

2017 年 2 月 9 日 全 32 頁

ASEAN5 カ国の経済見通し（2017 年 2 月）

引き続き底堅く推移する見込み

経済調査部

エコノミスト 新田 堯之¹研究員 永井 寛之²

[要約]

- 2016 年の ASEAN5 カ国（インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム）の経済は低いインフレ率や各国中銀が近年取っていた緩和的な金融政策等を背景に、米国大統領選まで底堅く推移していた。米国大統領選直後はにわかに資金流出圧力が高まり、一部の国では自国通貨買い介入や資本規制が実施されたものの、12 月以降はこうした類の動きは殆ど沈静化した。
- 2017 年末にかけても ASEAN5 カ国の経済は底堅く推移する見通しである。2016 年前半にタイやベトナムなどを苦しめた天候問題は発生しないという前提条件に立てば、昨年の反動でタイやベトナム等では農業の成長率が回復するほか、インフレ率に若干下落圧力がかかると見込まれる。コモディティ価格の上昇もマレーシア・インドネシアといった資源国にとって追い風となろう。コモディティ価格の回復・米国経済の緩やかな拡大・中国経済の底堅さ、などを背景に輸出は加速すると見込まれる。こうした状況下、設備投資や個人消費も堅調に推移する見込みである。また、各国中銀が金融政策を現状のやや緩和的なスタンスで据え置く、もしくは微調整のレベルにとどめる可能性が高い点も設備投資・個人消費の双方を下支えすると期待できる。
- ただし、米国のトランプ政権の政策から生じる数々のダウンサイドリスクが存在する点には細心の注意を払うべきであろう。具体的には、①保護主義的な経済政策の巻き添えとなるリスク、②TPP の頓挫を背景とした外資系企業の投資マインドが悪化するリスク、③米国の金利が急上昇し、新興国から資金流出圧力が強まるリスク、が指摘できる。

¹ 総論、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナムを担当

² タイを担当

総論

2016 年の ASEAN5 カ国の経済は米国大統領選まで底堅い動き

2016 年の ASEAN5 カ国の経済は同年 11 月に実施された米国大統領選までは底堅く推移した。

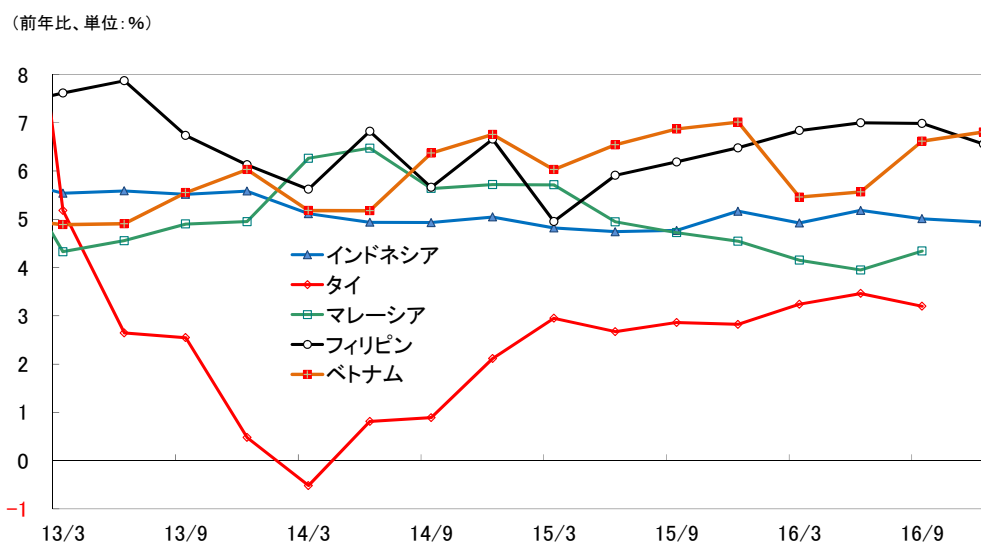
年前半にはエルニーニョ現象が原因だとされる異常気象がベトナムやタイなどで発生し、これらの国では農作物などが被害を受けた。特にベトナムは経済全体に占める第一次産業の割合が ASEAN5 カ国の中でも最も高い(2015 年)こともあり、経済へのダメージも比較的大きかった。

しかし、ASEAN5 カ国の経済を取り巻く話題は明るいものも多かった。どの国も低インフレ率を背景に個人消費は堅調に推移していた。また各国中銀が取っていた緩和的な金融政策も経済を下支えした。インドネシアでは 2016 年の年始から 10 月末に 6 度も利下げが実行された。同様にマレーシアでも 7 月に 1 度利下げが実施された。さらに、2016 年を通して政策金利が据え置かれたタイやベトナムでも 2015 年以前に実施された利下げの効果がある程度のタイムラグを伴って発現した可能性もある。マレーシアの通貨リングは 2014 年 8 月末からは 2015 年 11 月半ばにかけて対米ドルで 45%近くも下落したものの、マレーシア中銀は上記の期間、政策金利を据え置き続けた。そしてリングの急落リスクが和らいだ 2016 年 7 月、同国中銀は景気下支えを目的に利下げを実施した。

また、フィリピンでは 2016 年 5 月 9 日に実施された総選挙向けの政府支出が経済全体を押し上げたこともあり、4-9 月期の経済成長率は前年比 7%を超え、新興国の中でも屈指の高成長を実現した。タイでは個人消費の復調が目立つ。例えば、同国の自動車販売台数の伸び(前年比)はファーストカー・スキーム³と呼ばれる需要の先食い政策の反動を受け、2013 年 5 月以降はマイナス続きであったものの、2015 年末頃からはプラスに転じるケースも増えてきた。そして、弱含みが続いていたマレーシア経済も底打ちの兆しが出ている。マレーシアの経済成長率はコモディティ価格の急落や実質的な消費増税である物品・サービス税(GST)の導入等を受け、2014 年半ば頃から減速続きだったものの、2016 年 7-9 月期に遂に加速へ転じた。

³ 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 万バート免税される制度

図表 1 : 各国の実質 GDP 成長率の推移



(注1) ベトナムのみ前年累計比、その他の国は前年比

(注2) インドネシア、フィリピン、ベトナムは2016年10-12月期が最新値、タイ、マレーシアは同7-9月期が最新値

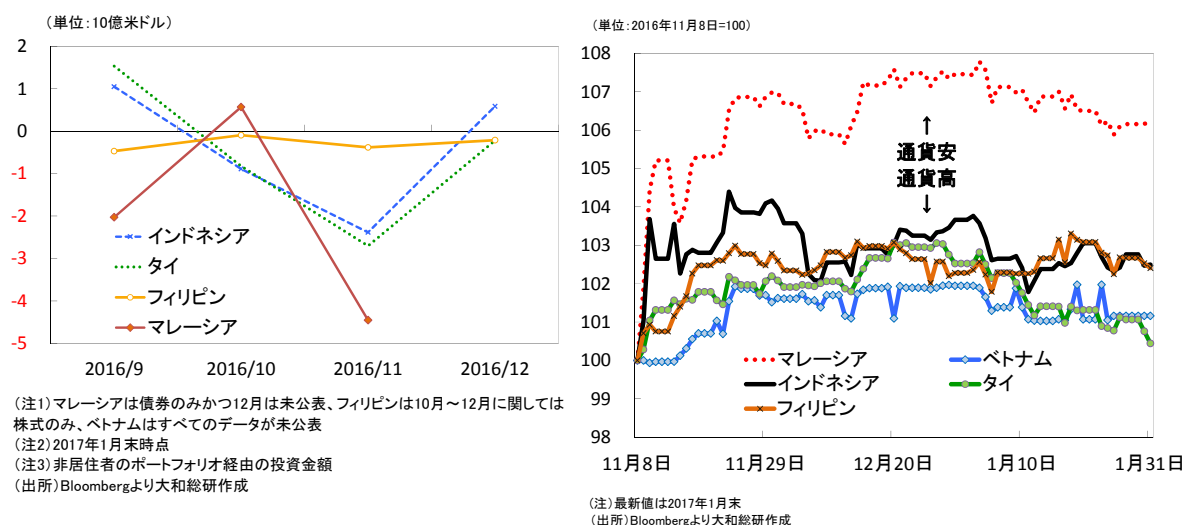
(出所) 各国統計局より大和総研作成

トランプ・ショックをきっかけとした動揺は早期に沈静化

こうした中、11月の米国大統領選でトランプ氏が勝利したことをきっかけに、米国金利が急上昇し、新興国に投資されていた資金がにわかに米国に逆流した。しかし、12月以降、米国経済への期待の高まりが金融市場のリスク許容度を高めたこと等を背景にして、こうした動きはほぼ沈静化した。

ASEAN5 カ国も例外ではない。ASEAN5（除くベトナム）に対する非居住者のポートフォリオ投資は2016年11月に大幅な流出を記録したものの、翌12月にはその動きは沈静化している。同様に、対米ドルレートの動きを見ても、11月中は下落が目立っていたが、12月以降はほぼ横ばいで推移している。ただ、各国ベースでは動きはかなり異なっている。例えば、大幅な経常黒字を持つタイ、タイよりも経常黒字幅は小さいものの、海外送金という安定的かつ大きな資金流入ソースを持つフィリピンに対する資本流出圧力はかなり限定的である。逆に、マレーシアでは危機耐性の悪化等の理由から資本流出圧力は比較的強く、通貨リングの下落幅も ASEAN5 カ国通貨の中では目立っていた。このため、マレーシア中銀は輸出から得た外貨の一定割合を自国通貨であるリングに強制的に変える等、力づくとも形容できる手段でリング安圧力に歯止めをかけようとしている。

図表 2：各国の資本流出金額（左図）、対米ドルレートの推移（右図）



底堅く推移する見通し

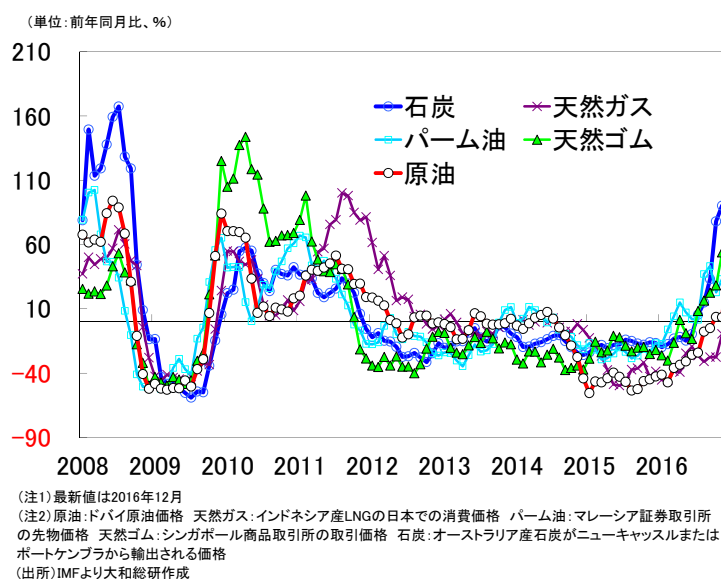
2017 年末にかけても ASEAN5 カ国の経済は底堅く推移する見通しである。

主な背景の一つはこれらの国々を取り巻く外部環境が好転したと思われるためである。2016 年前半にエルニーニョ現象がタイやベトナムなどを苦しめた。一方、2016 年秋口に発生したラニーニャ現象は同年 12 月時点で終息に近づいているとされる。今後も大きな天候不順に見舞われないという前提条件に立てば、昨年の反動でタイやベトナム等では農業の成長率が回復するほか、インフレ率に若干下落圧力がかかると見込まれる。

さらに、コモディティ価格の上昇もマレーシア・インドネシアといった資源国にとって追い風となろう。中でも、原油の純輸出国であるマレーシアはコモディティ価格の下落を受けた場合に貿易黒字が縮小（または貿易赤字が拡大）しやすい貿易構造である。そのため、コモディティ価格の復調は同国の貿易黒字（経常黒字）の拡大をもたらし、リングの対ドルレートを支える効果があると思われる。インドネシアもマレーシアほどではないが、同様の効果が期待できる。

各国中銀が金融政策を現状のやや緩和的なスタンスで据え置く、もしくは微調整のレベルにとどめる可能性が高い。各国のマクロ経済が底堅く推移する上に、FRB が今年も数回利上げを実施すると見込まれる中、各国中銀は自国通貨の急落リスクを高めかねない利下げに二の足を踏みがちになると思われる。他方、大幅な利上げも実施される可能性は低い。各国のインフレ率はコモディティ価格の底打ちを受けて上昇しつつあるものの、2017 年中に各国中銀が金融引き締めスタンスを明確に強めるほどには加速しない見通しである。

図表 3 : コモディティ価格の推移



こうした状況下、設備投資は上向く見込みである。各国通貨対ドルレートの下落に加え、先進国経済の緩やかな回復等を受けて多くの国で輸出が回復すると見込まれるためである。また、マレーシアやインドネシアの資源セクターではコモディティ価格の上昇を受けた企業収益の改善も設備投資を後押ししよう。

企業景況感の改善が各国の雇用・所得環境を上向かせる中、緩和的な金融環境も耐久財消費の追い風となる形で個人消費も堅調に推移する見込みである。

政府支出は各国ごとに方向性がかなり異なる。例えばフィリピンはインフラ向け支出を含めて歳出が大幅に増加すると見込まれ、タイでは前国王の国葬や新国王の戴冠式の費用に加え、2018年に実施されると見込まれる総選挙向けの費用の一部が政府消費を後押しすると期待できる。他方、財政健全化に取り組むインドネシアやベトナムでは緊縮的な財政政策が実施される見通しである。

政治・治安面が比較的安定している点も経済に対してプラスである。もちろん、フィリピンの麻薬取締りやタイ・マレーシアの言論弾圧などの一部の政府が行う強権的な手法に対しては国内・国外から批判を受けることもあるものの、政府機能が麻痺するようなクーデター・大規模な反政府デモが発生する兆候は観察できないため、政治・治安問題により経済が急減速するリスクは低い。

以上より、2017年のASEAN5の経済成長率は前年比+5.1%と2016年の同+5.0%からほぼ横ばいの伸びとなる見通しである。

図表 4：各国の実質 GDP 成長率の見通し

	2013	2014	2015	2016	2017
インドネシア	5.6	5.0	4.9	5.0	5.2
タイ	2.7	0.8	2.8	3.1	3.6
マレーシア	4.7	6.0	5.0	4.6	4.7
フィリピン	7.1	6.2	5.9	6.8	6.6
ベトナム	5.4	6.0	6.7	6.2	6.6
ASEAN5	5.1	4.6	4.8	5.0	5.1

(注1)水色部分は予測値

(注2)ASEAN5の成長率は各国の伸び率を購買力平価GDPを用いて加重平均

(出所)CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

トランプ政権から生じる数々のダウンサイドリスク

ダウンサイドリスクの一つはトランプ大統領が掲げる保護主義的な経済政策の巻き添えとなるリスクである。同氏は中国やメキシコに対して高額な報復関税を課そうと息巻いている。また、同氏は米国第一主義を掲げ、自国の雇用者増加を強く主張している。このため、同氏は米国や日本等の企業に米国での生産を促すばかりではなく、メキシコ等の海外へ移転した企業に対して国境税を課すとしきりに主張している。ASEAN5 カ国は日中独と比較すれば、米国に対して多額の貿易黒字を計上しているわけではなく、トランプ政権に直接狙い撃ちにされる可能性は低い。しかし、米国が日本や中国からの輸入を制限する措置を打ち出した場合、サプライチェーンを介してASEAN5 カ国も一定の経済的ダメージを受けるだろう。また、IT産業などの米国企業の進出が盛んなフィリピンなどでは、企業の撤退までは至るケースはあまり多くないかもしれないが、少なくとも新規進出のペースが鈍ると懸念される。

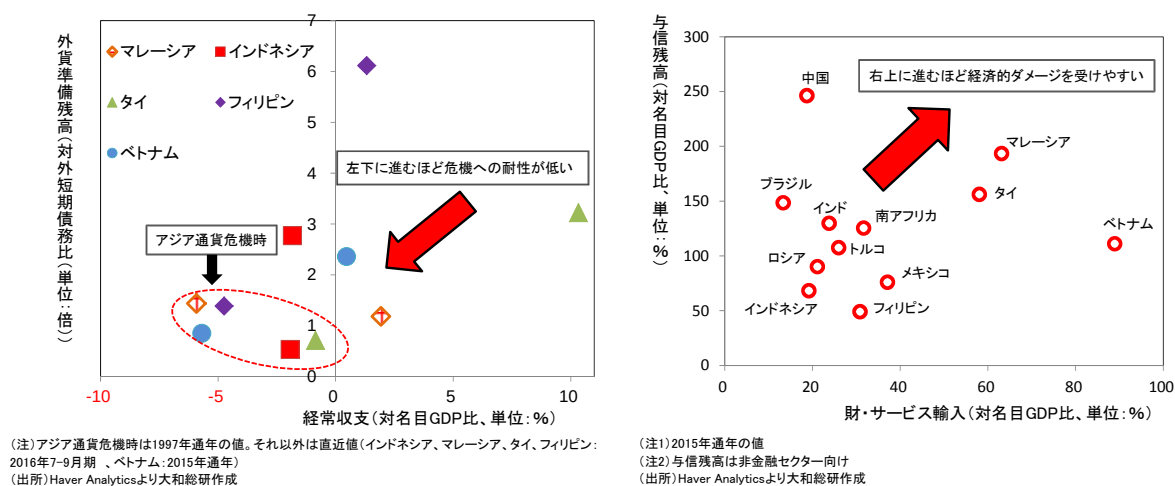
さらに、TPP交渉の頓挫が外資系企業の投資マインドを弱め得る。世界銀行が推計したTPP発効による経済の押し上げ効果を見ると、加盟国の中で最も高いベトナムはもちろん、マレーシアも相当の水準にのぼっている。しかし、トランプ氏は大統領就任後すぐに環太平洋経済連携協定（TPP）から「永久に離脱する」とした大統領令に署名した。もちろん、TPPが頓挫しても関税等の各種制度は現状維持であり、両国の経済成長がダイレクトに押し下げられるという効果はない。しかし、外資系企業が生産拠点としての魅力が低下するという理由の下、投資計画を縮小・撤回するリスクは存在する。

もう少し長期的な視点に立つと、対新興国の典型的な経済成長パターンである対内直接投資を起点とした成長の典型的パターンが崩れてしまうリスクが懸念される。すなわち外資系企業が自国内で工場などの生産設備を建設し輸出のドライバーとなるパターン、あるいは地場系企業がその技術を吸収し、国際競争力を高めるというパターンが起り難くなる危険性がある。

米国の金利が急上昇し、新興国から資金流出圧力が強まるリスクも懸念される。この場合、自国の通貨下落や金利上昇を通じ、一定程度の経済的ダメージを受けざるを得ない。特にダメージを受けやすいのは輸入依存度や対内・対外債務が高い国であろう。通貨の下落は自国企業が抱える米ドル等の外貨建て債務の返済を重くする上に、輸入インフレをも高進させてしまう。加えて、外貨準備高に比して対外（短期）債務を多く抱えている国は資本流出リスクが高まりやすい。

このリスクが実現した場合、インフレ圧力の高まりや資本流出リスクに直面した中銀は金融政策を引き締め方向に舵を切り、これが国内金利の押し上げを通じて、自国通貨建て債務の返済を重くすると懸念される。今回取り上げた5ヵ国の中ではとりわけマレーシアがこうしたルートで経済の下押し圧力が高まりやすく、今後の動向に注意すべきであろう。

図表5：各国の危機耐性（左図）および経済的ダメージの受けやすさ（右図）



インドネシア

2016 年の実質 GDP 成長率はわずかに加速

2016 年の実質 GDP 成長率は前年比+5.0%となり、2015 年の同+4.9%から若干加速した。

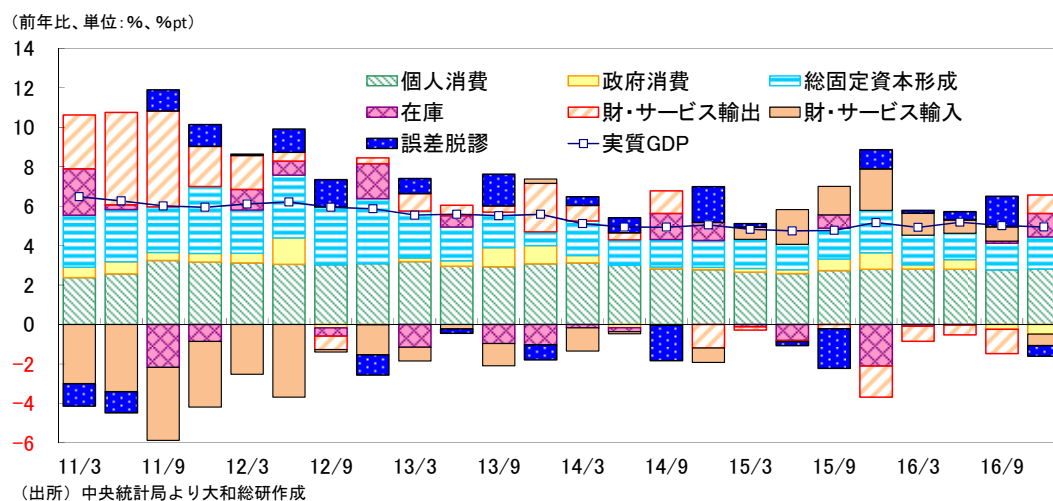
成長のドライバーである個人消費は堅調であったものの、それ以外の項目が芳しくなかった。しかし、四半期ベースの動きを見ると一部で回復の兆しが窺える。

政府消費の伸び率は 2015 年前年比+5.3%から同▲0.1%とマイナスに転じた。主な理由は歳出カットだと考えられるであろう。昨年 8 月、インドネシア政府は税収不足から年末までに 219 兆ルピアの歳入不足が予想されることを背景に 137.6 兆ルピアの歳出削減に踏み切ると表明しており、この効果が顕在化したとみられる。ただし、財政状況の悪化を防止すべく、政治的困難を伴いがちな歳出抑制に取り組んだ同国政府の姿勢は中長期的な財政リスクを低下させたという意味で評価すべきであろう。

財・サービス輸出も通年では 2 年連続でマイナスの伸び率であった。しかし、四半期ベースでは 2016 年 10-12 月期に約 2 年ぶりとなるプラスの伸びを記録した。輸出回復の兆しは貿易統計からも確認できる。中央統計庁によれば、輸出金額は 2015 年の年末頃から 2016 年前半頃まで、前年比ベースで 2 桁のマイナスも珍しくはなかったが、2016 年 8 月以降はプラスの伸びが続く。さらに、インドネシア中銀が発表する品目別輸出金額のデータを見ると、一時期はコモディティ価格急落の影響で落ち込んでいた石炭、天然ゴム、パーム油といった資源関連の品目が復調している。さらに、電器製品や化学製品、金属製品などの製造品も一時の落ち込みから回復している。また、輸出相手国・地域別の動きを見ると、主要な貿易パートナーである ASEAN、中国、米国向けなどが復活を遂げている。

投資も底打ちの兆しが見える。固定資本形成は第 2 四半期、第 3 四半期は底ばいの動きをみせていたが、第 4 四半期に加速した。第 4 四半期の動きの内訳を見ると、建設向けは減速した一方、機械向けのマイナス幅は大幅に縮小し、トラック等の輸送向けは 2 桁のプラス幅に達している。

図表 6 : 実質 GDP 成長率の推移



中銀は 2016 年に入って 6 度も利下げを実施

インドネシア中銀は 2016 年に入って 10 月の金融政策決定会合までに利下げを 6 度も実施した。また、インドネシア中銀は同年 8 月に金融政策と実体経済の結びつきを強めるべく、政策金利を参照レートである BI レートから市場金利である 7 日物リバースレポ金利に変更した。

インドネシア中銀は 2013 年、燃料補助金削減に伴うインフレ高騰、およびバーナンキ FRB 議長（当時）による QE3 縮小示唆発言を機に高まった資本流出懸念（ニルピア急落懸念）等を背景に高金利政策を続けてきた。しかし、この度の利下げラッシュを受け、政策金利は高金利政策が実施される以前の水準近くまで下落した。中銀が利下げモードに転じた主な理由は低インフレ、経常（貿易）赤字の縮小、通貨ルピアの安定などが相俟って生まれた国内経済の安定であろう。

背景の一つとして、一部のコモディティ価格が上向いたことが指摘できる。インドネシアの主要輸出品目である石炭、パーム油、天然ゴム等の価格は昨年年末頃から徐々に上昇してきた。他方、原油価格は比較的落ち着いた水準で推移していた。インドネシアでは油田の老朽化に加えて経済発展に伴う自動車の普及等が重なったために、原油の純輸出国から純輸入国に転じた。こうした状況下、同国の貿易赤字は縮小し、インフレ率も中銀が定めたインフレターゲットの下限⁴を一時は下回り、金融緩和の余地が拡大した。他には、米国の利上げペースが緩慢になるとの予想が広がった点、さらに中国で昨年夏の人民元切り下げや 2016 年年初の上海株式市場急落等といった混乱から落ち着きつつあった点などもインドネシア中銀の利下げを後押しした材料だったと思われる。

また、2016 年 11 月の米国大統領選をきっかけに資本流出圧力がにわかに高まったものの、同年 12 月以降はその勢いは弱まっている。結局、通貨ルピアの対米ドルの下落率は米国大統領選時から 2017 年 1 月末までの期間で 2.5%にとどまっている。中銀が金融政策決定会合後に公表

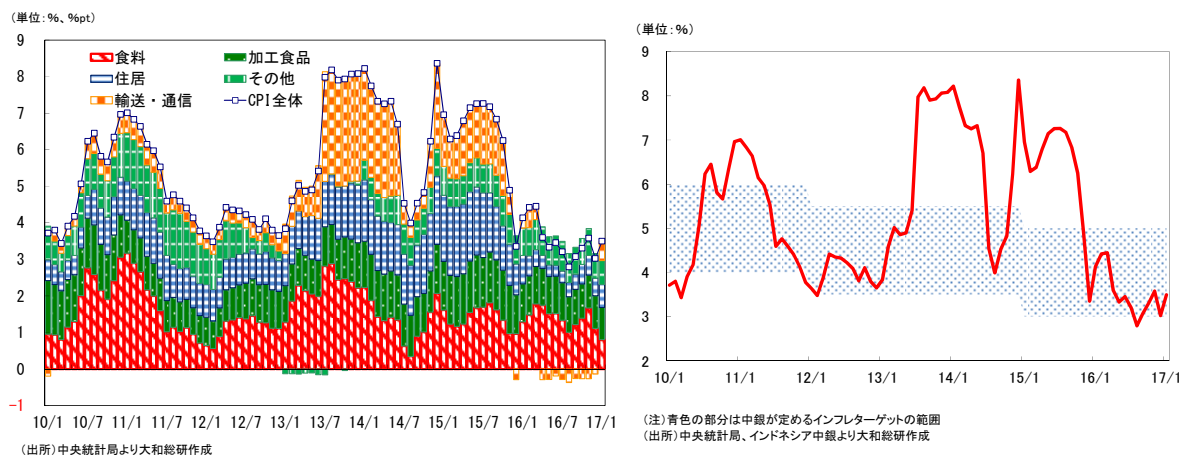
⁴ なお、インドネシア中銀が定めるインフレターゲットは 2015 年以降、 $4 \pm 1\%$ （3%～5%）である。

する声明文を見ると、大統領選直後は第一パラグラフで「ルピアの為替レートを経済のファンダメンタルズを反映した水準で維持する」と述べており、ルピア急落リスクに対する警戒感を露わにしていた。しかし、2017年1月の会合後発表された声明文の第一パラグラフにはルピアに関する記述は存在していない。ここから、中銀が上記の警戒感を若干ながらも緩めた可能性が示唆される。

政策金利は2017年を通じて据え置かれる見通しである。後述の通り、インドネシア経済は加速すると期待できるため、米国が今年も数回利上げを実施すると見込まれる中、インドネシア中銀がルピアの急落リスクを負ってまで景気の下支えを目的とした利下げに踏み切るインセンティブは弱まっている。

反対に、利上げを実施する可能性も限定的であろう。確かに、インフレ率は国際原油価格の上昇や電力価格の引き上げなどを主因にある程度の加速は避けられないだろう。後者に関して、国営電力公社（PLN）は補助金により低く抑えられてきた一部の電力価格を引き上げるという。具体的には、1キロワット当たり605ルピアだった従来の価格を2017年1月から段階的に引き上げ、同年5月には同1,352ルピアに設定するという。中銀は2017年のインフレ率に関して、この電力価格の引き上げを受けて0.8%pt～1.1%ptほど押し上げられるものの、それでも3.0%～5.0%というインフレ目標内に収まると予想している。このため、インフレ圧力が金融引き締め材料とはなり難い状況は今後もしばらく続くのではないかと見られる。

図表7：インフレ率の推移



2017年も若干上向く程度か

2017年のインドネシアの経済成長率は5.2%と伸びを若干拡大させる見通しである。

まず先進国経済の緩やかな回復等を受けて輸出は加速すると期待できる。2014年1月から続いていた未加工鉱物の輸出制限令が2017年1月に緩和された点も輸出の追い風となろう。こうした輸出の拡大、コモディティ価格の上昇による企業収益の改善、2016年に6度も実施された利下げの影響などを受け、企業は設備投資を加速させると見込まれる。経済が盛り上がり、失

業率も低水準（2016 年 9 月末時点で 5.6%）で推移する中、個人消費も堅調に推移する見通しである。インフレ率の加速は確かに消費へダメージを与えるものの、水準自体は過去と比較して低めであると予想できるため、ダメージの程度は限定的であると思われる。

ただし、財政支出を通じた景気の底上げ効果は基本的に期待できない。もとより、近年のインドネシアでは甘い税収見通しが財政赤字の拡大を招く大きな原因の一つであった。特に、2015 年の財政赤字は対名目 GDP 比▲2.6%と 2000 年以降で最大の赤字幅を記録した。こうした中、2016 年 7 月にジョコ・ウィドド政権が行った第 2 次内閣改造で新たに財務大臣に就任したスリ・ムルヤニ・インドラワティ氏の下で財政健全化策が次々と打ち出されている。例えば、ムルヤニ氏は同年 8 月、税収不足から年末までに 219 兆ルピアの歳入不足が予想されるため、137.6 兆ルピアの歳出削減に踏み切ると表明した。そして、2017 年度予算では 2016 年度よりも歳出・歳入の双方が減少する予定である。

アップサイドリスクはタックス・アムネ스티法から得られる税収が後押しとなり、補正予算が組まれ、歳出が上乗せされる可能性である。この法律は 2016 年 7 月から 2017 年 3 月までの期間、海外で保有する純資産を当局に正確に申告していない個人・法人が自主的に開示・申告を行った場合、規定よりも低い税率が適用される制度である。税率は 2016 年 7～9 月、10～12 月、2017 年 1～3 月の 3 期間ごとで分かれており、時期が遅いほど税率は上昇する。インドネシア政府はこの制度を通じ、2015 年の歳入の 10%程度に当たる 165 兆ルピアの税収増が得られると試算する。制度の開始から 2016 年 9 月末にかけての納税額は目標値の 60%弱となる 97.1 兆ルピアであるという。今後、この資金を元手に政府が補正予算を組み、インフラ投資等の歳出が増加する可能性もあろう。

タイ

2016 年は外需に支えられて緩やかに成長

2016 年のタイ経済は外需に支えられて緩やかに成長したと想定される。実績値である 2016 年 1－9 月期の実質 GDP は前年比＋3.3%と前年の 2015 年 1－9 月＋2.8%と比べると増加幅が拡大した結果となった。この主な要因は、外需と民間消費が堅調であったためである。

需要項目別に内容を見ていくと、2016 年 1－9 月期の民間最終消費は前年比で＋3.3%と前年の 2015 年 1－9 月期の同＋2.0%から増加幅が拡大した。この主な要因は耐久財の持ち直しである。この背景は 2011 年から 2012 年にかけて実施されたファーストカー制度による駆け込み需要の反動が 2016 年に入ってからようやく剥落してきたことが挙げられる。また、宿泊や飲食や娯楽といったサービス消費が堅調であったことも寄与した。

2016 年 1－9 月期の公共投資は前年比＋10.3%と前年の 2015 年 1－9 月期の同＋26.5%から増加幅が縮小した。この背景は前年に水道や発電所や道路建設などへの大規模な投資があった影響だと考えられる。しかし、交通インフラの整備などが寄与していることなどから高水準で推移しており、GDP を依然として下支えしている。

2016 年 1－9 月期の民間投資は前年比＋0.6%と前年の 2015 年 1－9 月期の同▲3.3%からプラス圏に転じた。これは設備投資がマイナス圏から脱したためである。国内での商業車の販売が復調していることなどが背景だと考えられる。一方、建設投資は昨年同様小幅に増加した。1－3 月期にバンコクなどの都市部において民間住宅の建設が相次いだ影響で、一時的に住宅投資が急増したものの、建設投資はその後、さえない動きをしている。

2016 年 1－9 月期の輸出は前年比＋3.4%と前年の 2015 年 1－9 月期の同＋1.4%から増加幅が拡大した。これは主に財の輸出がマイナス圏から脱出したことが要因である。1－3 月期に魚介類や農作物の輸出が増加したこと、7－9 月期に魚介類と工業製品の輸出が増加したためである。一方、サービス輸出は高水準をキープしているものの昨年より増加幅が縮小した。これは、インバウンドが一巡するなど中国や ASEAN からの外国人旅行者数の伸びが鈍化していることが背景である。

2016 年 1－9 月期の輸入は前年比▲2.5%と前年の 2015 年 1－9 月期の同▲0.0%から減少幅が拡大した。これは、4－9 月期にタイ人の海外旅行が減少したことに伴うサービス輸入の減少が主な要因であると考えられる。一方、財の輸入も減少しており、これは前年の 4－6 月期に発生した機関車や航空機といった比較的高付加価値な資本財の輸入による反動減が主因である。原材料の輸入は工業製品の輸出の回復などにより徐々に回復が見られる。

2016 年 1-9 月期のインフレ率（インフレターゲットの対象である CPI 総合指数）は、前年比 0.0%と前年の 2015 年 1-9 月期の同▲0.9%のマイナス圏から脱却した。これは、原油価格が年初に底を打ったことでエネルギー価格の減少幅が縮小したことが主な要因である。他にも、ファーストカーに対する減税措置による駆け込みの反動が剥落してきた影響で自動車の価格の下落幅が縮小したことも要因である。

ドル・バーツレートは 2015 年 12 月末 1 米ドル＝36.1 バーツから 2016 年 12 月末 1 米ドル＝35.8 バーツとバーツ高の方向へ推移した。これは、米国の金融政策が市場の予想以上に利上げに慎重で、それに伴いタイからの資金引き揚げの懸念が和らぐとともに逆にタイに資金が流入したこと、米国経済の成長ペースが市場の予想以上に緩やかだった一方、タイ経済が堅調だったことなどが要因だと考えられる。そのため、一時は 1 米ドル＝34 バーツまで増価した。しかし、11 月に米国でトランプ政権が誕生し、米国での大型減税やインフラ投資の増加を市場が織り込み米国の長期金利が上昇したことに加え、米国の対外政策が保護主義的な様相を強めるとの見方から、急速にバーツ安が進み、一時は 1 米ドル＝36 バーツを超えた。

政策金利（翌日物レポ金利）は 1.5%と中銀が据え置いた。中銀は国内・海外ともに経済の下押しリスクはあるものの、経済は緩やかに回復するだろうとしている。また、中銀は経済状況が悪化するときに備えて、金利の引き下げ余地を残していると発表している。このようなことから 1 年を通じて 2015 年 4 月以来の利下げは行わなかった。

2017 年の実質成長率+3.6%を予想

2017 年のタイの実質 GDP 成長率は前年比+3.6%と緩やかに経済が加速する見通しだ。この主な要因としては、堅調な個人消費が全体を下支えすることが挙げられる。また、公共投資や政府消費といった政府部門も経済成長に寄与するであろう。一方、2016 年に全体を牽引した輸出の増加幅は縮小する見通しである。懸念されているプミポン国王の崩御による自粛ムードの影響は軽微だろう。サービス消費やサービス輸出はわずかながら影響があると考えられるものの GDP 全体に与える影響は微々たるものであると考えられる。しかし、国の安定の要であったプミポン国王崩御による政治的不安定化のリスクには要注意である。総選挙に近づくにつれて現政権がタクシン派への姿勢をさらに強硬にするならば、タクシン派の不満もたまり、テロなどの社会不安を誘発する可能性も否定できない。そのような場合は、民間部門や公共部門ともに低迷するだろう。その中でも特に、経済成長を牽引していたサービス業に影響が出るであろう。また、トランプ米政権の通商政策や欧州での保護主義の台頭などにより輸出環境が悪化する可能性もある。

需要項目別に内容を見ていくと、民間最終消費は前年比で+3.5%の成長と予想する。まず、プラスの面では、農業従事者の所得の回復である。2016 年はエルニーニョ現象による干ばつの影響により農作物の生産量が減少したため農業従事者の所得が落ち込んだ。しかし、2016 年秋口に発生したラニーニャ現象は同年 12 月時点で終息に近づいているとされる。今後も大きな天候不順に見舞われないという前提条件に立てば、農業従事者の所得は 2016 年と比べて改善する

見込みである。マイナスの面では今まで個人消費の重荷となっている家計債務残高がいまだ高い水準で推移していることである。他方、懸念されている国王崩御の影響はサービス消費を下押しするものの軽微なものだと予想する。当初の想定以上に経済活動も正常に戻りつつある。娯楽や飲食や宿泊といったサービス消費には自粛ムードが残存するため年の初めにわずかばかり押し下げられるだろうが、徐々に回復するであろう。そのような中、政府は農業従事者以外の年収 10 万バーツ以下の低所得者層に 128 億バーツの補助金の支給を決定した。今年 1 月から最低賃金が現状の一日 300 バーツから 5~10 バーツ引き上げられる。これらの低所得者層の消費を促す政策対応も消費の追い風となるであろう。

一方、政府消費は前年比+4.0%と予想する。高齢化に伴う社会保障の拡充のほか、来年に行われる見込みである総選挙に伴う選挙費用や前国王の国葬と新国王の戴冠式の費用が全体を押し上げると考えられる。

公共投資は前年比+12.0%と予想する。2022 年までに 1.8 兆バーツ程度インフラ整備に予算が決定されており、特に 2017 年には総額 7,000 億バーツで 20 以上のプロジェクトが実施される予定である。

民間投資は前年比+0.8%と予想する。まず、建設投資は増加する見込みで、これは、連動して推移する公共投資が大きく増加するためである。一方、設備投資は停滞する見通しだ。設備投資と連動性の高い輸出が伸び悩むためである。一方、政府は民間の設備投資を奨励するための政策を打ち出している。今年 8 月には中小企業が政府貯蓄銀行から低金利で融資を受けられるような法案が成立した。また、民間のインフラ投資への税制の優遇を強化する法案も成立した。

輸出は、前年比+2.5%と予想する。サービス輸出の増加幅は縮小するだろう。まず、この背景には二つの特殊要因がある。一つ目はプミポン国王崩御に伴う自粛ムードの影響で、これによりわずかばかり外国人旅行者が減少するだろう。二つ目はこれまでタイの観光の牽引役となっていた中国ではいわゆるゼロドルツアーの取締まりが強化されていることで、中国からの観光客が減少するだろう。しかし、これらの要因は年前半までに解消すると見込んでいるためその影響は徐々に剥落していくだろう。他方、より長期的な要因として中国や ASEAN からの旅行者の伸びが鈍化していることが挙げられる。中国人の海外旅行の伸びの鈍化は特に顕著ではあるが、これは中国経済の緩やかな減速が背景にあると考えられる。そのため、今後はこれまでのような伸長は期待できないだろう。そのような中、政府は 1 月から 3 月の期間に到着ビザを現在の 2,000 バーツから 1,000 バーツに引き下げる計画を示している。一方、財輸出は、2016 年と比べて伸びが鈍化する見込みである。これは、主な財の輸出先である日本の停滞や中国の緩やかな減速が主な要因である。

輸入は前年比+0.1%と予想する。輸入を押し上げる要因としては個人消費が堅調である点が挙げられる。一方、輸入を押し下げる要因としては、年初に国王崩御の自粛ムードが残存することでタイ国民の海外旅行がさらに減少すること、バーツが前年に比べて減価することによりサービス輸入が減少する点が挙げられる。また、財の輸出の低迷により、回復基調にあった原

材料の輸入も停滞すると考えられる。

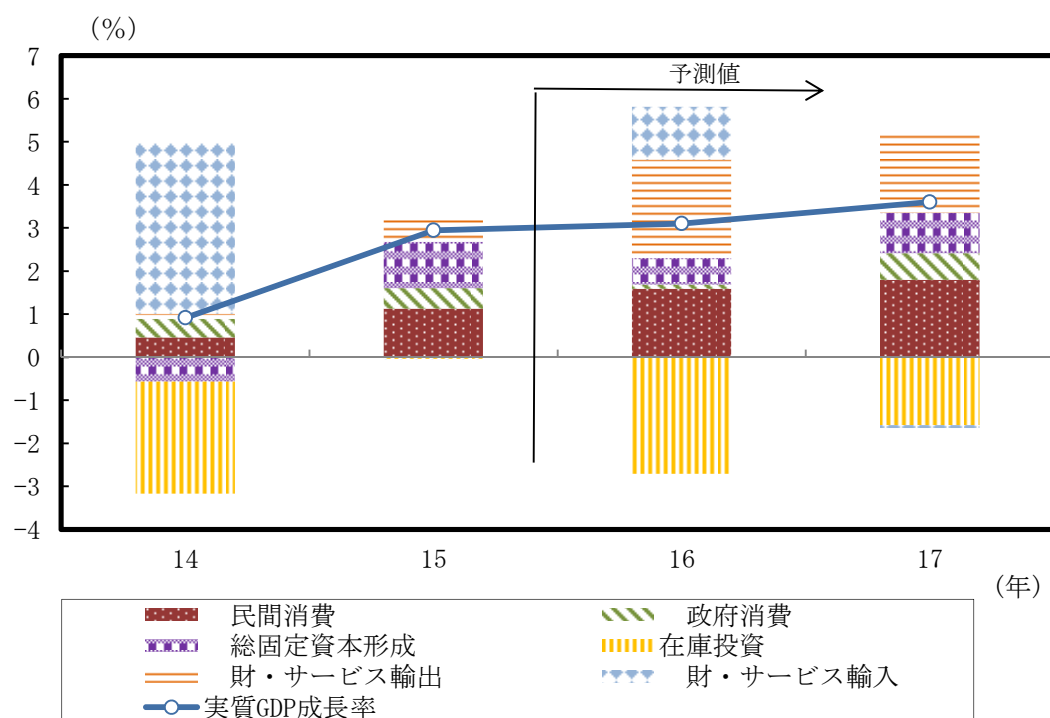
インフレ率は、前年比+1.5%と予想する。原油価格は 2016 年の年初に底を打ちそこから緩やかに上昇している。また、11 月 30 日に開かれた OPEC 総会で、一日の原油の生産量を 3250 万バレルまでに減産することが決定されたこともこの流れを下押しするであろう。これらのことから、原油価格は上昇基調にあると考えられる。インフレターゲットの目標値である CPI 総合指数は原油価格と密接な関係のあるエネルギーのマイナスの寄与の影響を受けていた。これが剥落しプラスに寄与することで、インフレ率はプラス圏で推移すると予想する。また、今まで CPI を下押ししてきた自動車の価格もファーストカーに対する減税措置による駆け込みの反動が今まで以上に剥落することで価格も底を打つと考えられる。その結果、中銀のインフレ目標のレンジである 1.0%~4.0%によりやく到達する。

政策金利（翌日物レポ金利）は 2017 年末に 1.50%と 2016 年から据え置かれることが予測される。インフレ率はインフレ目標のレンジの中で推移するだろう。国内経済も消費を中心に底堅く推移するだろう。そのため、中銀の金融政策のスタンスは 2016 年と基本的に変更はないだろう。

ドルベースレートは 1 米ドル=36~37 バーツと若干のバーツ安の方向で推移すると考えられる。17 年の米国の金融政策は引き締め方向に向かっており、米国の金利は上昇すると予想される。その影響で、ドルに資金が流入するため、バーツ安がもたらされるだろう。一方、サービス輸出の不振により、経常収支の黒字幅は縮小し、これもバーツ安に寄与するだろう。しかし、外貨準備高も豊富で、インフレ率も低く、財政赤字も少ないので、急激にバーツ安が進行するような事態には陥らないであろう。

リスクファクターとしてはまず国内の政治リスクが考えられる。国の安定の要となっていたプミボン国王が 10 月に崩御したことによる政局や社会情勢が不安定化することが懸念される。2017 年中に総選挙が行われる予定ではあったものの、新国王が新憲法案に修正を求めていることなどもあり、総選挙が 2018 年以降にまた先送りとなる公算が大きい。このような民政復帰への見通しが不透明な中、現政権がタクシン派への姿勢をさらに強硬にするならば、タクシン派の不満もたまり、テロなどの社会不安を誘発する可能性が否定できない。そのような場合、家計行動や企業活動といった民間部門の停滞を招くと同時に、政府の混乱は公共投資や政府消費といった公共部門にも影響を与えるであろう。中でも、GDP 全体の 10%を占めており、これまで成長の牽引役であったサービス輸出は旅行収支を中心に減少するだろう。過去にもテロなどの社会情勢の不安定化はタイを訪問する外国人旅行者の数を下押ししてきた。他方海外の政治動向もリスクファクターだと考えられる。世界経済のドライバーである米国ではトランプ政権が誕生し、その経済政策や金融政策は不透明である。また、欧州で右派政権が誕生する恐れがあり、排他的で保護主義的な政策がとられる可能性がある。世界全体の貿易量が減少し、これに伴いタイの財の輸出も減少するだろう。輸出関連企業を中心に民間投資といった企業活動も停滞することで、内需も弱含むだろう。そのような場合は、中銀は利下げを行って行くことが予想される。

図表 8 : 実質 GDP 成長率の推移



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

マレーシア

弱含みが続くマレーシア経済

マレーシアの実質 GDP 成長率は原油を初めとしたコモディティ価格の下落を受けて 2014 年 4-6 月期の前年比+6.5%から減速傾向に陥っており、2016 年 4-6 月期には同+4.0%まで弱含んだ。直近値である 7-9 月期には同+4.3%まで加速した。しかし、これは輸入の減速の結果でもあったため、本格的な景気回復局面に入ったとは言い難い。

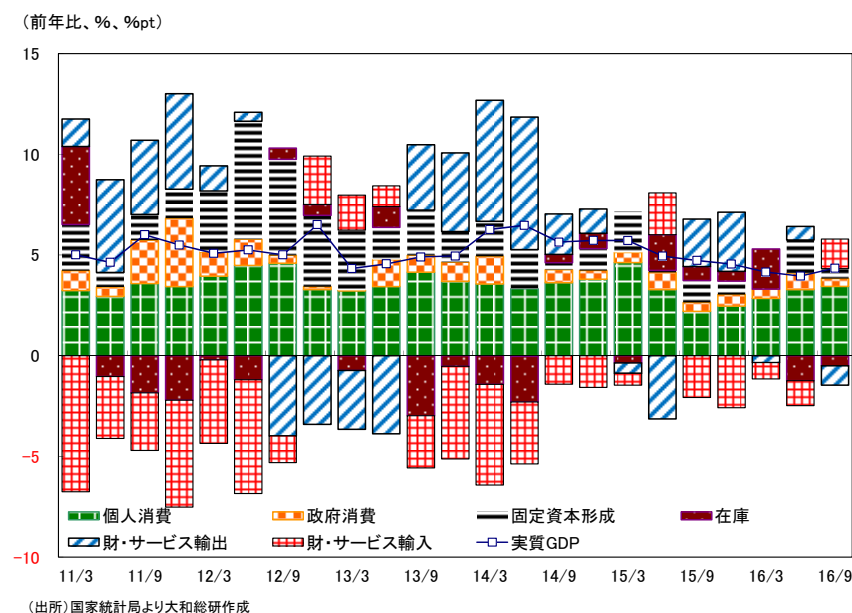
個人消費は 2015 年 4 月に事実上の消費増税である物品・サービス税（GST）が導入された影響によって急減速した。その後、同年 7-9 月期を底に足元まで持ち直しつつあるものの、消費者信頼感指数や自動車販売台数等のデータが弱含んでいる等の状況に鑑みれば、個人消費はやや力強さに欠けていると思われる。個人消費を取り巻く環境を見ると、低所得者向けの給付金である BR1M（正式名称：Bantuan Rakyat 1Malaysia）は 2016 年も例年通り増額されており、2016 年 7 月には最低賃金の月額が 10%以上引き上げられた⁵など良い面もある。他方、2014 年半ばには 2%台まで低下した失業率も直近では 3.5%近くまで上昇しているなど雇用環境はやや芳しくない。

固定資本形成は低金利環境下にありながらも弱めの動きが続いており、企業の投資マインドの弱さが浮き彫りとなっている。日本経済新聞社と IHS マークイットが発表する製造業 PMI を見ても、2015 年 4 月以降は景気の拡大と縮小の境界である 50 を割り込み続けている。原油・天然ガス・パーム油等の資源が主要な輸出品目であるマレーシアにとってここ数年間のコモディティ価格の不調は輸出の悪化を通じて資源企業に対してかなりのダメージを与えた。また、資源に並ぶ主要輸出品目である電子機器・機械の輸出も主な輸出相手国である日本、中国等の内需が力強さを欠いていたこと等を原因に弱含んでいた。

政府支出も民間部門の減速をカバーできるほど強くはない。もちろん、GST 導入は歳入増効果をもたらしたものの、コモディティ価格の下落で大きな痛手を負った資源セクターを中心に経済が減速したために、2016 年の歳入はマレーシア財務省の推定で前年比▲3.0%とマイナス圏に沈んだ。これに対応した形で歳出の中でも経常支出は同▲4.5%と低水準に陥ったものの、インフラ整備等の開発支出（資金返済を除いた部分）は同+12.5%と 2 桁のプラスの伸びになった模様である。

⁵ マレー半島は 900 リンギから 1,000 リンギ、東マレーシアでは 800 リンギから 920 リンギに引き上げられた。

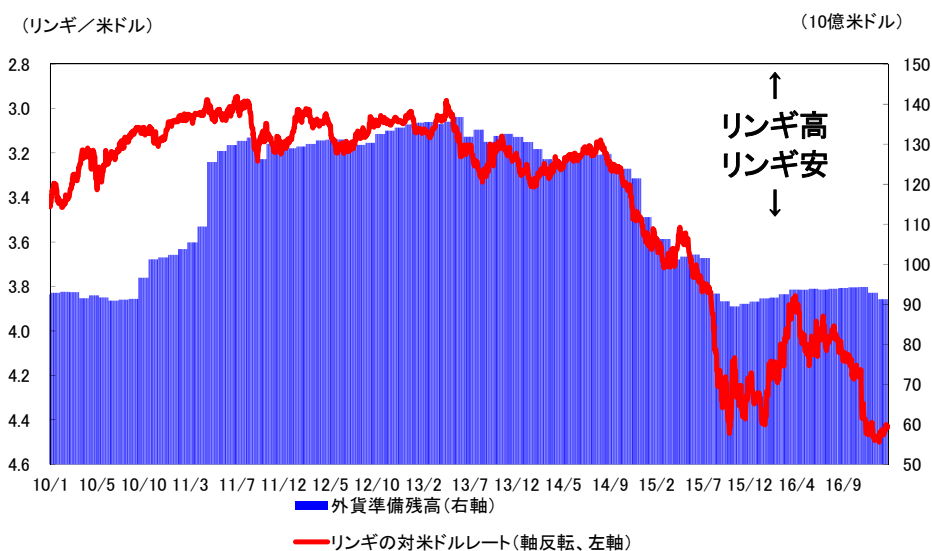
図表 9 : 実質 GDP 成長率の推移



アップダウンを繰り返すリンギ相場

マレーシアの通貨リンギは2014年8月末から2015年11月半ばにかけて対米ドルで45%近くも下落した。主な原因として①主要な輸出品目である原油・天然ガスの国際価格が2014年半ば頃からしばらく低迷していたこと、②2015年8月に突如実施された人民元切り下げを発端とした新興国不安がにわかに高まったこと、③政府系投資会社ワン・マレーシア・デベロップメント（1MDB）を巡るナジブ首相の汚職疑惑（後述）が投資家の印象を悪化させたこと、④新興国の中でも危機耐性が弱いこと、などが指摘できる。

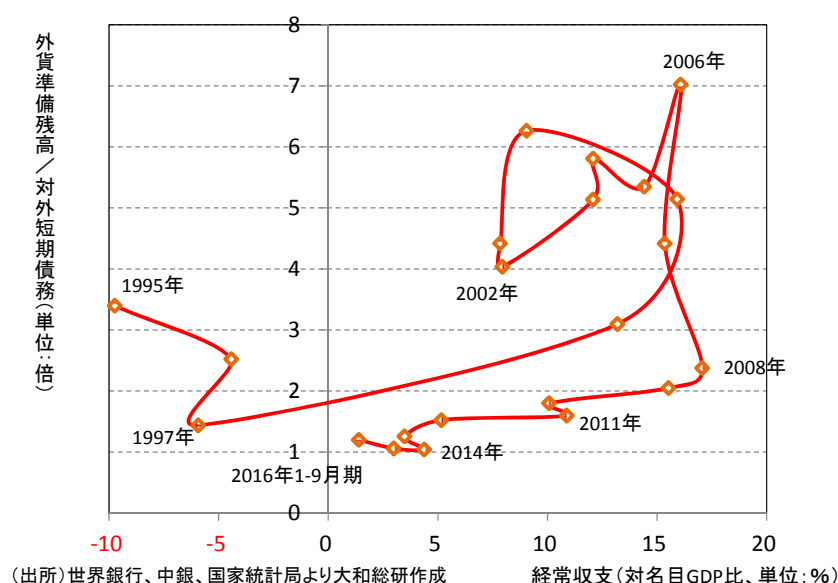
図表 10 : 為替レートと外貨準備の推移



(注) データは2017年1月末まで
(出所) Bloombergより大和総研作成

④に関して、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、2016年1-9月期は約1.2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。また、同時期に経常黒字は対名目GDP比で1.4%まで縮小している。

図表 11：マレーシアの危機耐性



このため、マレーシア中銀は2014年9月頃からおよそ一年間にわたり、リングの急落ペースに歯止めをかけるべく、かなりの規模でリング買い介入を実施した。この結果、2014年5月末時点で1,400億米ドル近くにはのぼっていた外貨準備高は、2015年10月末には900億米ドルを割り込んだ。しかし、その後、人民元切り下げショックの影響は薄れ、リングの為替レートは安定化した。そして、2016年年初からコモディティ価格の上昇基調が続く中、リングもある程度値を戻した。

潮目が変わったのは米国の大統領選である。トランプ氏勝利の報が流れた同年11月8日には1米ドル＝4.18リングだったリングの対米ドル為替レートは急落した。その後下落ペースはやや落ち着きが見られたものの、下落幅は他のASEAN5カ国通貨の中で比較的大きかった。

こうした中、中銀は2016年12月初めにリング急落防止策を発表した。例えば、中銀は輸出企業に対し、輸出で得た外貨のうち少なくとも75%をリングに両替することを義務付けた（従来の制度では100%外貨で保有可能であった）。また、国内取引においてリングの使用を義務付けた。新規制導入前に結ばれた契約は2017年3月末まで継続して外貨建ての支払いを容認されるが、新規契約や既存契約の更新時にはリング建て決済が必要とされた。しかし、これらの対策はすぐに効果を上げることはできなかった、リングの為替レートは2017年1月3日には1米ドル＝4.5リング台を記録した。ただ、その後同月末までに同4.43リング近くまで持ち直した。とどのつまり、米国経済の拡大期待が金融市場のリスク許容度を拡大させ、これがリングの反

発に繋がったと思われる。

今後、トランプ政権が新たに打ち出す政策などをきっかけに金融市場のリスク許容度が急低下する可能性には要注意である。しかし、メインシナリオではリングは米国が利上げを進める中で基本的には緩やかに下落すると見込まれるものの、下落幅は限定的だと想定している。既述のコモディティ価格の持ち直しはマレーシア経済を押し上げる上に、危機耐性も強化する効果を持っており、リング相場を下支えすると思われる。

金融政策のスタンスは現状維持が続く公算

マレーシアのインフレ率は 2016 年通年で前年比+2.1%と低位で安定が続いており、特に年後半は月次ベースで 1%台の伸び率で推移していた。主な背景として、2015 年 4 月に導入された GST の影響が剥落したこと、原油価格等が比較的低位で推移していたこと、などが指摘できる。ただし、原油価格の反発に伴い、2016 年 7 月に前年比▲9.9%まで落ち込んでいた輸送価格は同年 12 月には同▲0.6%とマイナス幅を急速に縮小させた。

こうした状況下、マレーシア中銀は弱含みが続く自国経済をサポートすべく、2016 年 7 月の金融政策決定会合で政策金利を 3.25%から 3.00%に切り下げる旨を決定し、その後は据え置き続けている。政策金利は 2017 年を通じて据え置かれる見通しである。インフレ率は原油価格の底入れの影響から上向くものの、上昇しても 3%程度だと思われるため、金融政策に変更を迫る要因にはなり難いと思われる。他方で、後述の通り、経済環境も今後は改善すると見込まれるため、リング急落リスクを高めかねない利下げの必要性も高くはなからう。

政治リスクは後退

1MDB を巡るナジブ首相の汚職疑惑に関し、ナジブ政権と反政権派の対立が未だに続いているものの、反政権派の勢いはやや失速しているように見受けられる。

背景の一つは、マレーシア国内で上記の汚職疑惑の捜査が終了したことである。マレーシア法務省は 2016 年 7 月、ナジブ首相の口座に渡った資金はサウジアラビアの王族から寄付されたものであると結論付け、捜査の終了を宣言した。ただし、法務長官の人事が捜査に影響としたとの観測も存在する。2015 年 7 月、当時 1MDB の捜査を仕切っていた司法長官のガニ氏は突然辞任し、後任には与党に近い人物だとされたアバンディ氏が就いた。報道によれば、ガニ氏がナジブ首相の立件に踏み切ろうとする動きを政権側が入手したために同氏は辞任に追い込まれたという。

さらに、政敵もある程度排除されている。代表例はアンワル氏の投獄であろう。野党連合のリーダーであった同氏は同性愛容疑により 2014 年に上訴裁判所から有罪を言い渡され、禁錮 5 年に処されるとの判決を受けた。同氏は政治的策略に基づいたでっち上げだと主張し、その後再審請求を行ったものの、2015 年 2 月に連邦裁判所（最高裁）に棄却された。そのため、同氏は 5 年間収監される上、刑期終了後も 5 年間政治活動を禁じられることとなった。

緩やかな回復に向かう見通し

マレーシア経済は 2017 年に緩やかな回復を遂げ、通年の成長率は+4.7%に加速すると見込む。先進国経済の緩やかな回復等を受けて輸出は加速すると期待できる。こうした輸出の拡大、コモディティ価格の上昇を通じた資源セクターの企業収益改善、2016 年 7 月に実施された利下げの恩恵を受け、設備投資も緩やかに加速する見込みである。個人消費も企業収益の改善を背景とした雇用・所得環境の回復や低所得者向け給付金である BR1M の増額などを受け、堅調に推移すると思われる。ただし、対名目 GDP 比で 191.9%（2016 年 4-6 月期）と高止まりする家計債務が引き続き重石となると懸念される。資源関連の歳入増を背景とした政府支出の拡大も期待できる。2017 年度予算の歳出は前年比+3.5%と 2016 年度予算の同▲1.9%からプラスの伸びに返り咲いた。

アップサイドリスクとして、次期総選挙の実施時期が従来見込まれていた 2018 年から 2017 年に前倒しとなった場合、ばら撒き政策が打ち出される可能性が指摘できる。与党は選挙の前倒しを否定しているものの、①野党連合を束ねるリーダーが出現する前に選挙を実施した方が有利だと考えられる、②1MDB 問題を調査し続けているマレーシア国外の当局がナジブ政権側に不利な新証拠を発見された場合、総選挙に響くリスクが存在する、ために与党は比較的有利に選挙を進めるべく選挙を早期に実施するインセンティブを持つ。現実には総選挙が前倒し実施となった場合、与党が勝利を収め、短期的には政治の安定感が増すかもしれない。しかし、反政権派の不満がうっ積し、暴動などを引き起こすリスクが高まるという意味では中長期的にマイナスに作用しかねない。

フィリピン

高成長率を達成

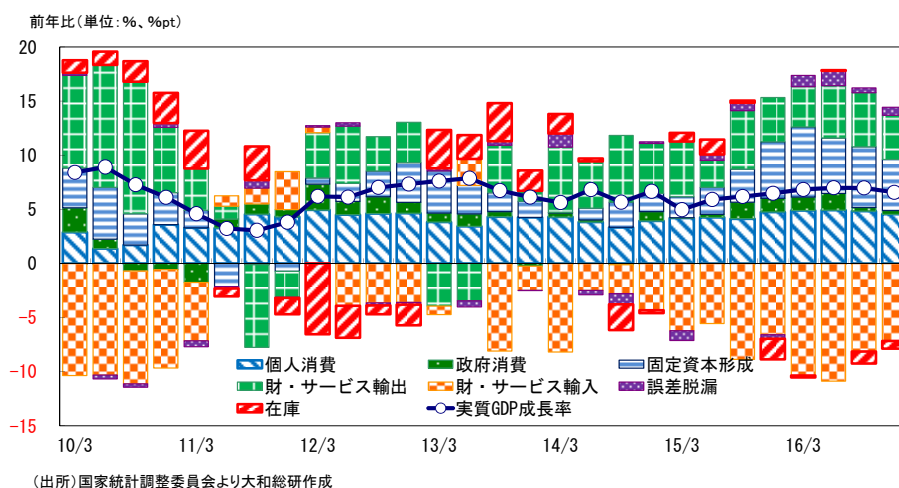
フィリピン経済は比較的良好な状態が続いている。2016 年の経済成長率は前年比+6.8%と2015 年の同+5.9%から加速した。四半期別に見ても、2016 年 4-6 月期と 7-9 月期の成長率は7%台に達した。

2016 年に力強い経済成長を実現できた理由の一つは、年前半に総選挙関連の政府消費が拡大したためである。7-9 月期はこの効果は剥落したものの、これを民間需要の強さがカバーする形となった。個人消費は 2016 年に入って 3 四半期連続で前年比+7%を超える伸びとなり、好調さを維持している。フィリピンの消費の源泉とも形容できる海外送金（ペソ建て、インフレ率で実質化）は鈍化傾向となっているものの、この影響を雇用環境の改善がある程度打ち消していると思われる。実際、失業率は 2016 年 10 月時点で過去最低水準である 4.7%まで低下している。ただし、不完全就業者率（所得が少ない等の理由からより長い時間の労働や転職を希望する人の割合）は近年の平均からほぼ横ばいとなっている点には留意する必要がある。

加えて、伸び率は 2 桁を超え、個人消費と共にフィリピンの経済成長のドライバーというべき存在となっている固定資本形成の力強さも注目に値しよう。内訳を見ても、建設向けおよび耐久財向け双方が好調を維持している。

サービス輸出も 2015 年に入ってから以降 7 四半期連続で前年比 2 桁を超える伸び率を達成した。牽引役となったのは BPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）産業であろう。フィリピンは比較的低い賃金ながらも高い英語力を持つ労働力を有しており、米国の金融機関からコールセンター業務を請け負う等のビジネスを推し進めてきており、こうした努力の一部が結実したのであろう。他方、財輸出はサービス輸出ほどの強さはないが、伸び率の水準自体は悪くはない。

図表 12：実質 GDP 成長率の推移



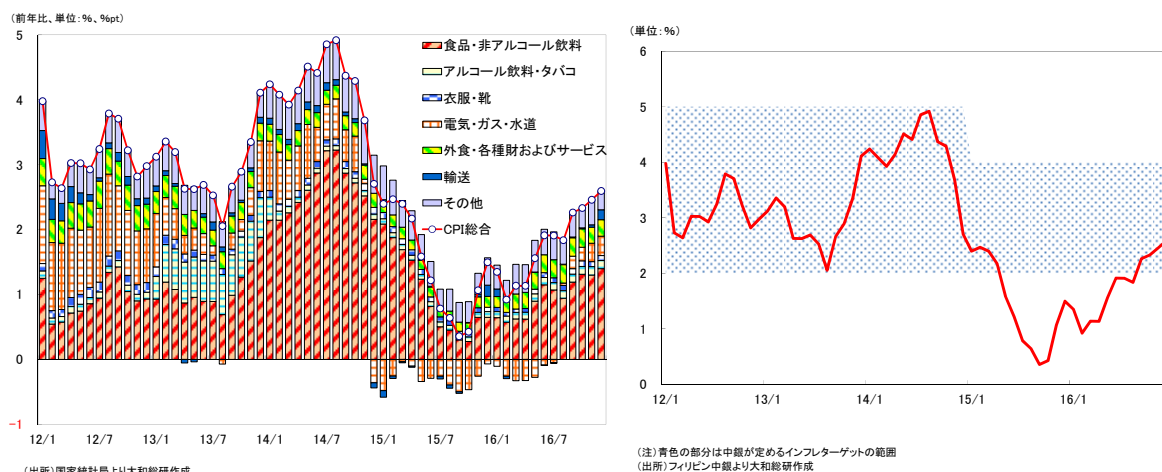
安定したペソ相場の下、中銀は金融政策のスタンスを変えず

フィリピン中銀は 2016 年を通じて実質的に金融政策のスタンスを変更しなかった⁶。

四半期ベースで 7%を超える高い経済成長率の中でも金融引き締めを回避できた背景の一つは比較的安定したインフレ率である。2016 年 2 月時点で前年比+1%を割っていたインフレ率は強い内需や原油価格の上昇等を受けて同年 12 月には同+2.6%まで加速した。ただし、中銀が定めるインフレターゲット（レンジ：2.0%～4.0%）の中心値である 3.0%を下回っている。品目別の動きを見ると、2015 年 10 月時点で同+0.7%にすぎなかった食品・飲料価格が 2016 年 12 月に同+3.6%まで加速した点がとりわけ目立っている。

インフレ率は強い内需および原油価格の底入れの影響を受けて加速する見込みである。中銀はインフレ率が目標値（2～4%）の上限を突破するリスク、および経済の過熱リスクを防止するため、政策金利を 0.25%pt ほど引き上げる見通しである。ただし、利上げ時期は 2017 年後半と予想されるため、2017 年内の経済の押し下げる効果は限定的だろう。

図表 13：インフレ率の推移

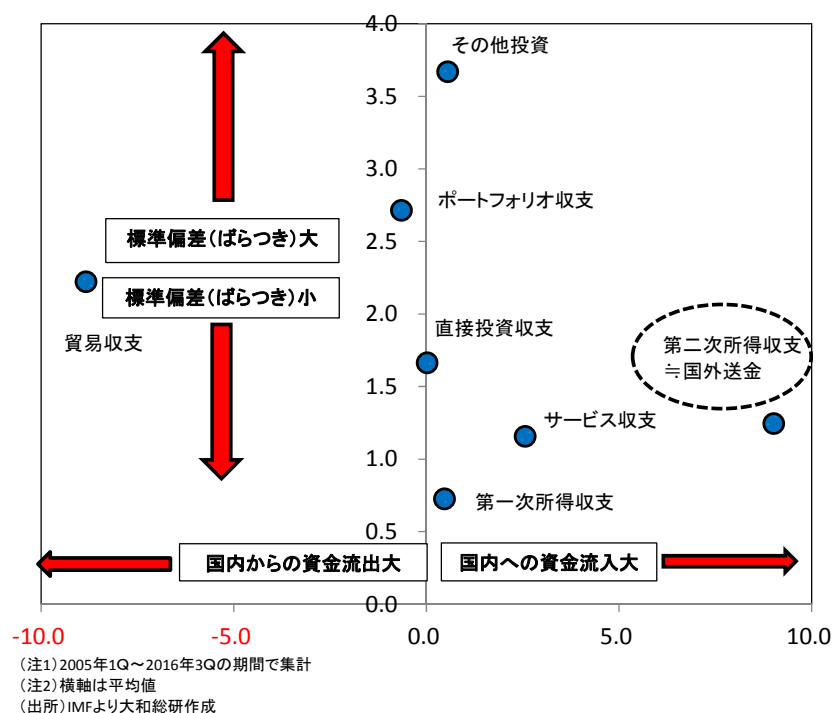


なお、フィリピンは対外ショックへの耐性が強いいため、通貨防衛に向けた利上げを実施する必要も高くはなかろう。経常収支はフィリピン国外に在住するフィリピン人からの送金を牽引役とし、対名目 GDP 比で 2.9%（2015 年）におよぶ黒字を計上している。加えて、同時期に 1 年以内に期限が到来する対外短期債務に比して外貨準備高は 5.9 倍に達しており、IMF が望ましいと考える 1 倍を優に超える。このように、フィリピンは安定的かつ規模の大きい資本流入リソースを持っており、これがペソの下落ペースを和らげる役割を果たしている。米大統領選の直前に 1 米ドル＝約 48.5 ペソであった為替レートは 2017 年 1 月 25 日時点で同 50 ペソ近くと

⁶ 2016 年 6 月 3 日からフィリピン中銀は政策金利に上限・下限を定める「政策金利コリドー方式」を導入し、その過程で一部の金利は引き下げられたものの、これは必ずしも金融緩和を意味しない。詳しくは大和総研レポート「新興国マンスリー（2016 年 7 月）」（2016 年 7 月 5 日）内のフィリピンのページを参照。（URL：http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/emg/20160705_011043.html）

約 2.7% 下落したにすぎない。

図表 14：フィリピンの国際収支の特徴



今後も高成長が続くと期待できる

2017 年のフィリピン経済成長率は前年比+6.6%と 2016 年から若干減速するものの、アジア主要国の中でも比較的高い経済成長率を維持すると見込まれる。

個人消費は引き続き経済成長の牽引役となろう。既述の通り、雇用環境は近年タイト化しており、これが所得増圧力を高めると思われる。加えて、多くのフィリピン人が居住する中東諸国や米国では経済が浮揚しつつあり、これらの国々からの送金増加も期待できる。また、米国大統領選以降はペソ安が緩やかに進行しており、ペソ換算の海外送金が増加しやすい点も個人消費の後押しとなろう。投資も堅調に推移する見通しである。緩和的な金融環境や企業マインドが強いことがその背景である。後者に関しては、製造業 PMI が景気の拡大と縮小の境界である 50 を上回り続けていることがその証左である。

政府消費は弱含むであろう。2016 年の前半にかけて総選挙に関連した大規模な支出が実行されたことを受け、政府消費は経済成長率を 1%pt 押し上げるほどの好調さを示した。しかし、2017 年の前半はその反動で政府消費は低水準にとどまる公算が大きい。しかし、公共投資はある程度の増加を遂げる可能性がある。ドゥテルテ政権下で初めて成立した 2017 年度予算では、財政赤字の上限は従来の対名目 GDP 比 2.0%から同 3.0%に緩められた。こうした中、予算規模は 2016 年度予算比+11.6%に拡大された。中でも、インフラ関連向けの支出は同+13.8%に設定されており、インフラ整備に対する政府の強い意気込みが窺われる。

米国の保護主義的な動きには細心の注意

トランプ氏が米国の雇用を優先して、保護主義的な動きを進めようとする点には細心の注意を払う必要がある。特に影響が懸念されるのがビジネス・プロセス・アウトソーシング (BPO) 産業である。フィリピン経済における BPO 産業の重要性は年々高まっている。業界団体である IBPAP (情報技術ビジネス・プロセス協会) の資料によれば、BPO 産業の規模は 2005 年時点の対 GDP 比 2.4% から急成長し、2016 年には 8% に達すると予想されている。さらに、2006 年の 24 万人から右肩上がりの増加が続き、2015 年には 120 万人、2016 年には 130 万人に至ったとされる。このため、トランプ政権が国内の雇用環境を改善させるべく、コールセンター等の業務を米国に戻すインセンティブを米国企業に与える政策を取る等のケースでは、フィリピン経済にとってはかなりの痛手となろう。

ベトナム

2016 年の経済成長率は鈍化

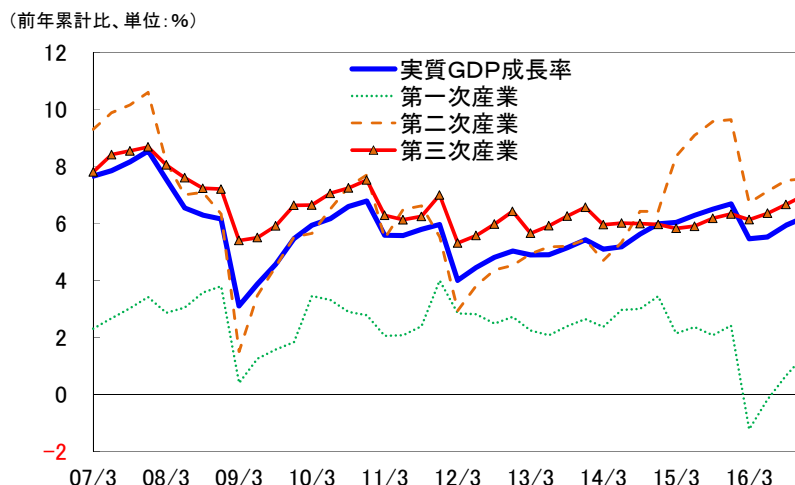
統計総局の発表によれば、ベトナムの 2016 年の実質 GDP 成長率は前年比+6.2%となり、2015 年の同+6.7%から鈍化した。

産業別の動きを見ると、第一次産業の成長率は 2016 年通年で前年比+1.4%と 2015 年の同+2.4%から減速した。主な理由として、2016 年前半にエルニーニョ現象がもたらす少雨が原因だとされる干ばつと塩害により、穀倉地帯として知られる南部メコンデルタ地域等で農作物が被害を受けたことが指摘できる。

第二次産業の成長率は 2016 年通年で前年比+7.6%と 2015 年の同+9.6%から伸びが低下したものの、水準としては比較的高い。詳細を見ると、製造業は同+11.9%（2015 年：同+10.6%）と引き続き 2 桁以上の高い伸びを示している。一方、鉱業の伸び率は同▲4.0%とマイナスの伸びに陥っている。鉱工業生産のデータを見ると、原油・天然ガスの生産が特に低調である。

第三次産業の成長率は 2016 年通年で前年比+7.0%と 2015 年の同+6.3%からやや伸びが拡大した。詳細を見ると、小売・卸売産業の伸び率はインフレ率加速等を背景に同+8.3%と 2015 年より鈍化したものの、依然として高水準である。情報・通信産業も同+8.5%と良好な水準を維持している。この数字は、近年のベトナムでシステム開発を中心とした BPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）産業が興隆していることを反映していよう。

図表 15：実質 GDP 成長率の推移（産業別）

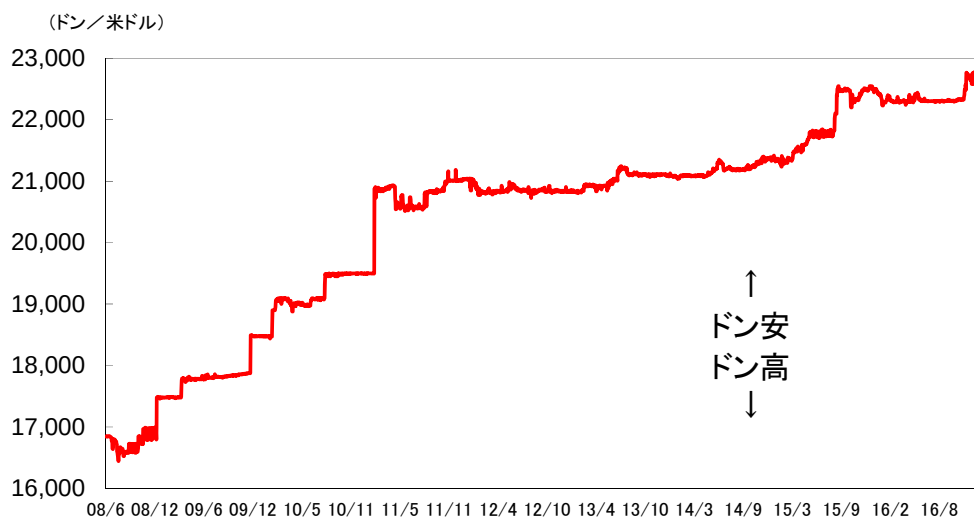


（注）2012年以前は旧基準
（出所）統計総局より大和総研作成

ドンはややかに下落

2016 年を通じて、ドンの対米ドルレート⁷の下落率は 1.3%と非常に緩やかなものであった。もちろん、他の新興国通貨と同様、米国大統領選直後はにわかにドン安圧力が高まったものの、その後は落ち着きを取り戻している。実際、米大統領選から今年 1 月末にかけて、ドンは米ドルに対してわずか 1%程度下落したにすぎない。また、「外貨準備高は過去最高の 410 億米ドルに達した」というグエン・スアン・フック首相が今年 1 月 5 日に述べた発言を踏まえれば、このドンの安定が通貨当局による大規模なドン買い介入で無理やり実現したものではないと考えられる。過去に何度も急落した歴史を持つドンの安定感が高まっている主な理由は経常収支の黒字化であろう。2000 年代には赤字がほぼ常態化していた経常収支は 2011 年黒字に転じ、直近値である 2016 年 7-9 月期も同様である。この主な背景としては外資系企業がベトナムを生産・輸出拠点と位置付ける動きを加速したことが指摘できる。

図表 16：ドンの対米ドル為替レートの推移



(注) 最新値は2017年1月末時点
(出所) Bloombergより大和総研作成

インフレ率は今後短期的に高まるものの、年末にかけて低下する見込み

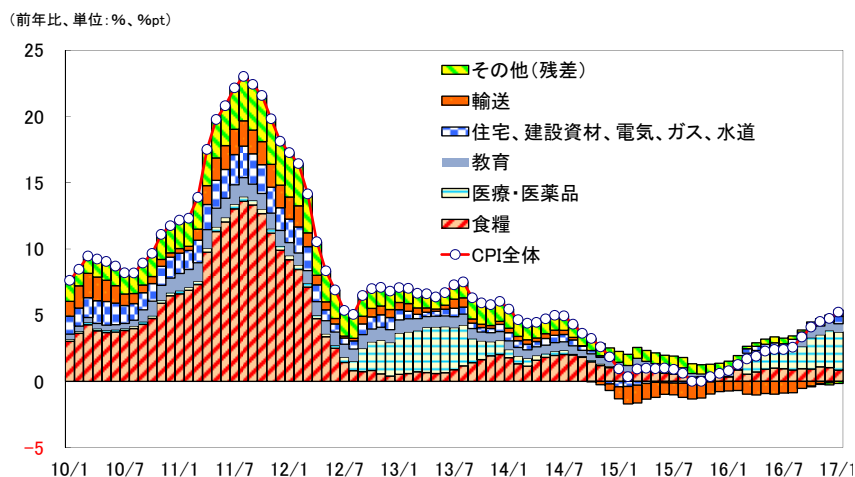
インフレ率は 2016 年を通じて総じて低めであり、さらに政府が年間目標として定めた 5%を下回った。しかし月次ベースでインフレ率の動きを見ると、2016 年 1 月時点では前年比+0.8%にとどまっていたものの、その後は加速が続き、足元 2017 年 1 月には 5.2%まで上昇した。主因の一つは医療費・教育費の上昇である。これらの価格はベトナム政府による引き上げを受けて 2017 年 1 月のインフレ率全体を同 3.5%pt⁸も押し上げたほど加速した。さらに一時、前年比

⁷ ベトナム中銀は 2016 年 1 月 4 日から通貨ドンの対米ドル基準レートを日々変動させることを軸とする制度を開始した。新制度の下では、基準レートはインターバンク市場の前日終値を参照にして決定されるようになった。ただし、当局の意向で基準レートが決定されること自体は旧制度と変わりはなく、変動幅も基準レート±3%のままに置かれている。

⁸ ベトナムではインフレ率の品目別寄与度の合計が全体の伸び率と異なるため、寄与度の数値にはある程度の誤

で 10% 近くの下落が続いていた輸送価格も国際原油価格の底打ちの影響を受けてマイナス幅を縮小させた。そうした中、ベトナム政府は 6 項目からなるインフレ抑制策を発表した。特に注目されるのは各省庁が協力して医療費・教育費を抑制するという項目である。したがって、2017 年の前半は、輸送価格による押し上げ幅が拡大する中、インフレ率は 6% 近くに達する可能性がある。しかし、上記の抑制策が実施に移されれば、医療費・教育費の伸びの鈍化を受けて、インフレ率は年末にかけて 3% 台まで減速すると思われる。

図表 17：インフレ率の推移



(注) インフレ率の品目別寄与度の合計が全体の伸び率と異なるため、寄与度の数値にはある程度の誤差が存在すると思われる。
(出所) 統計総局より大和総研作成

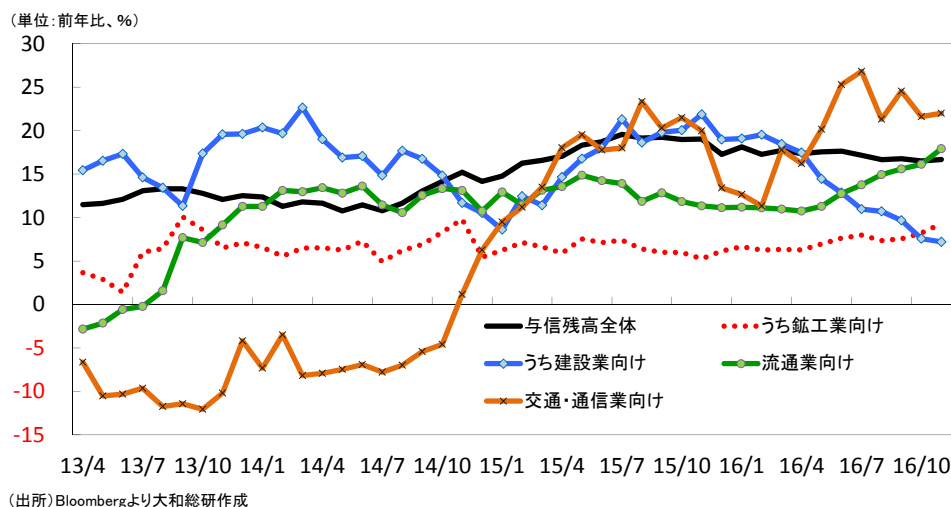
政策金利は据え置き

中銀は 2016 年を通して政策金利であるリファイナンスレートを 6.5% で据え置き続けた。他方、ベトナム政府・中銀は企業の経営を支援すべく金融機関に対して、金利を引き下げるよう圧力を何度も掛け、さらに 2016 年 6 月以降の預金・貸出金利の状況を毎月報告するよう求めた。ベトナム中銀によれば、一部の金融機関は同年 9 月末までに貸出金利を 0.5～1.0% 引き下げたという。こうした中、与信残高の伸び率（前年比）は 2015 年半ばをピークに緩やかに減速しているものの、伸び率の数値自体は比較的高い。ただ、産業毎の様相はかなり異なる。例えば、交通・通信業向けは 2014 年末頃を起点に急加速し、その後も高止まりが続いている。他方、建設業向けは 2016 年に入ってから緩やかに減速している。

2017 年もベトナム中銀は政策金利を据え置き続けると見込まれる。確かに、インフレ率は足元で 2017 年の政府目標である 4% を超えている。しかし、既述の通り、これはあくまで一時的なものであり、年末に向けてインフレ率は低下する見込みである。そのため、中銀がインフレ抑制を目的に利上げする可能性は高くはなかろう。したがって、今年も緩和的な金融政策が経済を下支えすると見込まれる。

差が存在すると思われる。

図表 18：与信残高の推移



堅調な成長が続く見通しだがいくつかの下振れリスクには注意

ベトナムの経済成長率は加速すると期待される。

まず、2016 年前半に干ばつや塩害の被害を受けた第 1 次産業はその反動によって加速する公算が大きい。また、第二次産業も堅調に推移するだろう。先進国経済の緩やかな回復等を背景とする輸出の拡大が製造業の生産を活発化させると期待できる。第三次産業は横ばい圏で推移すると思われる。所得・雇用は比較的良好な環境に置かれるだろうが、インフレ率の上昇が実質所得を押し下げ、個人消費の勢いをある程度削いでしまうと見込まれる。

政府支出は引き続き力強さに欠けるとと思われる。ベトナムの公的債務は政府が定めた限界値である対名目 GDP 比 65% 近くまで達したとされる。近年、ベトナムの財政は大幅な赤字が続いており、2016 年度予算の中でも赤字幅は対名目 GDP 比 5.0% との想定であった。しかし、2017 年度予算の想定では財政赤字は同 3.5% まで縮小させる予定である。ベトナム政府は既に他国と比較しても高水準である経済成長率をさらに底上げするよりも中長期的な経済・金融危機リスクの抑制を重視したと考えられる。

総じて、2017 年のベトナム経済は民需主導で前年比 6.5% 前後の成長率に達する見通しである。

下振れリスクとしては、TPP の頓挫を受けてベトナムへの直接投資のペースが鈍る可能性が指摘できる。もとより、ベトナムは TPP の恩恵を最も受けられる国との評価を受けるケースが多かった。例えば世界銀行が TPP 発効による経済の押し上げ効果を試算したところ、2030 年時点においてベトナムの実質 GDP は加盟国の中で最も高い 10.0% の押し上げ効果 (2014 年比) が見込まれるという。特に、繊維・衣料の輸出金額は米国の関税削減等の後押しを受けて、2030 年時点で 28% もの浮揚効果 (同) が期待できるとされる。こうした期待を受け、外資系企業がベトナムで工場建設を進めるムーブメントが生まれつつあったものの、この度、トランプ大統領が改めて TPP から離脱する姿勢を示したことをきっかけにその流れが弱まりかねない。

以上

ASEAN5 カ国経済予測（2017 年 2 月）

図表 19：インドネシアの計数表一覧

	2013	2014	2015	2016	2017
実質GDP成長率(%)	5.6	5.0	4.9	5.0	5.2
民間消費	5.5	5.3	4.8	5.0	5.1
政府消費	6.7	1.2	5.3	-0.1	2.0
総固定資本形成	5.0	4.4	5.0	4.5	6.2
財・サービス輸出	4.2	1.1	-2.1	-1.7	3.0
財・サービス輸入	1.9	2.1	-6.4	-2.3	2.0
CPI前年比(%)	6.4	6.4	6.4	3.5	4.3
財政収支GDP比(%)	-2.2	-2.1	-2.6	-2.0	-1.8
経常収支GDP比(%)	-3.2	-3.1	-2.0	-2.3	-1.8
経常収支(10億米ドル)	-29.2	-27.6	-17.6	-16.9	-14.5
貿易収支(10億米ドル)	5.9	7.1	13.3	14.5	18.0
サービス収支(10億米ドル)	-12.1	-10.0	-8.3	-6.0	-5.0
第一次所得収支(10億米ドル)	-27.1	-29.7	-28.1	-30.0	-32.0
第二次所得収支(10億米ドル)	4.2	5.2	5.5	4.6	4.5
政策金利(年末値、%)	7.50	7.75	7.50	4.75	4.75
対ドル為替レート(年末値)	12,171	12,435	13,856	13,492	13,600

(注1) 水色部分は予測値

(注2) 政策金利は2015年までBILレート、2016年以降は7日物リバースレポレート

(出所) CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

図表 20：タイの計数表一覧

	2013	2014	2015	2016	2017
実質GDP成長率(%)	2.7	0.9	2.9	3.1	3.6
民間消費	0.9	0.9	2.2	3.1	3.5
政府消費	1.8	2.8	3.0	0.6	4.0
総固定資本形成	-1.0	-2.2	4.4	2.5	3.8
民間投資	-1.5	-1.0	-2.0	0.4	0.8
公共投資	0.8	-7.3	29.8	10.0	12.0
財・サービス輸出	2.7	0.2	0.7	3.0	2.5
財・サービス輸入	1.7	-5.3	0.0	-1.8	0.1
CPI前年比(%)	2.2	1.9	-0.9	0.2	1.5
財政収支GDP比(%)	-2.2	-2.0	-0.4	-2.6	-2.1
経常収支GDP比(%)	-1.2	3.8	7.8	11.2	10.9
経常収支(10億米ドル)	-5.2	15.4	31.0	46.5	48.5
貿易収支(10億米ドル)	0.1	17.3	26.8	37.8	40.0
サービス収支(10億米ドル)	11.4	10.3	19.2	23.3	25.0
第一次所得収支(10億米ドル)	-26.9	-21.2	-20.6	-21.0	-23.0
第二次所得収支(10億米ドル)	10.6	8.7	6.7	6.3	6.5
政策金利(年末値、%)	2.25	2.00	1.50	1.50	1.50
対ドル為替レート(年末値)	32.8	33.0	36.1	35.8	36.5

(注) 水色部分は予測値

(出所) CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

図表 21 : マレーシアの計数表一覧

	2013	2014	2015	2016	2017
実質GDP成長率(%)	4.7	6.0	5.0	4.3	4.7
民間消費	7.2	7.0	6.0	6.2	6.4
政府消費	5.8	4.3	4.4	4.5	5.5
総固定資本形成	8.1	4.8	3.7	2.4	4.0
民間投資	12.8	11.1	6.4	4.0	5.0
公共投資	1.8	-4.7	-1.0	-0.5	2.0
財・サービス輸出	0.3	5.0	0.6	0.0	3.5
財・サービス輸入	1.7	4.0	1.2	0.5	5.0
CPI前年比(%)	2.1	3.1	2.1	2.1	2.8
財政収支GDP比(%)	-3.8	-3.4	-3.2	-3.5	-3.5
経常収支GDP比(%)	3.5	4.4	3.0	1.8	2.5
経常収支(10億米ドル)	11.3	14.8	8.9	5.6	7.0
貿易収支(10億米ドル)	30.7	34.6	28.1	24.0	27.0
サービス収支(10億米ドル)	-3.0	-3.3	-5.4	-5.3	-6.0
第一次所得収支(10億米ドル)	-10.8	-11.2	-8.2	-8.3	-9.0
第二次所得収支(10億米ドル)	-5.6	-5.3	-5.6	-4.8	-5.0
政策金利(年末値、%)	3.00	3.25	3.25	3.00	3.00
対ドル為替レート(年末値)	3.28	3.50	4.29	4.49	4.55

(注) 水色部分は予測値

(出所) CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

図表 22 : フィリピンの計数表一覧

	2013	2014	2015	2016	2017
実質GDP成長率(%)	7.1	6.2	5.9	6.8	6.6
民間消費	5.6	5.5	6.3	6.9	6.8
政府消費	5.0	3.3	7.8	8.3	6.0
総固定資本形成	11.8	6.2	15.2	23.5	20.0
財・サービス輸出	-1.0	11.7	9.0	9.1	9.5
財・サービス輸入	4.4	9.3	14.0	17.5	15.0
CPI前年比(%)	2.9	4.2	1.4	1.8	3.2
財政収支GDP比(%)	-1.4	-0.6	-0.9	-2.4	-3.2
経常収支GDP比(%)	4.2	3.8	2.6	2.8	3.0
経常収支(10億米ドル)	11.4	10.8	7.7	8.5	9.5
貿易収支(10億米ドル)	-17.7	-17.3	-23.3	-24.0	-22.0
サービス収支(10億米ドル)	7.0	4.6	5.6	6.5	6.0
第一次所得収支(10億米ドル)	1.0	0.7	1.9	2.0	1.5
第二次所得収支(10億米ドル)	21.1	22.8	23.5	24.0	24.0
政策金利(年末値、%)	3.50	4.00	4.00	3.00	3.25
対ドル為替レート(年末値)	44.3	44.8	46.9	49.6	50.5

(注) 水色部分は予測値

(出所) CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

図表 23 : ベトナムの計数表一覧

	2013	2014	2015	2016	2017
実質GDP成長率(%)	5.4	6.0	6.7	6.2	6.6
民間消費(伸び率)	5.2	6.1	9.3	7.5	8.0
政府消費(伸び率)	7.3	7.0	7.0	6.8	5.5
固定資本形成(伸び率)	5.3	9.3	9.4	8.0	8.2
純輸出(寄与度、%pt)	0.2	-1.0	-5.3	-2.2	-0.5
CPI前年比(%)	6.6	4.1	0.6	2.7	3.8
財政収支GDP比(%)	-5.4	-5.7	-6.1	-5.5	-4.0
経常収支GDP比(%)	4.5	5.0	0.5	2.7	2.0
経常収支(10億米ドル)	7.7	9.4	0.9	5.5	4.0
貿易収支(10億米ドル)	8.7	12.1	7.4	10.0	8.5
サービス収支(10億米ドル)	-3.1	-3.5	-4.3	-4.5	-4.0
第一次所得収支(10億米ドル)	-7.3	-8.8	-9.9	-8.0	-8.5
第二次所得収支(10億米ドル)	10.0	10.3	8.6	8.0	8.0
政策金利(年末値、%)	7.00	6.50	6.50	6.50	6.50
対ドル為替レート(年末値)	21,105	21,385	22,485	22,770	23,100

(注1) 水色部分は予測値

(注2) ベトナム政府は2016年度の需要項目別の実質GDPを発表しているものの、不完全なデータが多いため、純輸出の寄与度のみ使用した。

(出所) CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成