

Weekly
エコノミスト・
レター東南アジア経済の見通し
～輸出底打ちで再び緩やかな回復軌道に復帰経済研究部 准主任研究員 齊藤 誠
(03)3512-1780 msaitou@nli-research.co.jp

- 東南アジア 5 カ国は景気回復力が弱く、概ね内需の強さを反映した成長ペースとなっている。2023 年 10-12 月期の成長率はインドネシア（前年同期比+5.0%）とフィリピン（同+5.6%）が内需が強く堅調に推移したが、輸出主導経済であるタイ（同+1.7%）とマレーシア（同+3.0%）が輸出停滞に苦しんでいる。ベトナム（同+6.7%）は米国向け輸出が拡大して製造業が回復、景気に明るさが見えてきている。
- 消費者物価上昇率は昨年末までにインフレが沈静化した。先行きはベース効果の剥落により下げ止まり、輸出の底打ちによる景気回復軌道に入るなかで徐々に上向くだろう。もっとも、これまでの利上げの累積効果により緩やかな物価上昇にとどまり、各国中銀のインフレ目標圏内で推移するだろう。
- 金融政策は今後利下げ局面に入る国が増えるだろう。今年半ばからインドネシアとフィリピンが米国に追随する形で金融緩和に踏み切り、タイは足元の景気回復の遅れを考慮して4月から調整的な利下げを実施すると予想する。
- 2024 年の東南アジア経済は、輸出と製造業が持ち直して景気回復局面が続くものの、ペントアップ需要のやこれまでの利上げの累積効果によりサービス業の増勢が鈍化して盛り上がり欠ける展開となるだろう。2024 年の成長率の上昇幅は輸出主導経済のベトナムとマレーシア、タイで高くなる。内需主導経済のインドネシアとフィリピンは概ね横ばいの成長となるだろう。

東南アジア 5 カ国の成長率とインフレ率の見通し

実質GDP (前年比,%)	2021年 (実)	2022年 (実)	2023年 (実)	2024年 (予)	2025年 (予)
マレーシア	3.3	8.7	3.7	4.2	4.3
タイ	1.6	2.5	1.9	2.7	3.2
インドネシア	3.7	5.3	5.0	5.0	5.1
フィリピン	5.7	7.6	5.6	5.8	5.9
ベトナム	2.6	8.0	5.1	6.0	6.4

(資料) CEIC、ニッセイ基礎研究所

消費者物価 (前年比,%)	2021年 (実)	2022年 (実)	2023年 (実)	2024年 (予)	2025年 (予)
マレーシア	2.5	3.4	2.5	2.5	2.4
タイ	1.2	6.1	1.2	0.9	1.8
インドネシア	1.6	4.1	3.7	3.1	2.9
フィリピン	3.9	5.8	6.0	3.6	3.1
ベトナム	1.8	3.2	3.3	4.0	3.8

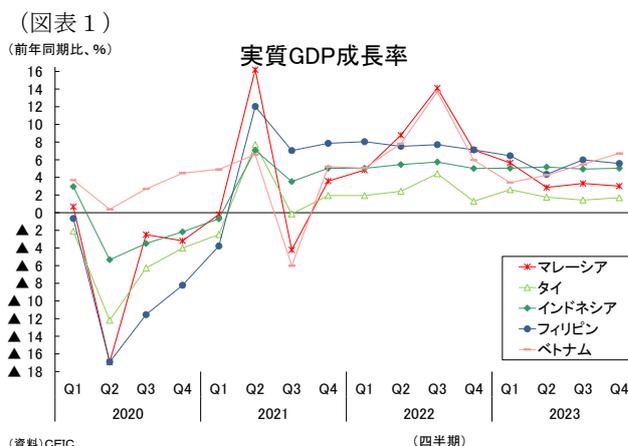
(資料) CEIC、ニッセイ基礎研究所

1. 東南アジア経済の概況と見通し

(経済概況：内需の強さを反映した成長ペースに)

東南アジア5カ国（マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、ベトナム）は景気回復力が弱く、概ね内需の強さを反映した成長ペースである。2022年は各種コロナ規制の緩和に伴う経済活動の正常化やインバウンド需要の回復、ペントアップ需要の顕在化により対面型サービス業を中心に順調に回復したが、2023年は輸出が落ち込み、景気が減速した。内需はインバウンドの回復によりサービス業を中心とした労働市場の改善や政府主導のインフラ開発により底堅さを保ったものの、年初のインフレ過熱や昨年からの金融引き締めが家計や企業の活動の重石となるなど、内需の拡大では輸出の落ち込みを相殺できなかった。

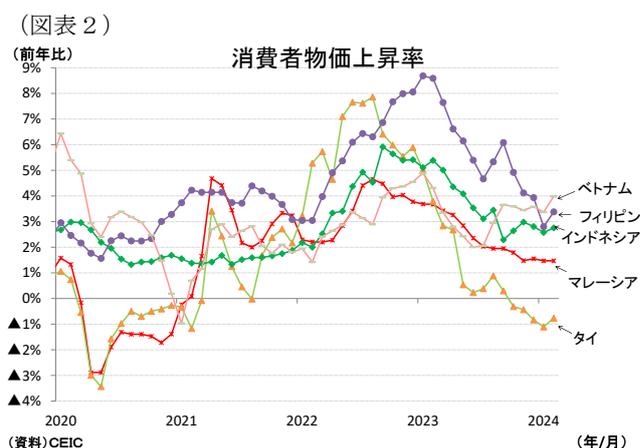
2023年10-12月期の実質GDP成長率（前年同期比）をみると、フィリピン（同+5.6%）とマレーシア（同+3.0%）の2カ国が前期から低下した一方、ベトナム（同+6.7%）とインドネシア（同+5.0%）、タイ（同+1.7%）の3カ国が前期から上昇した（図表1）。コロナ禍前（2019年）の成長率と比べると、インドネシアとフィリピンは内需が強く堅調を維持したが、輸出主導経済であるタイとマレーシア、輸出停滞に苦しんでいる。ベトナムは米国向け輸出が拡大して製造業が回復、景気に明るさが見えてきている。



(物価：徐々に上向くが、利上げの累積効果により緩やかな上昇にとどまる)

東南アジア5カ国の消費者物価上昇率（以下、インフレ率）は2022年後半から2023年初にかけてピークをつけた後、鈍化傾向にある（図表2）。2022年はウクライナ危機により国際商品価格が幅広く上昇、また米国の利上げ開始により東南アジア通貨が減価して輸入インフレが生じたほか、国内では経済活動の正常化が進み需要面からの物価上昇圧力が働いて各国インフレが加速した。しかし、2022年後半からはエネルギー価格の下落や各国中銀の金融引き締め、そして年明けからは国内経済の減速も加わり、2023年末にかけてインフレ圧力が後退した。

先行きは短期的にはベース効果の剥落によりインフレが下げ止まり、輸出の底打ちによる景気回復局面が続くなかで徐々に上向くと予想する。もっとも、各国の景気が勢いに欠けることやこれまでの利上げの累積効果により緩やかな物価上昇にとどまり、インフレ目標圏内で推移するだろう。今年6月以降は米国が利下げに踏み切るためドル安傾向が強まり、アジア通貨の下落圧力が弱まることも物価の安定に繋がるとみられる。なおエルニーニョ現象は最盛期が過ぎつつあるが、今年前半に気温が上昇して農作物の収穫に悪影響が及ぶなど、食品インフレが加速する可能性は残っている。

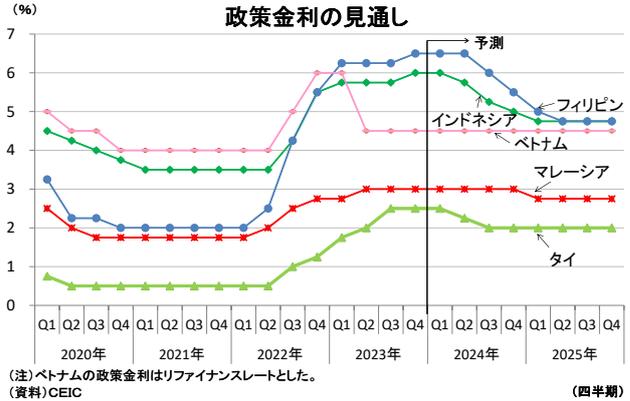


(金融政策：今年半ばから利下げ局面に)

東南アジア 5 カ国の金融政策は、2022 年半ばからコロナ禍からの経済正常化とインフレの加速、米国の利上げによる自国通貨安を受けて金融引き締めを開始した (図表 3)。現在、各国のインフレ率が沈静化し、緩慢な景気が続くなかで、各国中銀は利上げ局面を終了している。なお、ベトナムについては不動産市場の低迷により経済の減速傾向が強まる中、2023 年 3 月から 4 カ月連続で政策金利を引き下げるなど周辺国に先行して金融引き締めに動いている。

先行きは米国の利下げに追随する形で金融緩和に動く国が増えると予想する。当研究所では 2024 年 6 月に米国が利下げサイクルに転じると予測している。昨年からの積極的な金融引き締めを実施してきたインドネシアとフィリピンは米国に追随する形で今年半ばに金融緩和に踏み切ると予想する。またタイは足元の景気回復の遅れを考慮して、周辺国に先行して調整的な利下げを開始すると予想する。なお、マレーシアとベトナムは景気・物価動向を見極めながら年内は金融政策を据え置くと予想する。

(図表 3)



(経済見通し：輸出底打ちで緩やかな景気回復軌道に復帰)

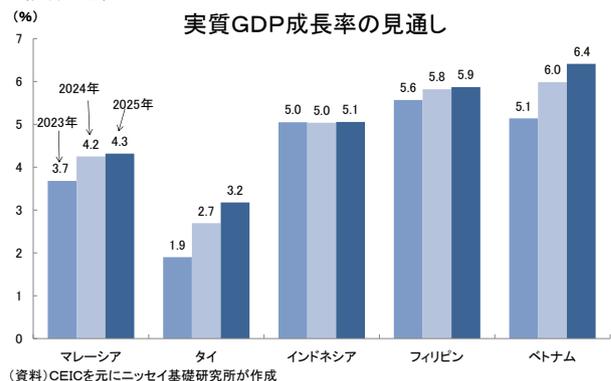
2024 年の東南アジア 5 カ国は輸出と製造業が持ち直して景気回復局面が続くものの、サービス業の増勢が鈍化して実体経済は盛り上がり欠ける展開となるだろう。

まず外需については、低迷していた財輸出が底打ちすると予想する。昨年シリコンサイクルが回復に転じ、世界的な製造業の調整局面が一巡して好転しつつあり、各国で電気・電子機器を中心に財輸出が増加するとみられる。またアジア地域はインバウンドがコロナ禍からの回復の途上にあり、2024 年もサービス輸出の持続的な拡大が続くだろう。もっとも 2024 年は世界経済の減速が予想されるため、財・サービス輸出の増勢は緩やかなものとなりそうだ。

内需は堅調を維持すると予想する。民間消費はインフレの軟化や観光業と製造業の回復に伴う労働市場の改善により家計の購買力が向上して堅調に推移するが、ペントアップ需要の一巡により増勢は鈍化するだろう。また投資は各国政府の大型インフラ整備計画の継続や輸出型製造業の設備投資の持ち直し、そしてサプライチェーンの多様化による東南アジアへの直接投資の流入などが下支えとなり底堅い伸びが続くと予想する。2024 年はタイとインドネシア、フィリピンが金融緩和に舵を切ると予想するが、年内はこれまでの金融引締め効果の累積効果が家計・企業の活動を圧迫するだろう。

以上の結果、2024 年は輸出と製造業が持ち直して各国で成長率が上昇すると予想する (図表 4)。2024 年の成長率の上昇幅は輸出主導経済であるベトナム、マレーシア、タイで高くなる。一方、内需主導経済のインドネシアとフィリピンは概ね横ばいの成長となるだろう。

(図表 4)



2. 各国経済の見通し

2-1. マレーシア

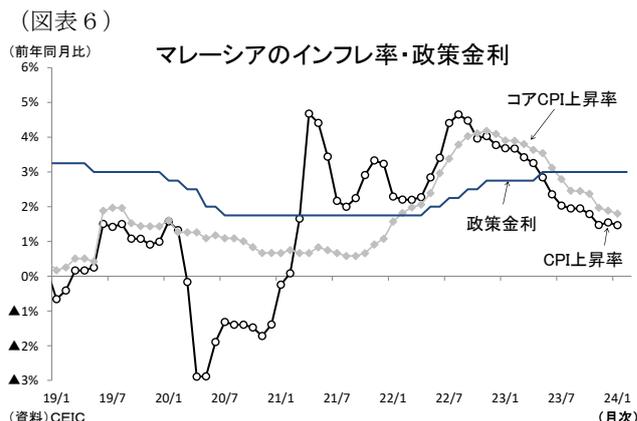
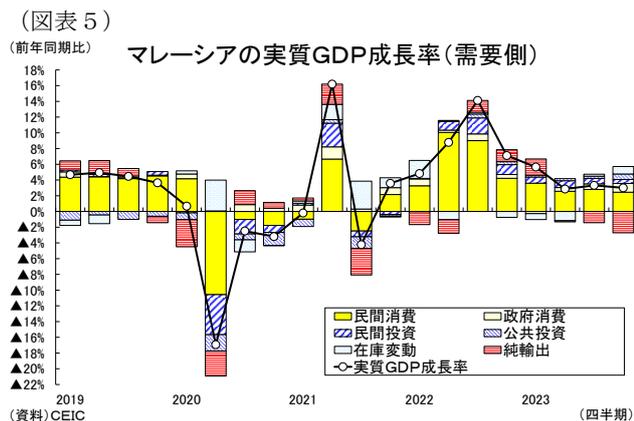
マレーシア経済は、2022年はコロナ禍からの経済活動の正常化により通年の実質GDP成長率が前年比+8.7%（2021年：同+3.3%）と急上昇したが、2023年は輸出低迷やペントアップ需要の押し上げ効果の剥落により同+3.7%と低下した。2023年10-12月期の成長率は前年同期比+3.0%と、7-9月期の同+3.3%から小幅に低下して景気の減速傾向が続いている（図表5）。

10-12月期は輸出が低迷して緩やかな成長にとどまった。財貨輸出（前年同期比▲12.3%）は中国経済の不調が続く電気・電子や石油化学など輸出指向型の製造業が振るわず4期連続のマイナス成長となった。サービス輸出（同+37.3%）は大幅な増加が続いたが、財貨輸出の落ち込みを相殺するには至らなかった。内需は、民間消費（同+4.2%）が前年同期の高いベース効果により前期の+4.6%から低下したが、雇用・所得環境の改善やインフレ圧力の軟化を受けて底堅い成長となった。また総固定資本形成（同+6.4%）は増勢が加速した。外需の悪化や借入コストの上昇などにより企業の投資意欲が低下しており民間投資は同4.0%増と鈍かったが、複数年にわたる投資プロジェクトの継続的な実施により公共投資は同11.3%増と好調だった。

先行きのマレーシア経済は、2024年は前年同期のベース効果の影響が和らぐなか、堅調な内需と輸出の回復により景気が上向くと予想する。外需は半導体需要の回復により電気電子セクターが持ち直して輸出が回復に向かうと予想されるほか、外国人観光客の増加によるサービス輸出の持続的な拡大が見込まれる。もっとも世界経済の減速により財・サービス輸出の増勢は緩やかなものとなるだろう。民間消費は観光業の回復による労働市場の安定や賃金上昇、政府の低中所得層に対する生活支援策が下支えとなるが、インフレの加速を受けて増勢が鈍化しよう。また投資は東海岸鉄道線（ECRL）およびセントラル・スパイン・ロード（CSR）など進行中のインフラ計画の進展や政府の新産業マスタープラン（NIMP2030）の下でのイニシアチブの実施が追い風となり景気の牽引役となるだろう。もっとも政府は奢侈税の導入やサービス税率の引き上げなどにより財政再建を図る計画であり、インフラ投資を除くと財政政策による景気のサポートはあまり期待できないだろう。

金融政策は、マレーシア中銀が2022年5月から段階的に利上げを実施し、政策金利を1.75%から3.00%まで引き上げた後、現在5会合連続で据え置いている（図表6）。1月の消費者物価上昇率は前年同月比+1.5%と、昨年8月から低めの水準で推移しているが、先行きは景気回復に伴い上昇に転じるなか、3月のサービス税の引上げや7月以降の燃油補助金制度の導入も物価押し上げ要因となり、年末にかけて+2%台に上昇するだろう。従って、マレーシア中銀は景気回復とインフレ加速の動向を見極めつつ、年内は政策金利を現行水準で維持すると予想する。

実質GDP成長率は2024年が輸出回復により+4.2%（2023年：+3.7%）と上昇すると予想する。



2-2. タイ

タイ経済は2022年にコロナ禍からの経済活動の正常化が進む中、通年の成長率が前年比+2.5%に加速したが、2023年は輸出低迷や公共投資の低迷により成長率が同+1.9%に低下した。2023年10-12月期は成長率が+1.7%と、7-9月期の同+1.4%から上昇したものの、3四半期連続の1%台の成長となり、低調な景気が続いている（図表7）。

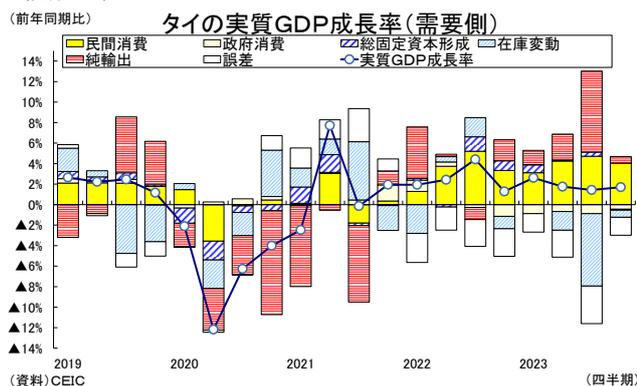
10-12月期の成長率上昇は主にインバウンド需要の回復による影響が大きい。10-12月期の外国人観光客数は809万人とアジアからの観光客を中心に増加してサービス輸出（同+14.7%）が二桁増だった。観光業回復に伴う雇用情勢の改善や政府による燃料価格の引下げ、ディスインフレによる家計の実質購買力の向上が追い風となり民間消費（同+7.4%）も好調だった。また財貨輸出（同+3.4%）は5四半期ぶりに増加した。インドによるコメの輸出規制を受けてタイのコメの出荷が大きく伸びた。一方、投資（同▲0.4%）は低迷した。タイでは昨年の新政権発足により政治の不透明感が和らぎ民間投資（同+5.0%）が回復したものの、2024年度政府予算編成の遅れにより公共投資（同▲20.1%）が急減した。また政府消費（同▲3.0%）もコロナ関連の医療費支出が減少して6四半期連続のマイナス成長となった。

先行きのタイ経済は、観光業の持続的な拡大と新政権の景気対策による内需の回復により景気が上向くと予想する。外需は、財貨輸出が世界的な製造業の調整局面の一巡により増加に転じると共に、中国人などを対象としたビザ免除措置によって外国人観光客数が増加してサービス輸出の持続的な回復が見込まれる。もともと世界経済は減速するため、財・サービス輸出の増勢は緩やかなものとなるだろう。民間消費は観光業の回復に伴う労働市場の改善、新政権の景気対策（1万バーツのデジタル通貨給付や燃料価格の引下げ、最低賃金の引上げ等）を受けて堅調に推移するとみられる。公共投資は2024年度予算の承認が遅れて一時的に停滞するが、予算執行の開始と共に大きく加速してGDPを押し上げるだろう。民間投資は輸出や公共投資の増加を受けて持ち直しと予想する。

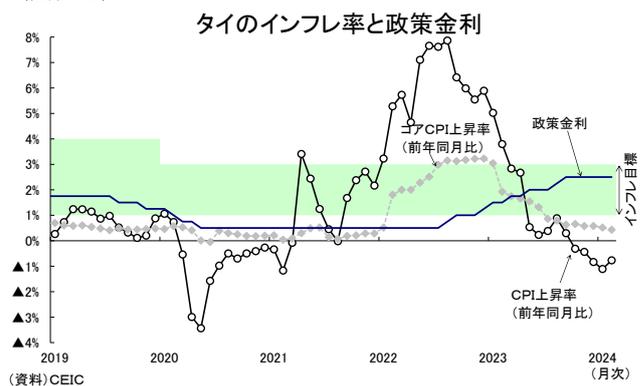
金融政策はタイ銀行（中央銀行）が2022年8月から8会合連続の利上げにより政策金利を0.5%から2.5%まで引き上げた後、2会合連続で金利を据え置いている（図表8）。2月の消費者物価上昇率は前年同月比▲0.8%となり、新政権によるエネルギー価格の引き下げ措置や需給の緩和からマイナス圏で推移している。先行きのインフレ率は最低賃金の引上げや内需の回復を受けて年後半に+2%まで上昇すると予想する。タイ中銀は先行きの景気回復を予想して利下げの可能性を否定してきたが、足元の景気回復の遅れを考慮して4月に0.25%の利下げ、その後も1回の追加利下げを実施した後、しばらく金利の据え置きを続けると予想する。

実質GDP成長率は2024年が+2.7%（2023年：+1.9%）と上昇すると予想する。

（図表7）



（図表8）



2-3. インドネシア

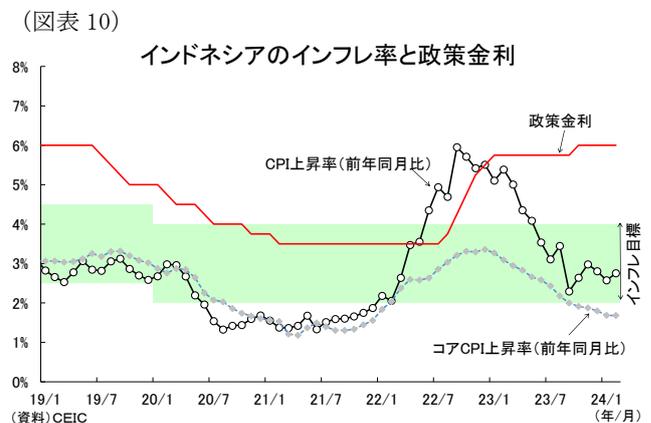
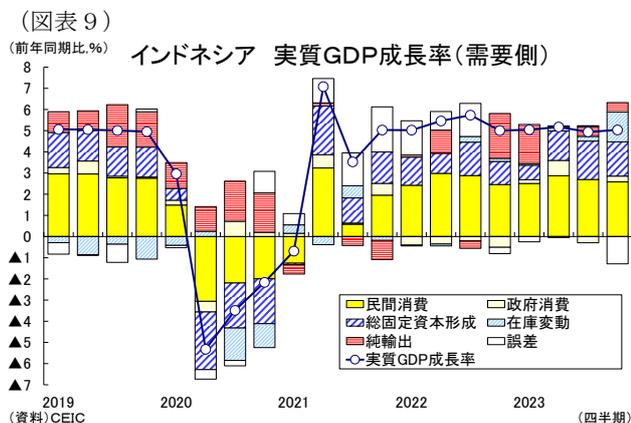
インドネシア経済はコロナ禍からの経済活動の正常化により 2022 年の成長率が前年比+5.3% (2021 年：同+3.7%) と上昇したが、2023 年は物価高と金利上昇を受けて成長ペースがダウンして、通年の成長率が同+5.0%と低下した。10-12 月期は成長率が前年同期比 5.0%と、7-9 月期の同+4.9%から僅かに上昇した (図表 9)。

10-12 月期は輸出の底入れと政府消費の回復により成長率が小幅に上昇した。財貨輸出 (前年同期比+0.4%) は主力輸出品の価格下落や世界経済の減速を受けて停滞しているが、サービス輸出 (同+17.9%) はインバウンド需要の持続的な回復により好調だった。また政府消費は同+2.8%となり、前期の同▲3.9%から増加した。一方、民間消費 (同+4.8%) は 3 四半期ぶりに+5%を下回った。インドネシアでは 2 月 14 日の大統領選と総選挙を前に政党が選挙キャンペーンを実施して消費が押し上げられたが、家計消費の鈍化を相殺するには至らなかった。また投資 (同+5.0%) は建設投資が牽引役となり堅調に推移しているが、インドネシア中銀の金融引き締めや輸出低迷などによる機械・設備投資の停滞が重石となり、投資全体では伸び悩んだ。

先行きのインドネシア経済は、大統領選挙・総選挙の実施により消費が押し上げられて民間消費が持ち直す一方、企業が投資判断を先送りするため投資が鈍化するだろう。しかし、大統領選で勝利したとみられるプラボウォ国防相がジョコ政権の政策路線を踏襲すると発言しており、選挙結果判明後に見送られた投資が再開するとみられる。このほか、内需は新首都「ヌサンタラ」の建設など公共投資 (24 年度予算のインフラ予算は前年度比+5.8%) が堅調に拡大するだろう。消費は物価と雇用環境の安定により堅調を維持するが、累積的な利上げ効果の発現により盛り上がり欠ける展開となるだろう。外需は世界的な製造業の調整局面が一巡して財貨輸出が底打ちするが、世界経済の減速や主要輸出品である石炭やパーム油などの国際価格が停滞して緩やかな増加にとどまるだろう。同様の理由からサービス輸出の増勢は鈍化しそうだ。

金融政策はインドネシア中銀が 22 年 8 月から金融引き締めを舵を切り、昨年 10 月には米国の利上げ観測を受けて追加利上げ (+0.25%) を実施、政策金利 (7 日物リバースレポ金利) を 6.0%まで引き上げている (図表 10)。2 月の消費者物価上昇率は前年同月比+2.8%と落ち着いて推移しているが、先行きは内需の底堅さから上向くだろうが、金融引き締めの影響により中銀の物価目標圏内 (+2~4%) で安定して推移するだろう。インドネシア中銀は通貨安定を優先して当面は政策金利を据え置き、米国の利下げ開始に追随する形で段階的に利下げを進めると予想する。

実質 GDP 成長率は 2024 年が+5.0% (2023 年：+5.0%) と横ばいで推移すると予想する。



2-4. フィリピン

フィリピン経済は2022年がコロナ禍からの経済活動の正常化により実質GDPが前年比+7.6%（2021年：同+5.7%）と上昇するなど好調だったが、2023年は物価高と金利上昇を受けて景気減速傾向が続いた。10-12月期の成長率は前年同期比+5.6%（7-9月期：同+6.0%）と低下、2023年通年の成長率も前年比+5.6%と6%台を下回る結果となった（図表11）。

10-12月期は輸出と政府消費が減少して内需が減速した。政府消費（前年同期比▲1.8%）は選挙実施やコロナ対応による財政悪化を受けて緊縮的な財政を続けたため減少した。外需は、サービス輸出（同+12.3%）はインバウンド需要により好調を維持したものの、財貨輸出の落ち込み（同▲11.6%）を相殺するには至らなかった。一方、消費と投資は回復した。民間消費（同+5.3%）は雇用環境の改善により小幅に上昇、総固定資本形成（同+10.2%）はマルコス政権による大規模インフラ整備計画の進展により二桁成長となった。

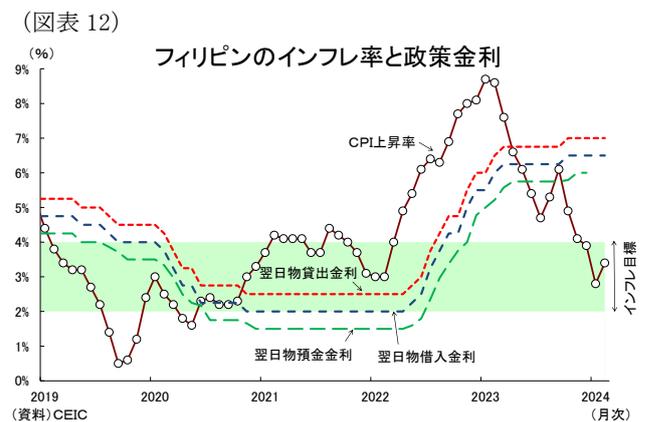
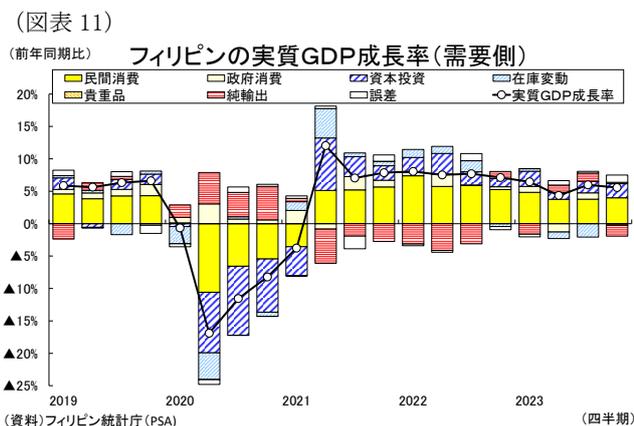
先行きのフィリピン経済は、2023年内は内外需の回復に時間がかかるが、2024年はインフラ投資に支えられて景気がやや上向くと予想する。

外需は外国人観光客の回復によりサービス輸出の増加が続くと共に、世界的な製造業の調整局面が一巡して財貨輸出が底打ちするだろうが、海外経済の減速を背景に緩やかな増加にとどまるだろう。一方、輸入は底堅い成長が続くものと見込まれ、外需の成長率への影響は限定的となりそうだ。

内需は消費・投資の底堅い成長が続くと予想する。まず消費は前年の所得税減税の効果が薄れるものの、高インフレの沈静化に伴う実質所得の目減りが和らぐと共に良好な雇用環境と賃金上昇が続くため、堅調を維持するだろう。また2024年度国家予算ではマルコス政権のインフラ整備計画「Build Better More」プログラムに1.4兆ペソ（前年度比+6.6%）が割り当てられており、公共投資の拡大は引き続き景気の下支えとなるだろう。設備投資は輸出の底打ちにより上向くが、積極的な金融引き締め（累計利上げ幅4.5%）が重石となり勢いに欠ける展開となりそうだ。

金融政策はフィリピン中銀が22年5月から段階的な金融引き締めを開始、昨年10月にはインフレ再燃を警戒して+0.25%の追加利上げを実施して政策金利（翌日物借入金利）を6.5%まで引き上げている（図表12）。2月の消費者物価上昇率は前年同月比+3.4%と、昨年初から低下して、足元は中銀の物価目標の中央値（+3%）並みの水準で推移している。先行きのインフレ率は最低賃金の上昇により一時加速するが、緊縮的な金融政策により概ね物価目標圏内で安定的に推移するだろう。フィリピン中銀はインフレの沈静化と米国の利下げ転換を受けて年後半から段階的な利下げを実施すると予想する。

実質GDP成長率は2024年が+5.8%（2023年：+5.6%）と上昇するが、2024年の政府の成長率目標（6.5%~7.5%）を下回ると予想する。



2-5. ベトナム

ベトナム経済はコロナ禍からの経済活動の正常化により 2022 年通年の成長率が前年比+8.0% (2021 年: 同+2.6%) と大きく上昇したが、23 年は欧米市場向けを中心とした輸出の落ち込みにより成長ペースが鈍化して通年の成長率が同+5.1%に低下、政府の通年の成長率目標である 6.0%~6.5%を下回った。もっとも 10-12 月期の成長率は前年同期比+6.8%と、3 四半期連続で上昇しており、足元では景気に明るい兆しが見えてきている (図表 13)。

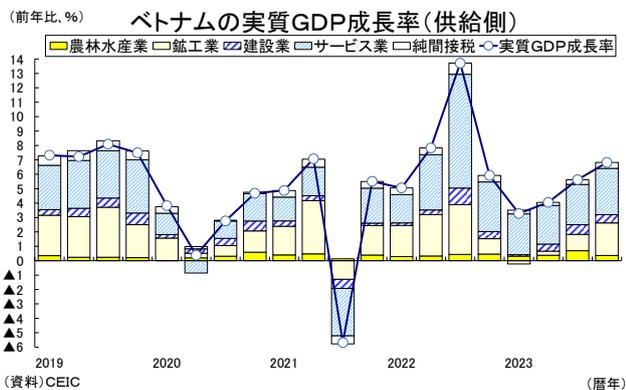
10-12 月期はサービス業と製造業が揃って回復したことが成長率上昇に繋がった。まずサービス業 (同+7.4%) は観光業の回復や付加価値税の減税 (23 年 7 月) により堅調に推移しており、景気の牽引役となっている。文化スポーツ (同+13.0%) や運輸・倉庫業 (同+12.1%)、卸売・小売業 (同+11.8%)、宿泊・飲食業 (同+10.1%) が好調だった。また電話・部品や縫製品などの在庫調整が進んで米国向けを中心に財貨輸出が改善するなど製造業 (同+8.1%) が加速した。建設業 (同+7.6%) は公共投資予算の執行加速により堅調に拡大したほか、不動産業 (同+5.6%) は金融緩和や資金繰り支援策を受けて 1 年ぶりのプラス成長となった。

先行きのベトナム経済は、世界的な製造業の調整局面が一巡して財輸出の増加が続くなかで、海外直接投資の拡大、景気刺激策の継続、昨年実施した金融緩和などにより堅調な成長が続くだろう。多国籍企業のサプライチェーンを多様化する動きやシリコンサイクルの回復を背景に、1-2 月累計の海外直接投資 (FDI) の認可額は前年同期比+38.6%となり大幅な増加している。製造業は輸出の底打ちを追い風に復調して 2024 年は景気の牽引役となるだろう。ベトナム政府は付加価値税の 2%減税を 2024 年 6 月まで半年間延長し、同年 7 月には最低賃金の引上げ (平均+6%) が決まっている。サービス業はこうした政府の経済運営やインバウンドの持続的回復による観光業を中心とした雇用・所得環境の改善により堅調な伸びを維持するだろう。

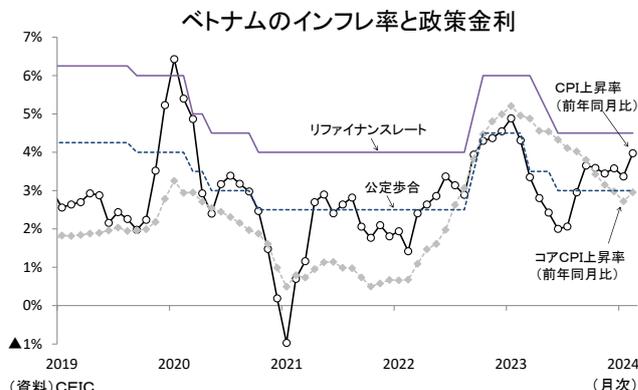
金融政策は、ベトナム中銀が 22 年 9 月と 10 月に累計+2%の利上げを実施したが、景気減速を受けて昨春に政策金利を累計 1.5%引き下げて 4.5%で据え置いている (図表 14)。2 月の消費者物価上昇率は前年同月比+4.0%となり、昨年 6 月の同+2.0%から上昇しているが、コアインフレ率は同+3%程度に落ち着いている。先行きのインフレ率は政府の上限目標 (+4.0%~4.5%) を概ね下回る推移になるとみられるほか、景気の回復局面が続くことからベトナム中銀は金融緩和策に踏み切らず、2024 年末にかけて政策金利を据え置くかと予想する。

実質 GDP 成長率は 2024 年が+6.0% (2023 年:+5.1%) と上昇して政府の成長目標 (+6.0%~6.5%) の下限に達すると予想する。

(図表 13)



(図表 14)



(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。