

Weekly エコノミスト・ レター

アジア新興国・地域の経済見通し ～景気刺激策と輸出底打ちで緩やかな回復へ～

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 7-9 月期の成長率は前年同期比+5.4%増と、前期の同 5.2%増から上昇した。期待された資源安による内需拡大や先進国の景気回復による輸出の持ち直しは弱いものの、各国・地域が更なる景気の下振れを懸念して景気刺激策を相次ぎ打ち出しており、景気は底打ちの兆しが見られる。
2. 消費者物価上昇率は、国際商品市況の下落を背景に昨年後半から大きく低下しており、7-9 月期も低水準で推移した。先行きは通貨安が上昇要因になるものの、原油価格の下落や緩慢な景気回復によって物価上昇は緩やかなものとなるだろう。
3. 金融政策は、緩やかな物価上昇と米国の利上げ開始による通貨下落圧力が見込まれるものの、米国に追随して利下げした各国とは異なり、本稿対象の 7 カ国・地域では景気への配慮から当面は緩和的な金融政策を続けるものと予想する。16 年はインド・インドネシアの小幅の利下げを見込む。
4. 先行きの成長率は当面は政策効果で回復に向かい、16 年以降は輸出の底打ちと消費者・企業のマインドの改善によって 2016 年以降も回復基調が続くと見ている。もともと原材料や機械・設備など輸入の増加で外需の寄与は限定的となり、内需中心の緩やかな回復となるだろう。

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		2017年	インフレ率	2014年				2015年				2016年		2017年		
	(実)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (予)	(予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)		(予)	(実)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (予)	(予)	(予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)
韓国	3.3	2.5	2.2	2.7	2.9	2.6	2.8	3.0	3.0	2.8	2.9	3.1	韓国	1.3	0.6	0.5	0.7	1.1	0.7	1.3	1.5	1.7	1.9	1.6	2.0
台湾	3.9	4.0	0.6	▲0.6	0.4	1.0	1.2	2.2	2.6	2.3	2.1	2.2	台湾	1.2	▲0.6	▲0.7	▲0.3	0.5	▲0.3	1.4	1.3	1.0	1.0	1.2	1.3
マレーシア	6.0	5.6	4.9	4.7	4.2	4.9	4.3	4.2	4.5	4.7	4.4	5.0	マレーシア	3.1	0.7	2.2	3.0	2.5	2.1	3.4	3.1	3.1	3.2	3.2	3.4
タイ	0.9	3.0	2.8	2.9	2.7	2.8	2.8	3.2	3.3	3.4	3.2	3.4	タイ	1.9	▲0.5	▲1.1	▲1.1	▲0.4	▲0.8	1.1	1.5	1.7	1.6	1.5	2.0
インドネシア	5.0	4.7	4.7	4.7	4.8	4.7	5.0	5.1	5.2	5.3	5.2	5.4	インドネシア	6.4	6.5	7.1	7.1	4.8	6.4	4.7	4.6	4.6	4.9	4.7	4.9
フィリピン	6.1	5.0	5.8	6.0	5.9	5.7	6.3	6.3	5.9	5.9	6.1	6.1	フィリピン	4.2	2.4	1.7	0.6	1.1	1.4	1.9	2.3	2.9	2.9	2.5	3.3
インド (下段:年度ベース)	7.1 <7.3>	7.5	7.0	7.4	7.4	7.4 <7.4>	7.5	7.6	7.5	7.7	7.6 <7.6>	7.7 <7.7>	インド (下段:年度ベース)	7.2 <6.4>	5.3	5.1	3.9	5.4	4.9 <5.0>	5.5	5.3	5.1	4.9	5.2 <5.1>	4.9 <4.8>

(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. アジア経済の概況と見通し

(7-9 月期の実質 GDP : 景気刺激策により景気底打ちの兆し)

アジア新興国経済は昨年後半から景気減速局面が続いている。期待された資源安による内需拡大や先進国の景気回復による輸出の持ち直しは弱い。しかし、各国・地域が更なる景気の下振れを懸念して景気刺激策を相次ぎ打ち出しており、景気は底打ちの兆しが見られる。

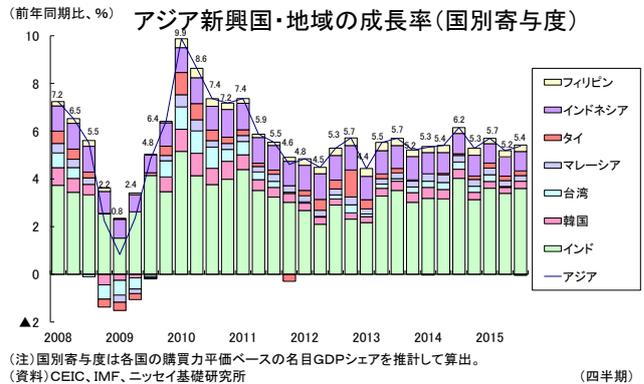
アジア新興 7 カ国・地域¹全体の 15 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 5.4%増と、4-6 月期の同 5.2%増から上昇した (図表 1)。

国・地域別に成長率 (前年同期比) を見ると、7 カ国・地域中で最も経済規模の大きいインドをはじめ韓国・タイ・フィリピンが 4-6 月期から上昇した。一方、マイナス成長に陥った台湾とマレーシアはそれぞれ 2 期連続で低下し、インドネシアは横ばいとなった (図表 2)。

輸出は、中国をはじめとした海外経済の低迷を受けて昨年半ばから今年 4-6 月期にかけて急激に鈍化したが、7-9 月期は台湾・インドネシアを除いて輸出の伸び率が上昇した (図表 3)。中国向けや欧米向けが持ち直した国が多く、更なる輸出の悪化は免れた。輸出の上昇幅が大きかった国は、労働コストの高い中国・タイに代わる生産拠点として注目されるフィリピンや通貨安で工業製品の価格競争力が向上したマレーシアであった。

アジア新興国にとって、中国は貿易取引先の上位 1 位・2 位であることから、自国の輸出動向は中国の輸入に左右されやすい。実際に中国側の貿易統計を見ると、輸入数量は 7-8 月に小幅のプラスに転じたものの、9-10 月に再び二桁減となるなど上昇トレンドには入っていない (図表 4)。従って、アジア新興国の輸出は総じて停滞局面が続いていると見られる。

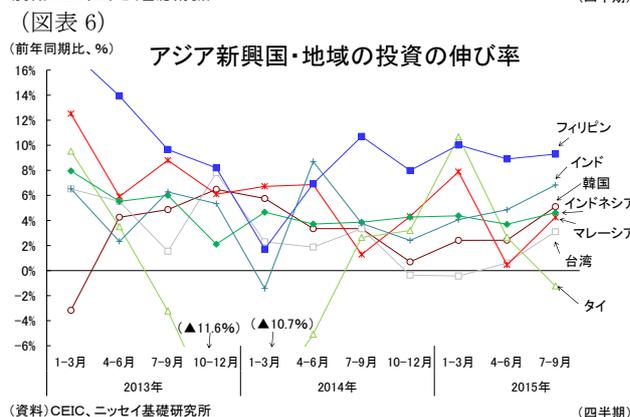
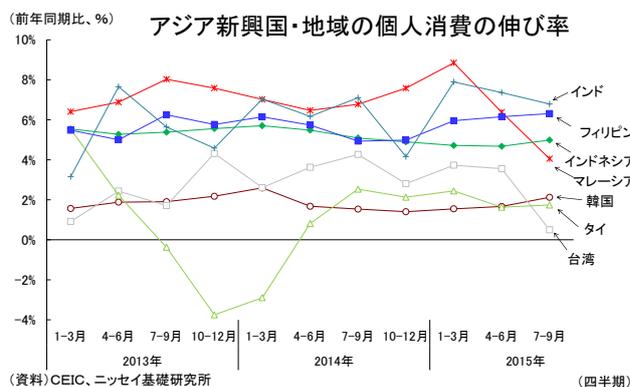
(図表 1)



内需は、底堅い個人消費と公共投資の拡大が下支え役となった。

まず個人消費は総じて底堅さを維持しており、7-9月期は韓国・タイ・インドネシア・フィリピンが4-6月期から上昇した(図表5)。資源価格下落によるインフレ率の低下や継続的な賃金上昇を受けて家計の実質所得が増加したこと、各国・地域が景気浮揚に向けて実施している財政政策や緩和的な金融政策によって家計の購買意欲が回復したことが、個人消費の改善に繋がったと見ている。しかし、国別に見ると個人消費が大きく下振れた国もある。マレーシアは今年4月の物品・サービス税(GST)導入の影響やリンギ安に伴う物価上昇、台湾は製造業の生産調整によって雇用者数と所得の伸びが鈍く、それぞれ個人消費が2期連続で低下した。

投資は、景気の先行き不透明感や資源価格の下落を背景に鈍化すると懸念されたが、7-9月期はタイを除く国・地域で上昇した(図表6)。総じて今年度予算の執行加速や景気対策の財政出動によって公共投資が拡大した影響が大きい。国別に見ると、原油安を追い風に燃料補助金を撤廃したインド・インドネシアなどは投資予算を大きく拡充しており、これまで遅れていた予算執行が改善したことから公共投資が拡大した。また韓国は、昨年の不動産規制緩和による住宅需要の拡大が続いたことや7月の景気対策などが投資回復に寄与した。なお、タイは公共部門が拡大した一方、過剰な生産能力を抱える民間部門が投資を控えたことから投資の伸び率は2期連続で低下した。

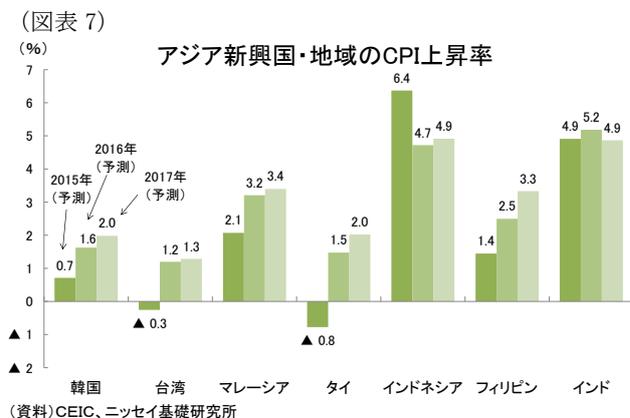


(物価：資源安の一巡と通貨安によって上昇へ)

各国・地域のインフレ率(消費者物価上昇率)は、昨年半ばからの国際商品市況の下落を受けて燃料に限らず幅広い品目で価格下落が波及して昨年後半から大きく低下しており、7-9月期も低水準で推移した(図表7)。

先行きは、対ドルで通貨安が進むなかで輸入インフレが国内物価に浸透してインフレ率は上昇に転じるだろう。しかし、原油価格は16年も停滞し、各国の景気回復も緩慢なことから物価上昇は緩やかなものとなりそうだ。

国・地域別に見ると、エルニーニョ現象の長期化など雨不足が続くフィリピン・タイ・インドネシア・インドでは農産物の不作による食料インフレのリスクが燻るほか、資源輸出国のマレーシア・インドネシアは更なる通貨安による輸入インフレが物価の上昇要因として働く見込みである。



(金融政策：物価上昇と米利上げ開始も景気への配慮で緩和的水準を維持)

金融政策は、物価下落に伴う利下げ余地拡大を追い風に、景気浮揚のための利下げを実施するケースが増加し、15年前半は韓国・タイ・インドネシア・インドが政策金利を引き下げた(図表8)。15年後半は台湾が9月と12月にそれぞれ0.125%、インドが9月に0.5%の利下げに踏み切ったが、各国・地域の中央銀行は米国の利上げを背景とした資金流出を懸念して、総じて金融政策を据え置くケースが多く見られた。

(図表 8)

アジア新興国・地域の政策金利の状況

	2013年末	2014年				2014年末	2015年				現在
	(13年対比)	Q1	Q2	Q3	Q4	(14年対比)	Q1	Q2	Q3	Q4	(14年対比)
韓国 (7日物レボ金利)	2.50 (▲0.25)			↓	↓	2.00 (▲0.50)	↓	↓			1.50 (▲0.50)
台湾 (公定歩合)	1.875 (+0.00)					1.875 (+0.00)			↓	↓	1.625 (▲0.25)
マレーシア (翌日物銀行間取引金利)	3.00 (+0.00)			↑		3.25 (+0.25)					3.25 (+0.00)
タイ (翌日物レボ金利)	2.25 (▲0.50)	↓				2.00 (▲0.25)	↓	↓			1.50 (▲0.50)
インドネシア (翌日物銀行間借入金金利)	7.50 (+1.75)				↑	7.75 (+0.25)	↓				7.50 (▲0.25)
フィリピン (翌日物銀行間貸出金利)	5.50 (+0.00)			↑↑		6.00 (+0.50)					6.00 (+0.00)
インド (翌日物レボ金利)	7.75 (+2.25)	↑				8.00 (+0.25)	↓↓	↓	↓↓		6.75 (▲1.25)

(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。
(資料) CEIC

先行きは、物価が緩やかに上昇し、米国の利上げ開始による金利差縮小によって投資妙味が薄れるアジア新興国通貨には下落圧力が働くものの、景気への配慮から金融政策を緩和的に維持するものと予想する。足元では米国に追随してメキシコ、香港、中東諸国などでは利上げを決めているが、こうした国と比べて本稿対象の7ヵ国・地域は米国経済・通貨との結びつきが強いこと、また米国の利上げペースはごく緩やかなものと見られることから米国追随の利上げは当面実施しないと見ている。また13年にはフラジャイル5と呼ばれたインド・インドネシアは、トルコや南アフリカと比べてマクロ経済環境が改善しており、過度な通貨下落は生じにくくなっている。金融市場が混乱した場合はこの限りではないが、当面は金融政策を緩和的水準で維持し、通貨安による物価上昇圧力を受け入れるものと予想する。

国・地域別に見ると、インドとインドネシアが金融緩和に踏み切ると見ている。まずインドは、12月の金融政策会合後の声明文で「緩和余地があれば使う」と金融緩和を続ける姿勢を示している。足元の物価上昇が落ち着き、再びインフレ率が次の目標「17年3月までに5%」に向けて低下するなかで小幅の利下げに踏み切ると予想する。またインドネシアは、昨年11月の燃料補助金削減による物価上昇圧力が後退し、11月のCPI上昇率は中央銀行の物価目標(3-5%)の範囲内まで低下した。さらに経常赤字(GDP比)は2%まで縮小し、マクロ経済環境は改善したと言える。中央銀行は12月の金融政策会合において「金融緩和余地がある」と示している。米国利上げ開始を巡る金融市場の動きが落ち着いていけば、来年早々にも小幅の利下げに踏み切るだろう。

(経済見通し：政策効果と輸出底打ちで緩やかな回復を見込む)

アジア新興7ヵ国・地域の先行きの景気は、当面は政策効果で回復に向かい、16年以降は輸出の底打ちと消費者・企業のマインドの改善によって回復基調が続くと見ている。実質GDP成長率は15年の前年比5.5%増から、16年が5.8%増、17年が6.0%増と予想する。

外需は、輸出が世界経済の緩やかな回復や通貨安の恩恵で来年には上向くものの、拡張的な財政政策が続くなかで原材料や機械・設備などの輸入が増加することから成長率へのプラス寄与は限定的となるだろう。

また内需は総じて堅調に推移するだろう。今後は緩やかな物価上昇によって家計の実質所得の増加は鈍るものの、景気に配慮した財政・金融政策が見込まれるほか、輸出が持ち直すなかで企業の設備投資意欲や雇用・所得環境の改善が民間消費・投資を支えるだろう。

国・地域別に見ると、韓国・台湾は最大の貿易取引相手である中国経済の減速を受けて16年以降も輸出の停滞が続くと予想される。景気刺激策の効果が剥落した後は企業の設備投資意欲や雇用・所得の回復が鈍く、低めの成長が続きそうだ（図表9）。

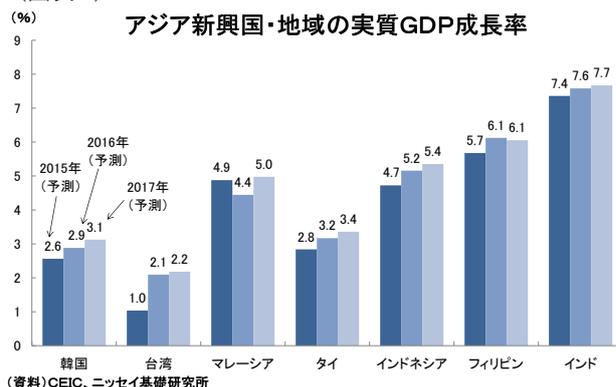
ASEAN4については、まずマレーシアは当面GST導入による個人消費の押下げ効果が残るほか、資源価格の低迷が財政や企業収益の足枷となり、成長率は16年も低下、17年から上昇に

転じると予想する。タイは、政府の中長期開発計画の着手によって内需が再び回復基調に入るとは思うが、輸出の回復が鈍く、緩慢な景気回復になると見ている。インドネシアは、資源輸出の不調が下押し要因となる一方、インフラ整備の進展や政府が相次ぎ打ち出す経済対策、小幅の金融緩和などが景気を押し上げ、成長率は緩やかに上昇すると予想する。フィリピンは、堅調な米国経済とペソ安を背景にBOP産業の好調が続くほか、底堅い海外労働者送金によって個人消費が堅調を維持するだろう。またインフラ予算の積み増しされた公共投資やビジネス環境整備による民間投資の拡大が見込まれる。周辺国に比して高めの成長が続きそうだ。

インドは、インフレ率が中央銀行の目標範囲内で収まるなかで消費者マインドが改善するほか、追加の金融緩和も見込まれ、個人消費・民間投資は堅調を維持すると見ている。一方、政府部門は財政健全化によって景気の牽引力は弱まるだろう。輸出は底打ちも輸入拡大によって外需の押し上げ効果は期待できない。成長率は7%台後半と15年に比べて若干の上昇を見込む。

先行きの下方リスクとしては、中国経済の更なる減速による輸出低迷、資源国の通貨・債務危機によるアジア新興国への波及、米国の利上げ開始を背景とする新興国からの資金流出（株安・通貨安）による実体経済への悪影響などが引き続き懸念される。

（図表9）



2. 各国・地域経済の見通し

2-1. 韓国

韓国経済は昨年4月の船舶事故で自粛ムードが広がって以降、5期連続で景気減速していたが、15年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比2.7%増と、6期ぶりの上昇となった。5-6月の中東呼吸器症候群(MERS)の感染拡大による景気の下振れを懸念して政府と中央銀行が早々に打ち出した景気刺激策²と金融緩和、8月の個別消費税の引き下げ、そして昨年7月の不動産市場活性化策などが奏効し、内需拡大が景気を押し上げている。一方、輸出は中国経済の減速や円安ウォン高などによって低迷している。

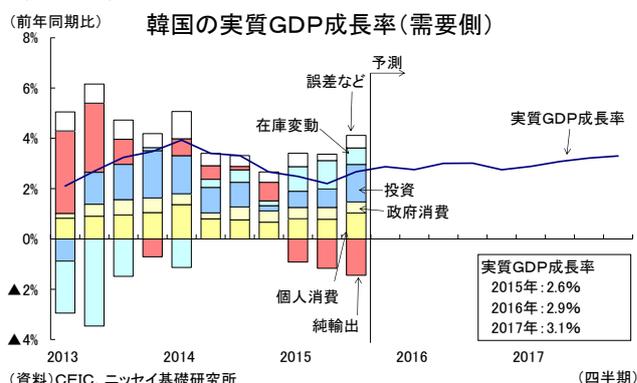
10-12月期は、引き続き内需中心の景気回復が見込まれる。個別消費税引き下げに10月に実施した「コリア・ブラックフライデー」の初開催の影響が加わり、個人消費は好調だろう。また外国人観光客がMERS感染前の水準まで回復していることも景気にプラスに働く。しかし、年前半の景気減速が響いて、15年の成長率は前年比2.6%増、14年の同3.3%増から低下することになりそうだ。

16年前半は一連の景気刺激策の効果が残存するほか、これまでの景気停滞の反動によって内需中心の景気回復が続くだろう。しかし、16年後半以降も回復基調が続くかどうかは輸出次第となりそうだ。16年以降は世界経済の回復が見込まれるほか、中韓FTAも追い風となって同国の輸出は上向くだろう。しかし、中国の景気減速や東南アジアの緩慢な景気回復、円安の継続そして製造業の海外移転の進行など輸出環境は決して良好ではない。輸出主導経済の同国にとって通常、輸出の拡大は企業の設備投資の増加や雇用・所得環境の改善へと波及するが、輸出の伸びが緩やかになることが予想されるために内需への好循環は生じにくく、力強い景気回復までは見込みにくい。

また財政・金融面の支援も期待できない。16年度予算を見ると、歳出は前年度比3.0%増と拡充しているものの、管理財政収支の赤字幅はGDP比2.3%と小さく、財政の健全性を意識した内容となっている。また中央銀行も米国の利上げ開始で追加緩和は見込みにくい。

結果、16年の成長率は前年比2.9%増、17年は同3.1%増と、緩やかな上昇を予想する(図表10)。

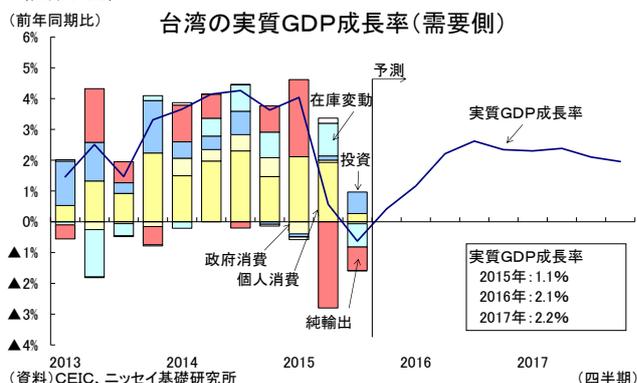
(図表 10)



2-2. 台湾

台湾の14年から15年1-3月期にかけて実質GDP成長率は前年比4%前後の高めの成長が続いていたが、15年4-6月期からは輸出不振に陥り、15年7-9月期の成長率は前年同期比0.6%減とマイナス成長となった。最大の輸出先である中国経済の減速やモバイル端末向けの半導体需要の鈍化による輸出が減少し、在庫の積み上がりで企業が投資を手控え、雇用や所得の伸びも鈍化する悪循環が生じている。このほか株価

(図表 11)



² 韓国銀行(中央銀行)は15年6月に政策金利を0.25%引き下げ、昨年8月からの利下げ幅を合計1%とした。また政府が7月に決定した総額21.7兆ウォンの景気対策(11.8兆ウォンの補正予算)ではMERS・干ばつ対策や生活支援、投資促進策が盛り込まれた。

や住宅価格の下落による逆資産効果も消費や投資を抑制している。

こうした急速な景気の冷え込みに対して、政府と中央銀行は景気刺激策を打ち出している。中銀は9月と12月に2会合連続で0.125%の利下げを実施した。政府は、8月に発表した短期的な景気刺激策では産業高度化や投資促進、輸出支援策など、11月に開始した40.8億台湾元の民間消費刺激策では省エネ製品や通信機器、ネットショッピング、国内旅行に対する補助金支給を盛り込んだ。10-12月期は輸出の低迷が続いているものの、一連の景気対策による内需拡大が見込まれ、成長率はプラスに転化するだろう。結果、15年の成長率は前年比1.1%増、14年の同3.9%増から低下することになりそうだ。

16年以降も景気回復が続くだろうが、成長率の伸びは非常に緩慢なものとなると見ている。16年は、政府が不動産投機抑制策として「房地合一³」税制を施行する一方、贅沢税の廃止や自動車買い替え促進減税を実施し、16年度予算案では公共事業費と科学技術振興費を積み増ししているほか、中央銀行による緩和的な金融政策の継続といった政策要因が景気を押し上げるだろう。しかし、肝心の輸出は世界経済の回復で底打ちした後も伸び悩む展開が予想される。輸出の伸び悩みは中国経済の減速と東南アジア経済の緩慢な景気回復は理由の1つであるが、構造的要因による影響も大きい。16年1月の総統選で見込まれる民進党への政権交代後は対中融和が進まないことから、中国との貿易協定をはじめ RCEP や TPP などへの参加も見込みにくい。また中韓 FTA の発効やエレクトロニクス産業における中国企業の台頭など国際競争の激化もあり、製造業は海外移転を加速すると予想される。従って、輸出や投資に加え、雇用環境の悪化で個人消費も伸び悩む展開が続きそうだ。政府は産業高度化に取り組むものの、その成果は早々には表れるとは考えにくい。

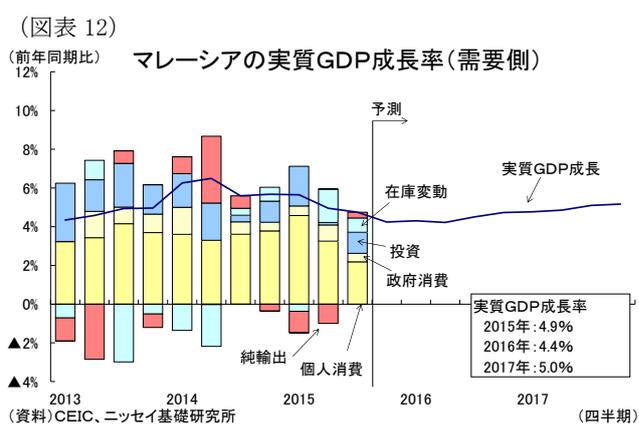
こうした状況を踏まえ、16年の成長率は前年比2.1%増、17年は同2.2%増となり、低めの成長が続くと予想する（図表11）。

2-3. マレーシア

マレーシアの15年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比4.7%増と3期連続で減速している。輸出不振に昨年後半からの資源価格の下落と4月に導入した物品・サービス税（GST）の悪影響が加わり、これまで底堅かった内需も冴えない。実際、消費者信頼感と企業景況感は揃って低下している。またリング安を背景に電気・電子製品の輸出が回復しているものの、資源関連輸出が振るわず、外需の牽引力は乏しい。

政府は15年9月に景気対策を打ち出しているものの、株価下支え策および通貨防衛策としての色彩が強く、10-12月期も景気の減速傾向が続くと見られる。結果、15年の成長率は前年比4.9%と14年の同6.0%増から低下することになりそうだ。

16年以降は、16年前半までは内需・外需ともに回復が遅れて景気の停滞局面が続くだろうが、16年後半からは緩やかな回復に転じると見ている。その理由は、16年前半まではGST導入の悪影響や物価上昇によって個人消費が鈍化するものの、16年後半にはこうした消費の下押し要因が弱まるためである。またリング安で輸出が回復している輸出型製造業の投資拡大が引き続き見込まれる



³ 所有期間が2年以内の投機的な不動産取引に対する所得課税を強化する制度。16年1月1日より施行。

ことや、資源価格の底打ちで関連産業の投資縮小や従業員の雇用・所得環境の悪化などの景気の下押しに歯止めが掛かることも、景気にプラスに働くことになる。

財政・金融政策による景気の後押しは、引き続き期待できない状況が続くそう。同国は政府債務が上限（GDP比55%）まで膨張していることから財政健全化を余儀なくされており、16年度予算案においては開発支出の伸びが前年度比5.4%増と15年度修正予算から6%ポイント低下している。また金融政策は現行の緩和的な水準を維持するまでが関の山で、ナジブ首相の政治スキャンダルを抱える同国の通貨下落リスクはアジア新興国の中で相対的に大きく、通貨防衛策としての利上げに迫られる可能性もあるだろう。

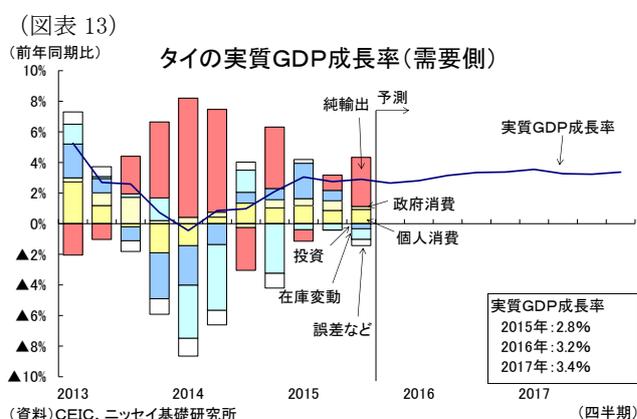
結果、16年の成長率は前年比4.4%増と低下するものの、17年がTPP締結による米国向けの輸出拡大を追い風に同5.0%増まで上昇すると予想する（図表12）。

2-4. タイ

タイは政治的混乱で14年1-3月期にマイナス成長した後、景気持ち直しが続いてきたものの、15年4-6月期以降は実質GDP成長率が前年同期比3%弱にとどまり、景気回復は頭打ちしたように見える。輸出は日本・中国の景気減速や欧州の一般特権関税制度の適用除外によって停滞し、民間投資は景気の先行き不透明感によって減少、さらには農産物価格低迷と干ばつ長期化による農民所得の減少を受けて個人消費が鈍化するなど、経済状況は良くない。しかし、公共投資の拡大や好調な観光業が景気を下支え役となり、リセッション入りは回避している。

10-12月期も財貨輸出と民間部門が低調で公共投資と観光業が景気を支える構図は大きく変わらないと見ている。しかし、年明けからの0.5%の利下げや8月の内閣改造後に政府が打ち出した農家・低所得者や中小企業向けの短期的な景気刺激策（総額3,420億バーツ）がプラスに働き、成長率は上向くだろう。なお、観光業は政情安定による反動増の一巡で景気の押し上げ効果は小さくなると見込まれる。結果、15年の成長率は前年比2.8%増と14年の同0.9%増から上昇することになりそう。

16年以降は、政府の中長期開発計画の着手によって内需が再び回復軌道に入るものの、輸出の回復が鈍く、緩慢な景気回復が続くと見ている。まず短期的な景気対策は16年初めまでプラスに働くほか、政府による大型インフラ事業の着工によって中期的な公共投資の拡大が見込まれる。また政府は15年に開始した新たな投資奨励制度を11月に見直したことから⁴、産業高度化に寄与する製造業の投資拡大が見込まれる。もっとも高水準の家計債務が個人消費の足枷となり、民政移管⁵後の経済政策の不透明感が残るために企業の投資意欲も十分には回復せず、内需の回復は緩やかなものとなりそう。輸出は世界経済の回復や産業政策の再稼働、チリとのFTA発効が追い風となるものの、中国向け・中東向け輸出が低迷することから底打ち後も伸び悩むだろう。



⁴ 昨年まではバンコクから近いほど恩典が小さくなる「ゾーン」制の投資奨励制度を設けていたが、15年からゾーン制を廃止し、重要度の大きい「業種」や競争力向上や地方振興など「メリット」による追加恩典が付与される制度に変更している。さらに政府は15年11月に、特定地域における特定の産業集積の形成に寄与する投資に対して手厚い恩典が付与される「クラスター」政策を発表した。このほか、「ゾーン」制の廃止とともにカンボジア、ラオス、ミャンマーとの国境付近に特別経済開発区（SEZ）を設置している。

⁵ 今後の民生移管の流れとしては、16年8月に新憲法案に対する国民投票を実施し、17年6月に総選挙を実施する予定となっている。

結果、16年の成長率は前年比3.2%増、17年が同3.4%増まで上昇すると予想する（図表13）。

2-5. インドネシア

インドネシアの成長率は、11年の前年比6.2%増から緩やかな減速が続いており、15年は3四半期連続で前年同期比4.7%増で停滞している。成長率低下の主因としては、中国経済の減速による主力の資源輸出が低迷していること、ルピア安を背景とする高インフレ・高金利で消費・投資が伸び悩んでいることが挙げられる。

しかし、7-9月期からは遅れていた予算執行が改善して公共投資が景気を牽引している。また政府と中央銀行が9月から景気刺激策や通貨防衛策を相次いで打ち出しており、消費者マインドは9月を底に回復している。結果、10-12月期から景気回復に転じるだろう。しかし、15年の成長率は前年比4.7%と、過去3四半期の停滞が響いて14年の同5.0%増から低下することになりそう。

16年以降は、財政・金融政策を追い風に内需が拡大することから成長率は緩やかに上昇すると見ている。まず公共投資は引き続き景気の牽引役となりそう。16年度予算案においてもインフラ予算は増額（前年度比8%増）され、これまで実施が遅れていたプロジェクトの開始も見込まれる。また政府は今後も継続的に景気刺激策を打ち出すと見られるほか、中央銀行が金融緩和に踏み切ることも個人消費・民間投資の追い風となりそう。もっとも中央銀行は米国の利上げを背景とするルピア安の動きとにらみ合いながらの判断が求められることから大幅利下げは見込めないだろう。

資源価格は16年に底打ちすると予想され、関連産業の投資計画の先送りや従業員の雇用・所得環境の悪化などの景気の下押しには歯止めが掛かるだろうが、資源輸出の拡大までは見込みにくい。従って、外需は輸入拡大によって景気にマイナスに働く展開が見込まれる。

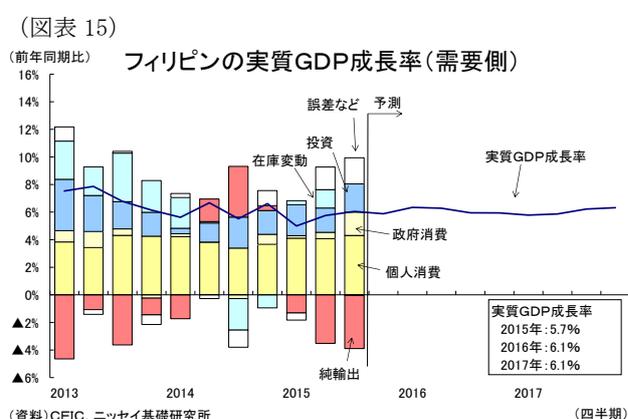
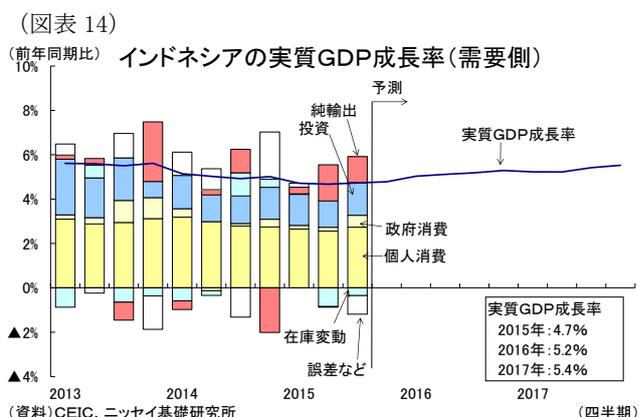
結果、成長率は16年が前年比5.2%増、17年は同5.4%まで上昇すると予想する（図表15）。

2-6. フィリピン

フィリピンの15年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比6.0%増と、前期の同5.8%増から上昇した。堅調な個人消費と予算執行の改善による公共部門の拡大が景気全体を押し上げている。しかし、内需拡大で輸入が増加する一方、輸出が伸び悩んでいるため、外需はマイナスに働いており、成長率の上昇は限定的である。

こうした状況は10-12月期も続くと思われ、15年の成長率は前年比5.7%増となり、13年の同7.1%増、14年の同6.1%増と比べて低めの水準にとどまることになりそう。

16年以降は、内需が堅調を維持し、輸出が回復に向かうことから成長率は上向くと見ている。まずGDPの7割を占める個人消費は、先行きの物価上昇で家計の実質所得が鈍化するだろうが、堅調



な米国経済とペソ安を背景に BOP 産業の好調が続く、海外出稼ぎ労働者の送金額も底堅く推移するだろう。また 16 年度予算は約 3 兆ペソ（前年比 15.2%増）と、上昇幅が 15 年度予算と同水準となっている。計画通りに予算を執行できれば、公共投資は引き続き景気の牽引役となりそうだ。また大幅に拡充されたインフラ予算（前年比 28.7%増）の執行や 16 年に始動する自動車産業振興策などでビジネス環境が改善するなか、民間投資も堅調な拡大を続けるだろう。輸出については 16 年から回復に向かい、外需による景気の下押しは縮小していくと見られる。

結果、成長率は 16 年が前年比 6.1%、17 年は同 6.1%となり、周辺国に比して高めの成長が続くと予想する（図表 15）。

なお、16 年は 5 月に大統領選挙が予定されている。大統領選挙前には選挙関連支出が増加することから、成長率は消費が改善する年前半に 6%台半ばまで上昇するものの、選挙効果が剥落する年後半に 6%台前後まで低下すると予想する。

2-7. インド

15 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.4%と、4-6 月期の 7.0%増から上昇した。昨年後半から成長率は上下に振れているが、個人消費が堅調を維持しつつ、投資が 3 期連続で加速しており、内需中心の成長が続いている。

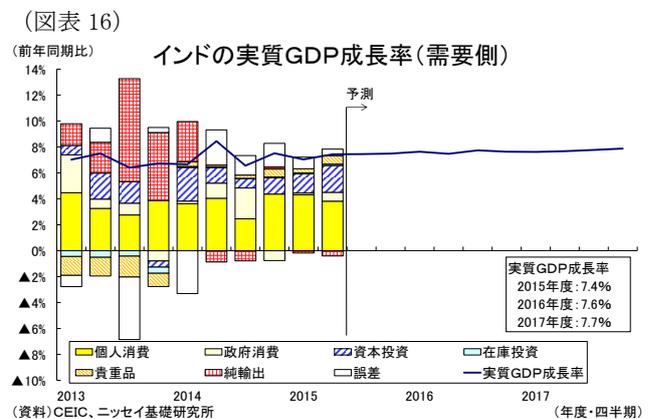
15 年度後半についても、資源安の恩恵で拡充されたインフラ予算の執行によって公共投資が景気を押し上げるだろう。また 9 月には中央銀行が政策金利を前倒しで 0.5%引き下げ、15 年の利下げ幅は 1.25%となっている。金融緩和は企

業の設備投資意欲を刺激し、自動車など耐久消費財の消費が拡大することから、民間部門は堅調を維持するだろう。結果、15 年度の成長率は前年度比 7.4%増と、14 年度の同 7.3%から僅かに上昇することとなりそうだ。

16 年度以降も内需が堅調に拡大して輸出が上向くなかで、景気は回復基調が続くと見ている。今後、インフレ率が中央銀行の目標範囲内で収まるなかで消費者マインドが改善するほか、小幅ながら追加の金融緩和も見込まれる。また商業銀行の不良債権問題に対する取り組みや貸出基準金利の算出方法の見直しなどが貸出金利の低下を促すことから、これまでの金融緩和の効果が波及しやすくなり、個人消費・民間投資が堅調を維持するだろう。また 16 年のモンスーンで 3 年ぶりに例年並みの雨量が確保できれば農村部の所得が増加し、2 年分のペントアップデマンドが見込まれる。一方、政府部門は財政健全化に向けて取り組む（財政収支目標は 17 年度に GDP 比 3%の赤字）ために景気の牽引力は弱まるだろう。この点は、資源安の恩恵で燃料補助金を削減できた 15 年度とは状況は異なると言える。輸出は底打ちするものの、中東向け輸出の低迷や輸入拡大によって外需の押し上げ効果は期待できないだろう。

結果、成長率は 16 年度が前年度比 7.6%増、17 年は同 7.7%と、小幅に上昇すると予想する（図表 16）。

成長率が大幅加速するには、ビジネス環境の改善に向けた構造改革が必須であるが、重要 3 法案（物品サービス税を導入する税制改革法案、厳格な解雇規制を緩和する労働関連法案、企業の土地取得を容易にする土地収用法案）は野党勢力が牛耳る上院や労働組合の抵抗にあい先送りされてい



る。こうした改革の遅れと新興国からの資金流出の動きが加わり、足元では対内直接投資が伸び悩んでいる。改革なくして海外から投資を呼び込むことはできず、成長率を8%台まで上昇させることは難しいと思われる。

(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。