

2014年6月10日 全23頁

ASEAN 5 カ国の経済見通し

2015年には再加速する見込み

経済調査部

エコノミスト 新田 堯之

[要約]

- インドネシアの1-3月期のGDP成長率は2009年7-9月期以降で最も低い水準となった。大きな原因は、輸出が未加工鉱石の輸出禁止令の反動で大きく減速したことである。今後は6%程度の成長に回帰すると予想される。民間消費は2013年に燃料価格および政策金利の大幅引き上げや失業率の悪化など逆風が吹いたものの堅調であったことから、今後も安定して成長のドライバーとなり続ける可能性が高い。一方で、投資は力強さを欠く展開が続くと考えられる。政策金利の高止まりによって資金調達コストがかさんでいることが大きな理由である。輸出は世界経済の回復や未加工鉱石の輸出禁止令の影響が薄まると見込まれるため、ある程度の改善傾向が続く可能性が高いものの、その程度はあまり大きなものではないと思われる。主要輸出品目である資源がインドネシア政府による輸出制限令に加え、低成長に移行した中国からの需要鈍化の影響を受けるとみられることが理由である。
- タイ経済は政治の混乱を大きく受けて低迷している。政治混乱の影響の例としては、①コメ融資担保制度による農家への支払い停止、②政府主導のインフラプロジェクトの停止、③投資委員会（BOI）による審査停止、④訪タイ外国人観光客数の減少、などが挙げられる。この一方で状況が改善される兆しも見える。5月1日からBOIによる審査が再開したほか、5月22日の軍事クーデター後、軍事政権はコメ融資担保制度上での未払い分を支払う方針であり、また政府主導のインフラプロジェクトの一部を実施に移す方針である。ただし、クーデターに反発するタクシン派のデモ隊が抗議活動を活発化させれば、再び政治が混乱に陥り、経済の低迷がさらに長期化する可能性がある。
- マレーシア経済は輸出を牽引役として大きく加速した。今後も輸出は主要輸出国・地域の景気改善を受け、引き続きマレーシア経済の牽引役になると期待される。一方、政府の消費および投資は引き続き低調となる見込みである。マレーシア政府は政務債務を抑制するため2015年の財政赤字を対GDP比で3%以内、そして2020年には財政均衡を達成する目標を掲げていることもあり、今後しばらく経済の牽引役としては期待できない。しかし、財政健全化はマレーシア経済にとって中長期的にプラスになる。民間投資は輸出回復の影響で製造業を中心とした設備投資に回復が期待できる一方で、建設投資はマレーシア政府が打ち出した不動産投機抑制策によって減速は避けられないと思われる。民間消費はインフレ率の上昇という逆風が吹くものの、安定した雇用環境が続き、好調な輸出セクターでは雇用者所得の増加ペースが加速すると見込まれるため堅調に

推移すると予想される。また 2015 年 4 月 1 日から導入される消費税の影響で消費は大きく減速しない見込みである。所得税減税などが実施されることがその理由である。

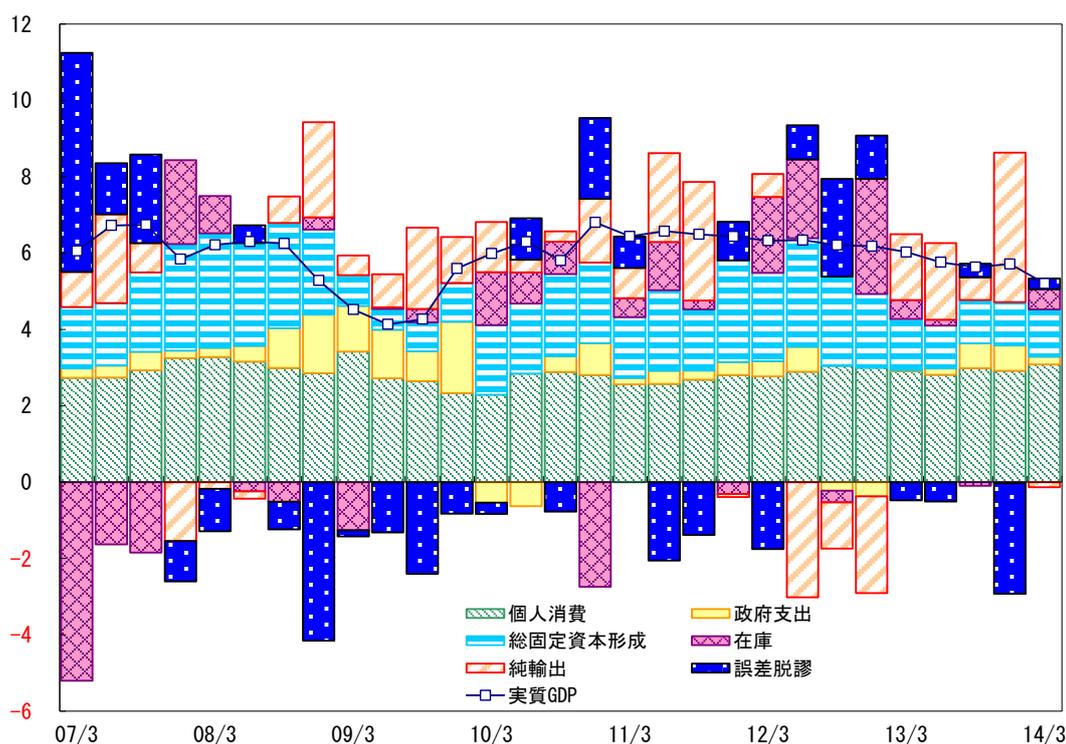
- フィリピンは台風ヨランダからの復興が遅れたことを受けて経済は減速する結果となった。また台風が農作物や魚介類、そしてサプライチェーンに被害を与えた影響でインフレ率はやや高まりつつある。中銀はインフレ率の上昇や不動産バブルの醸成に警戒感をにじませており、3 月と 5 月に開催された金融政策決定会合では預金準備率は 1% ずつ引き上げられた。ただし、政策金利の引き上げについては、その後発表された 1-3 月期の実質 GDP 成長率が大きく減速したため、利上げ圧力はやや後退したとみられる。
- ベトナムの景気は底堅いが、企業の資金調達難が今後の成長の重石となっている。銀行の自己資本比率は規制ラインを大きく超えていることから、2012 年頃から始まった不動産価格の減速によって、担保となる不動産の価値が大きく毀損したことが銀行貸出に影響した可能性がある。政府が推し進める住宅市場のテコ入れ策が奏功して不動産市場が回復に向かえば、担保価値の高まりを受けて銀行は貸し出しを大きく拡大させると期待される。また西沙諸島を巡る対立を受けて 5 月半ばに発生した反中デモによってベトナム経済の下押し圧力は高まったと思われる。具体的な経路としては①サプライチェーンの寸断、②外資系企業による投資マインドの悪化、③輸入審査の厳格化など中国政府によるベトナム経済への締め付け、が挙げられよう。
- 2014 年と 2015 年の成長率はインドネシアが+5.6%と+5.9%、タイは+0.9%と+5.3%、マレーシアは+5.4%と+4.7%、フィリピンが+6.6%と+7.1%、ベトナムは+5.4%と+5.6%と予想する。5 カ国全体で見ると、2014 年は+4.7%と 2013 年の+5.2%から減速するが、2015 年には+5.7%まで再加速する見込みである。

インドネシア

1-3 月期の実質 GDP 成長率は 2009 年 7-9 月期以来の低水準

インドネシアの 2014 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+5.2%となり 2013 年 10-12 月期の同+5.7%から大きく鈍化した。これはリーマン・ショックの影響を強く受けた 2009 年 7-9 月期の同+4.3%以降、最も低い水準である。

需要項目別実質 GDP 成長率の推移（前年同期比、単位：％）



（出所）中央統計局より大和総研作成

成長が鈍化した要因は主に輸出の減速に求められる。需要項目別に見ると、実質輸出は 2014 年 1 月 12 日から開始される未加工鉱石の輸出禁止前の駆け込みの影響で、2013 年 10-12 月期は同+7.8%と高い伸びとなったが、その反動で 2014 年 1-3 月期は▲1.2%とマイナスの伸びに転じた。反対に民間消費は同+5.6%（前期：同+5.3%）となり引き続きインドネシア経済全体の牽引役となっている。一方で政府消費は減速し同+3.6%にとどまった（前期：同+6.4%）。総固定資本形成は同+5.1%（前期：同+4.4%）と加速した。中でも、外資系企業による設備投資が同+5.1%（前期：同▲0.4%）と大幅に改善している。

インフレ率は一時的に低下するも、政策金利は並行して下がる

2013 年 6 月 22 日から燃料補助金が削減されたことで補助金付きのレギュラーガソリンおよび軽油の価格がそれぞれ 44%、22%上昇した。その影響を受け、インフレ率は 2014 年 1 月までは前年同月比+8%前後で高止まっていた。しかしその影響は確実に薄れつつある。インフレ率は

その後2月に同+7.75%、3月には補助金削減後では最も低い同+7.25%まで伸びを鈍化させた。燃料補助金削減の影響が一巡する年後半は、インフレ率の低下がさらに顕著に表れると見込まれる。

もともと、今後もインドネシア政府は燃料補助金の削減に踏み切らざるを得なくなる可能性が高い。インドネシアは2010年に一人当たりGDPが3,000米ドルを超え、自動車が本格的に普及する時期に差し掛かっており、それに連動して燃料使用量が大幅に増加する蓋然性が高いことがその背景である。インドネシア政府は2003年財政法によって財政赤字を対GDP比で3%以内、政府債務を同60%以内に抑制することが求められる中、無駄な歳出を削りつつ不足しているインフラの整備を進めようとしているが、それには歳出の約2割を占める燃料補助金の更なる削減が必要となる。ただし2014年は4月の総選挙に続いて7月には大統領選が実施されるため、国民に不人気な政策である燃料補助金の削減は実施しにくい。そのため一連の選挙が終わり、新政権が軌道に乗り始める2015年中に燃料補助金の削減が行われると予想する。

これらの物価の動きからすれば、金融政策の基本的なスタンスは今後、2014年後半は緩和、2015年には引締めだとしてもおかしくない。しかし、インドネシア中銀はインフレ抑制に加えルピア防衛を意識して金融政策に当たっているため、インフレ率の低下は金融緩和に直結しない。特に2013年8月以降、ルピア安が急速に進んだ際、インドネシア中銀は為替介入を行わず、利上げを選択した。その背景として考えられるのは、①2013年7月の1ヵ月間で、当時の外貨準備全体の5%以上を使用した大規模な為替介入を実施したにもかかわらずルピア安傾向に歯止めがかからなかったこと、②一部の信用格付機関が2011年年末以降、インドネシアの長期国債をアジア通貨危機以降初めて投資適格級に格上げしたことから、当局は格付を維持するため、通貨防衛の手段として外貨準備の減少を伴う為替介入よりも、利上げによる需要抑制で経常赤字の縮小を優先したこと、などである。インドネシア中銀は今後も米国連邦準備制度理事会(FRB)による量的緩和の縮小およびその後控えている利上げを注視して金融政策を決定すると見込まれるため、政策金利を下げにくい局面が続くと予想する。

大統領選はウィドド氏とスビアント氏の一騎打ちに

4月9日、インドネシアで総選挙(一院制、定数560議席)が投開票された。この結果、最大野党である闘争民主党は109議席(前回:95議席)を獲得し第一党となった。続いて連立与党であるゴルカル党が91議席(同:107議席)となり、プラボウォ・スビアント元陸軍戦略予備軍司令官率いるグリンドラ党は73議席(同:26議席)と大幅に議席数を伸ばした。その一方で、ユドヨノ大統領が所属する民主党は汚職等の問題を数多く抱えていた影響もあり61議席(同:150議席)と惨敗した。この結果を受け、各党は7月9日に実施される大統領選に向けた準備を進めた。最終的に大統領に立候補したのはジャカルタ特別州知事であるジョコ・ウィドド氏(闘争民主党)と元陸軍戦略予備軍司令官であるプラボウォ・スビアント氏(グリンドラ党)の2名となった。大統領選に大統領候補とペアで出馬する副大統領候補としては、ウィドド氏はゴルカル党のユスフ・カラ前副大統領を指名し、スビアント氏は国民信託党党首であるハッタ・

ラジャサ氏とした。多くの見方では、国民から大きな人気を集めるウィドド氏が優勢だとされている。この理由としてウィドド氏は庶民出身で既得権益層との関係が薄いこと、州知事時代には汚職撲滅に力を入れていたこと、などが挙げられる。しかし、スピアント氏はユドヨノ現大統領に優柔不断のイメージが付きまわっている中、自らを決断力のある強い指導者として有権者にアピールしており、これが奏功して最近ではウィドド氏との差を縮めているといわれている。世論調査を見ると、例えば Soegeng Sarjadi School of Government (SSSG)が5月26日から6月4日にかけて実施した調査では、ジョコ・ウィドド=ユスフ・カラ組の支持率は42.7%と、プラボウォ・スピアント=ハッタ・ラジャサ組の支持率である28.4%から15%近くの差をつけている。一方で、ポプリセンターが5月24日から29日までの期間実施した調査では、スピアント氏の支持率は35.5%にのぼりウィドド氏の42.4%に迫っている。このように、世論調査の結果は調査機関ごとに異なっているが、どれもウィドド氏が圧倒的有利ではないことを示している。浮動票の動向次第ではスピアント氏が勝利する可能性も大いにあろう。

仮にウィドド氏が勝利する結果となった場合、同氏が主張する①財政赤字縮小に向けた燃料補助金の漸減、②港や空港を初めとしたインフラ整備の促進、③未加工鉱物に対する輸出規制の継続、などが実施される可能性が高い。また同氏はLCGC（低価格グリーンカー）が渋滞悪化の新たな要因となるとして不満を持っているため、LCGCの販売や生産に何かしらの規制を加える公算が大きい。さらに、州知事の時と同様に汚職撲滅で成果を上げることができれば、インドネシアのビジネス環境は改善し、その結果、国外からの投資が増加すると期待されよう。

6%程度の成長に回帰する見込み

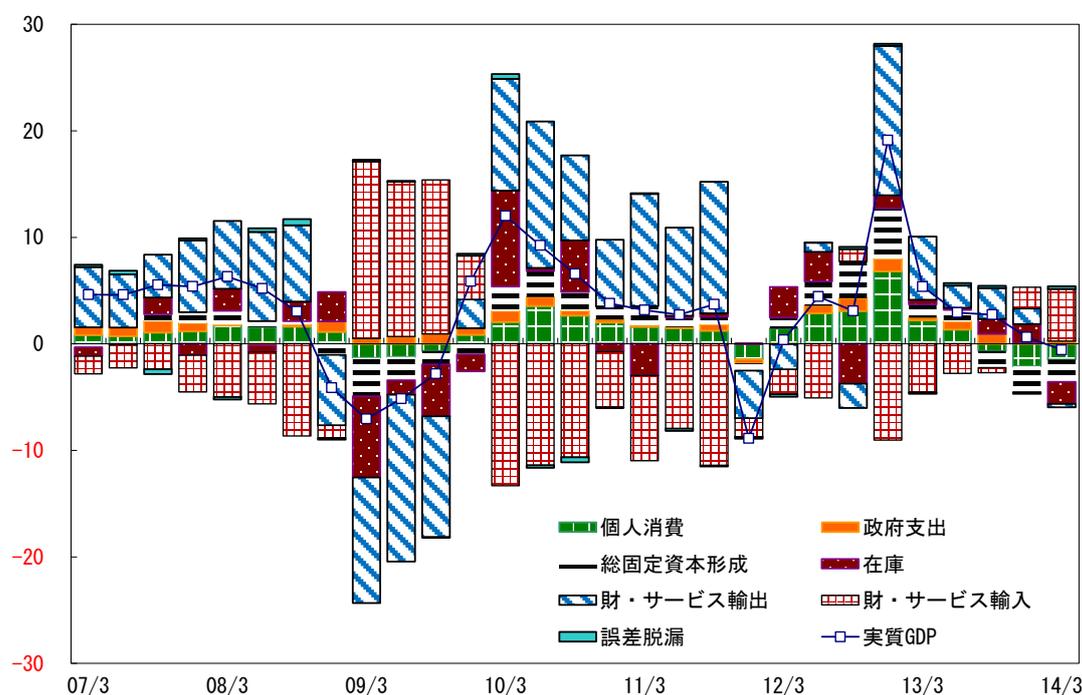
今後のインドネシア経済は6%程度の成長に回帰すると予想される。民間消費は燃料価格および政策金利の大幅引き上げや、失業率の悪化などの逆風が吹いたものの結局のところは堅調であったことから、今後も安定して成長のドライバーとなり続けることが期待される。また、2013年秋以降に各自動車会社から次々と発売されたLCGCの販売も民間消費の下支えとなろう。しかし一方で、投資は力強さを欠く展開が続くと考えられる。政策金利の高止まりによって資金調達コストがかさんでいることが大きな理由である。ただし、ルピアは今後世界経済の回復を受けて通貨安の修正が進むとみられるため、外資系企業による投資は次第に回復すると予想する。輸出は未加工鉱物の輸出禁止令の影響が薄れることもあって改善傾向が続く可能性が高いものの、その程度はあまり大きなものではないと思われる。主要輸出品目である資源がインドネシア政府による輸出制限令に加え、低成長に移行した中国からの需要鈍化の影響を受けるとみられることが理由である。

タイ

政治の混迷でマイナス成長に

国家経済社会開発委員会（NESDB）の発表によれば、2014年1-3月期のタイの実質GDPは前年同期比▲0.6%（前期：同+0.6%）に落ち込んだ。四半期ベースでマイナス成長となったのは、洪水の被害を受けた2011年10-12期の同▲8.9%以来である。また、季節調整済み前期比年率では▲8.2%（試算値）であり、瞬間風速でも景気が大きく後退していることがわかる。

需要項目別実質GDP成長率の推移（前年同期比、単位：%）



（出所）国家経済社会開発委員会（NESDB）より大和総研作成

需要項目別では、民間消費は同▲2.1%（前期：同▲3.3%）とマイナス幅を縮小させたものの低調に推移している。政治の混乱が消費マインドを悪化させたことや、事実上政府が農家からコメを買い上げるコメ融資担保制度が滞ったこと等が影響したと考えられる。品目別に見ると、食料・衣料、金属製品・機械・設備、交通設備、外食・宿泊など多くの品目で弱含んでいるほか、タイ工業連盟によると自動車販売台数は、同▲45.7%と大きく落ち込んでいる。この要因はファーストカー・スキーム¹によって需要を先食いした反動であろう。政府消費は同+2.9%（前期：同+0.9%）と伸びを高めた。2013年12月9日に下院を解散させた後、インラック政権は予算の執行や編成などに大きな制約を受ける選挙管理内閣に移行したが、公務員への給料の支払い等はこの影響を免れたようである。輸出は同▲0.4%（前期：同+2.0%）とマイ

¹ 2011年9月16日から2012年12月31日までの期間に排気量等の条件を満たした自動車を初めて購入する場合に最大10万バツまで免税される制度

ナスの伸びに転落した。財輸出が同+0.8%（前期：同+0.2%）と海外経済の回復が道半ばだった影響で力強さに欠けた中、外国人観光客数が低迷したためにサービス輸出が同▲4.2%（前期：同+8.1%）と大きく落ち込んだことが原因である。

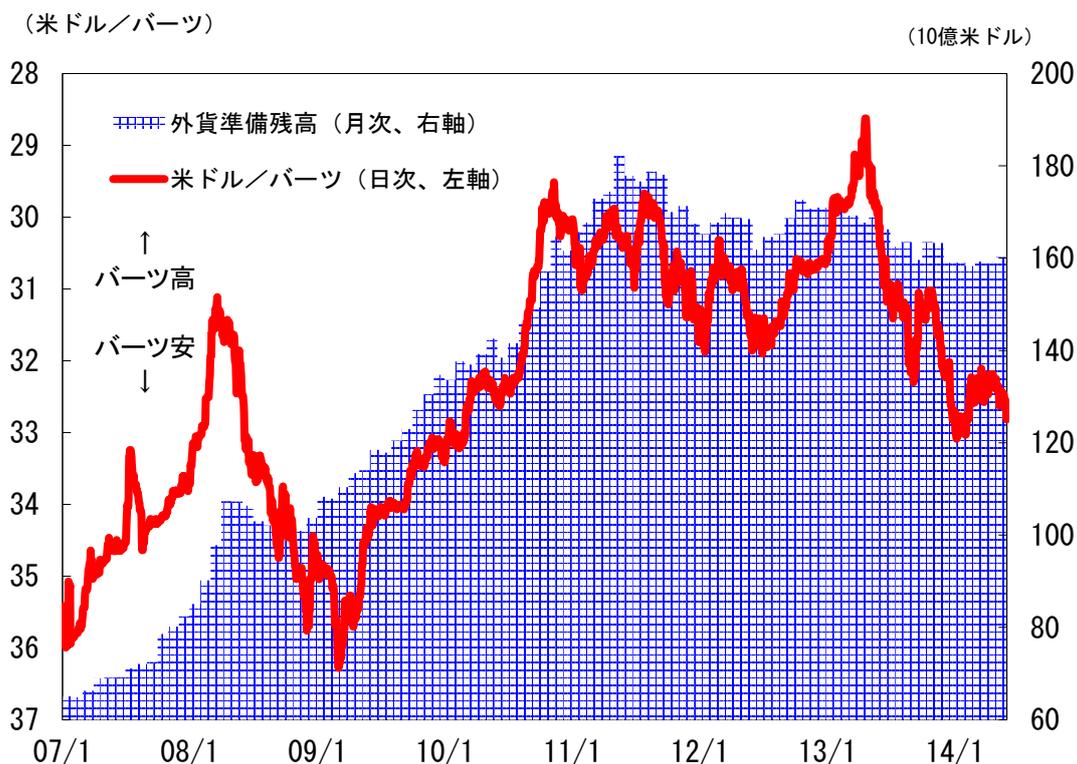
この一方で、輸入は内需の低迷を受けて同▲8.5%（前期：同▲3.5%）とさらに悪化した。この結果、純輸出の寄与度は同+4.6%ptとなった。消費と輸出の低迷を受けて、固定資本形成は同▲9.8%（前期：同▲11.4%）と低迷している。タイは輸出の対GDP比率が高く、投資と輸出は似た動きを示すケースが多いことから、輸出の回復が道半ばである現状は民間投資拡大の重石となっている。その上、政府による2兆バーツのインフラ整備プロジェクトや3,500億バーツの水利プロジェクトが開始されなかったことも企業の投資マインドを悪化させたとみられる。さらに、大型投資プロジェクトの審査が停止していたことも大きく影響している。2億バーツ以上の投資プロジェクトの実施は投資委員会(BOI)による審査が必要とされるが、同委員会の委員は2013年10月に任期が切れたものの、選挙管理内閣が新委員の任命権を持っているか否かが法的に問題となり、新委員が選出できない事態となったのである。

政策金利はさらに引き下げられる可能性も

タイ中銀は2014年3月、2013年11月に続き政策金利を0.25%引き下げ2%とした。低迷する経済を下支えする必要性が高まっていることに加え、コアインフレ率も2014年4月時点で前年同月比+1.7%と依然中銀目標の上限（3%）を大きく下回っていることが理由であろう。4月23日に開催された直近の金融政策決定会合では7名の委員の内6名の賛成によって政策金利の据え置きが決定された（1名は0.25%の引き下げを主張）ものの、今後さらに政治混乱が長期化すれば年内に1、2度の利下げが実施されても不自然ではない。

通貨バーツは政治の混乱やそれに伴う低金利政策等を原因に下落傾向が強まっている。一方で、外貨準備はほとんど変化していないことから、中銀は為替介入を実施せずバーツ安を容認する方針だと思われる。容認の理由としては、通貨安となって輸入物価が少々上昇したとしてもコアインフレ率の目標上限には簡単に達しない一方で、輸出を後押しする効果が期待されることが考えられる。

パーツの対米ドルレートと外貨準備残高の推移



(注) データは2014年5月末が最新
(出所) ブルームバーグより大和総研作成

政治混乱の影響でタイ経済はしばらく低迷する見込み

2013年10月に発生した今回の政治混乱は長期化の様相を呈しており、2014年2月2日に実施された下院選挙は反政府デモ隊の妨害によって無効となった。このような中、5月7日に憲法裁判所はインラック首相が過去に行った人事が違憲であるといった内容の判決を下した。具体的には、2011年にインラック氏が首相に就任した後、タクシン元首相の義理の兄を昇進させた人事の玉突きで、国家安全保障会議のタウン事務局長を首相顧問に異動させたことが職権乱用だと判断されたのである。この結果、インラック首相は失職することになった。その後、副首相兼商務相であるニワットタムロン氏が首相代行に就任し、同選挙委員会と協議して7月20日に総選挙の実施を目指していた。ところが軍は5月20日に戒厳令を発令して治安維持に関する全権限を掌握した。その後、軍は21日からタクシン派と反タクシン派の双方を招き、交渉に当たさせたが双方の主張は平行線を辿り、22日になってもその状況は変わらなかった。そして22日、軍は突如クーデターを起こし、憲法を停止したのである。その後政治の中心となったのはクーデターに伴って設立された国家平和秩序評議会である。同評議会は24日には上院を廃止しており、今後は暫定首相の選出、新憲法起草に向けた国民会議と国内改革を進めるための改革会議の設置、また機能が停止している立法機関の代わりに法律の制定等を行っていくと考えられる。

この政治の混乱は既述の通りタイ経済の下押し要因となっているが、一部には状況が改善する兆しも見える。海外経済の回復から輸出セクターによる設備投資が回復する公算が大きい上に、BOIによる投資プロジェクト審査も再開している。司法委員会が選挙管理内閣でもBOIの委員を選出できると判断し、BOIの新委員が任命されたことで、BOIは5月1日からは審査が滞っていた2億バーツ以上の投資プロジェクトを審査できるようになった。プラサート工業相によれば、審査が停滞していたプロジェクトの数は400件、金額は6,600億バーツにのぼっており、今後3-4ヵ月間で審査を完了させるという。さらに予算局によれば、900億バーツに上るコメ融資担保制度下での未払分は支払われる方針（その内400億バーツは早急に支払われる予定）であり、さらに2兆バーツのインフラ投資プロジェクトや3,500億バーツの水利プロジェクトの一部も今後実施に移される予定である。

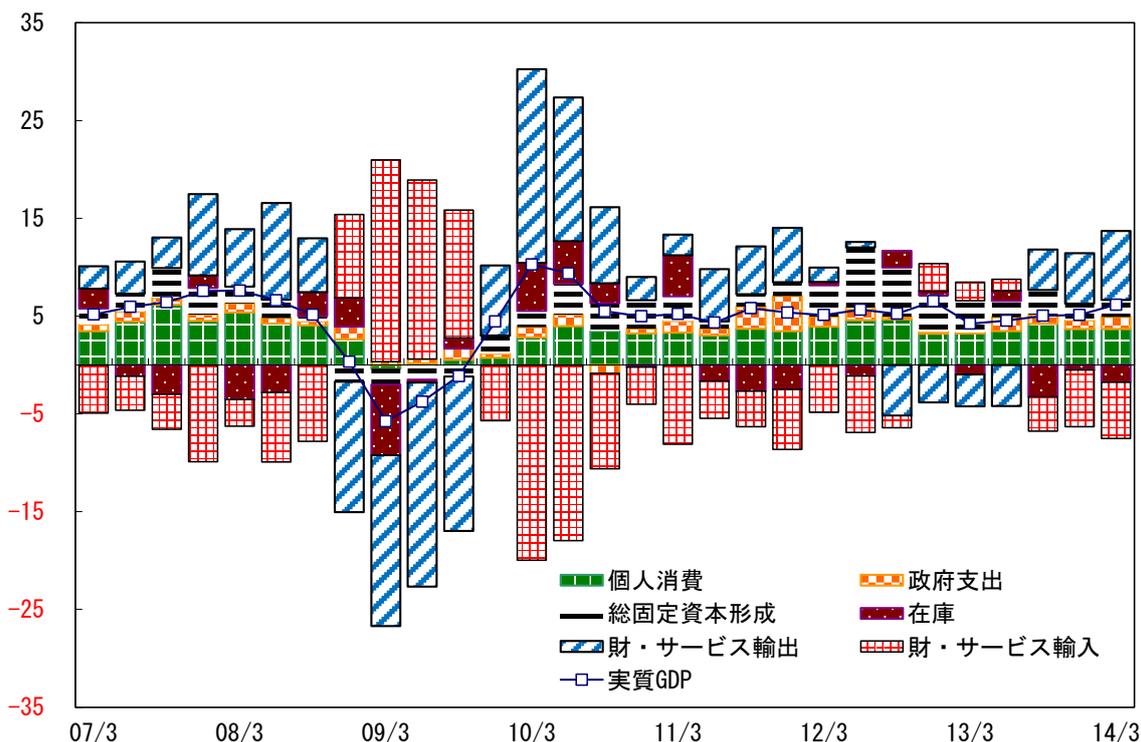
ただし、クーデターに反発するタクシン派のデモ隊が抗議活動を活発化させれば、再び政治が混乱に陥り、経済の低迷がさらに長期化する可能性がある。今回のクーデターは結局のところ反タクシン派の勝利（タクシン派の敗北）といった意味合いが強い。実際に、国家安全秩序評議会が進めている暫定首相の指名や総選挙前の改革は反タクシン派の主張に沿ったものである。さらにタイで国民から絶大な信頼を集めているプミポン国王は勅令によってプラユット司令官の同評議会の議長就任を承認しており、これによって軍事政権にある程度の正統性が付与されたが、タクシン派の不満を抑えるといった意味では不十分であろう。それよりも国王が直接姿を見せて発言した方が大きな効果があったのではないだろうか。このような事情も相俟って、タクシン派のデモ隊が今後政権を揺さぶることをリスク要因として注視する必要がある。

マレーシア

輸出の貢献が目立つ1-3月期の成長率

2014年1-3月期のマレーシアの実質GDP成長率は前年同期比+6.2%となり、2013年10-12月期の同+5.1%を上回った。

需要項目別実質GDP成長率の推移（前年同期比、単位：％）



（出所）国家統計局より大和総研作成

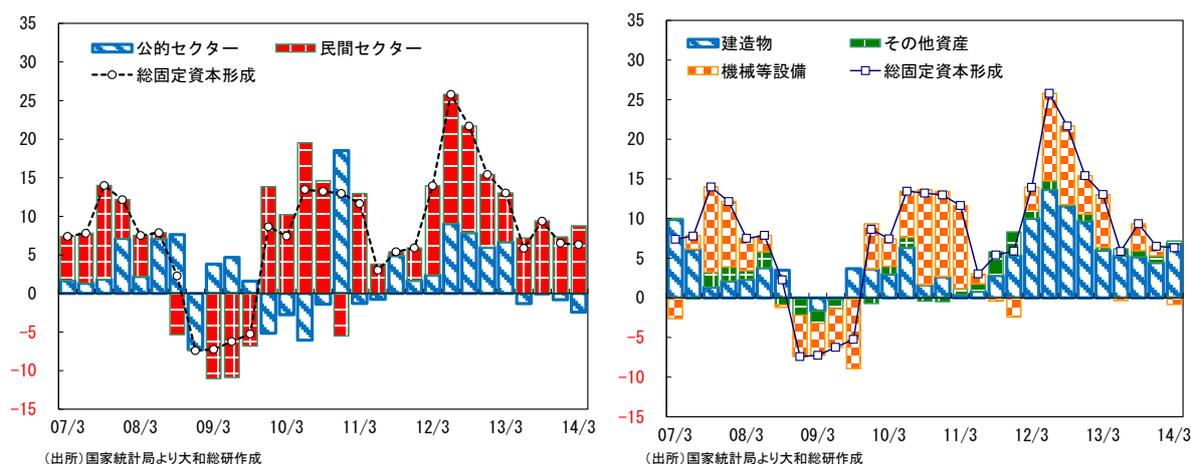
主な牽引役となったのは輸出である。マレーシアの財・サービス輸出がGDPに占める割合は低下基調にあるものの2013年には81.7%（GDP統計ベース）と高いため、輸出の改善は経済全体の底上げに繋がりやすい。輸出は2012年4-6月期から2013年4-6月期までは前年同期比で▲3.3%～▲5.2%とマイナス圏で推移していたものの、その後は持ち直し、2014年1-3月期には同+7.1%まで加速している。貿易統計で輸出を国別に見ると、EU向けは好調を保ち、米国向けも底打ち感が強まっている。また、日本や中国など北東アジア向けも改善傾向が進み、2013年12月～2014年2月には前年同月比で+20%以上の高い伸びであったが3月に同+5.2%に急減速した。今後はこれが一時的なものかどうか注目されよう。また商品別では、主要輸出品目である電気機械・電化製品・植物油などが改善基調であった。マレーシアの通貨リングの対ドルレートが安い水準で推移していることも輸出改善にある程度寄与したとみられる。リングは2013年の1年間で1米ドル=3.06リングから3.28リングに7.3%下落した。2014年1月下旬頃からリング高傾向が続いているものの、5月半ば時点で1米ドル=3.23リングと、リング

高のスピードは緩慢である。

消費は民間部門が前年同期比+7.1%（前期：同+7.4%）と伸びを縮小させたものの全体では同+7.8%（前期：同+6.8%）と堅調を保っている。民間消費の堅調が続く背景の一つは安定した雇用環境であろう。失業率は3%近辺とほぼ完全雇用の状態が続き、労働参加率も緩やかな上昇傾向が続いている。さらに、最低賃金制度の導入による所得底上げが進んだことも、消費全体を下支えしたとみられる。マレーシアでは、2013年1月1日から外国人を含めた労働者を対象に最低賃金制度を導入した。例外的に従業員が5人以下の企業で専門職種でない労働者には2013年7月1日から、また適用延期が認められた1,044社の企業の労働者には2014年1月1日から最低賃金が導入されている。加えて、BR1M(マレーシア政府が低所得者に支給する一時給付金)が2013年に続き2014年も実施されたことも消費の安定に一定程度寄与したと考えられる。

総固定資本形成は投資主体別で大きく方向性が異なっている。民間部門では同+14.1%（前期：同+16.6%）と前期より減速したものの引き続き10%を超える高い伸びを示した。民間投資が好調である理由の一つは、一部地域で外国人を中心とした不動産投資が活発であることが挙げられる。特に、MRT（大量高速輸送）などインフラ建設が盛んなクアラルンプール首都圏や、イスカンダル計画によって金融センターの構築や物流拠点・テーマパークの建設が進行中であるジョホール州の住宅価格は旺盛な需要を背景に高い伸びが続いている。一方で、公的部門では同▲6.4%（前期：同▲1.5%）まで落ち込む結果となった。これには、マレーシア政府が財政健全化のため開発向けの歳出を前年比▲10.1%と抑制したことが大きく響いている。しかし2014年の開発向け支出への予算は前年比+10.2%と持ち直す見込みである。

総固定資本形成の推移（左図：主体別、右図：項目別、単位：前年同期比、%）



物価上昇圧力は強まるが、金融政策への影響は限定的

インフレ率は2012年12月の前年同月比+1.2%をボトムにその後伸びを高め、2014年4月は同+3.4%に達した。直近では補助金削減の影響で一部品目の価格が急上昇していることが目立つ。マレーシア政府は貧困層支援等の理由から、燃料価格を初めとした様々な品目の価格を低

く抑えるために補助金を供給してきた。しかし、その結果近年では補助金が歳出全体の 2 割程度を占める事態となり、財政を圧迫する大きな要因となっていた。この状況を受け、マレーシア政府は補助金を削減するために、2013 年 9 月にレギュラーガソリンとディーゼル油の価格、2014 年 1 月には電力料金をそれぞれ引き上げた。加えて、砂糖への補助金を 2013 年 10 月に撤廃した。

さらに 2015 年 4 月からは 6% の GST（消費税）が導入される予定である。導入後のインフレ率はさらに高い水準で推移すると想定されるが、GST 要因は中銀の金融引き締め判断には影響しない点に留意する必要がある。中銀は 2014 年 3 月 19 日に発表した 2013 年のアニュアルレポートの中で、今後コスト増によってインフレ圧力は強まっていくと予想しつつも、金融政策を実行するにあたってはインフレが広範かつ持続的なものであり、金融政策で対応することが適切か注視し続けると述べている。

今後も輸出回復が経済全体を底上げする一方、建設投資は鈍化へ

今後も輸出は主要輸出国・地域の景気改善を受け、引き続きマレーシア経済の牽引役になると期待される。輸出の増加で経常黒字は拡大すると基本的に見込まれるが、マレーシア航空 MH370 便が南シナ海上空で消息を絶った事件を起因としたサービス収支の悪化が懸念される。特に同便の乗客の多くを占めていた中国人はしばらくマレーシアへの旅行を手控えるであろう。

一方、政府の消費および投資は引き続き低調となる見込みである。マレーシア政府は政務債務を抑制するため 2015 年の財政赤字を対 GDP 比で 3% 以内、そして 2020 年には財政均衡を達成する目標を掲げている。ただし、財政健全化はマレーシア経済にとって中長期的にプラスになるろう。

民間投資は輸出回復の影響で製造業を中心とした設備投資は回復が期待できる一方で、建設投資はマレーシア政府が打ち出した投機抑制策によって減速は避けられないと思われる。具体的には、2014 年 1 月からは不動産売買時に課されるキャピタルゲイン税も外国人を中心に大幅に引き上げられたこと、4 月からは外国人による不動産の最低取得金額が 50 万リンギから 100 万リンギと 2 倍になったこと、などが挙げられる。今後、短期的に建設投資は相当減少する可能性はあるが、バブル懸念が高まっている不動産市場を健全化し民間債務を圧縮するといった意味ではこの政策は評価すべきであろう。

不動産売買時に課されるキャピタルゲイン税

保有期間	2013年末以前		2014年以降	
	マレーシア人／外国人		マレーシア人	外国人
1年目	15%		30%	30%
2年目	15%		30%	30%
3年目	10%		30%	30%
4年目	10%		20%	30%
5年目	10%		15%	30%
6年目以上	0%		0%	5%

(出所)各種資料より大和総研作成

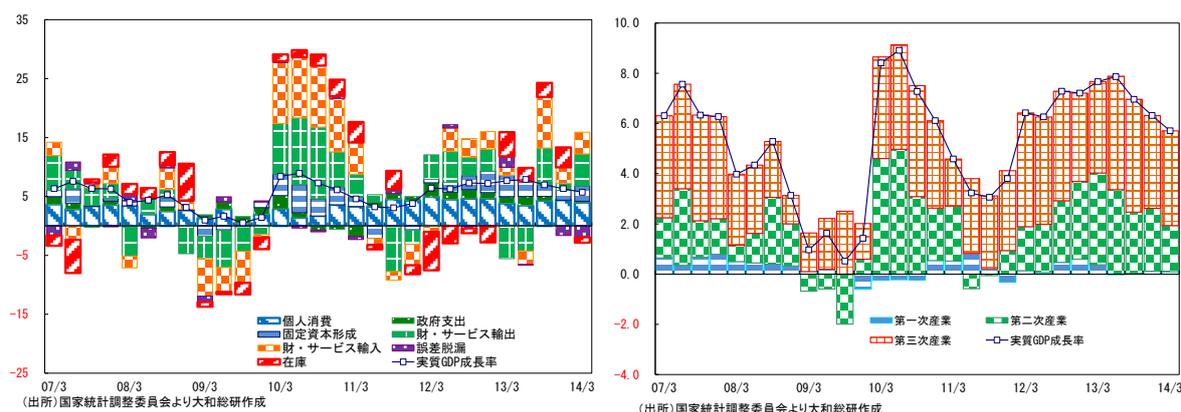
民間消費はインフレ率の上昇といった逆風が吹くものの、既述の通り安定した雇用環境が続き、好調な輸出セクターの雇用者所得の増加ペースが加速すると見込まれ、そして既述の通り低所得層の可処分所得は BR1M で底上げされたことから、堅調に推移する見通しである。また、2015 年 4 月 1 日から導入される消費税によって消費は大きく減速することはなさそうである。消費税導入直前の 2014 年後半および 2015 年 1-3 月期には駆け込み需要が発生し、その後反動減が顕在化すると見込まれる。ただし、2015 年からは所得税が 1%~3% (収入によって異なる) 引き下げられ、さらに 2015 年の BR1M の対象者は本来支給される金額に 300 リンギを追加して受け取れると予定されているため、消費が腰折れする事態は避けられる見通しである。

フィリピン

台風ヨランダからの復興が遅れたため、実質 GDP 成長率は減速

国家統計調整委員会によれば、2014年1-3月期のフィリピンの実質 GDP 成長率は前年同期比 +5.7% となり、2013年10-12月期の同 +6.3%（改定値）を大きく下回る結果となった。

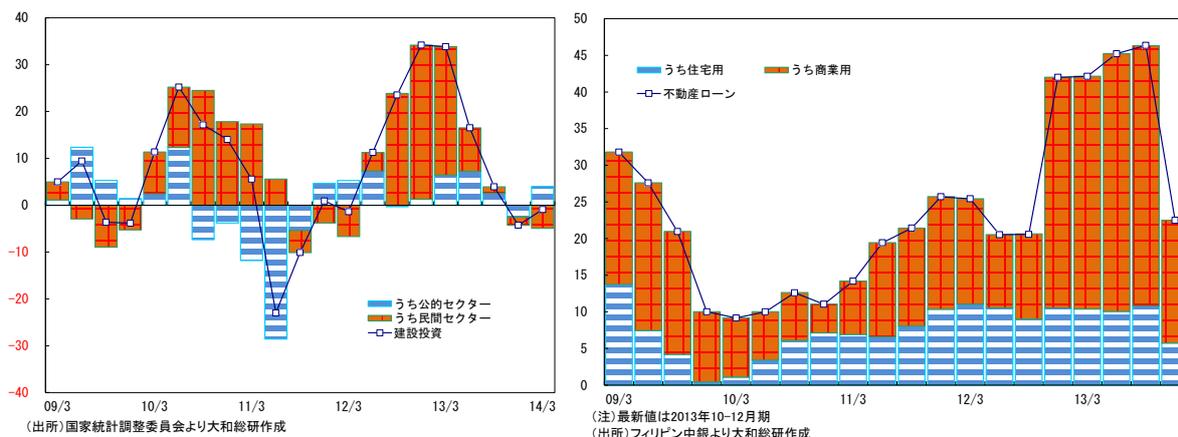
実質 GDP 成長率の推移（左図：需要項目別、右図：産業別、前年同期比、単位：%）



1-3月期のGDPを産業別に見ると台風ヨランダの影響が色濃く表れている。台風の被害を大きく受けた農業や漁業は減速し、さらにこの影響で食品加工業もマイナスの伸びとなっている。

また、需要項目別に見ると、まずGDPの約7割を占める民間消費は同+5.8%（前期：同+5.9%）と若干伸びを縮めたものの全体の牽引役となった。海外フィリピン人労働者（OFW：Overseas Filipino Worker）からの送金が堅調だったことに加え、低インフレ率と低金利の併存が消費マインドを下支えしたとみられる。政府消費はヨランダからの復興が進んでいることもあって同+2.0%（前期：同▲0.4%）とプラスの伸びに転じた。輸出は電器や電子データ処理、衣料品の好調を受けて同+12.6%（前期：同+3.2%）と大幅に伸びを高めた。また輸入もサービス部分が全体を押し上げたことで同+8.0%（前期：同+6.4%）と加速し、その結果、純輸出の寄与度は同+1.8%ptとなった。堅調な消費と好調な輸出、そして低金利に支えられ、総固定資本形成は同+11.2%（前期：同+8.0%）と2桁以上の伸びを示した。総固定資本形成の中では設備投資が一般産業用機械や陸上車両を牽引役として同+21.6%（前期：同+23.2%）とやや鈍化したものの依然として20%を超える水準を維持している。その一方で、建設投資は同▲0.9%（前期：同▲4.9%）とマイナスの伸び率となっており、建設主体別では民間セクターが低迷している。2012年末頃からコールセンターやシステム開発等のビジネス・プロセス・アウトソーシング（BPO）業を中心としたオフィス需要を期待して商業用を中心に不動産が数多く建設されたが、かえってこれが供給過剰を招いた可能性がある。

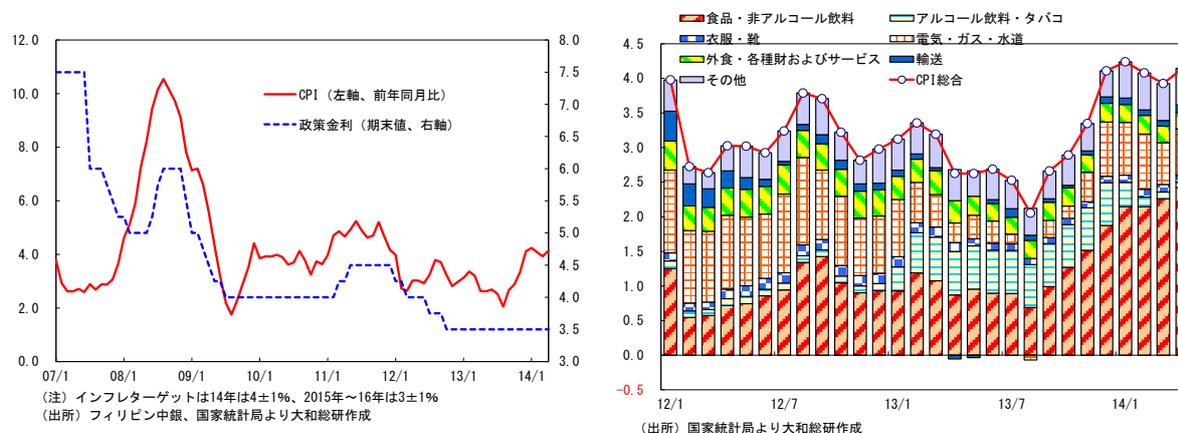
建設投資（左図）、不動産ローン（右図）の推移（前年同期比、単位：％）



1-3 月期の GDP 成長率が減速したことで利上げ圧力はやや後退か

2013年のCPI上昇率は前年比+3.0%と2012年の同+3.2%から鈍化し、インフレターゲット(3~5%)の下限の位置についた。ところが最近では2013年11月に襲来した台風ヨランダが農作物や魚介類、そしてサプライチェーンに被害を与えた影響でインフレ率全体の36.3%のウェイトを占める食品価格の上昇が続いている。食品価格は2013年10月では前年同月比+3.4%であったがその後は加速傾向となり2014年4月には同+6.5%に達している。この結果、インフレ率は総合で2013年12月以降+4%前後で推移し続けている。この水準だけみれば、中銀は金融政策を引き締める必要性はないようにみえるが、中銀は3月と5月に開催された金融政策決定会合の中で預金準備率を1%ずつ引き上げた。この理由としては、既述の通り食料価格の上昇が続いていることに加え、中銀が不動産市場の過熱を警戒していることだと思われる。ただし、政策金利の引き上げについては、1-3月期の実質GDP成長率が大きく減速したため、利上げ圧力はやや後退したとみられる。

CPI と政策金利の推移（左図）と CPI の内訳（右図、前年同月比、％）



年後半から本格的な回復に

フィリピン経済は2014年後半頃から本格的な回復に向かうと考えられる。消費は低インフレが続く中、国外経済の緩やかな改善を受けて出稼ぎ労働者からの送金が増加すると見込まれるため高い伸びが期待できる。また投資では台風ヨランダからの復旧に係る政府主導の投資が2014年後半頃から顕在化すると期待される。国家経済開発庁は2013年12月18日、2017年までの4年間で3,608.9億ペソ（2013年の対GDP比3.1%）を支出する計画を発表している。もちろん、この金額すべてが投資に繋がるわけではないが、道路などのインフラ建設投資や住居再建に伴う住宅投資等が増加すると見込まれる。また、アキノ政権下での徴税強化が奏功したこともあり、財政赤字が抑制²されていることもこの復興プロジェクトの実効性を担保している。民間投資のうち設備投資については電器業界やBPO業界などが牽引役となって比較的高水準を維持できる見込みである。この理由として米欧など先進国経済の回復を受けて輸出が加速すると見込まれることが挙げられる。一方で建設投資については中銀が不動産バブルへの警戒を緩めていないことも相俟って、しばらく投資マインドは冷え込むと想定される。

台風ヨランダからの復興計画（単位：億ペソ）

	復旧	再建	合計
インフラセクター	36.5	246.7	283.3
電力	17.4	82.0	99.4
道路、橋、水利、公共設備	0.6	51.1	51.7
運輸（港湾・飛行場等）	-	74.7	74.7
上水・下水整備	18.5	39.0	57.5
経済セクター	382.0	512.8	894.8
第一次産業	154.0	32.8	186.8
第二、第三次産業	228.0	480.0	708.0
社会セクター	-	2,203.9	2,203.9
教育	-	303.5	303.5
保健・衛生	-	68.9	68.9
住居	-	1,831.5	1,831.5
クロスセクション	187.0	40.0	227.0
地方政府	3.0	40.0	43.0
社会保障	184.0	-	184.0
合計	605.6	3,003.4	3,608.9

（出所）国家経済開発庁 “Reconstruction Assistance on Yolanda” より大和総研作成

² フィリピンの財政赤字の対GDP比はアキノ大統領就任前の2009年は3.72%であったが、アキノ大統領就任後は2010年：3.49%⇒2011年：2.04%⇒2012年：2.30%⇒2013年：1.42%と改善している。

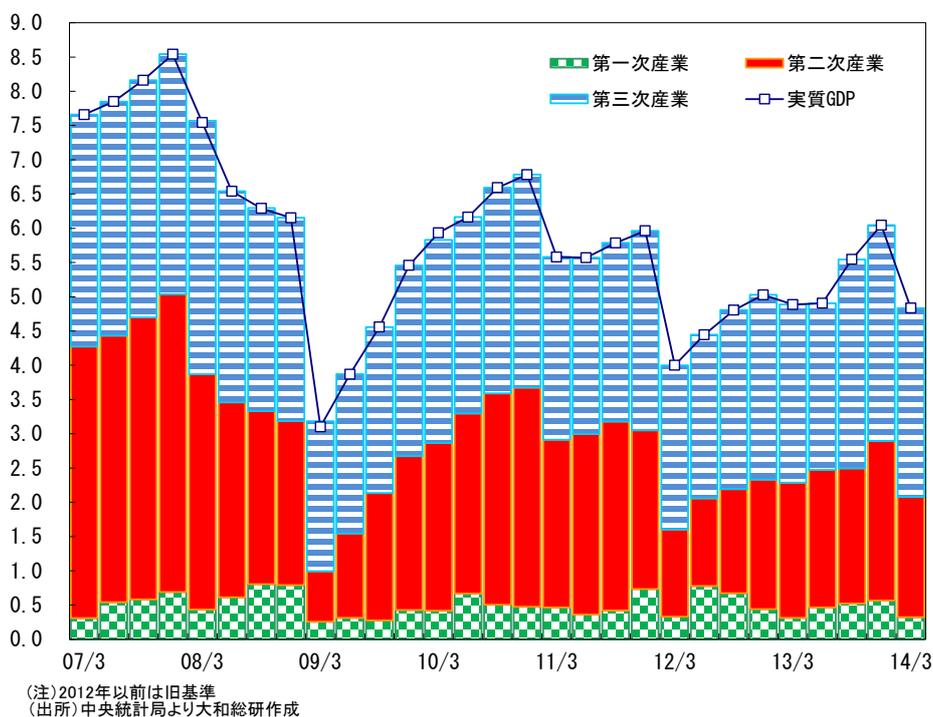
ベトナム

2014年1-3月期のGDPは底堅い結果

統計総局によれば、2014年1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.0%となった。この水準は、2013年通年の前年比+5.4%を下回っており、一見するとベトナム経済が減速しているように見える。しかし、ベトナムの成長率は年末にかけて上昇する傾向にあるため比較対象としては2013年1-3月期が適切であろう。同期の成長率は同+4.9%であることから、ベトナム経済の現状は若干加速しているのが実態であろう。

供給別のGDP成長率も同様に比較すると、第一次産業（2013年1Q：+2.2%⇒2014年1Q：+2.4%）第三次産業（同：+5.6%⇒同：+5.9%）は若干伸びを高めているが、一方で第二次産業（同：+4.9%⇒同：+4.7%）は減速する結果となった。第二次産業でも業種によって方向性が異なっている。後述する通りスマートフォンの輸出が好調である製造業（同：+5.4%⇒同：+7.3%）は大きく加速している半面、建設業（同：+4.9%⇒同：+3.4%）は不動産市場の不調の影響を受けて鈍化している。

産業別実質GDP成長率の推移（前年累計比、単位：%）



企業の資金調達難が成長の重石に

このように、ベトナム経済は底堅く推移しているものとみられるが、企業の資金調達難が今後の成長の重石となっている。実際、2013年末から2014年4月22日までの与信の伸び率は

+0.62%に留まっており、このペースでは目標の年間12-14%を大きく下回ることになる。

このような状況に対して当局は単に手をこまねているわけではない。インフレ率の低下によって金融緩和余地が拡大したことも追い風となり、ベトナム中銀は3月18日から政策金利であるリファイナンスレートを7.0%から6.5%に引き下げた。加えて中銀は2014年4月24日に開催した銀行セクターのパフォーマンスに関する記者会見の中で、2013年末と比較してドン建ての貸出金利は0.5-1.5%下落し、また優先分野である①農業・農村、②裾野産業、③ハイテク産業、④中小企業、⑤輸出産業への貸出金利の上限も1%下落したと述べている。しかし、企業からは依然として貸出金利が高すぎるといった不満の声が多く、グエン・タン・ズン首相は4月初旬に中銀に利下げを実施するよう指示している。ベトナムの中銀は政府機関の1つといった位置付けであり、独立性は極めて低いことから、今後中銀が政策金利を再度引き下げる可能性は相当高いとみられる。

さらに当局は不良債権問題に対しても数々の対策を打ち出している。2013年7月、国の100%出資で中銀傘下に不良債権買い取りを専門に行う国家資産管理会社(VAMC)が設立された。VAMCは既に42.8兆ドン近くの不良債権を買い取ったものの、2014年1-3月期の買い取り金額は目標の10兆ドンを大きく下回る3.9兆ドンに留まった。ただし、VAMCは2014年通年の買い取り額を70兆ドンとした目標を変えておらず、今後買い取りペースを加速させる政策対応が期待される。また、ベトナム政府は銀行の債権分類基準を厳格化する内容を含む中銀通達第2号の実施時期をこれまでの2014年6月1日から2015年の初めに延期することとした。さらに、3月18日には中銀通達9号が公布(施行は20日)された。通達9号の内容は通達2号を修正するものであり、銀行は2015年4月1日までの期間限定で、回収を繰り返した債権を一回限りで債権分類を変更しなくても済むようになった。政府がこれらの政策に踏み切った背景としては、景気の足腰が固まっていない中で通達第2号が厳格に実施されれば、不良債権の急増を受けた銀行が貸し出し抑制をするのではないかと懸念があったと考えられる。

不動産市場の回復が貸出拡大に寄与か

ただし、これらの政策の効果はあまり大きなものではないだろう。中銀によれば、銀行を中心とした与信機関の自己資本比率は2014年3月末時点で13.24%であり、規制ラインの9%を大きく上回っている。このように貸し手には貸し出し余力がある中で与信が低調な原因は、第一にベトナム経済が本格的に回復していないために企業の資金需要が低迷していることだと考えられる。加えて、2012年頃から始まった不動産価格の減速によって、担保となる不動産の価値が大きく毀損したことも銀行貸出に影響したとみられる。

後者に対して、ベトナム政府は2013年6月から総額30兆ドンの住宅補助政策を実施している。この補助政策の概要は、低所得者向け住宅(70平方メートル未満かつ1平方メートルあたり1,500万ドン以下)を購入する場合に、返済期限10年かつ6%の優遇金利で住宅ローンを支給する政策である。しかし中銀によれば、この政策の下で実行された住宅ローンは2014年2月末時点でようやく総額の4%を超えた程度にすぎない。そのため、中銀は2014年1月2日から優遇金利を6%から5%に引き下げたほか、建設省は返済期限を10年から15年まで延期するなど

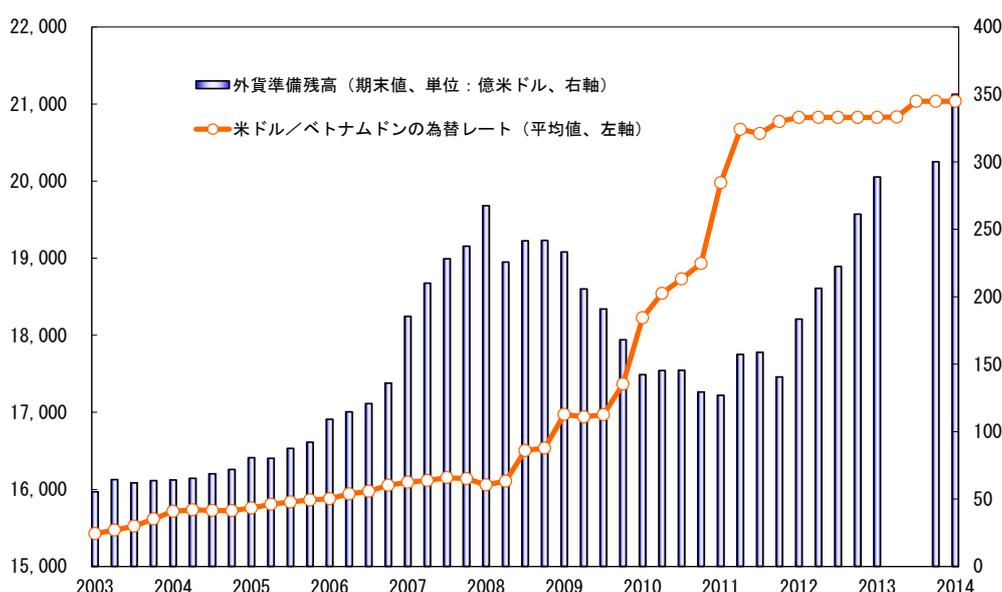
融資条件を緩和するよう政府に提案している。その上、最近は、不動産市場に対して 50 兆または 70 兆ドン規模のテコ入れ策が実施される予定があるといった報道が相次いでいる。これらの一連の政策が奏功し不動産市場の底入れが進めば、担保価値の高まりを受けて金融機関は貸出を大きく拡大させると期待される。

外貨準備残高が急増

グエン・バン・ビン中銀総裁の発言によれば、中銀は 2014 年 1-3 月期に 77 億米ドル規模の外貨買いを行った。この為替介入の結果、2013 年末時点で 300 億米ドル以上であったベトナムの外貨準備残高は、2014 年 4 月末頃には過去最高である 350 億米ドル以上に達したという。

為替介入を実施するほど国内に資金が流入している理由の一つはこれまで恒常的に赤字であった貿易収支が黒字基調になりつつあることが挙げられる。直近の統計をみると、4 月の輸出は前年同月比+21.6%と 3 月の同+11.3%から大きく加速した。また、輸入も 3 月の同+7.8%から伸びを拡大させ同+14.9%に達した。この結果、貿易収支は 4.0 億米ドルの赤字となり、赤字幅を 3 月の 1.96 億米ドルから拡大させたが、1-4 月累計では 2.98 億米ドルの黒字である。最大の輸出品目である携帯電話およびその部品が前年同月比+42.1%と 3 月の同+15.3%から伸びを大きく拡大させている。この大半はサムスン電子製のスマートフォンであるとみられる。同社は 3 月 10 日からタイグエン省で第 2 工場を稼働させている。この工場は 2015 年にはフル稼働となり、既にバクニン省で操業している第 1 工場と同水準となる年 1.2 億台のスマートフォンを生産する予定である。そのため、今後もスマートフォンがベトナムの輸出の主力となり続ける可能性が高いが、仮にサムスン電子製のスマートフォンの競争力が低下する事態となれば、このシナリオは一気に崩れることには留意する必要がある。

外貨準備残高と為替レートの推移



(注) 外貨準備残高の 2013 年 2Q~3Q は空白、4Q は報道ベースの数値、2014 年 1Q は 4 月末頃の報道ベースの数値で代用

(出所) IMF、CEIC、報道等より大和総研作成

反中デモがベトナム経済の下押し圧力に

5月初め、中越両国が領有権を主張する南シナ海の西沙諸島で、中国の国有企業である中国海洋石油総会社が石油掘削作業を開始した。これをきっかけに両国間の緊張が高まっている。同月半ばにはベトナム各地で反中デモが発生し、一部は暴徒化して工業団地の中国、台湾企業などを襲撃した。報道によれば、21人が死亡（うち16人が中国人、5人がベトナム人）したほか、100人近くの負傷者が出たという。

西沙諸島を含めた南シナ海は、石油やガスなどの資源が豊富に埋蔵されているほか、インドや中東、アフリカ等に通じるシーレーンとしても重要な地域である。そのため、中越両国とも簡単に譲歩することはできない。そのため今後、経済的・軍事的に優位に立っている中国は西沙諸島で石油掘削作業を継続することで実効支配を強める公算が大きい。また一方のベトナムは外交手段で日本や米国、ASEAN 諸国などから国際的な支持・協力を取り付けようとしているほか、国際司法裁判所への提訴を検討している。このように両国は対決姿勢を強めており、関係改善は短期的には望めそうにない。

今回の反中デモによってベトナム経済の下押し圧力は高まったと思われる。1つ目の経路は外資系企業の投資マインドの悪化である。上記の暴動では中国企業のみならず、中国企業と誤認されやすい台湾企業のほか、韓国企業や日本企業までも被害を受けた。このため、これらの国の企業の中にはベトナムへの直接投資を控える企業も出てくるとみられる。2つ目の経路は中国政府によるベトナム経済への締め付けである。中国外務省は同月17日に国民にベトナムへの渡航を自粛するよう呼びかけており、さらに今後はベトナムからの輸入の審査を厳格化・長期化させるなど事実上の輸入制限措置を実施する可能性も高く、これらはベトナムの輸出の下振れリスクとなろう。

以上

予測数値一覧表

インドネシア

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
実質GDP成長率 (%)	6.2	6.5	6.3	5.8	5.6	5.9
民間消費	4.7	4.7	5.3	5.3	5.5	5.6
政府消費	0.3	3.2	1.3	4.9	2.5	5.0
総固定資本形成	8.5	8.3	9.7	4.7	5.0	5.3
財・サービス輸出	15.3	13.6	2.0	5.3	6.3	7.2
財・サービス輸入	17.3	13.3	6.7	1.2	5.0	5.2
CPI前年比 (%)	7.0	3.8	4.3	6.4	6.0	6.5
財政収支GDP比 (%)	-0.7	-1.1	-1.9	-2.1	-2.3	-2.3
経常収支GDP比 (%)	0.7	0.2	-2.8	-3.3	-2.9	-3.1
経常収支 (10億米ドル)	5.1	1.7	-24.4	-28.5	-27.9	-28.2
貿易収支 (10億米ドル)	30.6	34.8	8.6	6.2	9.1	11.3
サービス収支 (10億米ドル)	-9.3	-10.6	-10.3	-11.4	-12.0	-12.5
所得収支 (10億米ドル)	-20.8	-26.7	-26.8	-27.2	-29.0	-31.0
経常移転収支 (10億米ドル)	4.6	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0
政策金利 (年末値、%)	6.50	6.00	5.75	7.50	7.00	6.25
対ドル為替レート (年末値)	8,991	9,068	9,670	12,171	11,000	10,800

タイ

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
実質GDP成長率 (%)	7.8	0.1	6.5	2.9	0.9	5.3
民間消費	4.8	1.3	6.7	0.2	-1.0	5.0
政府消費	6.4	1.1	7.5	4.9	3.0	4.0
総固定資本形成	9.4	3.3	13.2	-1.9	-8.9	16.0
財・サービス輸出	14.7	9.5	3.1	4.2	2.6	12.6
財・サービス輸入	21.5	13.7	6.2	2.3	-0.9	17.8
CPI前年比 (%)	3.3	3.8	3.0	2.2	2.8	3.8
財政収支GDP比 (%)	-1.5	-1.6	-4.4	-2.4	-2.0	-3.0
経常収支GDP比 (%)	3.1	1.2	-0.4	-0.7	3.5	-1.2
経常収支 (10億米ドル)	10.0	8.9	-1.5	-2.8	14.0	-5.0
貿易収支 (10億米ドル)	29.8	17.0	6.0	6.4	30.0	13.0
サービス収支 (10億米ドル)	-10.7	-10.6	-3.4	3.7	-8.0	-3.0
所得収支 (10億米ドル)	-15.1	-8.4	-16.3	-23.3	-18.0	-25.0
経常移転収支 (10億米ドル)	6.0	10.8	12.2	10.5	10.0	10.0
政策金利 (年末値、%)	2.00	3.25	2.75	2.25	1.75	2.50
対ドル為替レート (年末値)	30.0	31.6	30.6	32.7	33.5	31.5

(注) 水色部分は予測値

(出所) CEIC、Bloomberg、Haver Analyticsより大和総研作成

マレーシア

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
実質GDP成長率 (%)	7.4	5.2	5.6	4.7	5.4	4.7
民間消費	6.9	6.9	8.2	7.2	8.0	6.0
政府消費	3.4	16.2	5.0	6.3	3.5	3.0
総固定資本形成	11.9	6.3	19.2	8.5	6.0	6.5
財・サービス輸出	11.1	4.5	-1.8	0.6	4.5	2.5
財・サービス輸入	15.6	6.2	2.5	2.0	6.0	3.5
CPI前年比 (%)	1.7	3.2	1.7	2.1	3.2	4.7
財政収支GDP比 (%)	-5.4	-4.8	-4.5	-3.9	-3.4	-3.1
経常収支GDP比 (%)	10.9	11.6	5.8	4.0	5.7	6.0
経常収支 (10億米ドル)	27.1	33.5	17.6	12.7	19.3	22.4
貿易収支 (10億米ドル)	42.5	49.6	40.6	34.4	42.0	45.0
サービス収支 (10億米ドル)	-0.4	-2.1	-5.3	-5.3	-6.0	-5.5
所得収支 (10億米ドル)	-8.2	-7.1	-11.7	-10.8	-12.1	-12.7
経常移転収支 (10億米ドル)	-6.8	-6.9	-6.0	-5.6	-4.6	-4.4
政策金利 (年末値、%)	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25
対ドル為替レート (年末値)	3.06	3.17	3.06	3.28	3.10	3.05

フィリピン

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
実質GDP成長率 (%)	7.6	3.7	6.8	7.2	6.6	7.1
民間消費	3.4	5.6	6.6	5.7	6.2	6.0
政府消費	4.0	2.1	15.5	7.7	13.0	8.0
総固定資本形成	19.1	-1.9	10.8	11.9	13.0	10.0
財・サービス輸出	21.0	-2.5	8.5	-1.1	7.5	5.5
財・サービス輸入	22.5	-0.6	4.9	5.4	8.0	6.0
CPI前年比 (%)	3.9	4.6	3.2	3.0	3.5	3.2
財政収支GDP比 (%)	-3.5	-2.0	-2.3	-1.4	-3.2	-2.3
経常収支GDP比 (%)	3.6	2.5	2.8	3.5	3.2	2.9
経常収支 (10億米ドル)	7.2	5.6	6.9	9.4	9.6	9.5
貿易収支 (10億米ドル)	-16.9	-20.4	-18.9	-18.5	-19.1	-20.0
サービス収支 (10億米ドル)	5.8	6.6	6.2	6.8	7.0	7.2
所得収支 (10億米ドル)	0.7	0.9	0.2	-0.3	-0.8	-1.2
経常移転収支 (10億米ドル)	17.6	18.6	19.5	21.4	22.4	23.6
政策金利 (年末値、%)	6.00	6.50	5.50	5.50	5.75	6.00
対ドル為替レート (年末値)	43.6	43.8	41.1	44.3	43.0	41.5

(注)水色部分は予測値

(出所) CEIC、Bloomberg、Haver Analyticsより大和総研作成

ベトナム

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
実質GDP成長率 (%)	6.4	6.2	5.2	5.4	5.4	5.6
民間消費 (伸び率)	8.2	4.1	4.9	5.2	5.0	5.5
政府消費 (伸び率)	12.3	7.1	7.2	7.3	8.0	8.5
固定資本形成 (伸び率)	10.9	-7.8	1.9	5.3	4.2	4.5
純輸出 (寄与度)	-0.5	4.5	4.6	0.1	0.1	0.0
GPI前年比 (%)	9.2	18.6	9.2	6.6	5.4	5.8
財政収支GDP比 (%)	-5.2	-4.0	-4.3	-4.8	-5.5	-5.6
経常収支GDP比 (%)	-3.8	0.2	5.8	4.7	5.0	4.8
経常収支 (10億米ドル)	-4.3	0.2	9.1	8.0	8.7	8.7
貿易収支 (10億米ドル)	-5.1	-0.5	9.9	9.7	10.9	11.6
サービス収支 (10億米ドル)	-2.5	-3.0	-2.9	-3.0	-3.1	-3.2
所得収支 (10億米ドル)	-4.6	-5.0	-6.1	-7.0	-7.5	-8.0
経常移転収支 (10億米ドル)	7.9	8.7	8.2	8.3	8.4	8.3
政策金利 (年末値、%)	8.00	15.00	9.00	7.00	6.00	6.50
対ドル為替レート (年末値)	18,479	21,035	20,825	21,105	21,150	21,000

(注)水色部分は予測値

(出所)CEIC、Bloomberg、Haver Analyticsより大和総研作成