大和総研
Daiwa Institute of Research

2021 年 3 月 5 日　全 19 頁

ASEAN5 経済見通し（各国編）

インドネシア・フィリピン・タイの本格的な回復は 2022 年に

経済調査部　エコノミスト　増川 智咲

［要約］

■ 2020 年のインドネシア経済は、長引く行動制限下で民間消費・投資が大きく落ち込んだ。2021 年は、政府がインフラ投資を進めることで、景気を下支えする見込みだ。インフラ投資は、新型コロナウイルス感染症ワクチン接種率が上昇する年後半から徐々に加速する見通しで、雇用の創出、所得の増加、消費への刺激という好循環が生まれるのは、2021 年 10-12 月期以降または 2022 年にずれ込む可能性も否定できない。

■ マレーシア経済は、米国・中国向け輸出をドライバーとして景気回復を遂げてきたが、2020 年 10 月からの感染急拡大がその重石となった。2021 年は、移動制限下でも大半の製造業の活動が認可されていることから、米国の景気加速が期待できる 4-6 月期以降、輸出と民間投資がけん引役となって徐々に持ち直すと見込まれる。年後半には移動制限が大幅に緩和され、民間消費も回復するだろう。リスクは、年後半に再燃する可能性が高い政治不安である。

■ 2020 年のフィリピン経済は、通年で感染拡大の収束に苦慮し、行動制限の強化と緩和を繰り返したことで、内需の回復が大きく遅れた。2021 年後半には、2022 年の大統領選を見据えたインフラ投資が進められる可能性が高いが、感染の収束がそのタイミングに間に合うか不透明だ。

■ 2020 年のタイ経済は、サービス輸出が最大の落ち込みとなった一方で、政府主導の大規模な景気対策が民間消費を支えた。2021 年は、感染再拡大、家計債務問題、ワクチン普及の遅れから、内需の回復は緩やかなものとなる見通しだ。本格的な回復は、2022 年になるだろう。

■ 2020 年のベトナム経済は、内需と外需の両輪が底堅くプラス成長となった。ドライバーとなったのは米国・中国向け輸出と公共投資である。2021 年 4-6 月期には主要貿易相手国向けの輸出が増加する見込みで、経済成長が加速する見通しである。

大和証券グループ　　株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研の親会社である㈱大和総研ホールディングスと大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

2021 年の ASEAN5 実質経済成長率見通し

ASEAN5（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）の 2020 年 GDP 統計が出揃った。ベトナムが唯一プラス成長であった他は、インドネシア、マレーシア、タイでアジア通貨危機が発生した翌年にあたる 1998 年以来の低成長、フィリピンでは統計史上最悪の成長率となった。本稿では、2020 年にコロナ禍が各国経済に与えた影響と各国の政策対応をまとめ、2021 年の見通しを展望した。

図表 1　ASEAN5 の実質 GDP 成長率実績と予測

	2019年	2020年	2021年（予）	2022年（予）
インドネシア	5.0	-2.1	3.2	5.2
マレーシア	4.3	-5.6	5.2	5.2
フィリピン	6.0	-9.5	6.7	6.3
タイ	2.3	-6.1	2.5	3.9
ベトナム	7.0	2.9	7.5	5.8

（出所）各国統計より大和総研作成（2021、2022 年は大和総研予測）

インドネシア

2020 年は、景気回復のけん引役が見当たらず

2020 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比▲2.2%と前期（同▲3.5%）からマイナス幅は縮小したが、3 四半期連続のマイナスとなった（図表 2）。需要項目別で見ると、政府支出と在庫変動のみが前年比でプラスとなった一方で、民間消費、総固定資本形成、輸出、輸入が前年比で減少した。

民間消費は前年比▲3.6%と 3 四半期連続のマイナスとなった。インドネシアでは、2020 年 3 月以降、新型コロナウイルス感染症の新規感染者数が増加を続け、9 月に入ってからはその増加スピードが一層加速した。同年 4 月に本格化した行動制限は、6 月以降はいったん緩和傾向にあったが、9 月には一部の州で行動制限のレベルを 4 月のレベルに引き上げる動きが見られた。長引く感染拡大とそれに伴う行動制限の全面解除の遅れを背景に、雇用環境は悪化し、7-9 月期の失業率は 7.1%と 1-3 月期（4.9%）から上昇した他、労働時間が意図に反してフルタイムより少なく、別の仕事を追加で探すことを余儀なくされた不完全就業率は、10.2%と前年同期（6.4%）の水準と比較して悪化した。また、7-9 月期の平均月収は前年と比較して約 7%減少するなど、家計所得への影響も顕著であった（図表 3）。この影響で、10-12 月期の小売売上高は前年比二桁のマイナスとなった。特に、耐久財消費は 2020 年央に底をつけてからの回復が遅く、10-12 月期の自動車販売台数は、前年比▲40%以上の落ち込みとなった。

総固定資本形成は前年比▲6.2%で、民間消費同様に大きな押し下げ要因となった。インドネ

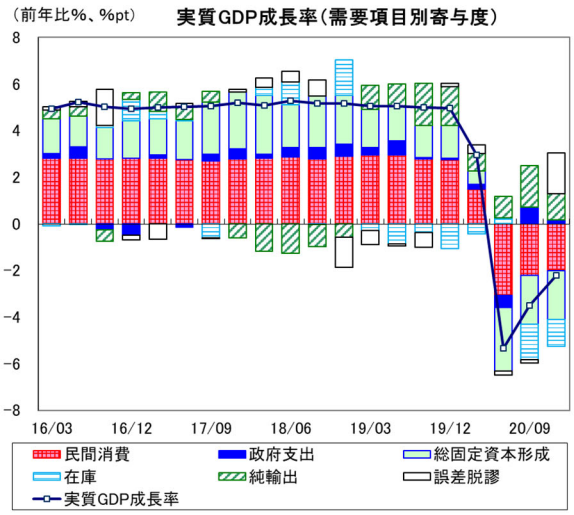
シアは、アジア地域のサプライチェーンに積極的に組み込まれていないため、中国を中心とした外需の回復の恩恵を受けにくい傾向がある。サプライチェーンに組み込まれた国々では、2020年央以降、輸出産業を中心とした製造業が景気回復のドライバーとなったのに対し、インドネシアでは製造業の回復が他の産業と比較して最も遅れた。これを背景に、国内企業が設備投資に慎重な姿勢を続けた結果、総固定資本形成の落ち込みが大きくなった。

輸出は前年比▲7.2%と、3 四半期連続のマイナスとなった。輸出主要品目である、石炭・天然ガス・LNG などの資源輸出が不調となった点が響いた。ただし、輸入は輸出を上回る減少幅であったため、純輸出はプラスの寄与となった。

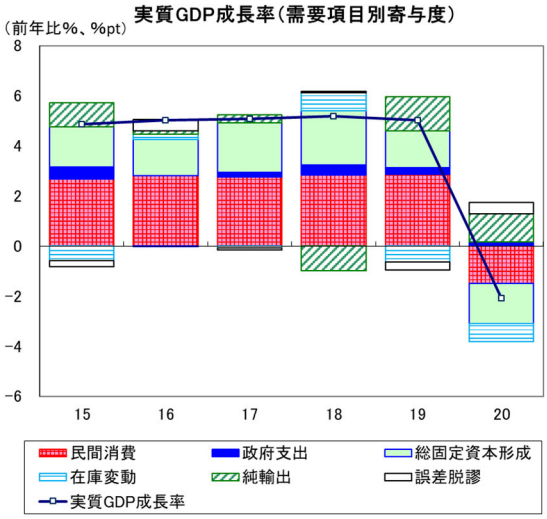
他方、政府支出は前年比＋1.8%と経済成長を支えた。インドネシア政府は、現金給付や失業給付、法人税引き下げを中心とした景気対策の他、GDP 比約 4.4%の国家経済復興プログラム予算を編成し執行してきた。国家経済復興プログラムの執行率は、11 月半ばには約 60%（報道ベース）に達し、景気の下支え効果を発揮した。

2020 年の実質 GDP 成長率は前年比▲2.1%と、アジア通貨危機の影響で前年比▲13.1%となった 1998 年以来の低さとなった。景気回復をけん引する産業が不在となる中、民間消費・投資ともさえない結果となった。唯一、成長を支えたのが政府による景気刺激策である。その規模は、中所得国の平均（GDP 比 6.1%、IMF 統計）を下回るものであるが、着実に執行率を高めたことにより、景気の下支え役として機能した。

図表２　インドネシアの実質 GDP 成長率（左：四半期、右：暦年）

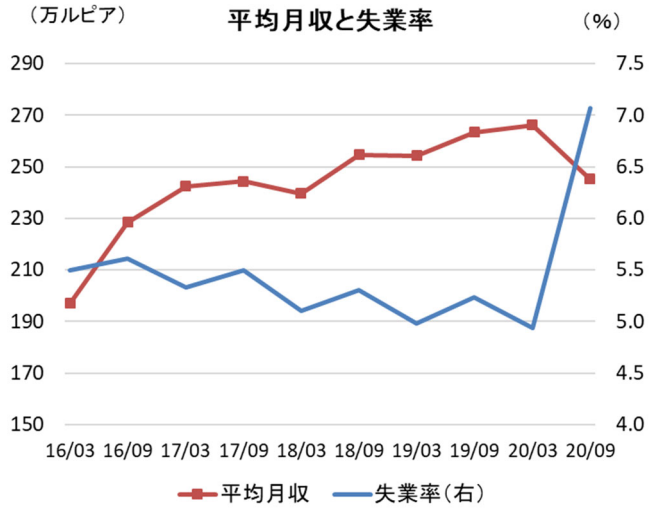


（出所）インドネシア中央統計庁より大和総研作成



（出所）インドネシア中央統計庁より大和総研作成

図表３　インドネシアの平均月収と失業率



（出所）インドネシア中央統計庁より大和総研作成

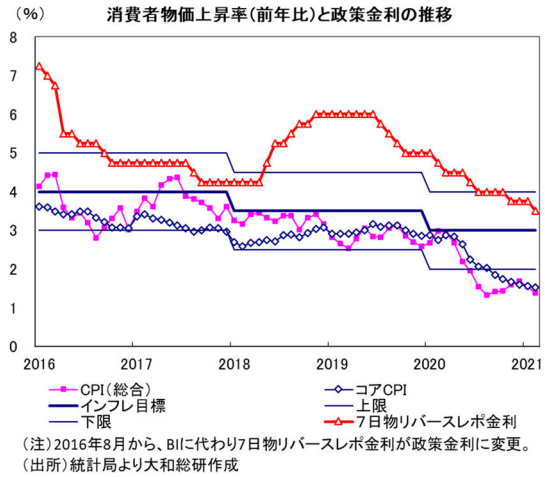
需要の弱さを背景に、物価上昇率は低い

2020 年の消費者物価上昇率（CPI）は、前年比＋1.7%とインフレ目標（同＋3.0%±1.0%）の下限（同 2.0%）を下回った（図表 4）。背景には、食料や原油の国際市場価格が前年と比較すると軟調であったことから、「食料品」や「住宅・電力・水道・燃料」価格の上昇が落ち着いていた他、「輸送費」が前年比でマイナスとなった点が挙げられる。さらに、需要の弱さも顕著で、食料品やエネルギーを除いた 2020 年のコア CPI は、同＋1.6%となった。

需要不足が続く中、インドネシア中央銀行（中銀）は景気下支えのために、2020 年は年間累計 125bpt の利下げを実施した（図表 4）。2020 年央以降、市場でリスク・オンの動きが強まり、資本流出リスクが低下したことが利下げの背景にある。また中銀は、国家経済復興プログラムに必要とされる財政負担の一部を担い、国債の引き受けを行った。報道によれば、年間で GDP 比約 4%程度にあたる 667 兆ルピアの流動性供給を実施したという。中銀はこのような財政ファイナンスを 2022 年まで続けると発表した。

ルピアは 2020 年 3 月に対ドルで、年初来約 20%の下落となった（図表 4）。インドネシアは長年、経常収支赤字を抱えており、証券投資を中心とする資本フローでそれをファイナンスしている。証券投資の大半はルピア建て国債で、海外投資家が保有している。市場でリスク・オフの動きが強まると、海外投資家による資本逃避が生じやすく、2020 年 3 月のルピアの大幅下落も、コロナ禍を嫌気した海外投資家がルピア建て国債を売り越したことが背景にあった。4 月以降は、先進国による大規模な財政・金融緩和が奏功し、ルピアも対ドルで戻し始め、2020 年末には 2019 年末の水準まで回復した。

図表４　インドネシアの消費者物価上昇率と政策金利、為替レート



見通し：本格的な回復は 2022 年にずれ込む可能性

2021 年の実質 GDP 成長率は、前年比＋3.2%程度のプラス成長となるだろう。

2021 年に入ると、新規感染者数の増加が前年秋のペースを上回ったため、各州で行動制限の再導入・強化が行われた。これにより、食料品店やその他小売店、娯楽施設への人出は大きく落ち込んだ。2020 年のインドネシアでは、大規模な行動制限が緩和された状況下でも、消費・投資意欲が弱い状態が続いてきた。行動制限が再導入・強化されたことで、消費者心理と企業の景況感がさらに冷え込んだ可能性が高い。これらの点に鑑みると、2021 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、民間消費と投資が中心となって落ち込み、前年比で 4 四半期連続のマイナスとなる可能性が高いだろう。

インドネシア経済の回復が本格化するのは、ワクチン接種率の上昇により、行動制限が解除された後となるとみられる。インドネシア政府は、東南アジア諸国の中でもいち早くワクチン確保に動き、1 月に接種を開始した。2022 年 3 月までには、人口の約 67%に接種する計画であるが、2021 年 2 月末時点の接種率は、0.4%に留まっている。島しょ国である同国ではワクチンの輸送・普及が困難となるため、今後も首尾よく接種率を高めることができるかという点においては不透明感が強い。2021 年 7-9 月期までは、地域を限定した形で行動制限が続き、全面解除となるのは早くて 2021 年 10-12 月期となる見通しだ。

ワクチン接種率の上昇、行動制限の緩和、解除と続く中でも、経済をけん引する産業が不在であることから、内需の回復は緩やかなものになる可能性が高い。今後、政府はインフラ投資を進めることで、景気を下支えする計画である。インフラ投資は雇用創出という点に加え、外資誘致を促進する上でも効果的だ。政府は、為替レートの安定性を追求する中でも、より安定した資本フローである直接投資の呼び込みに力を入れる計画を打ち出している。インフラ投資は、ワクチン接種率が上昇する年後半から徐々に加速する見通しで、雇用の創出、所得の増加、消費への刺激という好循環が生まれるのは、2021 年 10-12 月期以降となるだろう。その点で、インドネ

シア経済の回復が本格化する時期が、2022 年にずれ込む可能性も否定できないだろう。

2021 年 2 月に開催されたインドネシア中銀の金融決定会合では、各種政策金利が 0.25%引き下げられた。これにより、主要な政策金利である 7 日物リバースレポ金利は、3.5%となった。物価が目標水準内で推移している他、世界的に流動性が高まり、ルピア相場が安定している点が背景にある。中銀総裁は 2020 年 GDP 統計発表後のインタビューの中で、インドネシア経済は予想したほどの回復を遂げておらず、更なる利下げの余地があると言及していた。しばらくは 2 月の利下げの効果を見極める可能性が高いが、景気回復の鍵を握るワクチン接種率の上昇に想定以上の時間を要することが濃厚となるなどすれば、追加利下げを実施して景気を下支えする可能性が高い。

マレーシア

2020 年 10 月以降の感染急拡大が、景気回復の腰を折る

2020 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、前年比▲3.4%と前期（同▲2.6%）からマイナス幅が拡大した（図表 5）。総固定資本形成（同▲11.9%）が最も落ち込んだ他、民間消費（同▲3.4%）の減少も顕著であった。

民間消費は、食料や飲料などの日用品購入が好調だった一方で、レストランや娯楽、自動車燃料の落ち込みが大きかった。マレーシアでは 2020 年 10 月頃から急速な感染再拡大に見舞われ、100 万人当たりの新規感染者数は ASEAN 主要国の中でも最高となった。これを受けて、政府は 10 月に対象地域を限定した条件付き移動制限を発令し、外出の制限や州をまたぐ移動の制限、小売店の営業時間の短縮を実施した。この影響で、オンラインショッピングによる日用品購入は好調であった一方で、接触型消費や非日用品の販売が落ち込むという明暗が生じた。

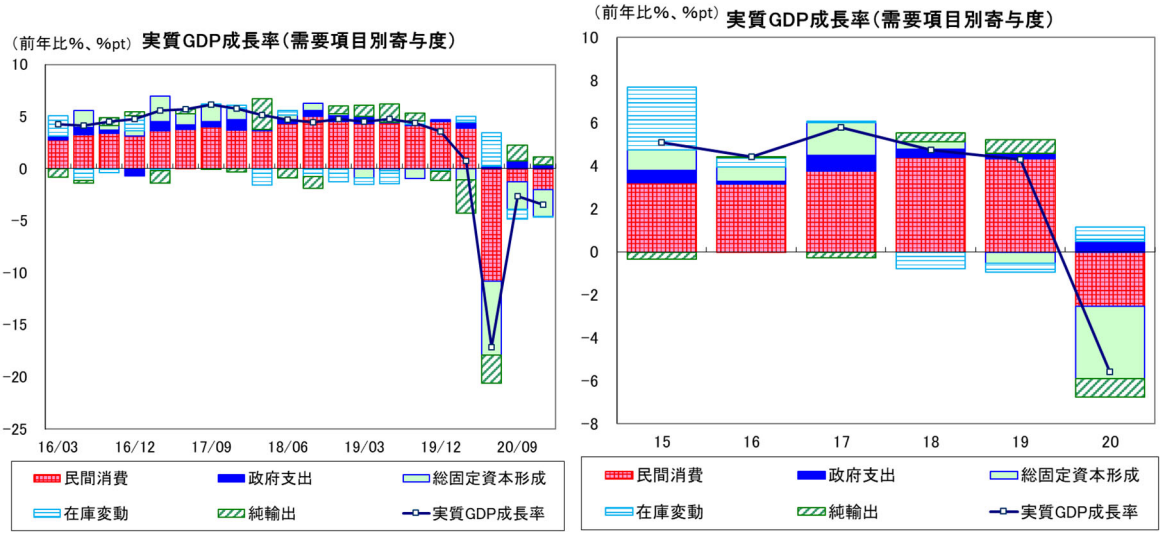
総固定資本形成は、建設と設備投資の落ち込みが目立ち、総固定資本形成に対するそれぞれの前年比寄与度は▲7.5%pt と同▲3.1%pt となった。建設の減少は、移動制限が実施されたことによる影響が大きかった。また、設備投資の落ち込みの背景には、2020 年 10 月以降、世界的に新型コロナウイルスの感染が再拡大し、ロックダウンなどの措置が取られる国/都市が増え、外部環境における先行きの不透明感が強くなった点が挙げられる。またこれに加えて、政治的対立を背景に 2021 年度予算案の可決が危ぶまれるなどの国内の混迷も重なり、企業が将来の生産見通しに慎重となり設備投資を控えた可能性が高い。

輸出は、前年比▲1.8%と前期（同▲4.7%）から回復した。主に、中国・米国向け輸出が好調で、パームオイルの他、機械製品、医療系設備、天然ゴム製品が好調であった。新型コロナウイルス感染症対策製品や、在宅勤務の増加に伴う製品の輸出増が目立つ。10 月に発令された条件付き移動制限下においても、多くの製造業の活動が認可されたことがサプライチェーンの寸断を回避することを可能とした点が大きい。

2020 年の実質 GDP 成長率は前年比▲5.6%で、同▲7.4%となった 1998 年以来最大の落ち込み

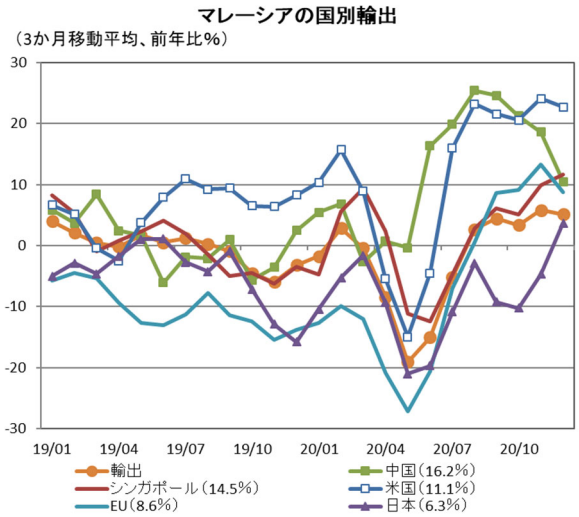
となった。総固定資本形成は前年比寄与度▲3.4%pt と最も減少し、その中でも建設の落ち込みが大きい。これに次いで、民間消費は同▲2.5%pt、純輸出は同▲0.9%pt となった。例外的に寄与度でプラスとなったのが、景気刺激策で増加した政府支出であった。マレーシア経済は、2020 年 3 月に実施した大規模移動制限の影響で民間消費・投資を中心に大きく落ち込んだが、感染収束の目途が立った 6 月に移動制限が緩和されて以降、内需に持ち直しが見られていた。またそれと同時に、2020 年央頃からは、新型コロナウイルス感染症対策製品や機械類を中心に、米国や中国向け輸出を伸ばしてきた（図表 6）。それが民間投資を誘発し、さらには消費の回復にも寄与した。しかし、10 月以降の国内での感染急拡大がそのような景気回復の腰を折る結果となった。

図表５　マレーシアの実質 GDP 成長率（左：四半期、右：暦年）



（出所）マレーシア統計局より大和総研作成　　（出所）マレーシア統計局より大和総研作成

図表６　マレーシアの国別輸出



（注）（ ）内は、2020 年の全輸出額に占めるシェア。
（出所）マレーシア統計局より大和総研作成

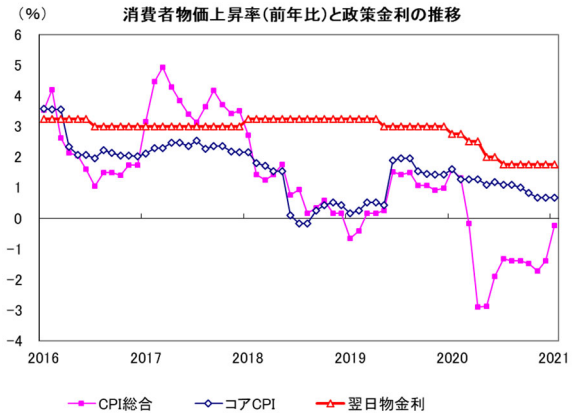
中銀はデフレを否定

2020 年の CPI は、前年比▲1.2%と 2020 年 3 月時点の中銀予測（同▲0.5%±1%）の下限に近かった（図表 7）。物価を押し下げた要因は、国際的な原油価格の下落と景気刺激策による電力料金の引き下げである。「電気・ガス・その他燃料」と「輸送」の 2 品目だけで、前年比▲1.9%pt 程度物価を押し下げた。生鮮食品や国が価格を管理する項目を除いたコア CPI 上昇率は、前年比＋1.0%程度で安定的に推移した。CPI 上昇率は、2020 年 3 月以降、11 か月連続でマイナス圏を推移しているため、デフレ懸念が指摘されることがある。しかし中銀は、原油価格の下落による影響が上記 2 品目以外に広がっていないことや、期待インフレ率が安定していることを理由に、マレーシア経済はデフレには陥っていないとしている。実際、CPI のバスケットを構成する 100 を超える品目の内、価格の下落が見られる品目数は約 1/4 程度に留まり、しかも 2020 年後半から減少傾向にある。需要の弱さは否定できないが、デフレと断定するには時期尚早だ。

中銀は、2020 年に累計で 125bpt の利下げを実施したが、7 月以降据え置いている（図表 7）。10 月の移動制限の発令以降も、製造業や建設業、一部サービス業において経済活動が許可されているため、景気の大幅な悪化は生じていないという認識に中銀が立っているためである。物価の上昇圧力は引き続き弱く、金融緩和の余地は残されている。

リンギは対ドルで 2020 年 3 月に大きく下落した後、国際金融市場でリスク・オンの動きが強まったことで、上昇基調に転じた（図表 7）。総じて底堅く推移し、2020 年 11 月には 2019 年末の水準を回復した。

図表７　マレーシアの消費者物価上昇率と政策金利、為替レート



（出所）統計局より大和総研作成

（出所）Bloombergより大和総研作成

見通し：4-6 月期から徐々に回復へ。リスクは年後半の政治不安

2021 年の実質 GDP 成長率は、前年比＋5.2%程度にプラス転換するだろう。

2021 年に入ってから、新規感染者数の増加ペースに拍車がかかり、政府は 2020 年 10 月に出した移動制限令を 2021 年 1 月に厳格化し、州をまたぐ移動の禁止を全国に広げた。この影響で、接触型サービスのセクターを中心に落ち込む可能性は高い。しかし、製造業・建設業・サービス業の中には操業を認められている業種も多く、経済活動の全面的な停止という事態は免れていることから、厳格なロックダウンに近かった 2020 年 3 月の制限ほどの影響は見られない見通しだ。移動制限の大幅な緩和は 2021 年後半となる可能性が高い。2 月に入ると、新規感染者数の増加ペースが減速し始め、月末にはワクチンの接種が開始したが、100 万人あたりの新規感染者数は ASEAN 主要国の中でも依然として目立って多い。感染収束の目途が立ってから移動制限の緩和を実施した前年の例があることから、マレーシア政府が、感染が拡大する中で、移動制限の大幅な緩和に踏み切る可能性は低い。4-6 月期には、主要輸出相手国である米国経済の景気加速が期待されていることから、移動制限が解除される前から、マレーシア経済は民間投資・輸出を中心に徐々に回復するものとみられるが、民間消費が本格的に戻るのは、移動制限の解除後となるだろう。

財政・金融政策は引き続き緩和的なものとなる見通しである。2020 年 12 月には 2021 年度予算法が成立し、GDP 比 20.5%もの過去最大の歳出規模となる見込みである。歳入基盤が脆弱であることから、財政悪化は免れないが、大規模な財政出動が景気の下支えとなると期待されている。物価は今後、国際的な原油価格の上昇と電力料金引き下げ効果の剥落で上昇が見込まれる。ただし、需要は引き続き弱いことから、物価が急上昇する可能性は低い。その点で、利下げの余地は残されているが、2021 年 1 月に開催された金融政策会合では、新型コロナウイルス感染症の急拡大が見られる中でも、各種経済統計にそれほど悪い結果が出ていないことを理由に、政策金利据え置きの決定が下された。今後、景気の下支えとなっている輸出産業の見通しに不透明感が強まる場合、中銀は利下げの判断を下す可能性が高い。

経済回復シナリオにおけるリスクは、政治不安である。マレーシアでは、2020 年 2 月にマハティール前首相が辞任して以降、政治情勢が混迷している。同年 3 月にマレーシア統一プリブミ党（PPBM）のムヒディン政権が発足したが、連立を組んでいる最大与党「統一マレー国民組織（UMNO）」との溝が深まるにつれ、首相の支持勢力は下院で弱まっている。UMNO から解散総選挙の要求が高まる中、国王は、ムヒディン首相の要請を受けて 2021 年 1 月に非常事態宣言を発令した。新型コロナウイルスの感染急拡大の抑制が名目であるが、実際は、宣言下で議会・選挙を停止することが目的である。宣言が明ける 8 月以降は、再び政局が不安定化する見通しで、それが景気回復の足かせとなるリスクに注意したい。

フィリピン

2020 年の実質 GDP 成長率は、内需回復の遅れで▲9.5%と史上最悪

2020 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、前年比▲8.3%となった（図表 8）。前期からマイナス幅は縮小したが、民間消費（▲7.2%）と総固定資本形成（同▲28.6%）の落ち込みが大きかった。2020 年を通して感染拡大が続き、行動制限の全面解除が困難であった点に加え、10、11 月に台風が直撃したことが景気回復の足かせとなった。

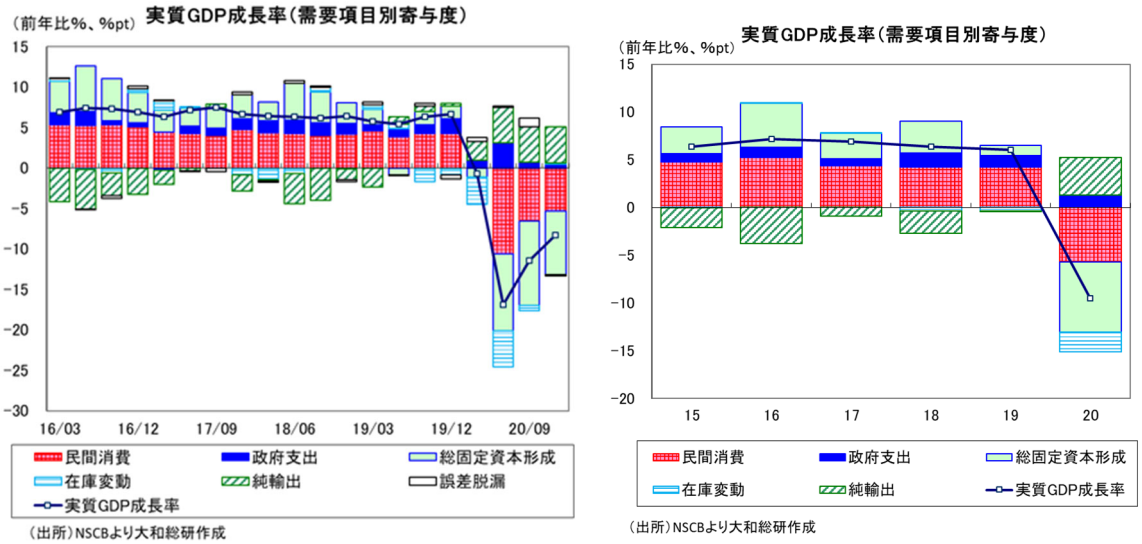
民間消費は、前期（同▲9.2%）と比較してマイナス幅は縮小したが、3 四半期連続の減少となった。民間消費の落ち込みが顕著な理由として、主に 3 点挙げられる。まず、雇用環境の悪化による家計所得減少の影響がある。2020 年 10 月の失業率は、同年 4 月のピーク（17.6%）から低下して 8.7%となったが、コロナ前の水準である 2019 年 10 月（4.6%）と比較すると依然として高水準であった。長引く行動制限下で企業活動の再開が遅れ、業績の悪化が失業率の低下を阻んでいる。次に、これまで旺盛な消費の原資となってきた海外送金受取額（ペソ建て）の減少による影響が挙げられる。ドル建ての海外送金流入額は、2020 年 6 月から 11 月までは概ね前年比でプラス圏を推移していたが、ペソ建てに換算した海外送金流入額は、ペソの対ドルでの上昇から、10 月から 3 か月連続で前年比マイナスとなった（図表 9）。最後に、民間消費を低調なものにした理由として、銀行による消極的な貸出の姿勢が挙げられる。コロナ禍以前は、家計への貸出残高が前年比二桁のペースで増加していたが、2020 年後半は一桁の伸び率に留まった。そもそも、景気悪化により家計の資金需要も低下してはいるが、それと同時に、銀行による貸出姿勢が厳格化していることも背景にある。特に自動車ローンに関しては、2020 年 9 月以降前年比で減少の一途をたどっており、10-12 月期の乗用車販売台数は前年比で 20%近い落ち込みとなった。

総固定資本形成は、民間・公的部門ともに回復が遅く、4 四半期連続で前年比で減少した。民間部門は、長引く感染拡大と行動制限により、企業が設備投資を控えた影響が大きい。公的部門については、行動制限や台風の影響でインフラ投資の実行が遅れた。

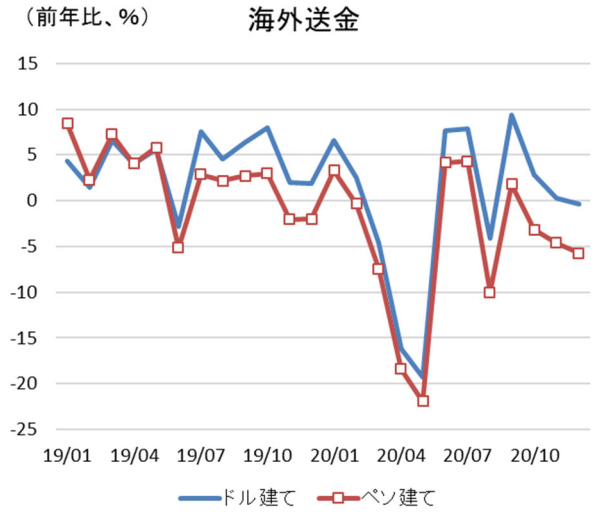
輸出は前年比▲10.5%と 4 四半期連続で減少した。フィリピンは、中国を中心としたサプライチェーンにそれほど組み込まれていないため、景気回復傾向にある中国向け輸出を大きく伸ばせなかった点が背景にある。他方で、内需の縮小から輸入は輸出を上回る落ち込みとなり、10-12 月期の純輸出の寄与度は前年比＋4.4%pt のプラスとなった。

2020 年の実質 GDP 成長率は、前年比▲9.5%と統計史上最悪の落ち込みとなった。2020 年を通して感染拡大の収束に苦慮し、行動制限の強化と緩和を繰り返したことで、内需の回復が大きく遅れた。これに対し、政府は現金給付、失業者支援、医療支援、中小企業支援を中心とした景気刺激策を実施したが、その規模は GDP 比 3.5%（2020 年末 IMF 統計）と他の新興国と比較しても小さく、景気の下支えには力不足であった。また、輸出の回復も力強さに欠けた。GDP に占める製造業の割合が小さく、輸出依存度の低いフィリピンは、2020 年央から世界の貿易数量が回復し始めた中でも、その恩恵を享受しにくかった。

図表８　フィリピンの実質 GDP 成長率（左：四半期、右：暦年）



図表９　フィリピンの海外送金流入額



（出所）フィリピン中央銀行より大和総研作成

コア CPI はインフレ目標内で安定推移。金融緩和が続く

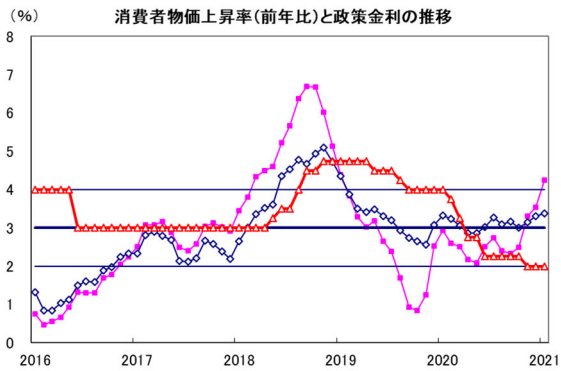
2020 年の CPI は、前年比＋2.6%とインフレ目標（同＋3%±1%）内に留まった（図表 10）。11 月以降は、CPI が前年比で中央値を上回り、2021 年 1 月には上限を超えたが、これは食品価格とエネルギー価格の上昇による影響が大きい。特に、食品価格の上昇は顕著で、10、11 月の台風直撃に加え、アフリカ豚熱ウイルスの影響で豚肉価格が上昇するなど、食料の供給側の制約が原因となった。他方、食品とエネルギーを除いたコア CPI は、安定してインフレ目標内で推移した。

中銀は、2020 年に 5 度にわたり累計 200bpt の利下げを実施し、政策金利（翌日物借入金利）は 2020 年末時点で 2%と、歴史的な低水準となった（図表 10）。コア CPI が安定していた他、

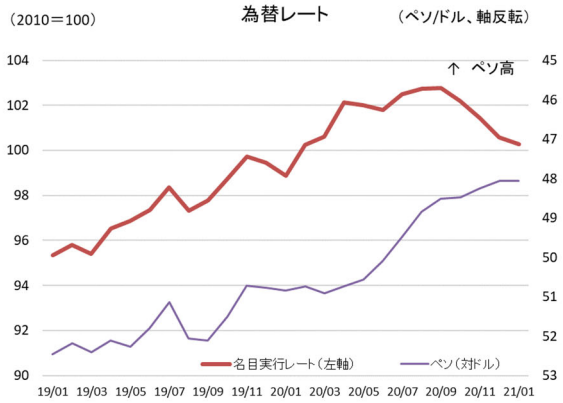
期待インフレ率がコントロールされていたことから、中銀は積極的な金融緩和が可能となったのである。しかし、実質金利がマイナスとなった中でも、銀行による貸出は伸びず、利下げの効果は限定的なものとなった。

ASEAN5 の通貨の中でも、ペソは 2020 年半ば以降、対ドルで最も上昇した。2020 年 1-9 月期のフィリピンの経常収支が、大幅な黒字となった点が理由の一つに挙げられる。フィリピンでは従来、消費財を輸入に依存してきたことから、経常収支赤字が続いていたが、2020 年は内需の縮小による輸入の減少で、貿易赤字が例年と比較して大きく縮小し、経常収支黒字となった。他方で、ペソの名目実効レートを見ると、2020 年半ば以降低下している（図表 10）。これは、対ドルでのペソの上昇がドル安によって引き起こされている部分が大きいことを意味している。その点で、ペソの輸出競争力の低下は限定的であることから、当局によるペソ高への警戒はそれほど強くないと考えられる。

図表 10　フィリピンの消費者物価上昇率と政策金利、為替レート



（出所）統計局より大和総研作成



（出所）BSP、BISより大和総研作成

見通し：本格的な回復は、2022 年にずれ込む可能性も

2021 年の実質 GDP 成長率は、前年比＋6.7%程度となるだろう。高成長率ではあるが、前年の急減の反動による影響が大きく、本格的な回復には至らないだろう。

2021 年は、感染拡大の抑制と行動制限の解除のタイミングが重要となる。フィリピンでは 2 月に新型コロナウイルス感染症ワクチンの接種が開始された。政府は、2021 年中に人口の 65～70%に接種することを目標としているが、接種ペースは遅く後ずれする可能性が高い。さらに、2021 年に入ってからも国内での感染拡大が続いていることから、行動制限を解除できるタイミングは、2021 年後半以降となりそうだ。それまでは、民間消費・投資は低調となるだろう。

そのような中、政府による景気刺激策への期待は大きいが、12 月末に成立した 2021 年度予算法を見ると、行動制限が解除されるまでの内需の下支え効果は限定的となろう。予算法の内容を見ると、家計や企業への支援よりも、医療インフラ（医療設備や健康保険等）や公共インフラ

整備に充てられる部分が大きいためである。公共インフラ整備は、ドゥテルテ政権肝いりの「ビルド・ビルド・ビルド[1]」計画の一環であり、2022 年に控える大統領選挙を見据えたものである。通常、インフラ事業は雇用を創出し、家計所得を下支えする点で、民間消費を刺激する効果が期待できる。ただし、実際に事業を遂行するには、感染の収束と行動制限の緩和/解除が前提となる。大統領選の時期に鑑みると、政府は、年後半にはインフラ投資を加速させる意向であるとみられるが、感染収束に先立って行動制限の緩和とインフラ投資が進められれば、内需の回復を逆に遅らせることになりかねない。その場合、フィリピン経済の回復は 2022 年にずれ込む可能性も否定できない。

財政出動にあわせ、引き続き金融緩和が進められる見通しである。しかし、政策金利はすでに低水準にあることから、引き下げの余地は限られている。2020 年は利下げによる波及効果が限定的であったことから、2021 年は、民間銀行による貸出へのインセンティブ付与といった別の政策が取られる可能性もあるだろう。

タイ

2020 年は旅行・観光産業が落ち込む中、政府の財政出動が景気を下支え

2020 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比▲4.2%と、4 四半期連続でマイナスとなったが、前期からマイナス幅は縮小した（図表 11）。民間消費、政府支出が前年比でプラスとなったのに対し、総固定資本形成、輸出、輸入は前年比で減少した。

民間消費は前年比＋0.9%と 3 四半期ぶりに増加した。11 月まで目立った感染拡大が見られず、大規模な行動制限が実施されなかったことから、食料品店、小売店、娯楽施設に人出が戻り、消費に復調の兆しが見られた。また、政府が 3、4 月に 3 回にわたって打ち出した、GDP 比 15%に上る景気刺激策の効果が表れた。財別では、自動車販売を中心に、耐久財消費が好調だった。

総固定資本形成は、前年比▲2.5%と 4 四半期連続のマイナスとなった。前期に引き続き、民間の設備投資が最も成長率を押し下げたが、10-12 月期はそのマイナスの寄与度が縮小した。国内販売が好調である自動車セクターや、輸出が増加している電気機械セクターを中心に鉱工業生産が回復したことから、企業が生産見通しを上方修正したものと考えられる。資本財の輸入も、前月比で増加基調にあることから、民間の設備投資は底をつけたといえるだろう。

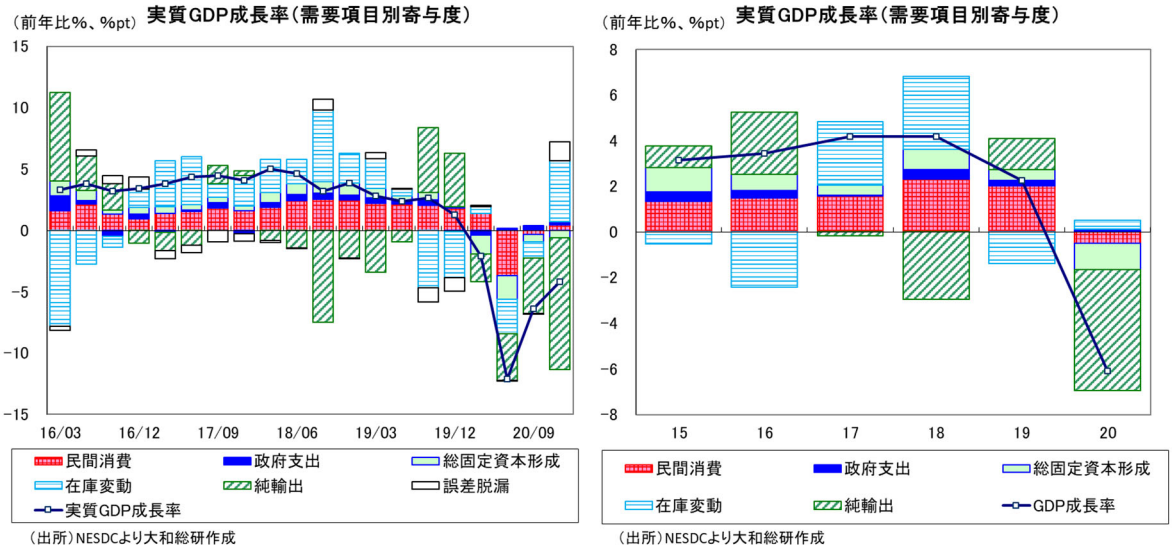
輸出は前年比▲21.4%で、寄与度では▲15.0%pt と最大の押し下げ要因となった。そのうち、▲13.7%pt がサービス輸出によるもので、財の輸出は約▲0.8%pt と前期（同約▲4.3%）から押し下げ幅が縮小した[2]。国をまたぐ移動が制限される中、旅行業界の低迷が続いた。他方、財は米国・中国・日本向けを中心に、エレクトロニクスや電気機器の輸出が伸びた。

2020 年の実質 GDP 成長率は前年比▲6.1%となった。そのうち、最大の落ち込みとなったのが

[1] ドゥテルテ大統領が進める 2017 年から 2022 年までの大規模インフラ整備計画。
[2] 財とサービスの寄与度の合計は、輸出全体の前年比伸び率と一致しない。

旅行・観光産業を中心としたサービス輸出で、成長率に対する、財を含めた輸出の寄与度は前年比▲13.8%pt にも上った。他方で、民間消費は同▲0.5%pt の落ち込みに留まった。反政府・王室改革デモを背景とした非常事態宣言の発令が、民間消費の重石となると懸念されたが、その影響は限定的であった。新型コロナウイルス感染症拡大の抑制に総じて成功し、長期にわたる厳格な行動制限を回避できたことや、政府主導の大規模な景気刺激策が消費を下支えする形となった。

図表 11　タイの実質 GDP 成長率（左：四半期、右：暦年）



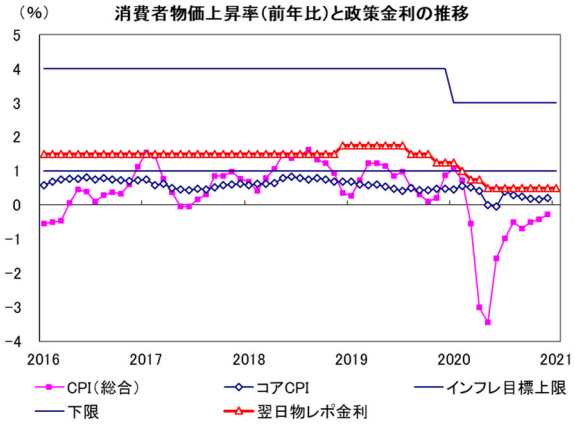
物価はマイナス圏を推移

2020 年の CPI は、インフレ目標（前年比＋1.0-3.0%）を下回って推移した（図表 12）。食料価格やエネルギー価格の下落に加え、需要の弱さが影響した。CPI 総合指数から、生鮮食品とエネルギーを除いたコア CPI は、2020 年を通してインフレ目標の下限を下回る同 0.0-1.0%付近を推移した。10-12 月期になると消費に回復の兆しが見え始めたが、需給ギャップの改善による物価への上昇圧力は見られなかった。

中銀は、2020 年に政策金利である翌日物レポ金利を累計 75bpt 引き下げ、2020 年末時点で 0.5%とした（図表 12）。その他、中小企業への貸出促進を目的とした金融機関への低利融資、個人・中小企業向け債務救済措置（低利融資、債務返済猶予、債務再編等）の指示などを相次いで打ち出し、資金繰り支援を徹底した。2020 年央以降、個人や企業で資金需要が拡大する中、これらの政策は流動性供給という点で奏功したが、その副作用として、金融機関のバランスシート悪化を懸念する声も大きい。特に、家計の債務残高は 2020 年 7-9 月期に GDP 比 89.1%となり、新型コロナウイルス感染症拡大前である 2019 年 10-12 月期（同 77.8%）の水準を大きく超えた（図表 13）。債務救済措置の期間が切れた後に、不良債権比率が上昇する可能性が高く、消費者ローンの質を精査する必要性が高まっている。

為替レートは、市場でリスク・オフの動きが強まった 3 月に、バーツが対ドルで年初来約 10%の下落となったがその後持ち直した（図表 12）。しかし 7-9 月期になると、国内における政治不安が重石となり、新型コロナウイルス感染者数を低く抑えることに成功したにもかかわらず、バーツへの下落圧力が高まった。10 月以降は、ワクチン普及への期待から国際金融市場でリスク・オンの動きが強まり、バーツは対ドルで上昇に転じ、12 月には 2019 年末の水準まで回復した。

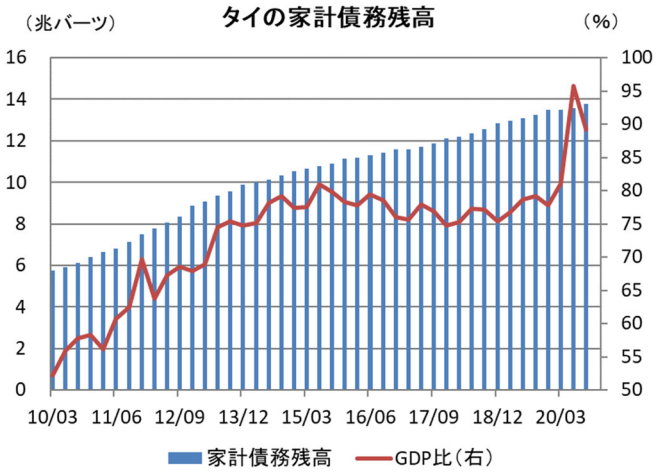
図表 12　タイの消費者物価上昇率と政策金利、為替レート



（注）2015年以降、インフレ目標にはCPI総合指数が用いられている。
（出所）タイ中央銀行より大和総研作成

（出所）Bloombergより大和総研作成

図表 13　タイの家計債務残高



（出所）タイ中央銀行より大和総研作成

見通し：2021 年は家計債務問題に注意

2021 年の実質 GDP 成長率は、前年比＋2.5%程度に留まり、急回復とはならないだろう。

2021 年のタイ経済の回復は緩やかなものとなる見通しだ。その理由として、まずタイ国内に

おける感染の再拡大が挙げられる。2020 年 12 月に発生したクラスターをきっかけに、国内で感染者数が増加し、2021 年 1 月には新たな行動制限措置が敷かれた。大規模な感染拡大には至っていないが、回復の兆しが見え始めていた内需に水を差す結果となっている。次に、増加する家計債務の問題が挙げられる。中銀は家計債務の救済措置の適用期限を 2020 年末から 2021 年 6 月末まで延長したが、措置の期限が切れた後に、返済能力を伴わずに借り入れを増加させていた家計が顕在化し、不良債権比率が高まるリスクが指摘されている。これが消費の重石となる可能性がある。そして最後に、世界的なワクチン接種スケジュールの後ずれが挙げられる。国内外でのワクチン普及は、コロナ禍で深刻な打撃を受けているタイの旅行・観光産業にとって喫緊の課題だ。タイ中銀のレポートによると、主要国でワクチンが普及する 2021 年後半には徐々に外国人旅行者を受け入れるとしているが、タイでの国内接種が 2021 年 3 月からと当初の想定よりも遅れているため、2021 年中は旅行者の受け入れ人数を大きく絞る必要があるとしている。本格的に旅行者を受け入れるのは、国内外で接種率が上昇するとみられる 2022 年後半になると予測されている。これらの点を踏まえると、2021 年のタイ経済の回復スピードは緩やかなものとなり、その後加速するのは、2022 年になる見通しだ。

2021 年も中銀は金融緩和を続ける見通しであるが、家計債務の増加を背景に、利下げには消極的であるとみられる。過度な金融緩和は、金融セクターの安定性を脅かす可能性があることから、景気の下支え役として政府による財政出動への期待がより高まっている。

ベトナム

輸出がけん引役となり、2020 年の実質 GDP 成長率は＋2.9%とプラス成長

2020 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、前年比＋4.5%と前期（同＋2.6%）から加速した（図表 14）。産業別[3]で見ると、製造業・建設業が同＋5.6%と回復した他、サービス業が同＋4.3%と堅調であった。

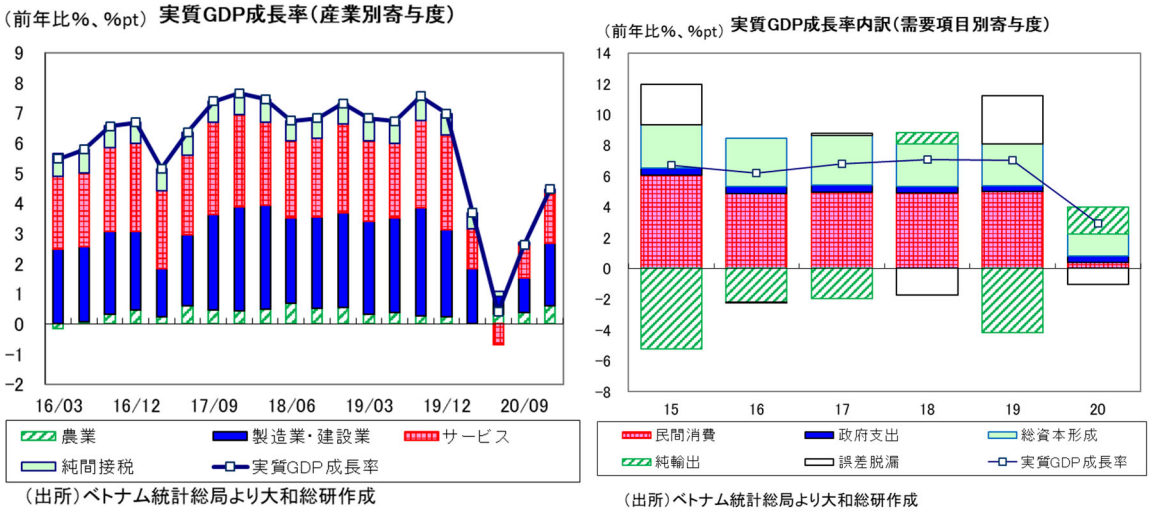
製造業は、輸出産業を中心に生産が回復した。2020 年 10-12 月の鉱工業生産は、前年比＋9.4%となり、中でも「コンピュータ・電子機器」や「電気機械」が堅調であった。ベトナムは近年、安価な労働力が呼び水となって外資の進出が進み、外部から部品を調達し、組み立て加工を行い、それらを米国や中国向けに輸出する拠点として機能している。米国・中国は、ベトナムの輸出額の内、約 44%を占める主要貿易相手国である。2020 年 10-12 月期も両国への輸出が好調で、対米輸出は前年比＋33.8%、対中輸出は同＋24.5%と大きく伸びた。

サービス業は、約 28%を占める「卸売・小売・自動車/二輪車整備業」が好調であった。7 月に新型コロナウイルス感染症の市中感染が一部都市で見られ、行動制限が実施されたが、9 月以降はすべての地域で行動制限が解除された。その結果、2020 年 10-12 月期の小売売上高は前年比＋8.2%の増加と好調であった。

[3] ベトナムの四半期 GDP 統計は、需要項目別内訳を発表していない。年次では需要項目別・産業項目別ともに内訳を発表している。

2020 年の実質 GDP 成長率は前年比＋2.9%とプラスを維持した。需要項目別で見ると、民間消費（前年比寄与度＋0.4%pt）、政府支出（同＋0.4%pt）、総資本形成（同＋1.4%pt）、純輸出（同＋1.8%pt）とすべての項目でプラスの寄与度となった。コロナ禍にあっても内需・外需の両輪が底堅かったことを意味している。経済成長のドライバーとなったのは対米・対中輸出で、輸出産業における生産活動の回復が民間投資を誘発した。さらに、政府は景気下支え策の一環として、GDP 比約 10%にあたる公共投資予算を計上し、そのうち約 93%を 2020 年内に実行した。その投資額は、過去 5 年間で最高となった。輸出産業を中心とした回復や公共投資の実行が可能となったのは、ベトナムが早期に新型コロナウイルス感染症拡大の抑制に成功し、行動制限の実施が限定的であった影響が大きい。

図表 14　ベトナムの実質 GDP 成長率（左：四半期、右：暦年）



（出所）ベトナム統計総局より大和総研作成　　（出所）ベトナム統計総局より大和総研作成

物価は安定。中銀は景気下支えの一環として、商業銀行に貸出を促す

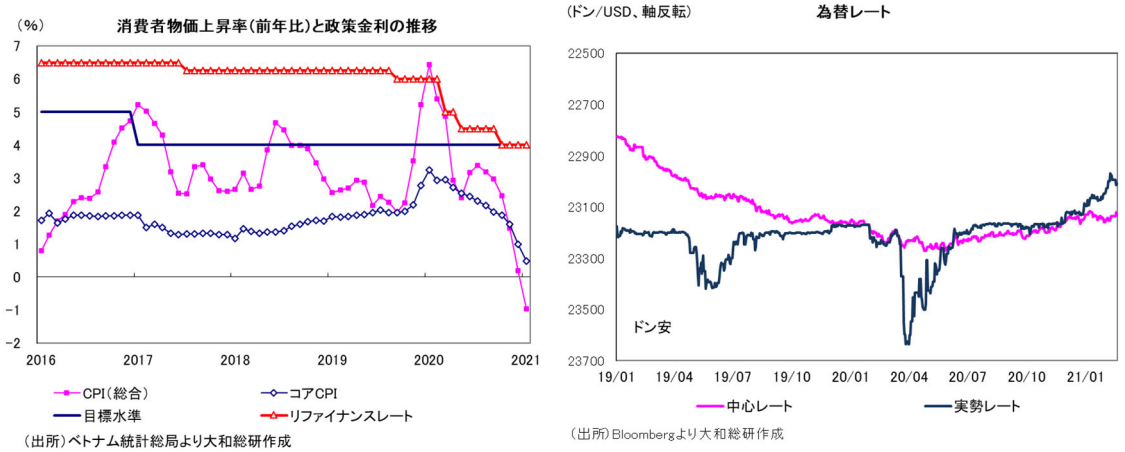
2020 年の CPI は前年比＋3.2%と、政府が設定した目標水準（同＋4.0%）を下回った（図表 15）。2020 年 1-3 月期は、「食品」や「輸送」といったボラティリティーの高い品目の価格が大きく上昇し、CPI は目標水準を一時的に上回ったが、その後は軟調な原油価格を背景に同＋4.0%を下回って推移した。ボラティリティーの高い品目を除いたコア CPI は、通年で同＋3.0%を下回って推移した。

物価の安定を背景に、ベトナム国家銀行（中銀）は主な政策金利であるリファイナンスレートを 3 回（累計 200bpt）にわたって引き下げ、4%とした（図表 15）。またこれに加え、国家銀行は銀行の貸出残高の伸び率を前年比＋14%に設定し、その後も景気下支えの一環として、貸出残高の伸び率の上限を何度か引き上げた。ベトナムでは、利下げによる波及効果が限定的であるため、国家銀行は金融政策のフレームワークとして、銀行による貸出残高伸び率の目標を定める方法を採用している。過去には、経済成長率の目標を達成するため、高水準の貸出残高伸び率が設定されたこともある。2020 年の銀行貸出残高は同＋12%程度となり、コロナ禍において

もここ数年の貸出残高（同＋13%程度）と遜色のない水準となり、景気下支えの効果をある程度発揮した。しかしその一方で、銀行のバランスシート悪化や不良債権の増加といった副作用がリスクとして懸念されている。銀行は、国からの要請を受け、コロナ禍で経営が圧迫されている企業へも貸出を増加させた他、預金金利の下げ幅以上に貸出金利を引き下げるなどの策を講じたためである。過去には、不良債権問題が経済成長の足かせとなった経験があることから、この点は、今後も注視すべきポイントとなる。

為替レートに関しては、金融市場でリスク・オフの動きが強まった 2020 年 3 月、ドンの実勢レートが対ドルで一時下落した（図表 15）。しかし 4 月になると、先進国・新興国による大規模な金融緩和をきっかけにドンの実勢レートは対ドルで戻し始め、6 月にはほぼコロナ禍前の水準に回復した。その後、ドンの中心レートは対ドルでほぼ横ばいに、実勢レートはややドン高方向に推移している。

図表 15　ベトナムの消費者物価上昇率と政策金利、為替レート



見通し：2021 年 4-6 月期には輸出が加速

2021 年の実質 GDP 成長率は、前年の反動に加え、外需回復が追い風となることで、前年比＋7.5%程度の高成長となるだろう。

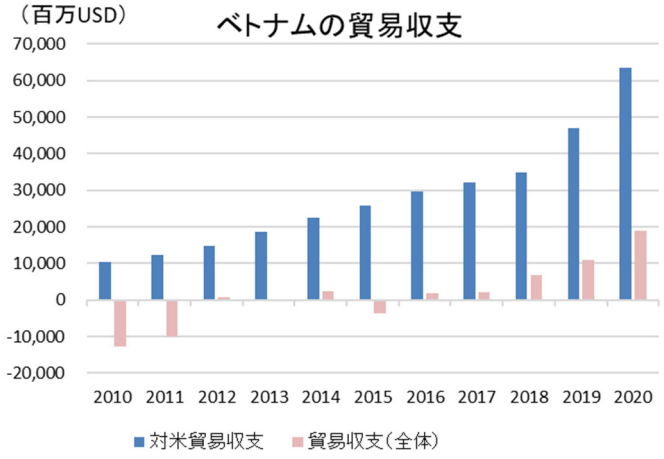
2021 年も引き続き、輸出が経済成長のドライバーとなるだろう。米中貿易摩擦が続く中、中国に代わる生産拠点としての機能が評価されている他、アジアに限らず米国・EU といった多地域と締結した自由貿易協定が、貿易の追い風となるだろう。特に、主要貿易相手国でロックダウンが解除され、輸出が本格化するタイミングで、ベトナム経済の成長ペースが加速するものとみられる。米国や EU ではワクチン接種が早期に始まっていることから、2021 年 4-6 月期以降は、外需の回復が期待できるだろう。

輸出をドライバーとした景気回復というシナリオにおいて、注目したい点は 2 つある。まずは、為替である。2020 年 12 月、米国はベトナムを「為替操作国」に認定した。ドン安に誘導することで、対米輸出を有利にしたというのが米国の主張である。実際、ベトナムの対米黒字は

2019 年に大きく拡大し、2020 年は過去最大となった（図表 16）。米国は、2021 年 1 月にベトナムへの制裁措置を見送る決定を下したが、あらゆる措置の検討は続けるとした。今後ベトナム当局は、米国からの批判をかわすため、対米輸入を増加させるだろう。また、ドン売りドル買い介入を限定的にすることで、為替レートを徐々にドン高の方向へ誘導する可能性が高い。ただし、過去にドンの対ドルレートが大きく不安定化した経験があることから、切り上げなどの積極的な通貨政策が行われる可能性は低い。また米国も、ベトナムからの輸入増は、対中輸入の減少による影響が大きいと認識していることから、ベトナムへ制裁を科す可能性は低いとみられる。2021 年もベトナムの輸出に大きな影響が出るほどのドン高とはなりにくいだろうが、その動向に注意が必要だ。

新型コロナウイルスの感染拡大状況にも注意が必要だ。これまで、感染の封じ込めに成功してきたベトナムであるが、2021 年 1 月に一部地域で市中感染が見られ、同地域では外出禁止措置が敷かれた。他国と比較して、感染規模がそれほど大きくなく、行動制限の規模も小さいことから、経済への影響は限定的であると推測される。しかし、ベトナムではワクチン接種の開始時期が 3 月になるなど、接種スケジュールが他国と比較して遅れている。一部地域での感染が、全国的に拡大した場合、内需の回復に水を差しかねないため、注意が必要となる。

図表 16　ベトナムの貿易収支



（出所）IMF、ベトナム統計局より大和総研作成

以上