

Weekly
エコノミスト・
レター

東南アジア経済の見通し

～輸出と製造業が持ち直し、緩やかな景気回復へ

経済研究部 准主任研究員 斉藤 誠

(03)3512-1780 msaitou@nli-research.co.jp

- 東南アジア 5 カ国は景気回復ペースが鈍いものの、総じて堅調に推移している。2024 年 1-3 月期の成長率をみると、ベトナム（前年同期比+5.7%）とマレーシア（同+4.2%）、フィリピン（同+5.7%）は輸出が増加して製造業が回復、景気に明るさが見えてきており、インドネシア（同+5.1%）は選挙関連支出により内需を中心に堅調だった。一方、タイ（同+1.5%）は公共支出が落ち込み、4 四半期連続で 1 % 台の低成長となった。
- 消費者物価上昇率は昨年末までにインフレが落ち着きを取り戻したが、米国の利下げ観測の後退により東南アジア通貨は年明けから減価傾向にあり、当面は輸入インフレが進行して上昇傾向で推移するだろう。もっとも、各国中銀の金融引き締めの累積効果により緩やかな物価上昇にとどまり、総じてインフレ目標圏内で推移するだろう。
- 金融政策は。今後の米利下げに追随する形で金融緩和に動く国が出始めると予想する。昨年から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の利下げ観測の高まりと通貨の動向を見極めながら年内に金融緩和を実施すると予想する。
- 2024 年の東南アジア経済は、昨年まで好調だったサービス業の増勢が鈍化する一方、輸出と製造業が持ち直すことで、景気は緩やかに回復するだろう。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。

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	8.9	3.6	4.4	4.5
タイ	1.6	2.5	1.9	2.3	3.1
インドネシア	3.7	5.3	5.0	4.9	5.0
フィリピン	5.7	7.6	5.5	5.7	5.9
ベトナム	2.6	8.1	5.0	5.9	6.1

(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	2.1	2.4
タイ	1.2	6.1	1.2	1.2	1.5
インドネシア	1.6	4.1	3.7	2.6	2.8
フィリピン	3.9	5.8	6.0	3.1	3.3
ベトナム	1.8	3.2	3.3	3.7	3.4

(資料) CEIC、ニッセイ基礎研究所

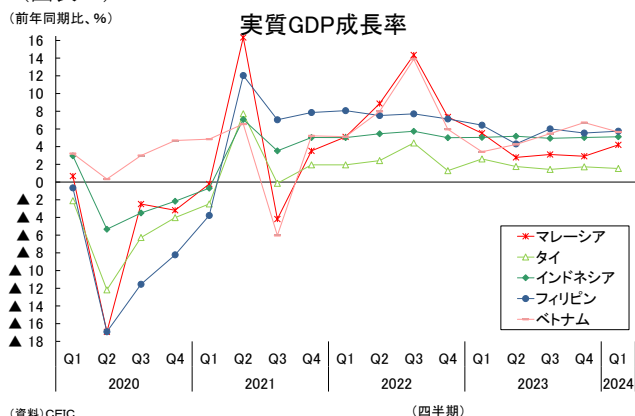
1. 東南アジア経済の概況と見通し

(経済概況：内需を中心に堅調に拡大、輸出も回復基調に)

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）の経済は回復ペースが鈍いものの、総じて堅調に推移している。2023年は輸出が低迷して景気が減速したが、足元では輸出が回復に向かっている。また内需については、去年は高インフレや金融引き締めが家計や企業の活動の重石となったが、観光業の回復に伴う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内需が堅調で経済を下支えしている。

2024年1-3月期の実質GDP成長率（前年同期比）をみると、フィリピン（同+5.7%）とインドネシア（同+5.1%）、マレーシア（同+4.2%）の3カ国が前期から上昇した一方、ベトナム（同+5.7%）とタイ（同+1.5%）の2カ国が前期から低下した（図表1）。総じてベトナムとマレーシア、フィリピンは輸出が増加して製造業が回復、景気に明るさが見えてきており、またインドネシアは選挙関連支出により内需が強く堅調に推移している。一方、タイは政府の予算執行の遅れにより公共支出が落ち込み、4四半期連続で1%台の低成長となっている。

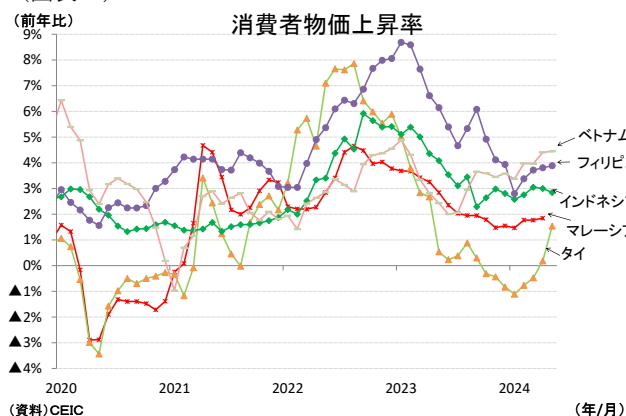
(図表1)
(前年同期比、%)



(物価：再加速するも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）は昨年鈍化傾向が続いたが、今年は上向いている（図表2）。2022年の世界的なインフレの波は東南アジアにも到来し、22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等からインフレがピークアウトして徐々に落ち着きを取り戻してきた。しかし、今年に入ると天候要因による食料インフレや通貨安に伴う輸入インフレなどから各国のインフレ率は再び上昇傾向にある。

(図表2)



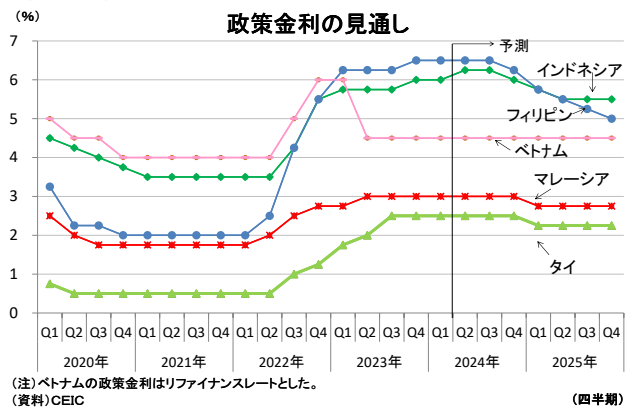
先行きは緩やかな物価上昇傾向が続きそうだ。米国の利下げ観測の後退に伴い東南アジア通貨は年明けから減価傾向にあり、当面は輸入インフレが進行して上昇傾向で推移するだろう。もっとも、各国の景気回復は勢いに欠けることやこれまでの利上げの累積効果により各国のインフレは緩やかなものにとどまり、年内は各国中銀の物価目標圏内で推移すると予想する。また年内に米国が利下げに踏み切ると、アジア通貨の下落圧力が弱まり物価の安定に繋がるとみられる。なお、今年春まで続いたエルニーニョ現象は年内にラニーニャ現象に移行する可能性がある。天候不順による農作物への影響が懸念され、食品価格の高騰によりインフレが上振れするリスクもある。

(金融政策：年内に利下げ実施へ)

東南アジア 5 カ国の金融政策は、インフレの加速を受けて 2022 年から金融引き締めを開始したが、昨年は緩慢な景気が続き、インフレが落ち着きを取り戻すなかで、各国中銀は概ね利上げ局面を終了している。なお、今年 5 月にはインドネシア中銀がルピア安に伴う輸入インフレに対する予防的な措置として+0.25%の利上げを実施した。

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出始めると予想する。当研究所では今年 12 月に米国が利下げサイクルに転じると予想している。昨年から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の利下げ観測の高まりと通貨の動向を見極めながら金融緩和を実施すると予想する。またタイとマレーシア、ベトナムは景気回復と物価の動向を注視つつ、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：輸出と製造業が持ち直して、緩やかな景気回復へ)

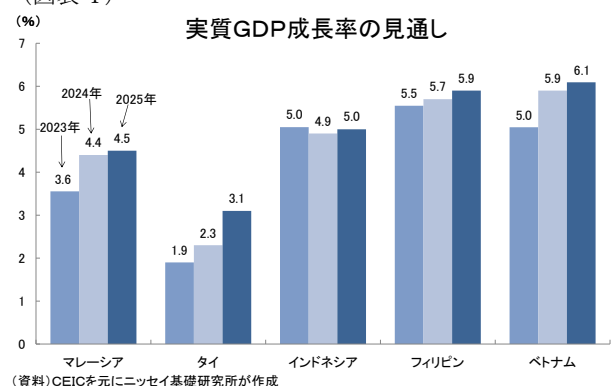
2024 年の東南アジア 5 カ国は昨年まで好調だったサービス業の増勢が鈍化する一方、輸出と製造業が持ち直すことで、景気は緩やかに回復するだろう。

外需については、昨年低迷していた財輸出が改善し始めている。シリコンサイクルが回復するなど世界的な製造業の調整局面は一巡しており、各国では電気・電子機器を中心に財輸出が増加すると予想する。またサービス輸出はコロナ禍からの経済再開により盛り上がりを見せた過去 2 年間で比べて勢いは落ちるものの、持続的な拡大が続くだろう。アジア地域のインバウンド需要はコロナ禍からの回復の途上にあり、今後は中国人観光客の復調やビザ優遇措置などの各国政府の観光促進策が外国人観光客の増加に寄与するとみられる。

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回復、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。もっとも年内は各国中銀が実施してきた金融引き締めの累積効果は家計・企業の活動を圧迫するため、内需は力強さに欠ける展開になるだろう。

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、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る内需の鈍化により通年の成長率が同+3.6%となり、コロナ禍からの経済活動の正常化により好調だった 2022 年の同+8.9%から低下した。しかしながら、2024 年 1-3 月期の成長率は前年同期比+4.2%となり、2023 年 10-12 月期の同+2.9%から上昇、1年ぶりに4%台の成長率まで回復した（図表 5）。

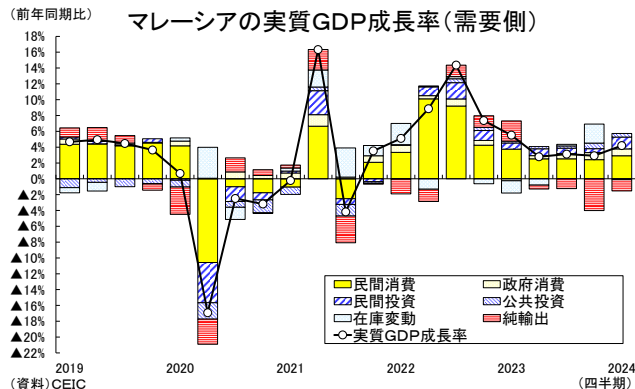
1-3 月期の成長率上昇は堅調な内需と輸出の回復による影響が大きい。内需は、民間消費（同+4.7%）が安定した雇用・所得環境やインフレ圧力の軟化を受けて堅調に拡大した。総固定資本形成（同+9.6%）は、半導体市場の世界的な回復の動きや米中対立の激化を背景とした投資の流入などから民間投資（同+9.2%）を中心に加速したほか、公共投資も同 10.7%増も好調を維持した。また外需は、財輸出が電気・電子機器輸出が底入れして5四半期ぶりのプラス成長となったほか、サービス輸出（同+33.8%）がインバウンド需要の回復により大幅な増加が続いた。

先行きのマレーシア経済は、2024 年は内需の堅調な拡大と輸出の持ち直しにより成長ペースが持ち直すと予想する。まず投資は汎ボルネオ高速道路や東海岸鉄道線（ECRL）など進行中のインフラプロジェクトの進展や、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とみられる。民間消費は観光業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の強化により底堅さを保つものの、インフレの加速が重石となり増勢は鈍化しよう。また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。もっとも世界経済は緩やかな回復にとどまるため、財・サービス輸出の力強い回復までは期待できない。

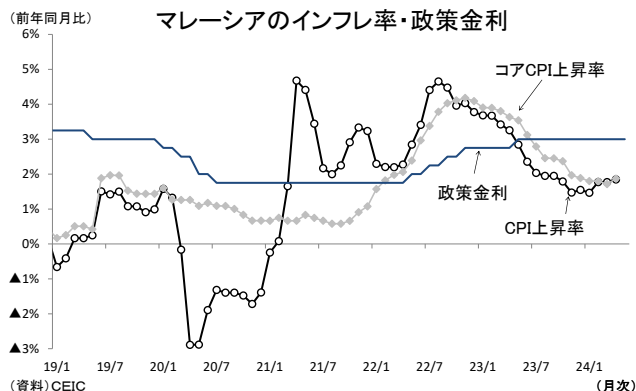
金融政策は、マレーシア中銀が 2022 年 5 月から段階的に利上げを実施し、政策金利を 1.75%から 3.00%まで引き上げた後、現在 6 会合連続で据え置いている（図表 6）。4 月の消費者物価上昇率は前年同月比+1.8%と、昨年 8 月から低水準にあるが、景気回復に伴い底入れしている。先行きは今年 3 月のサービス税の引上げや 6 月以降の燃油補助金制度の改革の影響が波及して上昇傾向で推移し、年末には+3%に達するだろう。従って、マレーシア中銀は景気回復とインフレ加速の動向を見極めつつ、年内は政策金利を現行水準で維持すると予想する。

実質 GDP 成長率は 2024 年が輸出回復により前年比+4.4%（2023 年：同+3.6%）と上昇すると予想する。

（図表 5）
マレーシアの実質GDP成長率（需要側）



（図表 6）
マレーシアのインフレ率・政策金利



2-2. タイ

タイ経済は、2023 年は輸出低迷が響いて通年の成長率が同+1.9%となり、コロナ禍からの経済活動の正常化により回復傾向にあった 2022 年の同+2.5%から低下した。そして 2024 年 1-3 月期の成長率は前年同期比+1.5%と、2023 年 10-12 月期の同+1.7%から小幅に低下した。1%台の成長率は 4 四半期連続であり、タイは ASEAN 主要国のなかで成長率が最も低く推移している（図表 7）。

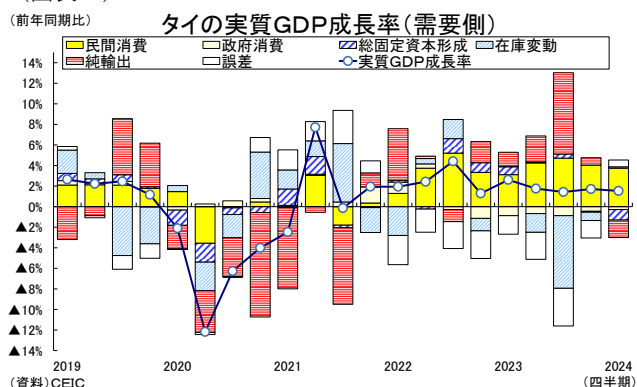
1-3 月期の成長率低下は財輸出の悪化と政府支出の減少による影響が大きい。まず財貨輸出（同▲2.0%）は中国向けと日本向けを中心に 2 四半期ぶりに減少した。また政府消費（同▲2.1%）は 2024 年度予算編成の遅れにより縮小、コロナ関連の医療費支出が継続的に減少したこともあり 7 四半期連続のマイナス成長となった。同様の理由から公共投資（同▲27.7%）も減少した。民間投資（同+4.6%）は新政権発足により政治の不透明感が和らぎ堅調に推移したものの、公共投資の落ち込みを相殺できず、総固定資本形成（同▲4.2%）は低迷した。一方、外国人観光客数の増加によりサービス輸出（前年同期比+24.8%）が好調だったほか、燃料補助金による低インフレの継続や消費者信頼感指数の回復により民間消費（同+6.9%）は堅調を維持した。

先行きのタイ経済は、内需・外需の持ち直しにより上向くと予想する。まず外需は、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規制緩和により外国人観光客数が増加するためサービス輸出の持続的な拡大が見込まれる。もともと世界経済は緩やかな回復にとどまるため、財・サービス輸出の力強い回復までは期待できない。また内需は、観光業の持続的な回復に伴う労働市場の改善、セター政権の景気対策（債務再編支援や年末に予定する 1 万バートのデジタル通貨給付等）により民間消費が堅調に推移するとみられる。公共投資は予算執行の開始と共に大きく加速して景気の牽引役となるだろう。民間投資は輸出や公共投資が増加するにつれて持ち直すと予想する。

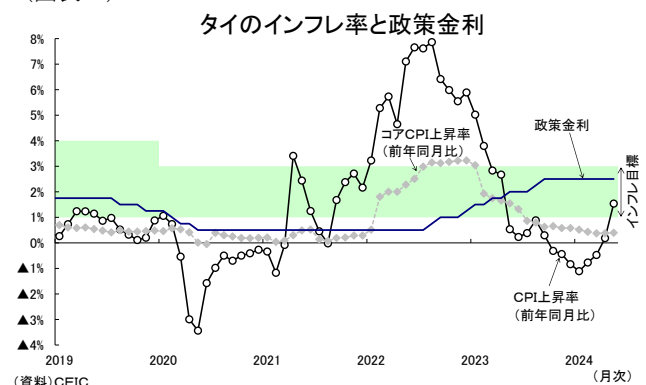
金融政策はタイ銀行（中央銀行）が 2022 年 8 月から金融引き締めを開始して政策金利を 0.5%から 2.5%まで引き上げた後、現在は 4 会合連続で金利を据え置いている（図表 8）。4 月の消費者物価上昇率は前年同月比+1.5%となり、プラユット前政権が実施したエネルギー補助金策の物価抑制効果の剥落や猛暑による生鮮食品の値上りにより上昇している。先行きのインフレ率はエネルギー価格の上昇や最低賃金の引上げ、景気対策による内需の拡大を受けて年末にかけて+2%程度まで上昇すると予想する。タイ政府は景気低迷を理由に利下げを要請しているものの、タイ中銀は先行きの景気回復を予想しており、物価と為替の安定を優先して年内は政策金利を据え置くとみられる。

実質 GDP 成長率は 2024 年が前年比+2.3%となり、2023 年の同+1.9%から加速するものの、緩やかな成長になると予想する。

（図表 7）



（図表 8）



2-3. インドネシア

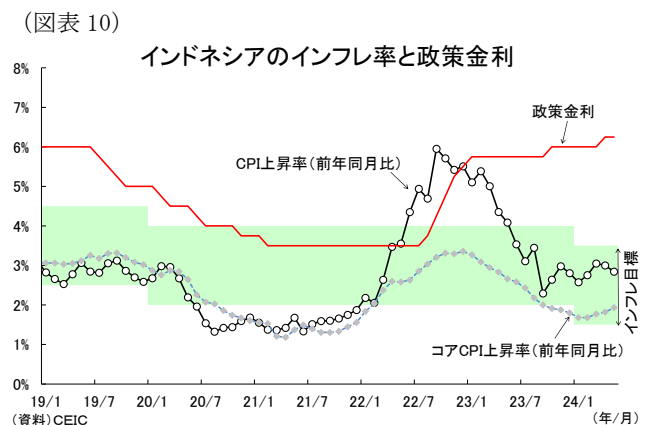
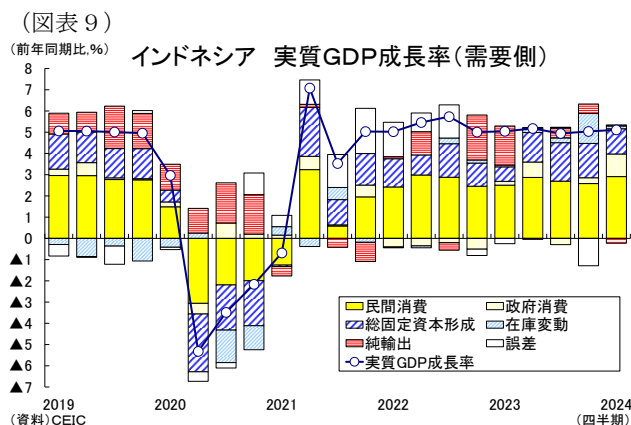
インドネシア経済は、2023 年は一次産品輸出の減少に物価高と金利上昇が加わり景気が減速、同年の成長率は同+5.05%となり、コロナ禍からの経済活動の正常化により好調だった 2022 年の同+5.31%から低下した。しかしながら、2024 年 1-3 月期の成長率は前年同期比+5.11%と、2023 年 10-12 月期の同+5.04%から上昇、2 四半期連続で加速しており、堅調な景気が続いている(図表 9)。

1-3 月期は消費支出が回復して成長率が上昇した。特に非営利団体の消費支出は前年同期比+24.29%（前期：同+18.11%）と、政党による選挙キャンペーンにより好調であり、政府消費も同+19.90%（前期：同+2.31%）と急上昇して選挙関連の政府支出が寄与した。また今年はイスラム教の断食月シーズンが早く、家計消費が前年同期比+4.91%（前期：同+4.47%）と加速した。一方、投資（同+5.0%）は建設投資が牽引役となったものの、機械・設備投資を中心に伸び悩んだ。外需はサービス輸出（同+10.99%）が好調だったものの、財貨輸出（同+0.50%）が停滞した。

先行きのインドネシア経済は、短期的には小幅に減速するが、横ばい圏の成長ペースを維持するだろう。4-6 月期は選挙関連支出による消費押し上げ効果が剥落すると共に、ラマダンに伴う消費押し上げ効果が弱まるとみられる。またインドネシア中銀は 4 月に米国の高金利の長期化や中東情勢の悪化などの影響を受けた通貨安への防衛措置として半年ぶりに 0.25%の利上げに踏み切っており、積極的な金融引締め策が景気の重石となりそう。もっとも昨年の高インフレの沈静化や雇用環境の安定により民間消費は底堅い伸びが続くだろう。また 10 月に発足するプラボウォ新政権は現在のジョコ政権の政策路線を踏襲すると発言しており、大統領選挙前に見送られていた企業の設備投資が再開するとみられる。このほか、新首都「ヌサンタラ」の建設などの公共投資（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。外需については、世界的な製造業の調整局面が一巡して財貨輸出は底打ちするが、世界経済の回復は緩やかで増加ペースは限定的なものとなるだろう。またサービス輸出は持続的な拡大が見込まれるものの、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 月から金融引締めを開始し、昨年 10 月と今年 4 月にはそれぞれ+0.25%の追加利上げを実施、政策金利（7 日物リバースレポ金利）を 6.25%まで引き上げている（図表 10）。5 月の消費者物価上昇率は前年同月比+2.8%と、堅調な内需の拡大を背景にごく緩やかに上昇しているが、先行きは金融引き締めの影響により中銀の物価目標圏内（+1.5～3.5%）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くが、米国の利下げ開始に追随する形で年内に利下げを実施すると予想する。

実質 GDP 成長率は 2024 年が前年比+4.9%（2023 年：同+5.0%）の横ばい圏で推移し、政府目標の+5.1～5.5%を若干下回ると予想する。



2-4. フィリピン

フィリピン経済は、2023年は物価高と金利上昇を受けて景気の減速傾向が続いて通年の成長率が同+5.5%となり、コロナ禍からの経済活動の正常化により好調だった2022年の同+7.6%から低下した。しかし、2024年1-3月期の成長率は前年同期比+5.7%と、2023年10-12月期の同+5.5%から上昇し、景気の底堅さが示された（図表11）。

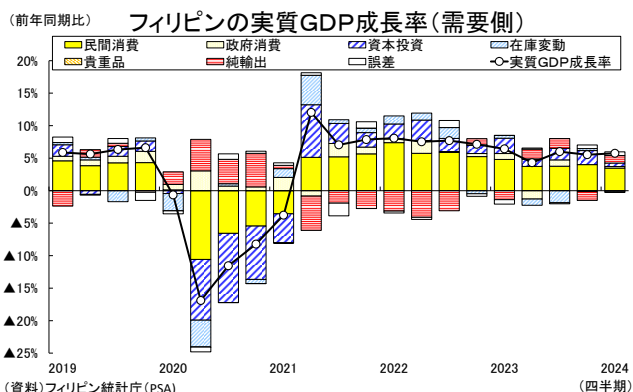
1-3月期は輸出の回復により成長率が上昇した。外需は、電子部品（同+15.6%）や化学（同+16.2%）、水産品（同+28.3%）などの輸出品の出荷が好調で、財貨輸出（同+5.8%）が5四半期ぶりにプラスの伸びとなった。また輸出全体の5割弱を占めるサービス輸出（同+8.9%）はインバウンド需要の回復により順調に伸びているものの、増勢が鈍化した。一方、内需は消費と投資が減速した。民間消費（同+4.6%）は雇用改善の動きが鈍って家計の購買力が低下したため鈍化した。総固定資本形成（同+2.3%）は大規模インフラ整備計画を拡大により建設投資（同+6.8%）は堅調だったが、金利上昇や企業復興税優遇法（CREATE）による税優遇措置の縮小により企業の投資意欲が冷え込み、設備投資（同▲4.8%）が急減した。

先行きのフィリピン経済は積極的なインフラ投資と輸出の回復に支えられて堅調を維持すると予想する。まず外需は、世界的な製造業の調整局面が一巡して財輸出の増加傾向が続くだろう。サービス輸出は外国人観光客の回復により持続的な拡大が続くとみられる。一方、輸入も内需拡大に伴い増加傾向が続くものとみられ、外需の成長率への影響は限定的となりそうだ。また内需は堅調を維持すると予想する。消費は昨年の所得税減税の効果が薄れるが、インフレ鈍化により実質所得の目減りが和らぐほか、労働需給の引き締めによる賃金上昇、ペソ安に伴う海外フィリピン人労働者（OFW）の海外送金の増加を背景に底堅く推移しよう。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、金融引締め策の累積効果（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。

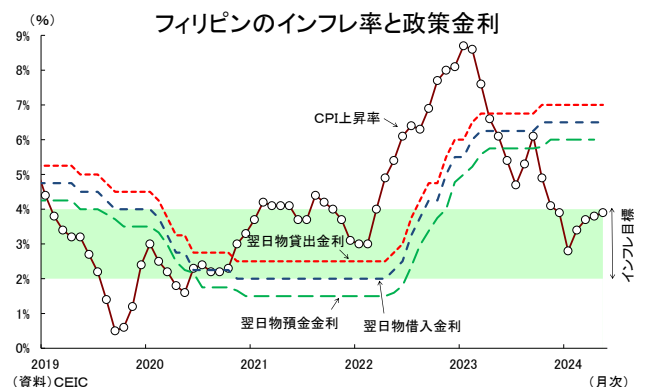
金融政策はフィリピン中銀が22年5月から金融引き締めを開始、昨年10月にはインフレ再燃を警戒して追加利上げを実施して政策金利（翌日物借入金利）を6.5%まで引き上げている（図表12）。5月の消費者物価上昇率は前年同月比+3.9%と、商品市況の高止まりやペソ安による輸入インフレを受けて上昇している。先行きのインフレ率は短期的には賃金上昇や公共料金の値上げが上昇圧力となるものの、コメの輸入関税の引下げや金融引締め策により物価目標圏内に収まるだろう。フィリピン中銀はインフレ圧力の後退と米利下げ転換を受けて年内に利下げを実施すると予想する。

実質GDP成長率は2024年が前年比+5.7%（2023年：同+5.5%）と小幅に上昇するが、2024年の政府の成長率目標（+6.0%～7.0%）を下回ると予想する。

（図表11）



（図表12）



2-5. ベトナム

ベトナム経済は、2023 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率が前年比+5.0%となり、コロナ禍からの経済活動の正常化により好調だった2022年の同+8.1%から低下し、政府目標の6.0%~6.5%を下回った。しかしながら、年末にかけて輸出が回復して2023年10-12月期の成長率は同+6.7%まで上昇している。2024年1-3月期の成長率は前年同期比+5.7%と4四半期ぶりに鈍化して足踏みもみられるが、概ね回復基調にある（図表13）。

1-3月期はサービス業と製造業が引き続きGDPを牽引した。サービス業（同+6.1%）は観光業の回復や付加価値税の減税（23年7月）により堅調を維持した。運輸・倉庫業（同+10.6%）や宿泊・飲食業（同+8.3%）、文化スポーツ（同+7.3%）、卸売・小売業（同+6.9%）が順調だったほか、不動産業（同+1.7%）が低成長ながらも2四半期連続のプラス成長となった。また製造業（同+7.0%）は電話機・部品やコンピュータ・電子部品など主力の輸出品の出荷が改善しており好調だった。

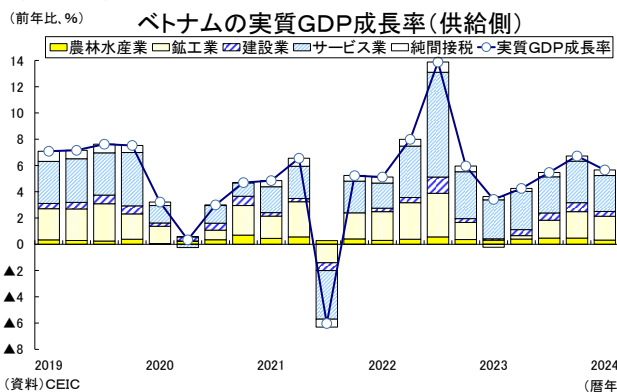
先行きのベトナム経済は、世界的な製造業の調整局面が一巡して財輸出が増加すると共に、積極的な金融財政政策が追い風となり企業の生産活動や消費が回復するなかで、堅調な成長が続くだろう。多国籍企業のサプライチェーンを多様化する動きやシリコンサイクルの回復を背景に、1-5月累計の海外直接投資（FDI）実行額は前年同期比+7.8%と順調に伸びているが、国内の政情不安やグローバル・ミニマム課税の影響からFDI認可額（同+2.0%）はやや勢いを失っている。製造業は財輸出の回復により引き続き経済の牽引役となるだろうが、伸び悩む可能性もあるだろう。

サービス業は堅調に推移するだろう。ベトナム政府は付加価値税の2%減税を今年6月まで半年間延長しており、同年7月には最低賃金が平均+6%引き上げられるなど積極的な財政金融政策が実施されている。またビザ優遇政策や観光促進策により観光業が引き続き回復すると予想される。観光業や製造業を中心に雇用・所得環境が改善するほか、不動産市場が持ち直しに向かうとみられる。もっとも足元の物価上昇は消費者の購買力を低下させるため、依然として懸念材料である。

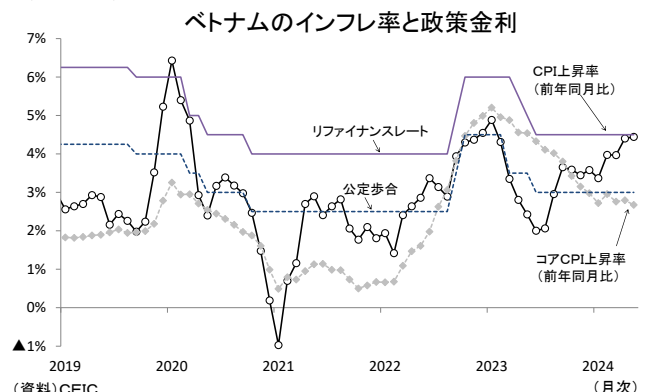
金融政策は、ベトナム中銀が22年9月と10月に累計+2%の利上げを実施したが、景気減速により昨春に政策金利を累計1.5%引き下げ、その後は4.5%で据え置いている（図表14）。5月の消費者物価上昇率は前年同月比+4.4%と上昇傾向にあるが、コアインフレは同+3%程度で落ち着いている。先行きのインフレ率は電気料金の値上げや最低賃金引上げ、ドン安による輸入インフレなどから上昇するだろうが、通年では政府の上限目標（+4.0%~4.5%）の範囲内に収まるだろう。従って、ベトナム中銀は景気と物価の動向を注視しつつ、年内は金融政策を維持すると予想する。

実質GDP成長率は2024年が前年比+5.9%（2023年：同+5.0%）と上昇するが、政府の成長目標（+6.0%~6.5%）を若干下回ると予想する。

（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。