安が一段と進行するようであれば、さらなる引締めを行う可能性もあるだろう。

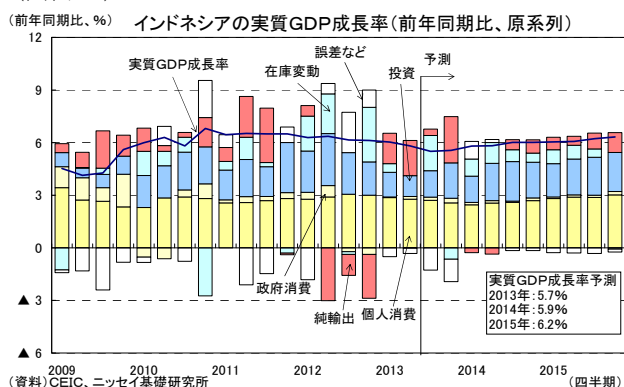
（図表32）



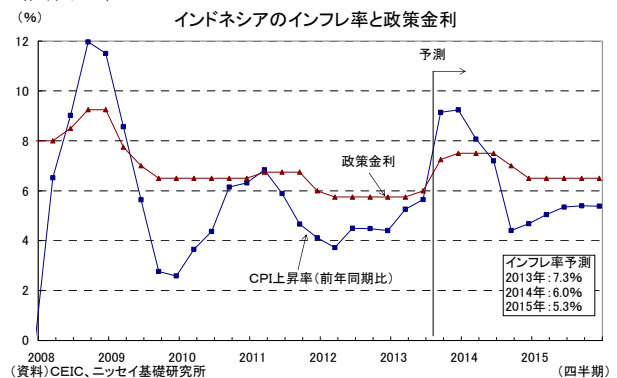
（図表33）



（図表34）



（図表35）



2-6. フィリピン

フィリピンは4四半期連続で7%を超える成長率を記録した。他のアジア新興国・地域の景気減速が顕著になるなかで、好調な内需を背景に高い成長率を維持している点で特徴的である。

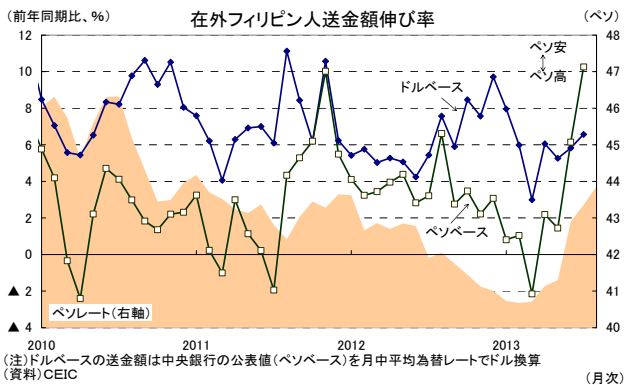
そして、今後も底堅い成長が見込まれるだろう。懸念材料としては、昨年後半からペソ高が進んでいたために、海外の出稼ぎフィリピン人労働者からの（ペソ建ての）送金額が減少、個人消費の減速することも考えられたが、今年半ば以降はペソ高が解消、大きくペソ安に転じたことで、この懸念は払拭されたと言える（図表 36）。投資についても、投資認可額が前期比で持ち直していることから、今後も底堅い推移が期待できる。輸出については、好調とは言えず、生産全体で見ても弱含みが続いているが、足もとで急速にペソ安が進んでいることもあり、今後は輸出が改善し、成長を後押しする要因になるとと思われる（図表 37）。

一方で、中間選挙を終えた後で、個人消費が若干弱含むと見られること、米国の量的緩和策の縮小からこれまでのような豊富な資本流入が期待しにくいことから、今の成長率が一段と加速することは考えにくい。むしろ、テクニカルには7%超えの成長が4四半期続いたため、前年同期比のベースが高く、これまでより高い成長率を記録することは難しくなっている。実体経済は好調さを維持すると見られるが、成長率はやや低下すると見ている。

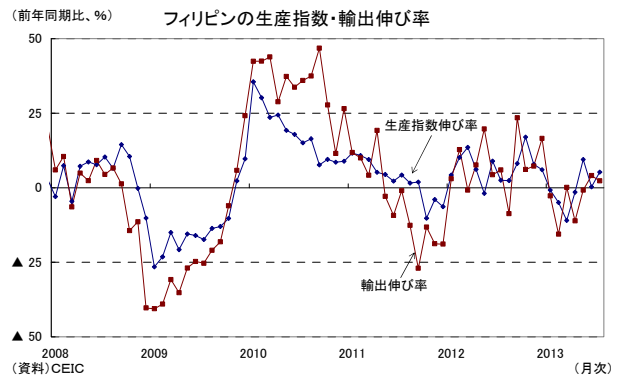
その結果、2013年の実質GDP成長率は7.0%を記録するが、その後の成長率はやや鈍化し2014年、2015年ともに6.2%となると予想する（図表 38）。

インフレ率は、現在は中央銀行の目標（2011-14年は4.0±1.0%）を下回る水準で安定している。今後は、国内景気は良好であるためインフレ圧力が増加し、2013年で2.9%、2014年で3.9%、2015年で4.6%まで上昇すると予想する（図表 39）。ただし、インフレ率の上昇は中央銀行の利上げを促すほどではないだろう。中央銀行は2013年以降、政策金利を据え置いている¹⁷が、今後も様子見姿勢を続けると見ている。

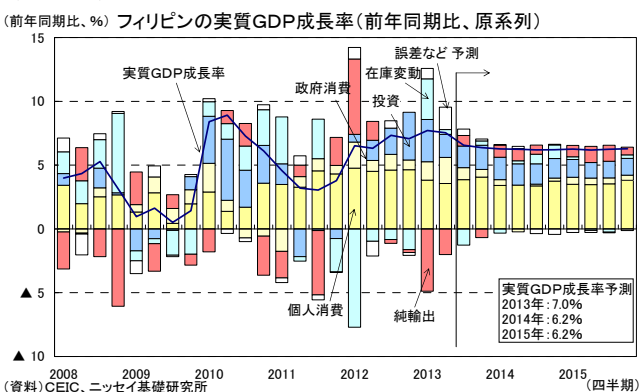
（図表 36）



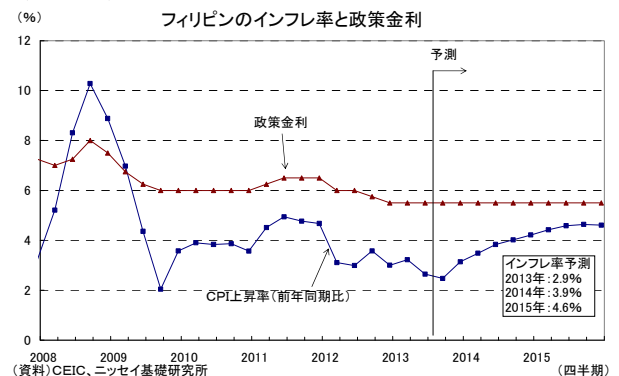
（図表 37）



（図表 38）



（図表 39）



¹⁷ ただし、年初にはペソ高抑制の狙いもあり、特別預金口座（S DA）金利を3回連続で引き下げていた。

2-7. インド

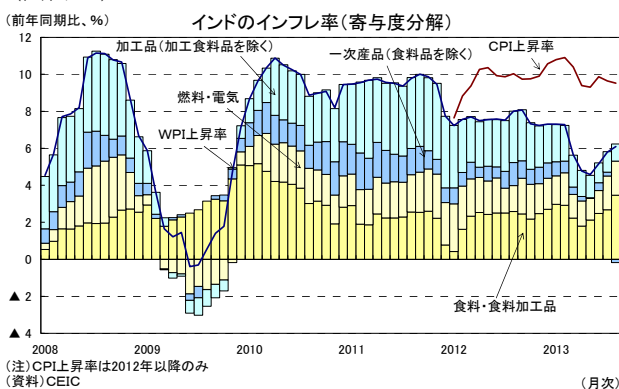
インドの成長率は3四半期連続で5%を下回っており（供給側¹⁸）、低迷から抜け出せない状況が続いている。最大の懸念事項であった高インフレについては、最悪期は脱したが、足もとでは再び上昇しており、楽観視できない状況になっている（図表40）。多額の経常赤字を抱えるインドでは、米国の量的緩和策の縮小観測を背景に進んだ通貨の下落が著しく（図表41）、足もとの下落率は世界金融危機時の下落率を超え、ルピーは過去最安値も更新した。そのため、輸入インフレ圧力は強くなっており、個人消費の低迷が長期化する懸念は高まっている。中央銀行は今年前半に0.75%の利下げを実施したが、インフレ圧力の上昇から9月には利上げに転じており、企業の投資活動にも改善期待が持ちにくい状況である。

政府や中央銀行は、経常赤字の改善や資金流入促進、ルピー安の抑制を狙った対策を頻繁に打ち出しているものの¹⁹、効果的な対策には乏しいと言える。

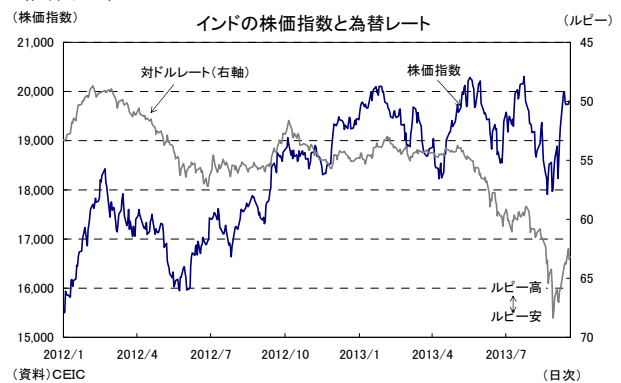
こうした状況を踏まえると、2013年度の成長率は4.8%と低迷、2014年度でも5.9%、2015年度で6.3%となると予想する（図表42）。

インフレ率については、年初よりは低下したが、輸入インフレ圧力が増していることから一段の低下は見込めず、2013年度では5.9%となると予想する。その後、ルピー安の改善で低下圧力も生じるが、インフラ整備など供給力の改善も見込みにくいことから、2014年度はほぼ横ばいの6.1%、2015年度で5.6%と予想する（図表43）。中央銀行は、高めのインフレが続き、またルピー安懸念も払拭できていないことから、しばらくは様子見姿勢を続けると見ている。

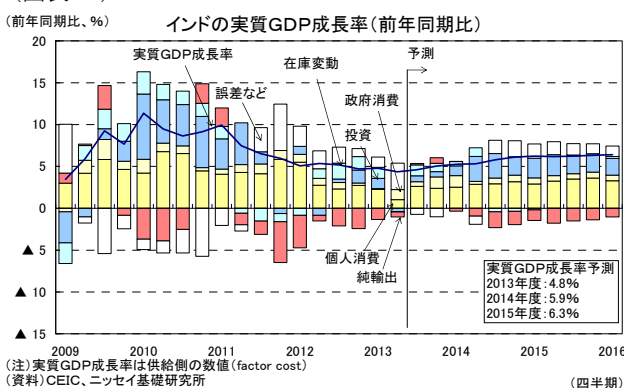
（図表40）



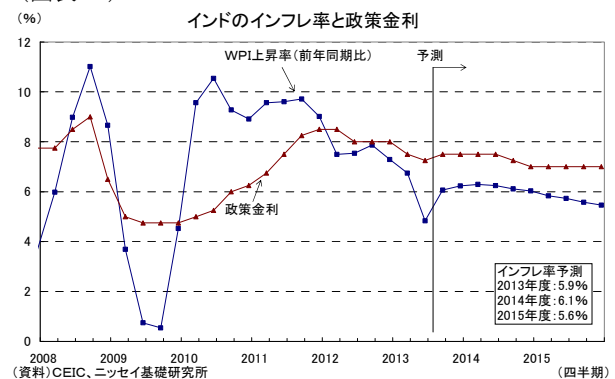
（図表41）



（図表42）



（図表43）



¹⁸ GDP at factor cost として公表されている数値。

¹⁹ 貿易赤字の改善策としては、金を中心に一部の輸入品目の関税を引き上げている。また金輸入については、輸出向けの宝飾業者を除いて現金以外での購入を禁止し、また金輸入に伴う信用取引を認めないなど、積極的に規制を実施している。政府はこの他にも、直接投資に対する規制緩和を進めることで、資金流入の促進を図っている。中央銀行もルピー安抑制策として為替先物やオプション取引の規制を実施、また、資本流出の抑制のため、企業の対外投資や個人の海外送金に対する規制を強めている。

（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證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。