

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

～短期的に景気下振れも、17年も消費主導の緩やかな成長が続く

経済研究部 研究員 齊藤 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、足元で緩やかな回復の動きが見られる。景気の牽引役である民間消費は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によって堅調を維持している。またインフラ整備や低所得者対策、消費刺激策の実施といった財政政策、緩和的な金融政策の継続も景気をサポートしている。一方、依然として輸出は低調で、投資も景気の先行き不透明感から低迷している。
2. 先行きの消費者物価上昇率は、原油価格の緩やかな上昇と通貨安に伴う輸入インフレを主因に上昇基調が続くと予想するが、経済成長は緩やかなものとなることから上昇幅は限定的となるだろう。
3. 先行きの金融政策は、緩やかな物価上昇および米国の利上げペースの加速を背景とした資本流出の懸念があることから、各国の中央銀行は追加緩和には慎重になるだろう。もともと景気への配慮から可能な限り緩和的な金融政策を継続して米国追従の利上げを当面見送るだろう。
4. 経済の先行きは、短期的には各国固有の要因から景気が下振れる国が多いが、17年に入って持ち直し、消費主導の緩やかな成長が続くと予想する。消費は物価上昇で実質所得が目減りして伸び率が若干低下するものの、堅調な伸びを見込む。また輸出の増加傾向と資源価格の上昇を受けて企業の投資マインドが持ち直し、投資も回復に向かおう。一方、財政政策・金融政策による景気の押上げ効果は弱まるだろう。

ASEAN5カ国とインドの経済見通し

(前年比、%) 予比、%

実質GDP 成長率	2015年					2016年					2017年		2018年	インフレ率	2015年					2016年					2017年		2018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)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)	(予)	(予)	(予)
マレーシア	5.0	4.2	4.0	4.3	4.2	4.2	4.3	4.4	4.3	4.5	4.4	4.6	マレーシア	2.1	3.4	1.9	1.3	1.5	2.0	1.7	2.0	2.3	2.4	2.1	2.6		
タイ	2.8	3.2	3.5	3.2	2.9	3.2	2.9	3.2	3.2	3.5	3.2	3.4	タイ	▲0.9	▲0.5	0.3	0.3	0.6	0.2	1.0	1.4	1.6	1.9	1.4	2.1		
インドネシア	4.8	4.9	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2	5.3	5.2	5.4	インドネシア	6.4	4.3	3.5	3.0	3.5	3.6	3.8	4.1	4.2	4.3	4.1	4.6		
フィリピン	5.9	6.8	7.0	7.1	6.7	6.9	6.4	6.5	6.9	6.8	6.7	6.8	フィリピン	1.4	1.1	1.5	2.0	2.4	1.8	2.6	2.9	3.1	3.2	3.0	3.4		
ベトナム	6.7	5.5	5.5	6.0	6.2	6.2	5.5	5.7	6.1	6.4	6.4	6.6	ベトナム	0.6	1.3	2.2	2.8	4.4	2.9	4.5	4.0	4.0	4.1	4.1	4.6		
インド <下段:年度ベース>	7.2 <7.6>	7.9	7.1	7.3	6.5	7.2 <7.0>	7.0	7.6	7.3	7.6	7.4 <7.5>	7.3 <7.3>	インド <下段:年度ベース>	4.9 <4.9>	5.3	5.7	5.2	3.7	4.9 <4.7>	4.2	4.5	4.7	4.8	4.6 <4.7>	4.8 <4.9>		

(注)2016年、2017年の内訳は前年同期比。インフレ率はCPI上昇率。

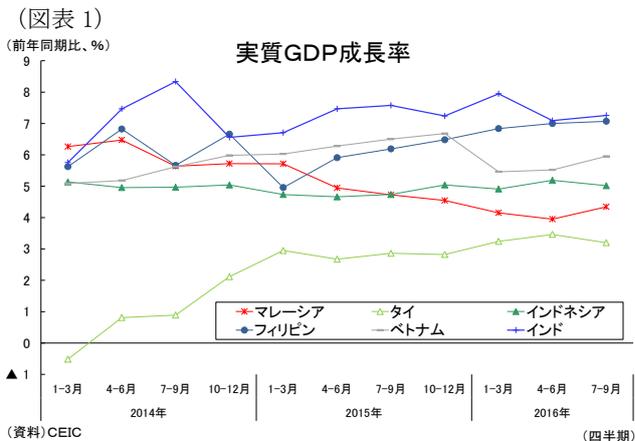
(資料)CEIC、ニッセイ基礎研究所

1. 東南アジア・インド経済の概況と見通し

(経済概況：内需主導の緩やかな回復)

東南アジア 5 カ国およびインド経済は低調な世界貿易や資源価格の低迷、中国経済の減速などから本格的な景気回復には至らないものの、足元で内需主導の緩やかな成長が続いている(図表 1)。

景気の牽引役である民間消費は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によって堅調を維持している。またインフラ整備や低所得者対策、消費刺激策の実施といった財政政策、緩和的な金融政策の継続も景気をサポートしている。一方、輸出は昨年と比べて持ち直したとはいえ、依然として低調な推移が続いており、また民間投資も世界経済の先行き不透明感から低迷している。



(物価：資源安要因の剥落と通貨安を背景に上昇基調が続く)

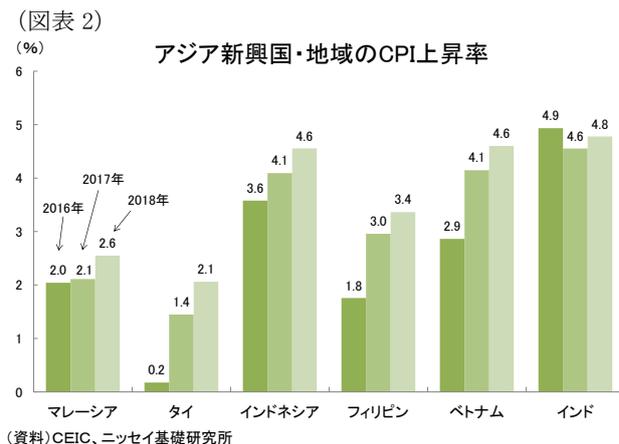
消費者物価上昇率(以下、インフレ率)は、エネルギー価格下落によるデフレ圧力が和ぐなかで上昇基調で推移している。

16 年前半にエルニーニョ現象を背景とする干ばつ被害によって高騰した食品価格は 16 年後半の農業生産の回復によって鈍化してきている。現在はラニーニャ現象に移行しており、多雨と低温による農作物への影響が懸念されるものの、食品価格は農業生産の回復の影響が残ることから当面落ち着いた伸びとなるだろう。

原油価格(WTI 先物)は今年 2 月に反転してから緩やかな上昇基調にあり、当研究所では 17 年末にかけて 50 ドル弱、18 年末にかけて 50 ドル台後半と緩やかに上昇すると予測している。また今後の中国における過剰生産能力削減の動きが続くことも資源価格の上昇に繋がり、これまでの資源価格下落によるデフレ圧力は後退するだろう。

新興国へのマネーフローは資源価格の反転後に再び流入し始めたことから、16 年はアジア新興国通貨が堅調に推移していたが、足元では米大統領選をきっかけにトランプノミクスに対する期待からドル高が進んでいる。また現在の米 FOMC メンバーの利上げ見通しは 17 年に 3 回、18 年に 3 回と過去 2 年の 1 回からペースが早まるとシナリオになっている。今後、新興国の資金流出懸念が再び高まって通貨安が進むだろう。また来年 1 月の新政権発足後、トランプ氏の政策に対する市場の評価が固まるなかで、為替相場は上下どちらにも振れる可能性があるだろう。

従って、先行きの消費者物価上昇率は原油価格の緩やかな上昇と通貨安に伴う輸入インフレを主因に上昇基調が続くと予想する。もっとも経済成長は緩やかなものとなることから物価の上昇幅は限定的となるだろう(図表 2)。



(金融政策：緩和的な政策スタンスは継続)

金融政策は資源安を背景とする低インフレの継続と米国の利上げ観測の後退により、昨年からの追加的な金融緩和を実施するケースが多く見られた。昨年はタイとインドが積極的に政策金利を引き下げ、16年はアジア新興国通貨が堅調に推移したことが追い風となってインドネシアとインド、そしてマレーシアでも政策金利が引き下げられた(図表3)。

しかし、先行きは上述のとおり物価の上昇傾向が続く上、米国の利上げペースの加速やトランプノミクスを背景とした資本流出の懸念があることから、各国の中央銀行は追加緩和には慎重になるだろう。もっとも国内経済が緩やかな成長に止まることを踏まえると、可能な限り緩和的な金融政策を継続して米国追随の利上げも当面見送るだろうが、原油高や通貨安による輸入インフレが次第に消費者物価に反映するなかで18年には政策金利を引き上げるケースが増えるだろう。

(経済見通し：消費主導の緩やかな成長が続く)

東南アジア5カ国およびインド経済の先行きは、短期的にはタイの自粛ムードの広がり、フィリピンの選挙特需の剥落、インドの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いが、17年に入って持ち直し、総じて緩やかな成長が続くと予想する(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回復が見込まれる一方、中国経済の減速が続く、世界経済は緩やかに成長すると見られる。

輸出は本格回復には至らないものの、外国人観光客の増加、通貨安による価格競争力の向上も追い風となり、小幅の増加傾向が続くだろう。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が続く。結果、外需は輸出の増加が輸入の増加を上回って小幅のプラス寄与となると予想する。

内需は消費主導で底堅く推移するだろう。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堅調な伸びが見込まれる。もっとも緩やかな物価上昇によって実質所得が目減りし、民間消費の伸び率は若干低下するだろう。民間投資は、景気の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だろうが、輸出の増加傾向と資源価格の上昇を受けて企業の投資マインドが持ち直し、徐々に回復するだろう。一方、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ほか、金融政策も現行の緩和的な政策を維持するだろうが、これまでほどの景気押し上げ効果は期待できないだろう。

先行きの下方リスクとしては、まず①欧米で保護主義的な動きが強まっていることが挙げられる。これにより外国資本のアジア新興国への進出の動きが遅れたり、世界的な貿易取引が収縮する場合、アジア新興国はGDPに占める投資と輸出の割合が大きいだけに負の影響も大きいだろう。

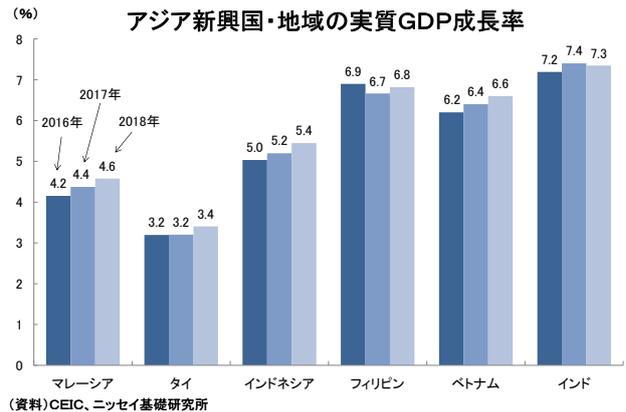
(図表3)

政策金利の推移

	2014年末 (13年対比)	2015年				2015年末 (14年対比)	2016年				現在 (15年対比)
		Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4	
マレーシア (※日物政策金利)	3.25 (▲0.25)					3.25 (-)					3.00 (▲0.25)
タイ (※日物レボ金利)	2.00 (▲0.25)	↓	↓			1.50 (▲0.50)					1.50 (-)
インドネシア (7日物リバースレボ金利)	7.75 (▲0.25)	↓				7.50 (▲0.25)	↓↓↓	↓	↓	↓	4.75 (▲1.50)
フィリピン (※日物借入金利)	4.00 (+0.50)					4.00 (-)					3.00 (-)
ベトナム (再割引金利)	6.50 (▲0.50)					6.50 (-)					6.50 (-)
インド (※日物レボ金利)	8.00 (▲0.25)	↓↓	↓	↓↓		6.75 (▲1.25)		↓		↓	6.25 (▲0.50)

(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)



また②米国の利上げペースの加速や中国経済の不安定化、英国の EU 離脱問題を巡る不透明感の高まり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。

このほか③各国固有の政治リスクにも変化が見られる。まずフィリピンでは、ドゥテルテ大統領の急進的な政策や中露との軍事・経済関係を強化する独自外交路線への転換などの変革が経済にプラスに働く可能性はある一方で、欧米との関係悪化によって外資系企業がフィリピンへの投資を手控えるリスクも孕んでいる。また 2017 年末に総選挙を予定するタイでは、民政移管がスムーズに進むかどうか不透明であるほか、タクシン氏との繋がり深いとされるワチラロンコン新国王の治世もとでタクシン派と反タクシン派の対立構造に動きが出る可能性もあるだろう。さらにマレーシアでは、政府系投資会社ワン・マレーシア・デベロップメント（1MDB）の不正資金流用疑惑に関する海外当局の捜査は続いており、首相の汚職疑惑が明らかになって政情が不安定化する恐れは依然として燻っている。

2. 各国経済の見通し

2-1. マレーシア

マレーシア経済は資源価格の下落を受けて景気減速が続き、4-6 月期には実質 GDP 成長率が前年同期比 4.0%増と、2009 年以来の最低水準まで落ち込んだ。しかし、16 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.3%増と、民間消費が改善して 6 四半期ぶりの上昇に転じた。民間消費は①3 年半ぶりの法定最低賃金の引上げ¹と昨年 4 月の物品・サービス税導入に伴うインフレ圧力が後退したことによる家計の購買力の改善、そして 7 月に中央銀行が政策金利を 0.25%

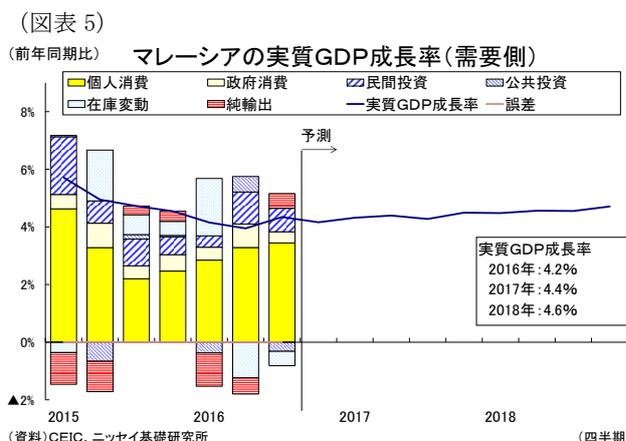
引き下げるなど緩和的な金融政策の継続などがプラスに働いた。一方、公共部門は緊縮的な財政運営を続けており、政府消費と公共投資は総じて成長率全体を下回る伸びが続いている。また民間投資もサービス業こそ高い伸びを記録しているものの、輸出の低迷によって輸出型製造業の投資需要が弱く、全体として伸び悩んでいる。

10-12 月期も民間消費の拡大が公共部門と輸出の落ち込みを相殺する構図に変化はなく、横ばい圏の成長が続くと予想する。民間消費は 7-9 月期同様に低インフレ環境のもとで堅調に推移するだろう。一方、景気底打ち後も企業の景況感は低迷したままとなっており、投資の回復は見込みにくい。また足もとで輸出も低迷しており、外需の拡大も期待できないだろう。

17 年は、資源価格の上昇によって景気が上向くだろう。まず輸出は海外経済の緩やかな回復とリンギ安の恩恵で拡大傾向が続くこと、また最近の資源価格の上昇によって資源関連企業の業績が回復に向かうなか、民間投資も徐々に上向くだろう。民間消費は緩やかな物価上昇が消費需要の重石となるものの、年前半までは最低賃金引上げ、年後半からは雇用の回復が家計の購買力の支えとなり、堅調な伸びを維持するだろう。一方、政府部門は 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%増に止まったことから、政府消費と公共投資が伸び悩む状況は続くだろう。もっとも景気への配慮から物品・サービス税 (GST) の引上げを回避するとともに低所得者支援策「1 マレーシア・ピープルズ・エイド (BR1M)」や公務員への特別支給金の拡充など分配政策を充実させており、民間消費をサポートするとみられる。また 2018 年には総選挙を控えていることもあり、足元の資源価格の上昇が続いて資源関連収入が増えれば、景気浮揚策を打ち出す可能性もあるだろう。

金融政策は、中央銀行が 7 月にインフレ見通しを下方修正し、政策金利を 0.25%引き下げた。しかし、先行きは景気が回復に向かうとともに、通貨下落を警戒して現状の金融政策を維持すると予想する。

実質 GDP 成長率は 16 年が 4.2%と、15 年の 5.0%から低下した後、17 年が 4.4%、18 年が 4.6%と緩やかに上昇すると予想する (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

タイは14年5月の軍事クーデター後に政治が安定して以降、景気の回復基調が続いている。16年7-9月期の成長率は前年同期比3.2%増と、4-6月期の同3.5%増からは低下したが、これは経常予算の早期執行や昨年同期に遅れていた公務員給与の引上げ分の支出があったことの影響による影響が大きい。景気の牽引役である観光業は外国人観光客数の二桁増によって好調で、公共投資は鈍化しつつも全体を上回る伸びを続けている。また個人消費は低インフレ環境や8四半期ぶりの農業生産の回復による農業所得の増加によって堅調な伸びを維持している。一方、財輸出は小幅のプラスに転じたとはいえ停滞局面から脱していないほか、民間投資も輸出不振と住宅購入支援策の終了（4月）の影響で低迷している。

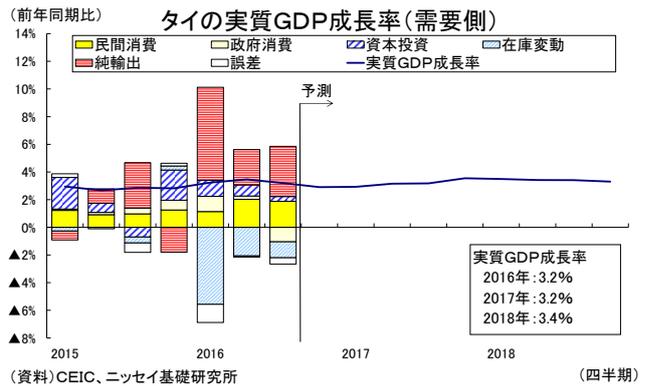
10-12月期は、10月のプミポン国王の死去に伴う自粛ムードの広がり²で消費が大幅に落ち込み、成長率は下振れるだろう。また二桁増が続いていた外国人観光客数は10月が前年比0.5%増と、中国人を対象とした違法格安ツアーの取り締まり強化によって落ち込んでおり、観光業の景気の牽引力は弱まるものと見込まれる。一方、政府は11-12月に低所得者向けの現金給付（128億バーツ）を支給すると共に、12月には追加の消費刺激策³を打ち出しており、民間消費の落ち込みを和らげる公算だ。ただし、10月から始まる新年度予算は赤字予算を編成したが、歳出額は前年度比2.6%減となっている。もっとも10-12月期は予算の早期執行によって政府支出の急速な落ち込みは回避されるだろう。

17年は、政府部門による景気の押し上げ効果は期待しにくいものの、民間部門の回復によって3%強の底堅い成長が続くだろう。これまで景気を牽引してきた公共投資は大型インフラ整備事業への継続的な資金投入によって底堅い伸びが続くほか、外国人観光客数は違法業者の取り締まりの影響が和らぐなかで回復してサービス輸出も高めの伸びを続けるだろう。財の輸出は、海外経済の緩やかな回復が続くなかで小幅の増加基調が続いて、冷え込んだ民間投資も回復に向かうだろう。一方、民間消費は自粛ムードによる消費者の購買意欲の低下、インフレ率の上昇による実質所得の目減り、高水準の家計債務を背景とする銀行のローン審査の厳格化などが重石となって消費の伸びは鈍化するものと予想する。もっともファーストカー減税で定められた5年間の車両保有義務期間の満了によって自動車の買い替え需要が生じるほか、政府が既に公表した約1,000億バーツの地方振興策、そしてこれまでと同様の所得控除策の実施が見込まれることも消費の下支えとなるだろう。

金融政策は、昨年4月の利下げを最後に政策金利が据え置かれている。先行きも国内経済は底堅い成長が続くことから政策金利は据え置かれるだろう。また今後の物価上昇は中銀目標の1~4%の範囲内に止まると見込み、当面は米国追随の利上げには踏み切らないと予想する。

実質 GDP 成長率は16年が3.2%、17年が3.2%、18年が3.4%と概ね横ばい圏で推移すると予想する（図表6）。

(図表6)



² プラユット首相はプミポン前国王が死去した10月13日に服喪期間を1年とすると発表し、国民に娯楽イベントなどを30日間自粛するよう呼び掛けた。

³ 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）を実施している。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。

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、15年半ばに底打ちして以降、景気は緩やかな回復傾向にある。こ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、昨年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。そして15

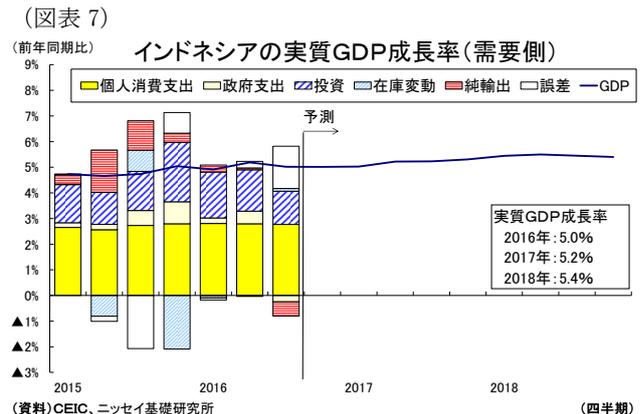
年11月には燃料補助金削減に伴って物価上昇圧力が後退し、消費者物価上昇率は中央銀行の物価目標(3~5%)の下限まで急速に低下したことから、中央銀行は年明けから段階的な政策金利の引き下げ(計1.5%)を実施した。こうしたなかで消費者の購買力が向上し、民間消費は持ち直してきている。もっとも足元では税収不足を背景に政府支出が落ち込み、景気回復ペースは鈍っている。7-9月期の成長率は前年同期比5.0%増(4-6月期:同5.2%増)と低下した。

10-12月期は、消費が牽引役となるも政府支出が落ち込み、成長率が5%前後で伸び悩むだろう。政府が7月から実施しているタックス・アムネ스티(租税特赦)制度は概ね好調に推移し、一段と財政が悪化するリスクは回避したものの、税収不足による政府支出の低迷は続くと思われる。10月の資本支出は前年比1.1%減とマイナスに転じており、これまで景気を支えてきた建設投資もやや鈍化しそうだ。一方、民間消費は中間所得層の増加や17年2月のジャカルタ州知事選挙の関連需要、足元のインフレ圧力の後退などから堅調に推移するだろう。また足もとの輸出はプラスに転じる一方、輸入は鈍化している。内需主導の成長であることには変わらないが、外需も成長率に対してプラスに寄与するだろう。

17年は、資源価格の上昇を受けて5%を若干上回る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、最低賃金の引上げ(政府指針は前年比8.25%増)を背景に中間層が拡大する一方、インフレ率は政府予想(約3%)を上回って推移するものと予想され、伸び率は16年並みの水準が続くだろう。また8四半期連続のマイナス成長が続く輸出は、世界経済の緩やかな回復と通貨安を追い風に減少傾向に歯止めが掛かるだろう。また投資は資源価格の上昇によって資源関連企業の業績が回復に向かう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市場の引き締め策などを背景に資源需要の急拡大は見込みにくく、主力の資源関連の輸出と投資の増加は小幅に止まるだろう。一方、政府部門は17年度予算の歳出が前年比0.6%減と横ばいと、今後も政府消費の拡大は見込めないが、予算配分を見ると景気への配慮は伺える。地方への移転支出や村落地基金、インフラ整備予算の予算は拡充されており、地方の消費と建設投資をサポートするだろう。また政府は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し、民間部門を刺激する姿勢は続けると思われる。

金融政策は、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、先行きは為替相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当面、現状の金融政策を維持するだろう。

実質GDP成長率は16年が5.0%と、17年が5.2%増、18年が5.4%と小幅に上昇すると予想する(図表7)。



2-4. フィリピン

フィリピンの16年前半の高成長は5月の大統領選挙関連の特需によるものであり、7-9月期にはその効果が剥落して景気は減速すると思われたが、7-9月期の成長率は前年同期比7.1%増（前期：同7.0%増）と小幅に上昇し、直近3年間で最も高い伸びを記録した。実際、選挙特需の剥落や政権移行に伴う予算執行の遅れによって政府消費は失速、公共建設投資は高水準ながらも拡大ペースが鈍化した。しかし、民間消費は低インフレや雇用・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。また財輸出は同7.8%増の堅調な伸びが続き、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%増の高い伸びを記録している。こうした消費と輸出の拡大を受けて民間投資も二桁増の高い伸びを続けている。なお、力強い内需の拡大によって輸入が輸出の伸びを上回っているために、純輸出の寄与度は3.5%ポイントのマイナスとなっている。

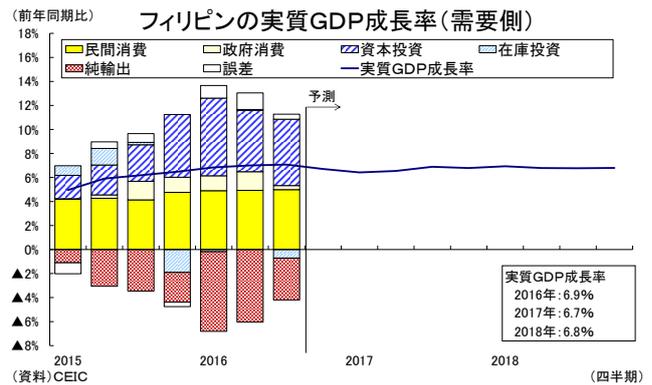
10-12月期は、引き続き選挙特需の剥落の影響が続いて景気は減速するだろう。10-12月期も選挙関連特需の剥落の影響は続くほか、大型台風による農作物被害などによってインフレ率が上昇傾向にある。10-12月期も政府消費は停滞、民間消費の伸びも若干低下すると予想する。一方、民間部門を中心に投資需要は旺盛で、輸出の拡大傾向も続くことから6%台半ばの高めの成長となるだろう。

17年の成長率は、年前半まで選挙特需の剥落の影響によって実力よりも低い水準に止まるものの、年後半には上向くと予想する。民間消費は緩やかな物価上昇が続くものの、賃金上昇と雇用拡大、ペソ安の進行による海外就労者の送金額の増加を受けて堅調な伸びを維持するだろう。17年度政府予算は財政赤字拡大と税制改革に伴う税収増を見込み、歳出額が前年度比11.6%増の大型予算が編成されており、政府消費は再び加速し、公共投資の拡大も続くと見られる。こうした内需拡大を受けて民間投資も堅調な伸びを維持するだろう。ドゥテルテ政権の先の読みにくい政権運営に対して投資が思うように伸びない懸念は燻るものの、新政権が既に公表した経済政策の方針にある外資規制の緩和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ビジネス環境が改善すれば投資の追い風となるだろう。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堅調な伸びが続く一方、輸入の伸びはやや鈍化することから、純輸出の成長率に対するマイナス寄与は縮小すると見込む。

金融政策は、インフレ率の上昇が中銀の物価目標（1~4%）の範囲内に止まり、現行の緩和的な政策が維持されると予想する。景気の過熱感が強まってインフレ圧力が高まれば18年から段階的な利上げが実施される展開もあるだろう。

実質GDP成長率は16年が6.9%、17年が6.7%、18年が6.8%と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

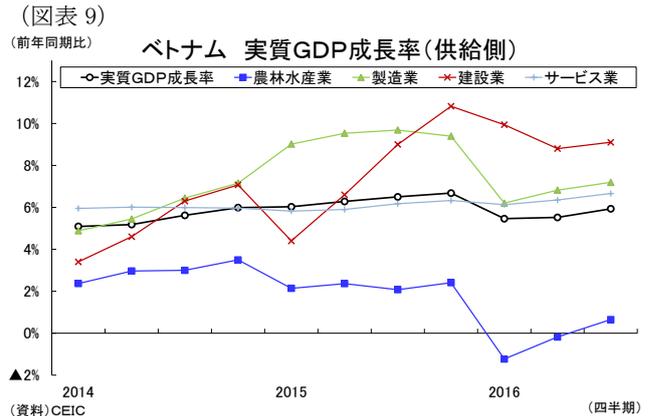
ベトナムは安価な労働コストや地理的に中国と近い立地の優位性、政府が外資誘致政策や自由貿易協定および経済連携協定に積極的であることから外資系製造業から戦略的な生産基地として注目され、投資主導の成長が続いている。しかし、16年1-9月期の成長率は前年同期比5.9%増と、昨年1-9月期の同6.5%増を下回っている。今年の景気減速は第一次産業の落ち込みによる影響が大きい。農業は北部における寒波や洪水、中・南部における干ばつや塩害によって生産が落ち込み、また漁業は4月に環境被害による魚の大量死の影響で鈍化し、第一次産業が低迷している。また第二次産業は建設業と外資系が主導する製造業が二桁成長を維持しているものの、鉱業が原油価格下落を背景とした減産で3期連続のマイナス成長となり、第二次産業全体では前年同期の伸び率を下回る水準に止まっている。一方、第三次産業は農業所得の悪化が消費の重石となっているものの、低インフレ環境と継続的な賃金上昇によって家計の実質所得が増加し、卸売・小売業や情報・通信業を中心に前年を上回る伸びを記録している。

1-12月期の成長率は、当初の政府目標（6.7%）を下回るものの、10月に下方修正後の目標（6.3～6.5%）付近まで上昇すると予想する。足元の輸出は外資系資本を中心に好調であり、公共投資は成長目標達成に向けて増勢基調、対内直接投資の実行額も堅調に伸びており、第二次産業は一段と上昇するだろう。また第一次産業も天候不順の悪影響が和らいで農業生産の回復が見込まれる。なお、第三次産業は農業所得の改善と5月の公務員の最低賃金の5%引上げが追い風となる一方、政府統制価格の引上げと資源安要因の剥落によるインフレ率の上昇によって実質所得が目減りすることから、横ばい圏の伸びとなるだろう。

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傾向によって前年を上回る緩やかな成長を予想する。第二次産業については、16年1-11月に認可された外国直接投資（FDI）が前年同期比10.5%減（1-8月は同7.7%増）と今後の落ち込みが懸念される一方、海外経済の緩やかな回復によって製造業の輸出は高い伸びを続けるだろう。また鉱業部門が原油価格の上昇によって持ち直すこと、建設業も中央銀行による緩和的な金融政策によって堅調な伸びが続くことから、第二次産業全体では前年並みの成長を維持するだろう。また雇用・所得環境は農業所得の増加や7%増以上の最低賃金の引上げによって改善するものの、物価上昇が消費者マインドの重石となり、第三次産業は卸・小売業を中心に前年並みの堅調な伸びとなるだろう。

金融政策は、中央銀行が政策金利を低水準に据え置くとともに、成長目標達成のために銀行への貸出金利の引き下げを指示している。ただ、これによって不動産投資のペースが加速しており、銀行の抱える不良債権が今後拡大する可能性には注意を払う必要があるだろう。

実質GDP成長率は16年が6.2%、17年が6.4%、18年が6.6%と、15年の6.7%を下回るものの、上昇基調が続くと予想する（図表9）。



2-6. インド

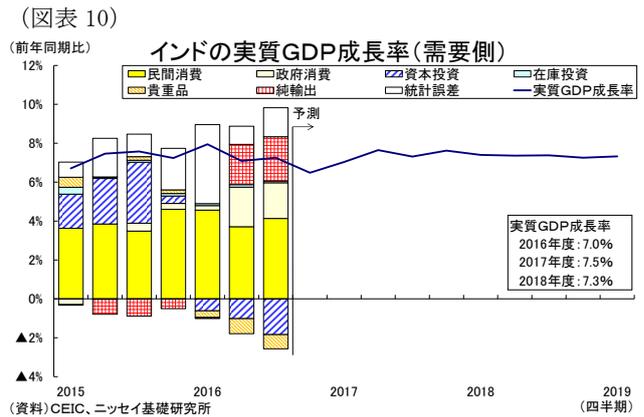
インドは7%台の力強い成長が続いている。16年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比7.3%増(前期:同7.1%増)と小幅に上昇した。7-9月期は、7月から支給が始まった第7次公務員昇給(平均+23.55%増)と比較的順調だったモンスーンの降雨を背景とする消費者マインドの改善のほか、消費者物価上昇率の低下や中央銀行が15年1月から段階的に進めた計1.75%の利下げなども消費の拡大に繋がった。一方、投資は規制緩和や建設プロジェクトの再開などがあつたにもかかわらず、マイナス成長が続いている。輸出の停滞によって企業の投資意欲が依然として弱いこと、また不良債権問題を抱える銀行が貸出に消極的になっていることが民間投資の低迷に繋がっている。

16年度後半は、これまで景気の牽引役であつた民間消費が失速して成長率は一時的に6%台まで下振れると思われる。これは11月に政府が突如実施した高額紙幣の廃止に伴い現金流通額の86%が一時的に減少し、新札への切り替えが遅れて特に中小企業や農業などで主流の現金取引に大きな支障が出ているためだ。国民の混乱は年内に落ち着きを取り戻すだろうが、現金不足の状況は1-3月期も続くこと、また打撃を受けた地下経済の縮小によって高額消費が落ち込むことから、民間消費は当面弱含むと見られる。もっとも10年に一度の公務員昇給と3年ぶりの農業生産の回復による所得の増加の影響は10-12月期から本格化することから、本来的な消費需要はむしろ拡大しているとみられ、消費の落ち込みは一時的なものとなりそうだ。一方、政府部門は16-17年度予算(歳出は前年度比10.3%増)の執行が進めるなか、政府消費と公共投資が景気をサポートするだろう。また輸出は緩やかな増加傾向が続くことから、民間投資は更なる悪化を回避すると予想する。

17年度は、消費が再び持ち直して7%台半ばまで景気が回復すると予想する。消費については物価が上昇基調で推移するものの、高額紙幣廃止の悪影響が剥落することや16年度の所得増の消費押し上げ効果が顕在化することから堅調に推移するだろう。また、政府部門は17-18年度政府予算が高成長に伴う税収の増加によって拡充されるものと見込まれ、政府消費と公共投資は引き続き景気の支えとなるだろう。また輸出は緩やかな増加傾向が続くなか、民間投資は回復に向かうと予想する。銀行は不良債権問題の解消には時間が掛かるものの、高額紙幣廃止に伴う預金額の増加を受けて貸出姿勢が前向きになる可能性があること、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追い風となるだろう。

金融政策は、足元で高額紙幣の廃止による影響で一段とインフレ圧力が後退しており、17年2月の金融政策会合で追加利下げに踏み切るだろう。その後は所得の増加や通貨安に伴う輸入インフレによってインフレ圧力が再び強まることから、中央銀行は物価抑制を優先して慎重な金融政策を続けるものと予想する。

実質GDP成長率は16年度が7.0%と、15年の7.6%から低下した後、17年度が7.5%、18年度が7.3%と力強い成長が続くと予想する(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はありません。