

Weekly
エコノミスト・
レター

東南アジア経済の見通し

～輸出の回復とインフレ圧力の緩和により、堅調な成長が続く

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カ国は足元で景気が改善している。2024年4-6月期の成長率をみると、ベトナム（前年同期比+6.9%）とマレーシア（同+5.9%）、タイ（同+2.3%）は輸出の復調により景気に明るさがみえつつある。フィリピン（同+6.3%）は政府支出がけん引役となり景気が改善した。一方、インドネシア（同+5.0%）は1-3月期のGDPを押し上げた選挙関連支出が剥落して小幅に鈍化した。
- 消費者物価上昇率は今年前半は食品インフレや通貨安により上昇傾向がみられたが、概ね安定した推移となった。当面はこれまでの利上げの累積効果や米利下げ開始に伴うドル安・自国通貨高により落ち着いた推移となり、来年は景気回復によりインフレが徐々に加速する展開を予想する。
- 金融政策は米利下げに追随する形で金融緩和を進める国が増えると予想する。7月以降、米国の利下げ観測により東南アジア各国で自国通貨高が進みインフレ警戒感が和らいでおり、既にフィリピンが8月に、インドネシアが9月に利下げを実施している。今後はタイとマレーシアが年内に、ベトナムが来年1-3月に利下げを開始すると予想する。
- 先行きの東南アジア経済は輸出の回復とインフレ圧力の緩和により堅調な成長が続き、各国の成長率は2025年にかけて概ね上昇傾向を辿ると予想している。成長率の上昇幅は輸出依存度が高いベトナム、マレーシア、タイで大きくなり、内需主導経済のインドネシアとフィリピンは堅調な成長軌道が続くだろう。

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	4.9	4.6
タイ	1.6	2.5	1.9	2.5	2.9
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	5.5	5.8	6.0
ベトナム	2.6	8.1	5.0	6.2	6.5

(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	1.6	2.3
タイ	1.2	6.1	1.2	0.3	1.1
インドネシア	1.6	4.1	3.7	2.2	2.4
フィリピン	3.9	5.8	6.0	3.3	2.9
ベトナム	1.8	3.2	3.3	3.6	3.4

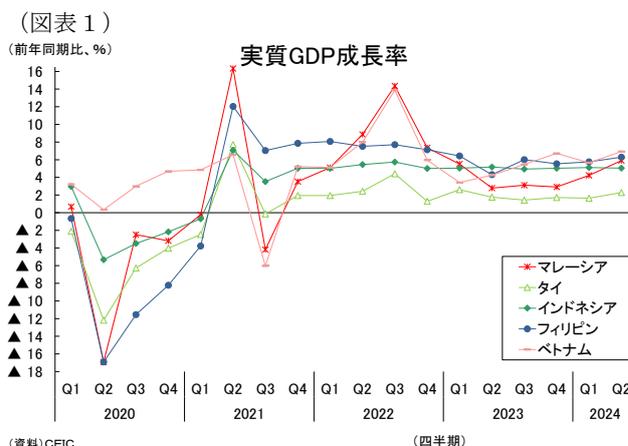
(資料) CEIC、ニッセイ基礎研究所

1. 東南アジア経済の概況と見通し

(経済概況：財輸出の復調により景気改善)

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）の経済は足元の景気が改善している。2023年は財輸出が落ち込み景気減速したが、今年はインバウンド需要の回復が続くなか、財輸出が上向いている。また内需は、昨年から金融引き締めの一環として家計や企業活動の重石となっているが、インフレ圧力の緩和や労働市場の改善、政府主導のインフラ開発などが下支えとなり堅調な伸びを維持している。

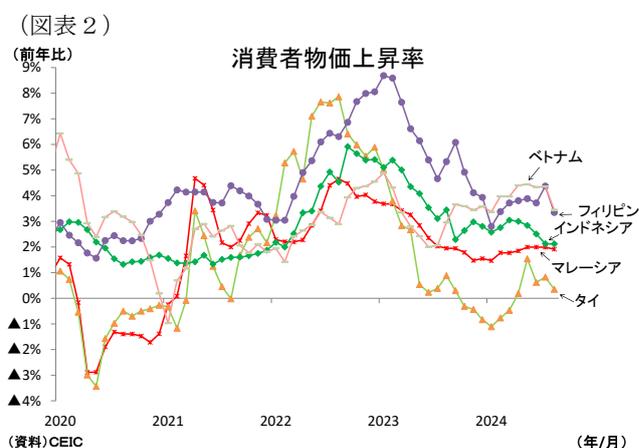
2024年4-6月期の実質GDP成長率（前年同期比）をみると、ベトナム（同+6.9%）とフィリピン（同+6.3%）、マレーシア（同+5.9%）、タイ（同+2.3%）の4カ国が前期から上昇した一方、インドネシア（同+5.0%）が前期から若干低下した（図表1）。総じて経済の輸出依存度の高いベトナムとマレーシア、タイは輸出拡大により製造業が回復して景気に明るさがみえつつある。またフィリピンは大規模インフラ整備計画の進展など政府支出がけん引役となり景気が改善した。一方、インドネシアは個人消費と投資、輸出は揃って改善したが、1-3月期のGDPを押し上げていた選挙関連支出が剥落したため成長率が低下する結果となった。



(物価：通貨高によりインフレ圧力緩和へ)

東南アジア5カ国の消費者物価上昇率（以下、インフレ率）は昨年後半から各国で底打ちの動きがみられたが、足元のインフレは落ち着いた推移が続いている（図表2）。2022年は世界的なインフレの波が東南アジアにも到来したが、昨年はエネルギー価格の下落や各国中銀の金融引き締め等により鈍化傾向が続いた。そして今年前半は天候要因を背景とした食料インフレや通貨安を受けて上昇傾向がみられたものの、インフレは概ね安定して推移した。

先行きのインフレは落ち着いた推移が続くが、来年は徐々に上向くと予想する。当面はこれまでの利上げの累積効果が続くほか、9月の米国の利下げ開始に伴うドル安・自国通貨高により輸入価格が低下するだろう。もっとも、東南アジア各国は米国に合わせる形で利下げを進め、景気の回復傾向が続くなかで各国のインフレが徐々に加速する展開を予想する。



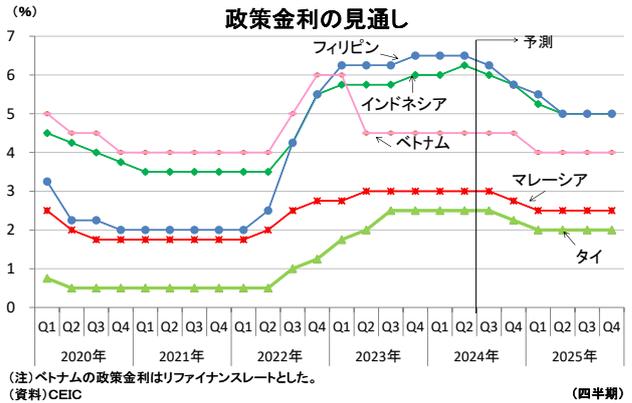
(金融政策：米国に追随して利下げを実施)

東南アジア5カ国の金融政策は、インフレが加速した2022年に金融引き締めを開始したが、昨年はインフレが落ち着きを取り戻すなかで、各国中銀は徐々に利上げ局面を終了していくこととなった（図表3）。しかし、今年半ばから米国の利下げ観測が高まり、ドル安圧力が強まったため、

東南アジア通貨が上昇して現在は金利を引き下げる余地が生まれている。このため、米国に先行する形でフィリピン中銀が8月に、インドネシア中銀が9月にそれぞれ0.25%の利下げを実施した。

先行きは金融緩和に踏み切る国が更に増える
と予想する。足元では利下げを実施した米国との間の金利差を反映して東南アジア通貨は上昇傾向が続いており、先行きのインフレ警戒感が和らいでいる。各国中銀は堅調な成長モメンタムを形成・維持するため米国に追随する形で金融緩和を進めるだろう。インドネシアとフィリピン、タイ、マレーシアが年内に利下げを実施、ベトナムは来年1-3月に利下げに踏み切ると予想する。

(図表3)



(経済見通し：輸出の回復とインフレ圧力の緩和により堅調な成長が続く)

東南アジア5カ国は輸出の回復とインフレ圧力の緩和により堅調な成長が続くだろう。

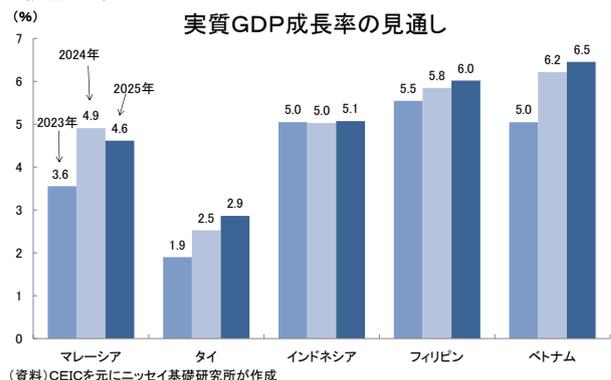
外需については、米国や中国の景気動向に不透明さが残っているが、今後は世界的に中央銀行の利下げが進み、世界経済の底堅い成長が予想される。引き続きIT関連需要が回復して財輸出の増加傾向が続くだろう。一方、サービス輸出はコロナ禍からの経済正常化により盛り上がりを見せた過去2年間と比べて勢いは落ちるものの、持続的に拡大するだろう。アジア地域のインバウンド需要はコロナ禍からの回復の途上にあり、今後は中国人観光客の復調が牽引役となるほか、ビザ優遇措置などの各国政府の観光促進策が外国人観光客の増加に寄与するとみられる。

内需は堅調に推移すると予想する。インフレ圧力の緩和や観光業・製造業の回復による労働市場の改善を受けて家計の実質所得が増加し、民間消費は堅調な伸びを維持するだろう。また投資は各国政府の大型インフラ整備計画の継続、輸出回復による製造業の業績改善、サプライチェーン多様化による東南アジアへの直接投資の流入などが支えとなり底堅い成長が続くと予想する。もともと年内はこれまでの金融引締めを累積効果が家計・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が、金融緩和が進むなかで2025年は次第に内需が活性化して外需とバランスの取れた成長となるだろう。

以上の結果、各国の成長率は2025年にかけて概ね上昇傾向を辿ると予想する(図表4)。成長率の上昇幅は経済の輸出依存度が高いベトナム、マレーシア、タイで大きくなる。内需主導経済のインドネシアとフィリピンは堅調な成長軌道が続くだろう。

今年11月には米国で大統領選挙が予定される。トランプ氏が大統領に返り咲けば対中関税率の引上げなど対中強硬路線が更に強まる可能性が高い。この場合、アセアン諸国では迂回輸出や代替生産が増加して米国向け輸出が増えるだろう。従って、米中経済の切り離しはアセアン経済にとってプラスの効果が見込まれるが、トランプ氏の米国第一主義の矛先は中国だけではなく、米国が貿易赤字を抱えるアセアン諸国に向けられ、制裁対象となるリスクもある。こうした潜在的なリスクが残る状況が続くと、国際金融市場における評価が下がり、東南アジアは海外資金の流出に晒されるリスクにも注意を払う必要が高まる。

(図表4)



2. 各国経済の見通し

2-1. マレーシア

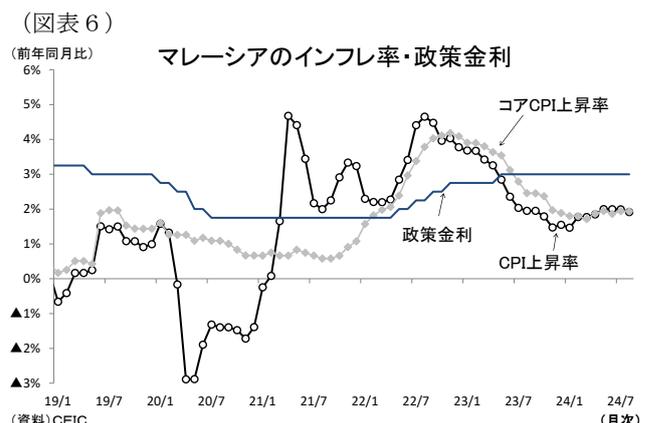
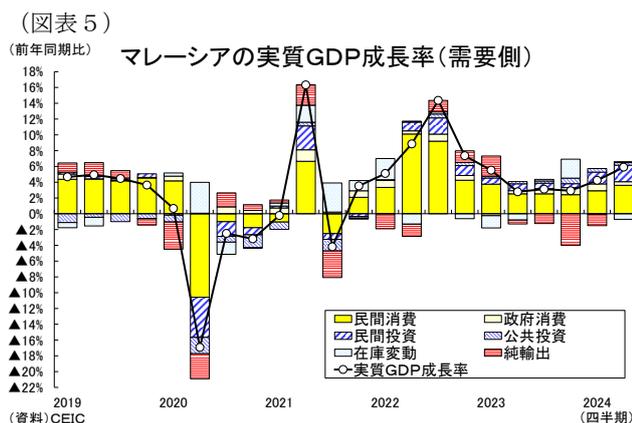
マレーシア経済は、2023年は輸出低迷やペントアップ需要の押し上げ効果の剥落により内需が鈍化して同年の成長率が同+3.6%となり、コロナ禍からの経済活動の正常化により好調だった2022年の同+8.9%から低下した。しかし、2024年4-6月期の成長率は前年同期比+5.9%となり、2023年10-12月期の同+2.9%を底に2四半期連続で上昇している（図表5）。

4-6月期の成長率上昇は内需と輸出が揃って回復した影響が大きい。内需は、民間消費（同+6.0%）が雇用・所得環境の改善や政府の低所得層向け現金給付制度の実施が加わり5四半期ぶりの高成長だった。総固定資本形成（同+9.6%）は複数年の投資プロジェクトの進展により建設投資（同+12.6%）の二桁成長が続き、設備投資（同+11.8%）も新産業マスタープラン（NIMP）2030に基づく政府支援を受けて加速した。また外需については、財輸出が主要輸出品である電気・電子機器輸出が持ち直して2四半期連続のプラス成長となり、また政府の観光促進策によりインバウンド需要が回復してサービス輸出（同+24.6%）の大幅な増加が続いた。

先行きのマレーシア経済は、年内は好調な内需と外需の改善により堅調に推移すると予想する。まず外需については、IT関連需要の回復により電気電子セクターが持ち直してモノの輸出が増加するだろう。中国人観光客の伸び悩みからサービス輸出は鈍化するものの、それ以外の国からの観光客が伸びて持続的な拡大が予想される。もともと世界経済は緩やかな成長が続くため、財・サービス輸出の力強い回復までは期待できない。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、半導体市況の回復などが追い風となり活発化するだろう。一方、民間消費は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、緩やかなインフレの加速により増勢は鈍化するだろう。

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8会合連続で据え置いている（図表6）。8月の消費者物価上昇率は前年同月比+1.9%と、昨年8月から低水準にあるが、政府の緊縮的な財政政策により上昇傾向にある。先行きは6月の燃油補助金制度の改革の影響が波及するほか、景気の回復傾向が続くため来年にかけて緩やかなインフレが続くとみられる。もともと足元では米国の利下げ転換により急速なリング高が進んでおり、マレーシア中銀は年内に政策金利を0.25%引き下げ、来年1-3月期に追加利下げを実施すると予想する。

実質GDP成長率は2024年が輸出回復により前年比+4.9%（2023年：同+3.6%）と上昇して政府目標（+4.0%~5.0%）の上限に近づくが、2025年は同4.6%と順調な景気が続く予想する。



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が続いた2022年の同+2.5%から低下した。しかし、2024年4-6月期の成長率は前年同期比+2.3%（1-3月期：同+1.6%）と持ち直し、2四半期ぶりに2%台まで成長率が上昇した。もっともタイは周辺国と比べて低成長が続いており、景気回復の動きは鈍い（図表7）。

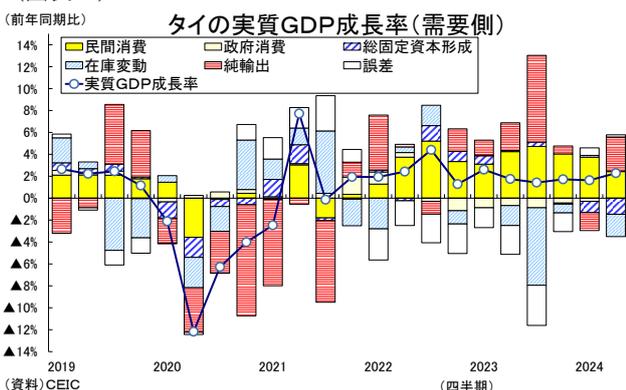
4-6月期の成長率上昇は財・サービス輸出と政府消費の改善による影響が大きい。まず財貨輸出（前年同期比+1.9%）はコンピュータ（同+147.9%）やコンピュータ部品・付属品（同+22.5%）などの工業製品の出荷が増えて2四半期ぶりのプラス成長となった。またサービス輸出（同+19.8%）は、今年3月に中国人観光客向けにビザ規制を緩和した影響もあり好調が続いた。このほか政府消費（同+0.3%）は承認が遅れていた24年度予算の執行が始まり2年ぶりに増加した。一方、民間消費（同+4.0%）はインフレの加速や、金融機関の融資審査の厳格化、高金利が重石となり鈍化した。投資（同▲6.2%）は引き締めの金融政策や公共事業の遅れにより3四半期のマイナス成長となった。

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、IT関連需要の増加により財貨輸出が復調するほか、観光促進策によってサービス輸出の持続的な拡大が予想される。もっとも、産業競争力の低下から大幅な輸出の増加までは見込みにくい。また内需は、家計債務の拡大により民間消費が伸び悩むものの、安定した雇用所得環境やペトントン新政権の景気対策（債務再編支援やデジタル通貨給付等）により底堅く推移しよう。公共投資は予算執行の加速により景気の牽引役となるだろう。民間投資は輸出や公共投資の回復を受けて持ち直すかと予想する。なお、今年8月には憲法裁がセター首相に対して解職命令を下すなど、タイは総選挙後も政情の安定化がみられない。政策の先行き不透明感から企業が投資判断を見合わせたり、デジタル通貨の配布などの政策の実行が遅れたりすると内需が下振れる展開も予想される。

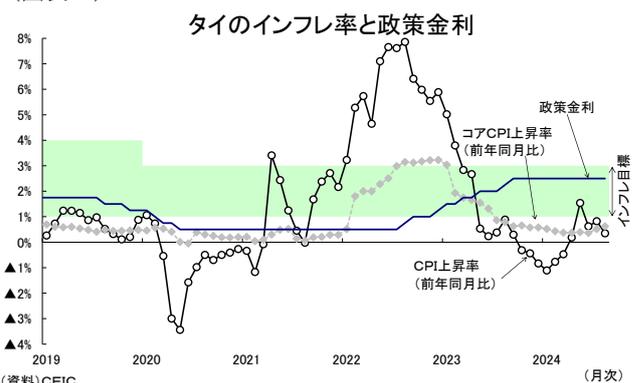
金融政策はタイ銀行（中央銀行）が2022年8月から金融引き締めを開始して政策金利を0.5%から2.5%まで引き上げた後、現在5会合連続で据え置いている（図表8）。8月の消費者物価上昇率は前年同月比+0.4%となり、エネルギー補助金策の物価抑制効果の剥落や洪水の影響で食品価格が値上がりしてプラス圏で推移しているものの、国内需要が弱く中銀の物価目標（+1.0%~3.0%）の下限を下回っている。先行きのインフレ率はベース効果に食品インフレや景気回復による需給の改善などにより年末にかけて+1%台まで加速する予想する。タイ中銀は景気回復の遅れや低インフレ、米国の利下げ転換に伴う急速なバート高などを踏まえて年内に政策金利を0.25%引き下げを開始し、来年1-3月期に追加利下げを実施すると予想する。

実質GDP成長率は2023年の前年比+1.9%から2024年が同+2.5%、2025年が同+2.9%と回復すると予想する。

（図表7）



（図表8）



2-3. インドネシア

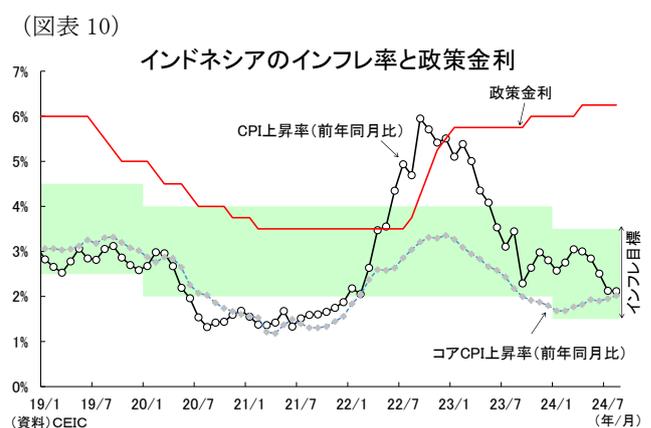
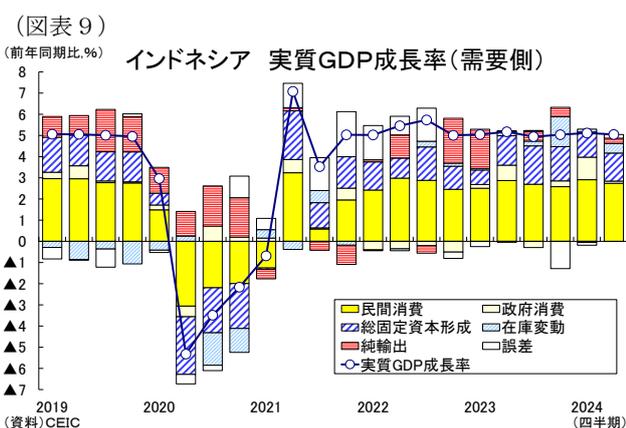
インドネシア経済は、2023年は一次産品輸出の減少に物価高と金利上昇が加わり景気が減速、同年の成長率は同+5.05%となり、コロナ禍からの経済活動の正常化により好調だった2022年の同+5.31%から低下した。2024年4-6月期の成長率は前年同期比+5.05%と、2023年10-12月期の同+5.04%から上昇、2四半期連続で加速しており、堅調な景気が続いている（図表9）。

4-6月期は1-3月期のGDPを押し上げていた選挙関連支出が剥落して成長率が低下した。まず政府消費が前年同期比+1.42%（前期：同+19.90%）、非営利団体の消費支出が同+9.98%（前期：同+24.29%）となり選挙関連支出で押し上げられていた1-3月期から鈍化した。一方、家計の消費支出は前期から横ばいの同+4.93%だった。また投資（同4.43%増）は政策の先行き不透明感が和らいで機械・設備投資を中心に持ち直した。外需はサービス輸出（同+14.24%）が好調だったほか、世界的な需要の改善により一次産品の出荷が改善して財貨輸出（同+8.02%）が加速した。

先行きのインドネシア経済は、内需の拡大により+5%成長が続くだろう。プラボウォ新政権は25年度予算案で目玉政策の学校給食無料化に71兆ルピア割り当てる計画であり、公共支出の増加が景気の牽引役となりそうだ。金融市場では財政赤字拡大が不安視されたが、財政赤字（対GDP比）は税収増により2.53%（24年予測：2.70%）と縮小する計画だ。また新首都ヌサンタラの建設で増加していたインフラ予算は25年度が約5%減の400兆ルピアと減少するため公共投資は停滞しそうだ。しかしながら新政権では現政権の政策路線が踏襲される予定であり、新政権の政策が明らかになるなかで民間投資は回復するだろう。民間消費はインフレ圧力の緩和や雇用環境の安定、そして金融緩和策への転換により堅調に推移するとみられる。外需は、地政学的な不確実性の高まりが逆風となるものの、世界経済は緩やかに回復する見通しであり、一次産品価格が安定して財輸出が底堅く推移、サービス輸出の持続的な拡大も予想される。もっとも堅調な国内需要により輸入が増加するため、純輸出の成長率寄与度はマイナスとなるだろう。

金融政策はインドネシア中銀が22年8月から今年4月にかけて段階的に金融引締めを実施し、政策金利（7日物リバースレポ金利）を6.25%まで引き上げて以降、4カ月連続で据え置いていたが（図表10）、9月の月例理事会では金融緩和に踏み切り政策金利を0.25%引き下げた。8月の消費者物価上昇率は前同月比+2.1%と、5カ月連続で鈍化してインフレ圧力に落ち着きがみられている。先行きは米国の利下げ転換に伴うルピア高によりインフレ圧力が和らいで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米国の利下げ開始に追随する形で来年半ばまで追加利下げを実施して、政策金利を5.0%まで引き下げると予想する。

実質GDP成長率は2024年が前年比+5.0%（2023年：同+5.0%）の横ばいとなるが、2025年は同5.1%と小幅に上昇すると予想する。



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が鈍化して通年の成長率が前年比+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4-6月期の成長率は前年同期比+6.3%と、昨年10-12月期の同+5.5%から2四半期連続で加速しており、今年に入って景気が回復している（図表11）。

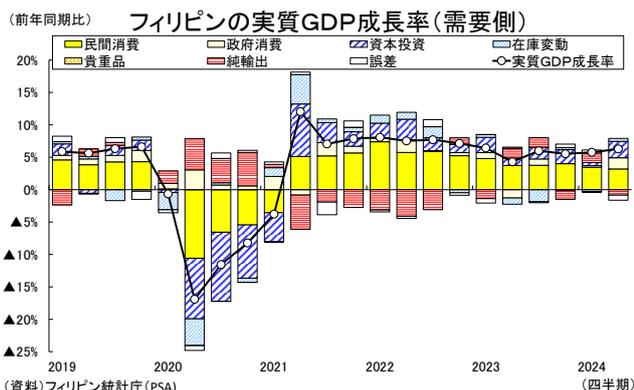
4-6月期は建設投資の回復が成長率上昇に繋がった。まず総固定資本形成は同+9.5%（前期：同+2.1%）と加速した。同國中銀の金融引締めに伴う借入コストの高騰により設備投資（同▲4.7%）は低迷したが、大規模インフラ整備計画の進展により建設投資（同+16.1%）が大幅に増加した。また社会保障や教育など様々な政府プログラムを通じて支出が進んだため、政府消費が同+10.7%（前期：同+1.7%）と回復した。他方、民間消費はインフレ圧力の高まりを受けて前期から横ばいの同+4.6%となり伸び悩んだ。また外需は、輸出全体の約6割を占める電子機器の出荷が停滞して財貨輸出が同+0.5%（前期：同+15.9%）と鈍化したが、サービス輸出（同+8.0%）はインバウンド需要やIT-BPO産業が好調で堅調な伸びを維持した。

先行きのフィリピン経済は内需を中心とした堅調な拡大が予想される。消費はインフレの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受けて回復するだろう。投資は公共投資の拡大が引き続き景気の牽引役となりそうだ。2024年度国家予算ではインフラ整備計画「Build Better More」プログラムに前年度比+6.6%の1.4兆ペソが割り当てられている。また金融緩和により、これまで借入コストの上昇で遅れていた融資が促進されて、企業の設備投資が持ち直すだろう。外需については、世界経済の底堅い成長が続くなか財輸出が緩やかな増加傾向で推移するほか、外国人観光客の回復とIT-BPO産業の成長によりサービス輸出が順調に拡大するだろう。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。

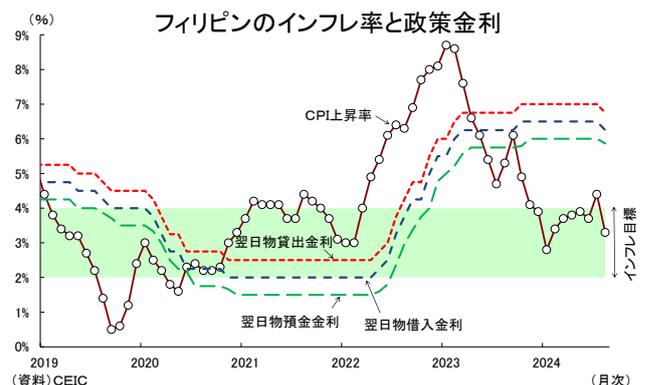
金融政策はフィリピン中銀が2022年5月に金融引締めを始めて政策金利（翌日物借入金利）を約17年ぶりの高水準となる6.5%まで引き上げていたが（図表12）、長引く高金利により個人消費が鈍化したため今年8月の金融政策会合で金融緩和に踏み切った。8月の消費者物価上昇率はコメの輸入関税の引下げにより同+3.3%に低下しており、落ち着きがみられる。足元では米国の利下げ開始によりペソ高が進みインフレ警戒感が和らいでおり、インフレ率は物価目標圏内（+2.0%～4.0%）で推移するだろう。フィリピン中銀は米国利下げに追随する形で年内2回0.25%ずつの追加利下げを実施し、来年には更に0.75%の引下げを予想する。

実質GDP成長率は2024年が前年比+5.8%（2023年：同+5.5%）となり、政府目標の+6.0%～7.0%を下回り、2025年が同6.0%と小幅に加速すると予想する。

（図表11）



（図表12）



2-5. ベトナム

ベトナム経済は、2023年は欧米向けの輸出が落ち込み成長率が前年比+5.0%となり、コロナ禍からの経済活動の正常化が進んだ2022年の同+8.1%から低下して政府目標の6.0%~6.5%を下回った。しかし、年後半に輸出が増加に転じると景気が持ち直しに向かい、2024年4-6月期の成長率は前年同期比+6.9%と7四半期ぶりの高成長となった(図表13)。

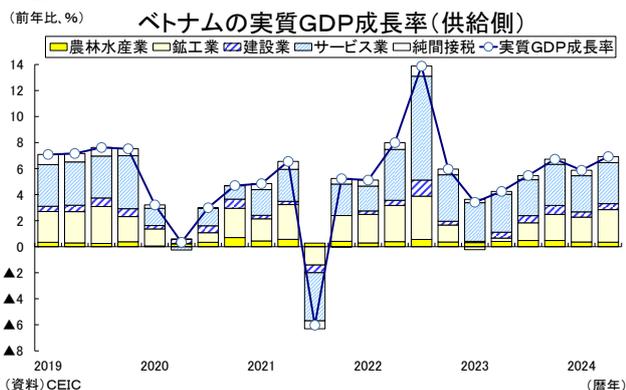
4-6月期は鉱工業とサービス業の改善が成長率上昇に繋がった。製造業(同+10.04%)は電子部品やスマートフォンなIT関連需要の増加により外資系企業の出荷が伸びて好調だった。サービス業(同+7.06%)はビザ規制の緩和や滞在可能期間の延長といった観光促進策によりインバウンド需要が回復し、モノの貿易量も増加したことにより宿泊・飲食業(同+11.26%)と運輸・倉庫業(同+11.51%)が好調だった。インフレは加速したものの、良好な雇用所得環境を背景に卸売・小売業(同7.62%増)は堅調に推移した。不動産市場は回復傾向にあるが、不動産(同+3.12%)は緩やかな伸びにとどまり、建設業(同+7.07%)は増勢が鈍化した。

先行きのベトナム経済は、輸出拡大や不動産市場の回復により景気の回復傾向が続くと予想する。ベトナムは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、1-8月累計の海外直接投資(FDI)認可額(同+13.1%)が加速している。こうした投資の動きに外需の増加が加わり、製造業生産は好調が続くとみられる。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。ベトナム政府は6.5%成長の達成に向けて付加価値税の2%減税の継続や公共投資の拡大などにより経済を活性化させようとしている。7月には民間企業の最低賃金が平均+6%、公務員の基礎賃金が+30%引き上げられている。旺盛な外需に対して内需は伸び悩んでいたが、こうした積極的な経済対策によりサービス業や建設業などの内需中心の産業は堅調に推移するだろう。不動産市場は回復が遅れているが、今年8月に土地法などの不動産関連の法律が3本施行されており今後は回復が加速して、銀行の与信が増加する展開も予想される。

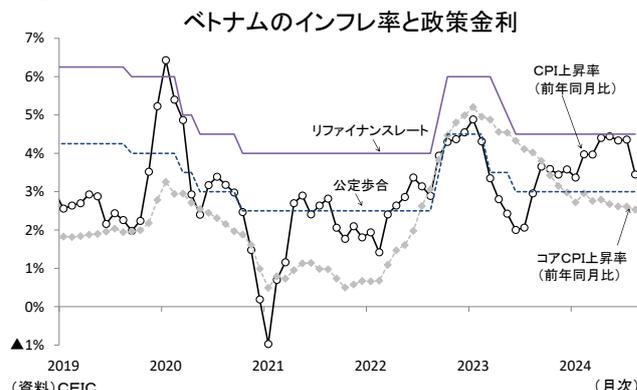
金融政策は、ベトナム中銀が2022年に累計+2%の利上げを実施したが、景気減速を受けて昨春に累計1.5%の利下げを実施、その後は政策金利を4.5%で据え置いている(図表14)。8月の消費者物価上昇率は前年同月比+3.5%と5ヵ月ぶり3%台に低下した。先行きのインフレ率は昨年低インフレだったことによるベース効果の剥落や自国通貨高を受けて安定して推移し、2024年通年では政府目標(+4.5%以内)に収まるだろう。ベトナム中銀はドン安を警戒して利下げに慎重だったが、米利下げによりドン高に振れたため、米国に追随して来年0.5%の利下げを実施すると予想する。

実質GDP成長率は2024年が前年比+6.2%(2023年:同+5.0%)と上昇して政府の成長目標(+6.0%~6.5%)を達成、2025年が6.5%に加速すると予想する。

(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證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。