

Weekly エコノミスト・ レター

アジア新興国・地域の経済見通し ～国内課題が顕在化、安定成長はさらに遠くへ～

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・地域では成長低迷が続いており、明確な改善が見られない。ASEAN主要国は堅調で、韓国・台湾・インドは不調という二極化の構造はほぼ解消しており、各国ごとの課題が浮き彫りになっている。ただし、景気減速感と下ぶれリスクへの警戒が強まっている点では共通している。
2. 金融市場は、振れ幅の大きい展開が続いている。大きな流れとしては、米国の量的緩和縮小観測に左右されており、5月に株・通貨が下落、その後9月に持ち直すという展開だった。年後半には政情不安や自然災害などの国内要因なども下落圧力として作用した。
3. インフレ率はインドネシアとインドを除いて安定しており、タイでは政情不安と景気後退懸念から利下げに踏み切っている。一方、インドネシアとインドではインフレ圧力が再び強まっており、積極的に利上げを実施している。
4. 先行きの景気抑制要因は強くなっている。中国向けの輸出ペースが鈍化すること、また、それぞれの国で抱える課題（経常赤字、政情不安など）も景気への下押し圧力として働くだろう。
5. 金融市場については、米国で量的緩和の縮小が開始されることに伴い、株・通貨への下落圧力が強まるだろう。ただし、株に関しては、多くの国・地域において、すでに年初の水準まで下落していることから、今後の下落幅は限定的になると見ている。一方、通貨に関しては、経常赤字に明確な改善が見られるまでは、売られやすい状況が続くと見られ、さらに下落する可能性もあるだろう。
6. アジア新興国・地域では、すでに成長の下方圧力が強まっているが、今後のさらなるリスク要因としては、まず、海外投資家からの証券投資、直接投資の流入圧力が長期にわたり低下する（流出圧力が強まる）ことが挙げられる。また、先進国の景気が回復しても、輸出の低迷が長期化することもリスクと言える。

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		インフレ率	2012年										2013年					2014年		2015年	
	(実)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	(予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(実)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)		10-12 (実)	(予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)			
韓国	2.0	1.5	2.3	3.3	3.3	2.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	2.2	1.4	1.1	1.2	1.4	1.4	1.3	1.7	1.9	2.1	2.2	2.0	2.5												
台湾	1.5	1.4	2.7	1.7	2.5	2.1	2.9	3.0	3.2	3.3	3.1	3.1	3.3	3.3	1.9	1.8	0.8	0.0	1.1	0.9	0.9	1.5	2.0	2.1	1.7	1.8	1.7												
マレーシア	5.6	4.1	4.4	5.0	4.9	4.6	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	1.7	1.5	1.8	2.2	3.1	2.1	3.3	3.4	3.4	3.3	3.4	4.9													
タイ	6.5	5.4	2.9	2.7	2.5	3.4	3.0	3.5	3.8	4.0	3.6	4.1	4.1	4.1	3.0	3.1	2.3	1.7	2.0	2.3	2.2	2.4	2.6	2.7	2.5	3.0													
インドネシア	6.2	6.1	5.8	5.6	5.3	5.7	5.4	5.5	5.7	5.9	5.6	6.0	6.0	6.0	4.3	5.3	5.6	8.6	8.5	7.0	8.1	7.6	4.5	4.6	6.2	5.2													
フィリピン	6.8	7.7	7.6	7.0	6.4	7.2	6.7	6.9	7.0	7.0	6.9	7.0	7.0	7.0	3.2	3.2	2.6	2.4	3.4	2.9	3.6	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	4.8	4.9	4.7 <4.8>	5.1	5.2	5.3	5.4	5.3 <5.4>	5.9 <6.1>	5.9	5.9	7.5 <7.4>	6.7	4.8	6.6	6.9	6.3 <6.4>	6.3	7.1	7.0	6.8	6.7	6.9 <6.8>	6.5 <6.3>												

(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全体の今年7-9月期の成長率は前年同期比で+4.4%となった(図表1)。前期(同+4.1%)からは加速したものの、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)を除けば、2011年の10-12月期以降は4%台での推移が続き、明確な成長改善とは言えない。

各国・地域の状況を見ると、これまで以上に状況が多様化している。ASEAN主要国は堅調であり、韓国・台湾・インドは不調であるという二極化の構造では語ることは出来ない。

特に、年後半にかけて、それぞれの国が抱える固有の課題が浮き彫りになった。

インドネシアやインドといった経常赤字国では、米国で量的緩和策(QE)の縮小(いわゆるテーパリング)観測が高まって以降、急速に通貨安が進んだ。また政治がらみの出来事として、台湾では与党の内乱、インドネシアでは大規模な賃上げデモとストライキ、タイでは与野党の対立激化と反政府デモと様々な事件が勃発した。フィリピンでは台風30号による自然災害に見舞われた。

各国ごとに状況は多様であるが、景気減速感と下ぶれリスクへの警戒が強まっているという点はいずれの国・地域にも共通している。

先進国での成長改善が進み、先進国に収益機会が増えれば、相対的に新興国・地域への資金流入が細る。新興国・地域にとっては、これまで以上に事業環境を改善させ、海外資本を誘致することが求められると言える。しかし現実には、様々な課題が露呈しており、事業環境改善の進展は見込みにくい。米国を中心とした海外経済が回復すれば、アジア新興国・地域では輸出増加という恩恵が期待できるものの、中国向けの輸出に関しては、成長率がかつてより減速しているため、輸出全体で見れば、増加ペースが緩やかになるだろう。

こうした状況を踏まえれば、来年以降、先進国の成長改善に伴って、アジア新興国・地域の成長率も順調に回復する、というシナリオはやや楽観的に思われる。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。

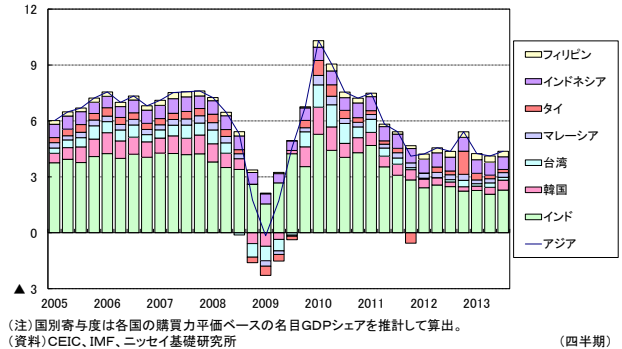
1-1. 現状：輸出低迷は変わらず

(実体経済)

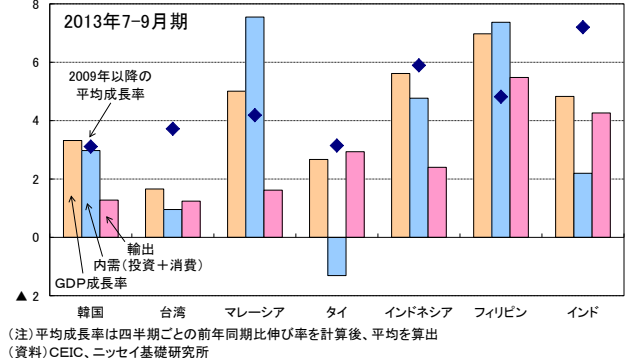
まず、直近の2013年7-9月期におけるアジア新興国・地域の成長率を確認したい。

図表2を見ると、マレーシアやフィリピンが過去の成長率と比較しても好調な成長率を記録していることが分かる。これらの国では、内需が成長率を押し上げたという要因が強いと言える。輸出については、タイのみややGDP伸び率を上回っているが、他の国・地域ではGDPの伸び率を

(図表1) アジア新興国・地域の成長率(国別寄与度)



(図表2) アジア新興国のGDP成長率(寄与度分解)



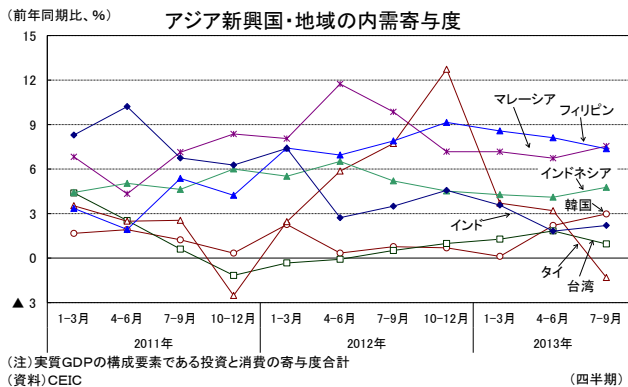
¹ 本稿における経済見通しの分析対象国・地域はインド・韓国・台湾・マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン。中国については2013年11月22日公表のWeeklyエコノミスト・レター「中国経済見通し～7%台で一進一退へ、リスクは長期金利の上昇」を参照。

下回っており²、全体的に見れば低迷が続いている。

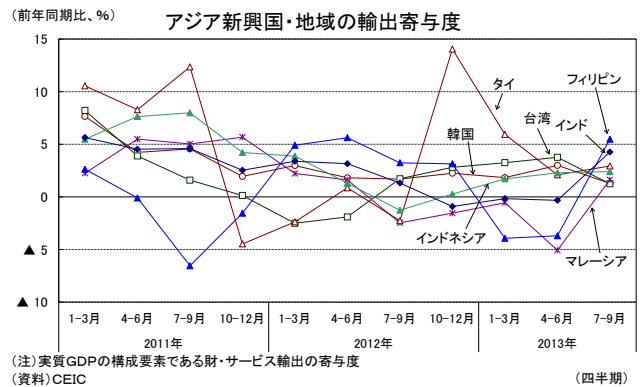
GDPのうち内需の動きを時系列で追うと(図表3)、タイやインドで減速傾向が続いているほか、7-9月期は台湾も伸び悩んだ。タイでは自動車販売促進策の終了、インドでは高インフレによる内需の鈍化が顕在化したと言える。輸出依存度が高い台湾やタイでは(後掲図表10参照)、輸出低迷の長期化が内需鈍化に波及していると見られる。一方、マレーシアやフィリピン、インドネシアは比較的高い水準を維持しており、韓国は低い水準ながらも改善が続いている。

次に輸出について見ると、マレーシア、フィリピン、インドでマイナス圏から脱しプラスに転じ、改善が見られる(図表4)。ただし、水準自体は総じて低い状況が続いており、台湾やタイではむしろ減速している。

(図表3)



(図表4)



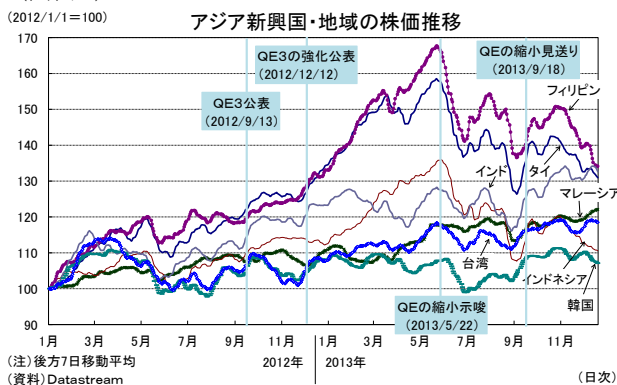
(金融市場)

金融市場は、振幅の大きい展開が続いている。大きな流れを見ると、5月に米国で量的緩和の縮小観測が高まると株・通貨が下落、その後、9月のFOMCで量的緩和の縮小開始が見送られると下落圧力も弱まり一時的に反発、しかし、年後半には国内要因なども懸念となり伸び悩んでいる。

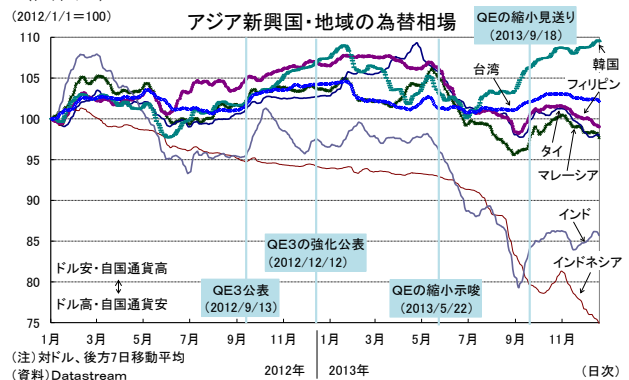
株価については、フィリピンやタイ、インドネシアで年前半に急上昇したが、足もとでは年初水準まで下落している(図表5)。量的緩和策の縮小観測に絡む売り圧力のほか、タイでは大規模なデモの発生、フィリピンでは台風被害が株価下落の要因となったと見られる。

通貨については、経常赤字国か否かで違いが大きい(図表6)。経常赤字国であるインドとインドネシアでは5月後半からの下落幅が顕著である。9月以降に一時的に落ち着いたものの、インドネシアでは11月入ってから再び下落基調に転じており、大きな課題となっている。一方、経常黒字国の通貨の下落幅は大きくない。むしろ通貨の選別が進むなか、ウォンは買われており、韓国ではウォン高が輸出企業の懸念材料となっている。

(図表5)



(図表6)



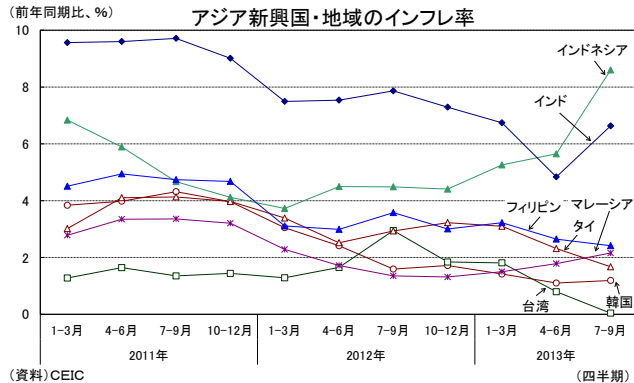
² 正確にはGDPの伸び率と輸出の寄与度を比較している。以下も同様。純粋にGDP伸び率と輸出伸び率を比較すると、フィリピンとインドの輸出伸び率はGDP伸び率を上回っている。

(インフレ・金融政策)

インフレ率については、経常赤字を抱え大幅な通貨安となったインドネシアとインドの上昇圧力が非常に強い(図表7)。これらの国では中央銀行がインフレと通貨安抑制のため、利上げを実施しており(図表8)、インドネシアでは6月以降、5回にわたって合計1.75%、インドでも9月と10月にそれぞれ0.25%の利上げを実施している³。

その他の国・地域では、インフレ率が安定して推移しており、政策金利を据え置いている国・地域が多い。ただし、タイでは景気鈍化傾向が強く、デモによる悪影響も懸念されることから、11月に0.25%の利下げに踏み切っている。

(図表7)



(図表8)

国名	2009年末 (前年終)	2010年末 (10月終)	2012年				2013年				現在 (11月終)	
			G1	G2	G3	G4	G1	G2	G3	G4		
韓国 (7日物の金利)	2.00	2.00 (+0.50)	3.25									2.00 (▲ 0.75)
台湾 (公定歩合)	1.250	1.025 (+0.375)	1.875									1.875 (+0.00)
マレーシア (連日物銀行間取引金利)	2.00	2.75 (+0.75)	3.00									3.00 (+0.00)
タイ (連日物銀行間金利)	1.25	2.00 (+1.25)	3.25	↑				↓				2.25 (▲ 1.00)
インドネシア (連日物銀行間貸入金利)	6.50	6.50 (+0.00)	6.00 (▲ 0.50)	↑				↑	↑	↑	↑	7.50 (▲ 1.50)
フィリピン (連日物銀行間貸出金利)	6.00	6.00 (+0.00)	6.50	↑	↑							6.50 (▲ 1.00)
インド (1年物基準貸出金利)	4.75	6.25 (+1.50)	6.50 (+2.25)	↑	↑			↑	↑	↑	↑	7.75 (▲ 0.75)
中国 (1年物基準貸出金利)	6.51	6.81 (+0.50)	6.56 (+0.75)									6.00 (▲ 0.56)

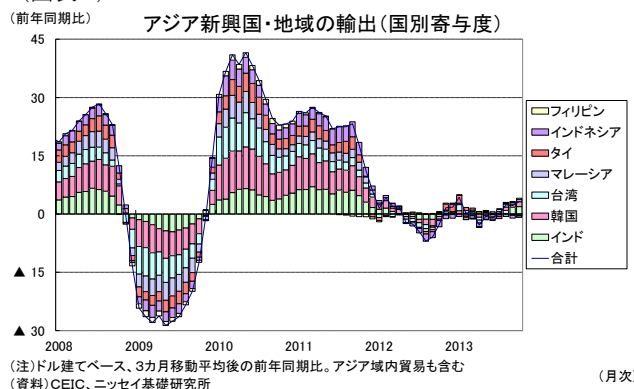
(注) 国名の括弧内は政策金利、もしくは誘導目標対象の金利。「↑」は利上げ、「↓」は利下げを表す。
(資料) CEIC

1-2. 先行き：輸出牽引力の弱さに加え、国内リスクも

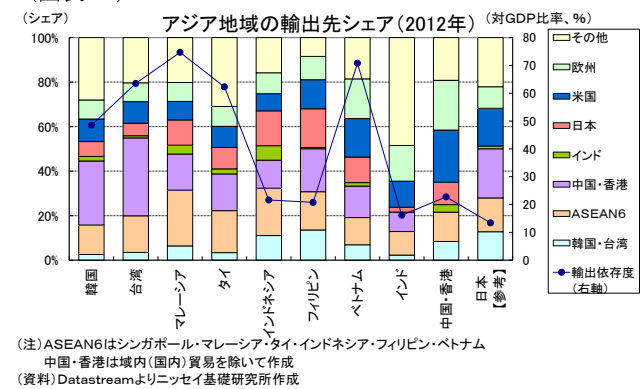
先行きについては、海外要因だけでなく国内要因の下ぶれ圧力が強まっていることが目立つ。

まず、海外の状況を見ると、先進国が米国中心に回復していくと見られるため、これは新興国・地域にとっては、輸出改善と成長促進につながると期待できる(図表9)。ただし、投資から消費への転換を目指す中国経済への輸出は伸び率が緩やかになると想定されることから、輸出全体で見た回復のペースも緩慢なものになりそうだ。特に、中国・香港向けの輸出依存度が高い台湾では、輸出の伸び悩みが懸念される(図表10)。

(図表9)



(図表10)



また、国内要因については、年末にかけ顕在化した課題を来年以降も引きずると見られる。

国・地域別の詳細は第2章でも伸べるが、実体経済への影響の大きさで見れば、経常赤字国(インドネシア・インド)の景気鈍化懸念が最も高いと言える。これらの国では、これまで数回にわた

³ インドの9月、10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(限界常設ファシリティ、インドネシアが常設している貸出ファシリティ)金利とバンクレート(中銀が市中銀行に中長期的な資金を供給する際の金利)を引き下げ、7月時点で引き締めていた流動性を若干緩和させ、7月以前の水準に戻した。また、9月には同時に毎日の準備預金の積立下限を必要額の99%から95%への引き下げ、10月には7日物と14日物のレポで供給される流動性の量を従来のNDTL(要求払い預金と定期性預金)対比で0.25%から0.5%まで拡大させることを発表し、流動性の供給策も実施している。

って利上げを実施しているにもかかわらず、インフレが沈静化していないため、高インフレによる消費鈍化、利上げによる投資鈍化が成長率を押し下げるだろう。

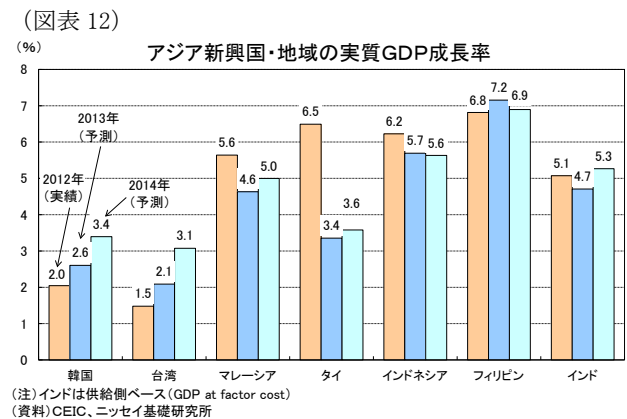
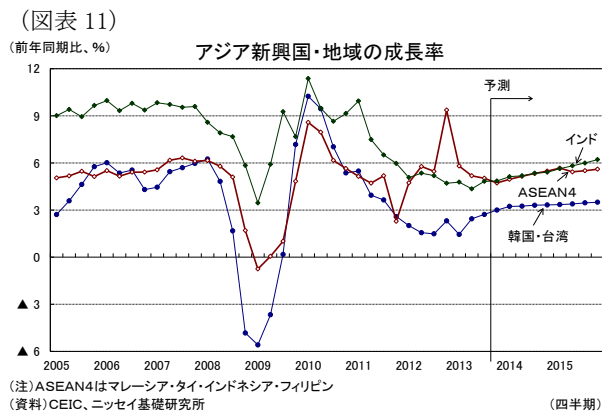
また、ちょうど両国では、来年に選挙が予定されている。選挙後に大規模な政策転換が行われることは予想していないが、結果が明らかになるまでは、企業が投資抑制的になると見られ、また資金流入が鈍ることで、株価や通貨も上昇しにくい状況になることが予想される。

次に、タイでの与野党の対立激化と、大規模デモの影響が懸念される。現在のところ、デモによって生産に大きな支障をきたすという事態には至っていないものの、デモは1カ月以上も続いており、行政機能は低下している。また、与党が下院を解散し選挙に訴えたものの、野党の反発は続いており、今後、どのような形で決着するのか見えない状況である。先行きの不透明感で言えば、タイが最も強いと言えるだろう。内外需ともに伸び率の鈍化が明確になるなかで、少なくとも選挙が実施される予定の来年2月までは、政治の安定や経済政策による景気刺激には期待できないことから、成長率への悪影響も避けられないだろう。

フィリピンでは台風30号の被害が懸念される。台風の直接的な被害による成長率の押し下げ幅は限定的と見られるが、復興の進捗次第では、これまで評判の高かったアキノ政権の支持率低下につながるリスクもある。また、台風被害については詳細が判明していないため、予想以上に悪影響が生じている可能性も捨て切れない。

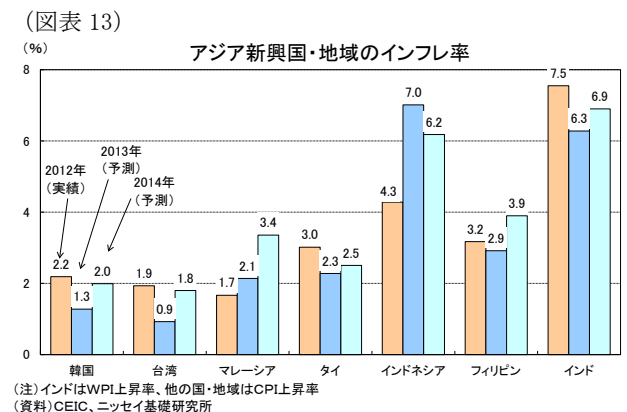
その他の韓国、台湾、マレーシアについては、外需依存度が高いこともあり（前掲図表10）、国内要因よりも輸出の動向が成長を左右すると見られる。

以上のことを踏まえると、2014年以降のアジア新興国・地域の成長率は、これまでの想定よりも低くなり、回復ペースも緩やかになる国・地域が多いだらう（図表11・12）⁴。



インフレ率については、インドとインドネシアで高めの推移が続くだろう。両国では、景気が減速するなかでも、通貨安が進み輸入インフレ圧力が強まると見られる（図表13）。そのため、両国では、来年以降も金融政策は緊縮姿勢が続くと見ている。

その他の国・地域についても、現在よりもややインフレ圧力が増すだろう。韓国・台湾では電気料金の引き上げ、マレーシアでは補助金の削減、フィリピンでは台風被害による供給不足など、



⁴ 2014年以降について、今回の予測と従来の予測の修正幅は、韓国・フィリピンで上昇修正、その他の国では下方修正を実施している。2014年の上昇修正幅はフィリピンで+0.7%と大きく、下方修正幅はインドネシア・インド・タイでそれぞれ▲0.3%ポイントと大きい（フィリピンの上方修正の背景には、これまでの消費の好調さを勘案し、このペースでの伸びが2014年以降も続く想定したため）。

コストプッシュ型のインフレ圧力が生じていることが背景にある。ただし、需要がそれほど高まらないため、上昇幅は限定的となるだろう。

金融市場については、米国の量的緩和縮小が開始されたことに伴って、経常赤字国を中心に株・通貨の下落圧力が強まるだろう。インドネシア、インド、タイでは選挙や政情不安に絡む要因も株や通貨の上値を重くする要因となる。

ただし、株価の下落幅は限定的になるだろう。すでに足もとで年初程度の水準まで落ち込んでおり、過度な成長期待は剥落したと見られるためである。

一方、通貨に関しては、経常赤字国で、さらに下落する可能性がある点に注意したい。通貨も長期的に見れば持ち直すと考えているが、当面は構造要因である経常赤字に明確な改善が見られないと考えられ、売りを誘いやすい状況が続くだろう。ただし、こうした国では外貨準備の積み増しや中銀間の通貨スワップ契約など外貨調達網を強化しており、外貨通貨危機のような外貨繰りに行き詰まり、危機が発生する事態に発展する可能性はほとんど無いだろう。

アジア新興国・地域では、すでに下振れ要因が一部顕在化している状況と言える。

さらなるリスク要因としては、まず、米国の量的緩和縮小、あるいは国内要因により海外投資家からの証券投資、直接投資の流入圧力が長期にわたり低下する（流出圧力が強まる）ことが挙げられる。直接投資が低迷すると、潜在成長率も低下する可能性がある。一方、株や為替の急落については、国内の景況感を冷やす要因となり得るが、一時的なものであれば、实体经济には大きな影響をもたらさないだろう。

国内要因では、タイでの政情不安が深刻化するリスクがある。また、韓国では（特に金融市場では）、北朝鮮の動向次第で、地政学リスクが意識される展開になる可能性もある。

次に、海外経済の回復が進まず輸出の改善が遅れることもリスクとして挙げられる。韓国や台湾では電子製品に特化した輸出構造となっているため、競争力の激化によって、先進国の景気が回復基調にあるにもかかわらず、輸出の伸び悩みが長期化する可能性がある。

以上、アジア全体について概観した。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

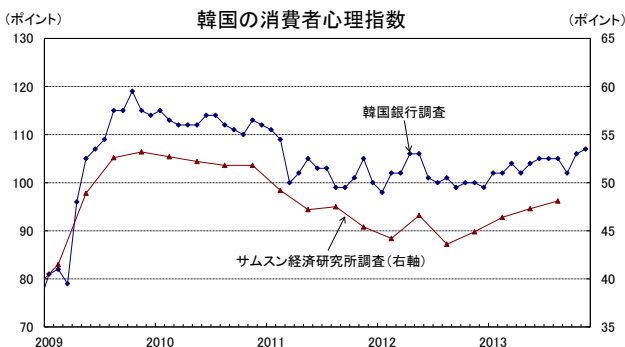
韓国は2013年7-9月期の成長率が前年同期比で3.0%の成長率を上回った。消費者景況感の改善も続いており、成長回復過程にあると見られる(図表14)。今後についても海外経済が改善することで、輸出主導による回復が見られるだろう。

しかしながら、12月に入りウォンが対ドルで今年の最高値を記録するなど、輸出の下押し圧力も強まっている(図表15)。企業景況感も輸出型企業を中心に下落しており、輸出の牽引力は弱い状況が続くだろう。米国で量的緩和の縮小が開始されたことはウォン高圧力の緩和に寄与する可能性もあるが、これまで経常黒字国であり、また外貨調達網を構築⁵していることなどを背景に、むしろ通貨が買われる傾向にあったことを勘案すれば、今後、ウォン安が急激に進み、輸出環境が大きく改善することは見込みにくい。さらに、依然として家計債務残高が高水準にあることから、大企業中心の輸出型企業の業績が回復しても、内需の活性化に結びつくまでには時間を要するだろう。

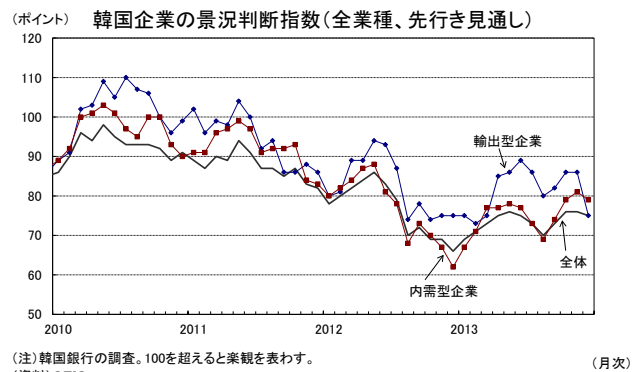
こうした状況を踏まえ、実質GDP成長率は2013年では2.6%、2014年には3.4%、2015年に3.5%と改善するものの(図表16)、2011年の水準(3.7%)には届かないと予想する。

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年後半以降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。11月に電気料金の引き上げが実施されたことは物価高圧力となるものの、成長回復ペースが緩やかであることから、2013年で1.3%、2014年で2.0%、2015年で2.5%の上昇率にとどまると予想する(図表17)。金融政策については、インフレ率が低水準で推移すると見込まれるため、ウォン高抑制と景気促進のための利下げが視野に入っているものの、成長率は改善を続けることから、当面は政策金利を据え置くとしている。

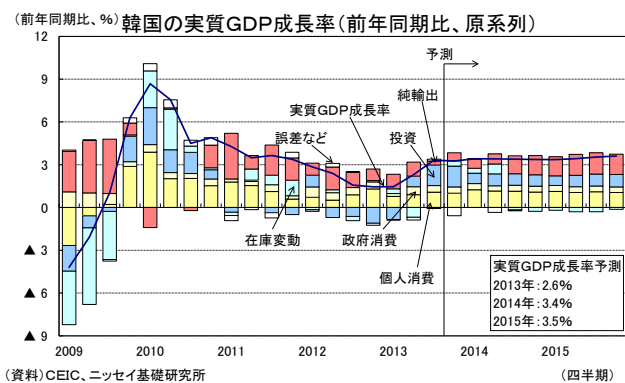
(図表14)



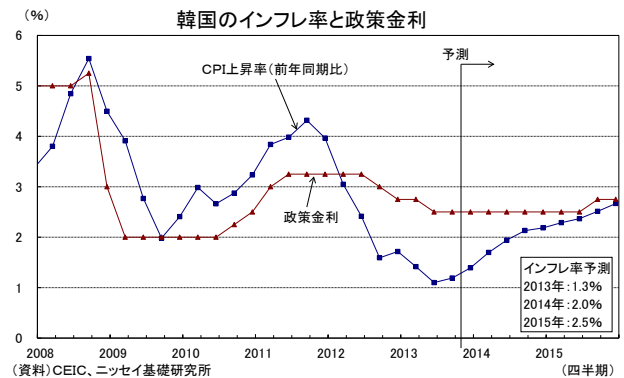
(図表15)



(図表16)



(図表17)



⁵ 日本と韓国との通貨スワップは段階的に縮小する(現在のスワップ枠は100億ドル)一方、10月12日にはインドネシアと100億ドル(10.7兆ウォン)規模、13日にはUAE(アラブ首長国連邦)と54億ドル(5.8兆ウォン)規模、20日にはマレーシアと47億ドル(4.0兆ウォン)規模の通貨スワップ契約をそれぞれ締結した。

2-2. 台湾

台湾経済は、2012 年前半には底打ちしたと見られるが、その後の成長率は一進一退となっており、経済全体の動向を示す景気信号は「やや低迷」の領域での推移が続いている（図表 18）。

台湾の場合は、輸出シェアで 40%ほどを占める中国・香港向けの輸出が伸び悩んでいる点が成長の回復を妨げている主因と考えられる（図表 19）。今後、中国の成長ペースが緩やかなになることに加え、PC やスマホなどの産業では競争力の激化なども見られることから、台湾の輸出回復はかなり緩慢なものになるだろう。

また政治に関連して、9 月以降、与党（国民党）内における内紛が勃発し⁶、野党の発言力が増したため、中国とサービス貿易の自由化協定に対する審議が遅延するなど、政策実行力の低下が懸念される。台湾では今年 7 月にニュージーランド、11 月にシンガポールと実質的な自由貿易協定（FTA）となる経済連携協定を締結⁷、8 月には自由経済モデル区⁸を開始するなど、勢力的に自由貿易や規制改革への取り組みを進めており、馬総裁の支持率が低迷するなかで、着実に自由化・規制緩和への取り組みを進められるかが潜在成長率を高めるためには重要と言える。

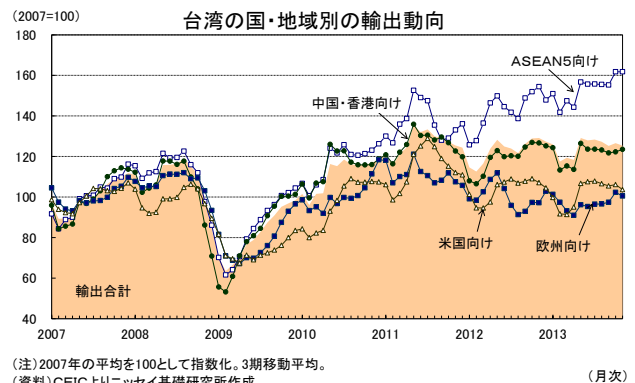
成長率は、2013 年は 2.1%にとどまり、それ以降も輸出の回復が緩慢なため、2014 年は 3.1%、2015 年は 3.3%と 3%前半での推移が続くと見ている（図表 20）。

インフレ率に関しては、10 月に電力料金の引き上げが実施されたが、上昇幅は限定的であり、低位での推移が続いている。今後は、インフレ圧力がやや強まると見込まれるものの、成長改善ペースが遅いこともあり、インフレ率は 2013 年で 0.9%、2014 年に 1.8%、2015 年に 1.7%と予想する（図表 21）。比較的低いインフレ率が続くことから、中央銀行も様子見姿勢を続けると見ている。

（図表 18）

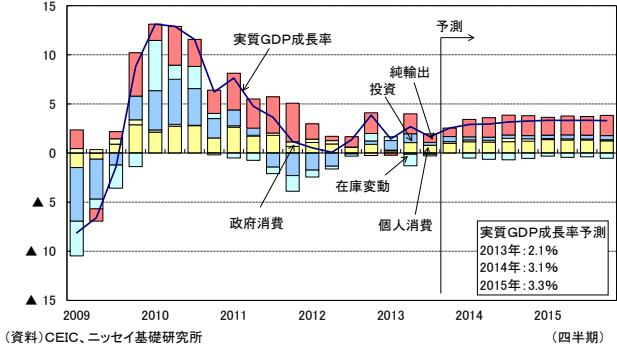


（図表 19）



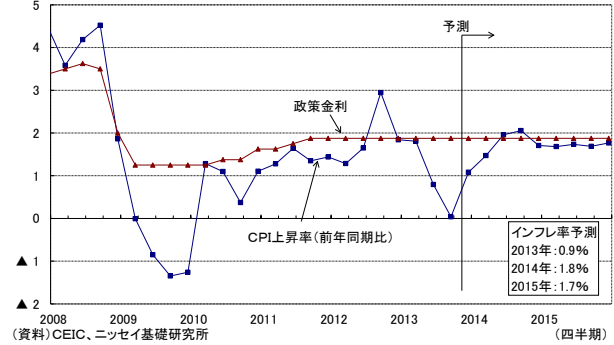
（図表 20）

（前年同期比、%）台湾の実質GDP成長率（前年同期比、原系列）



（図表 21）

台湾のインフレ率と政策金利



⁶ 馬総統と王立法院（議会）院長の間で勃発した政治対立。馬総統が王院長に対して、会計法違反などに問われていた野党の立法委員の裁判において検察に介入したとして辞任を求める声明を出したことがきっかけ。その後、検察当局が捜査過程で王院長を違法に盗聴していた疑惑が浮上し、王院長に辞任を迫った馬政権への批判が強まった。

⁷ ニュージーランドとの経済連携協定は、12月1日に発効された。

⁸ 自由経済示範区。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）された（現在は9カ所が自由経済モデル区として指定されている）。現在は、第2期として、さらなる規制緩和に向けた法案（特別条例案）の準備を進めている段階。最終案では雇用規制の緩和拡大が盛り込まれる一方で、注目であった租税優遇は縮小されている。

2-3. マレーシア

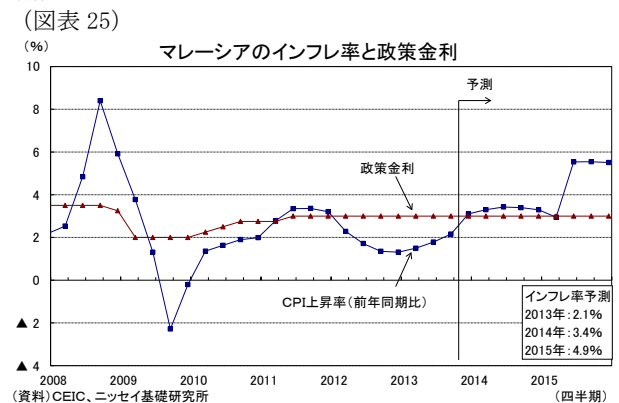
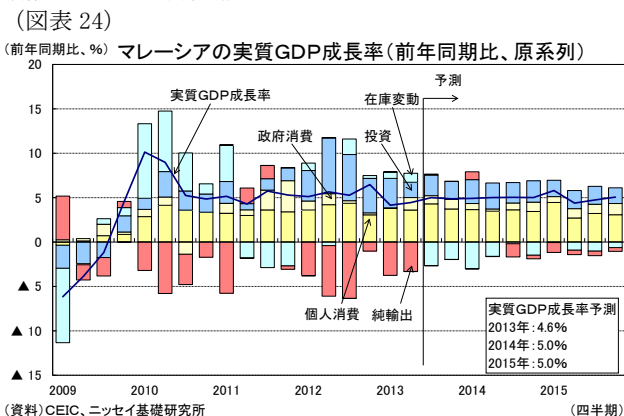
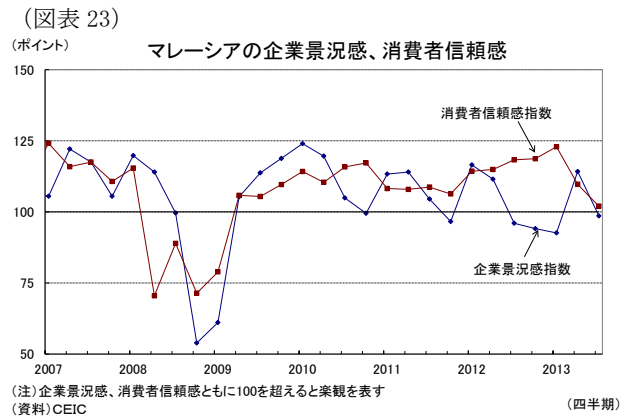
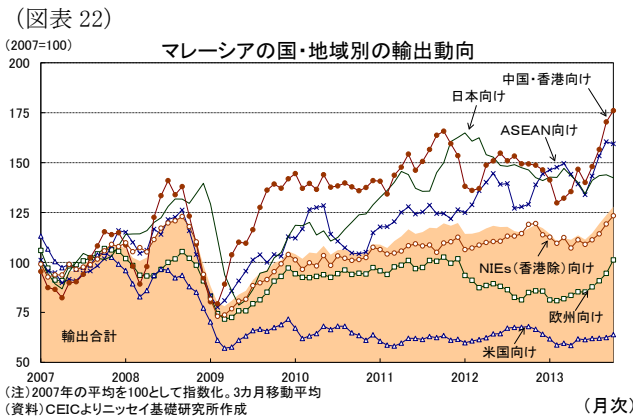
マレーシアの7-9月期の成長率は5.0%となり、年前半の4%台前半から大きく改善している。成長低迷の主因となっていた輸出の伸び悩みが解消し、一次産品や電気・電子製品の輸出が好調だったことが背景にある(図表22)。また、内需についても、個人消費や投資が加速しており、政府主導の投資振興策であるETP(経済改革プログラム)も順調に進んでいると評価できる。

ただし、先行きの懸念材料は残っている。マレーシアの輸出は、他のアジア域内と比較して高い伸び率を記録しており、一次産品など競争力の高い(資源国特有の)財が伸びているだけでなく、電気・電子製品など他国で伸び悩んでいる製品の輸出も伸びている。しかし、このうち後者については、マレーシアが他国と比較して特別に競争力が高いとは考えられないため、今後、こうした財について他国と同程度の緩やかな成長に減速する可能性がある。

また、内需については、消費者信頼感や企業景況感が減速しており(図表23)、さらに、政府が財政赤字削減を進めているため、今後は伸び悩むと見られる。財政健全化のために、すでに一部の補助金が削減されており⁹、2014年には電気料金の値上げ、2015年には消費税(物品・サービス税:GST)の導入が予定されている。これらの取り組みは、長期的な成長率を高めるためには重要で、また海外投資家からの評価を高めるだろうが、短期的な成長率の減速は避けられないだろう。

こうした状況を踏まえて、2013年の成長率は4.6%まで減速、その後は回復するものの、内需がやや抑制されるため、2014年、2015年ともに5.0%の成長率を予想する(図表24)。

インフレ率は比較的安定して推移してきたが、今後は補助金の削減や消費税の導入によって物価高圧力がかなり強まると見られる。その結果、2013年のインフレ率は2.1%だが、2014年には3.4%まで上昇、2015年には消費税が導入されるため4.9%まで上昇すると予想する(図表25)。これに伴い中央銀行の利上げ余地は高まるが、政策的な要因を背景にした物価高であることから、景気への影響を配慮して、当面は政策金利を据え置くと見ている。



⁹ 今年9月に燃料への補助金、10月には砂糖への補助金が削減された。

2-4. タイ

タイは7-9月期の成長率が4-6月期に続き前年同期比で3%割れとなるなど、景気減速感が強まっている。月次の各種指標を見ても、減速に歯止めが掛かっていない(図表26)。特に生産活動に関して、これまで成長を牽引していた輸出比率30-60%の企業での鈍化が目立っており、内需・外需ともに低迷していることがうかがえる(図表27)。

今後については、内需では、昨年実施した自動車購入支援策の反動減が解消、輸出では先進経済の成長回復に伴う改善が見込めるものの、年末にかけて激化した与野党の対立と、10月後半から続く大規模なデモなど、政情不安が経済にもたらす悪影響には警戒が必要だろう。

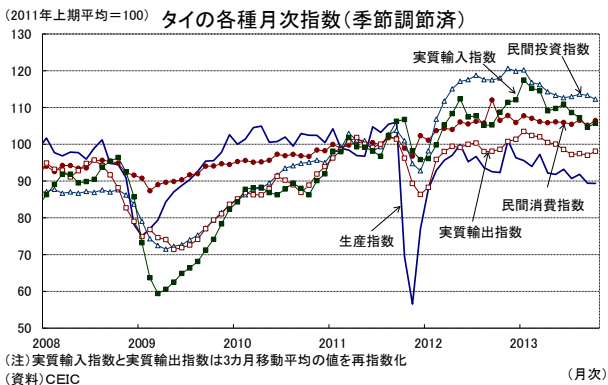
すでに野党が総額2兆バーツのインフラ整備事業に関する予算借入法案に対し、憲法裁判所に違憲性の審査を求めるなど、経済政策の実行は滞っており、また、デモによる観光客の減少も懸念される。現在、インラック首相が下院解散を決断する一方で、デモ活動は沈静化しておらず、収束が見えない。当面は経済活性化に向けた政策や、財政悪化の要因となるコメ担保融資制度の見直しについて検討できる状況ではなく、先行きの不透明感は非常に強いと言える。

中央銀行は政情不安を背景に11月に政策金利を0.25%引き下げたが、輸出については海外経済の影響が大きいこと、国内では政策実行力の低下が避けられないことから、利下げによる成長促進効果は限定的と見られる。

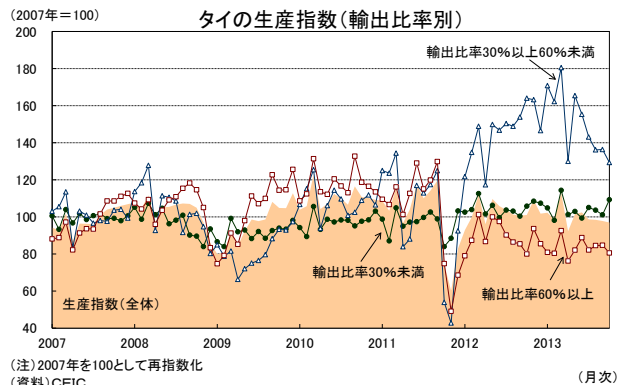
こうした状況を踏まえ、成長率は2013年で3.4%まで減速、2014年も政治の混乱などが重荷となり、3.6%成長にとどまるだろう。その後、2015年に4.1%まで回復すると予想する(図表28)。

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¹⁰。今後についても、景気が減速していることから、物価上昇圧力は強くなく、インフレ率は2013年に2.3%、2014年に2.5%、2015年に3.0%と予想する(図表29)。中央銀行は11月に利下げに踏み切ったこともあり、しばらくは様子見姿勢を続けると見ている。

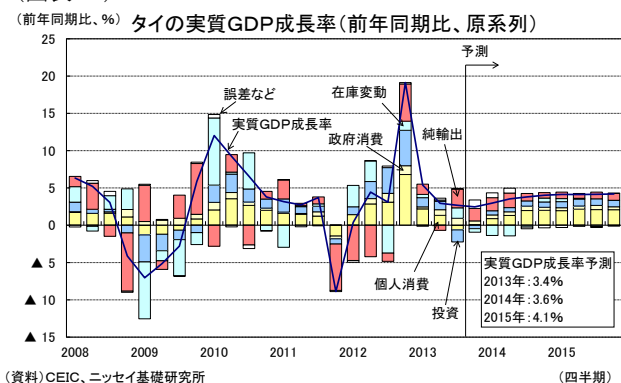
(図表26)



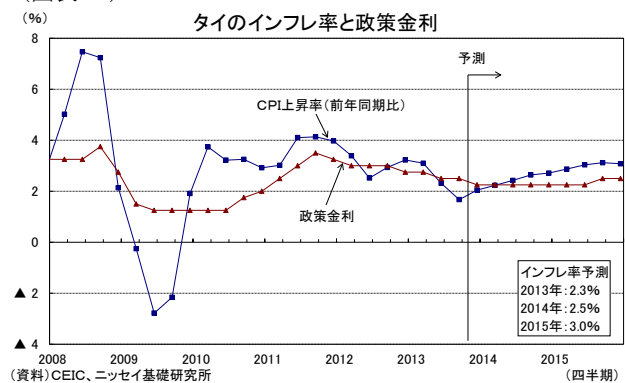
(図表27)



(図表28)



(図表29)



¹⁰ コアインフレ率は2012年で2.1%、足もとの2013年11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

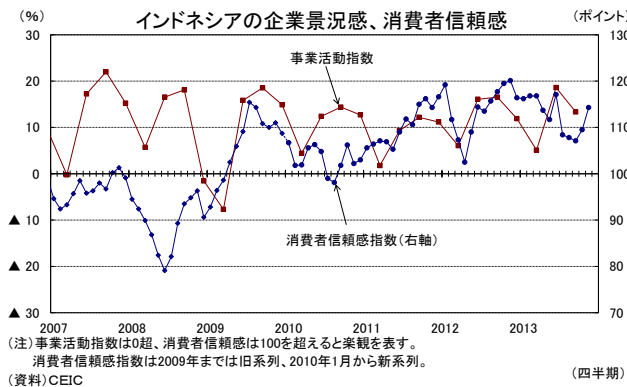
インドネシアでは、7-9月期の成長率が5.6%と4-6月期（同5.8%）を下回り、景気減速感が強くなっている。景況感は現在のところ好調だが（図表30）、高インフレと経常赤字を背景にしたルピア安が解消されていないため、先行きの成長率の減速懸念は強い。ルピアは10月に一時持ち直したものの、11月以降には再び下落、足もとでは、リーマン・ショック直後の安値水準に達している（図表31）。中央銀行は11月に0.25%の利上げを実施¹¹、政府も12月に経常赤字抑制のための追加の経済対策¹²を打ち出したものの、ルピア安に歯止めを掛けるには至っていない。高インフレと利上げが実体経済に対しても景気抑制的に働き、しばらくは低めの成長が続くとみられる。

また、政治面では、来年4月に総選挙、7月に大統領選挙が予定されている。成長率を左右するような大きな変化はないと見ているが¹³、10年間もの間、経済成長に貢献したユドヨノ大統領の任期が満了となるため、政策の不透明感から積極的な投資や資金流入は見られない状況となるだろう。

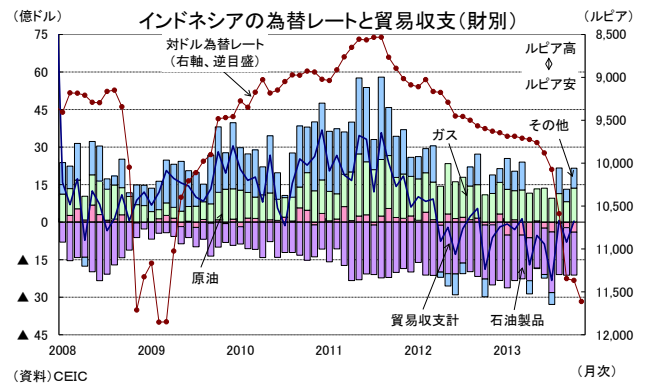
こうした状況を踏まえ、実質GDP成長率は2013年に5.7%、2014年に5.6%と6%を下回る状況が続き、2015年に6.0%まで回復すると見ている（図表32）。

インフレ率に関しては、6月の燃料補助金の削減やルピア安に伴う輸入インフレのため、中央銀行の目標値（2013年は4.5±1.0%）を大きく上回る水準で推移している。今後も、燃料補助金削減の押し上げ効果が剥落する来年6月までは高めの上昇率が続き、その後は4%台まで低下すると見ている。その結果、インフレ率は2013年で7.0%、2014年で6.2%、2015年で5.2%となると予想する（図表33）。金融政策については、高インフレとルピア安を受けて、来年初にもう一段の利上げに踏み切ると見ている。年後半には、インフレ率が沈静化し利下げに転じると予想するが、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。

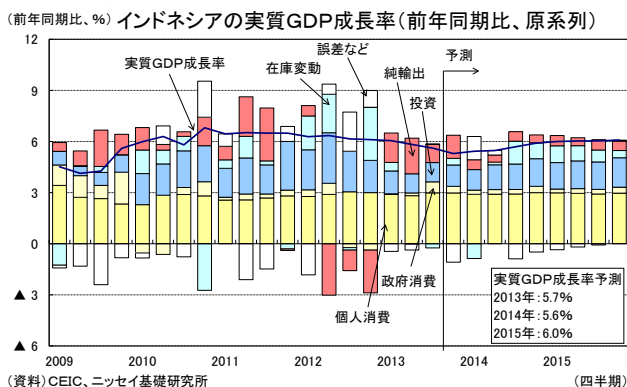
（図表30）



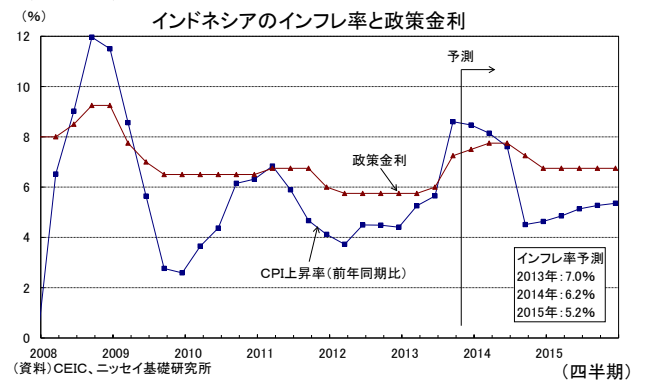
（図表31）



（図表32）



（図表33）



¹¹すでに6月から9月まで毎月政策金利を引き上げており、11月の利上げを含め、6月以降に1.75%の利上げを実施したことになる。
¹²8月に公表された鉱物輸出の割り当て制限の緩和、優遇税制の拡充、出資規制の緩和などに続く第2段という位置付け。今回は、一部の消費財について輸入時の前払法人税を2.5%から7.5%に引き上げる一方、輸出目的の輸入については優遇を拡充する方針を示した。
¹³民間調査等によれば、現時点での有力な大統領候補はジャカルタ特別州知事のジョコ・ウィドド（ジョコウィ）氏と見られる（支持母体は現野党の闘争民主党（PDI P））。ただし、現時点でジョコ知事は正式な出馬表明をしていない。

2-6. フィリピン

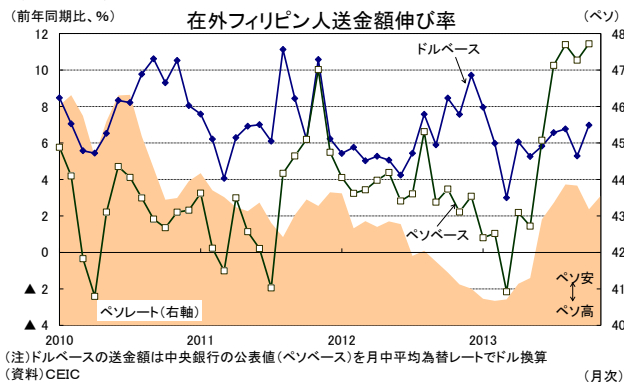
フィリピンは好調な個人消費や投資を背景にして7-9月期も7%成長を記録した。年央以降にペソ安が進んだことも追い風となっている。これにより海外出稼ぎ労働者からの送金額がペソ建てで増加していることに加え（図表34）、輸出も順調に回復している（図表35）。通貨安は輸入インフレを促進させるというマイナス面もあるが、フィリピンの場合は経常黒字国ということもあり、プラス面の方が大きい。今後については、米国の量的緩和縮小の影響を受け、さらなるペソ安が進む可能性もあるが、フィリピンの場合、経常黒字かつ高い成長率を維持していることから、売り圧力は強まらず、ペソは底堅く推移すると考えている。

11月上旬に上陸した台風30号の被害も懸念されるが、被災地域のGDPシェアが高くないこともあり、成長率の低下幅は限定的となるだろう。加えて、年末以降、台風被害を受けて、海外からの支援や出稼ぎ労働者からの送金額が増えることが見込まれ、これが短期的に成長を押し上げる材料となると考えている。ただし、自然災害に対するリスクが再認識されたことは確かであり、長期的に海外からの直接投資が減速する可能性がある点には注意したい。長期的な高成長維持のためには、今後の復興計画や自然災害に対する防止策をしっかりと策定し、着実に実行していけるか否かが重要になるだろう。

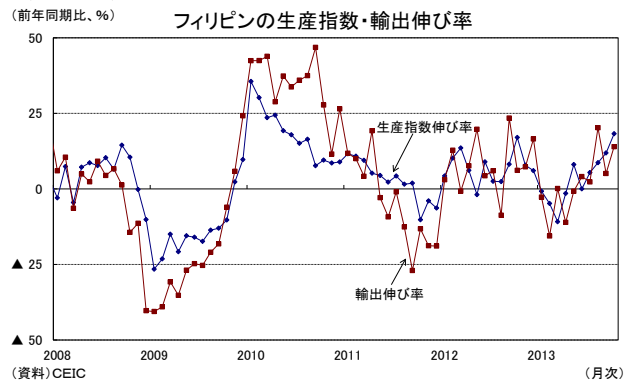
成長率は2013年には7.2%の高成長を記録、その後はやや低下するものの、2014年は6.9%、2015年は7.0%と7%前後の高い水準での推移が続くと予想する（図表36）。

インフレ率は、現在は中央銀行の目標（2011-14年は4.0±1.0%）を下限付近で推移している。ただし今後は、年末の台風被害による食料品の供給不足懸念に加え、国内景気が良好であることを背景に需要増加が見られるため、インフレ圧力は強まっていくだろう。インフレ率は2013年には2.9%にとどまるものの、2014年で3.9%、2015年で4.6%まで上昇すると予想する（図表37）。中央銀行は当面は政策金利を据え置くが、インフレ率圧力の高まりにより、来年後半からは利上げを実施し、緊縮姿勢に転じると見ている。

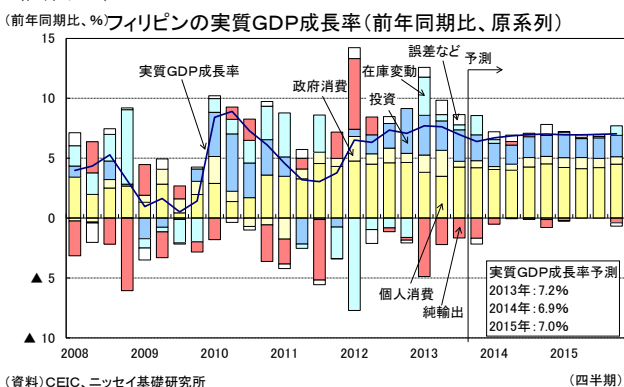
（図表34）



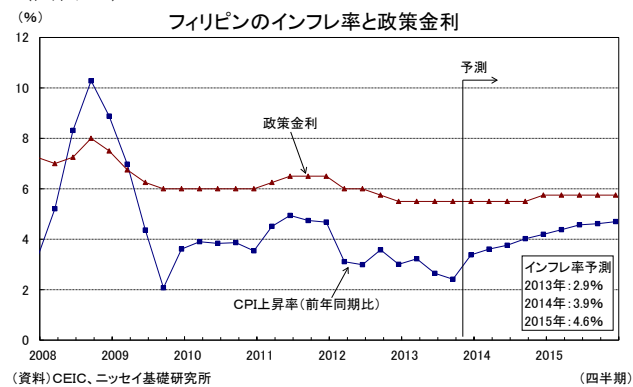
（図表35）



（図表36）



（図表37）



2-7. インド

インドの成長率は4四半期連続で5%を下回り（供給側¹⁴）、低迷が長期化している。これまで懸念材料であった通貨安と高インフレのうち、通貨安については、政府が実施している金の輸入規制により貿易赤字が縮小していることや（図表39）、9月に中央銀行の総裁に就任したラジャン氏が導入した資金流入策¹⁵が奏効しているため、9月以降は底堅く推移している。ただし、米国の量的緩和の縮小が開始されたことで、今後は、通貨安圧力は強まると見られ、油断はできない。

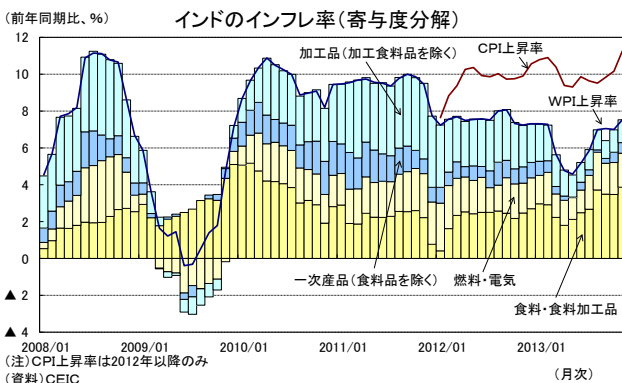
また、インフレ率については、年央以降に上昇しており、解消されていない。中銀は9月と10月に2カ月連続で利上げを実施し、インフレ抑制に努めているが、現在のところ効果は限定的である（図表38）。こうしたことから、供給制約など構造的な要因により発生する物価高圧力も大きいと見られる。この解消は容易では無いと考えられ、しばらくは消費の低迷は続くだろう。

さらに、政治面では来春5月までに総選挙が予定されている。政権交代が視野に入っているが、政策の先行きについては不透明感があり¹⁶、投資の伸びにも期待できない状況と言える。

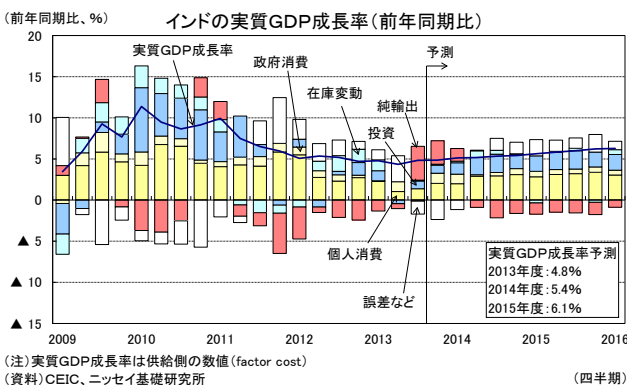
こうした状況を踏まえると、2013年度の成長率は4.8%と低迷し、今後も、2014年度で5.4%、2015年度で6.1%と改善ペースは緩やかなものにとどまると予想する（図表42）。

インフレ率については、通貨安による輸入インフレ圧力と供給制約が根強いことから、2013年度で6.4%、2014年度で6.8%、2015年度で6.3%と6%超の水準が続くと予想する。金融政策については、米国で量的緩和の縮小が開始され、通貨安圧力も強まることから、中央銀行は、来年初にもう一段の利上げを実施し、インフレとルピー安の抑制に努めると見ている。

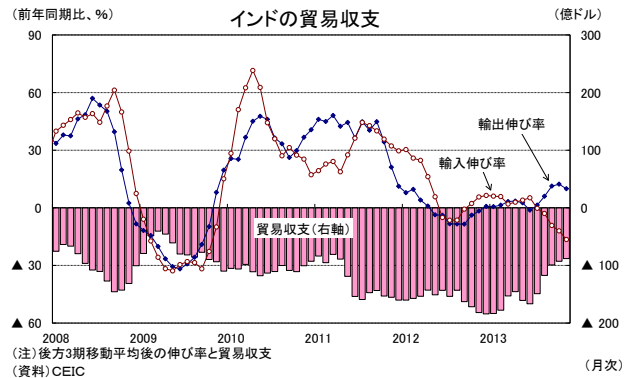
（図表38）



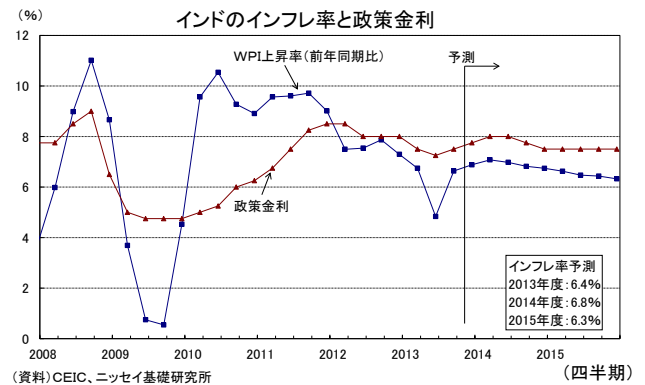
（図表40）



（図表39）



（図表41）



¹⁴ GDP at factor cost として公表されている数値。

¹⁵ 非居住者ドル預金のルピー換金に対する優遇、銀行の海外借入について限度緩和とルピー換金に対する優遇を実施している。

¹⁶ 州選挙では与党（国民会議派）を抑え、野党のインド人民党（BJP）が優勢で、同党のモディ氏が首相候補として有力と見られる。モディ氏が首相となれば、経済改革が進むとの期待が高く産業界からの支持も厚いが、単独過半数を獲得することは容易ではなく、また、インドでは地方政府の裁量権が強いなどの事情もあり、改革の実行に懐疑的な見方も強い。一方の与党は、候補者選別に時間が掛っている状況である。副総裁のラフル・ガンジー氏が有力候補とされるが、指名には至っていない。

（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。