

Weekly  
エコノミスト・  
レターアジア新興国・地域の経済見通し  
～公共投資や景気刺激策が支えとなるも、輸出  
回復が遅れて景気は横ばいに

経済研究部 研究員 齊藤 誠

(03)3512-1780 [msaitou@nli-research.co.jp](mailto:msaitou@nli-research.co.jp)

1. アジア新興国・地域の2016年10-12月期の成長率は前年同期比+5.4%増と、前期の同5.5%増から僅かに低下した。総じて内需はインフラ整備の進展や景気の下振れを懸念して各国・地域が打ち出した景気刺激策を受けて堅調だったものの、世界的な資源需要の鈍化や資源国経済の悪化による輸出の下振れが重石となった。
2. 消費者物価上昇率は、10-12月期に資源安要因が一巡し始めて上昇に転じた。先行きは原油価格の上昇余地が限定的であることや米国の利上げペースが遅れて過度な新興国通貨安が進む可能性が低下したこと、また各国の景気回復が緩慢なことから上昇圧力が抑制された状況が続きそうだ。
3. 金融政策は、年明けに国際金融市場の動揺などが続き、資金流出を懸念して金融政策を据え置く国・地域が多かった。先行きは物価上昇が限定的であることや米国の追加利上げに対する懸念が和らいでいること、そして景気への配慮から金融政策を緩和的に維持すると見ている。短期的にはインドと台湾が利下げに踏み切ると予想する。
4. 経済の先行きは、輸出の持ち直しが遅れるなか、企業の設備投資意欲や雇用・所得環境の改善が進まず、民間部門が自律的な回復軌道に入るとは見込みにくい。従って、公共投資や景気刺激策による景気の下支えにも限界が生じれば、成長率が低下する国も出てくるだろう。

## アジア新興国・地域の経済見通し

(前年比、%)

実質GDP 成長率	2015年					2016年					2017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)	(予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)						
韓国	2.6	2.4	2.6	2.5	2.6	2.5	2.9	3.1	3.2	3.3	3.1	韓国	0.7	1.3	1.4	1.6	1.8	1.5	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0
台湾	0.7	▲0.4	1.4	2.0	2.3	1.3	2.5	2.5	2.6	2.7	2.6	台湾	▲0.3	1.6	1.1	0.8	0.9	1.1	0.8	0.9	1.0	1.1	1.0
マレーシア	5.0	4.3	4.4	4.5	4.5	4.4	4.6	4.6	4.7	4.8	4.7	マレーシア	2.1	2.9	2.9	2.8	3.1	2.9	3.5	2.9	3.2	3.4	3.3
タイ	2.8	2.5	2.5	2.7	2.7	2.6	2.9	3.0	3.1	3.2	3.1	タイ	▲0.9	▲0.5	0.4	0.9	1.5	0.6	2.4	2.3	2.2	2.2	2.3
インドネシア	4.8	5.1	5.0	4.7	4.8	4.9	4.9	5.0	5.0	5.1	5.0	インドネシア	6.4	4.4	4.5	4.6	4.9	4.6	4.9	4.9	4.8	5.0	4.9
フィリピン	5.8	6.4	6.2	5.8	5.8	6.0	5.6	5.6	6.0	6.0	5.8	フィリピン	1.4	1.5	1.9	2.3	2.9	2.1	2.9	3.0	3.2	3.2	3.1
インド <下段:年度ベース>	7.3 <7.5>	7.3	7.6	7.6	7.5	7.5 <7.5>	7.6	7.4	7.3	7.4	7.4 <7.4>	インド <下段:年度ベース>	4.9 <4.9>	5.4	5.5	5.5	5.4	5.4 <5.4>	5.3	5.1	5.0	4.9	5.1 <5.0>

(注)2016年、2017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

## (10-12月期の実質GDP：内需主導の底堅い景気)

アジア新興国経済は14年後半から景気の弱含みが続いている。アジア新興国は安くて豊富な労働力を活用した工業化を遂げており、資源輸出に依存した国は多くない。従って、資源安はインフレ率の低下による実質所得の向上に繋がるため、総じて景気に対してプラスとなる。しかし、経済の輸出依存度の高い国は多く、新興国経済の減速や先進国経済のもたつきによる輸出不振を受けて景気回復は遅れている。また15年後半には景気の下振れリスクが高まり、各国・地域は景気刺激策を相次ぎ打ち出している。

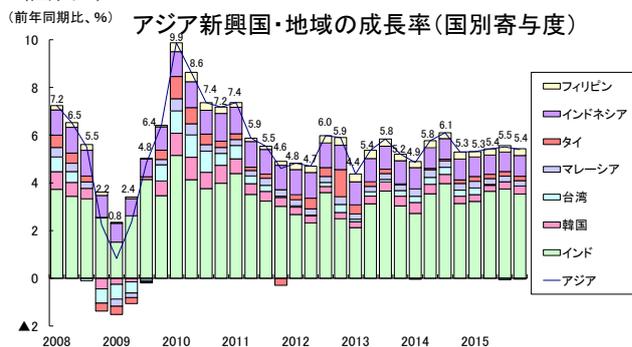
アジア新興7カ国・地域<sup>1</sup>全体の15年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比5.4%増と、7-9月期の同5.5%増から僅かに低下した(図表1)。

国・地域別に10-12月期の成長率(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マレーシア、タイが7-9月期から低下した。一方、景気刺激策が奏効した韓国と台湾、インフラ予算の執行が加速したインドネシアとフィリピンは上昇した(図表2)。

輸出の伸び率(前年同期比)は、海外経済の減速により14年半ばから昨年4-6月期にかけて鈍化した。7-9月期には輸出の悪化に歯止めがかかったかに見えたが、10-12月期はタイやインドネシア、インドが更に低下する一方、フィリピンやマレーシア、韓国、台湾が上昇するなどバラつきが見られた(図表3)。

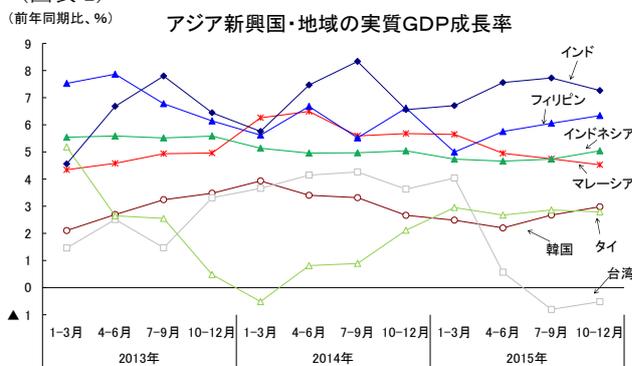
国・地域別に見ると、インドネシアとインドは構造改革が進んで資源需要が減退した中国や景気が低迷した中東向け輸出が低調だったことが影響したと見られ、タイはこれに加えて訪タイ外客数の伸びが落ち着いたことがサービス輸出の鈍化に繋がった。一方、フィリピンは主力の電子機器の輸出が堅調であり、BPO(ビジネスプロセスアウトソーシング)や観光業などサービス輸出が好調だった。マレーシアは通貨安で電気・電子製品の価格競争力が向上して輸出が7-9月期に続いて堅調を維持した。

(図表1) アジア新興国・地域の成長率(国別寄与度)



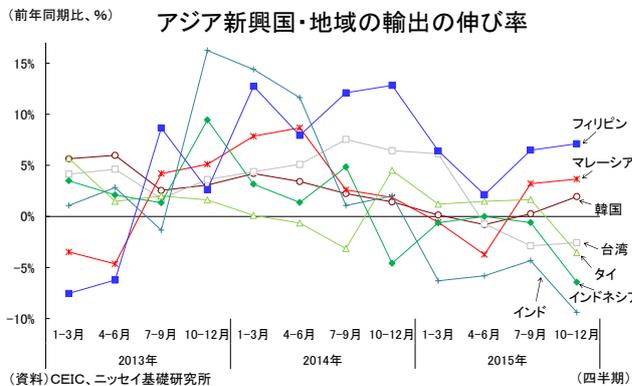
(注) 国別寄与度は各国の購買力平価ベースの名目GDPシェアを推計して算出。(資料) CEIC、IMF、ニッセイ基礎研究所 (四半期)

(図表2) アジア新興国・地域の実質GDP成長率



(資料) CEIC (四半期)

(図表3) アジア新興国・地域の輸出の伸び率



(資料) CEIC、ニッセイ基礎研究所 (四半期)

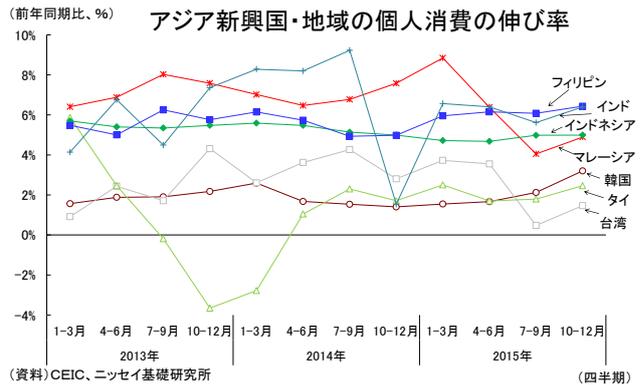
<sup>1</sup> 本稿における経済見通しの分析対象国・地域は韓国・台湾・マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン・インド。中国については、2016年2月26日公表のWeeklyエコノミスト・レター「[中国経済見通し〜構造改革の本格化で成長率鈍化も、財政の発動で景気失速は回避へ](#)」を参照。

内需は個人消費が堅調で、公共投資も拡大したことから景気の下支え役となった。

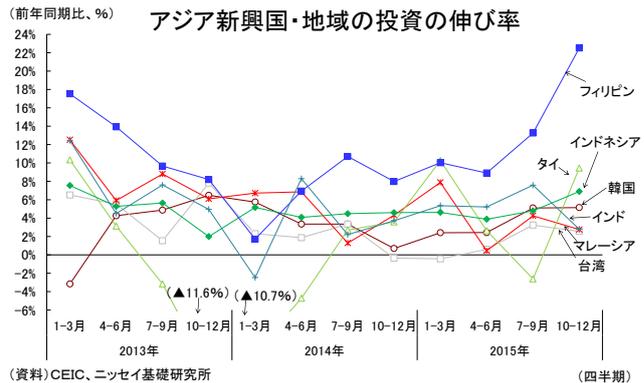
まず10-12月期の個人消費の伸び率（前年同期比）は、横ばいのインドネシアを除く国・地域で7-9月期から上昇した（図表4）。資源安を背景とする低インフレの継続や賃金上昇による家計の実質所得の増加、各国・地域が景気下振れを懸念して実施した景気対策などが個人消費の改善に繋がったと見られる。

国・地域別に見ると、マレーシアは昨年4月以降、物品・サービス税（GST）導入の影響やリングギ安に伴う物価上昇を受けて大きく低下していたが、10-12月期は安定的な雇用・所得環境やインフレ圧力の後退、1月からの自動車の値上げを前にした駆け込み需要などが追い風となって上昇に転じた。また韓国は10月前半の코리아・ブラックフライデーの開催や個別消費税の引下げ、台湾は省エネ製品等の購入に補助金を支給する消費刺激策を受けて上昇するなど、政府の景気対策の効果が見られた。

（図表4）



（図表5）



投資の伸び率（前年同期比）は、景気の先行き不透明感や資源価格の下落を背景に民間部門の伸びが鈍いものの、公共投資の拡大を追い風に韓国やタイ、インドネシア、フィリピンなどが上昇した（図表5）。

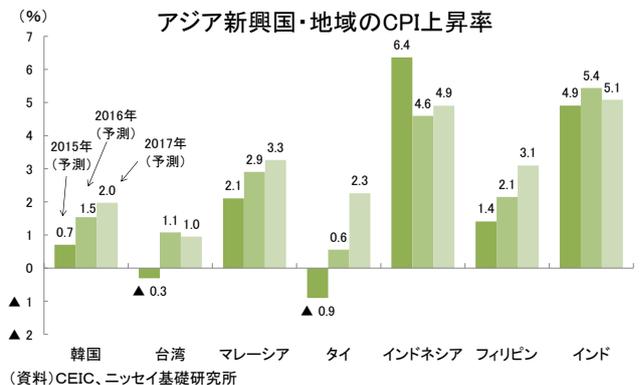
国・地域別に見ると、インドネシア、フィリピンは年前半に遅れていた予算の執行加速、タイは大型のインフラ整備計画の始動、韓国は中東呼吸器症候群（MERS）対策として編成した追加補正予算の執行といったように公共部門が全体を押上げた。また原油安を追い風に燃料補助金を撤廃したインドは7-9月期に続いて政府の投資支出が大きく拡大しているものの、構造改革期待の後退などを背景に民間投資が冷え込み、投資の伸び率が低下したと見られる。

（物価：低調な原油価格と通貨安懸念の後退で低水準が続く）

各国・地域のインフレ率（消費者物価上昇率）は、14年半ばからの国際商品市況の下落や景気減速傾向を受けて幅広い品目で価格が下落し、総じて低下傾向が続いていたが、10-12月期は資源安要因が一巡し始めたことから上昇に転じた（図表6）。

先行きは原油価格の上昇余地が限定的であることや米国の追加利上げペースの遅れで過度な新興国通貨安が進む可能性が低下したこと、また各国の景気回復が緩慢なことから上昇圧力が抑制された状況が続く。17年は景気の回復基調が続くなかで物価が小幅に上昇すると予想する。

（図表6）



国・地域別に見ると、フィリピン・タイ・インドネシア・インドでは食料インフレのリスクが煽っているものの、年後半にはエルニーニョ現象の影響が弱まって農業生産が回復し、食料のインフレ圧力が後退すると見られる。また資源輸出国のマレーシア・インドネシアは引き続き原油価格下落によって過度な通貨安に陥る懸念があり、輸入インフレに伴う物価上昇リスクには注意が必要だ。

**(金融政策：緩和的水準を維持)**

金融政策は15年前半までは資源安による物価下落を追い風に、本稿対象国・地域では景気浮揚を目的とした利下げに踏み切るケースが多く見られた。しかし、昨年末には米国の利上げ、年明けに国際金融市場の動揺などが続き、資金流出を懸念して金融政策を据え置く国・地域が多かった(図表7)。なお、インドネシアについてはインフレ圧力の後退や経常赤字の縮小などマクロ経済環境の改善、そして通貨ルピアの安定化などが材料視され、年明けから3ヵ月連続で0.25%の利下げを実施した。

先行きは物価上昇が限定的であることや米国の利上げに対する懸念が和らいでいること、そして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。しかし、年明けから金融市場は不安定化しやすくなっている。アジア新興国は外部環境の影響を受けやすいだけに追加緩和はこれまでよりも一層慎重な判断が求められるようになっている。

国・地域別に見ると、短期的にはインドと台湾、そしてタイが金融緩和に踏み切ると見ている。まずインドでは、インド準備銀行(中央銀行)が2月の金融政策会合で来年度予算案における財政再建と構造改革の取り組みを注視する姿勢が示されていた。実際、2月末に公表された予算案では財政健全化の進展と一定程度の改革姿勢が示された。また昨年半ばから続いた物価上昇は落ち着きつつあることから、4月の金融政策会合では0.25%の追加利下げを実施すると予想する。また台湾は2期連続のマイナス成長を受けて3月の会合で追加の利下げに踏み切るものと予想する。さらにタイは先行きの景気が伸び悩み、パーツに下落傾向が見られなければ、中央銀行が追加利下げに踏み切ると予想する。

このほかインドネシアは、インドネシア銀行(中央銀行)が国内経済動向や国際金融市場の動向を睨みながら追加の金融緩和を慎重に判断すると示しており、短期的には様子見姿勢を続けると見られる。

**(経済見通し：公共投資や景気刺激策が支えとなるも輸出回復が遅れて景気は横ばいに)**

アジア新興7ヵ国・地域の景気の先行きは、16年が横ばい、17年に持ち直すと予想する。

景気伸び悩みの主因としては、先進国経済の回復が鈍く、中国経済の減速や資源国経済の低迷が続くと見られ、輸出回復の時期を16年後半から17年に遅らせたことが挙げられる。輸出の回復が遅れる一方、輸入は底堅い内需を受けて拡大すると見られ、外需には下押し圧力が働くだろう。

また内需は引き続き景気の下支えとなるだろう。16年は資源安による消費押し上げ効果が徐々に一巡していくものの、先行きの資源価格の上昇幅が限定的で低インフレ環境が続くと見込まれ、金融

(図表 7)

アジア新興国・地域の政策金利の状況

	2014年末 (13年対比)	2015年				2015年末 (14年対比)	2016年 (15年対比)	現在
		Q1	Q2	Q3	Q4			
韓国 (7日物レボ金利)	2.00 (▲0.50)	↓	↓			1.50 (▲0.50)	1.50 (+0.00)	
台湾 (公定歩合)	1.875 (+0.00)			↓	↓	1.625 (▲0.25)	1.625 (+0.00)	
マレーシア (翌日物銀行間取引金利)	3.25 (+0.25)					3.25 (+0.00)	3.25 (+0.00)	
タイ (翌日物レボ金利)	2.00 (▲0.25)	↓	↓			1.50 (▲0.50)	1.50 (+0.00)	
インドネシア (翌日物銀行間借入金金利)	7.75 (+0.25)	↓				7.50 (▲0.25)	6.75 (▲0.75)	
フィリピン (翌日物銀行間貸出金利)	6.00 (+0.50)					6.00 (+0.00)	6.00 (+0.00)	
インド (翌日物レボ金利)	8.00 (+0.25)	↓↓	↓	↓↓		6.75 (▲1.25)	6.75 (+0.00)	

(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

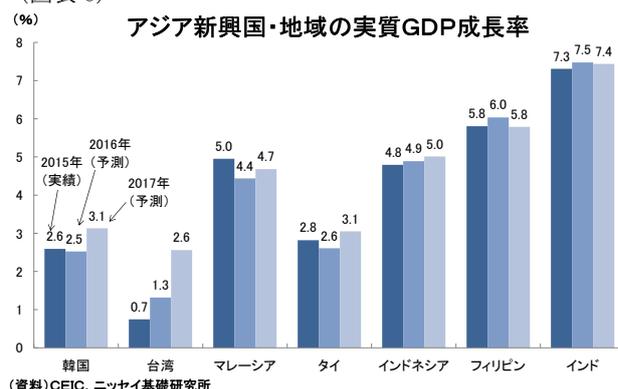
政策は緩和的水準で維持されるだろう。また昨年にも本稿対象国・地域が相次ぎ打ち出した景気刺激策は、今後も景気下振れリスクが高まる局面で追加の対策が打ち出されるだろう。

しかし、輸出の持ち直しが遅れるなかでは、企業の設備投資意欲や雇用・所得環境の改善が進まず、民間部門が自律的な回復軌道に入るとは見込みにくい。従って、公共投資や景気刺激策による景気の下支えにも限界が生じると見られ、成長率が低下する国も出てくるだろう。

アジア新興7ヵ国・地域の実質GDP成長率は15年の前年比5.5%増から、16年が5.6%増、17年が5.8%増と小幅に上昇すると予想する。

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。従って、輸出主導経済の韓国・台湾では企業が投資を抑制し、個人消費も厳しい雇用所得環境を受けて伸び悩むだろう。これまで実施した景気刺激策の効果が剥落すれば内需の冷え込みは避けられず、政府は追加的な対策を打ち出していくものと見られる。結果、景気回復が遅れ、低めの成長が続きそうだ(図表8)。

(図表8)



次にASEAN4を見ると、マレーシアは昨年実施したGST導入の影響で1-3月期まで低成長が続くだろう。その後は回復局面に入るも資源価格の上昇幅が限定的で関連産業の投資縮小や雇用調整は続くと思われるほか、政府の財政支援も見込めず、16年の成長率は前年比4.4%増に低下すると予想する。タイは、政府の中長期開発計画の着手によって内需が底堅く推移するだろうが、輸出と民間部門の回復は鈍く、公共投資では景気が支えきれない状況に陥り、追加の景気対策を打ち出すだろう。16年の成長率は同2.6%増と小幅の低下を予想する。インドネシアは、これまで経済を苦しめた高インフレ・高金利が足元で好転しており、民間部門は持ち直しに向かうだろう。しかし、公共部門は昨年対比で鈍化すると見られ、景気は横ばいを予想する。フィリピンは、GDPの7割を占める民間消費が雇用所得環境の改善や底堅い海外送金の流入、大統領選挙に伴う政党の選挙関連支出を受けて好調を維持するだろう。また大型予算で積み増しされたインフラ整備の進展で公共投資も拡大し、力強い成長が続くだろう。

インドは、インフレ率の安定と追加の金融緩和、そして来年度予算で盛り込まれた公務員給与の大幅引上げによって堅調な個人消費が見込まれるほか、公共投資も景気の支えとなるだろう。しかし、モディ政権の改革期待の後退で昨年ほどの資本流入は見込みにくく、また輸出は中東経済の悪化で回復が見込めず、16年度の成長率は7%台半ばで横ばいの推移を予想する。

先行きの下方リスクとしては、米中経済の下振れをはじめ、資源国の通貨・財政危機によるアジア新興国への波及、日欧金融政策による金融市場の混乱、中東における地政学的リスクの高まりなどが引き続き懸念される。

## 2. 各国・地域経済の見通し

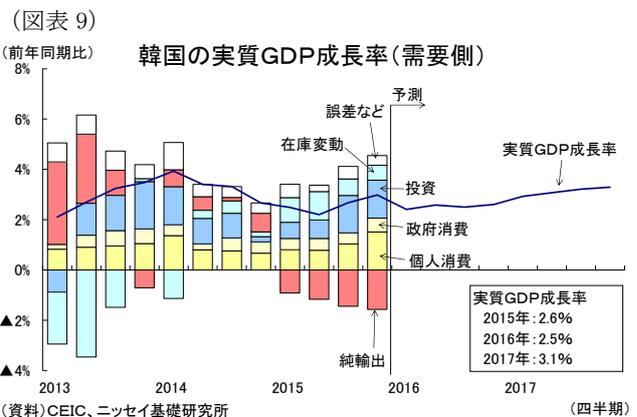
### 2-1. 韓国

韓国経済は14年4月の船舶事故で自粛ムードが広がって以降、中東呼吸器症候群（MERS）の感染拡大もあり5期連続で景気減速した。昨年は中国経済の減速や円安ウォン高などによって輸出の停滞が続いたが、年後半には政府の景気刺激策<sup>2</sup>や中央銀行による金融緩和、8月の個別消費税の引下げ、そして10月には「コリア・ブラックフライデー」の初開催などにより内需が回復し、実質GDP成長率は2期連続で上昇している。

しかし、一連の景気刺激策はあくまで一時的な措置に過ぎず、年明けには政策効果が剥落して一部の経済指標が悪化した。これを受けて政府は2月初に追加の景気対策として1-3月期における約21兆ウォンの政府支出拡大と乗用車に対する個別消費税引下げ措置の延長を打ち出している。今後も政策総動員で景気の急速な冷え込みを回避するものと見られる。

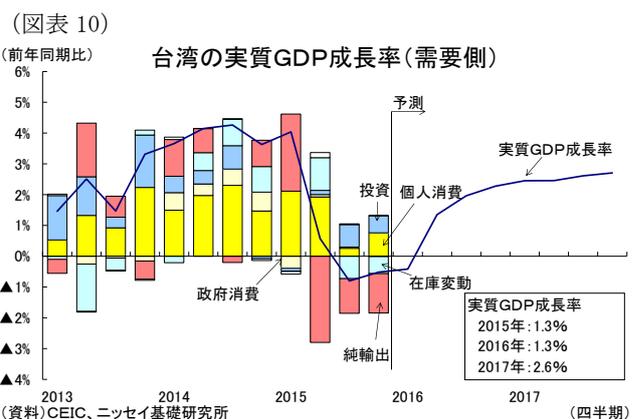
昨年末には中韓FTAが発効し、年明けからは円高ウォン安が進み、韓国企業の輸出競争力は持ち直しつつあるものの、海外経済は先進国の回復が鈍く、中国や資源国は低迷すると見られ、肝心の輸出の回復は緩慢なものとなるだろう。輸出主導経済の同国にとって輸出の伸び悩みは、企業の投資意欲の抑制に繋がり、雇用・所得の鈍化によって個人消費が伸び悩むなど悪循環に陥る恐れがあるだけに、不安定な景気動向が続きそうだ。

結果、16年の成長率は前年比2.5%増と小幅に低下し、17年は海外経済の回復を受けて同3.1%増まで上昇すると予想する（図表9）。



### 2-2. 台湾

台湾経済は、昨年4-6月期から輸出不振に陥り、年後半はマイナス成長に陥った。最大の輸出先である中国では生産過剰問題や国内のサプライチェーン構築などにより、台湾の輸出が大きく減少している。特に主力のIT関連製品では世界需要の伸び悩みや中国企業の台頭といった逆風に晒され、企業は在庫調整を進めるために生産規模を縮小している。こうした景気の冷え込みに対して、中央銀行は9月と12月に



0.125%の利下げを実施したほか、政府は8月に短期的な景気刺激策、11月には省エネ製品や通信機器、ネットショッピング、国内旅行に対して補助金支給を行う民間消費刺激策を打ち出している。これにより10-12月期は一段の景気下振れを回避したものの、企業の設備投資意欲は乏しく、雇用・所得の鈍化で個人消費が伸び悩むなど輸出主導経済の悪循環を払拭するには至っていない。

<sup>2</sup> 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。

16年は先進国経済の回復が鈍く、中国経済は減速すると見られ、台湾経済は引き続き厳しい外部環境に晒されるだろう。また輸出の伸び悩みは景気循環的な要因だけではなく、製造業の海外移転など構造的要因による影響も大きいと見られ、海外経済が回復しても輸出の持ち直しは限定的となる可能性もある。また企業は引き続き在庫調整を進める必要があるほか、「房地合一課税」<sup>3</sup>を背景とする不動産市況の低迷による逆資産効果が懸念され、消費や投資の回復には今暫く時間が必要だ。

民間消費刺激策は2月で終了したが、4月には電気料金の平均9.6%の引下げを予定しており、16年度予算では公共事業費と科学技術振興費を積み増している。今後は5月にスタートする民進党政権の経済政策次第となるが、景気回復の必須要件である輸出が回復するまでは政府部門が景気の下支え役に徹さざるを得ないだろう。インフレ率は低水準が続くと見られ、景気の下振れ懸念が高まれば追加の景気刺激策が打ち出されると予想する。

結果、16年の成長率は前年比1.3%増と小幅の上昇に止まり、17年は海外経済の回復で同2.6%増まで上昇すると予想する（図表10）。

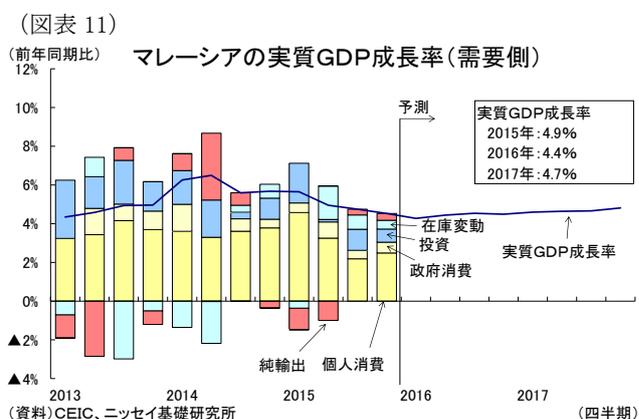
### 2-3. マレーシア

昨年（2015年）のマレーシア経済は、14年後半から続いた資源価格の下落に昨年4月に導入した物品・サービス税（GST）やリング安に伴う物価上昇が加わり、内需に底堅さが見られなくなっている。輸出はリング安によって価格競争力が改善した電気・電子製品を中心に年後半から拡大したものの、景気を支えるには力不足であった。政府は15年9月に景気対策を打ち出したものの、株価下支え策および通貨防衛策としての色彩が強く、目立った効果は表れず、15年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比4.5%増と4期連続の減速となった。

16年は、1-3月期まではGST導入による景気の下押しが残るために低成長となり、その後は持ち直しに向かうものの、好材料が乏しく、低調な景気が続きそうだ。資源価格は上昇幅が限定的で関連産業の投資縮小や雇用調整は今後も続くと考えられ、また財政面の景気の押し上げが見込みにくい。同国は政府債務が法定基準のGDP比55%まで膨張しており、財政健全化を余儀なくされている。1月に見直した16年度予算案では、原油一段安や景気減速による歳入減に伴い、財政再建路線を維持するために経常支出と開発支出を揃って抑制しており、政府消費と公共投資は鈍化すると見られる。

もっとも昨年リング安を引き起こした1MDBの債務問題やナジブ首相の不正資金疑惑は概ね解消済みであり、足元では米国の利上げペースも後退したためにリング安圧力は後退している。従って、先行きの物価は安定的に推移すると見られ、個人消費の一段の冷え込みは回避されるだろう。一方でリング安の安定化は輸出の鈍化にも繋がるため、輸出型製造業の回復による景気の下支えも見込みにくくなる。

結果、16年の成長率は前年比4.4%増と低下し、17年は海外経済の回復による輸出の拡大、そしてTPP締結による投資需要の増加を追い風に同4.7%増まで上昇すると予想する（図表11）。



<sup>3</sup> 不動産投機抑制を目的として、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を16年1月に施行した。

## 2-4. タイ

タイは14年の軍事クーデター後に政治の安定化による景気の持ち直しが続いていたが、15年4-6月期以降は実質GDP成長率が3%弱で横ばいとなり、頭打ち感が見られる。15年はアジア・中東向けを中心とする輸出の低迷を受けて企業が設備投資に慎重になり、またゴムやパーム油、コメなど主要農産物の世界的な価格下落や干ばつ被害によって農業所得が落ち込み、個人消費は冴えない状況が続いた。一方、観光業の好調と公共投資の拡大、そして年前半の2度の利下げと年後半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）、さらには年末に実施した所得控除枠設定による消費刺激策が寄与し、景気の下振れは回避している。

16年は、政情安定化による訪タイ外客数の反動増が一巡しているために観光業の景気の押上げ効果は小さくなるだろう。従って、景気を支える要因は政府の中長期開発計画着手による大型インフラ事業の進展が見込まれる公共投資の拡大に限られそうだ。

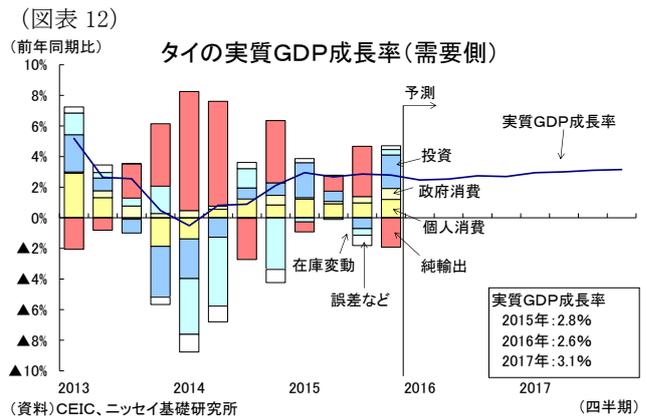
政府は15年に開始した投資奨励制度が不人気のために昨年11月に同制度を見直しており<sup>4</sup>、産業高度化に寄与する製造業の投資を呼び込む公算だ。昨年投資の冷え込みの反動もあり、民間投資は拡大するだろう。しかし、低調な海外経済が見込まれるなかでは輸出の回復が鈍く、企業の投資需要は盛り上がりにくい。また民政移管<sup>5</sup>後の経済政策の不透明感が残ることから、民間投資の回復は限定的となるだろう。

個人消費については、農産品価格の回復が鈍いことや年前半までエルニーニョ現象を背景に雨不足が続くなど農業所得の回復が遅れること、そして高水準の家計債務が足枷となることから昨年に続いて冴えない展開となりそうだ。

結果、輸出と民間部門の回復は鈍く、公共投資では景気が支えきれない状況に陥り、政府は追加の景気対策を打ち出すと予想する。インフレ率は16年も低水準で推移すると見られることから、景気減速とパーツの上昇傾向が続くようであれば中央銀行は年内に追加利下げに踏み切るだろう。16年の成長率は前年比2.6%増と低下し、17年は輸出の持ち直しで同3.1%増まで上昇すると予想する（図表12）。

## 2-5. インドネシア

インドネシアの15年の実質GDP成長率は前年比4.8%増と、4年連続で鈍化した。11年の成長率が同6.2%増と高めの成長を記録していたことを踏まえると、足元の景気の弱さは明白だ。成長率低下の主因としては、主力の資源関連産業が国際商品市況の下落や中国向け輸出の低迷などの打撃を受けたこと、また高インフレ・高金利の長期化によって消費と投資が伸び悩んだことが挙げられる。しかし、昨年後半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、10-12月期



<sup>4</sup> 14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て重要度の大きい「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た。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。

<sup>5</sup> 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。

の成長率は前年同期比 5.0%増まで上昇した。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からは、消費者マインドが持ち直すなど、経済は回復軌道に戻りつつある。

これまで経済を苦しめた高インフレ・高金利は足元で好転しており、16 年は民間部門が持ち直しに向かう年となりそうだ。通貨ルピアはここ数年売り圧力を受け続けてきたが、昨年 10 月からはマクロ経済環境の改善や国内決済におけるルピア使用義務などの金融規制が奏効して通貨ルピアが安定化している。

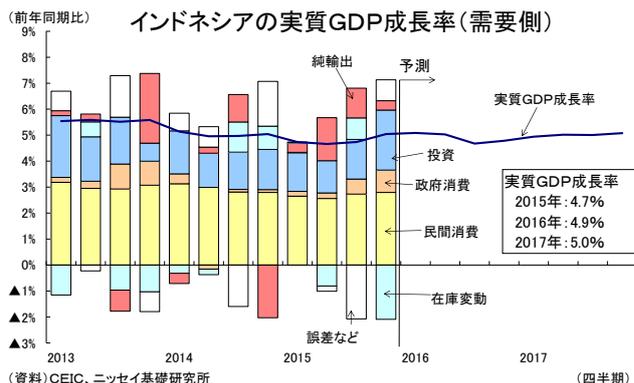
インドネシア銀行（中央銀行）は 16 年の消費者物価上昇率が目標圏内（3-5%）に落ち着くと見て、金融政策を緩和方向に舵を切り、年明けから 3 ヶ月連続の利下げに踏み切った。また政府は年明け以降も経済政策パッケージ（直近では第 10 弾まで公表）を打ち出しており、電気料金の値下げや外資規制の緩和などが追い風となって民間消費と民間投資は回復に向かうだろう。もっとも資源価格の上昇は限定的と予想され、関連産業の投資の縮小や雇用調整は今後も続くと思われる。民間部門の回復は緩やかなものとなるだろう。

一方、公共部門は昨年から鈍化するだろう。16 年度予算案ではインフラ予算が増額（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によって公共投資が引き続き景気の支えとなるだろうが、予算策定時に想定した原油価格は 1 バレル 50 ドルと足もとの水準を上回っている。今後、歳入減による経費支出が抑制されて政府支出が鈍化する可能性は高い。

輸出は世界の資源需要の回復が見込めず伸び悩む一方、輸入は内需拡大で増加すると見られる。従って、外需は成長率に対してマイナスに働くだろう。

結果、成長率は 16 年が前年比 4.9%増、17 年は同 5.0%増と小幅に上昇すると予想する（図表 13）。

(図表 13) インドネシアの実質 GDP 成長率(需要側)



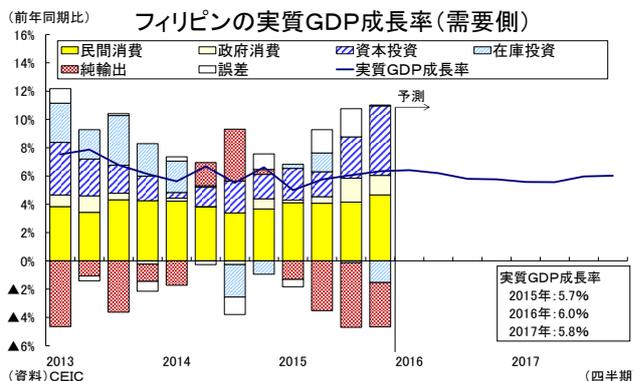
## 2-6. フィリピン

フィリピンの 15 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.3%増と、前期の同 6.1%増から上昇した。堅調な民間消費と予算執行の円滑化による政府消費の拡大、さらに総固定資本形成も設備投資の拡大やインフラ整備の進展で大きく伸びるなど、力強い成長が続いている。なお、輸出は主力の電子製品とサービス輸出を中心に拡大傾向を維持しているものの、内需拡大による輸入の増加が著しく、外需はマイナスに働いて成長率の上昇が限定的になっている。

当面はこうした内需主導の経済成長が続くと見られるが、16 年は 5 月に正副大統領や上下院議員、地方自治体首長などが選出される統一選挙が行われるため、選挙前までは政党による選挙関連支出の拡大による個人消費の拡大、政府消費や公共投資の前倒し執行によって成長率が押し上げられるものの、選挙後は反動減で鈍化するだろう。

通年で見ると、GDP の 7 割を占める民間消費は、雇用所得環境の改善や底堅い海外送金の流入に

(図表 14) フィリピンの実質 GDP 成長率(需要側)



よって好調を維持するだろう。また16年度予算は約3兆ペソ（前年比15.2%増）と昨年に続いて予算規模を大幅に拡大しており、インフラ予算（前年比28.7%増）を計画通りに執行できれば、公共投資が引き続き景気の牽引役となるだろう。また民間投資は公共投資の拡大が呼び水となるほか、16年に始動する自動車産業振興策や官民パートナーシップ（PPP）によるインフラ整備の進展などによって拡大基調が続くと見られる。しかし、大統領選挙の動向次第では企業が投資を手控える動きが増えるだろう。大統領選は現在のところ混戦が続いており、有力視される4名の候補者らはアキノ政権の改革路線を否定こそしないものの、先行きの産業政策には不透明感が漂っている。

輸出は、海外経済が伸び悩むなかでも電子機器が拡大傾向を維持し、底堅い米国経済とペソ安を背景にBOP産業の好調が続いてサービス輸出が全体を支える展開が続きそうだ。しかし、内需拡大による輸入増が輸出の伸びを上回り、外需は引き続き景気の下押し要因となりそうだ。

結果、成長率は16年が前年比6.0%増、17年は同5.8%増と周辺国に比して高めの成長が続くと予想する（図表14）。

## 2-7. インド

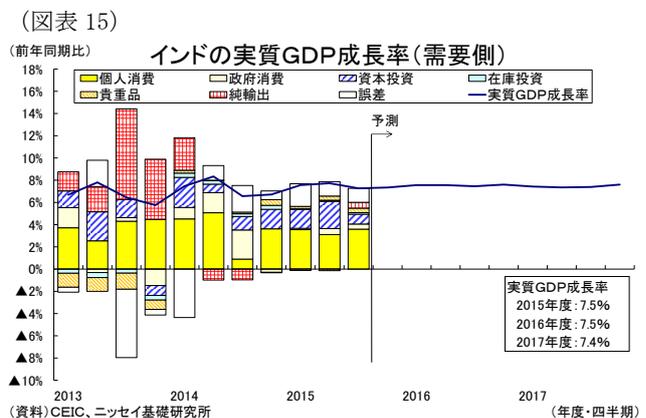
15年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比7.3%と、7-9月期の7.7%増から低下したものの、7%台半ばの力強い成長が続いている。15年は原油安を追い風にインフレ率が低下し、中央銀行は計1.25%の利下げを実施している。従って農業所得の低迷にもかかわらず、個人消費は堅調だった。また新政権樹立後の外資規制の緩和や積極外交による投資誘致などモディ政権への改革期待で海外資本が流入したほか、補助金削減等によって積み増したインフラ予算の執行が進み、投資は昨年7-9月期まで5期連続で上昇した。

先行きも内需が堅調で力強い成長が続くと見ている。資源価格の上昇幅は限定的でインフレ率が安定的に推移するなか、短期的には追加の金融緩和も見込まれる。また来年度予算では公務員給与の大幅引上げが盛り込まれ、個人消費は堅調な拡大を続けるだろう。さらに16年のカリフ期（6-9月の雨季）に3年ぶりとなる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で個人消費が一段と押し上げられる可能性もある。

公共投資は引き続き来年度予算で積み増しされたインフラ整備が進展することから、引き続き景気の支えとなるだろうが、民間投資は商業銀行の不良債権処理が遅れて貸出金利の低下が進んでいないことやモディ政権の構造改革期待の後退さらには世界経済の不透明感の高まりを受けて伸び悩みそうだ。昨年に比べて投資の牽引力は鈍ると予想される。

主要輸出先である中東経済の悪化で輸出が伸び悩むと見られ、引き続き外需の牽引力には期待できない状況が続くだろう。

結果、成長率は15年度が前年度比7.5%増、16年度が同7.5%増、17年は同7.4%増と、横ばい圏で推移すると予想する（図表15）。



(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。