

Weekly エコノミスト・ レター

アジア新興国・地域の経済見通し ～資源安の恩恵が内需を支え、底堅い成長へ～

経済研究部 研究員 齊藤 誠
(03)3512-1780 msaitou@nli-research.co.jp

1. アジア新興国・地域の2015年1-3月期の成長率は前年同期比+5.7%と、前期の同5.3%から上昇した。しかし、国・地域別に見ると、インド・タイが上昇、韓国・台湾・マレーシア・インドネシア・フィリピンが低下と、景気減速した国が多い。総じて、資源安を背景に内需が堅調に推移したが、輸出の減速が下押し圧力となって成長率は伸び悩む傾向が見られた。
2. 先行きについては、先進国経済が米国を中心に回復に向かう一方で中国・資源国経済が減速するために輸出の牽引力は乏しいものとなるが、内需は引き続き資源安の恩恵を受けて堅調を維持し、底堅い成長になるだろう。
3. 景気を下振れさせるリスク要因としては、外部環境の悪化による輸出の減速や、海外投資家のリスク許容度の低下によって、世界的な緩和マネーがアジア新興国・地域から資金を引き揚げる恐れが依然として残っている。
4. 金融政策については、資源安によるインフレ率の低下や景気弱含みを受けて金融緩和の動きが広がっており、アジア新興国・地域では年明けから韓国・タイ・インドネシア・インドが政策金利を引き下げている。しかし、年後半からは資源安の一巡でインフレ率が上昇するほか、米国の利上げが年内に始まると予想され、今後の緩和余地は限られている。

アジア新興国・地域の経済見通し

(前年比、%)

実質GDP 成長率	2014年					2015年					2016年					インフレ率	2014年					2015年					2016年				
	(実)	1-3 (実)	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 (実)	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 (実)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)		
韓国	3.3	2.5	2.7	3.0	3.3	2.9	3.4	3.3	3.3	3.2	3.3	韓国	1.3	0.6	0.5	1.1	1.6	1.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1	2.2	2.1	2.1	2.2	2.1		
台湾	3.8	3.4	2.9	3.1	3.5	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	台湾	1.2	▲0.6	▲0.7	0.0	1.2	▲0.0	1.7	1.7	1.5	1.2	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5		
マレーシア	6.0	5.6	4.4	4.5	4.7	4.8	4.7	5.5	5.3	5.3	5.2	マレーシア	3.1	0.7	2.2	2.4	2.6	2.0	3.1	2.6	2.5	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7		
タイ	0.9	3.0	3.3	3.7	3.5	3.4	3.4	3.7	3.9	3.9	3.7	タイ	1.9	▲0.5	▲0.9	▲0.0	0.8	▲0.2	1.9	2.2	2.0	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0		
インドネシア	5.0	4.7	4.6	4.9	5.1	4.8	5.1	5.2	5.3	5.4	5.3	インドネシア	6.4	6.5	6.9	6.9	5.3	6.4	4.8	4.9	5.0	4.7	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9		
フィリピン	6.1	5.2	5.6	6.4	6.6	6.0	6.3	6.7	6.2	6.1	6.3	フィリピン	4.2	2.4	2.4	2.6	2.8	2.5	2.8	3.0	3.0	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0		
インド <下段:年度ベース>	7.1 <7.3>	7.5	7.3	7.3	7.4	7.4 <7.4>	7.5	7.6	7.5	7.9	7.6 <7.8>	インド <下段:年度ベース>	7.2 <6.4>	5.3	4.6	5.0	5.8	5.2 <5.4>	6.0	5.9	5.4	5.4	5.4	5.7 <5.5>	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	

(注)2015年、2016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

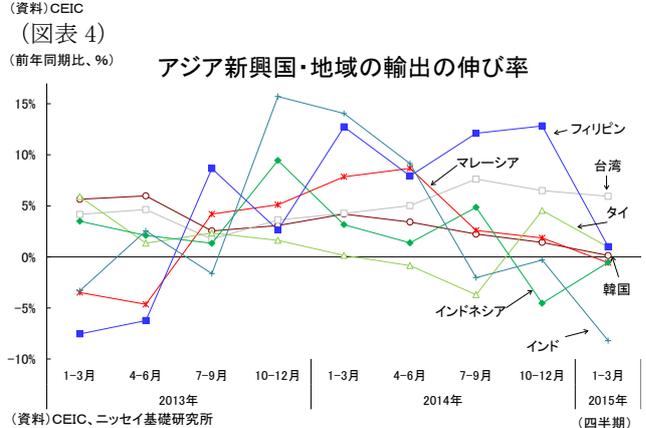
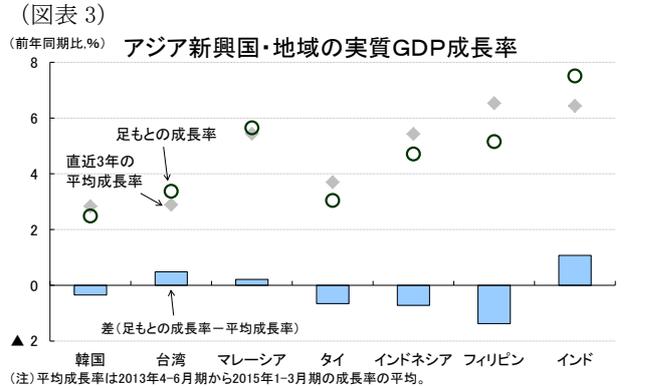
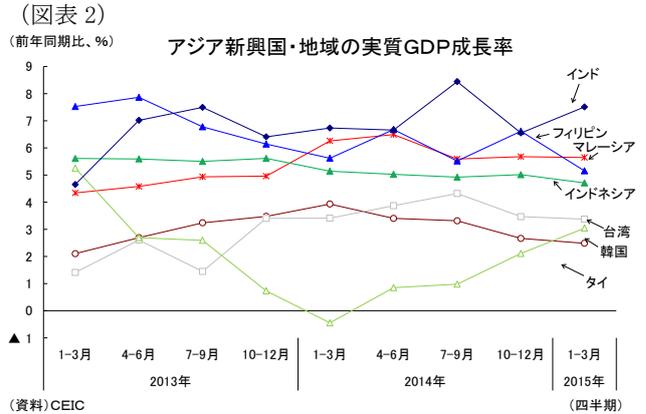
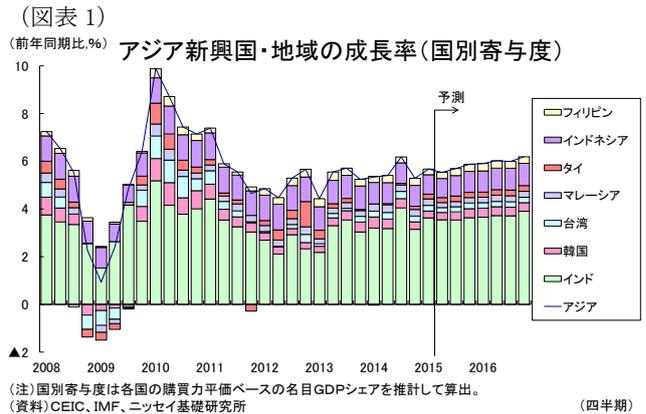
1. アジア経済の現状：底堅い内需も輸出不振を受けて減速

アジア新興国・地域¹全体の2015年1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比5.7%と、前期の同5.3%から上昇した(図表1)。しかし、7カ国・地域中で最も名目GDPの大きいインドでは、1-3月期のGDP統計の公表時に前期の成長率が0.9%ほど下方修正されている。前回の見通し作成時点では、10-12月期の成長率が同5.8%であったことを考慮すると、足元の景気が拡大した印象は薄い。

国・地域別に成長率を見ると、インド・タイが前期から上昇し、韓国・台湾・マレーシア・インドネシア・フィリピンが前期から低下した(図表2)。インド・タイの景気の加速は、インドが上述のとおり前期の成長率の下方修正、タイが政情不安による景気停滞局面から回復したためであり、景気の強さが感じられる内容ではない。また景気減速した国を見ると、台湾・マレーシアは1-3月期の成長率が直近3年平均を小幅に上回っているが、足元は弱含んでおり、景気は踊り場局面と思われる(図表3)。一方、韓国・インドネシア・フィリピンは1-3月期の成長率が直近3年平均を下回っており、景気は減速傾向にある。

次にGDPの内訳を見ると、総じて、資源安を背景に内需が堅調に推移したが、輸出の減速が下押し圧力となって成長率は伸び悩む傾向が見られた。

輸出の伸び率(前年同期比)は、インドネシアを除いて前期から悪化した(図表4)。この輸出の鈍化は、米国が悪天候や港湾スト、中国が過剰生産設備や不動産市況の低迷で減速するなど海外経済の不調が影響した。唯一改善したインドネシアはマイナス幅の縮小に止まり、台湾を除く国・地域では輸出が景気の牽引役にならなくなっている。特にインドは原油安で景気が悪化



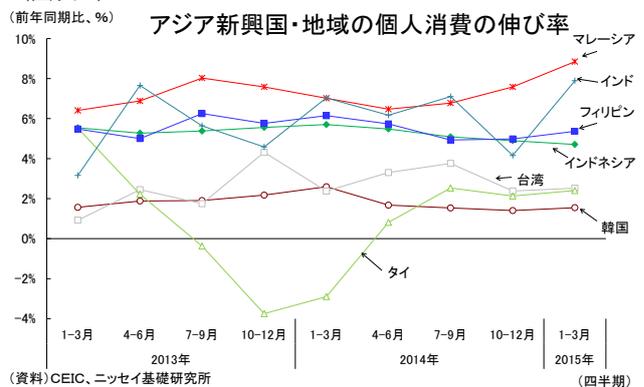
¹ 本稿における経済見通しの分析対象国・地域は韓国・台湾・マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン・インド。中国については、2015年5月29日公表のWeeklyエコノミスト・レター「[中国経済見通し～15年は7.0%、16年は6.8%、「3つの景気下押し要因」には注意!](#)」を参照。

した中東向けシェアが大きいいため、1-3 月期の伸び率は前年同期比▲8.7%と大幅に下落した。台湾は、伸び率はやや鈍化したものの、主力の IT 関連製品の輸出が好調を維持し、景気の牽引役となった。

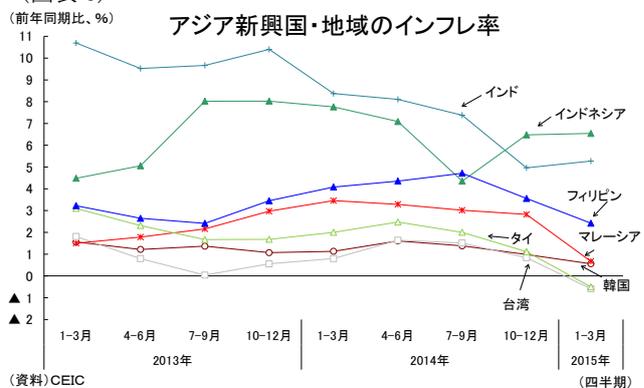
個人消費の伸び率（前年同期比）は、インドネシアを除く国・地域で前期から改善した（図表 5）。これは昨年からの資源価格の下落を受けて、インフレ圧力の後退に伴う家計の実質所得の増加や非資源関連産業の業績改善に伴う雇用・所得環境の改善、金融緩和の動きなどが要因と見られる。実際、インドネシアを除く国・地域ではインフレ率（消費者物価上昇率）は昨年 7-9 月期から今年 1-3 月期にかけて低下している（図表 6）。一方、インドネシアは昨年 11 月の燃料補助金の削減によってインフレ率が上昇し、個人消費の鈍化に繋がった。またマレーシアは、インフレ圧力の後退に加え、今年 4 月の物品・サービス税 (Good and Service Tax, GST) 導入前に駆け込み消費が発生したことも個人消費の改善に繋がったと見られる。

投資の伸び率（前年同期比）は、全ての国・地域で前期から改善した。（図表 7）。GDP に占める輸出シェアが大きい韓国・台湾・マレーシア・タイでは、輸出が減速するなかで設備投資が鈍化しやすいが、実際に伸び悩んだのは台湾だけだった。これは各国の緩和的な金融環境に加えて、韓国は不動産規制の緩和による住宅需要の拡大、マレーシアは昨年末の洪水被害への支援としてのインフラの修復や住宅建設、タイは政治の安定化による企業の投資意欲の改善などが投資の拡大に寄与したと見られる。

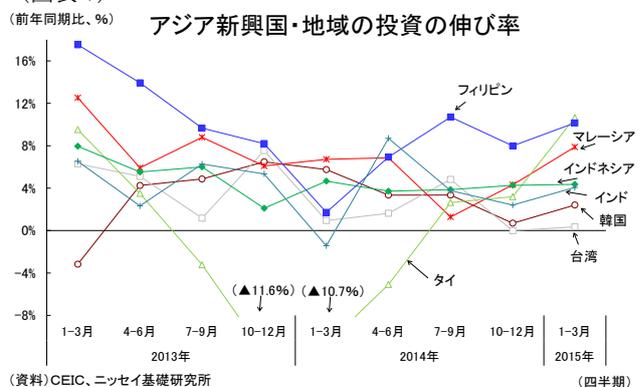
(図表 5)



(図表 6)



(図表 7)



2. アジア経済の見通し：資源安の恩恵が内需を支え、底堅い成長へ

2015 年のアジア新興国・地域全体の成長率は、先進国経済が米国を中心に回復に向かう一方で中国・資源国経済が減速するために輸出の牽引力は乏しいものとなるが、内需は引き続き資源安の恩恵を受けて堅調を維持し、底堅い成長になるだろう（図表 1）。

国・地域別に見ると、韓国・台湾は、中国向け輸出の不調を受けて内需への波及効果が限られるなか、景気が伸び悩むだろう（図表 8）。特に韓国は足元の中東呼吸器症候群 (MERS) の感染拡大を受けて、観光客の減少や外出を控える人が増加しており、短期的に景気が下振れる可能性が高い。

ASEAN4 は、GST 導入前の駆け込み消費の反動が見込まれるマレーシアとインフレ圧力の高いイン

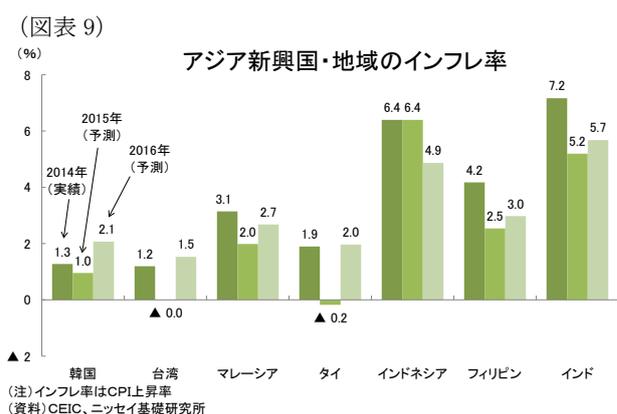
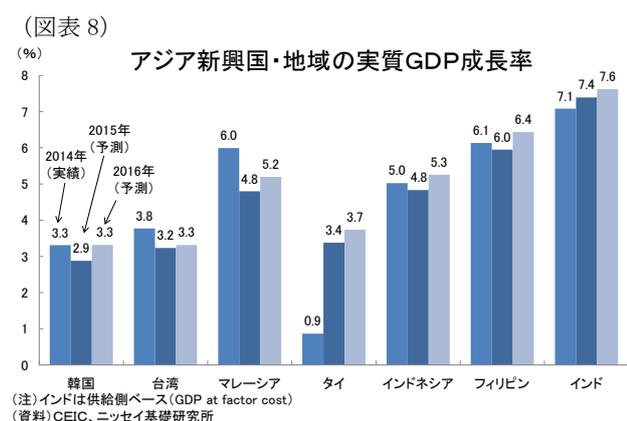
ドネシアでは個人消費を中心に内需が鈍化し、資源輸出の不調も景気を下押しするだろう。タイは、年明け以降の利下げが消費・投資の改善に寄与すると共に、一定程度バツ安を促して輸出の下支えも期待できる。しかし、高水準の家計債務が消費の足枷となり、成長率の上昇幅は限定的になるだろう。フィリピンは、海外出稼ぎ労働者の送金が米国を中心に増加して個人消費は堅調で、予算執行の加速に伴う公共事業の実施や先進国向けを中心に輸出の回復が見込まれ、景気は加速するだろう。

インドは、インフレ率は南西モンスーンの雨不足による上昇リスクを抱えつつもインフレ目標の範囲内で収まって個人消費が堅調を維持するほか、年明け以降の0.75%の利下げや公共事業の実施で投資が改善して、景気は回復基調を維持すると見ている。

また、政治のイベントとしては、台湾が2016年1月に総統選挙と立法院選挙、フィリピンが2016年5月に大統領選と国会（上院、下院）、地方首長・議会選挙を実施される見込みである。またタイは早ければ来年8月に民政移管に向けた総選挙が実施される。選挙前後では選挙関連支出の増加で個人消費が拡大する一方、民間企業が投資を見合わせる動きが出るだろう。また現政権が景気対策を打ち出す可能性もある。

景気を下振れさせるリスク要因としては、外部環境の悪化による輸出の減速や、海外投資家のリスク許容度の低下によって、世界的な緩和マネーがアジア新興国・地域から資金を引き揚げる恐れが依然として残っている。従って、年内の米国の利上げ開始やギリシャのデフォルト、中東における地政学的リスクなどは引き続き注意する必要があるだろう。

金融政策については、資源安によるインフレ率の低下や景気弱含みを受けて金融緩和の動きが広がっており、アジア新興国・地域では年明けから韓国・タイ・インドネシア・インドが政策金利を引き下げている。しかし、年後半からは資源安の一巡でインフレ率が上昇するほか、米国の利上げが年内に始まると予想され、今後の緩和余地は限られている。特にインドネシアはインフレ目標の達成と経常赤字縮小に向けて政策金利を高水準で調整するだろう。



3. 各国・地域経済の見通し

3-1. 韓国

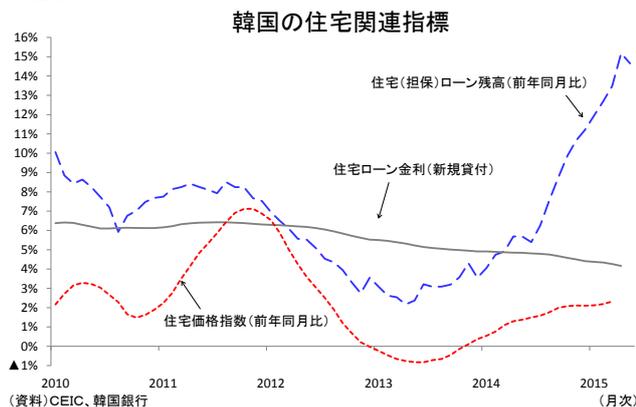
韓国の2015年1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比2.5%と、4四半期連続で鈍化した。昨年4月の船舶事故で自粛ムードが広がって以降、政府は計46兆ウォンの景気刺激策と不動産規制緩和を打ち出し、中央銀行は直近1年間で政策金利を1%引き下げたにも関わらず、景気回復力は乏しい(図表10)。さらに6月以降は中東呼吸器症候群(MERS)の感染拡大を受けて、観光客の減少や外出を控える人が増加している。既に百貨店や大型スーパー、飲食店では売上が悪化しており、景気下振れは避けられないだろう。収束が不透明な状況が続くほどに景気回復の時期は遅れるだろう。

GDPの5割を占める輸出は、最大の貿易相手国である中国や資源国向けの鈍化や経常黒字を背景とするウォン高に伴う価格競争力の低下を受けて、今後も伸び悩むだろう。また輸出環境の悪化を受けて加速する製造業の海外移転も輸出の足枷となりそうだ。年内の発効を目指す中韓FTAは関税が長期間で引下げられるため、来年からの飛躍的な輸出拡大は見込みにくい、一定程度の押し上げ効果は期待できる(図表11)。

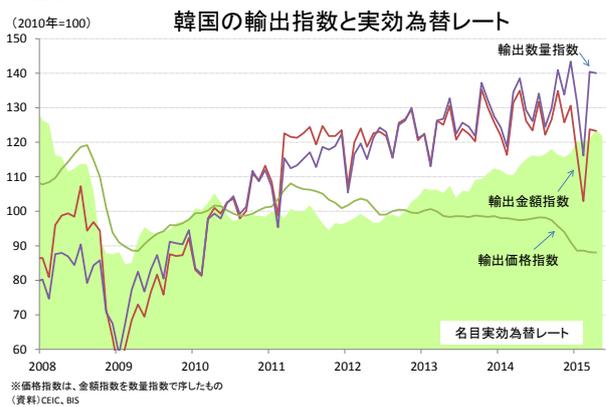
内需は、資源安によるインフレ率の低下を通じた家計の購買力の向上や家計所得増大策、規制改革などが下支えになるも、輸出環境の悪化によって輸出から消費・投資への波及効果が乏しいために伸び悩み状況が続くだろう。足元のMERSによる景気の下振れリスクに対しては、政府が再び財政出動の動きを見せており、景気減速が抑えられる期待もある。結果、韓国の成長率は2015年が2.9%、2016年が3.3%と景気回復力の乏しい状況が続くと予想する(図表12)。

インフレ率は年後半から資源安の一巡によって上昇するが、緩慢な景気動向を受けて中央銀行のインフレ目標(3.5±1%)を下回る水準に止まるだろう。インフレ率は2015年が1.0%、2016年が2.1%の緩やかな伸びを予想する(図表13)。金融政策は、当面はウォン安誘導のための追加利下げを見込むが、その後は米国の利上げや家計債務の膨張を懸念して据え置くと予想する。

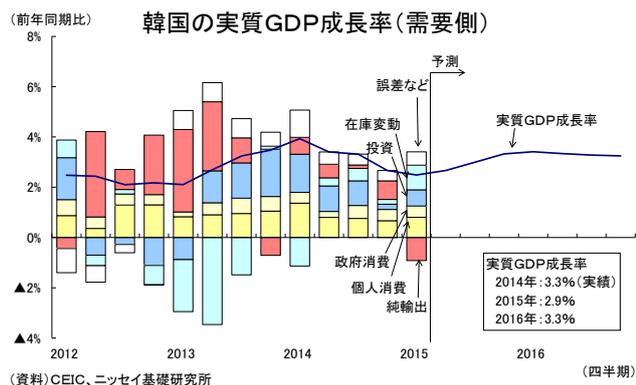
(図表10)



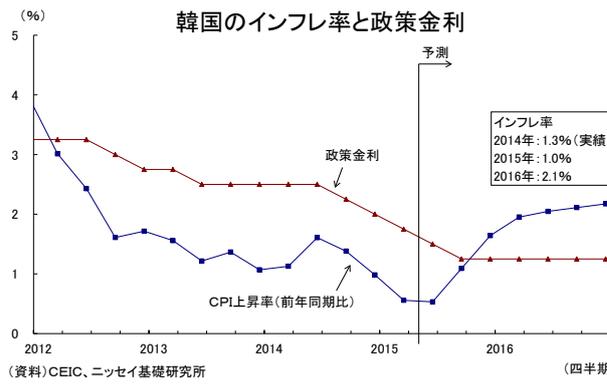
(図表11)



(図表12)



(図表13)



3-2. 台湾

台湾の2015年1-3月期の成長率は前年同期比3.4%と、堅調な景気が続いている。台湾経済は、モバイル端末向けの半導体や光学レンズなどの主力のIT関連製品の需要が良好であり、輸出主導の成長が続いてきた。しかし、輸入の伸び悩みが成長率を押し上げたほか、製造業の設備投資の減少を受けて投資が鈍化し、これまでの輸出主導の安定成長は不透明感が漂う。

輸出は、米国を中心に先進国の景気回復が見込まれるものの、貿易シェア約4割を占める中国の景気減速の影響を強く受けると見られ、景気の牽引力には期待できない。また世界のスマートフォン需要は、インド市場の拡大が見込まれる一方で最大の中国市場を中心に伸び悩んでおり、輸出の牽引力が弱まりつつある。

内需は、引き続き低インフレ環境が消費の追い風となり、交易条件の改善による企業収益の増加は投資の拡大にも繋がる。しかし、先行きの輸出の先行き不透明感を考慮すると、輸出拡大からの個人消費と投資への波及効果は以前ほど期待が持ちにくい。半導体企業では世界的な需要減や中国企業の台頭による価格競争の激化によってDRAM市況が下落しており、売上の伸びが縮小する企業が目立つ(図表14)。既に景気信号は4月に3年半ぶりに「低迷」を示す水準まで急落しており(図表15)、このまま景気が減速感が強まると、2016年以降は財政出動による景気下支えも見込まれる。

昨年「ひまわり学生運動」や食の安全問題を受けて、11月の統一地方選では与党・国民党は大敗した。来年1月に実施される総統選挙・立法院選挙では野党・民進党に政権交代する可能性が高まっている。民進党総統候補の蔡英文氏は「中台関係は現状維持が原則」とするが、民進党は党綱領に「台湾独立」を掲げるだけに、政権交代後に内需拡大策の結果として対中投資が抑制され、台湾企業の競争力が低下するリスクがある。こうした状況を踏まえ、台湾の成長率は2014年の3.7%に対して2015年が3.2%、2016年が3.3%とやや鈍化すると予想する。(図表16)

インフレ率は、年後半から資源安の一巡を受けて上昇した後は横ばい圏で推移し、2015年が▲0.0%、2016年が1.5%と予想する(図表17)。金融政策は、当面は政策金利を据え置くと予想する。

(図表14)

台湾主要IT企業の売上高動向 (億台湾元、%)

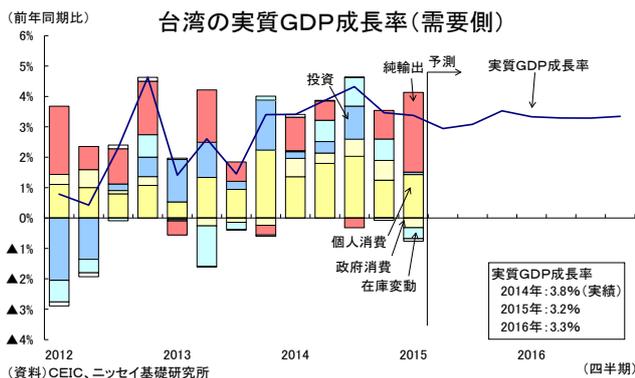
分野	企業名	2014年		2014年		2014年		2014年		2015年	
		1-3月期	前年	4-6月期	前年	7-9月期	前年	10-12月期	前年	1-3月期	前年
		売上高	同増	売上高	同増	売上高	同増	売上高	同増	売上高	同増
半導体	台湾積体電路製造(TSMC)	1,482	11.6	1,830	17.4	2,090	28.6	2,225	52.6	2,220	49.8
	聯発科技(メディアテック)	460	91.9	541	62.7	575	47.3	555	39.3	475	3.3
EMS	和碩聯合科技(ベガトロニクス)	2,179	▲1.5	2,105	3.2	2,384	▲7.0	3,525	31.1	2,739	25.7
	広達電脳(クワンタ)	2,158	9.4	2,145	12.3	2,443	10.8	2,517	▲7.3	2,052	▲4.9
PC	仁宝電脳(コンパル)	1,706	2.0	2,019	20.8	2,268	37.6	2,465	27.4	1,983	16.3
	華碩電脳(ASUS)	1,103	▲3.4	1,052	5.6	1,239	4.3	1,378	5.4	1,119	1.4
液晶パネル	宏碁(エイサー)	767	▲16.4	813	▲9.1	861	▲6.6	857	▲1.2	681	▲11.3
	群創光電(群創光電)	896	▲23.3	1,111	▲0.4	1,131	16.3	1,149	18.2	1,002	11.8
スマホ	友達光電(友達)	938	▲0.5	1,020	▲9.2	1,069	▲0.2	1,054	2.6	953	1.6
	友達光電(友達)	331	▲22.6	651	▲7.9	419	▲11.0	479	11.6	415	25.4
その他	鴻海精密工業(ホンハイ)	8,830	9.2	8,794	▲1.9	9,507	3.5	14,994	12.8	10,143	14.9

(資料)台湾証券取引所、各種報道資料

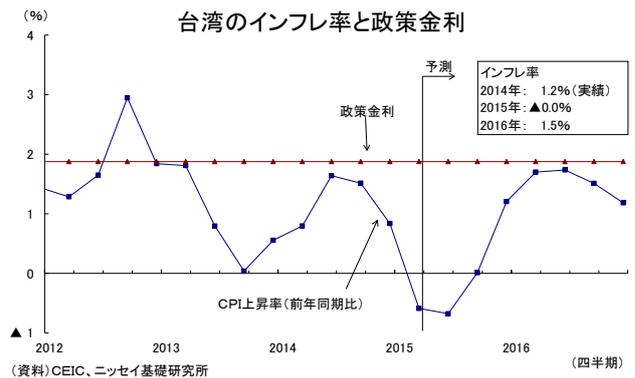
(図表15)



(図表16)



(図表17)



3-3. マレーシア

マレーシアの2015年1-3月期の成長率は前年同期比5.6%と、民需中心の底堅い成長を続けているが、1-3月期は4月の物品・サービス税（GST）導入前の駆け込み需要がなければ景気減速したと見られる。今後は駆け込み需要の反動や原油安による石油関連企業の投資鈍化が顕在化し、これまで景気を牽引してきた民需が冴えず、景気減速する可能性が高い。

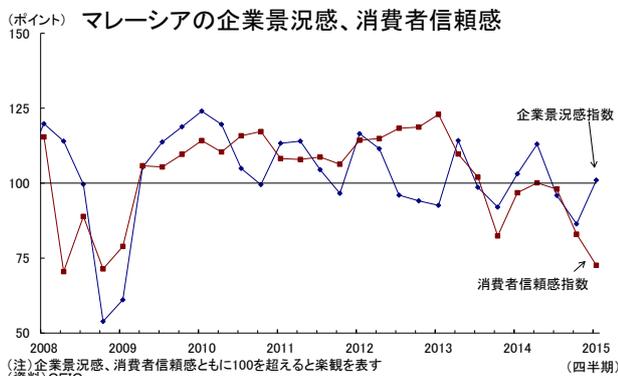
4月のGST導入を受けて、消費者物価上昇率が3月の前年比0.9%から4月の同1.8%へと上昇した。販売・サービス税の廃止や非課税品目の設定など各種施策²が合わせて実施されたために、企業のコスト増加分の価格転嫁に伴う物価上昇は限定的だった。しかし、物価上昇に備えた駆け込み消費は発生しており、4-6月期以降は駆け込みの反動で個人消費が鈍化するだろう（図表18）。

また年明け以降、原油価格は反転したものの、上値は重く、石油関連企業は業績悪化のために投資削減計画が進められるほか、雇用・所得環境が悪化し、景気の下押し要因になるだろう。一方、資源安による低インフレは、引き続き実質所得の増加を通じて家計の購買力を向上させるほか、非資源関連産業の投資の拡大や雇用環境の改善に繋がる。また緩和的な金融環境が続くと見られ、民間投資を中心に内需は底堅さを見せるだろう。

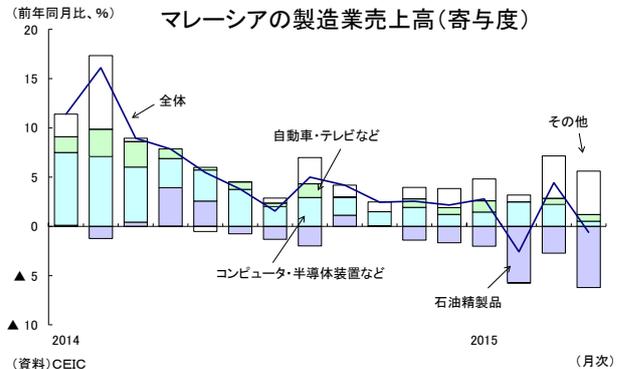
輸出は、リンギ安によって競争力が向上した電気・電子製品など輸出型製造業（図表19）を中心に堅調を維持するだろうが、輸入は中間財や底堅い内需を受けた資本財や消費財が増加すると見られ、純輸出の寄与は限定的に止まるだろう。結果、成長率は2014年の6.0%から2015年は4.8%に鈍化するが、2016年には5.2%に回復すると予想する（図表20）。

インフレ率は、GST導入や資源安の一巡を受けて2015年が2.0%まで上昇し、2016年は2.7%と安定的な経済成長の下で緩やかに上昇すると予想する（図表21）。金融政策は、米国の利上げ観測を前に景気減速に伴う利下げは控えられ、少なくとも年内は現行の緩和的な水準を維持するだろう。

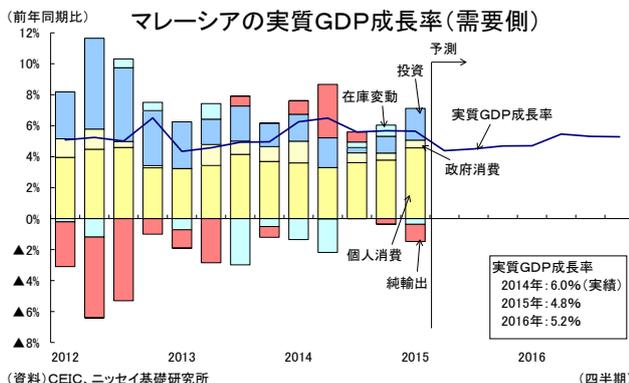
（図表18）



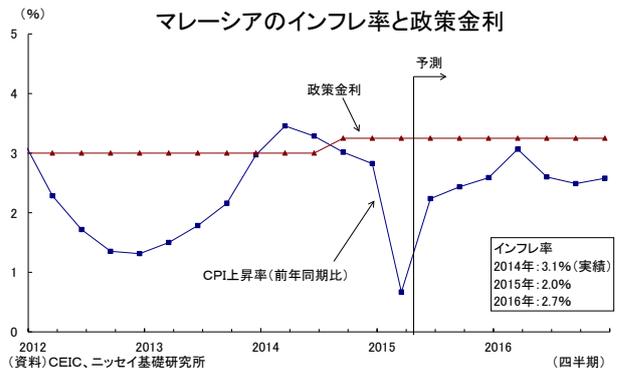
（図表19）



（図表20）



（図表21）



² GST導入に合わせて、従来の売上税（税率5-20%）とサービス税（税率6%）の廃止やGSTへの非課税・ゼロ税率の適用、個人所得税と法人税の税率引下げ、一時金支給による低所得者対策などを実施。

3-4. タイ

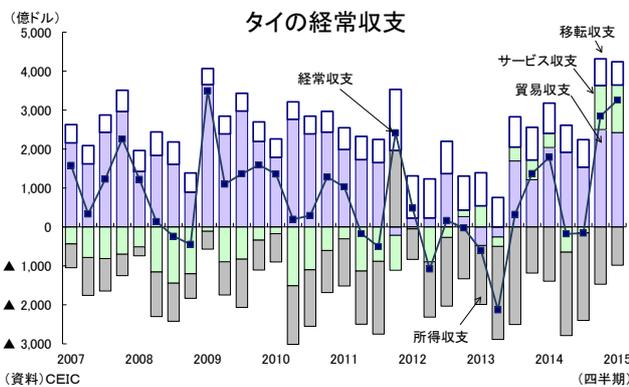
タイの2015年1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比3.0%と4四半期連続で上昇したが、市場予想³の3.4%を下回った。昨年5月の軍事クーデター後、政情安定化による消費者マインドの改善や政府機能の復旧などから内需は緩やかに回復しているが、高水準の家計債務と農産物価格下落による農業所得の減少が個人消費の重石となり、また資源安と内需低迷に伴う経常黒字拡大がパーツ高圧力となり（図表22）、財の輸出の不振に繋がっている。先行きもこうした景気の足枷を抱えながらの回復傾向が続くため、成長率の上昇幅は限定的になるだろう。

景気回復の遅れを懸念する中央銀行は、3月と4月に政策金利を0.25%ずつ引き下げて1.75%とした。家計の債務残高（GDP比）は80%を超えていることから、利下げによる消費喚起は限定的だろうが、民間投資は政局安定化による企業マインドの改善が続いていることから拡大するだろう。また足元の低インフレは個人消費・民間投資の追い風になるほか、財政支出の執行加速によるインフラ投資が拡大することから、内需は拡大基調が続くと見られる。

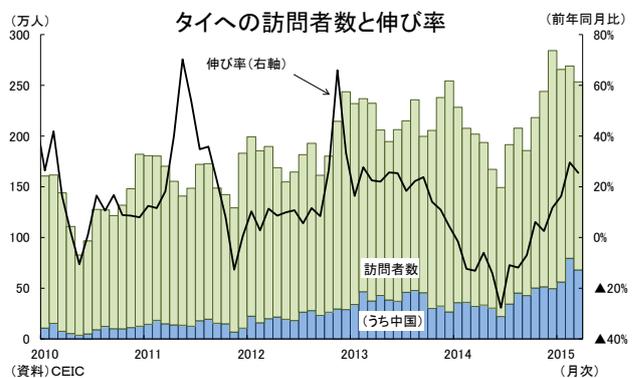
輸出は、中国や資源国の景気減速を受けて当面は伸び悩むだろうが、年後半は先進国の景気回復を受けて、利下げによるパーツ安誘導は限定的ながらも輸出の後押しとなるだろう。また今年4月にタイ軍政による戒厳令の解除を受けて外国人旅行者数が増加することから、サービス輸出は好調を維持するだろう（図表23）。さらに今年末に発足するASEAN経済共同体を見据えた域内貿易の更なる拡大が見込まれ、来年以降は輸出の拡大基調が明確になるだろう。結果、成長率は2014年の0.9%から2015年は3.4%に回復し、2016年には3.7%まで上昇すると予想する（図表24）。

インフレ率は、年後半から資源安の一巡を受けて上昇し、その後は緩やかな景気回復が続く中で安定的に推移し、2015年が▲0.2%、2016年が2.0%と予想する（図表25）。金融政策は、当面はもう1段の利下げを見込むが、その後は家計債務の膨張を懸念して据え置くと予想する。

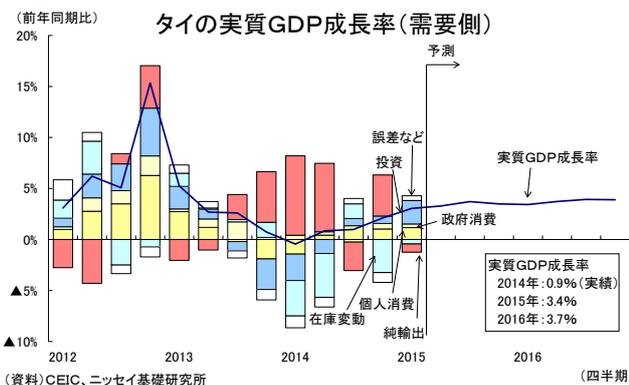
（図表 22）



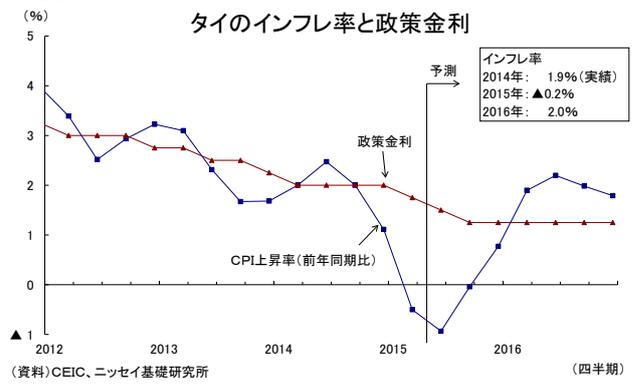
（図表 23）



（図表 24）



（図表 25）



³ Bloomberg 調査

3-5. インドネシア

インドネシアの2015年1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.7%と、2012-2014年の平均成長率5.5%を下回っている。消費はインフレ圧力のために弱含み、輸出は未加工鉱石の輸出制限措置の継続、中国経済の鈍化、コモディティ安の影響を受けて2期連続で減少している。先行きは、公共投資の予算執行が加速し、年後半からは内需を中心に景気回復局面に入ると見ている。

昨年からの原油安は、多くの国ではインフレ率の低下に伴う実質所得の増加によって個人消費のプラス材料となるが、同国の場合は昨年の燃料補助金削減やルピア安によるインフレ圧力が働いており、個人消費の拡大に繋がりにくい状況にある。しかし、今年末には政策要因の一巡に伴い、インフレ率は中央銀行のインフレ目標（3-5%）の上限程度まで低下するだろう。これを受けて、消費者心理が改善に向かい、個人消費は来年から改善するだろう。

政府は、上述のガソリン向け補助金の削減によって、2月の補正予算案でインフラ関連投資を約100兆ルピア増額したが（図表26）、1-3月期においては予算執行が間に合わずに投資の伸び悩みに繋がった。しかし、6月以降は執行が加速すると見られ、年後半には公共投資の拡大が景気を押し上げるだろう。

輸出は、鉱石の輸出規制の継続、中国経済の鈍化、コモディティ安が重石となり、輸出競争力の向上を促すルピア安のメリットが見られない。今後も資源を中心に輸出の低迷が続くだろう。またインフラ向けの資本財輸入増が見込まれ、成長率を押し下げると見られる。足元の貿易収支は輸入の減少を通じて改善し、経常赤字は縮小傾向にあるが（図表27）、物価の高止まりと先行きの米国の利上げが見込まれるなか、対ドルでルピア安が進行して当面は追加利下げが見込みにくい。政府は行政改革や汚職撲滅、投資申請窓口の一元化などの投資促進策を進めるが、高金利とコモディティ安による資源関連産業の投資削減を受けて、年内は民間投資が伸び悩むだろう。

結果、成長率は2014年の5.0%から2015年が4.8%と低下し、2016年は5.3%まで回復すると予想する（図表28）。またインフレ率は2015年が6.4%、2016年が4.9%と予想する（図表29）。

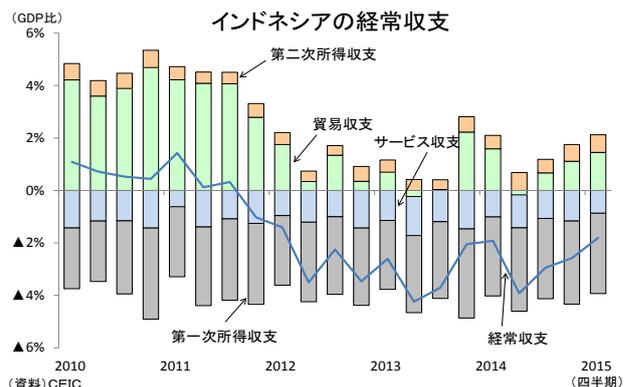
（図表26）

2015年度補正予算案 (兆ルピア)

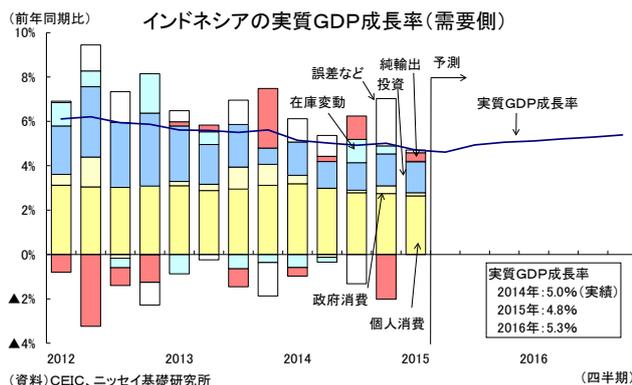
	2014年 補正	2015年 当初	2015年 補正案
歳入	1,635	1,794	1,769
税収	1,246	1,380	1,485
税外収入	387	410	281
歳出	1,877	2,040	1,995
燃料補助金	246	276	82
開発支出	161	175	290
財政収支 (GDP比、%)	▲2.42 (▲2.4)	▲2.46 (▲2.2)	▲2.26 (▲1.9)
経済成長率(%)	5.5	5.8	5.8
国内原油価格(ドル/バレル)	105.0	105.0	70.0

(資料) 財務省

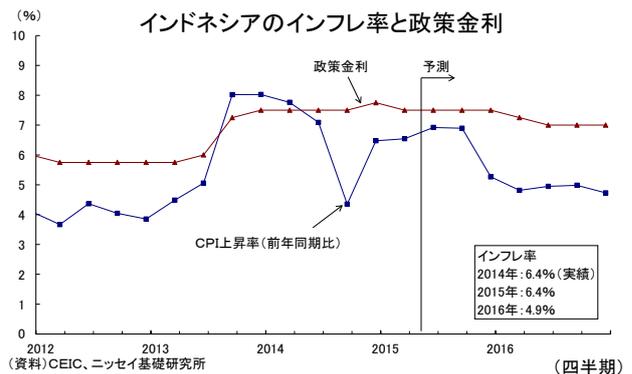
（図表27）



（図表28）



（図表29）



3-6. フィリピン

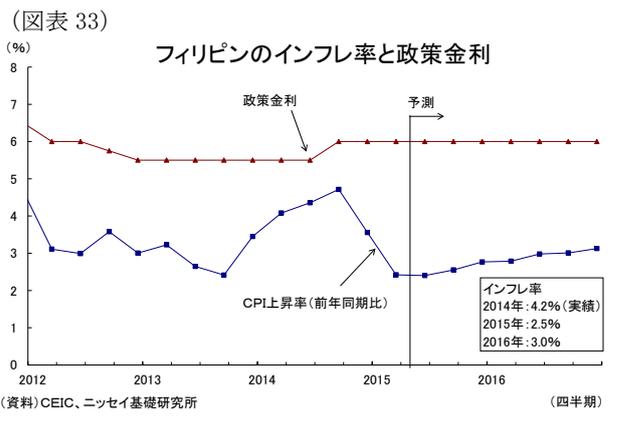
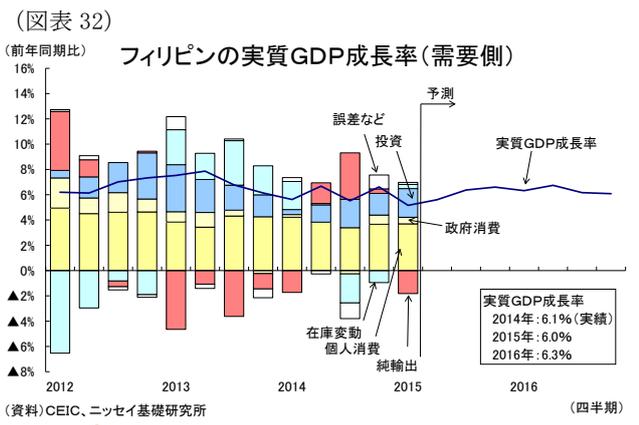
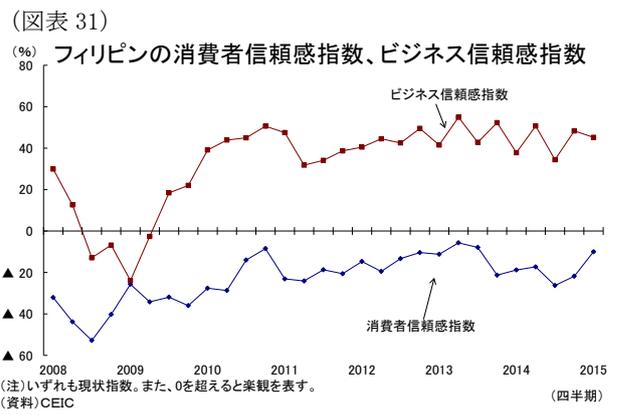
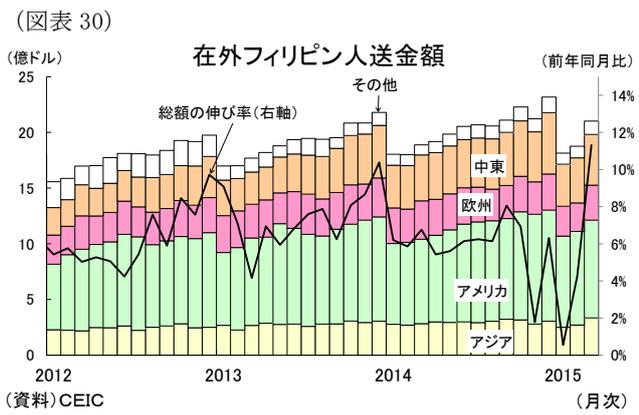
フィリピンの2015年1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比5.2%と、前期の同6.6%から大きく下落した。景気減速の主因は輸出の不振と予算執行の遅れであるが、年後半からは公共事業の実施が増えるなかで内需を中心に回復基調が強まるだろう。

2015年度予算(約2.6兆ペソ、前年比+15.1%)では、社会福祉やインフラ整備の歳出増によって公共部門が経済成長を押し上げると思われたが、予算執行の遅れが1-3月期の景気減速の主因となった。政府はこれを官僚組織の問題として予算執行の迅速化を図る大統領令を發布しており、年後半には公共部門の景気の押し上げが見込まれる。

民間部門は、GDPの7割を占める個人消費を中心に堅調に推移している。GDPの1割に相当する海外出稼ぎ労働者の送金は、送金額の約半分を占める米国の景気回復や米国の利上げ観測によるペソ安を受けて拡大基調を維持すると見られる(図表30)。またインフレ率の低下による実質所得の増加なども追い風に消費者信頼感指数は改善傾向にあり(図表31)、個人消費は引き続き成長の牽引役となりそうだ。また民間投資については、日系を中心に海外からの直接投資の流入が続くと見込まれ、目前まで来ているミンダナオ和平の実現や6月に発表されたばかりの自動車振興策も追い風となって好調を維持するだろう。また輸出については、最大の輸出先である日本向けを中心に年後半から拡大基調を強めると予想する。

来年5月には大統領選挙が予定される。来年前半は選挙前の支持率確保に向けた政府支出と政党の選挙関連支出で民間消費が拡大するが、年後半は反動で鈍化すると見られる。結果、成長率は2014年の6.1%から2015年に6.0%に鈍化するが、2016年は6.3%まで上昇すると予想する(図表32)。

インフレ率は、年後半から資源安の一巡を受けて上昇し、2015年が2.5%、2016年が3.0%とインフレ目標圏内(3±1%)で緩やかに上昇すると予想するが(図表33)、足元ではエルニーニョ現象による干ばつ被害で農産物価格が上昇するリスクもある。金融政策は、当面はインフレリスクを意識して政策金利を現行の緩和的水準で維持すると見られる。



3-7. インド

インドの2015年1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比7.5%となった。インフレ率の鈍化を受けてGDPの約6割を占める個人消費が大きく改善した一方で、前期の成長率が同7.5%から同6.6%に下方修正されており、景気のトレンドは不透明である。先行きは、南西モンスーン（6-9月）の雨不足によるインフレ上昇リスクを抱えつつも物価の安定が続き、中央銀行による利下げ効果が顕在化するなか、景気は回復基調が続くと見ている。

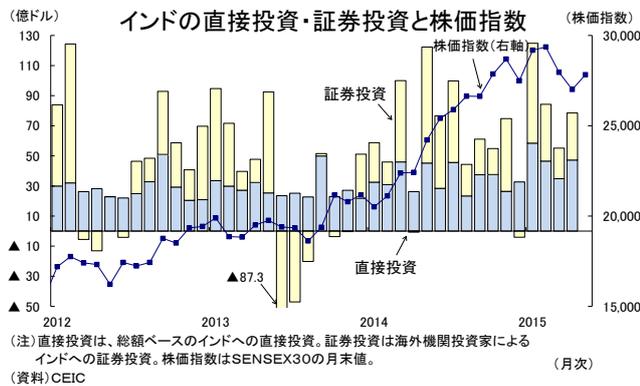
先行きのインフレ率は、昨年後半の原油価格下落の一巡によるベース効果により上昇するが、中央銀行のインフレ目標（2016年度1月に6%）の上限程度で収まると見られ、消費は堅調を維持するだろう。ただ、インド気象庁によると今年の南西モンスーンの降雨量は平年より12%少ない見通しで（気象学上は干ばつ）、農業生産が落ち込みかねない状況である。穀物の放出など政府のインフレ対策が不十分であれば食料インフレが過熱し、消費が減退する恐れがある。

新政権発足以降、積極外交による投資の呼び込みや汚職の是正、認可手続きの簡素化、外資規制の緩和などによって企業の投資意欲は改善しており、特に対内直接投資は堅調を維持するだろう（図表34）。またインフレ圧力の後退を受けて、中央銀行は0.25%の利下げを年明けから3度実施しており、年後半からは利下げ効果が顕在化して、民間投資は徐々に回復するだろう。

公共部門は、1-3月期の歳出が乏しく、政府消費の鈍化に繋がった。しかし、4月には歳出が前年比+52.7%（投資支出は同+110.6%）と大きく増加しており、今後は2015-16年度予算において拡充されたインフラ支出が加速し、公共投資が景気を押し上げるだろう（図表35）。また輸出は先進国の景気回復が見込まれる一方で主要輸出先の中東の景気低迷を受けて伸び悩むだろう。

結果、成長率は政府目標の8.0-8.5%には及ばないまでも2014年度の7.3%から2015年度が7.4%、2016年度が7.8%と回復基調が続くと予想する（図表36）。インフレ率は、2015年度が5.4%、2016年度が5.5%と予想する（図表37）。

（図表34）



（図表35）

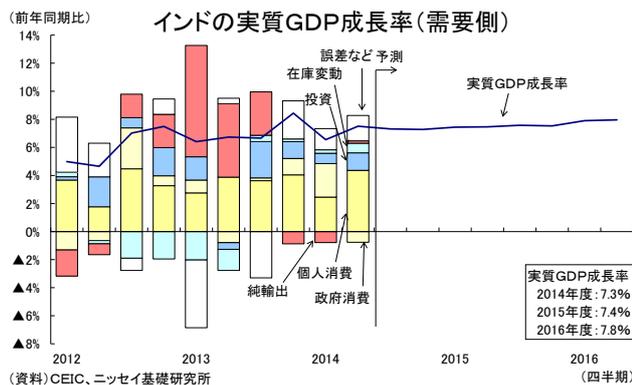
2015年度予算

（対GDP比%）

	13年度 実績	14年度 見込	15年度 予算
財政収支			
歳出	▲4.4	▲4.1	▲3.9
経費支出	13.7	13.3	12.6
(うち補助金)	12.1	11.8	10.9
投資支出	2.2	2.0	1.6
歳入	1.7	1.5	1.7
税収	9.3	9.2	8.7
その他	7.2	7.2	6.5
その他	2.1	2.1	2.1

（資料）インド財務省

（図表36）



（図表37）



（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。