

2015年12月15日 全33頁

ASEAN5 カ国の経済見通し（2015年12月）

中国経済の減速、国際商品価格の下落、米国の利上げ開始を踏まえて

経済調査部

エコノミスト 新田 堯之

エコノミスト 増川 智咲

[要約]

- 本レポートでは、①中国経済の減速、②国際商品価格の下落、③米国の利上げ開始、といった3つの注目度の高いテーマを踏まえ、ASEAN5 カ国の経済見通しを作成した。
- 中国経済の減速を受けやすい国はタイ・マレーシア・ベトナムである。これらの国は輸出依存度が比較的高いことも手伝って、対中輸出金額の対名目 GDP 比は10%弱に達している。ただし、ベトナムに関しては中国経済が鈍化する状況下でも対中輸出は堅調に推移している。背景として、ここ数年間でサムスン電子などの外資系企業がベトナムで電子機器などの一大生産拠点を築いた結果、中国の輸入に占めるベトナム製品のシェアが高まった点が指摘し得る。
- 国際商品価格の下落は主要輸出品目の多くが一次産品であるインドネシアとマレーシアの貿易黒字を大きく縮小させた。これを受け、経常黒字が縮小（あるいは経常赤字が拡大）した両国の通貨は強い下落圧力に晒された。この際、マレーシア中銀は大規模な為替介入を実施した結果、外貨準備高を大きく減少させた。
- ASEAN5 カ国の中でも危機耐性が特に弱い国は、経常赤字を抱えるインドネシアに加え、外貨準備高に比して多くの対外短期債務を抱えるマレーシアである。ただし、米国の利上げ等をきっかけにリスクオフの流れが生じた場合でも、両国でアジア通貨危機時のような大規模な資本流出が発生する可能性は低い。理由として、各国間で外貨準備を融通する仕組みが整備されたことや、為替制度が当時と比較して柔軟なことが挙げられる。
- 総じて、2016年のASEAN5 カ国の経済は若干改善する見通しである。まず、多くの国で歳出拡大策が打ち出されている。加えて、主要輸出相手国である日本と米国の経済は回復し、中国も経済の減速ペースが短期的には歯止めが掛かると見込まれるため、輸出も緩やかに加速する見通しである。また、今後米国が緩やかに利上げを進めても、各国が通貨危機に陥る可能性は低い。ただし、資本流出リスクに晒されやすい状況に変わりはなく、特に危機耐性が弱いインドネシアとマレーシアの中銀は、金融緩和を行ったとしても必要最小限の内容に留める公算が大きい。

総論

新田 堯之

力強さに欠ける ASEAN5 カ国¹の経済

総じて、足元の ASEAN5 カ国の経済は力強さを欠ける展開である。ただし、各国ごとの様相はかなり異なる。経済の弱含みが比較的目立つのはインドネシアとマレーシアである。インドネシアの経済は3 四半期連続で前年比 5%成長を割り込んでいる。マレーシア経済は 2015 年 4 月から GST（消費税）が導入された影響などを受けて減速感が強い。タイ経済については、最悪期は脱したものの、未だ本調子を取り戻せていない。他方、外資系企業の進出が盛んなベトナムは 2010 年以來の高成長を謳歌している。最後に、フィリピンは同国経済の命綱とも言える出稼ぎ労働者からの国内送金が堅調であることを背景に、個人消費を牽引役として経済は加速している。

中国経済の減速で輸出が弱まりやすい国はタイとマレーシア

以下では、①中国経済の減速、②国際商品価格の下落、③米国の利上げ開始、といった 3 つの注目度の高いテーマが ASEAN5 カ国の経済に与える影響を簡潔に分析するが、結論を先取りすれば、以下の表の通りである。

図表 1：各テーマが ASEAN5 カ国の経済に与える影響

	①中国経済の減速	②国際商品価格の下落	③米国の利上げ等における 資本流出リスク	総合順位 (上位の方が良い)
インドネシア	△	×	×	4位
タイ	×	○	○	3位
マレーシア	×	××	×	5位
フィリピン	△	○	◎	1位
ベトナム	△	○	○	2位

(出所)大和総研作成

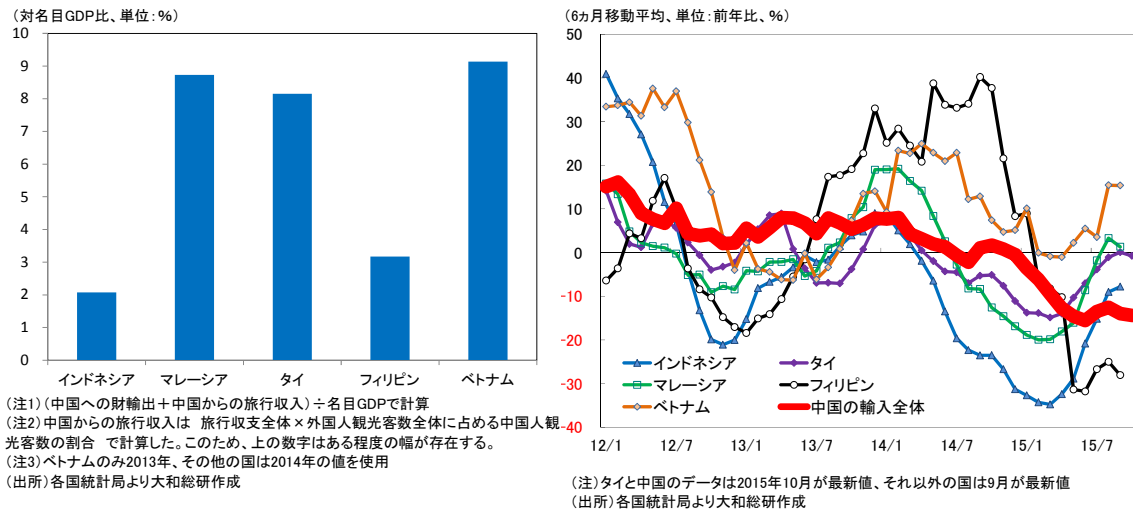
まず、中国経済の減速を受けやすい国はタイ・マレーシア・ベトナムである。これらの国は輸出依存度が比較的高いことも手伝って、対中輸出金額の対名目 GDP 比は 10%弱に達している。

ただし、ベトナムに関しては中国経済が鈍化する状況下でも対中輸出は堅調に推移しているため、例外である。背景として、ここ数年間でサムスン電子などの外資系企業がベトナムで電子機器などの一大生産拠点を築いた結果、中国の輸入に占めるベトナム製品のシェアが高まった点が指摘し得る。

他方、個人消費が経済成長の主役であるインドネシアとフィリピンは輸出への依存度は低い。このため、中国を含めた海外経済が鈍化した場合でも、輸出悪化を通じた自国経済へのダメージは比較的小さい。

¹ 本レポートでは、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナムの 5 カ国を指す。

図表 2：対中輸出への依存度（左図）、各国の対中輸出の推移（右図）



国際商品価格の下落は特にマレーシア経済に悪影響を及ぼす

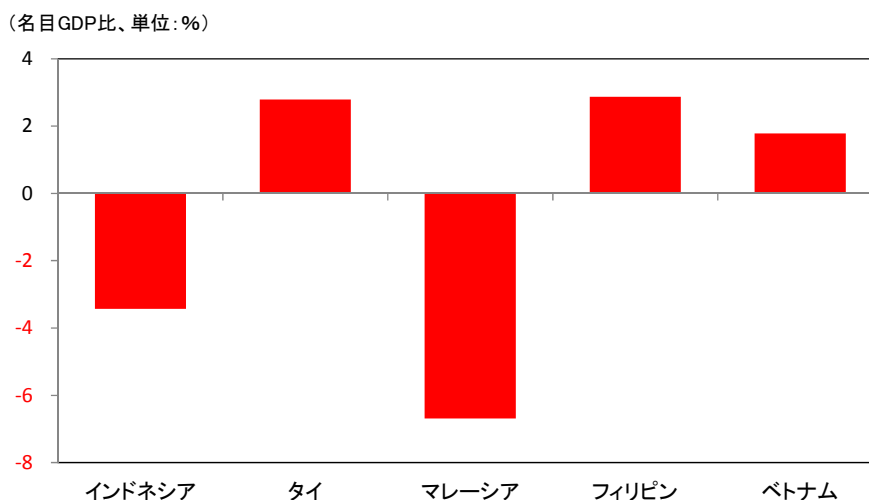
中国経済の影響などを原因として、国際商品価格は趨勢的に下落している。中でも、石炭や天然ゴム等の価格は2011年をピークに下落トレンドに入った。さらに、2014年の半ばには原油価格が急落し、天然ガス価格も数ヶ月のラグを伴ってその後を追った。

この影響で各国のインフレ率は大きく低下した。このインフレ率の低下は各国経済の安定化に寄与したのみならず、金融緩和の余地を拡大させた。事実、タイ中銀は2015年に二度の利下げを実施した。さらに、インドネシアとマレーシアではガソリンや軽油の価格を低水準で維持するための燃料補助金を削減した結果、財政に押し掛かっていた一つの重石が取り除かれた。

国際商品価格の下落がASEAN5カ国の貿易収支に与える影響を試算すると、結果は国ごとに大きく異なる。まず、機械や電子機器などの輸出が中心であり、かつ資源を輸入に頼るタイ・フィリピン・ベトナムでは貿易黒字が生じる。反対に、主要輸出品目の多くが一次産品であるインドネシアとマレーシアでは大幅な貿易赤字が発生する（特にマレーシア）との結果が得られた。これら2カ国では国際商品価格の下落とほぼ平行して経常黒字の縮小（あるいは経常赤字の拡大）が観察された。

マレーシアでは原油関連の歳入減少を通じて財政の悪化が懸念される。原油が急落する以前では、マレーシアの歳出の約3割が国営石油企業であるペトロナスからの受取配当を初めとする石油関連の収入であった。こうした背景から、上述の燃料補助金が削減された点を勘案しても、原油価格の下落は総じてマレーシアの財政を悪化させる効果を持つ。このため、仮に2015年4月に消費税が導入されていなければ、急速な財政赤字の拡大は避けられなかった公算が大きい。換言すると、マレーシアの財政は国民から政府への所得移転によって今のところ悪化を免れている状況である。

図表 3 : 国際商品価格の下落による各国の貿易収支の変化 (右図)



(注1)コモディティ価格がピークであった2011年の輸出入金額が価格だけ変化(2011年平均⇒2015年10月)した場合に生じる金額の変化を試算し、この値が2011年の名目GDPに占める割合を求めた

(注2)輸出入金額はUN Comtradeから取得、輸出入価格はIMFから取得した国際商品価格のデータを使用

(出所)UN Comtrade、IMF、世界銀行より大和総研作成

為替介入の結果、マレーシアの外貨準備高は急減

経常黒字が縮小（あるいは経常赤字が拡大）したインドネシアとマレーシアでは、自国通貨が強い下落圧力に晒される時期を経験した。この際、中銀は為替介入を実施したが、その内容は両国間でかなり異なっていた。

ルピアの下落圧力が高まったきっかけは、2013年5月に量的緩和の縮小を示唆したバーナンキ前FRB議長の発言である。その後、リスクオフの動きが活発化し、経常赤字国通貨であるルピアは急落した。この状況に直面したインドネシア中銀は、同年半ばにかけて大規模なルピア買い介入を実施した。しかし、ルピア安を止めることはできなかった。その後、インドネシア中銀はある程度のルピア安を許容する一方、外貨準備高の維持を重視するようになったと思われる。実際、上記の大規模介入から2015年の春先にかけて、インドネシア中銀はルピア売り介入を通じて外貨準備を増加させた上に、その後実施したルピア買い介入の規模もある程度抑制した。このため、同国の外貨準備は比較的潤沢である。

一方、リングイの下落は、原油が急落した2014年半ばから始まった。その後も、原油の純輸出国であるマレーシアの経常黒字が縮小するとの観測などを受け、リングイへの強い売り圧力は続いていた。マレーシア中銀はリングイ安の勢いを削ぐべく大規模な為替介入を実施し続けてきた。この結果、2014年8月末時点で1,275.6億ドルに達していた同国の外貨準備高は2015年10月末には901.2億米ドルまで減少した。

インドネシアとマレーシアの危機耐性は弱め

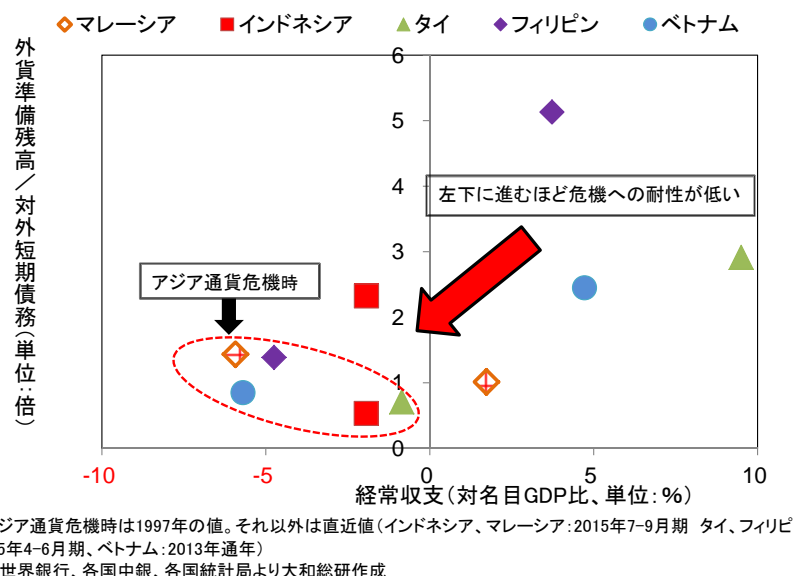
アジア通貨危機が発生した1997年当時と比較すると、現在のASEAN5カ国の危機耐性はかなり強化された。これは、各国が危機の教訓を学んで経常収支の黒字化や、外貨準備の蓄積に取り組んだ結果である。中でも、フィリピンの大幅な経常黒字は貿易収支よりも安定度が格段に

高い海外からの送金に支えられていることもあり、かなり強い危機耐性を持っていると評価できる。他方、これまでの議論を踏まえれば、経常黒字の縮小（あるいは経常赤字の拡大）や外貨準備高の減少を原因に、インドネシアとマレーシアの足元における危機耐性はやや弱い。

まず、危機耐性を測るフローベースの指標である経常収支に関して、インドネシアは一時名目 GDP 比で 4% を超える大幅な赤字を計上していたが、足元では同 2% 弱まで縮小した。他方、マレーシアは同 1.7% ほどの黒字は維持しているものの、過去の水準よりは相当低い。

次に、ストックベースの指標として、両国の外貨準備高／対外短期債務（1 年以内に返済期限を迎える債務）を見ると、インドネシアは IMF が定めた目安である 1 倍を大幅に上回る 2.3 倍の外貨準備高を保有している。他方、マレーシアの同比率は上記の目安を辛うじて上回る 1.02 倍にすぎず、この水準はアジア通貨危機が発生した当時の数値を下回る。したがって、米国の利上げ等の影響で国際金融市場がリスクオフの流れに転じた場合、ASEAN5 カ国の中で資本流出圧力に晒されやすいのは、インドネシアとマレーシアである。

図表 4：各国の危機耐性



危機に陥る可能性は低い

ただし、リスクオフの流れが生じた場合でも、アジア通貨危機時のような大規模な資本流出が両国で発生する可能性は低い。

理由の一つは、外貨準備を融通する仕組みが整備されていることである。例としては、二カ国間の取極や地域を包括する CMI (チェンマイ・イニシアティブ) などが挙げられる。このため、両国は自国の外貨準備高が危険水域まで減少した場合、このセーフティーネットを活用して外貨準備をある程度補充することができる。

両国が事実上の管理変動相場制を取っていることも重要である。アジア通貨危機当時、両国が事実上採用していたドルペッグ制は、自国通貨の価値を米ドルに連動させる制度である。この制度の下では、経常赤字等の対外不均衡を対米ドルレートの下落を通じて是正できない。こ




のため、危機耐性が弱く、ドルペッグ制を取る国の通貨は割高だと市場に受け止められ、リスクオフ時には大規模な空売りのターゲットにされやすい。一方で、現在、両国が事実上採用している管理変動相場制では、自国通貨の対米ドルレートを下落させることで、対外不均衡を調整することが可能である。総じて、ルピアとリングが大規模な空売りを受ける可能性は低い。

2016年のASEAN5カ国の経済は若干改善する見込み

2016年のASEAN5カ国の経済は若干改善する見通しである。

原動力の一つは政府支出の拡大である。例えば、フィリピンでは2016年の予算で公共事業道路省に充てる金額を前年比で3割近く増加させたことに加え、同年5月の大統領選挙に向けた政府支出も拡大する見通しである。さらに注目されるのは、2015年9月以降、インドネシア、タイ、マレーシアで経済対策が打ち出されたことである。中でも、タイ政府が発表した経済対策は企業の資金調達環境の改善やインフラ投資の加速など、他国と比較して即効性が期待できるメニューが多かった。加えて、同国では政治混乱で滞っていた鉄道の複線化などの大型のインフラプロジェクトが始動しようとしており、これが経済成長を押し上げるとの期待は高い。他方、マレーシア政府が発表した経済対策の内容は乏しかった。同国政府は原油関連の歳入悪化に悩まされている上に、政府債務が法律で定められた上限の近くに接近²している状況を踏まえるため、大掛かりな財政出動は今後も望み薄であろう。

図表5：各国政府が打ち出した主な経済対策の概要

インドネシア 	経済対策の数	7回
	主な内容	<ul style="list-style-type: none"> ・零細企業向け補助金付きローン(KUR)の対象を拡大する ・物価コントロールの強化や為替レートの安定性を維持する ・経済特別区(SEZ)に一定規模以上投資した企業に対し、企業所得税を一定期間優遇する
	効果	短期：△ 中長期：○
タイ 	経済対策の数	3回
	主な内容	<ul style="list-style-type: none"> ・様々な省庁の管轄下にある100万バツ以下のプロジェクトを推進する ・政府貯蓄銀行(GSB)が金融機関に0.1%以下の金利で融資する。融資を受けた金融機関は4%以下の金利で中小企業に融資する(総額1,000億バツ) ・法人税を23%から20%へ引き下げる暫定措置を恒久化する
	効果	短期：○(経済の下支え程度) 中長期：○
マレーシア 	経済対策の数	1回
	主な内容	<ul style="list-style-type: none"> ・政府系投資会社を通じて株式を買い支える ・海外で事業を行っている国営企業に対し、マレーシア国内への投資を促す ・90品目に対する輸入関税を免除
	効果	短期：× 中長期：×

(出所)各種資料より大和総研作成

² 法律で定められた上限：名目GDP比55%、2014年実績値：同52.7%

輸出は総じて緩やかに加速すると予想する。各国の主要輸出相手国である日本と米国の経済は回復する見通しである上に、中国も経済の減速ペースが短期的には歯止めが掛かると見込まれるためである。さらに、これまで進行した通貨安も輸出の追い風となろう。

既述のように、米国が緩やかに利上げを進めても、各国が通貨危機に陥る可能性は低い。ただし、資本流出リスクに晒されやすい状況に変わりはなく、特に危機耐性が弱いインドネシアとマレーシアの中銀は、金融緩和を行ったとしても必要最小限の内容に留める公算が大きい。インフレ率に関しては、資源価格が弱含んでいるため、金融政策を引き締めに向かわせるほど上昇する事態はあまり想定されない。

総じて、ASEAN5 カ国の経済は総合的に緩やかな加速を遂げると期待される。しかし、その原動力の中心が公的セクターや外需である点を勘案すると、自律的な回復度合いは弱いと言わざるを得ない。

インドネシア

新田 堯之

3 四半期連続で 5%成長に届かず

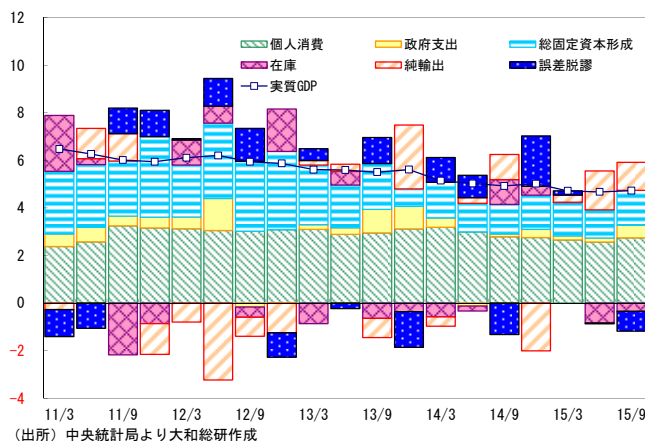
インドネシアの 2015 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+4.7%となり、1-3 月期、4-6 月期と同水準であった。2010 年代の多くの時期に 5%~6%台の経済成長を達成していた経緯を踏まえると、現在のインドネシア経済はかなり弱含んだ状況である。

7-9 月期の実質 GDP 成長率を需要項目別に見ると、成長のドライバーである民間消費は依然として力強く、前期の前年比+4.7%から拡大して同+5.0%に達した。食料品・飲料品、衣服といった生活必需品向け等は若干減速したものの、交通・通信向けなどが伸びを高めた結果、消費全体は高水準を維持した。

固定資本形成は前期の前年比+3.7%から同+4.6%へと加速した。投資内容別では、建設投資が前期の同+4.8%から同+6.3%に加速したほか、マイナスの伸びが続いていた機械・輸送向け投資がプラスに転換した。背景の一つは、インドネシア政府がインフラ投資を本格化させたことであろう。財政支出の一項目である資本支出の動きを見ると、2015 年 6 月時点では前年累計比+6.7%であったが、9 月には同+28.4%まで急激に伸びを高めている。

7-9 月期の財・サービス輸出（実質値、SNA ベース）の伸び率は前年比▲0.7%となり、中でも財輸出は同▲1.3%に沈んでいる。背景としては、①主要輸出相手国である日本や中国、ASEAN 諸国などの輸入が弱含んでいること、②国際商品価格の低迷を受け、採算が悪化したコモディティの生産者が産出量を減少させたこと、などが指摘できる。②に関しては、産業別 GDP の中でも石炭を初めとする鉱業の伸び率が直近の 3 四半期連続でマイナスであったことから裏付けられよう。なお、財・サービス輸入は前期よりマイナス幅を縮めたものの同▲6.1%と弱い数字であった。ルピア安傾向が続いているために、企業が資本財などの輸入に二の足を踏んでいるとみられる。

図表 1：需要項目別実質 GDP 成長率の推移（前年比、単位：%、%pt）

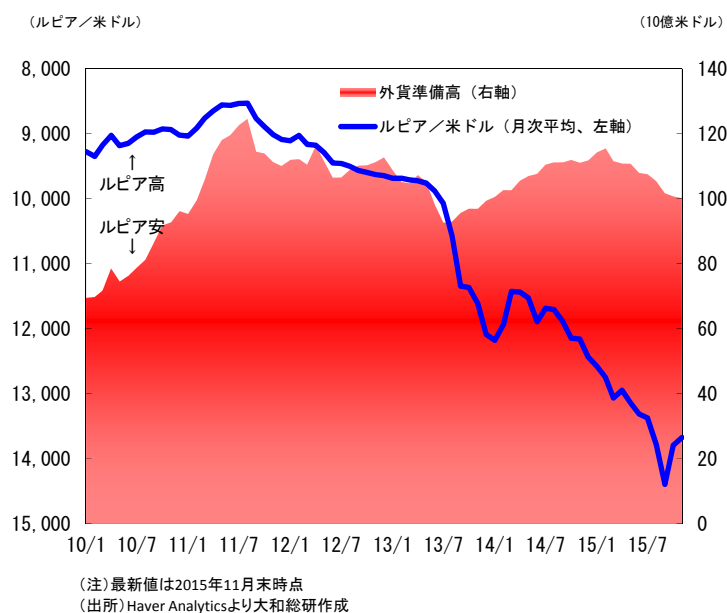


高金利政策に緩和の兆し

インドネシア中銀は政策金利を 7.5% という高水準で維持し続けている。しかし、引き締めスタンスは明確に転換された。それを象徴する出来事は、11 月 17 日に開催された金融政策会合の中で、預金準備率の引き下げ (8.0%⇒7.5%) が決定³されたことである。この会合の声明文の中で、中銀は「マクロ経済の安定性は改善し、これが金融緩和の余地を拡大させたと認識している。(中略) 国際金融市場で不確実性が残っている主な原因は世界の主要中央銀行が実施する金融政策である。このため、インドネシア中銀は慎重に金融緩和を実施する」という旨を述べている。この文言からは、中銀は利下げを含めた更なる金融緩和を実施するタイミングを探っているように見受けられる。

中銀の態度が変化した大きな背景は、急落を繰り返してきた通貨ルピアが若干ながらも安定化したことである。ここ数ヵ月間の動向を振り返ると、2015 年 8 月 11 日に人民元の切り下げが実施されたことをきっかけに、ルピアの下落スピードが一気に加速した。この結果、8 月 10 日時点で 1 米ドル=13,524 ルピアであった為替レートは、9 月末時点では同 14,603 ルピアまで下落した。しかし 10 月の初旬になるとルピアは急上昇し、9 日には同 13,457 ルピアに達した。その後、ルピアは下落基調が続いているが、そのペースは緩やかなものに留まっている。

図表 2：為替レートと外貨準備の推移



さらに、経常赤字の縮小とインフレ率の低下も、中銀のルピア急落に対する警戒感を弱めさせたと思われる。

インドネシアの経常赤字は、石炭やパーム油等といった一次産品の価格が下落した影響を受けて急速に拡大し、2013 年及び 2014 年の 4-6 月期には対名目 GDP 比で▲4%を上回った。2013 年 5 月に FRB のバーナンキ議長 (当時) が議会証言で QE3 を縮小する可能性に言及して以降、

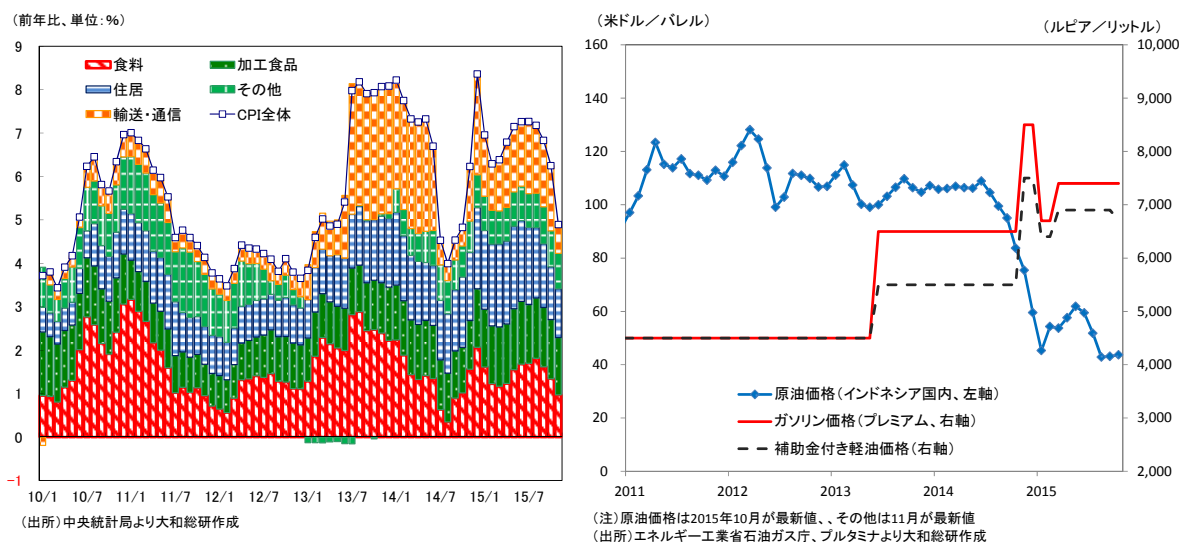
³ 預金準備率の引き下げが実施されたのは 2015 年 12 月 1 日からである。

ルピアを含めた一部の新興国通貨は度々急落に見舞われたが、左右した要因の1つは経常赤字の大きさであった。しかし、その後は内需の減速を背景に輸入が鈍化した結果、2015年以降の各四半期において、経常赤字は同▲2.0%を下回るまで縮小している。このため、金融市場がインドネシアの経常赤字に着目してルピアを売り浴びせるリスクは低下しつつあるといえよう。

さらに、インドネシア中銀はこれまでルピアの下落をある程度容認し、大規模なルピア買い・米ドル売り介入をあまり行わなかった結果、同国が保有する外貨準備高はある程度余裕がある。実際、2015年7-9月期の外貨準備高は対外短期債務の2.3倍に上っている。アジア通貨危機時にこの数字が0.5倍近くまで低下していた歴史を踏まえると、現在の対外ポジションは同国としてはかなり良好だと思われる。

インフレ率が落ち着きやすい環境が整いつつあることも、中銀の金融緩和を後押ししたと思われる。歴史的に、インドネシアのインフレ率はガソリン・軽油価格⁴の変動によって大きな影響を受けてきた。2014年11月に関しても、燃料補助金が削減された影響で、同年10月に前年比+4.8%だったインフレ率は12月には同+8.4%に急上昇した。一方で2015年の夏以降、インドネシア国内の原油価格が比較的良かった点に鑑みると、今後これらの燃料価格が引き上げられる可能性は低い。さらに、ルピア安傾向が続いているにもかかわらず、国際商品価格が下落した影響などから、輸入物価の伸び率が前年比ベースでマイナスとなっている。足元の2015年11月時点で、インフレ率は前年比+4.9%まで低下しているが、上記の議論を踏まえると、今後もしばらく低めのインフレ率が続くと思われる。したがって、インドネシア中銀は米国の金融政策の動向を注視しつつ、場合によっては利下げを実施すると見込まれる。

図表3：インフレ率と燃料価格の推移（左図：インフレ率、右図：燃料価格）



⁴ ここで述べるガソリンは庶民が日常的に使用するレギュラーガソリン（プレミアム）を指す。

矢継ぎ早に打ち出された経済対策

9月9日から12月4日にかけて、インドネシア政府は合計で7回の経済対策を発表した。個々の経済対策の概要は図表4の通りである。

これらの経済対策がインドネシア経済を短期的に浮揚させる効果は薄いと思われる。というのも、即効性が比較的高そうなメニューは、工業向け電力の深夜料金の引き下げなどに見られる小粒の内容ばかりである。他方、投資の許認可に要する時間の短縮や、経済特別特区（SEZ）で一定規模以上の投資を行う企業への減税措置といったビジネス環境の向上に繋がり得る政策が打ち出された点は、中長期的にインドネシア経済にプラスの効果をもたらすと期待される。

図表4：インドネシア政府が打ち出した経済対策の概要

発表日	主な内容
2015年9月9日	<ul style="list-style-type: none"> ◆規制緩和・官僚主義からの脱却・法執行能力の強化等を通じ、国内産業の競争力を向上させる ◆物価コントロールの強化や為替レートの安定性を維持する
2015年9月30日	<ul style="list-style-type: none"> ◆投資許認可に要する時間を従来8日以上から3時間へと短縮する ◆輸出代金をインドネシア国内の銀行で定期預金にする場合において、利子所得に掛かる税率を引き下げる ◆為替レートを安定させるため、従来の直物市場に加え先物市場でも為替介入を実施する
2015年10月7日	<ul style="list-style-type: none"> ◆軽油価格を1リットル当たり6,900ルピア(約62.2円)から6,700ルピア(約60.4円)へと引き下げる ◆深夜から早朝(23時～8時)にかけて、工業用の電力料金を30%引き下げる ◆零細企業向け補助金付きローン(KUR)の対象を拡大する
2015年10月15日	◆最低賃金の決定方法を「経済成長率+インフレ率」へと変更する
2015年10月22日	<ul style="list-style-type: none"> ◆企業が長期間保有している固定資産を評価替えして価値が増加した場合、期限付きで固定資産税を引き下げる ◆REITへの多重課税を廃止する ◆イスラム金融に関して規制緩和を行う
2015年11月5日	◆経済特別区(SEZ)に一定規模以上投資した企業に対し、企業所得税を一定期間優遇する
2015年12月4日	<ul style="list-style-type: none"> ◆労働集約的産業に従事する労働者の所得税を減税する ◆タックス・ホリデー(一時免税措置)やタックス・アローワンス(一時減税措置)を受け取れる条件を緩和する(これまでは特定の地域への投資が条件であったが、今後は全国に拡大)

(出所)各種報道より大和総研作成

政策効果などを受け、緩やかな改善に向かう見通し

インドネシア経済は今後緩やかに改善する見通しである。理由の1つは、中銀が金融緩和を実施すると期待されるためである。もちろん、米国が緩やかに利上げを進める中で、インドネシア中銀はルピアの急落リスクを高めかねない金融緩和を必要最小限に留めると考えられる。一方、インフレ率が足元で落ち着いている中、国際金融市場が今後も大きな混乱に見舞われなければ、中銀はこれまで続けてきた高金利政策から徐々に脱却すると思われる。したがって、政策金利は2016年末にかけて7%前後まで引き下げられると予想する。

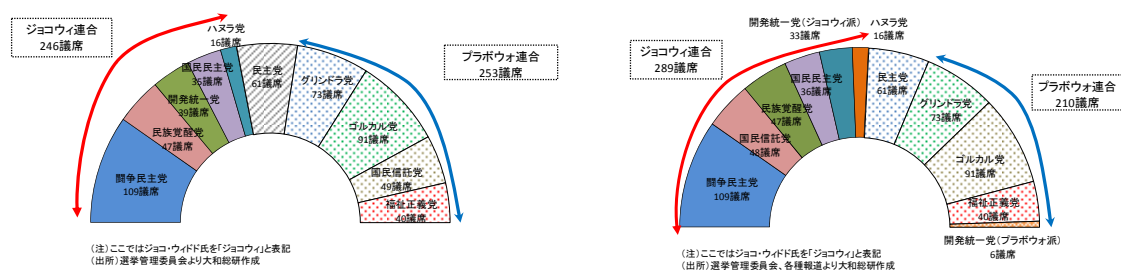
次に期待されるのは、政府によるインフラ投資の拡大である。資本支出は足元でも伸びを高めているが、2015年の年末にかけてさらに加速する見込みである。理由としては、①2015年度補正予算案の中で、資本支出は139兆ルピアから2倍を上回る290兆ルピアに増額されている、②予算執行率は9月時点で26.5%に留まっている、ことが挙げられる。他方、10月30日に国

会で可決された 2016 年度予算の中では、資本支出の具体的な金額は示されなかった。しかし、これに関して、バンバン・プロジョネゴロ財務大臣が「より良い支出を約束する」⁵と発言した点を踏まえると、2016 年の資本支出の増加ペースは 2015 年と比較して落ちるかもしれないが、堅調を維持すると期待される。

さらに、政権基盤が強化された点もインドネシア経済にとって好材料であろう。新政権が発足した直後、連立与党が保有していた議席は、全議席の半数以下となる 246 議席にすぎなかった。このねじれ状態はジョコウィ政権が政策の議会承認を得る上で大きな障害となっていた。しかし、2015 年 9 月に国民信託党が連立野党から連立与党へと鞍替えしたことにより、ついに連立与党の議席数は過半数を上回る 289 議席に達した。

もちろん、この状況を手放しで喜ぶことはできない。議席数を多く保有する国民信託党が連立与党に加わったことで、連立与党内での意見調整がより難しくなった可能性がある。加えて、ジョコウィ大統領は自身が所属する闘争民主党では、党首であるメガワティ元大統領より低い立場であるため、彼女の意向を抑え込められないとの疑念は根強い。こうした問題は残るが、連立与党が過半数の議席を獲得したこと自体は、ジョコウィ政権が策定した経済政策がよりスムーズに実行される可能性を高め、これはインドネシア経済にとってプラスの効果をもたらすと期待される。

図表 5：国会の勢力図の変化（左図：新政権発足直後、右図：2015 年 11 月）



⁵ The Straits Times “Indonesia’s parliament approves 2016 budget, deficit at 2.15% of GDP” (2015 年 10 月 30 日)

(URL: <http://www.straitstimes.com/asia/se-asia/indonesias-parliament-approves-2016-budget-deficit-at-215-of-gdp>)

タイ

新田 堯之

依然として強さを欠く内需

タイの実質 GDP 成長率は 7-9 月期に前年比+2.9%となり、前期の同+2.8%から若干伸び率を高めた。

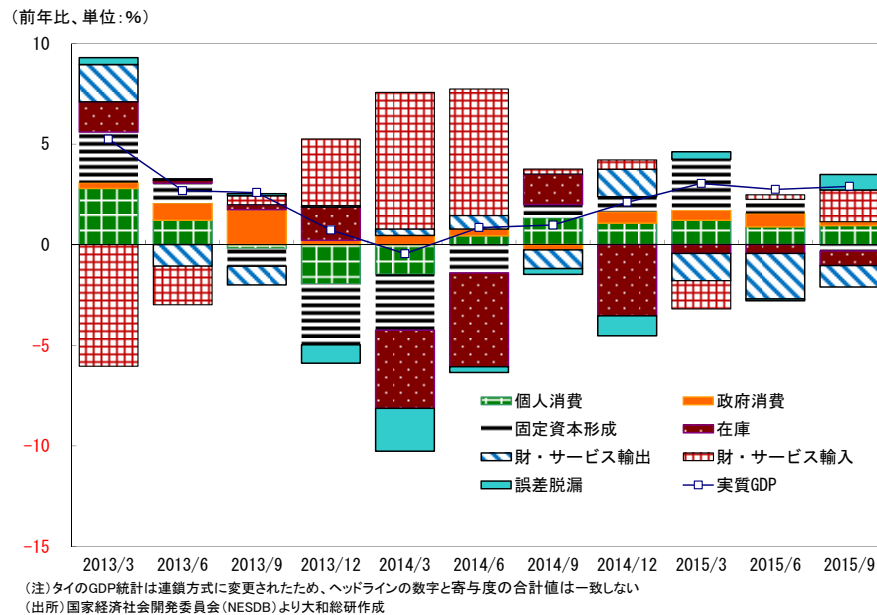
ただし、中身は冴えない。理由の1つは、輸入の落ち込み幅が拡大（前期：前年比▲0.4%⇒今期：同▲2.4%）したことが、実質 GDP 全体に対してプラスに寄与したためである。弱い輸入は、力強さを欠く内需を反映している。例えば、個人消費を見ると、前年比ベースでは+4.6%と高めの水準であるが、前期比（季節調整済み）ベースでは+0.7%となり、4-6 月期の同+1.4%から鈍化した。中銀が発表する民間消費指数からは、耐久財や半耐久財を中心に消費が弱含んでいることが示唆される。

加えて、総固定資本形成は前年比▲1.2%となり、軍事クーデターが勃発した 2014 年 4-6 月期以降、初めてマイナスの伸びを記録した。投資主体別に見ると、公共投資は前期の同+24.7%から伸びを縮小させたものの、7-9 月期も同+15.9%に達しており、引き続き高水準を維持している。他方、民間投資は設備投資が足を引っ張り、前期の同▲3.2%からさらに悪化して、同▲6.6%まで落ち込んだ。

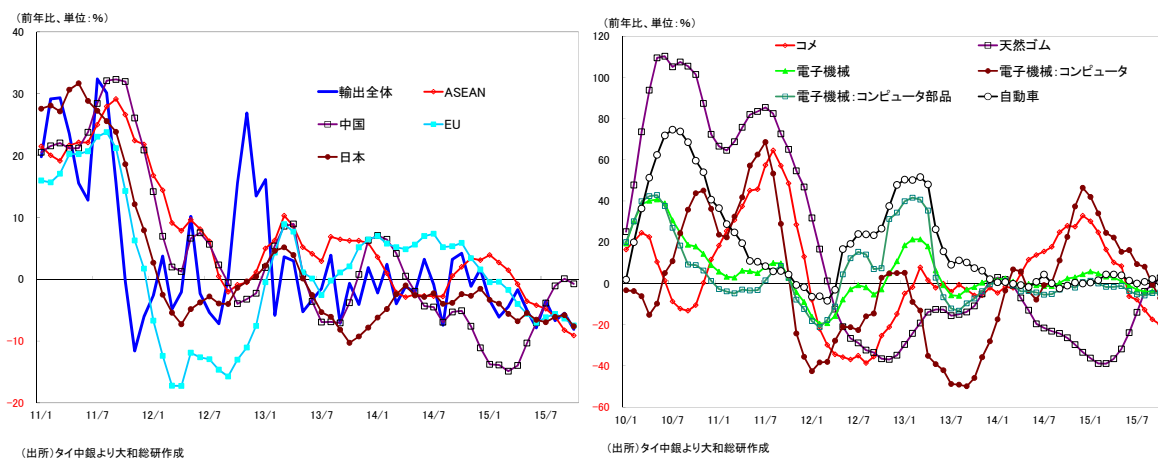
設備投資が弱い理由の一つとして、輸出の弱さを指摘できる。7-9 月期の財輸出（実質値、SNA ベース）は前年比▲1.9%であり、前期の同▲4.0%より落ち込み幅を縮小させたが、低水準には変わらない。貿易統計ベース（名目値）で輸出の内訳を見ると、天然ゴムや電子機械などといった主要輸出品目の多くが低迷から抜け出せていない。また国・地域では、日本や中国、EU、ASEAN 向けの弱さが目立つ。ASEAN の中でもマレーシア・インドネシア向けの輸出は特に落ち込みが激しく、同▲20%程度まで達した。反面、ベトナム向けは同+15%近くと、比較的好調であった。

他方、7-9 月期のサービス輸出は前年比+17.5%に達した。この数字は前期の同+24.9%より減速したものの、好調を維持している。これに大きく貢献したのは、外国人観光客数の大幅増であろう。タイを訪問する外国人観光客数は、政治不安がにわかに高まった 2013 年末頃から急落し、軍事クーデターが勃発した直後の 2014 年 6 月には同▲27.7%まで落ち込んだ。しかし、軍事政権下で治安が徐々に回復するにつれ、外国人観光客数も緩やかに改善し、2015 年 7-9 月期は同+24.3%まで伸びを高めた。ただし、9 月単月の伸び率は前月 17 日にバンコクで爆発テロが発生した影響を受け、同+8.7%へ急減速した。

図表 1 : 実質 GDP 成長率の推移 (需要項目別)



図表 2 : 輸出の推移 (国・地域別、貿易統計ベース)



立て続けに発表された経済対策

力強さを欠く経済状況から抜け出すため、プラユット政権は2015年9月以降、次々と経済対策を打ち出した(概要は図表3の通り)。経済対策の策定に中心的な役割を果たしたのが、同年8月19日の内閣改造で副首相(経済担当)に就任したソムキット氏である。同氏は経済通として知られており、ビジネス界からの人気も高い。

ソムキット副首相が率いるチームが練り上げた第一弾の経済対策は9月1日に閣議で承認された。この対策の主眼は、農村支援に向けられている。農村支援に関わる経済対策が最初に発表された背景の一つとして、農村の疲弊が取り沙汰されていたという事情が挙げられる。特にコメや天然ゴムなどを生産する農家は、補助金の打ち切りや国際価格の下落等の影響を受け、収入が相当落ち込んだとみられる。さらに、農村部は2014年の軍事クーデターで崩壊させたタ

クシン派政権の支持基盤である。このため、タクシン派の不満を抑制し、現政権の支持を高めるという意味でも、農業対策を早急に打ち出すことは、軍事政権に対して大きな意義を持つものだったと推察される。

その後、9月8日には、中小企業を主に資金調達面から支援する目的で、第二弾の経済対策が発表された。この中では、中小企業に対する低利ローンの供給や法人税の減免などが示された。また、10月13日にも経済対策が発表された。ここで盛り込まれた政策は、①低所得者向けローンへの補助金交付、②不動産譲渡税の引き下げ③法人税を23%から20%へ引き下げる時限措置の恒久化、等である。

上記の経済対策の項目を振り返ると、資金調達環境の改善や減税措置、インフラ投資の加速などがバランス良く並んでいると評価されよう。総じて、タイ政府が発表した一連の経済対策は同国経済をしばらく下支えする効果をもたらすと期待される。

図表3：タイ政府が打ち出した経済対策の概要

第一弾の経済対策(9月1日)	内容	規模
①地方住民への低利融資	5万9,000もの村落基金を通じ、地方住民にローンを提供する。ローンの期間は7年間であり、また最初の2年間は無利子。ローンの貸し手は農業・協同組合銀行(BAAC)と政府貯蓄銀行(GSB)となる予定	600億バーツ
②各町村におけるインフラ建築・修理支援	内務省の管轄ある建設・修繕プロジェクトを進めるため、全国各地にある7,000ほどのタンボン(行政区)に対して現金を支給する。各タンボンは公共設備や生産性、生活水準の向上に関連するプロジェクトを推進するために500万バーツ受け取る予定	360億バーツ
③政府の小規模プロジェクト推進	様々な省庁の管轄下にある100万バーツ以下のプロジェクトを推進する。機材の調達先は中小企業を中心とする予定	240億バーツ
④投資プロジェクトに関する予算執行の加速	2015年度(2014年10月～2015年9月)の歳出予算の中で、投資プロジェクトに関する部分の執行を加速	160億バーツ

(出所)各種報道より大和総研作成

第二弾の経済対策(9月8日)	内容	規模
①中小企業向け低利ローンの供給	◆政府貯蓄銀行(GSB)が金融機関に0.1%以下の金利で融資する。当該金融機関はその資金を4%以下の金利で中小企業に融資する。返済期間は7年間	1,000億バーツ
②中小企業を対象とした法人税の減税・免税	◆中小企業の法人税率を現行の15%～20%(注)から10%に引き下げ。期間は2年間 ◆新たに設立された中小企業の場合、法人税は5年間免税(現行は3%)	
③ローンの保証範囲の拡大	◆タイ信用保証公社(TCG)による1,000億バーツの融資保証枠の設定(保証割合は30%) ◆保証料(現行:1.75%)が優遇される。具体的には初年が免除、2年目が0.5%、3年目が1%、4年目が1.5%、5年目以降は1.75%	1,000億バーツ
④ベンチャーキャピタルの設立	◆ベンチャーキャピタルを設立する。中小企業開発銀行(SME)とクルンタイ銀行(国営の大手商業銀行)、政府貯蓄銀行(GSB)の3社が20億バーツずつ出資	60億バーツ

(注)純利益のうち30万バーツ以下の部分は非課税、30万バーツ超～300万バーツ以下の部分は税率15%、300万バーツ超の部分は税率20%

(出所)各種報道より大和総研作成

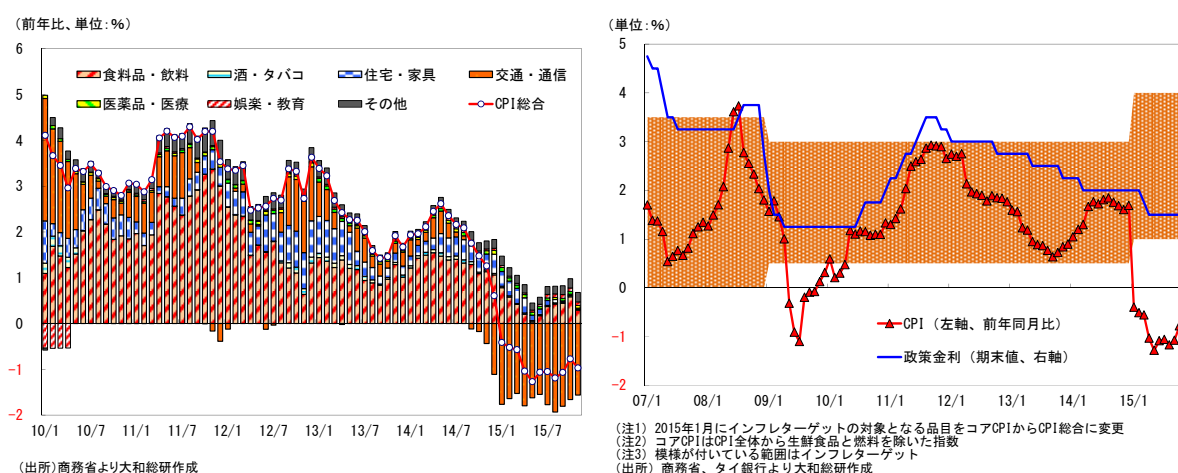
追加の経済対策(10月13日)	内容	規模
①低所得者向け住宅ローンの供与	◆住宅ローンの申請を却下された低所得者の住宅購入を促すため、政府が100億バツの補助を行う。実施期間は2015年10月19日から2016年12月31日までである	100億バツ
②不動産取引に関わる税金の引き下げ	◆これまで2%だった不動産譲渡税を0.01%、不動産登録手数料も現行の1%から0.01%に引き下げる。実施期間は6ヵ月間である	
③所得から不動産購入費用を控除	◆住宅を始めて購入した場合、購入費用の20%を上限に所得から控除できる	
④法人税の引き下げ	◆法人税を23%から20%に引き下げている時限措置を恒久化する	
⑤ベンチャーキャピタルへの税制優遇	◆ベンチャーキャピタルの法人税と配当課税を10年間免除する	

(出所)各種報道より大和総研作成

中銀は2度にわたる利下げを実施

タイ中銀は2015年の3月と4月に利下げを実施した。この結果、政策金利は2.0%から1.5%へと引き下げられた。米国の利上げ開始に関する観測・憶測が様々な新興国通貨を下落させた中、タカ派寄りとされるタイ中銀が利下げに踏み切った理由として、①一向に改善が進まない経済を下支えしようとしたこと、②インフレ率はマイナス圏で推移しており、中銀が定めるインフレターゲット(0.5%~3.0%)を大きく下回り続けていたこと、③外貨準備残高の対外短期債務残高比は2.9倍(2015年4-6月の数値)に上るため、資本流出に対してある程度のバッファがあったこと、などを指摘し得る。ただし、中銀は4月の利下げ以降、利下げを実行しておらず、ここからタイ中銀はバツ暴落への警戒心を依然として持っていると思われる。

図表4：インフレ率の推移(左図：品目別、右図：政策金利、インフレターゲットとの比較)



公共セクターが牽引役となり、緩やかに加速する見通し

今後、タイ経済は緩やかに加速する見通しである。既述の通り、一連の経済対策の効果は徐々に発現し、経済の下支え役になる見込みである。即効性がより高いのは、12月1日の閣議で承認された鉄道複線化や道路建設等からなる大型インフラプロジェクトであろう。タイ政府はこのインフラプロジェクトが早期に着工されることで、2016年に実質GDP成長率が1%ポイント

押し上げられると期待している。

加えて、9月6日に新憲法の草案が否決された結果、民政復帰が2017年夏以降にずれ込んだことは、タイ経済にとっては少なくとも短期的にはプラス要因だと思われる。軍事政権下では反政府デモ等の影響で政治が混迷に陥る可能性は低い上に、臨時の統治機構は一通り作り上げられたため、軍事政権が経済対策に注力できる環境は比較的整っていることが理由である。

さらに、仮に中銀がさらなる利下げに踏み切れば、経済の押し上げ要因となる。もちろん、今後も中銀は間近に迫った米国の利上げが金融市場に与える影響を見極めつつ、金融政策は緩やかなスタンスで臨むと予想される。仮に中銀が更なる利下げを実施した場合、バーツもさらに下落する可能性は高い。しかし、通貨危機に直結しかねないような急落ではない限り、中銀は輸出拡大などに繋がり得るバーツの減価を容認すると思われる。

財輸出は緩やかに改善に向かう可能性が高い。主要輸出相手国である日本と米国の経済は回復する見通しである上に、中国も経済の減速ペースが短期的には歯止めが掛かると見込まれるためである。また、サービス輸出は引き続き堅調となる公算である。これは、バンコクで発生した爆発テロの影響が次第に薄れ、外国人観光客数が回復に向かうと見込まれるためである。

マレーシア

新田 堯之

実質 GDP 成長率は 3 四半期連続の減速

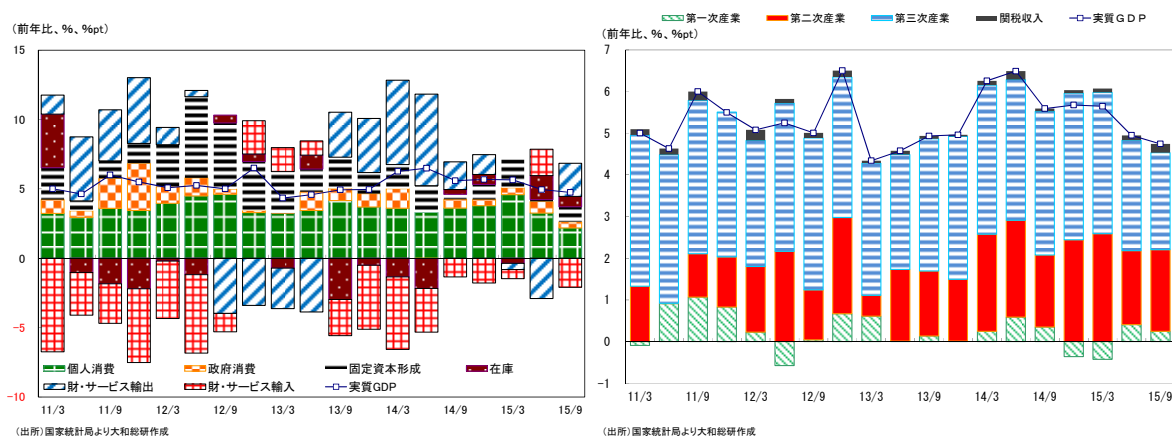
マレーシアの実質 GDP 成長率は 7-9 月期に前年比+4.7%となり、3 四半期連続の減速となった。

減速した最大の要因は、民間消費が 2009 年 10-12 月期以降で最も低水準である前年比+4.1%へと落ち込んだことである。これは、2015 年 4 月から従来の売上税・サービス税 (SST) に代わって物品・サービス税 (GST) が導入⁶されたことが挙げられる。

総固定資本形成は前年比+4.3%とやや低めの水準ながらも 4-6 月期の同+0.5%から大幅に改善した。投資主体別に見ると、民間投資は前期の同+3.9%から同+5.5%へと加速した。また、公共投資は同+1.8%となり、前期の同▲8.0%からプラス転換を果たした。政府債務の削減を目指すマレーシア政府は、2013 年、2014 年の 2 年連続で開発支出を前年度より削減させた。しかし、2015 年の予算では、開発支出は前年比+22.8%に設定されており、これが公共投資を下支えした模様である。

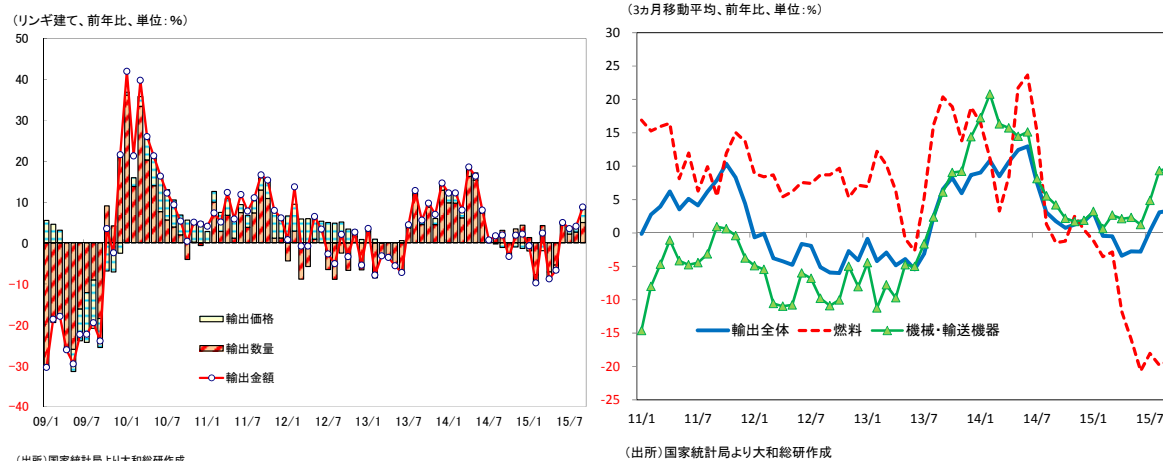
財・サービス輸出は前年比+3.2% (実質、SNA ベース) と 3 四半期ぶりにプラス転換を果たした。通関統計によれば、輸出の主な牽引役となったのは、機械・輸送機器等である。これらの製品は 2013 年半ばから急速に下落が進んだリングギアを追い風として、輸出数量を伸ばしている。財・サービス輸入は同+3.2%と前期の同▲2.8%からプラスの伸びに転換した。理由の一つは機械や電子部品の輸出が回復しつつあることを受け、企業が資本財輸入を増加させたためだと考えられる。

図表 1：実質 GDP 成長率の推移 (左図：需要項目別、右図：産業別)



⁶ SST は特定の業者だけに課税するのに対し、GST は製造⇒卸売⇒小売といったサプライチェーンの各段階に課税される。

図表 2：輸出金額の分解（左図）、輸出数量の品目別の推移（右軸）



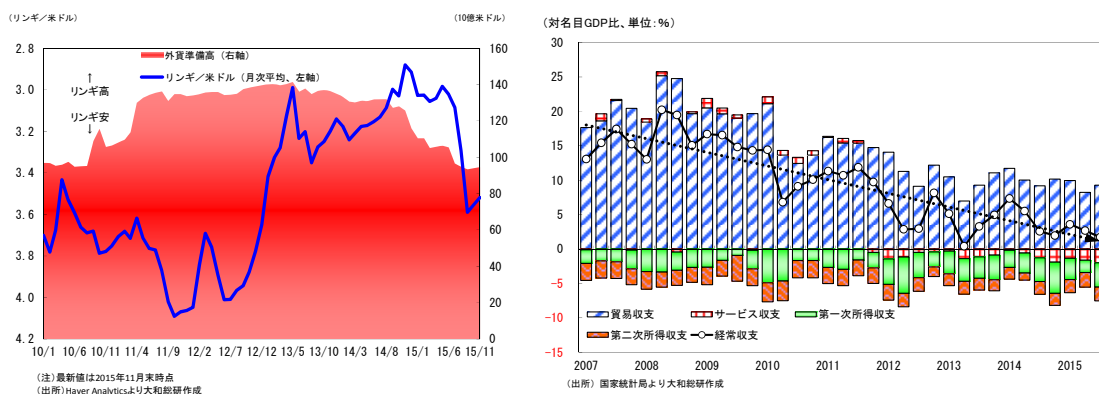
危機耐性が弱まる

2014年半ばに原油価格が急落した影響を受け、通貨リングは大きく下落した。リングは2014年8月末から2015年11月末にかけて対米ドルで34.5%も下落した。さらに注目されるのは、マレーシア中銀がリング安を食い止めるため、大規模な為替市場介入を行っていた点である。米ドル売りリング買い介入の結果、2014年8月末時点で1,275.6億米ドルに上っていた外貨準備高は、2015年10月末には901.2億米ドルまで減少した。ここで金融危機に対する耐性を測るため、外貨準備高の短期対外債務残高比を求めると、2015年7-9月期で1.02倍であり、この水準はIMFが望ましいと考えるライン（1倍）をわずかに上回っているにすぎない。こうした対外ポジションの悪化はさらなる通貨安圧力を生じかねず、今後の懸念材料である。

ここで疑問に思うのは、同じリスクオフの流れの中でも、リーマン・ショック時には対米ドルで上昇したリングが、今回は大幅な下落を喫した理由である。答えの1つは資源ブームの終焉に伴い、貿易黒字（経常黒字）が大幅に縮小したことである。

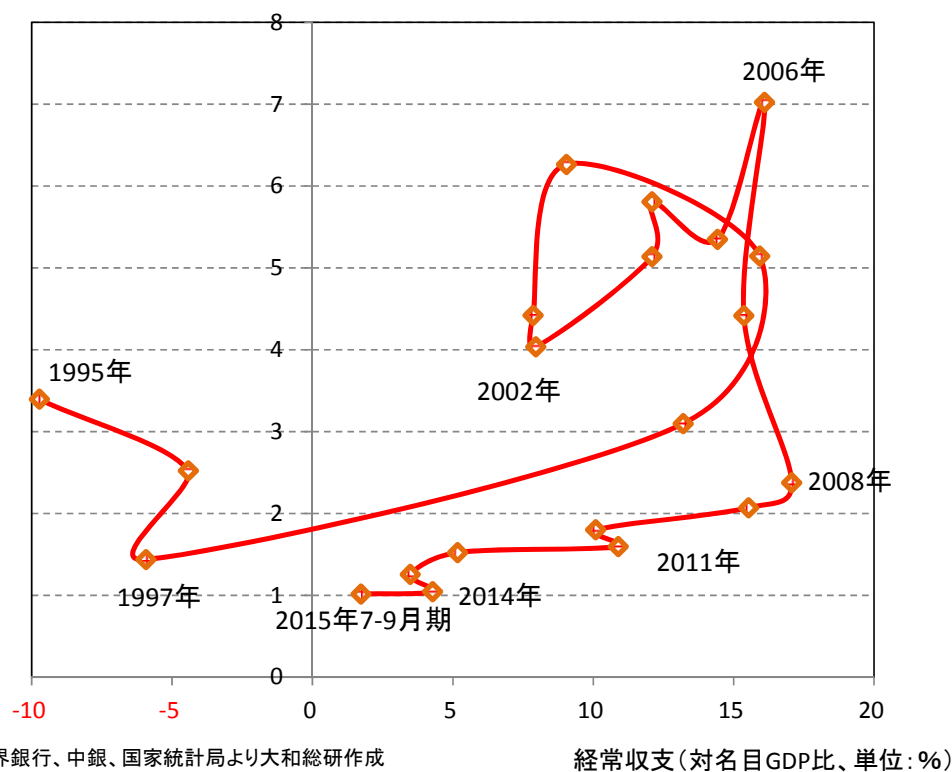
コモディティブームに沸いていた2000年代、マレーシアの貿易黒字は対名目GDP比で約20%に達する時期もあり、またリーマン・ショック後の2010年～2011年にも同15%程度で推移していた。結果、経常黒字は前者の期間で同15%、後者の期間でも同10%と国際的にかなりの高水準であった。しかし、中国政府が資源を大量に消費しながら10%以上の高成長を追求する経済発展モデルから脱却し、資源節約・省エネに重点的に力を入れつつ、成長目標を徐々に低下させたことは、これまで輸出の約4割を原油や天然ガス等のコモディティに頼ってきたマレーシアの輸出に対して大きな重石となった。こうした輸出環境の変化から、マレーシアの貿易黒字、経常黒字は縮小の一途を辿った。2015年7-9月期の貿易黒字の対名目GDP比は9.3%、経常収支黒字は同1.7%にまで縮小した。もちろん、この状況は経常赤字が同5%以上に達していたアジア通貨危機前のそれとは全く異なる。しかし、大幅な経常黒字という、これまでリング相場を支える力が弱まった点には留意する必要がある。

図表 3 : 外貨準備残高と為替レートの推移 (左図) 経常収支の推移 (右図)



図表 4 : マレーシアの危機耐性

外貨準備高/対外短期債務(単位:倍)



リング安にさらなる追い打ちをかけた 1MDB 問題

リング安に更なる追い打ちをかけたのが 1MDB を巡る政治問題である。

1MDB とは、2009 年にナジブ首相の肝煎りで設立された国有投資企業（政府が 100% 出資）である。この企業が 2014 会計年度で約 6.65 億リング（約 181 億円）もの純損失を計上した上に、不正会計の疑惑が浮上した結果、同社の設立に深く関わったナジブ首相の責任を問う声が高まった。そして 2015 年 7 月、7 億米ドル（約 840 億円）もの資金が 1MDB からナジブ首相の個人口座に不正に入金された疑惑が報じられると、同氏を批判する声は更に強まった。こうした批判を行う人物・企業等に対し、ナジブ首相は強権的な措置を取った。具体例としては、ムヒディン副首相を 7 月 28 日に行われた内閣改造時に更迭した例、一部メディアに 3 ヶ月の発行禁止処

分を下した例などが挙げられる。

その後、8月には反政府デモが勃発し、9月にはそれに対抗した政権支持のデモが実施された。そして、11月には名誉棄損容疑により、以前からナジブ首相を批判してきたマハティール元首相が事情聴取される事態も発生した。国民の間で人気の高い同氏が今後受ける扱い次第では、反政府派の不満が急速に高まり、政治の混迷が深まる可能性がある。

これら一連の政情不安は、海外投資家のマインドを冷やし、リングギ安を加速させた可能性がある。マレーシア中銀のゼティ総裁に至っては、「もし、IMDBを取り巻くすべての問題が解決すれば、リングギは回復・安定化するであろう」とまで発言⁷している。ゼティ総裁は金融政策の自由度を低下させかねないリングギ安を生み出した要因の1つに対し、神経質になっていたと思われる。

弱含みが続く見通しだが、底割れリスクは低い

マレーシア経済は今後も弱含みが続く見通しである。

需給が緩い原油を中心にコモディティ価格は上昇基調に転じる兆しは見えないため、資源関連の輸出は引き続き低調となる見通しである。さらに、既述のように、マレーシアの危機耐性はASEAN5カ国の中でも相対的に弱く、資本流出圧力は比較的強い。このため、米国が利上げを緩やかに進める状況下において、マレーシア中銀は通貨の急落リスクを高めかねない金融緩和に対し、しばらく二の足を踏むであろう。加えて、同国政府は原油関連の歳入悪化に悩まされている上に、政府債務が法律で定められた上限近くに接近しているため、大掛かりな景気刺激策は期待できない。

ただし、通貨危機に陥り、経済が底割れするリスクは低い。確かに、足元の外貨準備高はやや心許ない水準である一方で、経常黒字の縮小ペースには今後歯止めがかかる公算が大きい。この理由として、リングギ安を背景に機械・電子部品を中心に輸出が加速すると期待されることが挙げられる。また、アジア通貨危機当時とは異なり、各国間で外貨準備を融通する仕組みが整備されたことや、事実上採用されている為替制度が当時と比較して柔軟なこと⁸は、同国が危機に陥る可能性を低めている。

⁷ THE STAR ONLINE “Ringgit to recover once IMDB issues resolved” (2015年9月21日)
(URL:<http://www.thestar.com.my/business/business-news/2015/09/21/ringgit-to-recover-once-lmdb-issues-resolved/?style=biz>)

⁸ 詳しくは5～6ページを参照。

フィリピン

増川 智咲

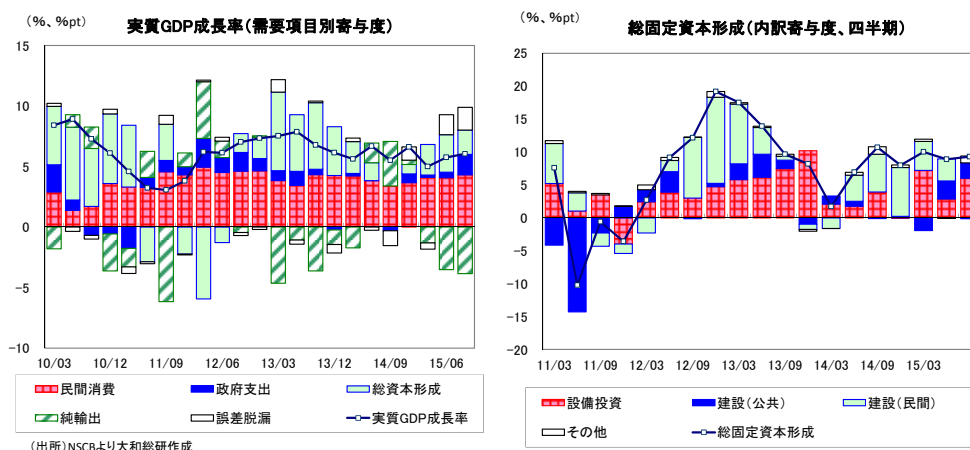
2016 年は 6% 台の成長に回復する見通し

2015 年 1-9 月期の実質 GDP 成長率は、前年比 +5.6% と前年（2014 年 1 - 9 月期、同 +6.0%）から減速した。内容を見ると、好調な内需とは対照的に外需の落ち込みが鮮明となっている。輸出は、景気減速が顕著な中国向けを中心に減少している。統計局によると 2015 年 1-9 月期の中国向け輸出は同▲24.6% も落ち込んだ。商品別では、一部の電子機器輸出が好調である点を除けば、多くの品目に亘って輸出が落ち込んでいる。

他方で、内需は堅調である。公共投資、民間設備投資は第 3 四半期にかけて増加しているほか、低インフレ率や好調な海外送金流入を背景に、民間消費は堅調に推移し成長を支えている。これに合わせ、資本財や耐久財の輸入が大きく伸びたことも成長率を押し下げる一因となっていることを踏まえると、成長鈍化を悲観しすぎる必要はないだろう。

2016 年にかけても成長は加速するものとみられる。引き続き、民間消費・投資が堅調に推移することが見込まれるほか、2016 年 5 月に予定されている大統領選挙に向けて政府支出が拡大する可能性が高いためである。また、公共投資の執行も加速するものと予想される。7 月に予算管理省が発表した 2016 年度予算によると、予算規模の 13% 程度に当たる 3,945 億ペソが公共事業道路省に充てられており、前年度比 29.7% の増加となる見通しである。これが順調に執行されれば、2016 年の主要な成長ドライバーとなるだろう。2016 年後半からは、新政権による政策運営となるが、現在有力とみられる候補者にアキノ政権の政策方針を否定する者がいないことから、予算執行の大幅な遅れは回避される見通しだ。金融政策は米国利上げの動向を睨みながらの動きになるため、政府による投資への期待はさらに高まる見通しだ。他方、中国経済の先行きが不透明であることから、輸出の伸び悩みは 2016 年に入っても継続するものとみられる。2016 年の実質 GDP 成長率は 6% 台前半まで回復するだろう。

図表 1：実質 GDP 成長率（需要項目別内訳）

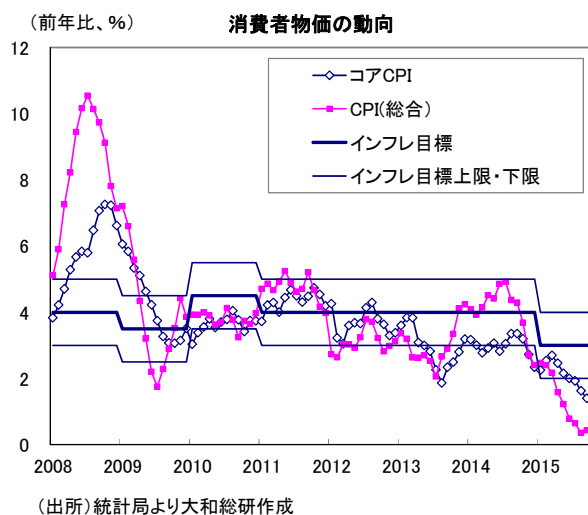


2016 年以降、消費者物価はインフレ目標内に戻る見通し

消費者物価上昇率については、2015 年 4 月以降、前年比でインフレ目標（3%±1%）の下限を下回って推移している。背景には、シリアル、パン、肉等の主要な食品価格の上昇率が鈍化したこと、発電コストの低下から電気料金が引き下げられたこと、前年と比較して国際的に原油価格が下落したことで輸送コストが低下した点が挙げられる。また、2015 年後半以降、変動の大きい食品・エネルギー項目を除いたコア CPI 上昇率もインフレ目標の下限を下回っており、潜在的な物価上昇圧力も小さい。ペソ安の副作用として、輸入物価の上昇が指摘されることもあるが、その影響も軽微である。原油価格の上値が重いことから生産者物価指数は前年比でマイナス圏を推移している。消費者物価上昇率がインフレ目標を上回るほど、輸入物価が川下へ波及するシナリオは想定しにくい。

今後、エルニーニョ現象の影響でコメ等を中心とした食料価格の上昇が見込まれるほか、延期されている電力価格の引上げが実施される見込みであることから、中銀は消費者物価上昇率が 2016-17 年には目標レンジの中央付近まで押し上げられると予測している。ただし、インフレーションレポートで指摘されている通り、インフレ期待は上手くコントロールされていることから、物価がインフレ目標を大きく上振れする可能性は低い。2016 年を通して、消費者物価の見通しはバランスの取れたものとなるだろう。

図表 2：消費者物価上昇率



ペソの動きに中銀は楽観視

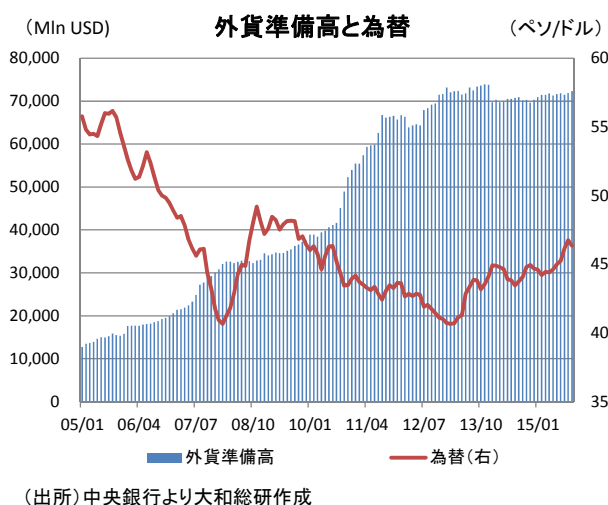
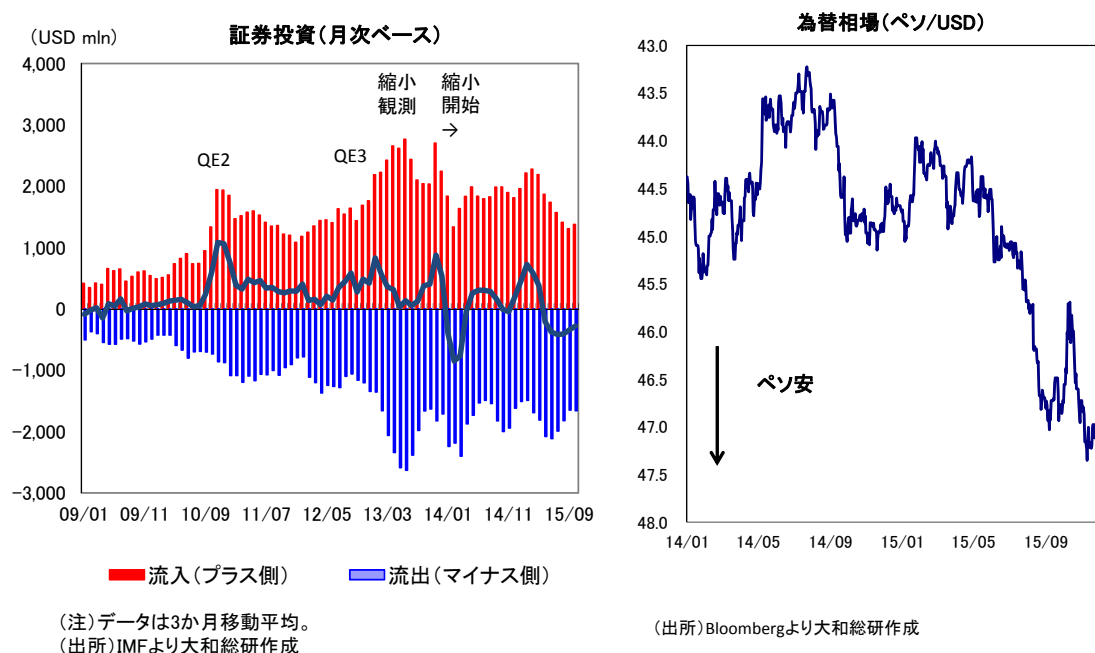
2015 年に入り、米国 FRB による年内利上げ観測、中国による元切り下げ、中国経済減速懸念をきっかけに市場のリスク回避が強まると、証券投資の流入額は減少し、2015 年 3 月以降 7 か月連続で流出超の状態が続いた。ペソも米国 FRB の利上げタイミングや中国の経済動向をうかがう形で、対ドルで大きく動いた。

しかし、このようなペソの動きに対して中銀はそれほど警戒していないようだ。その最大の理由は、フィリピンの好調なファンダメンタルズへの評価や、堅調な海外送金流入を背景に、

大規模な為替介入を行うほど資本流出に歯止めがかからなくなる可能性は非常に低いとみているためだ。むしろ、海外送金に関しては、ペソの対ドル下落によりペソ建ての額が増加するため、民間消費を支える効果も期待できる。実際、外貨準備高は9、10月と2か月連続増加しており、中銀が積極的に為替介入を行っている形跡は無い。

物価の見通しも安定的であるほか、市場ではすでに利上げリスクが十分に織り込まれているとみられることから、大規模な資本流出懸念も小さい。一時的に為替への下落がかかったとしても、それに歯止めがかからなくなる事態には陥りにくいだろう。以上を踏まえると、当面金融政策に変更は無いと見込まれる。

図表3：証券投資、為替動向と外貨準備高



2016年5月に大統領選挙

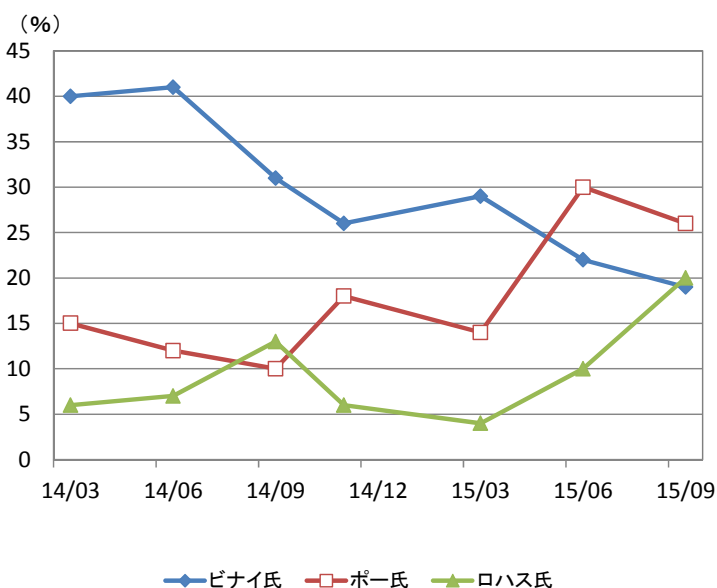
2016年5月に総選挙が実施される予定で、2015年10月に立候補の受付が締め切られた。総

選挙では、大統領のほか、副大統領、上院議員、下院議員、知事、市長のポストが争われる。大統領は6年の任期の後再選を禁じられているため、アキノ大統領の再選は無い。現在のところ、大統領候補として、ビナイ現副大統領、アキノ大統領が後継者として推しているロハス前内務地方自治相、ポー現上院議員の支持率が高く、実質的に三つ巴の戦いとなっている。

9月の調査までは、ビナイ氏の支持率は「汚職疑惑」をきっかけに大きく低下し、その代わりにポー氏の支持率が急上昇している。ポー氏においては、汚職とかけ離れたクリーンなイメージが支持率を伸ばした格好だ。しかし12月に入ると事態は急変し、養子として育てられたポー氏の出生や、フィリピン在居期間が10年に満たないなどの観点から、選挙管理委員会はポー氏の出馬資格を取り消した。報道では、ポー氏はこの判断を不服として再審査を求める意思を示しており、選挙キャンペーンも継続するとしている。不確実性は高まっており、現時点では有力候補を特定しにくい。

どの候補者も大衆受けの良かったアキノ政権の路線を否定しておらず、また政策方針にも大きな違いは無いようだ。ただし、そのようなあいまいな政策ビジョンは2016年6月以降のフィリピン政治経済情勢を見据える上で、対外的には不安材料となる。アキノ政権が進めてきた産業育成政策、インフラ整備、財政・債務管理強化等の実績が次期政権にも引き継がれるのかが焦点であり、候補者による政策ビジョンの発表が早期に求められる。

図表4：2016年大統領選挙 各候補者支持率



(注) 「2016年大統領選挙が今日実施されるとしたら誰に投票するか」という設問に対する答え。

(出所) Pulse Asia より大和総研作成

ベトナム

新田 堯之

1-9 月期の経済成長率は 6.5%の高水準

ベトナム経済は好調を維持している。統計総局の発表によれば、1-9 月の実質 GDP 成長率は前年比+6.5%となり、ブルームバーグがまとめた予想中央値である同+6.4%を若干ながら上回った。ベトナムの実質 GDP 成長率は年の後半に向けて高まる統計上のクセがある。これを勘案すると、2015 年通年の成長率は 7%弱に達する見通しである。

産業別では、第一次産業が前年比+2.1%（1-6 月期：同+2.4%）と減速したものの、第二次産業は同+9.6%（1-6 月期：同+9.1%）と好調さが増し、さらに第三次産業も同+6.2%（1-6 月期：同+5.9%）と伸びを高める結果となった。第二次産業の中でも好調な産業の 1 つは製造業である。貿易統計を見ると、外資系企業が中心となって生産するスマートフォンや半導体などの電子機器や、衣服・靴等の繊維製品の輸出は力強い状況である。

建設業の加速も第二次産業を押し上げている。建設業の加速には、不動産市場の活況がある程度関係したと思われる。中銀によれば、不動産セクター向けの貸出残高は 2014 年 1-8 月には前年比+4.3%に留まっていたが、2015 年 1-8 月は前年比+10%に達し、直近のボトムである 2012 年の水準から 70%増加した模様⁹である。この要因として、改正住宅法¹⁰が 2015 年 7 月から施行されたことが指摘し得る。これまでの規制では、ベトナム人の配偶者を有する者等でなければ外国人は不動産を購入することは不可能であった。また、この状況をクリアしたとしても集合住宅 1 戸までしか外国人は不動産を保有できなかった。しかし、改正住宅法の施行以後は、「1 集合住宅に占める外国人の所有戸数の割合の上限は 30%」、「1 街区に占める外国人の所有戸数の上限は 250 戸」といった制限は残されているものの、入国が認められた外国人等は不動産が購入できるようになったのである。

⁹ Viet Nam News “Surge in loans shifts VN housing stock” (2015 年 9 月 26 日)

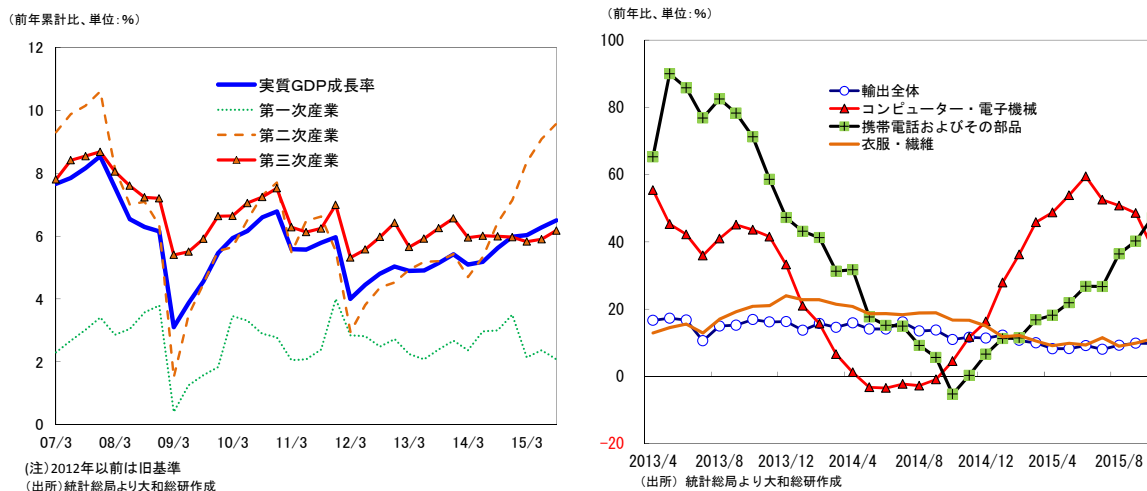
(URL: <http://vietnamnews.vn/economy/276299/surge-in-loans-shifts-vn-housing-stock.html>)

¹⁰ 詳しい説明は以下の記事を参照。

通商弘報「改正住宅法が 7 月から施行、市場の活性化狙う-外国企業や外国人の住宅所有制限を一部緩和」(2015 年 4 月 10 日、JETRO)

(URL: <https://www.jetro.go.jp/biznews/2015/04/5525d931347d8.html>)

図表 1：実質 GDP 成長率の推移（左図：産業別）、輸出の推移（右図：6 ヶ月移動平均）



実体経済への波及は限定的であった不良債権問題

ここ数年間の懸案事項であった不良債権問題はある程度進展している。グエン・キム・アイン中銀副総裁によれば、2012年から2015年8月にかけて424.1兆ドンの不良債権が処理された¹¹。処理方法別の割合は、45%がVAMC（ベトナム中銀が設立した不良債権買い取り専門会社）に引き渡された部分、27%は銀行が自力で回収した部分、28%は銀行が引当金を積んだ部分、である¹²。そして、2012年9月時点で17%に達していた不良債権比率は、2014年末には3.3%、2015年9月には2.9%まで低下した。不良債権処理が加速したきっかけの一つは、2015年4月から施行された中銀通達第2号だとみられる。この通達の内容に、債権分類基準の厳格化が含まれていた。このため、不良債権比率の急上昇を恐れた金融機関は、通達が施行される直前にVAMCへ不良債権を売却した可能性がある。

ただし、VAMCが引き受けた不良債権の処理は遅々として進んでいない。同社のグエン・クオック・フン会長の発言¹³によれば、VAMCは2013年に発足して以降、2015年10月20日までに191.3兆ドンの不良債権を引き受けた反面、処理が完了した部分は15.7兆ドンのみにすぎない。背景として、ベトナムで債権の転売に関わる法制度が整っていない点などが考えられる。金融機関はVAMCに5年間の期限付きで不良債権を引き渡す代わりに、VAMC債（5年満期、ゼロクーポン）を受け取ることができる。一方で、この金融機関はVAMC債の20%に当たる金額を5年間にわたり、毎年引当金として計上する必要がある。そのため、VAMCによる不良債権処理が進展しなければ

¹¹ NNA「9月不良債権比率は2.9%、政府目標を達成」（2015年10月23日）

¹² これらのデータはいつのものか不明であるが、2015年11月2日に報道された内容であることから、参考値として使用した。

Viet Nam News “Special regulations suggested to expedite sales of debts”（2015年11月2日）

(URL: <http://vietnamnews.vn/economy/277896/special-regulations-suggested-to-expedite-sales-of-debts.html>)

¹³ VietNamNet “VAMC buys 92 trillion VND worth of bad debts”（2015年10月24日）

(URL: <http://english.vietnamnet.vn/fms/business/144710/vamc-buys-92-trillion-vnd-worth-of-bad-debts.html>)

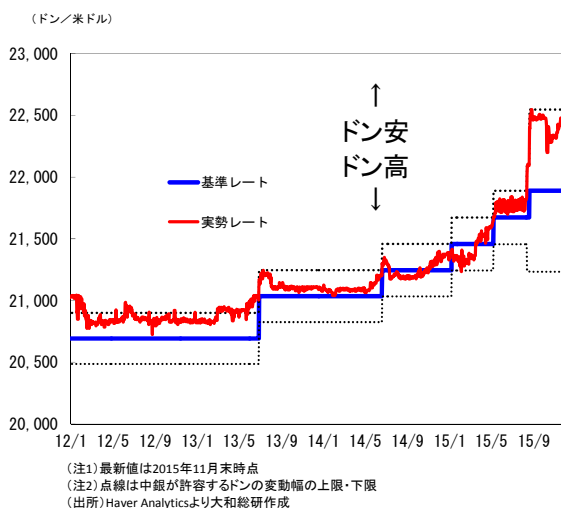
結局金融機関の損失に繋がる。総じて、不良債権処理はある程度進展したものの、未だ道半ばである。

ただし、一連の不良債権問題の影響で、企業の資金調達環境が深刻なダメージを受けた様子は見られない。この理由として、①中銀の窓口指導を受け、銀行が貸し出しペースを加速させたとみられること、②債権の担保として用いられる不動産の市況が好調なこと、③ベトナムに進出中の外資系企業は、親子ローンや現地外銀からの借り入れ等で資金調達を行うケースが多く¹⁴、ベトナム国内の金融機関が企業への貸し出し態度を硬化させても、資金調達環境はあまり悪化しないと思われること、などが考えられる。

人民元切り下げを発端にドン下落ペースは一時加速

ベトナム中銀は、中国人民銀行が実質的に人民元の切り下げを実施した翌日の8月12日に為替の取引バンドをこれまでの±1%から同2%へと拡大した。19日には基準レートを1%切り下げ、取引バンドをさらに1%拡大し±3%とした。この日以降、実勢レートは程なくして下限近くの水準に達し、その後もおおむね下限付近である1米ドル=22,400ドン~22,500ドンで推移していた。11月末時点でも、ドンの市場レートは1米ドル=22,505ドンと下限に近い水準である。ただし、過去を振り返ると、ドンの為替レートが下限近くで推移すること自体は珍しい話ではない。

図表2：為替レートの推移



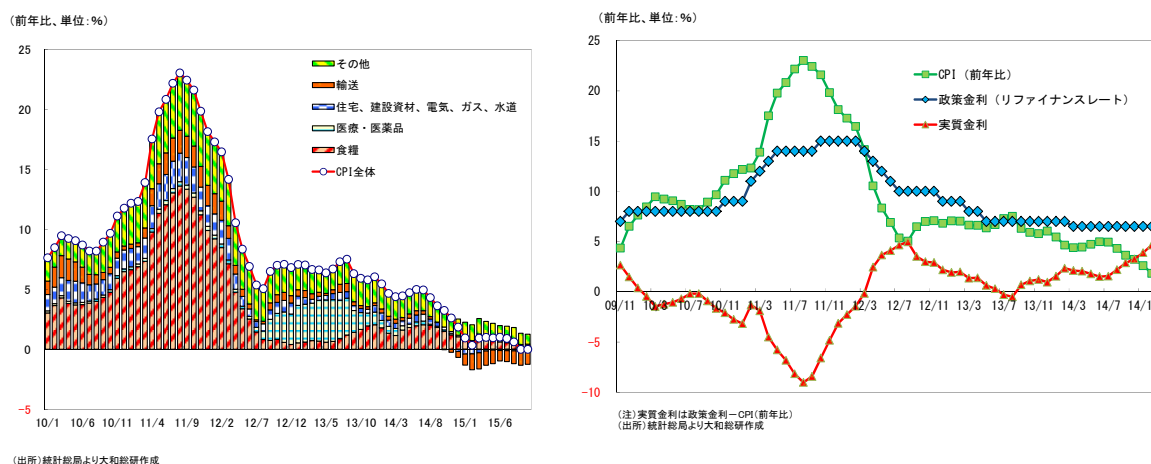
低インフレの中でも政策金利は据え置き

2015年に入っても、インフレ率は極めて低水準が続いており、11月の数値は前年比+0.3%である。他国と同じく、原油価格が下落した影響を受け、広範な品目の価格の伸びが低下している。

¹⁴ 例えば、下記の調査によれば、ベトナムの現地法人で借入を行う日系中小企業の割合は7.3%にすぎない。日本政策金融公庫「中小企業の海外現地法人における資金調達」（「経営情報」NO. 383（2012年12月20日））（URL：<https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/383.pdf>）

インフレ率が低空飛行を続ける中、中銀は政策金利であるリファイナンスレートを2014年3月に7.0%から6.5%へ引き下げて以降、据え置き続けている。このため、実質金利は2014年後半から上昇基調である。それでも中銀が利下げに踏み切らなかった理由は、この数年間で様々な新興国通貨が暴落してきた経緯を踏まえ、利下げをトリガーとしたドンの急落リスクを低減するためだと思われる。

図表3：インフレ率の品目別推移（左図）、実質金利の推移（右図）



堅調な成長が続く見通しだが、バブルの兆候がみられる点には要注意

ベトナム経済の成長率は2016年も6%台半ばに達すると期待される。

成長のドライバーは引き続き外資系企業であろう。最近でも、外資系企業が労働コストの削減等を求め、周辺国から生産拠点をベトナムへ移転させる例が後を絶たない。例えば、LG電子はベトナム北部のハイフォンにおいて、東南アジアで最大規模の家電工場団地の建設を進めており、2015年3月末には当該工業団地の第一段階の工事は完了し、操業が開始された¹⁵。

米国の利上げが金融市場の大きな混乱を招かずに済めば、ドンの切り下げペースは年間で2%前後のペースに収まる公算が大きい。ドンの急落リスクが低い背景の一つとして、足元（2015年7-9月期）の経常収支が再び黒字化する公算が大きい¹⁶ことが挙げられる。さらに、ドンの急落圧力が高まった際にバッファーとなり得る外貨準備残高に関しては、2015年前半にかけては増加した模様であり、7月末時点では370億米ドル¹⁷に達している。

もちろん、低インフレが続いている点を踏まえると、輸出振興を目的にドンを大幅に切り下

¹⁵ Viet Nam News “President cuts LG complex ribbon” (2015年3月28日)

(URL: <http://vietnamnews.vn/politics-laws/268249/president-cuts-lg-complex-ribbon.html>)

¹⁶ 2015年4-6月期に▲12.3億米ドルの赤字を計上した貿易収支が、7-9月期には1.5億米ドルの黒字に転じたことが理由である。

¹⁷ Tuoi Tre News “Vietnam has \$37bn in foreign exchange reserves, plus 10 tons of gold: cbank” (2015年8月2日)

(URL: <http://tuoitrenews.vn/business/29576/vietnam-has-37bn-in-foreign-exchange-reserves-plus-10-tons-of-gold-cbank>)

げても問題ないと思われる。しかし、大幅切り下げ自体が金融市場にさらなる切り下げ期待を生じさせ、結果的にドンの急落を招く危険性がある。中銀はそうしたリスクを排除するため、ドンの切り下げはあくまで緩やかに進める見通しである。

総じて、2016 年も堅調な成長を遂げると期待されるが、不動産市場などでバブルが醸成されつつある可能性には注意すべきである。そもそも、同国では預金金利の上限が設定されている上に、社債市場の整備も遅れているため、不動産や株式¹⁸が投資対象となりやすい構造となっている。こうした状況の中、政府が目先の高成長を達成するために、窓口指導等の手段で金融緩和を続ければ、「不動産や株式市場でバブルが発生⇒バブルが弾けた後は不良債権問題等に苦しむ」、という、過去に幾度も繰り返されてきたパターンに再び陥る可能性がある。このため、今後はこうしたバブルの兆候を注視する必要があるだろう。

¹⁸ 株式市場の主な投資主体は個人投資家である。

予測数値一覧表

インドネシア

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
実質GDP成長率 (%)	6.2	6.0	5.6	5.0	4.8	5.1
民間消費	5.1	5.5	5.4	5.3	4.8	5.0
政府消費	5.5	4.5	6.9	2.0	4.0	5.3
総固定資本形成	8.9	9.1	5.3	4.1	4.5	6.2
財・サービス輸出	14.8	1.6	4.2	1.0	-0.5	0.5
財・サービス輸入	15.0	8.0	1.9	2.2	-3.5	2.0
GPI前年比 (%)	5.4	4.3	6.4	6.4	6.5	5.5
財政収支GDP比 (%)	-1.1	-1.8	-2.2	-2.2	-2.3	-2.5
経常収支GDP比 (%)	0.2	-2.7	-3.2	-3.1	-2.0	-2.3
経常収支 (10億米ドル)	1.7	-24.5	-29.2	-27.6	-17.5	-22.7
貿易収支 (10億米ドル)	33.9	8.7	5.8	7.1	14.0	12.0
サービス収支 (10億米ドル)	-9.8	-10.6	-12.1	-10.0	-8.5	-11.5
所得収支 (10億米ドル)	-26.6	-26.6	-27.1	-29.7	-28.5	-29.0
経常移転収支 (10億米ドル)	4.2	4.1	4.2	5.2	5.5	5.8
政策金利 (年末値、%)	6.00	5.75	7.50	7.75	7.25	7.00
対ドル為替レート (年末値)	9,068	9,670	12,171	12,435	14,000	13,500

(注)水色部分は予測値

(出所)CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

タイ

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
実質GDP成長率 (%)	0.8	7.3	2.8	0.9	2.9	3.1
民間消費	1.8	6.3	0.8	0.6	2.1	2.3
政府消費	3.4	7.5	4.7	1.7	2.9	3.5
総固定資本形成	4.9	10.2	-0.8	-2.6	4.5	5.5
財・サービス輸出	9.2	5.1	2.8	0.0	1.0	1.2
財・サービス輸入	12.4	6.0	1.4	-5.4	0.2	1.5
GPI前年比 (%)	3.8	3.0	2.2	1.9	-0.8	1.8
財政収支GDP比 (%)	-1.4	-4.0	-2.2	-2.0	-2.2	-2.8
経常収支GDP比 (%)	2.4	-0.4	-1.2	3.8	5.2	4.0
経常収支 (10億米ドル)	8.9	-1.5	-5.2	15.4	21.2	15.0
貿易収支 (10億米ドル)	17.0	6.7	6.7	24.6	29.4	25.0
サービス収支 (10億米ドル)	-10.6	-3.4	3.7	2.1	2.8	3.5
所得収支 (10億米ドル)	-8.3	-17.0	-26.0	-20.1	-22.0	-24.0
経常移転収支 (10億米ドル)	10.8	12.2	10.5	8.8	11.0	10.5
政策金利 (年末値、%)	3.25	2.75	2.25	2.00	1.50	1.25
対ドル為替レート (年末値)	31.6	30.6	32.7	32.9	36.2	35.5

(注)水色部分は予測値

(出所)CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

マレーシア

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
実質GDP成長率 (%)	5.3	5.5	4.7	6.0	4.9	4.6
民間消費	6.9	8.3	7.2	7.0	6.5	6.7
政府消費	14.2	5.4	5.9	4.4	4.7	2.0
総固定資本形成	6.4	19.0	8.2	4.8	4.9	2.6
財・サービス輸出	4.2	-1.7	0.3	5.1	-0.1	2.4
財・サービス輸入	6.3	2.9	1.7	4.2	0.5	2.5
CPI前年比 (%)	3.2	1.7	2.1	3.1	1.6	0.2
財政収支GDP比 (%)	-4.7	-4.3	-3.8	-3.4	-4.0	-3.5
経常収支GDP比 (%)	10.9	5.2	3.5	4.3	2.5	4.2
経常収支 (10億米ドル)	32.5	16.3	11.3	14.5	9.0	13.0
貿易収支 (10億米ドル)	46.0	36.6	30.7	34.7	28.0	31.0
サービス収支 (10億米ドル)	0.5	-2.8	-3.0	-3.4	-5.0	-4.5
所得収支 (10億米ドル)	-7.1	-11.6	-10.8	-11.4	-8.0	-7.5
経常移転収支 (10億米ドル)	-6.9	-6.0	-5.6	-5.4	-6.0	-6.0
政策金利 (年末値、%)	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25
対ドル為替レート (年末値)	3.17	3.06	3.28	3.50	4.50	4.20

(注)水色部分は予測値

(出所)CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

フィリピン

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
実質GDP成長率 (%)	3.7	6.7	7.1	6.1	5.8	6.1
民間消費	5.6	6.6	5.6	5.4	6.3	6.5
政府消費	2.1	15.5	5.0	1.7	8.0	8.5
総固定資本形成	-1.9	10.8	12.2	6.8	10.0	12.5
財・サービス輸出	-2.5	8.6	-1.0	11.3	6.3	7.0
財・サービス輸入	-0.6	5.6	4.4	8.7	10.5	11.0
CPI前年比 (%)	4.6	3.2	3.0	4.1	1.3	2.7
財政収支GDP比 (%)	-2.0	-2.3	-1.4	-0.6	-0.7	-1.3
経常収支GDP比 (%)	2.5	2.8	4.2	3.8	2.7	2.3
経常収支 (10億米ドル)	5.6	6.9	11.4	10.9	9.2	8.2
貿易収支 (10億米ドル)	-20.4	-18.9	-17.7	-16.3	-18.0	-20.5
サービス収支 (10億米ドル)	6.6	6.2	7.0	3.5	2.5	3.0
所得収支 (10億米ドル)	0.9	0.2	1.0	1.1	1.2	1.2
経常移転収支 (10億米ドル)	18.6	19.5	21.1	22.6	23.5	24.5
政策金利 (年末値、%)	4.50	3.50	3.50	4.00	4.00	4.25
対ドル為替レート (年末値)	43.8	41.1	44.3	44.8	47.5	48.5

(注)水色部分は予測値

(出所)CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

ベトナム

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
実質GDP成長率 (%)	6.2	5.2	5.4	6.0	6.6	6.6
民間消費 (伸び率)	4.1	4.9	5.2	6.1	6.0	6.2
政府消費 (伸び率)	7.1	7.2	7.3	7.0	6.5	7.5
固定資本形成 (伸び率)	-7.8	1.9	5.3	9.3	8.0	8.5
純輸出 (寄与度)	4.5	4.6	0.2	-1.0	-0.3	-0.2
CPI前年比 (%)	18.6	9.2	6.6	4.1	0.3	2.8
財政収支GDP比 (%)	-4.0	-4.3	-4.5	-4.9	-5.5	-5.0
経常収支GDP比 (%)	0.2	6.1	4.5	5.1	4.0	3.5
経常収支 (10億米ドル)	0.2	9.4	7.7	9.5	3.8	1.4
貿易収支 (10億米ドル)	-0.5	9.9	8.7	12.1	7.0	5.0
サービス収支 (10億米ドル)	-3.0	-2.5	-3.1	-3.4	-4.0	-4.3
所得収支 (10億米ドル)	-5.0	-6.2	-7.3	-8.8	-9.0	-9.3
経常移転収支 (10億米ドル)	8.7	8.2	9.5	9.6	9.8	10.0
政策金利 (年末値、%)	15.00	9.00	7.00	6.50	6.50	6.50
対ドル為替レート (年末値)	21,035	20,825	21,105	21,385	22,500	23,100

(注)水色部分は予測値

(出所)CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成