

1. アジア経済概況：先進国向け輸出を牽引役に緩やかな回復が続く

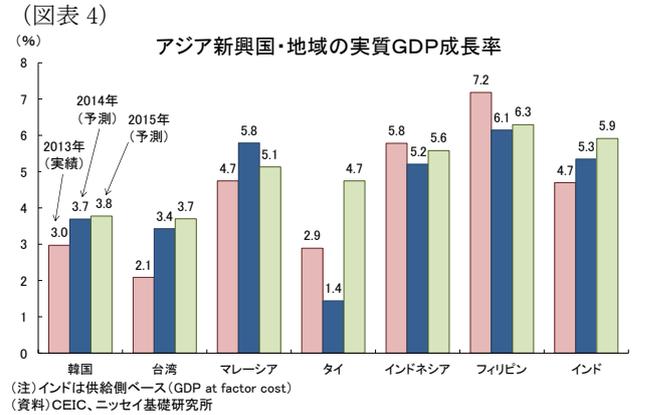
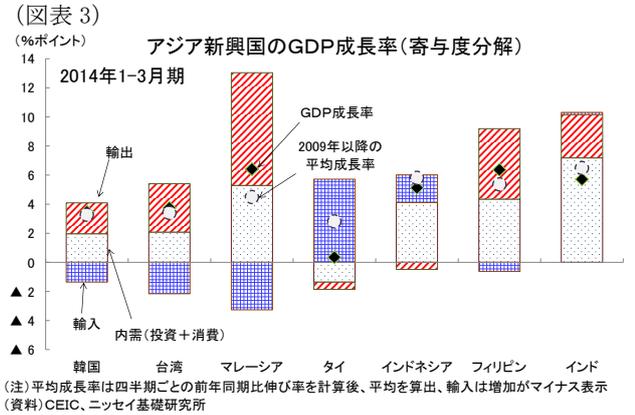
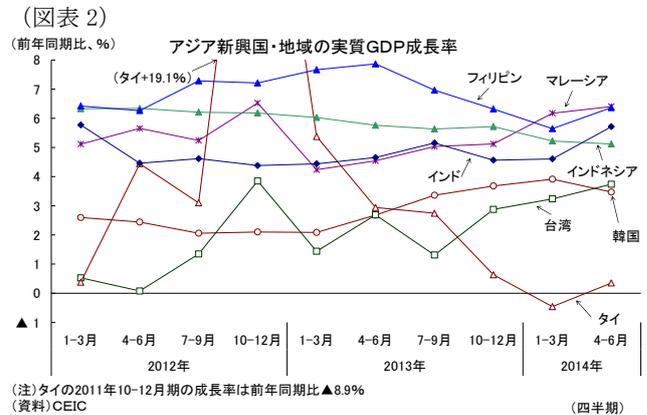
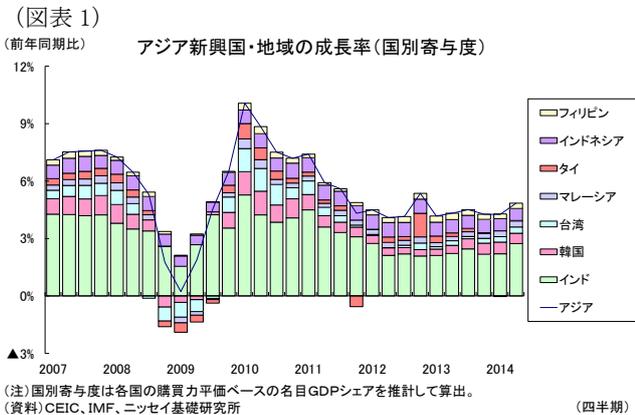
(現状)

アジア新興国・地域¹全体の2014年4-6月期の成長率は前年同期比で+4.8%となった(図表1)。2011年10-12月期以降、概ね4%台前半で推移してきたことを踏まえると、底離れしつつあると言える。

国・地域別にGDP成長率(寄与度)を見ると、マレーシア・フィリピンが前期に続いて内需と輸出が好調を維持したほか、インフレ率がやや低下したインドが大きく加速したことが分かる。(図表2・3)。インドネシアは内需が底堅さを維持する一方、通貨ルピア安の環境下にも拘わらず輸出が伸びない状況が続いている。また、軍事クーデターで国内情勢の混乱がピークに達したタイはゼロ成長ながらも景気回復の兆しが見られる。韓国・台湾は輸出の拡大で緩やかな回復基調にあるが、4-6月期は方向感には違いが表れた。韓国はセウォル号沈没事故後の自粛ムードによる内需の萎縮を受けて小幅に減速したが、台湾は新型スマートフォン向けの半導体需要増など主力のIT分野が好調で加速した。

(見通し)

先行きは、先進国では米国を中心に景気回復が続くほか、中国経済が減速しつつも今後1-2年は7%台の成長率を維持する見通しであり、アジア新興国・地域の輸出は海外需要の拡大を受けて増加傾向が続くと見ている。特に韓国、台湾、マレーシアのような経済の外需依存度が高い国・地域ではその傾向が表れやすいだろう。ただし、世界の景気回復ペースは緩やかであるために外需の牽引力は大きくはない。

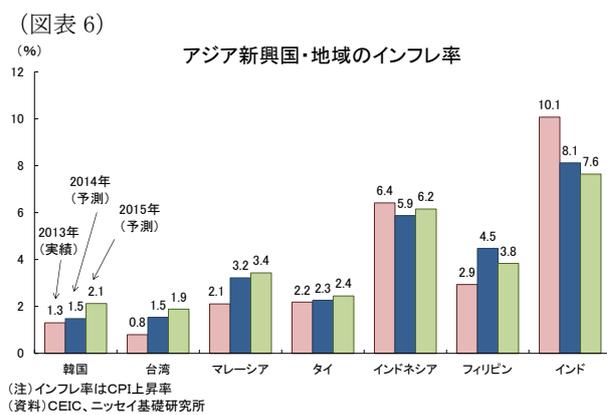
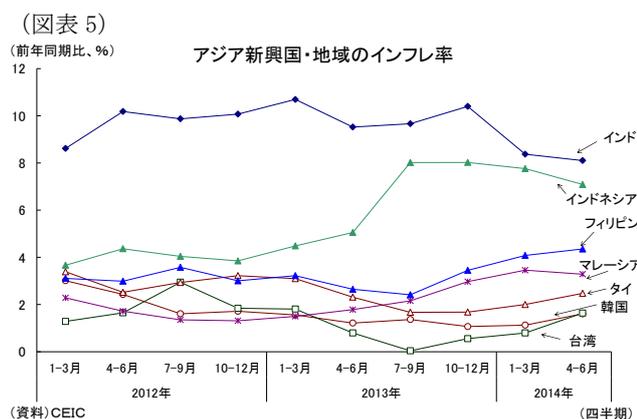


¹ 本稿における経済見通しの分析対象国・地域はインド・韓国・台湾・マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン。中国については、2014年8月29日公表のWeeklyエコノミスト・レター「中国経済見通し〜14年7.4%、15年7.2%、16年7.0%」を参照。

従って、先行きの景気に力強さが見られるかどうかは各国・地域の内需の動向が鍵を握るだろう。その結論としては、各国・地域が実施する経済・金融の安定化に向けた政策が内需の勢いを弱めるものと予想する。特に、足元で力強い内需に経済が支えられているマレーシア・インドネシア・フィリピン・インドでは、昨年以降、内需の抑制に繋がる政策を受け入れる傾向が見られる。まず、昨年の新興国資金流出でターゲットにされたインドネシア・インドは、経常収支の改善に取り組んでいる。現在も政策金利を高水準に据え置いているほか、輸入関税の引き上げなどの輸入抑制策を継続している。また、マレーシア・インドでは経済の安定化のために財政再建にも注力している。さらに、マレーシア・フィリピンは好況を背景に高まるインフレ圧力（図表5）や膨張する貸出残高への警戒感から3年ぶりに利上げするなど金融引き締めサイクルに転じている。結果、これらの国では一連の政策によって内需に下押し圧力がかかると見ている。

こうした状況を踏まえて、アジア新興国・地域の見通しとしては、輸出が米国主導の世界景気の回復を受けて増加傾向を続けることで、緩やかな経済成長を維持すると予想する（図表4）。ただし、内需は各国の経済・金融の安定化に向けた取組みが下押し圧力となりそうだ。

先行きのリスク要因としては、まず「地政学的リスク」が挙げられる。中東情勢の悪化した場合には原油価格が高騰する可能性がある他、ウクライナ情勢の悪化した場合にはロシア-欧米間の追加経済制裁の応酬によって先進国向け輸出は鈍化する可能性がある。もう1つは「新興国資金流出の再燃」である。米国金融緩和策の出口戦略（及び開始時期の前倒し）は引き続き、アジア新興国・地域から米国への資金回帰の動きを促す可能性が高い。昨年以降、インドネシア・インドでは経常収支の改善に取り組んできた。インドでは4-6月の経常赤字（対GDP比）は1.7%と、インド準備銀行が持続可能な水準とみなす2.5%を下回るまでに改善している。一定程度は資金流出の抑制効果が期待できそうだ。一方、インドネシアでは経常赤字の改善が遅れており、再度ルピア安に振れる展開が懸念される。



2. 各国・地域経済の見通し

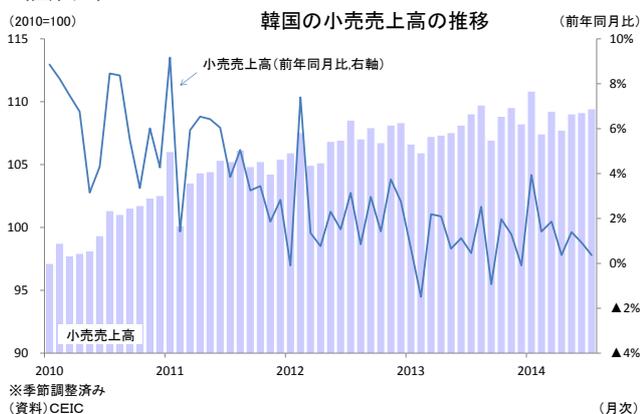
2-1. 韓国

韓国経済は、4-6月期の実質GDP成長率が前年同期比+3.5%と、4月のセウォル号沈没事故後に広がった自粛ムードで民間消費が萎縮（図表7）したことや、R&D投資が減少したことから5四半期ぶりに減速した。

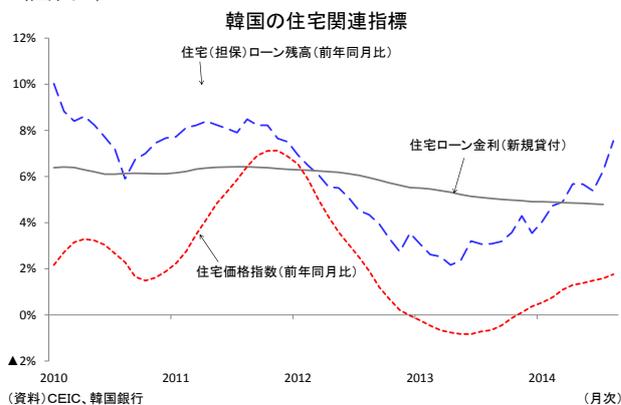
先行きを見通すと、輸出は米国主導の世界景気回復を受けて緩やかに拡大するだろう。しかし、輸出企業は昨年から進行するウォン高に対して輸出価格の引上げを抑えてコストカットで対応する傾向がある。そのため輸出が堅調でも企業利益は収縮して、雇用や賃上げ、国内向けの設備投資などへの波及効果が限定的になっている。経済の先行きに危機感を抱く政府は7月に景気刺激策（財政出動11.7兆ウォン、金融支援29兆ウォンなど²⁾を打ち出した。また、8月には中央銀行が政策金利を0.25%引下げ、政府も中小企業等への金融支援策³⁾を発表した。さらに9月も政府が規制緩和などの不動産対策⁴⁾を発表しており、これらは短期的には内需の活性化に寄与するだろう。実際、7月以降の不動産市場の活性化策の結果として、8月の住宅ローン残高は前年同月比7.5%と前月から+1.3%加速するなど既に効果が現れている（図表8）。結果、韓国の成長率は2013年の3.0%から2014年に3.7%まで加速し、2015年は3.8%と横ばいの推移を予想する（図表9）。

インフレ率は、足元では消費物価指数が前年同月比1%台半ばの水準にあり、中央銀行の目標値（2.5-3.5%）を割っている。景気回復の勢いは弱いことから、インフレ率は2014年で1.5%、2015年で2.1%とごく緩やかな伸びを予想する（図表10）。

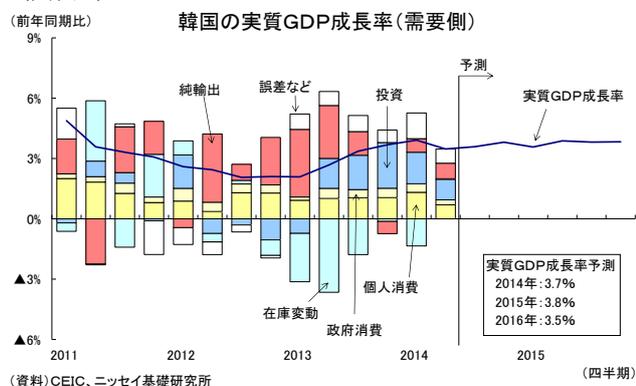
（図表7）



（図表8）



（図表9）



（図表10）



²⁾ 7月24日、政府が発表した経済対策パッケージには、公的支出の拡大11.7兆ウォン、投資促進および中小企業への金融支援29兆円、企業が内部留保を必要以上に積み増した場合の課税の法改正の準備、配当住宅担保認定比率（LTV）と総負債償還比率（DTI）の各上限を地域および金融機関の種別に関係なく一律になる規制緩和などがある。

³⁾ 資金繰りに窮する中小企業に20.9兆ウォン（約2.1兆円）が貸出および保証支援される（昨年から4.3兆ウォン増加）。

⁴⁾ 9月1日に政府はマンションの再建築年限を最長で築40年から築30年に短縮などの不動産対策を発表した。

2-2. 台湾

台湾の4-6月期の実質GDP成長率（前年同期比）は3.8%と、3期連続で加速し、6四半期ぶりの高水準を記録した。台湾経済は輸出が好調を続けていること、株価上昇による資産効果、物価水準が低いことも追い風となって、消費・投資も拡大傾向が続いており、足元の景気信号は安定を示す水準まで回復している（図表11）。

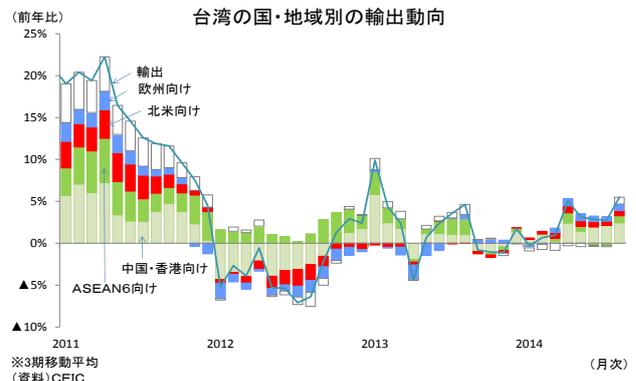
先行きも、先進国の景気回復が見込まれるほか、貿易シェア約4割を占める中国の景気減速のペースがごく緩やかなものであることから輸出が好調を維持するものと見ている（図表12）。また、輸出の拡大は設備投資や雇用・所得環境の改善へと波及することが期待でき、個人消費と投資も緩やかな改善が見込まれる。このように台湾経済は当面は好調を維持すると予想するが、台湾の得意とするIT分野では中国メーカーの技術水準向上に伴う競争激化という懸念材料は韓国同様に払拭された訳ではない。また、年内には中韓FTAが合意され、中国向け輸出が韓国に対して不利になる可能性が浮上している。台湾政府は中台間のサービス貿易協定の発効、物品貿易協定の締結を急いでいるが、民意は対中政策に対して『現状維持』志向が大多数を占めており、政府は11月の統一地方選、2016年1月の総統選を前に思い切った決断ができなくなっている。加えて、自由経済モデル区の第2弾（規制緩和）の特別条例案の成立も与野党の対立激化のために遅れるなど政府の政策実行力は弱まっており、台湾の競争力が相対的に低下する可能性があることには注意が必要だ。結果、台湾の成長率は2013年の2.9%から2014年に3.4%まで加速し、2015年には3.7%へと緩やかな成長を予想する（図表13）。

インフレ率は、3月から食品価格の上昇が顕著で、消費者物価指数は8月には前年同月比2.1%まで上昇している。しかし、景気は緩やかな回復基調を予想しているため、インフレ圧力も緩やかなものに留まるだろう。こうした状況を踏まえて、インフレ率は2014年で1.5%、2015年で1.9%と緩やかな伸びを予想する（図表14）。

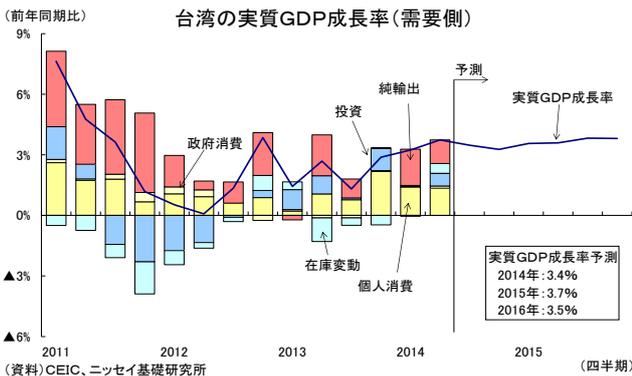
（図表11）



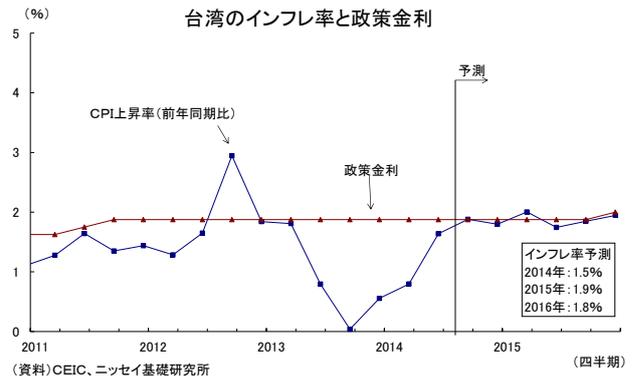
（図表12）



（図表13）



（図表14）



2-3. マレーシア

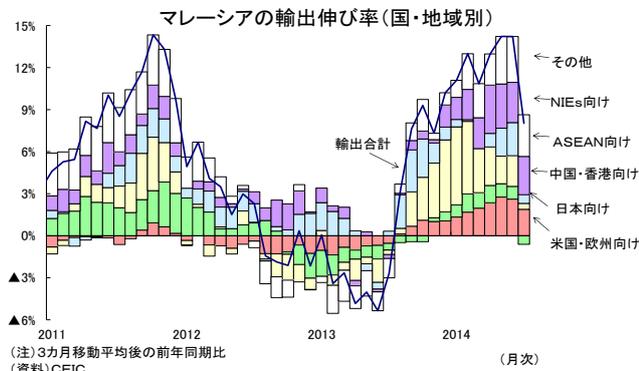
マレーシアの4-6月期の実質GDP成長率（前年同期比）は6.4%と5四半期連続で改善した。政府部門は低迷しているものの、良好な雇用・所得環境を背景に民間消費が堅調に推移するほか、海外需要の拡大を受けた輸出の好調が高成長を支えている（図表15）。

先行きは、今後も米国主導の緩やかな世界景気の回復が期待でき、輸出は中国向けが足元で減速しているものの、全体としては好調を維持するだろう。好調な輸出は製造業の設備投資や雇用の拡大や賃上げを促し、民間部門の消費と投資は底堅く推移していくと見込む。結果、内外需ともに安定した成長を続けるだろうが、政府による財政健全化と中央銀行が進める金融正常化の取組みが継続的に景気の下押し圧力として働くだろう（図表16）。

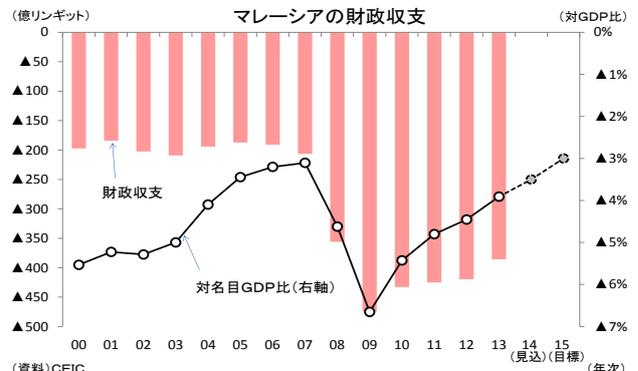
インフレ率は、昨夏から景気回復と各種補助金の削減⁵の影響を受けて上昇してきたが、足元では安定している。また、中央銀行は堅調な成長見通しと長期平均を上回るインフレ率の抑制のため、7月に利上げ⁶に踏み切り、金融正常化に向けた金融引締めサイクルに入った。先行きのインフレ率は、好況に伴うインフレ圧力を中央銀行が金融引締め策でコントロールするほか、9月以降は昨年の補助金削減の影響が一巡するなどの低下要因も見込まれる。しかし、その後は財政再建⁷に向けて燃料補助金の追加削減が年内にも実施される可能性があるほか、来年4月には物品・サービス税（GST）の導入を予定しており、再び政策要因によるインフレ率の上昇が見込まれる。

結果、マレーシアの成長率は2013年の4.7%から2014年に5.8%まで加速し、2015年は5.1%に減速を予想する（図表17）。インフレ率は2014年で3.2%に上昇、2015年は利上げが低下要因になるものの、GST導入の影響を受けて3.4%まで上昇すると予想する（図表18）。

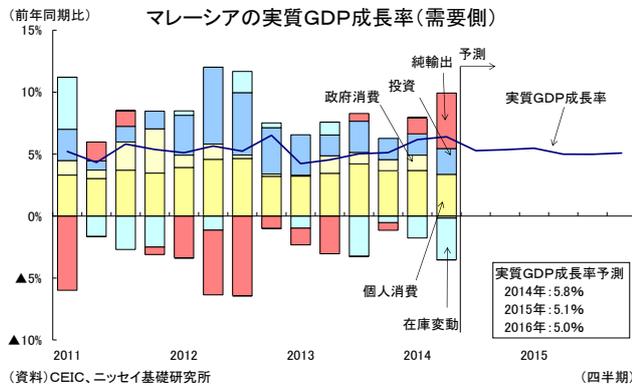
（図表15）



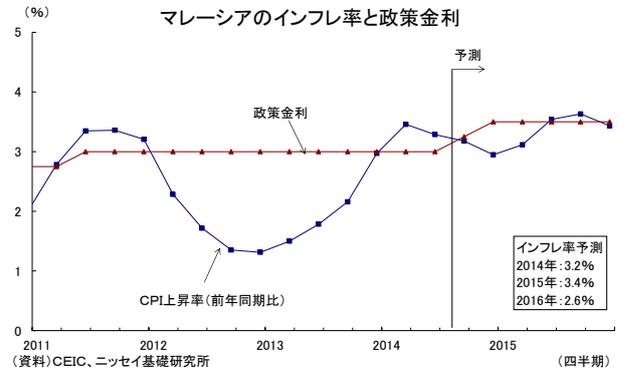
（図表16）



（図表17）



（図表18）



⁵ 2013年は燃料小売価格の引上げ(9月)、砂糖小売価格の引上げ(10月)、2014年も電気・ガス料金の値上げ(1月、5月)を実施。

⁶ 7月の利上げの判断としては、インフレ率の上昇のほか、過去最高水準に到達した家計債務残高(2013年は名目GDP比86.8%)や家計向け貸付の伸びの抑制も考慮された。

⁷ 政府は財政目標として2020年までの財政均衡の達成を目指しており、財政赤字(対GDP比)を2013年の▲3.9%から2014年に▲3.5%、2015年には▲3.0%へと縮小させる方針を示している。

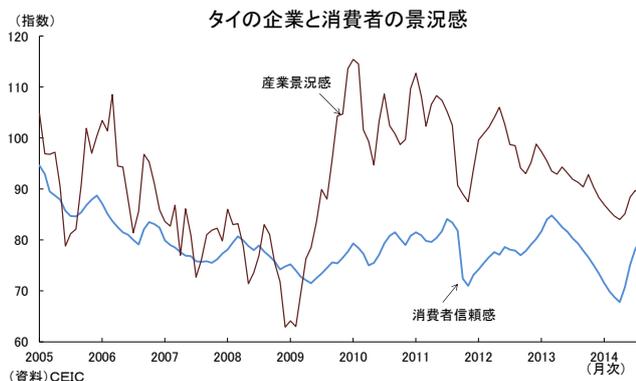
2-4. タイ

タイの4-6月期の実質GDP成長率（前年同期比）は+0.4%のゼロ成長となり、依然として景気の低迷が続いていることが明らかになった。4-6月は軍事クーデターや夜間外出禁止令など国内情勢の混乱が極まっていた時期であり、企業活動や個人消費が萎縮したことが影響している。

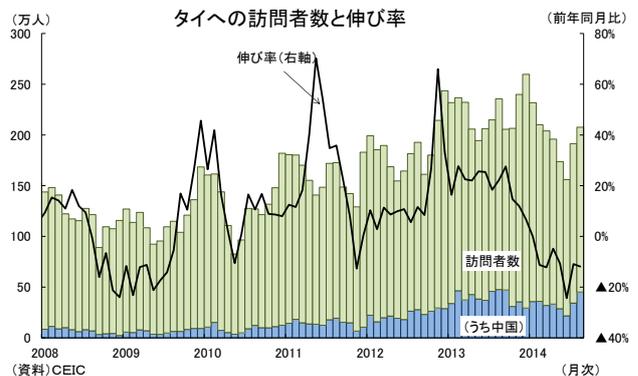
7-9月期以降は、NCPOによる強力な統治の下で政府機能復旧による公共支出の再開⁸、またマインドの回復や投資・工場設立の許認可再開そして緩和的な金融環境が続けられることによって消費・投資は回復に向かうものと見ている（図表19）。輸出は米国主導の世界景気回復を受けて緩やかな改善が見込まれる。さらに、今後は高速鉄道の建設などの「交通・輸送インフラ整備計画（8年間で2.4兆バーツ）」の実施が予定され、中長期に渡るインフラ投資が国内経済の成長を促すことが期待される。一方、先行きへの懸念もある。1つは自動車購入支援策の影響で膨張した家計債務が消費の低迷に繋がっている問題である。債務膨張を懸念する中央銀行は融資審査を厳格化した。規制強化は住宅・自動車購入の抑制要因にもなっている。また、GDPの約1割を占める観光業は、戒厳令やこれに伴い旅行保険が適用されなくなることが外国人のタイへの渡航を控えさせており、先行きも不透明な状況が続くそう（図表20）。こうした状況を踏まえて、タイの成長率は2014年に1.4%とゼロ成長を回避し、2015年に4.7%まで加速すると予想する（図表21）。

インフレ率に関しては、コアCPIが8月に前年同月比1.8%と中央銀行のインフレ目標（コアCPI上昇率で0.5-3.0%）の中間で推移している。今後は景気回復を受けたインフレ率の上昇圧力や地政学的リスクを背景とした原油価格の高騰リスクがあるものの、NCPOは物価統制策を実施しており、中央銀行のインフレ目標を超えるまで上昇する可能性は低いと見ている。物価統制は12月まで行う予定であるが、政権に対する国民の不満を抑えるためにも継続される可能性はあるだろう。従って、インフレ率は2014年が2.3%、2015年が2.4%と安定的な推移を予想する。金融政策については、今後1年間は政策金利を据え置くと見ている（図表22）。

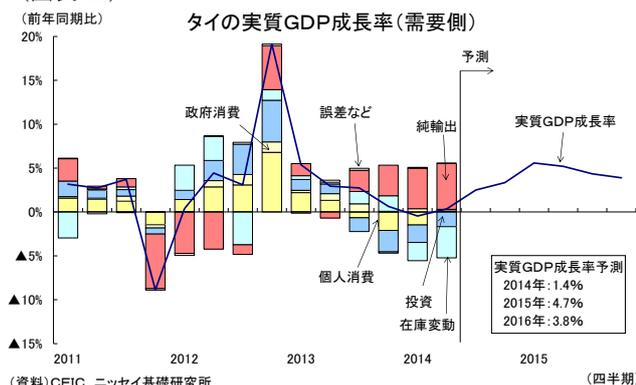
（図表19）



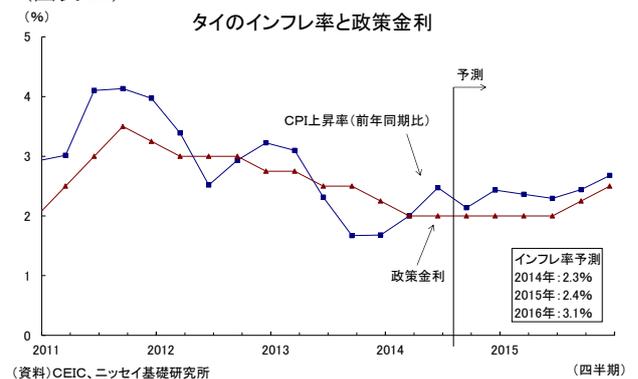
（図表20）



（図表21）



（図表22）



⁸ 財務省は景気刺激を目的に来年度予算の第1四半期（今年10-12月）に例年の25%を上回る35%の予算執行を目標にしている。

2-5. インドネシア

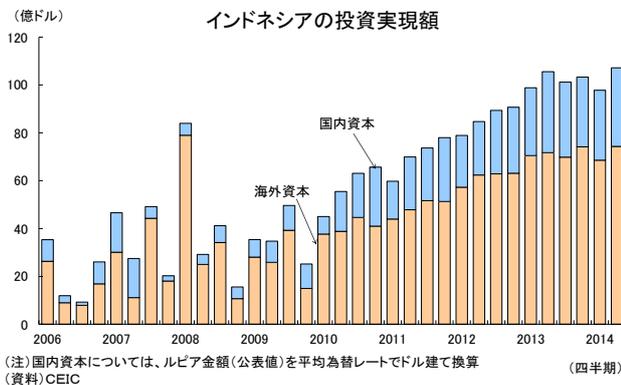
インドネシアでは、4-6月期の実質GDP成長率が前年同期比+5.1%と、過去4年半の最低水準を記録した。投資は7月の大統領選を前にした投資の見極め姿勢や昨年からの積極的な利上げが投資を減速させたほか、輸出も未加工鉱石の輸出制限措置⁹の影響でルピア安や海外需要の拡大の恩恵を享受し切れずに停滞している（図表23）。

先行きは、個人消費が2030年頃まで続く人口ボーナスや賃上げを背景に底堅く推移するほか、大統領選前に見合わせていた投資が政策の不透明感が晴れるにつれて動き出すことから、当面は一層の景気減速を避けられると予想する。しかし、政策的な要因で景気には下押し圧力がかかりやすい状況が続く。まず、ユスフ・カラ副大統領の宣言（新政権発足後100日以内に着手する）どおりに燃料補助金の追加削減が決まれば、インフレ率が再上昇し、家計の実質所得の低下を通じて、個人消費には下押し圧力が加わるだろう。また、新政権下においても継続が見込まれる未加工鉱石の輸出制限措置は来年1月に一巡するため、成長率（前年比）の下押し圧力とはならないものの、貿易赤字は拡大したままになるだろう。そして経常赤字の改善が遅れるために米国金融政策の出口戦略の影響を受けて再度ルピア安に振れる展開が予想される（図表24）。

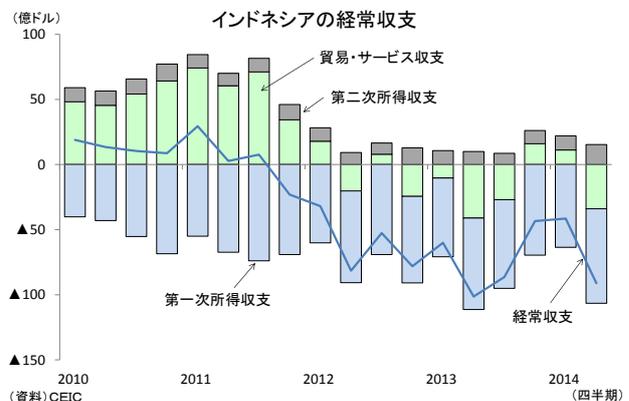
インフレ率は、足元では昨年の燃料補助金削減の影響が一巡したために4%まで低下しているが、新政権の下で追加の燃料補助金削減が見込まれること、経常赤字の改善の遅れで再度ルピア安に振れる展開が予想されることから、再びインフレ率は上昇すると見ている。そのため、中央銀行は政策金利を高め維持する可能性が高そうだ。

こうした状況を踏まえて、インドネシアの成長率は2013年の5.8%から2014年に5.2%まで減速し、2015年は5.6%まで改善すると予想（図表25）。インフレ率は2014年で5.9%、2015年は6.0%の横ばいを予想する（図表26）。

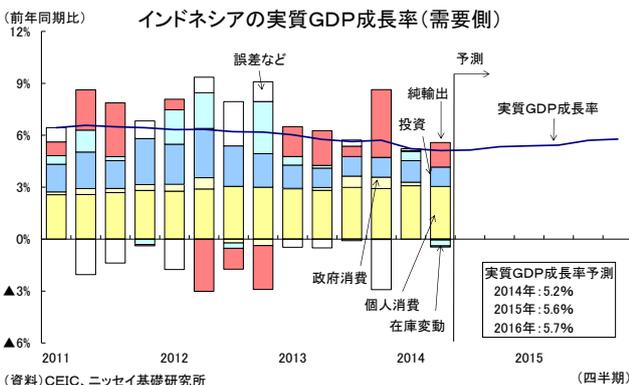
（図表23）



（図表24）



（図表25）



（図表26）



⁹ 政府は2014年1月12日から未加工鉱石の輸出を原則的に禁止した。例外として未製錬の精鉱の輸出を認める鉱物もあるが、17年以降は全面的に禁輸になる予定。

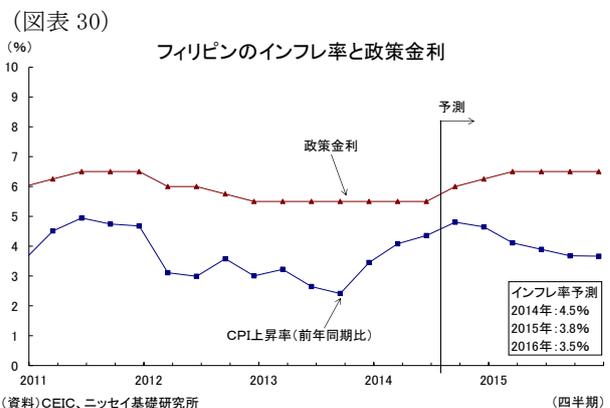
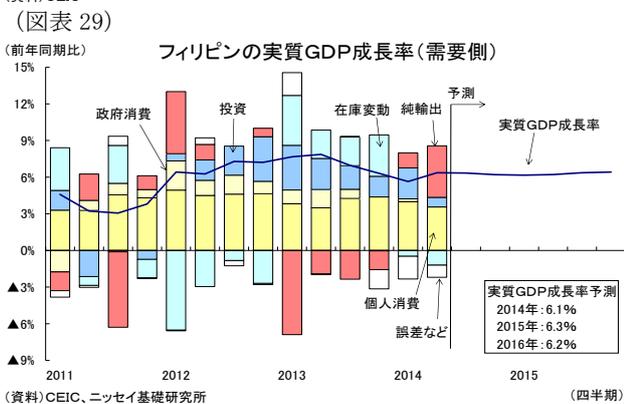
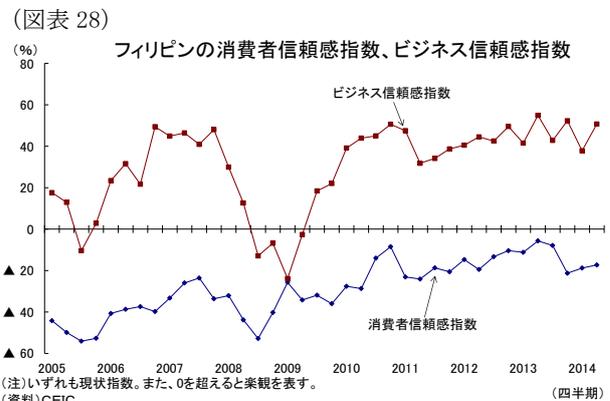
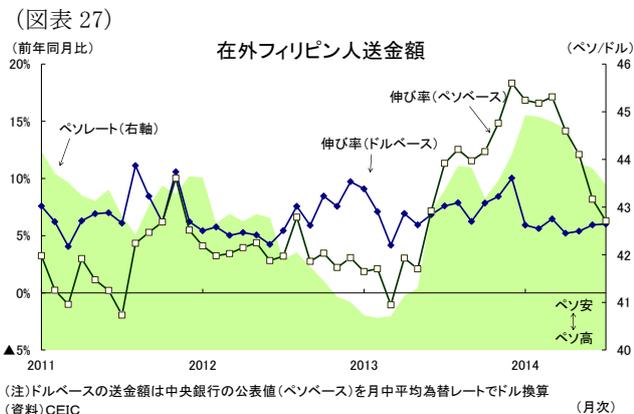
2-6. フィリピン

フィリピンの4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.4%となり、再び6%台の成長軌道に戻った。天候要因や好況を背景としたインフレ率の上昇を通じて消費者の購買力が低下したほか、設備投資も減速したが、好調な輸出が成長率を押し上げている。

先行きは、潤沢な海外労働者からの仕送りを背景に個人消費が底堅さを保ち、先進国向け輸出の拡大と台風被害からの復興需要¹⁰を追い風に、景気は持ち直していくだろう。世界景気の緩やかな回復は、同国の輸出拡大と海外出稼ぎ労働者からの送金を促す。特に送金額の4割を占める米国の景気回復の影響は大きく、消費を支えるだろう（図表27）。また、今後は政府主導の建設事業やインフラ整備など復旧・復興の本格化に加えて、政府が取り組むインフラ開発やミンダナオ島の和平合意などが中期的に内外の投資を誘発するため、投資がこのまま減速を続けるとは考えにくい。実際、企業の景況感の高水準を維持している（図表28）。

先行きの懸念材料としては、金融引締め策による企業の投資意欲の減退が挙げられる。中央銀行はインフレおよび信用膨張への懸念から、年明け以降、金融引き締め策を実施している¹¹。8月の消費者物価指数は前年同月比+4.9%と、今年のインフレ目標（3~5%）の上限を超えようとしており、来年のインフレ目標（2~4%）の達成もリスクに晒されている。インフレ率は、先行きも景気の拡大を受けて上昇する可能性は大きいほか、地政学的リスクを背景とした原油価格の高騰の可能性もあり、中央銀行は引き続き金融引締め策に踏み切ると見ている。

こうした状況を踏まえて、成長率は2013年の7.2%から2014年に6.4%まで減速し、2015年は6.4%と横ばいの推移を予想（図表29）。インフレ率は2014年で4.8%、2015年で4.9%と上昇を予想する（図表30）。



¹⁰ 政府は、台風被災地の復興に2017年までに3,610億ペソを投じる計画（仮設住宅の建設と被災者の移転1,833億ペソ、公共インフラの復旧284億ペソの予定）。今後、仮設住宅建設やインフラ復旧などの建設投資が加速し、1年程度は成長を押し上げるとみる。

¹¹ 中央銀行は、今年に入って預金準備率を3月と5月に1%ずつ引き上げ、また主な資金吸収手段である特別預金口座（SDA）金利を6月と9月に+0.25%ずつ引き上げ、政策金利を7月と9月に+0.25%引き上げている。

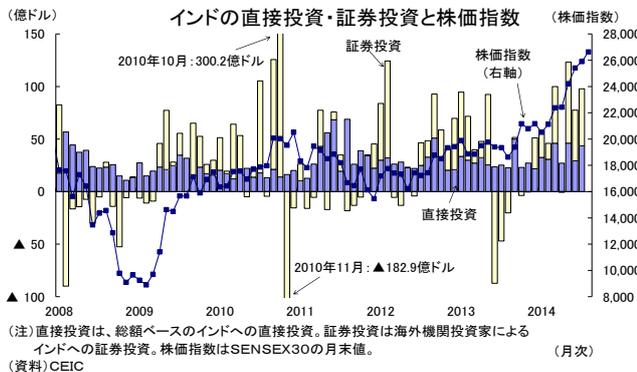
2-7. インド

インドでは、4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.7%（供給側¹²）と2011年1-3月期ぶりに5%台後半の成長率となった。しかし、支出項目別に見ると、足元の投資の改善は前年同期の実績が低かったことが主因であり、現時点では本格的な投資主導の成長サイクルに入ったとは考えにくい。

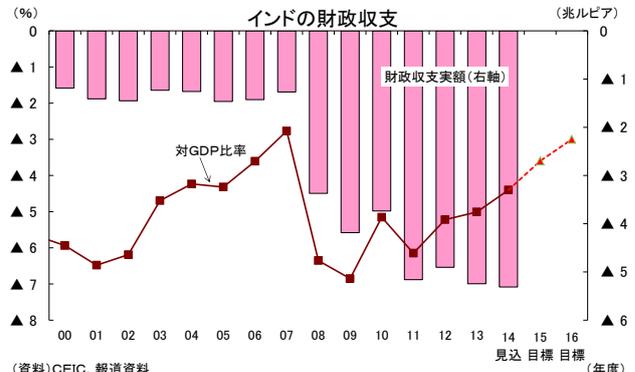
先行きは、緩やかな景気回復が続くものと見ている。新政権の下でインフラ開発のスピードが上がるといった中期的な成長期待が海外からの直接投資・証券投資を促し、投資は加速するだろう（図表31）。また、輸出も米国主導の海外景気の回復と通貨安による価格競争力の向上によって好調を維持すると見ている。さらに、消費についても足元のインフレ率の低下傾向が続いた場合には底堅さを維持するだろう。ただし、先行きには景気の下押し要因もある。インフレ率が再上昇する可能性は依然として残っているほか、経常赤字および財政赤字の改善に向けた動きは継続して景気への下押し圧力となる（図表32）。インフレ率は、米国の早期利上げ観測の高まりを背景としたルピー安に伴う輸入インフレ、地政学的リスクを背景とした原油価格の急騰などを受けて、再上昇するリスクは残っている。また、先行きの内需の回復は、輸入拡大によって経常赤字へと繋がるため、政府は輸入規制を維持するほか、中央銀行も政策金利を高めの水準で維持せざるを得ないだろう。さらに、財政再建を進める中ではインフラ開発予算の大幅増額など公共投資への期待は薄い。このように当面は経常収支と財政収支の改善策が景気の下押し圧力となるだろう。しかし、その改善が進むに連れて、投資主導の成長経路に入っていくものと見ている。

こうした状況を踏まえて、インドの成長率は2013年の4.7%から2014年に5.6%まで加速し、さらに2015年には6.0%まで加速すると予想（図表33）。また、インフレ率は2014年で8.0%、2015年で7.6%と緩やかな低下を予想する（図表34）。

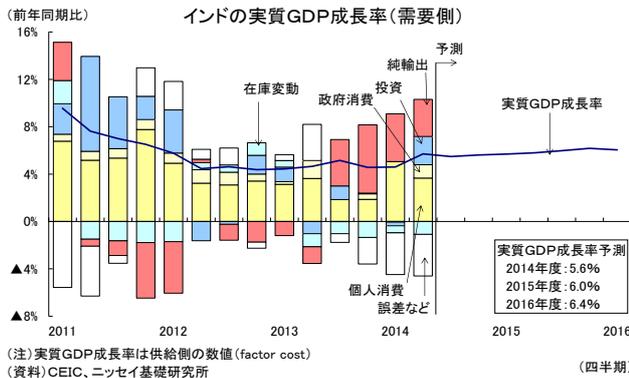
（図表31）



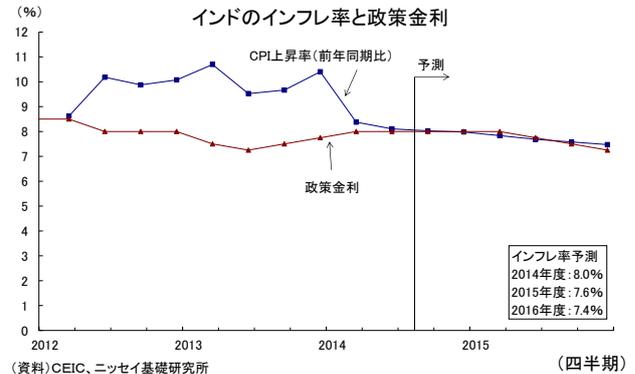
（図表32）



（図表33）



（図表34）



¹² GDP at factor cost として公表されている数値。

（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。