

Weekly
エコノミスト・
レター

【アジア・新興国】

東南アジア・インドの経済見通し

～17年は輸出・投資の復調で成長率は若干上昇

経済研究部 研究員 斉藤 誠

(03)3512-1780 msaitou@nli-research.co.jp

1. 東南アジア 5 カ国およびインド経済は、内需主導の緩やかな成長が続いている。16年に入って資源価格が底打ちし、中国経済も底堅い推移を続けるなか、10-12月期には輸出が回復し、冷え込んだ民間投資にも持ち直しの動きが出てきている。一方で民間消費はインフレ率の上昇を受けて若干鈍化するなど需要構造には変化が見られる。
2. 17年の消費者物価上昇率は資源高と通貨安に伴う輸入インフレを主因に上昇基調が続くだろう。もっとも経済は緩やかな成長に止まるほか、資源価格の上値が重たいことから年後半には物価の上昇ペースが落ち着いたものとなると考えられる。
3. 先行きの金融政策は、物価の上昇傾向が続くとともに、米国の利上げペースの加速や欧州の政治情勢の混乱など新興国からの資本流出のリスクも燻り続けることから各国中央銀行は当面政策金利を据え置くだらう。
4. 経済の先行きは、引き続き内需主導の緩やかな成長を予想する。緩やかな物価上昇によって実質所得が目減りすることから民間消費の伸びは若干鈍化するだろうが、輸出の増加傾向や資源価格の上昇などを追い風に企業業績が改善するなかで民間投資も持ち直していくだろう。公共部門は景気に配慮した財政運営を続けるものの、金融政策は中立化されることから政策面での景気の押上げは期待しにくくなるだろう。

ASEAN5カ国とインドの経済見通し

実質GDP 成長率	2016年					2017年					2018年					インフレ率							
	(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)	(予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)	(予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)
マレーシア	4.2	4.4	4.4	4.5	4.6	4.5	4.6	4.6	4.7	4.8	4.7	マレーシア	2.1	3.0	2.9	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.8	2.7	2.8
タイ	3.2	3.5	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3	3.5	3.5	3.5	3.4	タイ	0.2	1.5	1.7	1.6	1.8	1.6	1.9	2.0	2.2	2.4	2.1
インドネシア	5.0	5.2	5.2	5.2	5.3	5.2	5.3	5.3	5.4	5.4	5.4	インドネシア	3.5	3.6	4.3	4.4	4.4	4.2	4.4	4.5	4.6	4.8	4.6
フィリピン	6.8	6.4	6.4	6.5	6.7	6.5	6.7	6.7	6.5	6.4	6.6	フィリピン	1.8	3.3	3.5	3.4	3.2	3.3	3.3	3.4	3.6	3.7	3.5
ベトナム	6.2	5.7	5.9	6.2	6.5	6.5	5.5	5.8	6.2	6.4	6.4	ベトナム	2.9	3.0	3.0	3.0	3.3	4.6	3.3	3.3	3.3	3.5	4.5
インド <下段:年度ベース>	7.5 <7.0>	6.7	7.6	7.4	7.5	7.3 <7.6>	7.8	7.5	7.4	7.4	7.5 <7.4>	インド <下段:年度ベース>	4.9 <4.4>	3.2	3.6	3.9	4.5	3.8 <4.2>	4.6	4.8	5.0	5.2	4.9 <5.0>

(注) 2017年、2018年の内訳は前年同期比。インフレ率はCPI上昇率。

(資料) CEIC、ニッセイ基礎研究所

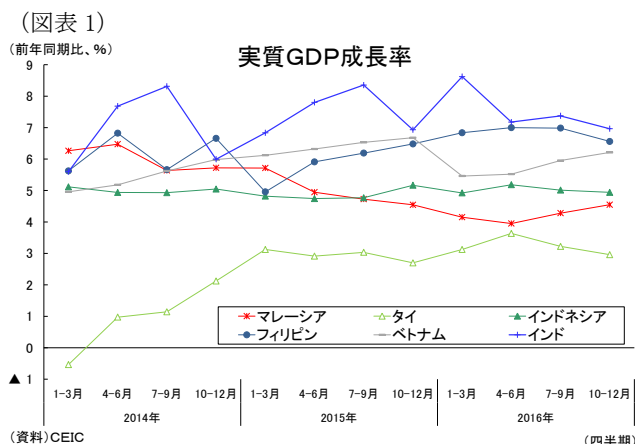
1. 東南アジア・インド経済の概況と見通し

(経済概況：堅調な消費を支えに緩やかな成長が持続)

東南アジア 5 カ国およびインド経済は、堅調な消費を支えに緩やかな成長が続いている。

ここ数年は低調な世界貿易と資源価格の低迷を背景に輸出と設備投資の回復が遅れる一方、低インフレの継続と安定した雇用・所得環境による家計の実質所得の増加を受けて民間消費が堅調に推移したほか、インフラ整備や低所得者対策など景気に配慮した財政政策と緩和的な金融政策が経済を下支えてきた。

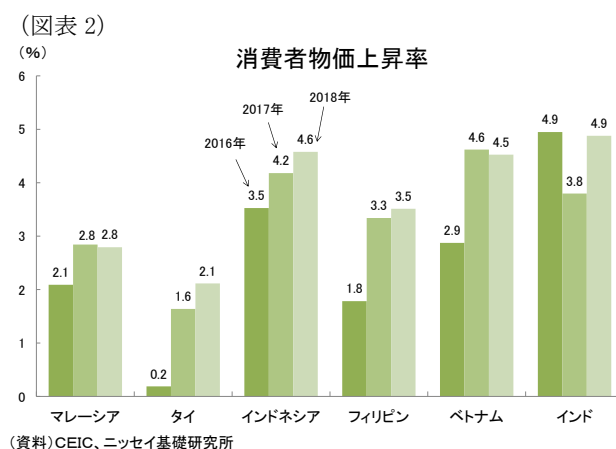
しかし、16 年に入って資源価格が底打ちし、中国経済も底堅い推移を続けるなか、10-12 月期には東南アジア・インド諸国で輸出の回復が強まり、冷え込んだ民間投資にも持ち直しの動きが出てきている。一方で民間消費は農業生産の改善による農業所得の増加を追い風に底堅さを維持しつつも、インフレ率の上昇を受けて若干鈍化している。各国の成長率の水準に大きな動きはないものの、需要構造には変化が見られる (図表 1)。



(物価：資源高と通貨安を背景に上昇基調が続く)

消費者物価上昇率 (以下、インフレ率) は依然として低水準にあるものの、エネルギー価格を中心に上昇圧力が強まっている。

エネルギー価格は 14 年に資源価格が急落してから物価を大きく押し下げてきたが、16 年に入って原油価格が上昇に転じてガソリン価格や電気・ガス料金などが値上げされるようになり、足元では物価を押し上げるようになってる。なお、先行きの原油価格 (WTI 先物) については、当研究所は 16 年末の 53 ドルから 17 年末が 57



ドル、18 年末が 60 ドルと予測しており、OPEC が減産に動く一方で米シェールオイルが増産するなど需給の改善が進まず、上値は重くなると見込んでいる。従って、各国のエネルギー価格の物価上昇圧力は当面強い状況が続くものの、徐々に落ち着いていくと予想する。

また為替は今後も通貨安が進み、輸入インフレが物価上昇要因となると予想している。16 年は資源価格の反転上昇によって新興国へのマネーの流入が続いたことから、アジア新興国通貨は総じて堅調に推移してきたが、昨年 11 月の米大統領選をきっかけに米国の保護主義的な通商政策や拡張的な財政政策などトランプ・シフトに反応してドル高・新興国通貨安が進むなど、国際金融市場は不安定化しやすい状況にある。当研究所では、米国の利上げペースは 17 年が 2 回、18 年が 3 回となり、過去 2 年間の 1 回と比べて利上げペースは早まると予想している。これに伴いドル需要が高まり、アジア新興国通貨は緩やかに下落するだろう。

従って、17 年の消費者物価上昇率は資源高と通貨安に伴う輸入インフレを主因に上昇基調が続くだろう。もっとも経済は緩やかな成長に止まるほか、原油価格の上値が重たいことから年後半には

物価の上昇ペースが落ち着いたものとなると考えられる。その後は、輸出の増加傾向と資源価格の上昇を受けた企業業績の回復が徐々に賃金上昇と雇用環境へと反映されるなか、18年のインフレ率は17年に対して小幅に上昇すると予想する（図表2）。

（金融政策：緩和的から中立へ）

東南アジア5カ国およびインドの金融政策は、低インフレ環境が続いたことや米国の利上げ観測が後退したことから、15～16年にかけては金融緩和に踏み切る傾向が見られた（図表3）。直近では10月にインドネシアとインドがそれぞれ追加的な利下げに踏み切っている。しかし、1-3月期はインフレ率が下げ止まり、米国の追加利上げ観測が高まるなか、自国の金融緩和が資本流出と通貨下落を引き起すリスクを警戒して、インドネシアとインドでも政策金利は据え置かれるようになった。各国中銀の政策スタンスは緩和から中立に変化してきている。

先行きについては、上述のとおり物価の上昇傾向が続くとともに、米国の利上げペースの加速や欧州の政治情勢の混乱など新興国からの資本流出のリスクは熾り続けることから各国中央銀行は当面政策金利を据え置くだらう。もっとも国内経済は緩やかな成長に止まり、インフレ率の上昇も警戒レベルには達しないことから、緊縮的な金融政策には転じないだらう。なお、フィリピンは力強い内需を受けてコアインフレ率も上昇傾向にあることから17年後半には政策金利を小幅に引き上げる調整を行うと予想する。

（経済見通し：輸出・投資の復調で成長率は若干上昇）

東南アジア5カ国およびインド経済の先行きは、引き続き内需主導の緩やかな成長を予想する。10-12月期はタイは国王死去による自粛ムードの広がり、フィリピンは選挙特需の剥落、インドは高額紙幣の廃止など各国固有の要因から景気減速する国が多かったが、こうした景気の下押し要因は17年に入って和らぐなか、成長率は若干上向くだらう（図表4）。

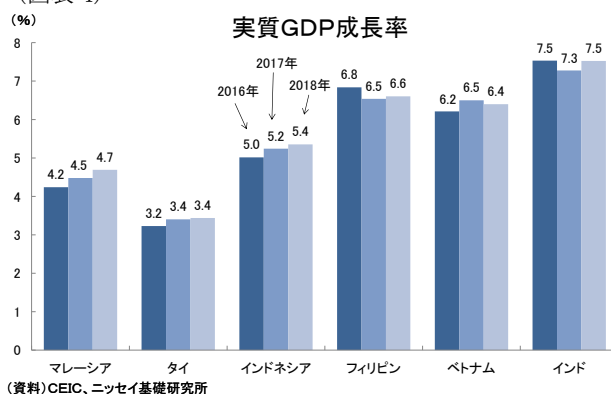
海外経済は米国を中心とする主要先進国の緩やかな成長と資源価格の上昇による資源国経済の持ち直しにより、世界経済は緩やかに成長すると見込まれるが、足元で底堅さを見せる中国経済が減速するなか、10-12月期にアジア新興国で目立った実質輸出の回復は短期的な動きに止まるだらう。もっとも中国からの生産拠点の移転や通貨安による価格競争力の向上、外国人観光客の増加は引き続き輸出をサポートするものと見込まれ、年間を通じて輸出の増加傾向は続くと予想する。一方、輸入は国内需要が底堅く推移して現行水準の拡大基調を維持するだらう。結果、17年の純輸出の成長率寄与度は16年に比べて若干改善すると予想する。

（図表3）

	2015年末 (14年対比)	2016年				2016年末 (15年対比)	2017年 Q1	現在 (16年対比)
		Q1	Q2	Q3	Q4			
マレーシア (翌日物政策金利)	3.25 (-)			↓		3.00 (▲0.25)		3.00 (-)
タイ (翌日物レボ金利)	1.50 (▲0.50)					1.50 (-)		1.50 (-)
インドネシア (7日物リバース・レボ金利)	7.50 (▲0.25)	↓↓↓	↓	↓	↓	4.75 (▲1.50)		4.75 (-)
フィリピン (翌日物借入金利)	4.00 (-)					3.00 (-)		3.00 (-)
ベトナム (再割引金利)	6.50 (-)					6.50 (-)		6.50 (-)
インド (翌日物レボ金利)	6.75 (▲1.00)		↓		↓	6.25 (▲0.50)		6.25 (-)

(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。フィリピンは16年6月、インドネシアは16年8月に政策金利指標を変更。
(資料) CEIC

（図表4）



内需は引き続き底堅い成長が見込まれる。民間消費は、今後も継続的な賃金上昇と良好な雇用環境を背景に中間所得層が増加することから底堅く推移するが、物価上昇で実質所得が目減りすることから民間消費の伸びは16年と比べて若干鈍化するだろう。また民間投資は、先行き不透明感が払拭されないことから当面低調に推移するものの、輸出の増加傾向や資源価格の上昇などを追い風に企業業績が改善するなかで持ち直していくだろう。公共部門はインフラ整備の進展や消費刺激策といった景気に配慮した財政運営を続けるものの、緩和的な金融政策が中立化されることから政策面での景気押し上げ効果は期待しにくくなるだろう。

先行きの下方リスクについては、国内要因よりも海外要因に注意する必要があるだろう。まずは米国において保護貿易主義的な動きが強まっていることが挙げられる。トランプ大統領は即座にTPPから離脱した上、今後も国境調整税の導入や輸入関税の引上げ、為替操作国認定など保護貿易主義的な政策が進められる可能性は高い。このことは外国資本のアジア新興国への進出の動きが遅れたり、世界的な貿易取引の収縮にも繋がる。特に輸出は直接的な米国向けに止まらず、アジア域内の生産ネットワークで最終組立を行う中国を経由した間接的な米国向け輸出も落ち込むと考えられる。GDPに占める輸出と投資の割合が大きいアジア新興国にとって負の影響は大きいだろう。

また米国の利上げペースの加速や中国経済の不安定化、欧州の政治リスクの高まりなどによって国際金融市場のリスクオフの動きが強まることも、これまで以上に注意する必要があるだろう。

2. 各国経済の見通し

2-1. マレーシア

マレーシア経済はここ数年、コモディティ価格の下落やリンギ安、物品・サービス税（GST）の導入による物価上昇に苦しむ減速局面が続いたが、足元は回復に向かっている。実質 GDP 成長率は 16 年 4-6 月期が前年同期比 4.0% 増と、2009 年以來の最低水準まで落ち込んだ後、本格回復には至らないものの、10-12 月期の成長率は同 4.5% 増まで上昇している。景気の牽引役は民間部門だ。民間消費（10-12 月期：同 6.2% 増）と、低インフレ環境や低所得者向けの現金

給付策（BR1M）の支給額引上げ、3 年半ぶりの法定最低賃金の引上げ¹、また民間投資（同 4.9% 増）はインフラ開発計画や製造業とサービス業の設備投資の拡大、7 月の中央銀行の利下げなどが押上げ要因となったと見られる。一方、公共部門は緊縮的な財政運営を続けており、政府消費と公共投資は総じて成長率全体を下回る伸びが続いている。

17 年は、景気の回復力が限定的で緩やかな成長が続くと予想する。民間消費は BR1M の支給額の引上げや最低賃金の引上げなど政策要因によって堅調な伸びを維持し、引き続き成長ドライバーとなるだろう。また 16 年に資源価格が上昇に転じたことは、資源輸出国であるマレーシア経済にはプラスに働くだろう。コモディティ価格の上昇は、インフレ率の上昇を通じて民間消費の重石となるものの、資源関連産業の企業収益の改善を通じて設備投資の拡大や雇用・所得環境の改善に繋がるほか、政府の資源関連収入の増加を通じて財政余力が生まれるためだ。さらにコモディティ価格の上昇は景気回復や経常収支の改善を通じて通貨の安定化にも寄与することも好材料と言える。

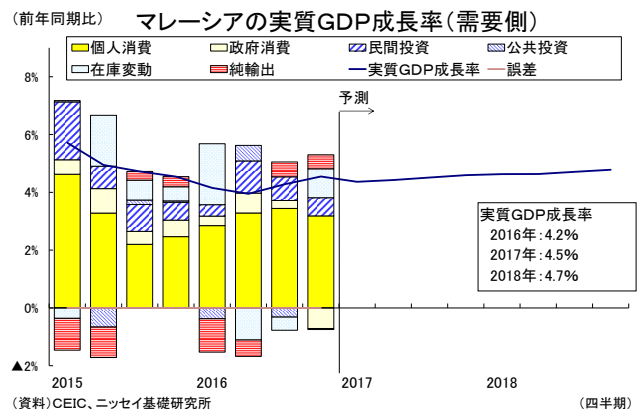
もっとも、こうしたコモディティ価格上昇による経済へのプラス効果が顕在化するまでには時間がかかる。2017 年も本格的な景気回復には至らないだろう。実際、景気の先行き不透明感を反映して、消費者と企業のマインドは冷え込んだままとなっており、住宅や自動車など高額商品の購入意欲は依然として弱い。また足元の輸出を押し上げた電気・電子製品も半導体の不需要期に入るなかで一段と上昇するとは見込みにくい。また政府部門も 2017 年度政府予算案では歳出総額が 16 年度補正予算対比 3.4% 増に止まり、政府消費と公共投資が伸び悩む状況は続きそうだ。

2018 年に控える総選挙は、17 年度予算における低所得者対策の拡充や野党共闘の足並みの乱れなどを背景に 17 年以内に前倒しで実施する可能性が高まっている。総選挙実施となれば関連支出の拡大が見込まれ、一定程度は 17 年もしくは 18 年の景気の支えとなるだろう。

金融政策は、中央銀行が 7 月に政策金利を 0.25% 引き下げて以降、据え置いている。先行きは物価上昇が限定的に止まることから金融政策を据え置くものと見込むが、米国の利上げペースの加速が国際金融市場を揺さぶる局面ではリンギが他の新興国通貨に比べて大きく下落する可能性は高く、通貨防衛策として追加の資本規制や利上げに踏み切る展開も予想される。

結果、実質 GDP 成長率は、16 年の 4.2% から 17 年が 4.4%、18 年が 4.7% とそれぞれ小幅に上昇すると予想する（図表 5）。

（図表 5）



¹ 政府は 16 年 7 月から法定最低賃金をマレー半島でこれまでの 900 リンギから 1,000 リンギ、東マレーシアで 800 リンギから 920 リンギに引き上げるとした。2013 年 1 月に最低賃金制度を導入して以来、初めての改定になる。

2-2. タイ

タイ経済は14年5月の軍事クーデター後に政治が安定して以降、ごく緩やかな回復基調が続きたが、16年後半は減速感が見られる。10-12月期の成長率は前年同期比 3.0%増と、直近でピークをつけた4-6月期の同 3.6%増から2期連続で低下した。7-9月期は経常予算の早期執行の反動や公務員給与の引上げ分の支出があった昨年同期のベース効果による影響であり、10-12月期はプミポン前国王の死去に伴う服喪

の影響で民間消費が落ち込んだこと、また外国人観光客数が中国人を対象とした違法格安ツアーの取り締まり強化の影響も重なり、軍事クーデターによって落ち込んだ2014年9月以来のマイナスとなったことが大きい。政府は12月に追加の消費刺激策²を打ち出し、消費の落ち込みを和らげたものの、2期連続の成長率低下は避けられなかった。

17年は、投資回復によって3%台半ばの緩やかな成長が続くと予想する。まず公共投資は2.2兆バーツの大型インフラ整備事業計画の進展、1,900億バーツの補正予算による地方の産業基盤の整備などによって引き続き景気の牽引役になると見込まれる。また冷え込んだ民間投資についても、投資優遇措置の延長³や財輸出が増加基調を続けるなかで徐々に回復に向かうだろう。さらに、観光業は違法業者の取締りの影響が一時的に止まり、年間を通じて10%近い成長まで回復すると予想されることから、サービス輸出は再び景気の牽引役となるだろう。

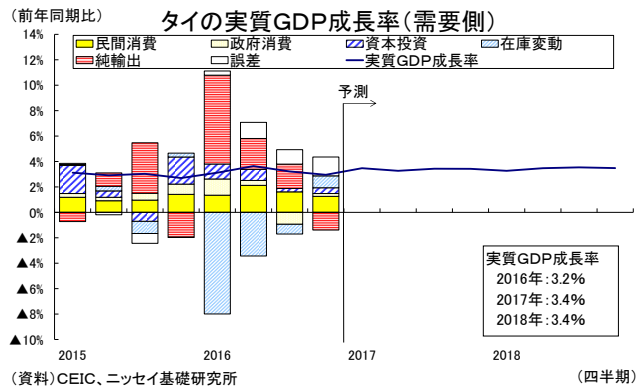
昨年の景気を支えた民間消費は、先行きの物価上昇や高水準の家計債務を背景に減速すると予想する。もっともプミポン前国王死去後の自粛ムードは今年に入って薄まっており、消費者のマインドが上向きに転じていること、また農業生産は昨年前半の干ばつ被害からの回復傾向が続いて農業所得の増加が見込まれることが伸び悩む民間消費を下支えしよう。

金融政策は、15年4月の利下げを最後に政策金利が据え置かれている。国内経済の回復ペースは依然として緩やかなものとなることから、先行きの物価上昇は限定的で、インフレ率は中銀目標の2.5% (±1.5%) 以内で推移すると見込まれる。従って、金融政策は政策金利を据え置き、現行の緩和的な金融政策を続けるものと予想する。

実質 GDP 成長率は17年が3.4%と、16年の3.2%から小幅に上昇し、18年が3.3%と概ね横ばい圏で推移すると予想する (図表6)。

17年末に予定する総選挙は、前国王の葬儀と新国王の戴冠式が行われた後に実施することから18年初にずれ込む可能性が高まっているが、概ねロードマップ通りに実施されることになるだろう。16年8月の国民投票で賛成多数となった新憲法草案は、民政復帰後も当初5年間は軍政が上院の実権を握るとともに、下院も大政党が不利となる選挙制度に変更されたため、選挙に強いタクシン派が実権を握って再び反タクシン派との政治的対立が起こる可能性は小さくなっている。もっとも問題が表面化しないだけで潜在的な国内の対立構造は変化しておらず、引き続き注視する必要がある。

(図表6)



² 政府は①12月中の国内旅行関連費用に対する所得控除 (上限 15,000 バーツ、昨年の同様の施策による控除を受けていない場合は上限 30,000 バーツ)、②年末 (14~31 日) の物品・サービスの購入額に対する所得控除 (上限 15,000 バーツ) を実施した。なお、政府は16年4月にソクランに伴う9日間の休暇中の飲食・旅行費用を対象に所得控除策 (上限 15,000 バーツ) を実施している。

³ 政府は2015年11月から2016年末までに投資した企業を対して投資額の2倍の法人税額控除を認める措置を実施しており、2016年1月24日には同措置の1年間の期限延長を決定した。なお、控除額はこれまでの2倍から1.5倍に縮小した。

2-3. インドネシア

インドネシア経済は、国際商品市況の下落や中国経済の減速を背景に2015年まで4年連続で減速したが、16年に反転上昇し、現在は緩やかな回復基調にある。昨年の景気回復の原動力は予算執行の迅速化による政府支出の拡大であり、15年9月から政府が矢継ぎ早に打ち出してきた計14本の経済政策パッケージ(許認可手続きの簡素化・迅速化など規制緩和が中心)の実施も追い風となったと見られる。もっとも、直近2

四半期は税収不足に伴う政府支出の落ち込みによって景気回復のペースは鈍っており、10-12月期の成長率は前年同期比4.9%増(7-9月期:同5.0%増)と低下している。それでも民間消費は堅調な伸びを維持してきたのは、燃料補助金削減(15年11月)の影響が剥落して消費者物価上昇率が中銀目標(3~5%)の下限まで急速に低下したこと、そして中央銀行が16年初から段階的に政策金利を計1.5%引き下げてきたことが消費者の購買力が向上させたためと考えられる。

17年は、資源価格の上昇を受けて5%台前半の緩やかな成長を予想する。まずGDPの約6割を占める民間消費は先行きの物価上昇が重石となるものの、約8%超の最低賃金の引上げなど家計の購買力の上昇を受けて堅調な伸びを維持するだろう。

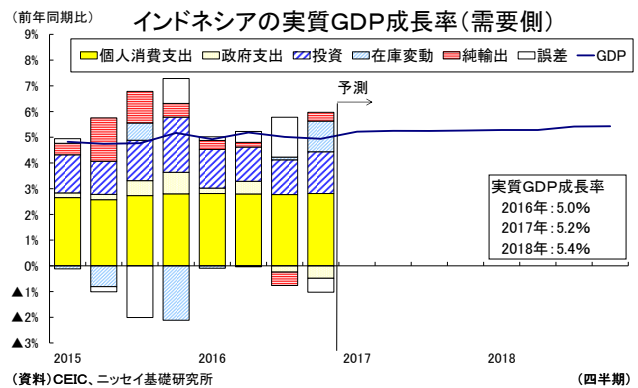
また10-12月期に9期ぶりに増加に転じた輸出は世界経済の緩やかな回復を受けて増加基調を維持するとともに、資源関連企業の業績も資源高を受けて回復することから設備投資の減少傾向にも歯止めが掛かると見込まれる。もっとも中国における過剰生産能力の削減や住宅バブルの抑制策を背景に資源需要の急拡大は見込みにくいことから、輸出と投資の回復は緩慢なものに止まるだろう。

一方、公共部門については、昨年はタックス・アムネ스티(租税特赦)制度が一定程度、税収不足を補ったが、17年度予算は苦しい財政事情を反映して歳出が前年比0.6%減と、緊縮路線が鮮明となっている。政府支出の拡大が期待できない状況は今後も続くだろう。政府はこうした財政余力の乏しさを背景に追加的な経済政策パッケージを打ち出すことで、民間部門を刺激する姿勢は続けられると思われる。

金融政策は、足元のインフレ率が中銀目標の下限付近で推移しており、利下げ余地はあると言える。しかし、先行きは国際金融市場が不安定化しやすいこと、資源価格上昇を背景とした景気回復が見込まれることから中央銀行は現状の金融政策を維持するだろう。

実質GDP成長率は16年の5.0%から17年が5.2%、18年が5.4%と緩やかに上昇すると予想する(図表7)。

(図表7)



2-4. フィリピン

フィリピン経済は、16年前半に大統領選挙（5月）の関連特需によって景気が加速した。その後は政権移行に伴う予算執行の遅れも重なって政府消費が失速するなか、10-12月期の成長率は前年同期比6.6%増（前期：同7.0%増）と低下したものの、14年が6.2%成長、15年が5.9%成長だったことを踏まえると、現在も高い成長を維持していると言える。民間消費は低インフレ環境や雇用・所得の改善による家計の購買力の向上、緩和的な金融政策を追い風に好調が続いている。また電気電子機器を中心に財の輸出は同

9.6%増、サービス輸出もBPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）が好調で同14.2%増と、それぞれ高い伸びを記録している。こうした消費と輸出の拡大を背景に企業の設備投資需要も旺盛で、投資は二桁増の高い伸びを続けている。

17年は、年前半まで選挙関連特需の剥落の影響が続くことから成長率は6%台半ば伸び悩むだろうが、年後半は投資主導の成長によって6%台後半まで加速すると予想する。ドゥテルテ政権はフィリピン開発計画(PDP)でインフラ向け支出(対GDP比)を2016年の5.1%から2022年には7.4%まで引き上げる目標を掲げており、17年度のインフラ予算は前年比13.8%増(GDP比5.4%)まで拡大させている。また昨年6月に就任したドゥテルテ大統領のバランス外交の結果、日本と中国から約1兆ペソの政府開発援助(ODA)が決まったことも今後のインフラ開発の後押しとなると見込まれる。

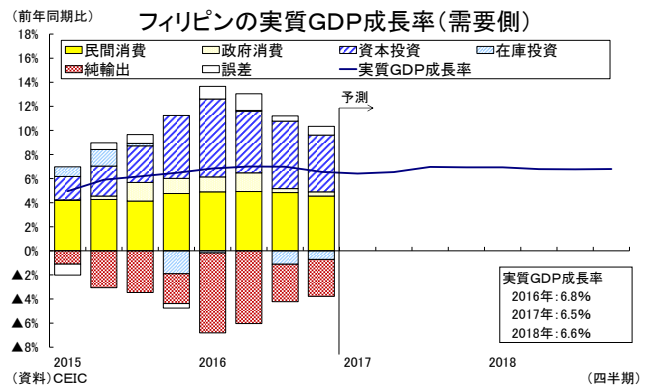
消費者物価上昇率は資源高とペソ安による輸入コストの増大や力強い内需を背景に中銀目標（1～4%）の上限付近まで上昇するだろう。民間消費は、こうした物価上昇が重石となる一方、ここ数年の投資の拡大によって雇用環境が大きく改善していること、ペソ安の進行による海外就労者の送金額の増加が続くことから、堅調な伸びを維持するだろう。民間投資はこうした公共投資の高い伸びと堅調な民間消費を受けて民間投資も堅調な伸びを維持するだろう。

外需については、財・サービス輸出がペソ安と海外経済の緩やかな拡大を受けて増加基調を続ける一方、力強い内需の拡大によって輸入が輸出の伸びを上回るものと見込まれる。結果、純輸出の寄与度はマイナスとなり、成長率を押下げる構造は続くと予想する。

中央銀行は現在、緩和的な政策スタンスを維持しているものの、今後は物価上昇が見込まれること、また経常収支の悪化が材料視されてペソの下落圧力も高まることから、17年内には小幅の利上げに踏み切るだろう。

実質GDP成長率は17年が6.5%、18年が6.6%となり、大統領選挙関連の特需で押し上げられた16年の6.8%と比べて低めとなるが、力強い内需を背景に周辺国に比して高い成長が続くと予想する（図表8）。

（図表8）



2-5. ベトナム

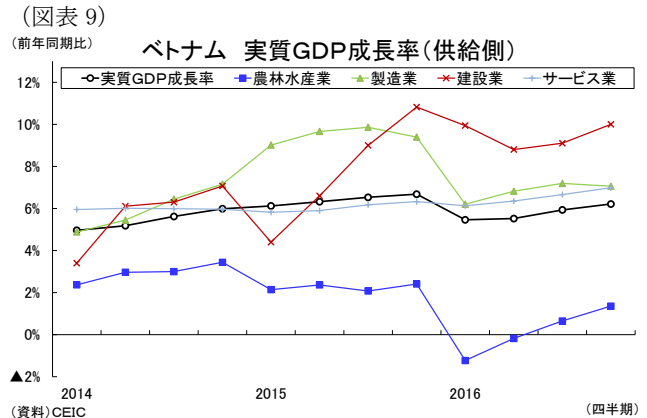
ベトナムは投資主導の成長が続いている。安価な労働コストや地理的に中国と近い立地の優位性、また15年12月には韓国、16年10月にはユーラシア経済連合（EEU）と自由貿易協定（FTA）を発効させたほか、政府が外資誘致策に積極的で各種の税制優遇策を用意するなど、外資系製造業から戦略的な生産基地として注目を集めていることが背景にある。また企業進出が相次ぐなか、雇用・所得環境も良好で中間所得層が増加していることから、サービス業も堅調な伸びを続けている。

しかし、16年の実質GDP成長率は前年比6.2%増と、前年の同6.7%増から低下した。政府の成長率目標は当初6.7%であり、10月には6.3~6.5%まで下方修正されたが、実際はこの水準を若干下回る結果となったことから景気は年間通じて伸び悩んでいたと言えるだろう。今年の景気減速は第一次産業と鉱業の落ち込みによる影響が大きい。農業は北部における寒波や洪水、中・南部における干ばつや塩害が影響し、また漁業は4月に環境被害による魚の大量死の影響で生産が落ち込んだ。年後半に天候が改善したことから、第一次産業は同1.4%増のプラス圏まで回復したが、前年の2.4%を下回った。また第二次産業は同7.1%増と、前年の同9.4%増を下回った。建設業と外資系が主導する製造業が二桁成長を記録したものの、鉱業が原油価格下落を背景に減産が続いて4%減のマイナス成長となった。一方、第三次産業は7.0%増と、前年の同6.3%から上昇した。農業所得の悪化が重石となったものの、継続的な賃金上昇と低インフレ環境による家計の実質所得の増加を受けて消費需要が堅調に伸びており、卸売・小売業や情報・通信業を中心に上昇した。

17年の成長率は、政府目標の6.7%を下回るものの、農業と鉱業の回復によって前年を小幅に上回ると予想する。第一次産業は、前年の農業生産の落ち込みからの反動増と農産物輸出の増加によって前年を上回る緩やかな成長を予想する。また第二次産業は、前年をやや上回る8%前後の成長を予想する。海外経済の緩やかな回復を受けた輸出の増加と18年の欧州連合（EU）とのFTA発効に備えた製造業の生産能力の拡張が続くことから、製造業と建設業は堅調な伸びを維持するだろう。17年1-3月期に認可された外国直接投資（FDI）は前年同期比6.5%と底堅い伸びを記録している。また鉱業部門も原油価格の上昇によって下げ止まるだろう。もっとも財政制約から公共投資が伸び悩むことや銀行の不良債権問題は引き続き投資の重石となるだろう。そして第三次産業は、前年を下回る6%台半ばの成長を予想する。農業所得の増加や最低賃金の引上げ（前年比7.3%増）など所得環境の改善は続くだろうが、先行きのインフレ率の上昇による実質所得の目減りで消費者心理が悪化するほか、政府が流通業の外資開放を抑制する方針を打ち出していることもあり、卸・小売業を中心に伸び悩むだろう。

金融政策は、金利と為替の安定を通じて経済成長を下支えする方針を示している。通貨ドンは対ドルでは下落するものの、他通貨に対して安定して推移するものと見込まれ、足もとで上昇が続くインフレ率は徐々に落ち着きを取り戻すだろう。結果として、現在の柔軟な金融政策は維持されるものと予想する。

実質GDP成長率は17年が6.5%、18年が6.4%と、16年の6.2%を上回る成長が続くと予想する（図表9）。



2-6. インド

インドは GDP 統計によれば 7% 台の力強い成長が続いているようだが、政府統計に対する疑念はこれまで以上に深まっている。昨年 11 月には政府が突然、流通する現金の約 9 割を占める高額紙幣の廃止を実施したことにより、現金不足に陥り、国内が混乱したにもかかわらず、16 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.0% 増と、前期の同 7.4% 増から小幅の低下に止まった。特に 10-12 月期の景気を牽引したとされる民間消費は前年同期比 10.1% 増と、7-9

月期の同 5.1% 増から急上昇したことは驚くべき結果だ。確かに十分な雨量が得られたカリフ期の収穫の本格化によって農業所得が回復したこと、また 7 月から支給が始まった第 7 次公務員昇給(平均+23.55% 増)によって家計の実質所得は増加しており、廃貨がなければ民間消費が加速したことに違和感はない。しかし、廃貨によって小売業や消費財関連産業、不動産、二輪車販売など現金取引が主流の産業は打撃を受けたことは確かだ。実際、10-12 月期の自動車販売台数(二輪・三輪含む)は前年同期比 1.3% 増(前期:同 14.3% 増)と急落したほか、日経 PMI 指数も 11 月に大きく低下して楽観・悲観の境目である 50 を下回っており、GDP 統計とは反対の動きを示している。これは GDP が集計する統計データは現金取引の少ない大企業中心であり、廃貨によって現金取引に大きな支障が出た中小零細企業を含まないことが理由と考えられる。

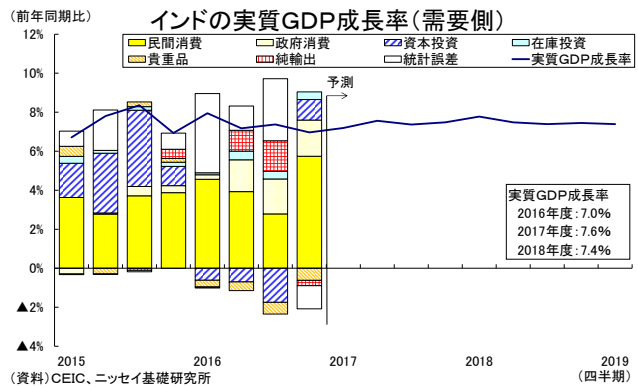
1-3 月期は捕捉されなかった廃貨の悪影響が波及して一定程度 GDP 統計に表れるだろうが、10-12 月期同様に景気減速は限定的で成長率は 6% 台後半を予想する。また新紙幣の供給についても、中央銀行は 2 月 1 日に ATM の現金引出し上限を撤廃し、3 月には平常レベルに回復すると示すなど進展しており、現金不足の混乱は収束しつつある。

17 年度は、輸出と投資が持ち直して 7% 台半ばまで景気が回復すると予想する。消費者物価上昇率は現金不足による価格下落が一巡して足元で上昇しており、今後も資源高や通貨安による輸入インフレを受けて上昇基調が続くと見込まれ、民間消費は伸び悩むだろう。もっとも廃貨によって落ち込んだ消費者心理の改善や雨期の十分な雨量見通し⁴を背景に農業の回復傾向が続いて農家の所得増が見込まれること、そして雇用・所得環境の改善が続くことが支えとなり、民間消費の減速は小幅に止まるだろう。

また輸出は緩やかな増加傾向が続くなか、民間投資も徐々に持ち直すと予想する。銀行は不良債権問題の解消に時間を要するものの、高額紙幣廃止に伴う預金額の増加を受けて貸出姿勢を積極化させること、そして来年の物品・サービス税(GST)の導入によって複雑な間接税体系が一本化されてビジネス環境が改善することも民間投資の徐々に追い風となるだろう。

このほか、17 年度政府予算案では資本支出を前年度比 25% 増と大幅に拡充したことから公共投資が景気を牽引役となると見込まれるとともに、廃貨で困窮した中小企業に対する減税が盛り込まれ、農村開発予算も同 25.4% 増と手厚い配分がなされたことも経済の安定化に寄与するだろう。

(図表 10)



⁴ 気象情報会社スカイメット社

金融政策は、17年2月の金融政策会合でも政策金利を据え置き、政策スタンスを中立化させた。足もとは低インフレ環境にあるものの、先行きの物価上昇リスクや国際金融市場の不安定化しやすい状況が続くことから金融政策を据え置くだろう。

実質GDP成長率は、廃貨の影響を受ける16年度が7.0%と、15年度の7.9%から低下するものの、その後は17年度が7.6%、18年度が7.4%と堅調な伸びを続けると予想する（図表10）。

（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もありません。