

Weekly エコノミスト・ レター

アジア新興国・地域の経済見通し ～成長率は冴えない状況、注目は政策実行力

経済研究部 研究員 高山 武士
(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp
経済研究部 研究員 斉藤 誠
(03)3512-1780 msaitou@nli-research.co.jp

1. アジア新興国・地域の低成長は長期化している。外需の弱さはいずれの国・地域にも共通しており、これが成長率の伸び悩みの要因となっている。また、インドやタイでは外需に加えて内需も弱く、景気の弱さが鮮明になっている。
2. 今年に入り米国における量的緩和策の縮小が開始されたが、金融市場において株や為替が大きく下落するような事態には陥っていない。経常赤字国で通貨安防衛策を積極的に講じてきたことに加え、昨年時点で市場がテーパリングという材料の大部分を消化したことが要因と見られる。
3. インフレ率はインドネシアとインドで比較的高い。ただし、インドでは足もとのインフレ率は顕著に減速している。その他、インフレ率は低めだが、上昇傾向にある国・地域も多い。金融政策については、今年に入って高インフレに見舞われているインドが1月に利上げを実施した。同じくインフレ率が高いインドネシアでは通貨の安定などを背景に、今年は政策金利を据え置いている。一方、タイでは景気減速が深刻になってきたことから、3月に利下げに踏み切っている。
4. 今後については、外需の牽引力が弱く、それぞれ国内にも課題を抱えていることから、短期的に成長率が大幅改善するとは想定していない。国内の課題解決や長期的な成長率を高める政策を実行できるのか、政策実行力が注目される時期と言える。
5. リスク要因としては、経常赤字国では依然として通貨安リスクを抱えていることが挙げられる。アジア通貨危機のような危機には発展しなくとも、通貨の下落により輸入インフレが促進されれば、实体经济への下押し圧力が強まる懸念がある。また、政策実行力の欠如が露呈し、直接投資など長期の資金流入が細る可能性も指摘できる。こちらは短期的な成長率には影響を及ぼさないが、長期的な潜在成長率の低下をもたらす要因になるため、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	2013年					2014年					2015年					インフレ率	2013年					2014年					2015年				
	(実)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)	(実)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)		10-12 (予)	(予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)	(実)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)		
韓国	2.8	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	韓国	1.3	1.1	1.5	1.7	2.0	1.6	2.1	2.2	2.3	2.4	2.2	韓国	1.3	1.1	1.5	1.7	2.0		
台湾	2.1	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4	3.3	台湾	0.8	0.9	1.2	1.4	1.6	1.3	1.6	1.7	1.8	1.8	1.7	台湾	0.8	0.9	1.2	1.4	1.6		
マレーシア	4.7	4.9	5.0	4.9	5.4	5.1	5.8	4.1	4.4	4.5	4.7	マレーシア	2.1	3.6	3.4	3.0	2.6	3.1	2.5	4.6	4.6	4.5	4.1	マレーシア	2.1	3.6	3.4	3.0	2.6		
タイ	2.9	2.0	2.6	3.8	4.3	3.2	4.6	4.5	4.1	4.1	4.3	タイ	2.2	1.9	2.1	2.2	2.4	2.2	2.6	2.7	2.7	2.8	2.7	タイ	2.2	1.9	2.1	2.2	2.4		
インドネシア	5.8	5.5	5.5	5.6	5.7	5.6	5.8	5.9	6.0	6.1	6.0	インドネシア	6.4	7.7	7.7	4.8	4.9	6.2	4.9	5.0	5.1	5.1	5.0	インドネシア	6.4	7.7	7.7	4.8	4.9		
フィリピン	7.1	6.3	6.6	6.8	7.0	6.7	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	フィリピン	2.9	4.2	4.3	4.4	4.5	4.4	4.5	4.6	4.6	4.7	4.6	フィリピン	2.9	4.2	4.3	4.4	4.5		
インド (下段:年度ベース)	4.6 <4.7>	4.8	5.0	5.1	5.2	5.0 <5.2>	5.3	5.4	5.7	5.8	5.6 <5.7>	インド (下段:年度ベース)	6.3 <6.0>	5.4	6.1	6.3	6.5	6.1 <6.4>	6.6	6.4	6.3	6.2	6.4 <6.3>	インド (下段:年度ベース)	6.3 <6.0>	5.4	6.1	6.3	6.5		

(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2013年10-12月期の成長率は前年同期比で+4.4%となった(図表1)。4%台の推移は長期化しており、底離れができない状況と言える。

今年1月から米国の量的緩和策の縮小が開始された。また、昨年から経常赤字国を中心に通貨の下落が目立っており、世界経済の牽引役が新興国・地域から先進国に変わっているとの認識も広がってきた。新興国・地域の成長率が急

減速しているわけではないが、先進国での収益機会が増えたことで外国人投資家の新興国・地域に対する評価は厳しくなることは確かだろう。新興国・地域を一括りに高成長市場として捉えるのではなく、各国ごとの問題や課題に注目が集まるようになってきている。そのため、新興国・地域のなかでも今後は有望視される国・地域とそうでない国・地域の選別色が強まっていくだろう。

一方、成長率が改善している先進諸国も、まだ世界経済を牽引する力に乏しい。加えて、これまで高成長を達成してきた中国の成長率が緩慢である。将来的には先進国への輸出増が期待されるが、外需の恩恵はこれまでよりも少なくなるだろう。

こうした状況のなか、足もとでは満足できる成長率を達成している新興国・地域は少ない。今後も、これまでのような高成長が期待しにくくなっている。そのため、新興国・地域では、高成長を長期的に維持するための経済政策や規制改革が求められている。こうした事業環境の改善は、世界的な金融緩和の状況が解消されても資本流出が起これないようにする(資本流入を維持する)ためにも重要である。そのため、政府の政策実行力が問われる時期でもある。

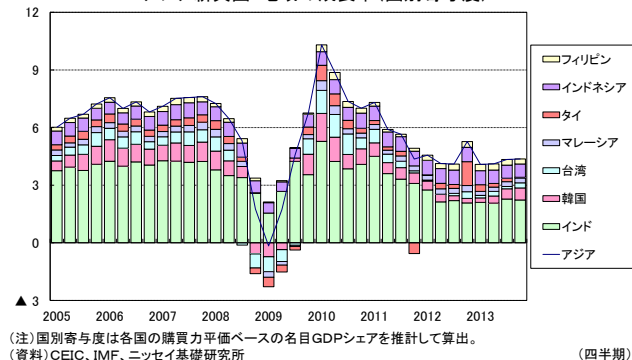
以下では、こうしたアジア新興国・地域の現状を確認し、今後の見通しを考えたい。

1-1. 現状：金融市場は安定しつつあるが、実体経済は弱い(実体経済)

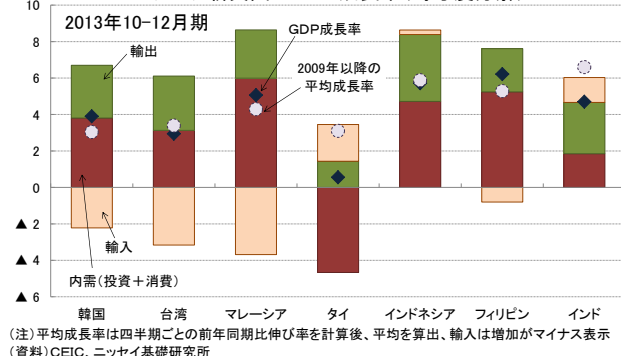
まず、直近の2013年10-12月期におけるアジア新興国・地域の成長率を確認したい(図表2)。直近の成長率を見ると、タイとインドの成長率が過去と比較して低い一方で、フィリピンの成長率は過去と比較しやや高い。また、その他の国・地域はおおむね過去と同水準の伸び率にどまっているなどバラツキがある。ただし、共通点として、輸出の弱さが挙げられる。インドネシアやフィリピンのような内需の大きい国だけでなく、韓国や台湾などの輸出主導経済でも、輸出の寄与度はまだ低く、成長の牽引役になっていないと言って良いだろう。

輸出の弱さという共通点に加えて、成長率全体が落ち込んでいるインドとタイでは、内需も弱い。特にタイでは内需はマイナス寄与であり、輸

(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)

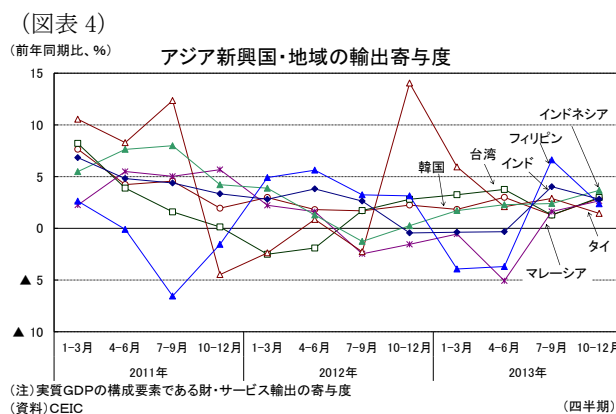
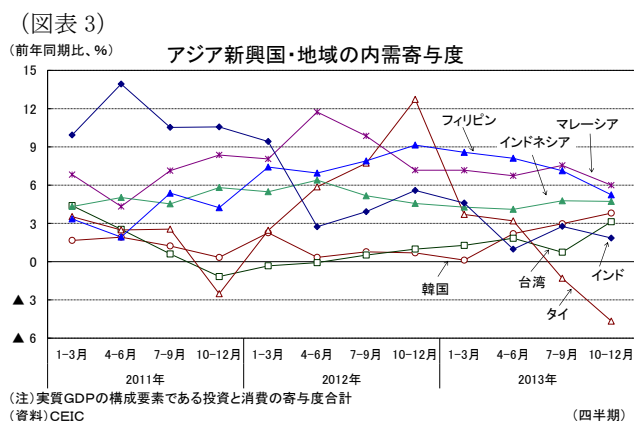


¹ 本稿における経済見通しの分析対象国・地域はインド・韓国・台湾・マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン。中国については、2014年2月28日公表のWeeklyエコノミスト・レター「中国経済見通し～理財商品に揺れる中国経済の行方」を参照。

入の減速で成長率が押し上げられている状況である。

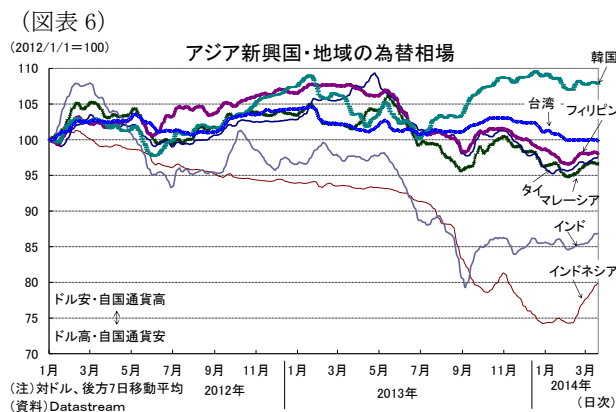
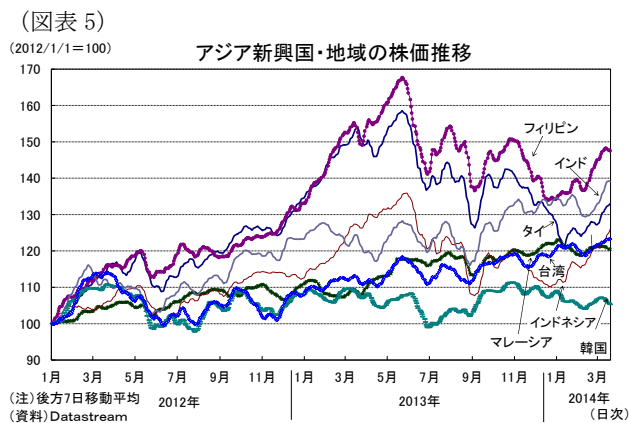
GDPのうち内需の動きを時系列で追うと、2012年頃に見られた韓国・台湾は弱く、その他の国は強いという二極化の構造は解消されている(図表3)。目立って弱いタイを除けば、むしろバラツキは小さくなっている。これまで弱かった韓国・台湾において内需の寄与度が拡大し、これまで強かったマレーシアやフィリピンにおいて内需の寄与度が縮小している。つまり、二極化の解消は輸出主導経済が回復しつつあること、内需主導経済にもやや減速感が生じていることの2つの要因で生じていることが分かる。また、インドでは一貫して内需の寄与度が低下しており、景気の減速感が強いことが分かる。

輸出についても時系列で見ると、直近は国・地域によるバラツキが小さい(図表4)。マレーシアやインドネシアのようにこれまでと比較して改善している国もあるが、全体的に水準が低く、回復の兆候もみられない状況が続いている。



(金融市場)

金融市場の出来事としては、昨年12月に米FOMCで量的緩和策の縮小(テーパリング)が決定され、今年1月・2月に月間の資産買入額を100億ドルずつ(計200億ドル)を減額している(3月のFOMCでは、4月以降さらに100億ドルの縮小することが決定)。しかし、新興国・地域の金融市場では、昨年5月のような株安・通貨安という現象は見られてない(図表5・6)。むしろ、年明け以降、株や通貨が持ち直している国・地域も多い。通貨に関しては、急落が進んだインドやインドネシアで利上げなどの通貨安防衛策を積極的に講じてきたという要因も考えられるが、市場が昨年時点でテーパリングという材料の大部分を消化した側面も強いと見られる。



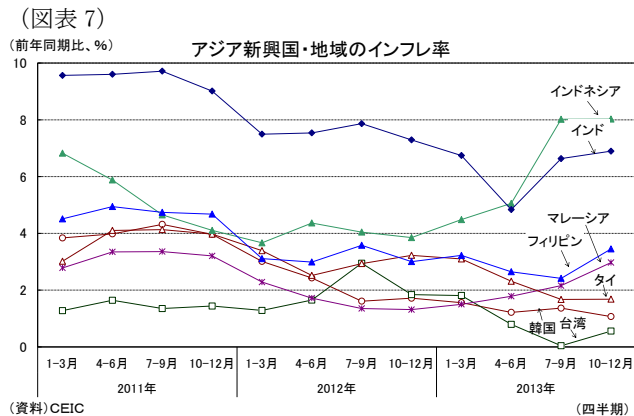
経常赤字国(インド・インドネシア)では依然として通貨安圧力は強く、海外にはウクライナな

どの地政学リスクもある。タイなどは自国に政情不安を抱えており株安圧力が強いと見られるが、米国の量的緩和策の縮小という材料を消化した安心感は大きく、これまでよりは安定した値動きが期待できる状況と言って良いだろう。

(インフレ・金融政策)

インフレ率については、インドネシアとインドで高い状況が続いており（図表 7）、インドでは今年 1 月にインフレ抑制のために 0.25%の追加利上げにも踏み切っている（図表 8）。ただし、インドネシアでは通貨安圧力が解消されていることから、今年に入ってからの利上げは見送っている。

その他の国・地域では低めの推移が続いているが、方向としては上昇傾向にある。とりわけフィリピンでは景気が良い状況が続いていることに加え、昨年の台風被害によって食料価格が上昇したため、インフレ率は目標の中央値近くまで高まっており、金融引き締めも視野に入ってきた。マレーシアでも高めの成長率を維持しており、各種補助金の削減等を実施していることからインフレ率の上昇が目立ってきた。ただし、まだ水準が低いことから、利上げに踏み切った国はインドとインドネシアのみであり、タイではむしろ景気の悪化から 3 月に 0.25%の利下げを実施している。



(図表 8)
アジア新興国・地域の政策金利の状況

	2009年末 (09年対比)	2010年末 (10年対比)	2012年				2013年				2014年 G1 (14年対比)	現在 (14年対比)
			G1	G2	G3	G4	G1	G2	G3	G4		
韓国 (7日物レボ金利)	2.00	2.50 (+0.50)	3.25 (+0.75)									2.50 (▲ 0.75)
台湾 (公定歩合)	1.250	1.625 (+0.375)	1.875 (+0.25)									1.875 (+0.00)
マレーシア (1翌日物銀行間取引金利)	2.00	2.75 (+0.75)	3.00 (+0.25)									3.00 (+0.00)
タイ (翌日物レボ金利)	1.25	2.00 (+0.75)	3.25 (+1.25)	↓				↓				2.00 (▲ 1.25)
インドネシア (1翌日物銀行間取引金利)	6.50	6.50 (+0.00)	6.00 (▲ 0.50)	↓				↑	↑	↑	↑	7.50 (+1.50)
フィリピン (1翌日物銀行間取引金利)	6.00	6.00 (+0.00)	6.50 (+0.50)	↑	↑	↑						6.50 (▲ 1.00)
インド (翌日物レボ金利)	4.75	6.25 (+1.50)	8.50 (+2.25)	↑	↑			↑	↑	↑	↑	8.00 (▲ 0.50)
中国 (1年物基準貸出金利)	6.31	6.51 (+0.20)	6.55 (+0.04)	↓	↓							6.00 (▲ 0.55)

(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：輸出の牽引力は弱く、国内の課題も残る

先行きについて考えると、先進国の成長率改善を背景に、輸出は緩やかに改善していくだろう。ただし、まだ、その牽引力は弱く（図表 9）、また今後も、主要な貿易相手国である中国がソフトランディングを目指していることから、かつてほどの牽引力は期待できないだろう。

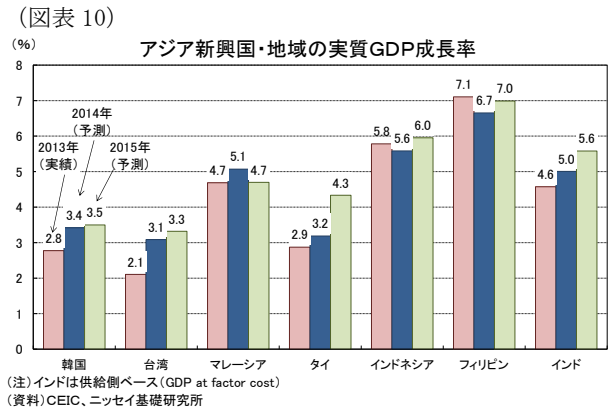
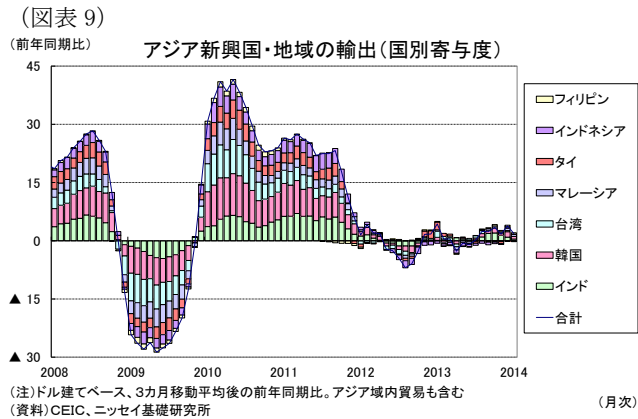
また、それぞれが国内で抱える問題についても、ほとんど改善が進んでいない。経常赤字国のインドやインドネシアでは、金融引き締めや輸入抑制策などによって通貨安や貿易赤字が改善してきたものの、これらは一時的な政策であり、資本流入を促進させる規制緩和など抜本的な改革には踏み込めていない。タイではタクシン派と反タクシン派による対立が長期化しており、収束が見えない状況が続いている。台湾でも与野党の対立は続いており政策実行力が低下している。

韓国やマレーシア、フィリピンはこれらの国・地域と比べれば政治が安定していると思われるが、これらの国・地域でも高成長を長期的に維持するための経済政策や規制改革が必要とされていることに変わりはない。その意味では、韓国で公表された「経済革新 3 カ年計画」の進捗や、マレーシアで進める消費税導入を含む財政改革の成果は注目と言える。

このようにアジア新興国・地域では、外需の牽引力が弱く、国内にも改善すべき課題が残っている国・地域が多い。したがって、短期間での成長率改善は見込みにくい（図表 10・11）。こうした状況のなかでは、むしろ政治の動向や政策実行力が注目されると言えるだろう。

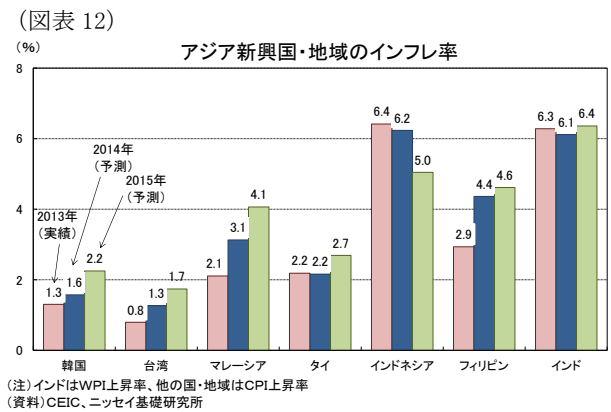
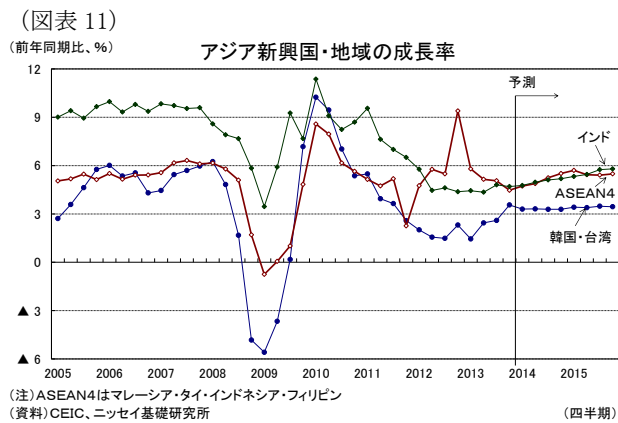
特に、今年にはインドネシア、インド、タイで、総選挙や大統領選挙を控えている。タイの選挙は

政情不安と直結するイベントであり、インドネシア、インドでも指導者が変わる選挙であることから、今年の選挙はとりわけ注目度が高い。インドネシアやインドでは、新指導者が規制緩和にどれだけ踏み込めるのかがひとつの焦点となるだろう。



インフレ率については、これまで高インフレに見舞われていたインドやインドネシアでは、通貨が安定し、輸入インフレの懸念が縮小してきたことで、インフレ圧力は弱まると見ている(図表 12)。すでにインドでは2月の卸売物価指数(WPI)が前年同期比+4.7%まで低下しており、インドネシアでも今年半ばには燃料補助金の削減による上昇要因が剥落する。

一方、その他の国・地域では、上昇圧力が強まるだろう。韓国や台湾での電気料金引き上げやマレーシアでの補助金削減などコストプッシュ型のインフレ圧力が生じるためである。ただし、成長率の改善が緩慢であることから、上昇幅は限定的であり、フィリピンを除いてしばらくは金融引き締めが必要な状況には至らないだろう。



リスク要因としては、経常赤字国では依然として通貨安リスクを抱えていることが挙げられる²。アジア通貨危機のような危機には発展しないが、通貨の下落により輸入インフレが促進されれば、実体経済への下押し圧力が強まる可能性がある。また、政策実行力の欠如が露呈し、海外投資家を魅き付けられなければ、直接投資など長期の資金流入が細る可能性がある。これは短期的な成長率には影響を及ぼさないが、長期的な潜在成長率の低下をもたらす要因になるため、注意が必要だろう。

以上、アジア全体について概観したが、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 2014年2月28日公表のWeeklyエコノミスト・レター『[『新興国・地域からの資金引き揚げ』と警戒すべきリスク](#)』を参照。

2. 各国・地域経済の見通し

2-1. 韓国

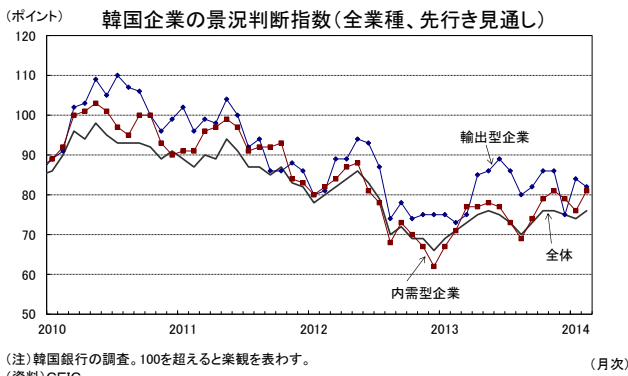
韓国経済は、2013年10-12月期の成長率が前年同期比+3.9%（前期：同+3.3%）となり、4%近くまで改善した。通貨についてもウォン高の懸念がやや後退し、輸出主導による経済回復が見られる。企業景況感も良好に推移しているため、こうした改善傾向は今後も続くと思われる（図表13）。

ただし、投資については伸び悩む可能性も高い。現在の韓国経済の高成長は投資の加速によってもたらされている部分も大きい。これは半導体市場の回復を見込んだ一部の大企業による積極的な投資意欲を反映したものと見られる。しかし、実際の生産動向を見ると、中小企業はやや活発化しているものの、大企業は弱い状況が続いている（図表14）。在庫の積み上がりも懸念されることから、設備投資は今後減速するだろう。輸出が回復すれば、生産も持ち直すと見られるが、これまでの投資ペースを維持することは難しいと考えている。中小企業の生産改善は好材料だが、全体として見れば投資は伸び悩むと見ている。

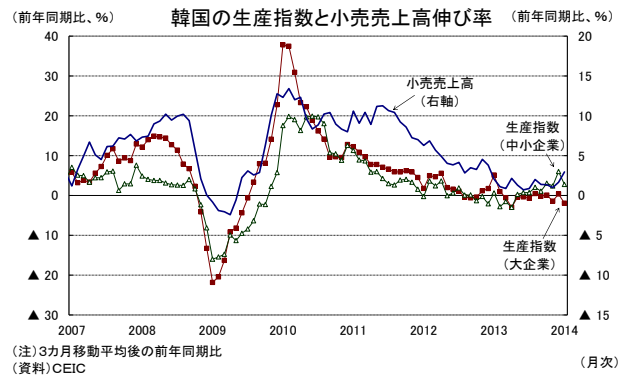
政治面では、内需活性化策として朴大統領が2014年に入り「経済革新3カ年計画」を発表した³。また、自由貿易協定（FTA）や環太平洋戦略的経済連携協定（TPP）なども積極的に推進しており、朴政権の政策実行力を見る上では重要となるだろう。ただし、短期的に成長率を改善させる政策ではなく、韓国の成長率は2014年で3.4%、2015年で3.5%と予想する（図表15）。

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（2014年は3.0±0.5%）を割っている。今後、輸出や成長率の改善に伴い物価にも上昇圧力が生じると見られるが、そのペースはゆっくりであり、2014年で1.6%、2015年で2.2%と予想する（図表16）。そのため、金融政策についても当面は政策金利を据え置くと考えている。

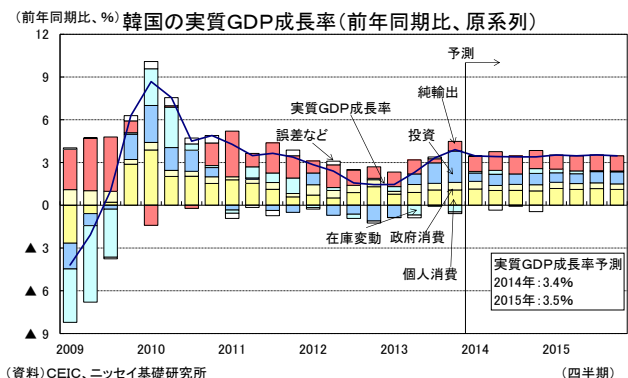
（図表13）



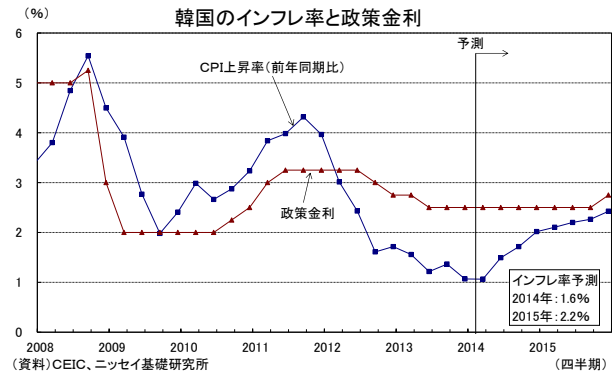
（図表14）



（図表15）



（図表16）



³ 内需活性化策のため、2017年までにベンチャー企業の育成に約4兆ウォン（約3800億円）を投じることが柱。その他には、研究開発投資のGDP比を5%に引き上げること、医療・観光・金融などサービス業を成長と雇用創出のエンジンとして育成することなどを掲げた。また、公営企業改革を実施する意向を示している。

2-2. 台湾

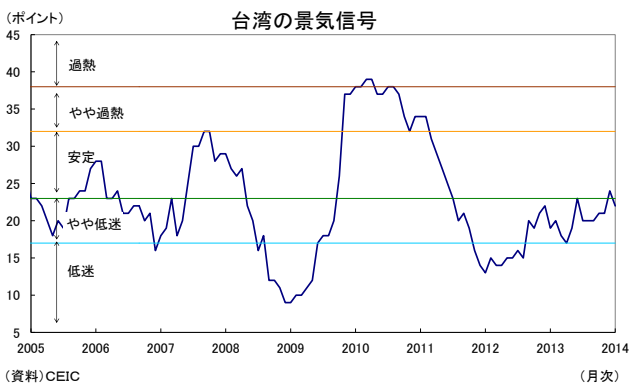
台湾の成長率は改善しつつあるが、そのペースは一進一退である。10-12月期の成長率は前年同期比で+2.9%と好調だったが、経済全体の動向を示す景気信号は「やや低迷」から脱却しきれていない(図表17)。一進一退が続く主因は、成長の牽引役である輸出の伸びが鈍いことと言える。実際、内需は自動車など耐久財消費や観光産業などが堅調で、商業販売統計を見ても低迷からの改善が鮮明になっているが、台湾経済の原動力である輸出は伸びていない(図表18)。結果として生産指数も弱い状況が続く、安定した成長軌道を描けずにいる。

一方、政治に関しては、外交面で大きな進展があった。2月に中国と分断後初めて中台政策担当者による閣僚級会談を開催、今後も対話が続く見通しとなった。台湾は中国向けの貿易シェアが4割近くに達し、経済面での依存が強い為、中国との関係深化は台湾経済にとっても良い材料と言える。しかし、台湾内では立法院(国会)における与野党の対立激化が目立っており、外交の進展を経済活性化に結びつけられていない現状がある。これは昨年の批准を見込んでいた中国とのサービス貿易協定の批准遅延につながっており、また、自由経済モデル区の第2弾である規制緩和に向けた法案(特別条例案)の成立が遅れるなど他の経済新興策への悪影響も懸念される。外交は進展したものの、台湾ではむしろ政策実行力の低下懸念が大きい状況といえる。

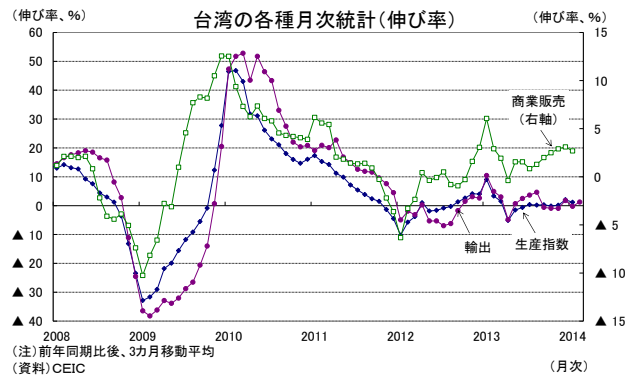
こうした状況を踏まえると、政府の景気振興策には期待できず、経済の安定成長を達成するためには、輸出の本格回復を待つ必要があるが、主要輸出先である中国の成長率がこれまでと比較して低めで推移することから、その牽引力は弱まるだろう。その結果、台湾の成長率は2014年で3.1%にとどまり、2015年に3.3%まで回復すると予想する(図表19)。

インフレ率は、昨年10月に電力料金の引き上げが実施されたが、非常に低い上昇率にとどまっている。今後、成長率が改善するにつれインフレ圧力が増すものの、ペースは緩慢でインフレ率は2014年で1.3%、2015年で1.7%と予想する(図表20)。金融政策に関しても、インフレ率が低めで推移するため、中央銀行は様子見姿勢を続けると見ている。

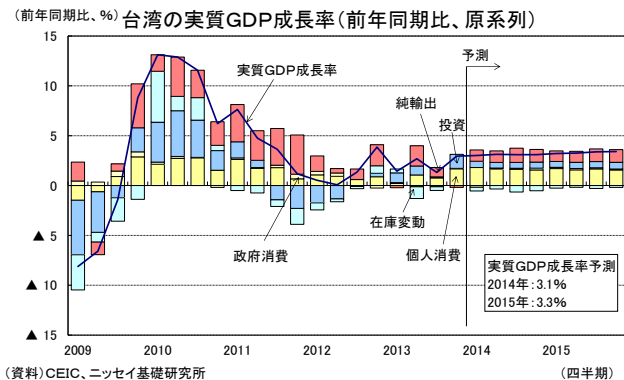
(図表17)



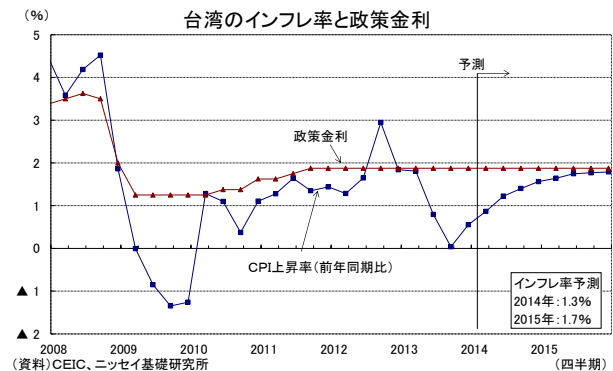
(図表18)



(図表19)



(図表20)



2-3. マレーシア

マレーシアの10-12月期の成長率（前年同期比）は5.1%と、安定成長を維持している。特に民間部門が好調で、個人消費が高水準を維持、主力の製造業の輸出の回復（図表21）で投資は拡大している。ただし、その堅調な内需には減速傾向がみられる。政府は財政健全化に向けて昨年9月から燃料補助金を減額、10月から砂糖補助金の廃止、さらに今年1月からは電気代を平均15%値上げしており、消費者信頼感や企業景況感は急低下している（図表22）。

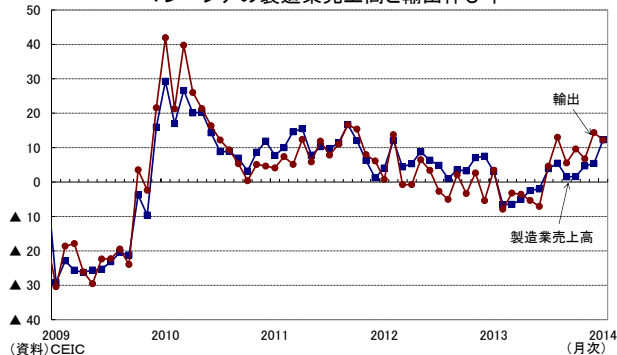
今後もこれら政策的な要因が景気の下押し圧力に働き、内需は減速する可能性が高い。外需は緩やかな世界経済の拡大を背景に改善するとみるが、同国の輸出先は中国・香港向けに偏っており、今後の欧米の景気回復の恩恵を受けにくい構造のため、あまり期待はできない。

また、同国政府は15年4月からは6%の物品・サービス税（GST）⁴を導入する予定であり、今年は駆け込み需要が見込まれる。その結果、2014年の成長率は5.1%とやや高めの成長、2015年は増税後の消費の落ち込みから4.7%と減速を予想する（図表23）。

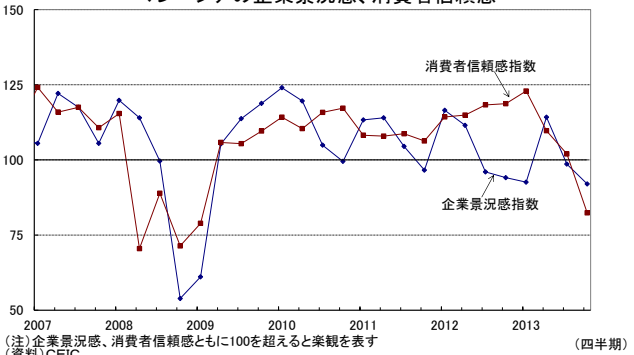
3月8日に消息を絶ったマレーシア機は、未だ捜索中につき事故かテロかの判断もつかない状況が続いている。原因究明が遅れる中では同国への投資、観光産業への影響も出てきかねない。また、捜索については領有権問題を抱える南シナ海で各国が協力して進められている。今回の事件が非常時の連携強化になるのか、領有権問題の火種となるか注意して見る必要がある。

インフレ率は、昨年前半まで2%を下回っていたものの、堅調な内需の拡大と政府の財政健全化計画に伴う物価上昇を受けて、足元では政策金利（3%）を超過するまでに上昇している。さらに今年1月からは電気料金を値上げしていることもあり、インフレ率は2014年で3.1%に上昇、2015年にはGSTの導入により4.1%まで上昇すると予想（図表24）。最近のインフレ率の上昇が政策要因であり、景気への影響も懸念されることから、中央銀行の政策金利の調整は様子見姿勢が続くとみる。

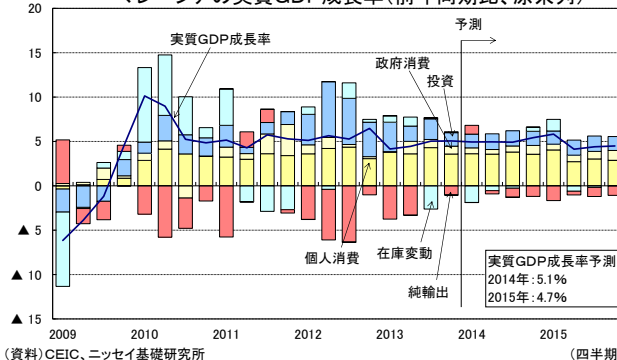
（図表21） マレーシアの製造業売上高と輸出伸び率



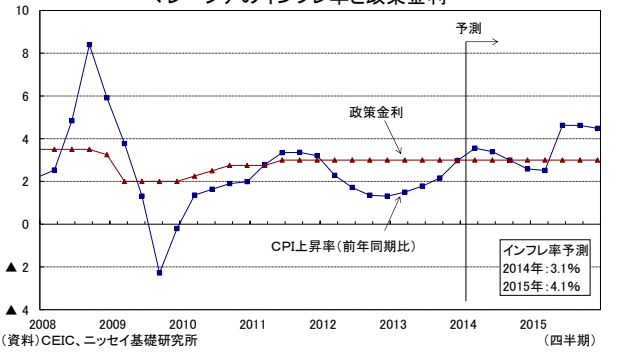
（図表22） マレーシアの企業景況感、消費者信頼感



（図表23） マレーシアの実質GDP成長率（前年同期比、原系列）



（図表24） マレーシアのインフレ率と政策金利



⁴ 日本では消費税に相当する間接税。GST導入と同時に現行の間接税（売上税、サービス税）は廃止される。

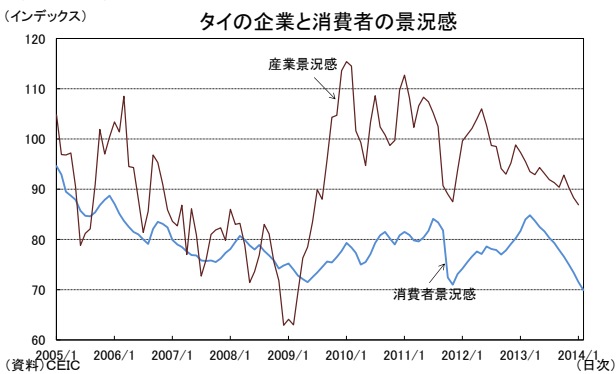
2-4. タイ

タイの10-12月期の成長率（前年同期比）は+0.6%と、自動車の販売不振など個人消費が減速しており、洪水被害からの復興需要や景気刺激策のあった前年から勢いを失っている。また、成長率は前期比で見ても+0.6%と弱く、昨年10月から続く反タクシン派のデモによる政情混乱の影響が個人消費や投資の減速として顕在化している。これは消費者・企業の景況感の低下、訪タイ外国人数の急低下などの経済指標からも分かる（図表25・26）。一方、外需については、年初やや通貨高に振れていた通貨パーツが米国の金融緩和の縮小を受けて通貨安になったこともあり、輸出が年後半からやや持ち直している。

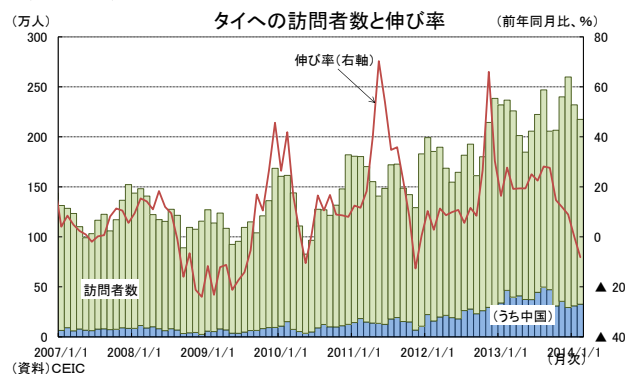
タイの政局は、2月に実施された総選挙後も新政権発足が見通せない異常事態が続いている。やり直し投票は3月に続き4月も予定されているが、未だ候補者がいない選挙区への対応は決まっていない。仮に全ての選挙区で投票を実施したとしても確実とみられる与党勝利の結果を受けて、反タクシン派のデモが収束するとは考えにくい。政情混乱が長期化するほど、新たにタイに進出する企業は尻込みするなど投資の回復は期待できなくなる。また、一部執行がストップしているコメ担保融資は、地方農村部の所得環境を悪化させるため個人消費への影響が懸念される。外需は、先進国の景気回復の遅れや構造改革に取り組む中国の景気減速もあり、成長の押し上げ効果は限定的とみる。こうした状況を踏まえて成長率は、2014年が政情混乱の影響が少なくとも年前半までは続くことからやや低めの3.2%、2015年が4.3%と予想する（図表27）。

インフレ率に関しては、昨年9月以降、コアCPIは上昇傾向がみられるものの、中央銀行の目標値圏内（コアCPI上昇率で0.5-3.0%）で安定している。政情不安による景気減速懸念を背景に中銀が昨年11月と今年3月に実施した利下げは物価上昇圧力として働くが、景気は先行き不透明感が強いいため、インフレ率は2014年が2.2%、2015年が2.7%と予想する。中央銀行は3月の会合で政策金利を引き下げて間もないこともあり、当面は政策金利を据え置くとみる（図表28）。

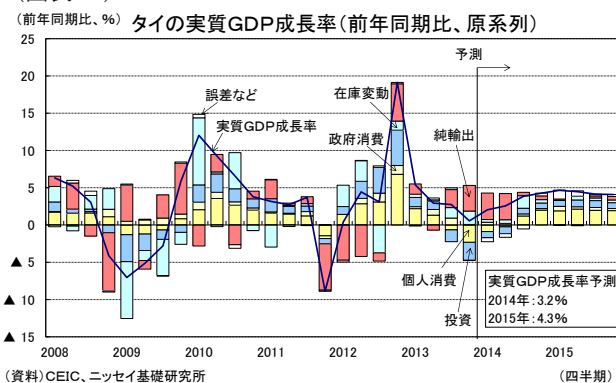
（図表 25）



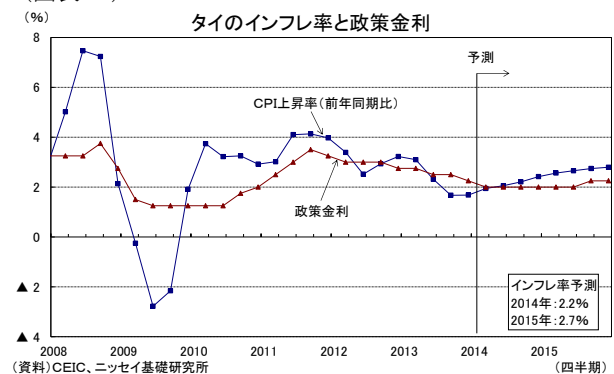
（図表 26）



（図表 27）



（図表 28）



2-5. インドネシア

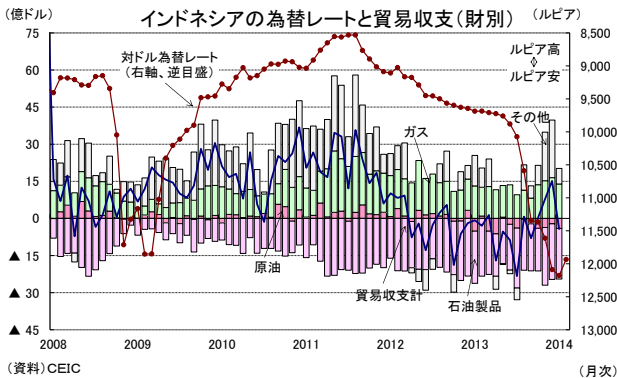
インドネシアでは、最大の不安材料であった通貨のルピア安が2月以降に落ち着きを取り戻している。米国の金融緩和縮小に対する警戒感が薄れたこと、昨年12月の貿易収支の黒字幅が2年ぶりの高水準となったことが背景にある（図表29）。ただし、12月の貿易収支の黒字は今年1月に始まった未加工鉱石の禁輸措置の駆け込み出荷の影響が大きく、1月には再度赤字に転落している。再度通貨安に振れることはなかったものの、貿易収支の先行きには注意が必要である。

昨年は、金融市場が株・債券・為替のトリプル安で大きく揺れ動いたものの、実体経済を見ると景況感が好調（図表30）で実体経済への波及もみられない。ただし、先行きは、高水準のインフレ率が個人消費を縮小させるほか、インフレ対策で中銀の実施した利上げが企業の投資意欲を減退させるなど内需の縮小は避けられない。外需は内需縮小を背景に輸入が縮小し、米国主導の緩やかな世界経済の拡大を受けて輸出が拡大するため、改善していくとみている。

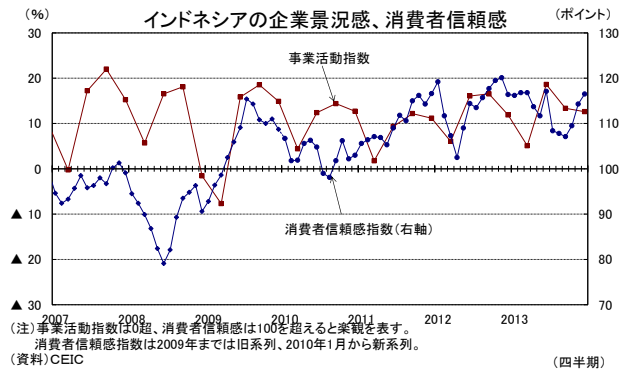
また、今年には5年に1度の選挙の年である。4月に総選挙、7月に大統領選⁵が予定される。選挙前までは政策の先行き不透明感で投資を渋る企業も出てくるだろうが、大統領が選出され、その後の経済対策の全容が明らかになると民間投資は勢いを増すとみる。その結果、成長率は2014年は5.6%に減速するが、2015年は6.0%まで回復と予想する（図表31）。

インフレ率は、昨年6月の燃料補助金の削減のほか、ルピア安に伴う電化製品などの値上がりを背景に、中央銀行の目標（2014年：4.5%±1.0%）を大きく上回る8%前後の水準で推移している。中銀も政策金利を昨年6月の5.75%から11月には7.50%まで大幅に引き上げ、物価抑制姿勢を示している。今後も、米国の金融緩和縮小が継続することから通貨安圧力と輸入インフレ懸念は燻ぶるが、今年6月には燃料補助金削減の影響が一巡してインフレ率は大きく下がるだろう。その結果、インフレ率は2014年に6.2%、2015年には5.0%まで低下すると予想する（図表32）。中銀は、6月以降のインフレ率の低下を確認しながら政策金利を引き下げ方向に調整するものとみる。

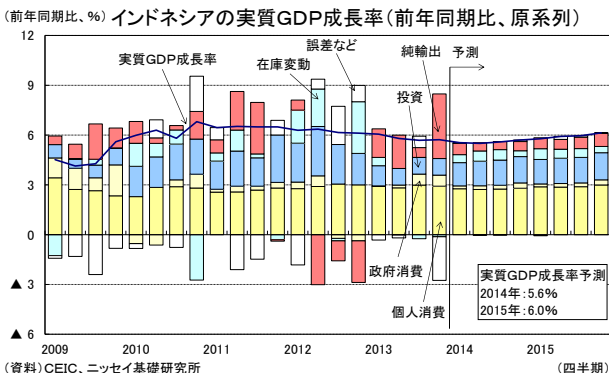
（図表29）



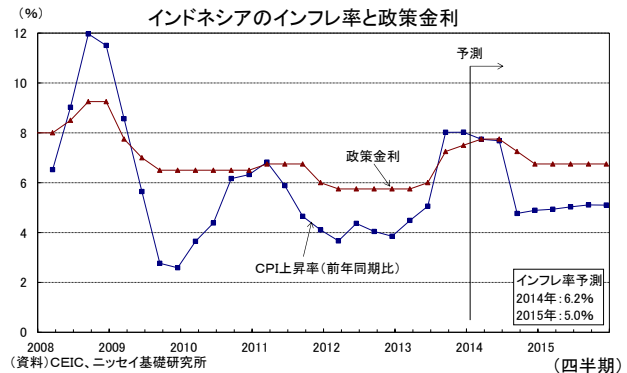
（図表30）



（図表31）



（図表32）



⁵ 決選投票がある場合には9月見込み。

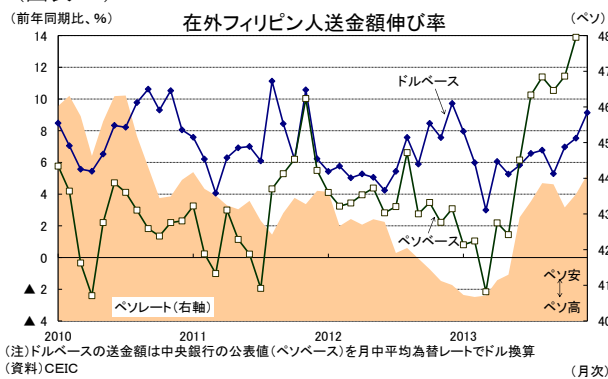
2-6. フィリピン

フィリピンの10-12月期の成長率は前年同期比+6.5%と昨年11月の大型台風30号の影響を受けてやや減速したが、水準でみればASEAN諸国では依然として高成長を続けている。大型台風による景気減速を乗り越えられた背景として、台風被害を受けて海外出稼ぎ労働者からの送金の増加（図表33）が個人消費を下支えしたこと、投資認可額が盛り返しをみせていること（図表34）、日本向けの輸出の好調さなどがあげられる。

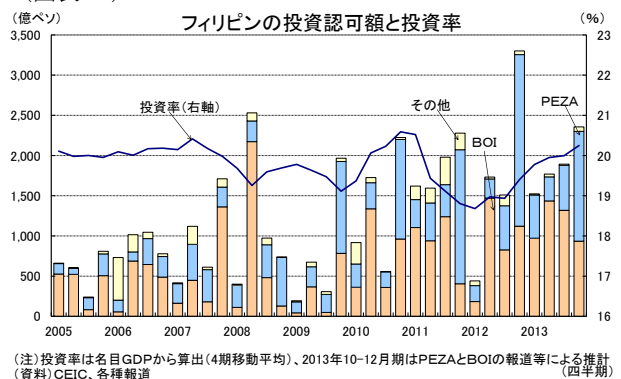
今後については、米国の金融緩和縮小の継続による通貨ペソ安を背景に海外出稼ぎ労働者からの送金は高水準で続くともみており、個人消費は当面好調を維持するだろう。投資については不動産開発の需要が大きく、これまで拡大基調を続けてきたことが目立っていたが、中央銀行は不良債権の増大や不動産バブルへの懸念から監視体制を強化し始めている。商業不動産向け融資の基準を厳格化する金融機関も増えており、投資は伸び悩む可能性が高い。外需は、好調な日本向け輸出が4月の消費増税の影響を受けて減速するが、米国主導の緩やかな世界経済の拡大を背景に増勢は維持するとみる。また、大型台風被害によるインフレ圧力やこれによる消費の減速が今年前半まで残るものの、後半からは復興需要で景気が押し上げられ、成長率は2014年で6.7%、2015年で7.0%を予想する（図表35）。

インフレ率は、台風被害の影響による食料価格の上昇も影響して、足元では3年ぶりに4%台まで上昇している。中央銀行の目標圏内（2011-14年は4.0±1.0%）ではあるものの、中央銀行は警戒感を強めている。今後は良好な国内景気の拡大、また2月からのマニラ市のトラック通行規制による運送コストの増加を受けて、インフレ率は2014年で4.4%に上昇、2015年で4.6%と予想する（図表36）。現在、政策金利（リバースレポ金利）⁶が過去最低の3.5%とインフレ率との乖離が拡大していることから、中央銀行は年内には利上げに踏み切ると予想する。

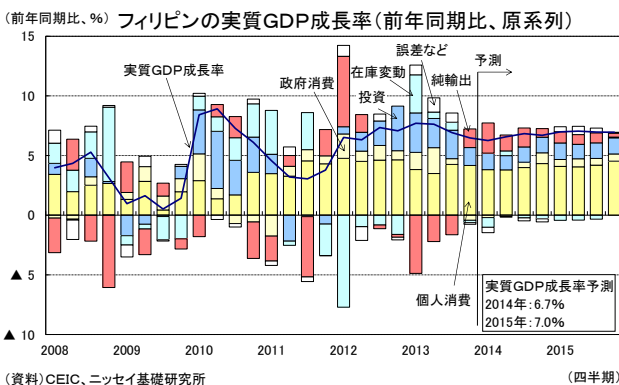
（図表33）



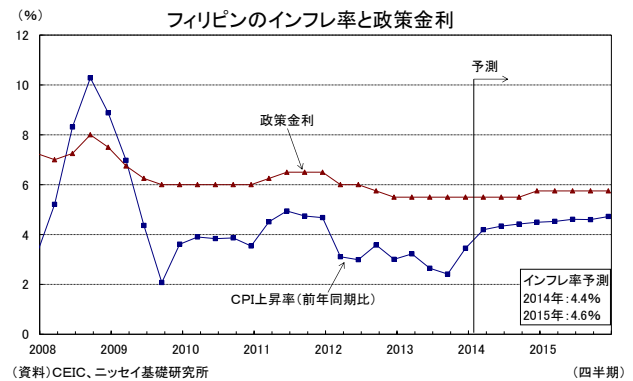
（図表34）



（図表35）



（図表36）



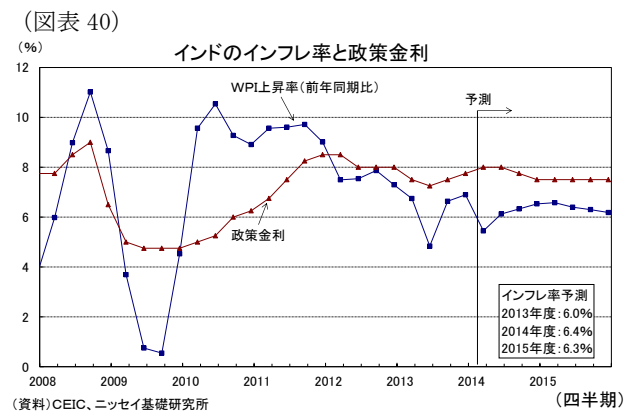
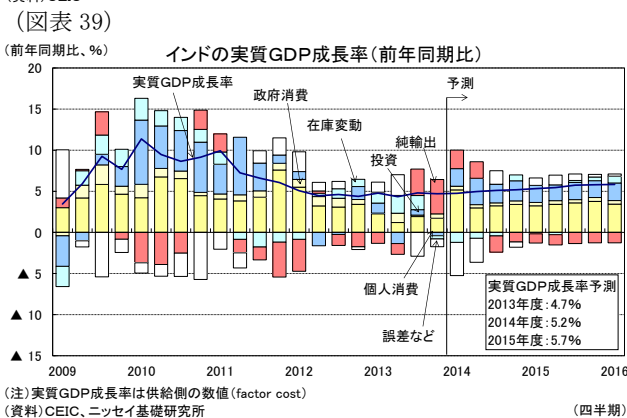
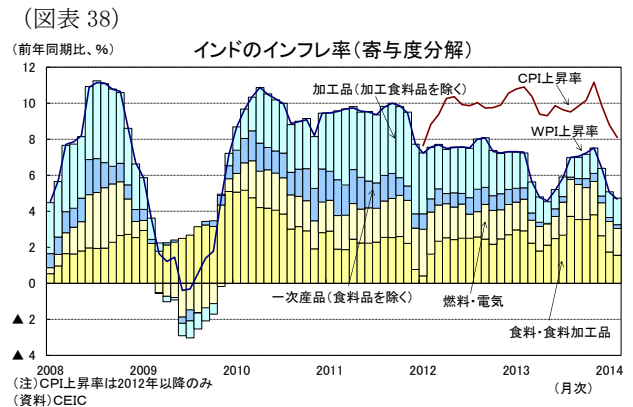
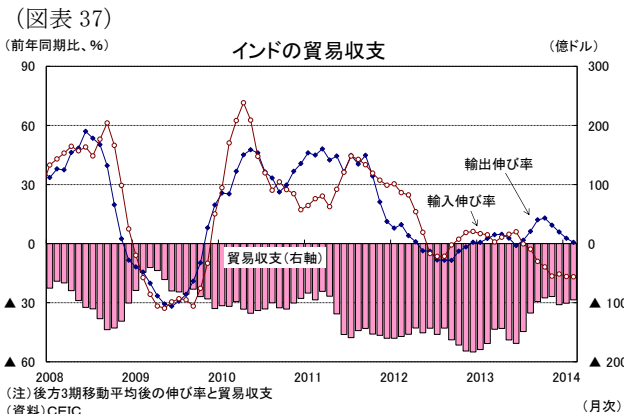
⁶ フィリピンの政策金利はレポ金利とリバースレポ金利がある。レポ金利は短期市場金利の実質的な上限、リバースレポ金利は実質的な下限を定めている。図表36に示した政策金利はレポ金利であり、本文中で言及しているリバースレポ金利の水準よりも高い。

2-7. インド

インドでは、高いインフレ率が成長を阻害する状況が続いており、10-12月期の成長率は前年同期比+4.7%（供給側⁷）と7四半期連続の5%割れとなった。伸び率は横ばいで推移しているが、ここ2四半期は金の輸入関税を強化し、貿易赤字が縮小したことで成長率が押し上げられたという面が大きい（図表37）。経済活動の実態は見た目以上に弱いと言えるだろう。また、今年後半には輸入減による成長率押し上げ効果も剥落するため⁸、先行きの改善期待も乏しい。

こうした状況下で、金融政策については、昨年9月に中央銀行の総裁に就任したラジャン氏が辣腕を振るっており、インフレ対策、通貨安防衛、金融政策の枠組み見直しなど積極的に実施している。しかし、実体経済の影響で言えば、短期で好影響をもたらすものではなく、むしろインフレ対策としての利上げを実施していることから投資を抑制する方向に働くだろう。一方で、政府の経済政策や規制緩和に対する期待も持てない。総選挙を経て、指導者が変わることで政策運営が変わる可能性はあるが、現時点の有力政党であるインド人民党（BJP）でも単独過半数の議席獲得が難しいこと、州政府の裁量が強いことなどを勘案すると、劇的な改善はないだろう。

したがって、成長率の改善はインフレ率が沈静化するまでは期待できない。幸い通貨安定や利上げの効果もあり、インフレ率は足もとで急低下している（図表38）。そのため、今後は家計の購買力が回復し、成長率も緩やかに上昇していくだろう。ただし、インフラ整備など物価高をもたらす供給制約の解消も進んでいないことから、インフレ率の一層の低下は難しい。その結果、成長率は2013年度で4.7%、2014年度で5.2%、2015年度で5.7%、インフレ率は2013年度には6.0%まで低下するが、2014年度で6.4%、2015年度で6.3%と高めで推移すると予想する（図表39・40）。



⁷ GDP at factor cost として公表されている数値。

⁸ 輸入はGDPの控除項目であり、輸入の減速は成長率を押し上げる要因になる。前年同期比で見ると、金の輸入規制（関税強化等）が開始されて1年間は伸び率が低迷するが、1年を過ぎると前年同期のペースが低下しているため、さらなる減速は見込みにくくなる。

（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。