

2021 年 12 月 3 日 全 21 頁

2022 年の ASEAN5 経済見通し（各国編）

フィリピン、タイ経済の本格的な回復は 2023 年に持ち越しか

経済調査部 エコノミスト 増川 智咲

[要約]

- 2022 年、インドネシアの景気回復スピードは加速するだろう。行動制限の緩和が民間消費の回復を後押しすることに加え、資源輸出が好調となる見通しであるためだ。行動制限が繰り返されない限り、民間消費は 2022 年前半にはコロナ禍前の水準に戻るだろう。また、石炭のほか、加工ニッケル、銅、パームオイル、ステンレス鋼の輸出増も景気回復の追い風となるだろう。
- 2022 年のマレーシア経済は、民間消費と、半導体を中心とした電子機器の輸出が追い風となることで、回復する見込みだ。民間消費は、大規模な景気刺激策が下支えとなりそうだ。2022 年 1-3 月期には、民間消費がコロナ禍前の水準にまで戻るだろう。外需は、国内におけるサプライチェーンの回復と、世界的な需要の増加を背景に、半導体輸出が旺盛となる見込みである。
- 2022 年のフィリピン経済は、行動制限の緩和や海外送金の旺盛な流入、そして 5 月に予定されている大統領選挙を背景に、内需の回復が進むだろう。ただし、利上げと政治的な不確実性がリスクとなりやすい。2022 年には、インフレ抑制のための利上げ（100bp）を予測している。
- タイ経済は 2021 年 9 月以降、行動制限の緩和をきっかけに回復に向かいつつある。しかし、2022 年に回復スピードは加速しにくいだろう。その理由として、家計債務負担の上昇が消費の足かせとなりやすい点や、半導体・コンテナ不足が輸出に影響を与えやすい点、旅行・観光業の回復が予想よりも遅れる可能性が高い点が挙げられる。
- ベトナムは、2021 年 10 月以降、「コロナとの共存」を掲げて行動制限の緩和を進めている。雇用環境が回復すると予想される 2022 年 1-3 月期以降、民間消費が刺激され、景気回復スピードが加速しそうだ。リスクは、足元の感染再拡大と、それに伴う行動制限強化の可能性である。移動に対する規制が今後強まる場合、内需の本格的な回復は、2022 年後半となる可能性もある。
- 2021 年 11 月 30 日時点で、新変異株オミクロンの市中感染は ASEAN5 で確認されていない。各国は一部地域からの入国制限の強化を実施しているが、インドネシアを除いて、国内の行動制限を強化する動きは目立っていない。多くの国が経済への打撃を考慮して、行動制限の強化には慎重で、特にタイでその傾向が強い。

2022 年の ASEAN5 実質経済成長率見通し

ASEAN5 各国（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）の 2021 年 7-9 月期の GDP 統計が出そろった。すべての国で、新型コロナウイルス感染症拡大の影響が大きく表れた。同年 10 月以降、各国経済はそれぞれのペースで回復へ向かっている。本稿では、7-9 月期の GDP 統計の内容を確認し、各国経済が受けた影響を見た上で、2022 年の回復シナリオを展望したい。

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	4.4	5.5
マレーシア	4.4	-5.7	2.9	6.2
フィリピン	6.1	-9.6	3.6	4.6
タイ	2.3	-6.1	0.6	4.2
ベトナム	7.0	2.9	1.6	6.0

（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

7-9 月期は内需が減速したのに対し、外需は資源需要増加で好調

2021 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+3.5%となり前期（同+7.1%）から減速した（図表 2）。前期比（季節調整値）では▲0.5%と 5 四半期ぶりのマイナスとなった。景気回復ペースの減速は、7 月から強化された活動制限が影響したとみられる。ただし、季節調整値をコロナ禍前（2019 年 10-12 月期）と比較すると、2021 年 7-9 月期は、コロナ禍「第 1 波」の 2020 年 4-6 月期ほどの打撃を受けずに済んだ。政府による景気刺激策と、好調な外需が経済の落ち込みを緩和したものと思われる。

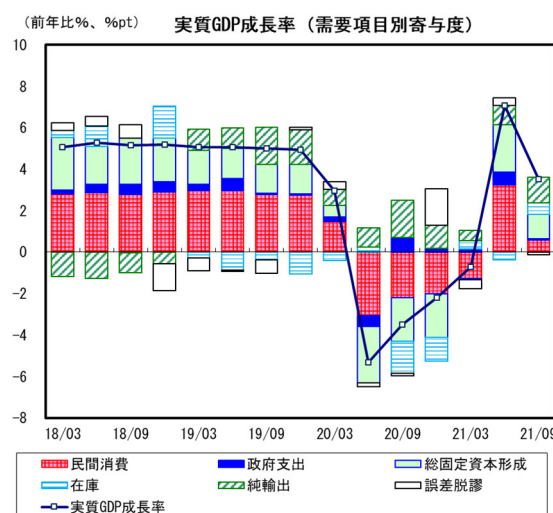
需要項目別に見ると、2021 年 7-9 月期に最も減速したのは民間消費で、前年比では+1.1%と前期（同+5.9%）から伸び率が縮小し、前期比では▲3.8%とマイナスの落ち込みとなった。インドネシア政府は 7 月に入ってから、首都圏のあるジャワ島と、観光地であるバリ島のほぼ全域に対し緊急活動制限を発令した。移動に対する制限が設けられたほか、スーパーや小売店の営業時間が短縮され、エッセンシャルワーカー以外は 100%在宅勤務とされた。これを受けて、民間消費の中でも特に「輸送・通信」「ホテル・レストラン」や、日用品である「衣類」や「食料品」に大きく影響が出た。ただし、そのような中でも民間消費が前年比でプラスを維持できたのは、政府が打ち出した所得支援や自動車・住宅購入時の税優遇策といった、景気下支え策が奏功したためだとみられる。インドネシア政府は、コロナ対策予算である「国家回復プログラム」の規模を 2021 年に数度にわたって引き上げ、2020 年度を大きく上回る予算を計上した。これを原資として、政府が積極的な景気刺激策を講じてきたことが、消費の落ち込みをある程度緩和

したようだ。

7-9 月期の総固定資本形成は、インフラ投資や民間企業による設備投資の減速を背景に伸び率が縮小した（4-6 月期の前年比+7.5%→同+3.7%）ほか、政府支出の伸びも鈍化した（同+8.0%→同+0.7%）。

7-9 月期の輸出は前年比+29.2%と 2 四半期連続で 2 桁の伸び率となった。主要輸出相手国の経済活動が活発化していたことや、世界的なエネルギー・電力不足で、パームオイルやベースメタル、石炭等の資源関連の輸出が好調であったことが背景にある。特に、最大の輸出相手国である中国向けでは、中国国内の電力不足が深刻化したことをきっかけに、石炭の輸出が増加した。

図表 2 インドネシアの実質 GDP 成長率



（出所）インドネシア中央統計庁より大和総研作成

低い上昇率の CPI は 2022 年後半にインフレ目標内に戻る見込み

2021 年の CPI（消費者物価指数）は、11 月までインフレ目標の水準（前年比+3.0±1.0%）を下回って推移している（図表 3）。また、価格変動の大きい食品に加え、政府によって価格が管理されている品目を除いたコア CPI も、需要の弱さを背景に、前年比+1.0%付近を推移している。

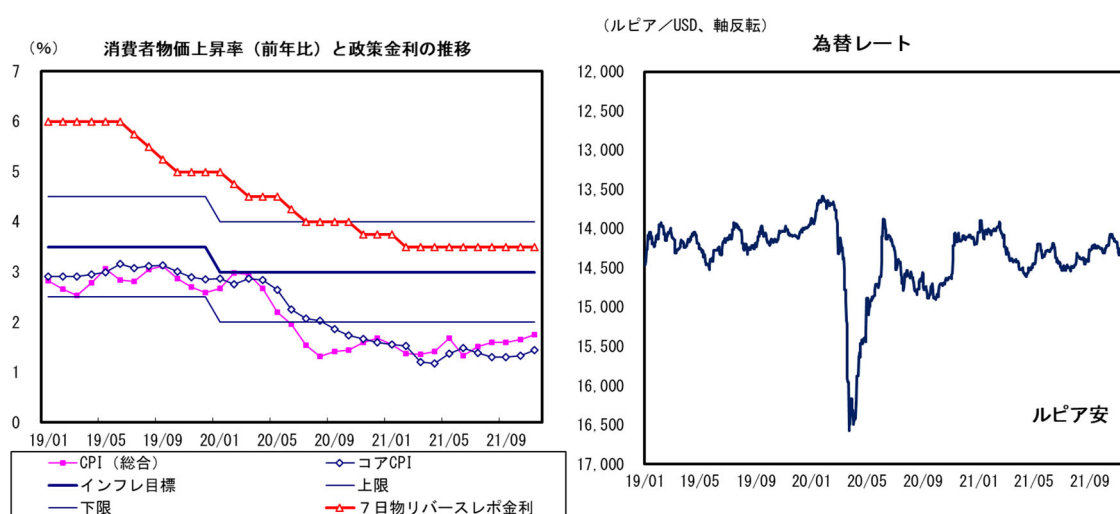
インドネシアは原油と石油製品ともに、輸入が輸出を上回る純輸入国であるため、本来であれば、国際的な原油価格上昇が国内の物価に影響を与えやすい。しかし実際のところは、政府が石油燃料や電力料金を対象に補助金を支給する仕組みを備えているため、その影響は限定的なものに留まっている。その一方で、エネルギー補助金は政府の財政負担を高める側面を併せ持っている。政府は、財政赤字の上限を 2023 年度に従来の GDP 比 3%に戻すため、エネルギー補助金の対象をこれまでの品目ベースから低所得者に限定し、その負担を軽減する計画であると報じられている。その計画通りに行けば、エネルギー補助金制度の修正は、CPI の押上げ要因とな

りやすい。需要の回復でコア CPI にも上昇圧力がかかりやすくなる 2022 年後半に、CPI は前年比で、インフレ目標内にまで押し上げられる可能性が高いだろう。

2021 年 2 月の金融政策決定会合で、インドネシア中央銀行は主な政策金利である 7 日物リバースレポ金利を 25bpt 引き下げ、過去最低水準の 3.5% とした。しかしその後は、感染拡大で先行き懸念が高まる中でも、政策金利を据え置いてきた。米国 FRB（連邦準備制度理事会）によるテーパリング観測とその実施による影響を警戒したものともみられる。他方で、中銀は 2021 年に住宅や自動車ローンの頭金を免除する政策を 2022 年 12 月末まで延長するなどして、融資を促す政策に注力してきた。また 2020 年に引き続き、中銀は景気刺激策で増す財政負担を政府と分かち合うため、「バーデン・シェアリング」と呼ばれる国債の引き受けを行った。中銀は、2020 年から 3 年間の時限措置で国債の引き受けを行うことで政府と合意しており、2021 年に最大で 215 兆ルピア、2022 年に最大で 224 兆ルピアを買い入れる予定である。インドネシア政府は、2022 年度（1～12 月）予算の中で歳出規模を抑制し、2023 年に財政の健全化を目指す計画を示していることから、2022 年の中銀による国債引受額は、実際には前年比で減少する可能性が高いだろう。

ルピアは対ドルで、2021 年 4 月半ばまでに年初来で約 4% 下落した。米国の景気拡大を背景に、市場で FRB のテーパリング観測が高まり、米長期金利が上昇したことが背景にある。しかしその後は、FRB が早期の利上げを否定したことで安心感が広がり、為替レートにも大きな波乱は見られなかった。11 月 3 日に FRB がテーパリングの開始を実際に表明した際も、市場では織り込み済みであったことから為替レートへの影響も限定的なものに留まった。2022 年には、FRB による利上げが視野に入る見込みで、市場ではリスクオフへの動きが一時的に強まる可能性がある。インドネシア政府による債務管理と、中銀の国債引き受け終了へ向けた見通しが不安視されれば、資本逃避が起きやすくなるだろう。

図表 3 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



（出所）インドネシア統計局、インドネシア中央銀行、Bloomberg より大和総研作成

見通し：民間消費と資源需要の高まりが景気回復を後押し

2021 年の実質 GDP 成長率は、10-12 月期に前年比+3.7%となり、通年で同+4.4%と予測する。2022 年は同+5.5%と、コロナ禍前の 5 年平均成長率近辺に戻るだろう。

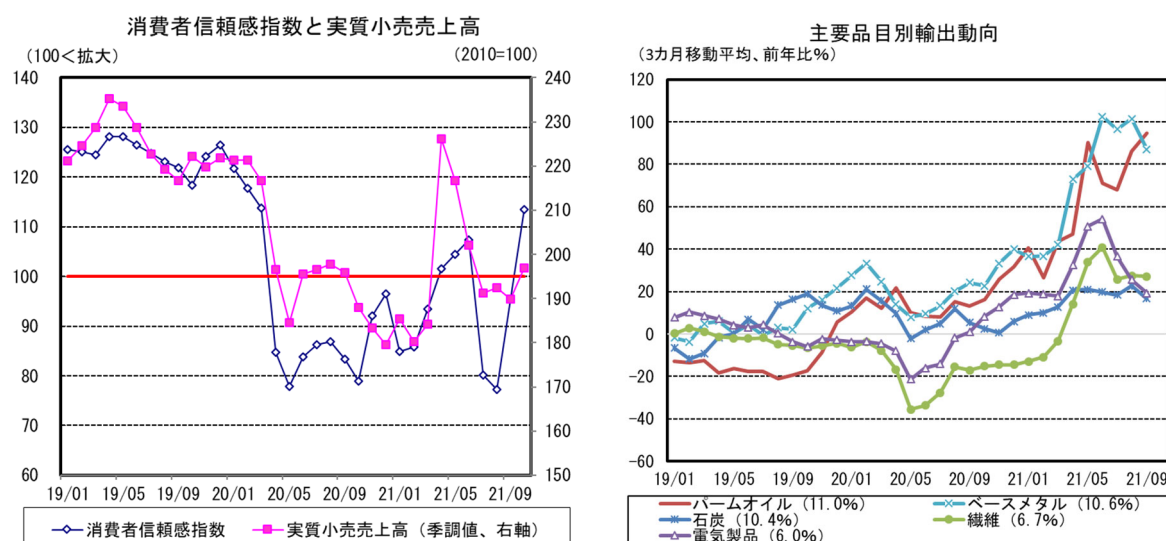
2022 年はインドネシアの景気回復が加速する見込みだ。行動制限の緩和が民間消費の回復を後押しすることに加え、資源輸出が好調となる可能性が高いためだ。インドネシア国内の新規感染者数（100 万人あたり）は、2021 年 9 月に一桁台にまで減少した。政府は 9 月に活動制限の緩和を始め、11 月初めにはジャカルタ首都圏の感染レベル（行動制限レベル）を、4 段階の内で最も低い「レベル 1」に引き下げた。これを受け、9 月の消費者信頼感指数は 3 カ月ぶりに上昇し、10 月には 113.4 と「100」の水準を超えて拡大を示した（図表 4）。小売・娯楽施設の入出も 10 月以降、コロナ禍前の水準を上回って推移している。首都圏の行動制限がほぼ取り払われたことで、今後も消費者マインドの改善は続くとみられる。行動制限が繰り返されない限り、民間消費は 2022 年前半にはコロナ禍前の水準に戻るだろう。

次に、インドネシア経済の回復ドライバーとして挙げられるのは資源関連の輸出である。石炭に関しては、国際社会が脱炭素化社会へと進む中、長期的には輸出は減少していくだろう。ただし、今冬は、石炭の在庫不足で電力不足に陥っている中国向け輸出が増加する見込みだ。2022 年は脱炭素の動きの中で、再生エネルギーや電動自動車に必要とされる加工ニッケルや銅の輸出も伸びるだろう。さらに、主要輸出相手国の生産活動が活発化していくにつれ、ステンレス鋼の輸出も好調となる見込みだ。インドネシアは、2020 年 1 月に未加工鉄鉱石の輸出を禁止し、ステンレス鋼に加工した上で輸出する政策に転換した。これにより世界でも有数のステンレス鋼生産国となり、2021 年にはインドを抜いて、インドネシアが世界第 2 位のステンレス鋼の生産国となると予測されている¹。2022 年も引き続き、中国やインド向けを中心に輸出が伸びていくだろう。

リスクは、南アフリカ等で確認された、感染力が強い新変異株オミクロンがインドネシア国内で拡大し、行動制限が繰り返されるシナリオである。11 月末時点で、オミクロン株の市中感染は確認されていないが、政府は即座に入国制限を実施したほか、首都圏の感染レベルを 1 段階引き上げて「レベル 2」にするなど警戒心を高めている。行動制限がこれ以上強化されるようであれば、民間消費の回復も 2022 年後半にずれ込む可能性があるだろう。

¹ JOGMEC 「インドネシア：インドを抜き世界第 2 位の鉄鋼生産国となる可能性」 2021 年 6 月 8 日ニュースフラッシュ

図表4 インドネシアの消費者信頼感指数と実質小売売上高、主要品目別輸出動向



マレーシア

7-9 月期の投資・輸出は減速したが、景気刺激策等が民間消費を下支え

2021 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前年比▲4.5%と 2 四半期ぶりのマイナスとなった（図表 5）。また、前期比でも（季節調整値）▲3.6%とマイナスとなった。7 月からの感染急拡大で、行動制限が強化された影響が出た。7 月 3 日に、クアラルンプール市と電子・電気機器産業の集積地であるセランゴール州で、「強化された移動制限令」が発出された。「強化された移動制限令」下では原則として、日用品を購入する以外の外出が制限され、生活必需品の生産やそれらを販売する店以外の営業は認められなかった。他の地域でも、州をまたぐ移動が制限されたほか、工場の操業規制等が設けられた。

需要項目別に見ると、大きく減少したのは純輸出で、前年比▲37.5%となった。国内の生産活動が滞ったことが主因である。特に、輸出の約 24%（2020 年）を占める半導体等の電子機器輸出が減速した影響は大きかった。「強化された移動制限令」下では、電子・電気機器産業の操業が一時停止され、その後も出社人数に制限が設けられたためだ。また、州間の移動が禁止されたことで、部品の調達にも影響が出たようだ。

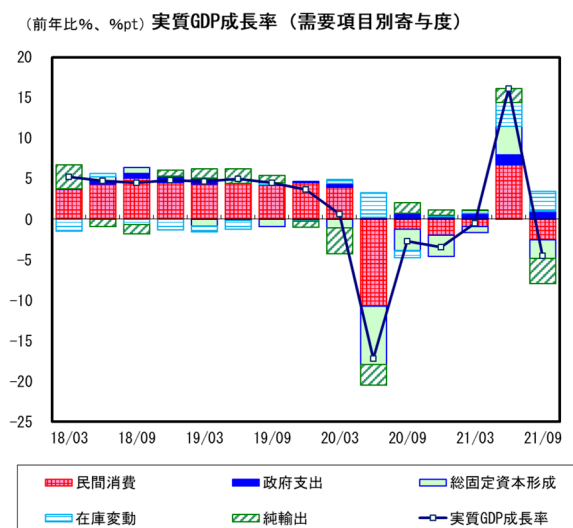
次に大きく落ち込んだのは総固定資本形成で、前年比▲10.8%となった。6 月から 8 月中旬ごろまで、多くの地域で鉄鋼業の操業がほぼ暖機運転²に制限されていたため、インフラ投資に必要な鉄鋼の供給が遅れたとみられる。

他方で、民間消費は前年比で▲4.2%とマイナスの伸び率となったが、政府支出と並んで唯一、前期比では+3.9%と増加した。その原因として、全国的にオンライン消費が堅調であったこと、

² 生産再開に備え、機械の性能を落とさないためにアイドリング状態を続けておくこと。

そして政府による景気刺激策が奏功したことが挙げられる。政府は2021年6月に、手厚い所得支援や企業への給与補助などを盛り込んだ1,500億リンギ（約4兆円、GDP比約10%、真水分は内100億リンギ）の追加支援策を発表した。これにより、行動制限下でも消費は堅調となったようだ。景気刺激策の実施で、7-9月期の政府支出は前年比+8.0%と増加した。

図表5 マレーシアの実質 GDP 成長率



(出所) マレーシア統計局より大和総研作成

2022 年の CPI も前年比+2.0~+3.0%のレンジでの推移に

2021年1-9月期のCPIは前年比+2.2%となった。同年4、5月に同+5.0%近くまで上昇したが、その後は同+2.0%付近に落ち着いた（図表6）。デフレに近い状態が続いていた2020年と比較して、物価が大きく上昇したのは、燃料価格引き上げによる影響のためだ。マレーシア政府は、国際的な原油価格と連動させて、ガソリンや軽油の小売価格の上限を毎週決定している。2020年11月半ば以降、政府は国際市場の原油価格上昇を背景に、ガソリンと軽油価格の上限を徐々に引き上げてきた。これによって、CPIの品目の中でも、「輸送」や「電力・ガス・燃料」が大きく物価を押し上げた。特に2021年前半は、前年に燃料価格が下落していた反動で、その影響が大きく表れた。他方で、燃料価格や食料品を除いたコアCPIを見ると、需要の弱さから同+1.0%を下回って推移している。

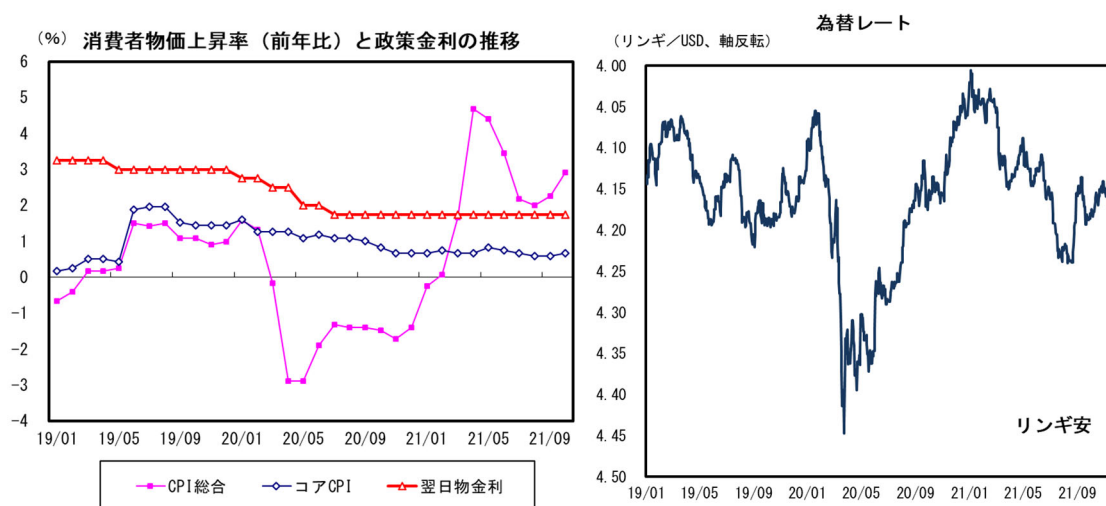
2022年のCPIも前年比+2.0%~3.0%程度に収まるだろう。今後も、政府が燃料の小売価格の上限を引き上げる可能性はあるが、引き上げ幅はそれほど大きくはならないと予測されるためだ。政府はこれまでも、物価が大きく上振れしたときや、感染が急拡大していた時期に限定して、燃料の小売価格の上限を引き上げないか、引き上げを一部製品に限定する措置を取ってきた。これは、景気に配慮してのことである。この通りにいくと、政府は、少なくとも2022年3月頃まではコロナ禍からの景気回復を優先し、燃料価格を大きく引き上げる可能性は低いだろう。

う。そして2022年4月以降は、前年の燃料価格の引き上げ効果が剥落するので、CPIが前年比で大きく押し上げられる可能性は低くなる。2022年は、需要が徐々に増加することでコアCPIに上昇圧力がかかるだろうが、供給能力に余裕があることから、コアCPIが大きく上振れする可能性も低いだろう。

中銀は2020年7月以降、政策金利である翌日物金利を1.75%に据え置いている。燃料価格上昇の影響で一時的に物価が上振れすることはあっても、コアCPIが安定して推移していたためである。景気下支えのため、今後も低金利を続ける見通しである。

リンギは、感染拡大と行動制限の強化を背景に、2021年8月20日には対ドルで年初来▲5.4%下落した。その後は、感染状況の落ち着きと行動制限の緩和で経済活動が再開したことが好感され、為替レートは一時持ち直した。ただし、同年11月下旬になるとFRBによる早期利上げ観測がきっかけとなり、リンギは再び対ドルで一時下落するなど、不安定な動きとなった。

図表6 マレーシアの消費者物価上昇率、政策金利と為替レート



(出所) マレーシア統計局、マレーシア中央銀行、Bloomberg より大和総研作成

見通し：行動制限の緩和と拡張的な財政政策で、2022年に経済の回復が加速へ

2021年の実質GDP成長率は、10-12月期に前年比+2.7%と予想され、通年で同+2.9%の成長となるだろう。2022年は、景気回復が加速化することで、前年比+6.2%となるだろう。内需と外需の両輪がそのドライバーとなりそうだ。

首都圏の行動制限が緩和された9月、統計では景気回復の兆しが見え始めた。小売売上高（指数）は、多くの経済活動が認められなくなった2021年6月に大きく低下し、その後横ばいが続いていたが、9月に上昇した（図表7）。自動車販売指数も同様に、生産と販売が認められなかった期間を経て、9月に大きく上昇に転じた。10月以降は、ワクチンが普及したことや、新規感染者数の減少が続いていることを背景に、行動制限の緩和がより一層進んでいる。首都圏を含む

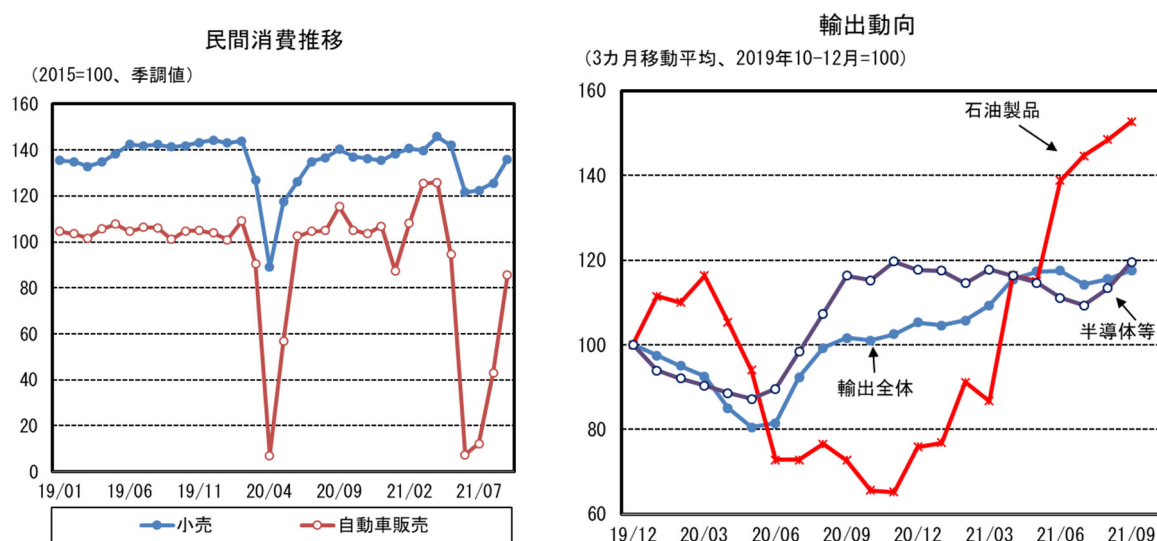
多くの州が、行動制限のレベル³で最も緩和的な「第4期」に移行し、人々は規制前の日常生活をほぼ取り戻した。また、州をまたぐ移動が可能となり、サプライチェーンもほぼ回復しているようだ。2022年1-3月期には、民間消費がコロナ禍前の水準にまで戻らるだろう。

2022年は、政府による景気刺激策も内需を支えていく見込みだ。2021年11月、2022年度（1～12月）予算案が下院に提出された。歳出は、補助金や優遇税制を軸に前年比+3.6%と過去最大規模となる見込みで、政府は拡張的な財政政策を続けることで、景気を下支えしていく旨を強調した。2022年度の財政赤字はGDP比▲6.0%となり、2021年度（同▲6.5%）とほぼ同規模になる見込みである。政府は、財政赤字を2023年までに同▲4.5%に削減するとした前年の目標を修正し、2024年までに同▲5.0%に縮小するとした。拙速な歳出削減は避け、景気回復を着実なものとする政府の意向が表れている。このように、2022年も大規模な景気刺激策が実施されれば、民間消費・投資の回復は力強いものとなるだろう。

サプライチェーンの回復を背景に、輸出も景気回復を主導しそうだ。その主翼となるのは、輸出全体の約24%を占める半導体等電子部品である（図表7）。2022年も世界的に半導体市場が拡大すると予測されており⁴、マレーシアは米国や中国向けに輸出を拡大させていくだろう。

オミクロン株の影響は、2021年11月末時点で国内の感染状況に表れておらず、政府は、渡航規制以外の行動制限を特段実施していない。今後、感染が急速に拡大する事態となれば、行動制限を再強化する可能性が高まる。その場合、政府が2022年度予算に計上している、大規模な景気刺激策が民間消費の落ち込みを緩和するだろうが、サプライチェーンの寸断といった企業活動への影響は免れないだろう。

図表7 マレーシアの民間消費推移と輸出動向



(出所) マレーシア統計局より大和総研作成

³ マレーシア政府は、「強化された移動制限令」から行動制限解除までのロードマップとして「国家回復計画」を発表した。最も厳格な「第1期」から、最も行動制限が緩和された「第4期」の4段階で構成されている。

⁴ 世界半導体市場統計「2021年春季半導体市場予測」

フィリピン

2021 年 7-9 月期、民間消費の急回復は実体と乖離

2021 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+7.1%と 2 四半期連続で、前期比では+3.8%と 2 四半期ぶりにプラス成長となった（図表 8）。最も成長を押し上げたのは、GDP の約 75%（2020 年）を占める民間消費で、前年比+7.1%であった。民間消費は、前期比で見ても+7.0%と大きく増加し、回復スピードの加速が鮮明だ。総固定資本形成は、インフラ投資が好調で前年比+16.0%となった。政府支出（同+13.6%）も 2 四半期ぶりにプラス成長となった。他方で、純輸出は原材料や中間財、燃料の輸入が輸出を上回ったことから、前年比▲2.2%pt とマイナスの寄与度となった。

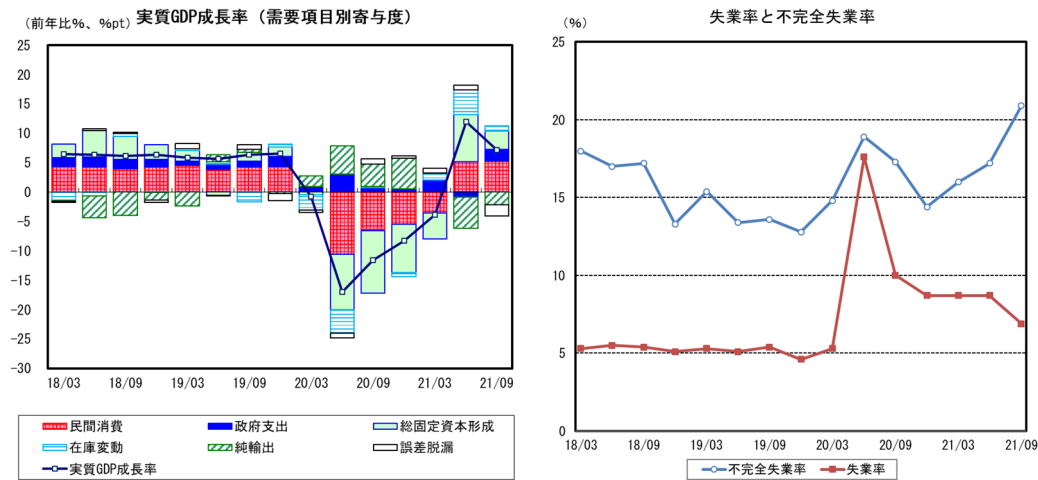
このように、7-9 月期の実質 GDP の内容を見ると、民間消費の回復が顕著である。しかし各種月次統計や、それ以外の情報を勘案しても、この力強い消費の回復を説明することは難しい。7-9 月期は、それまでを上回るスピードで国内の感染が拡大し、行動制限の強化を余儀なくされた時期である。7 月から 8 月にかけて小売や娯楽施設への人出は減少し、8、9 月の小売売上高も弱含んだ。さらに雇用統計を見ると、7-9 月期の失業率は 6.9%で、前期（8.7%）から低下したものの、不完全失業率⁵は 20.9%と前期（17.2%）から上昇した（図表 8）。雇用環境が大きく改善したとは言い難いだろう。また、政府による景気刺激策も消費の下支えをするには物足りない内容であった。フィリピン政府が 2020 年 1 月以来実行してきた景気刺激策は、ASEAN の中でも規模が小さく⁶、2021 年に入ってから目立った消費刺激策は追加されていないためである。

こうした中で、消費を下支えした要因として考えられるのは、海外送金の流入である。2021 年に入って以降、ドル建て、ペソ建ての流入額（全体）は前年比で増加が続いている（図表 9）。特に、フィリピンよりも先に景気回復へと進んだ米国からの流入が堅調である。これが、民間消費の原資として一部機能したといえよう。しかし、これだけでは GDP 統計上の力強い民間消費の回復を説明できず、実体と乖離があると言わざるを得ないだろう。2021 年 7-9 月期の民間消費の回復は、少し割り引いて見る必要性がありそうだ。

⁵ 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人口の対労働力人口に占める割合。

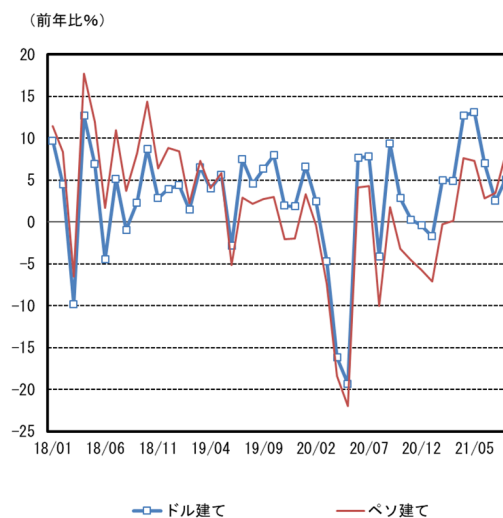
⁶ 2020 年 1 月から 2021 年 9 月末までに発表、または実行された景気刺激策の規模で、フィリピンは 2020 年の GDP 比で 4.5%。タイ（同 14.6%）、インドネシア（同 9.3）、マレーシア（同 6.2%）と比較しても小さい。

図表8 フィリピンの実質 GDP 成長率、失業率と不完全失業率



(出所) フィリピン統計局より大和総研作成

図表9 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

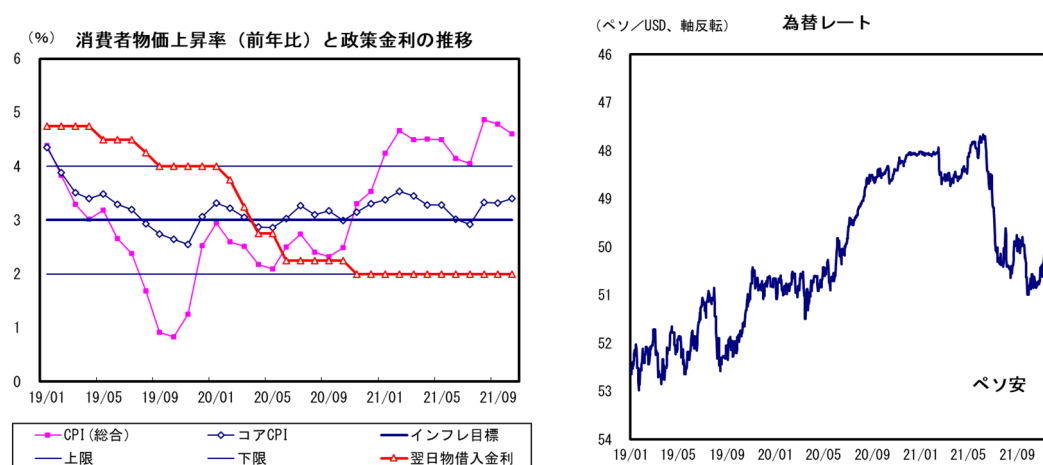
2022 年は最大 100bp の利上げの可能性

2021 年 1 月以降、CPI は前年比でインフレ目標 (前年比 3.0%±1.0%) の上限である同+4.0% を超えて推移している (図表 10)。物価を最も押し上げているのは、食品である。フィリピンの CPI バスケットに占める食品のシェアは、ASEAN 他国と比較しても高い。今年は天候不順やアフリカ豚熱、移動制限の影響が重なり、野菜や豚肉価格の上昇が CPI 全体を大きく押し上げた。また、国際的な燃料価格上昇の影響で、「水道・ガス・電気」や「輸送」の上昇も目立つ。

2022 年は、行動制限緩和で需要の回復も見込まれ、コア CPI に対して上昇圧力が高まるだろう。また、食料や燃料高の影響で、期待インフレ率が上振れする可能性が高い。さらに、為替レートにも注意が必要だ。ペソは 2021 年 9 月末時点で、対ドルで年初来約 6%下落した。FRB に

よるテーパリング観測をきっかけに、1-9 月期の証券投資が約 5 億ドルの流出超となったほか、原材料・燃料価格の上昇で貿易赤字が拡大し、経常赤字も同様に拡大したことが背景にある。10 月以降、為替レートは安定しているが、FRB による利上げの可能性が高まる局面で、再び為替レートが下落する可能性がある。その場合、ペソ安が輸入物価の上昇を通じて、国内の CPI を押し上げると懸念される。中銀は 2020 年 11 月に利下げを実施して以降、物価が目標水準を上振れする中でも政策金利を据え置いてきたが、2022 年は最大 100bp の利上げが実施される可能性がある。コロナ禍からの回復途上での利上げは、内需回復に水を差しかねない。

図表 10 消費者物価上昇率（前年比）と政策金利、為替レート



（出所）フィリピン統計局より大和総研作成

見通し：2022 年の実質 GDP もコロナ禍前には届かない見込み

2021 年の実質 GDP 成長率は、10-12 月期に前年比+0.2%程度となり、通年で同+3.6%程度と政府目標（同 4.0-5.0%）を若干下回る見込みだ。2022 年は前年比+4.6%程度となるが、コロナ禍前である 2019 年の水準には依然として届かないだろう。2022 年は、行動制限の緩和と大統領選挙を背景に、内需は回復へと向かうだろう。

2021 年 11 月以降は、消費の回復が顕著となりそうだ。感染者数は 2021 年 9 月末にピークアウトし、その後も落ち着いている。11 月にフィリピン政府は、マニラ首都圏における行動制限を 5 段階の内、最も低いレベルから 2 番目とした。それまでフィリピンでは 1 年半以上にわたって、外出制限や、飲食店・娯楽施設の営業制限といった厳格な行動制限が行われてきた。マニラ首都圏における 11 月からの行動制限の緩和は、コロナ発生以降初めて、人々が大半の活動や移動を許可されることを意味する。2022 年 5 月に控えている大統領選挙を意識して、今後は、マニラ首都圏以外でも行動制限の緩和が急速に進みそうだ。これに加え、米国や原油高で潤う中東からの海外送金も追い風となることで、消費の回復が進むだろう。

次に、インフラ投資も成長のドライバーとなるだろう。政府は 2022~24 年のインフラ投資計画の中で、投資額を大幅に増加させた。その額は年平均で、GDP 比 5.0%強となる見込みだ。2022

年は、5月の大統領選挙を見据えて、年前半にインフラ投資が加速するだろう。また、大統領選挙後も、インフラ投資への支出額に大きな変化はなさそうだ。大統領選挙では、最有力候補とされていたドゥテルテ現大統領の娘であるサラ氏が、副大統領に立候補した。また同氏は、故マルコス大統領の長男で、大統領選に立候補しているフェルディナンド・マルコス氏と連携を組むことを発表した。10月末の調査では、次期大統領としてマルコス氏の支持率が最も高い。マルコス氏とサラ氏は、当選した場合にドゥテルテ政権時代の政策を踏襲すると言及しており、大規模インフラ投資を政策の軸に据えろとみられる。新政権においても、投資主導の経済成長という政策方針に変化はないだろう。

リスクは、既述したインフレ抑制のための利上げと、政治的な不確実性の高まりである。ドゥテルテ氏は、一度は政界引退を表明したものの、その後次期上院選に立候補し、今後も政界において一定の影響力を維持する意向だ。ドゥテルテ氏はマルコス氏に懐疑的で、次期大統領に側近のゴー氏を支援していたが、ゴー氏は出馬を取りやめるなど、次期大統領を巡る状況は流動的である。選挙を前に、政治が不安定化する事態となれば、資本逃避が生じるリスクがあるだろう。

2021年11月末時点で、オミクロン株の市中感染は確認されていない。政府は、12月1日から予定していた観光客の受け入れ再開を中止し、さらに感染が拡大している地域からの入国を禁止とした。国内の行動制限は強化されていないが、旅行・観光業の回復が後ずれするリスクは高まっている。また今後、行動制限が強化されるようであれば、インフラ投資を中心とした、次期大統領選挙に伴う成長率の押上げ効果が小さくなる可能性が高い。

タイ

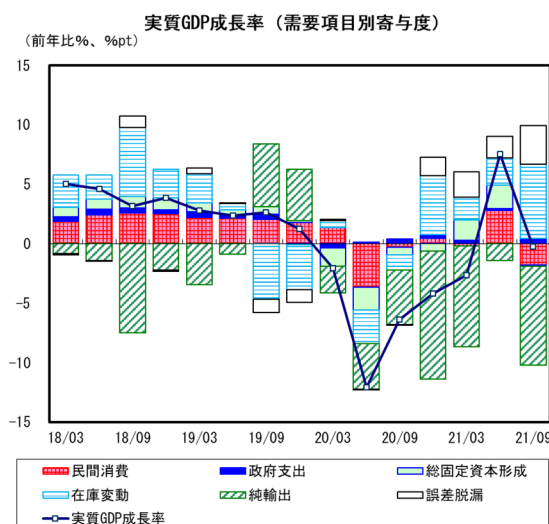
7-9月期は、2四半期ぶりのマイナス成長

2021年7-9月期の実質GDP成長率は、前年比▲0.3%と2四半期ぶりのマイナスとなった（図表11）。また、前期比（季節調整値）で見ても▲1.1%と、5四半期ぶりのマイナスとなった。感染拡大を背景に、2021年6月末から行動制限が強化されたことや、相次ぐクラスター感染で工場が閉鎖されたことが背景にある。

需要項目別では、民間消費が前年比▲3.2%と最も大きく落ち込んだ。内訳を見ると、食品や非アルコールが比較的堅調であったのに対し、自動車等の耐久財や、娯楽、レストラン・ホテルなどのサービス消費が減少した。また、総固定資本形成も同▲0.4%と落ち込んだ。住宅建設や公共投資が減少したほか、民間の設備投資も減速した。他方で、政府支出は大規模な景気刺激策を背景に、同+2.5%と前期から加速した。

対外的には、財・サービスともに輸出が減速し、純輸出はマイナスの寄与度となった。7-9月期の財輸出を見ると、電子機器や自動車を中心に前年比で増加したが、工場の閉鎖や外出制限、半導体不足で生産が落ち込んだことで、輸出増加のスピードは鈍化した。また、国境を越えた移動が規制されていた中で、旅行・観光産業を中心としたサービス輸出もさえない。

図表 1 1 タイの実質 GDP 成長率



（出所）NESDB より大和総研作成

燃料価格上昇の影響がCPIに表れやすい

2021年1-10月のCPIは前年比+1.0%となった。ただしその間、物価の変動は大きく、2021年4月のように中期的なインフレ目標（前年比+1~4%）の上限を上回った月もあった。この背景には、国際的な原油価格の上昇と、コロナ禍対策として、2020年から不定期に実施されてきた電力・水道料金引き下げによる影響の2つがある。

まず、タイのCPIは国際的な原油価格上昇の影響を受けやすい。タイでは、石油製品に係る税収を蓄積した「石油基金」があり、そこから国内のバイオディーゼルやガソホール（エタノールを混合したガソリン）、液化天然ガスの価格安定に補助金が拠出されている。2021年も国内の燃料価格安定のために補助金が出されたが、基金の余力は乏しく、それほど積極的に資金は投入されていない。タイは、コロナ禍前の時点で、このような燃料補助金制度自体を廃止する方向で動いており、国内の燃料価格安定に介入することに近年は消極的であったようだ。この影響で、2021年に入ってからCPI項目の内、「輸送・通信」の指数が燃料価格上昇の影響を受けて、大きく上昇している。

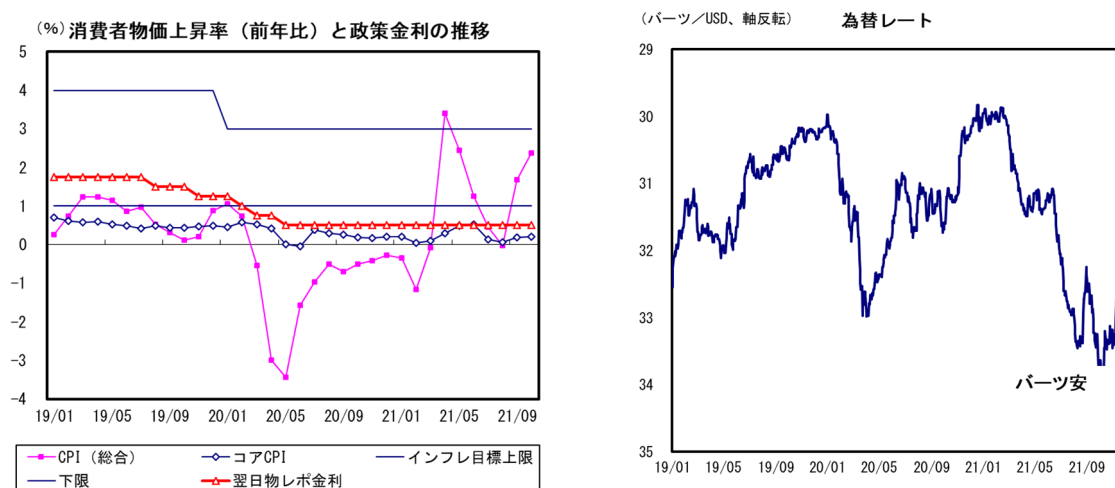
次に、電力・水道料金の影響を見たい。政府は景気刺激策の一環として、2020年から電気や水道料金の引き下げを月単位で不定期に実施してきた。この影響で、電力や水道料金の変化が激しく、CPIの項目の内「住宅・家具」指数が上下に変動している。

このように、2021年のタイの物価は、燃料や電気・水道料金といった一時的な要因によって大きく変動してきた。他方で、コアCPIを見ると、需要の弱さから前年比+1.0%にも満たない水準で推移している（図表12）。2022年のCPIも、燃料価格上昇の影響と2021年に実施された電気・水道料金引き下げの反動で、前年比+3.0%を超える月が出てくるだろう。ただし、タイ国内の需要回復には時間を要するとみられることから、コアCPIは2022年も同+1.0%を下回る可能性が高い。

中銀は2020年5月以降、政策金利である翌日物レポ金利を据え置いている。金融政策決定会合では、景気下支えのために利下げを要望する意見が散見された月もあったが、内需を喚起する手段として、金融政策ではなく財政政策に頼ることが望ましいという見方が大勢であるためだ。また、すでに低い水準にある政策金利を引き下げても効果は限定的であるとして、中銀はより困窮している人・企業へ直接支援するスキームに力を注ぐとしている。例えば、中小企業や個人への流動性支援に加え、個人の支払い能力に応じた、債務再編・繰り延べ支援が挙げられる。

中銀が政策金利を維持する別の理由として、バーツが対ドルで不安定な動きをしている点も考えられる。バーツは2021年9月末に対ドルで年初来▲12%下落し、実質実効レートも2021年以降下落基調をたどっている。背景には、タイ国内における感染の急拡大とワクチン接種の遅れ、大規模な2022年度予算（2021年10月～2022年9月）と公的債務残高の上限引き上げ、7-9月期の経常赤字の拡大、そしてFRBによるテーパリング観測が挙げられるだろう。経常赤字の拡大は、工場の閉鎖で財輸出が減速したほか、旅行・観光業の低迷とコンテナ輸送の費用増でサービス収支の赤字拡大が拡大したことによる。2022年も少なくとも前半は、半導体不足による輸出の減速や、コンテナ費用の増加によるサービス収支の赤字で、経常赤字が続く見込みで、バーツには下落圧力がかかりやすくなりそうだ。特に、米国の利上げといった外的環境の変化をきっかけに、為替レートは不安定な動きになりやすいだろう。中銀は引き続き、的を絞った流動性供給を続けながら、政策金利を維持する可能性が高い。

図表12 タイの消費者物価上昇率と政策金利、為替レート



（出所）タイ中央銀行、Bloomberg より大和総研作成

見通し：旅行・観光業の回復は想定したよりも遅れる見通し。経済は緩やかな回復へ

2021年の実質GDP成長率は、10-12月期に前年比▲1.2%となり、通年で同+0.6%となりそう。景気の急回復を遂げた2020年10-12月期の反動で、2021年10-12月期は2四半期連続で前年比マイナス成長となりそう。2022年は前年比+4.2%となるものの、コロナ禍前の水準には届かないだろう。

タイの感染者数は2021年8月半ば以降減少傾向にあり、政府は9月から行動制限の緩和を始めた。また11月からは、63カ国（地域）のワクチン接種者を対象に検疫隔離無しの入国を認め、国境を越えた旅行やビジネスの往来が本格化した。これに伴い、それまで最も厳格な行動制限が敷かれていたバンコクは観光パイロット地区に認定され、外出や営業の規制がほぼ取り払われた。これを背景に、10月末には小売・娯楽施設への人出がコロナ禍前の水準に戻り、消費者信頼感指数も9、10月の2カ月連続で改善した。民間消費支出（指数）も、すべての財で9月に前月から上昇した（図表13）。また、企業の景況感も9、10月と2カ月連続で前月から上昇し、9月の鉱工業生産（季節調整値）も半年ぶりに前月比で上昇した。

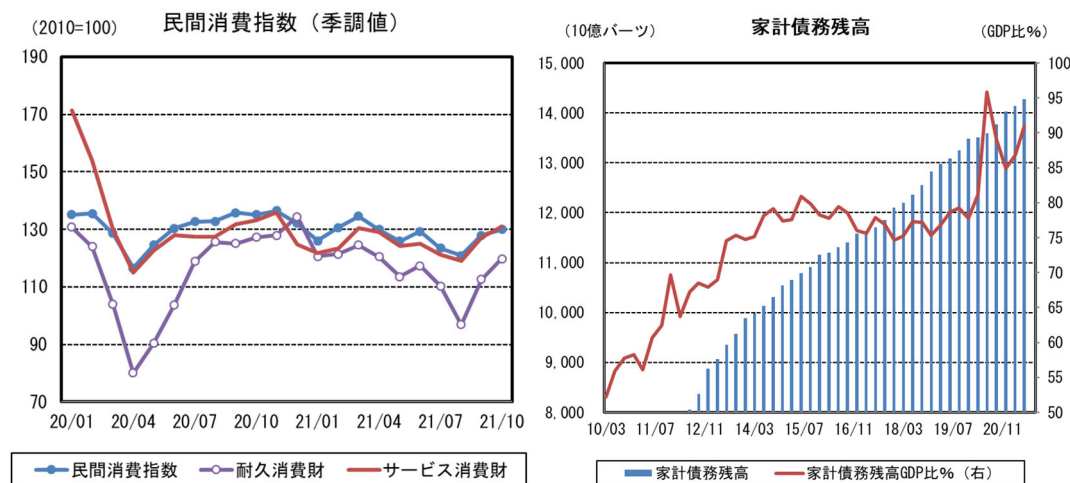
このように、行動制限の緩和をきっかけに、タイ経済は回復に向かいつつある。しかし、2022年にその回復スピードを加速させるのは難しいだろう。その理由としてまず、家計債務負担が消費の足かせとなりやすい点が挙げられる。2021年6月時点の家計債務残高は、GDP比89.3%と2019年の同79.8%を上回った（図表13）。家計は、借入れをすることによって購買力を維持しているようだ。そのため、行動制限が緩和されて一時的に繰越需要が発現したとしても、所得環境が改善しない限り、持続的な消費の回復にはつながりにくいだろう。製造業やサービス業の回復は2022年も緩やかなものになるとみられ、雇用・所得環境の回復には時間がかかりそうだ。消費の本格的な回復は、2023年となる可能性もある。

次に外需を見ると、半導体やコンテナ不足の影響で少なくとも2022年前半は、自動車や電子機器輸出に影響が出やすいだろう。輸出が本格化するの、2022年後半となりそうだ。また、サービス輸出についても、旅行・観光業の本格的な回復に遅れが出そうだ。中銀は、国外の感染拡大状況から見て、条件を付けない海外からの渡航と航空会社による通常運行が可能となるのは2023年になると予測している⁷。2022年のサービス輸出の回復も緩やかなものとなりそうだ。内需・外需ともに、タイのコロナ禍からの本格的な回復は、2023年となる可能性があるだろう。

2021年11月末時点で、オミクロン株の市中感染は確認されておらず、11月30日の国内の新規感染者数は、5カ月ぶりの低水準となった。政府は、南アフリカ等からの入国を禁止したが、11月から始まった63カ国（地域）からの隔離免除の入国は継続すると発表した。これに伴い、観光パイロット地区とされているバンコクでも、行動制限の強化は実施されていない。政府は、増加傾向にある海外からの観光客への影響を懸念して、入国を含めた行動制限には非常に慎重である。ASEAN地域でオミクロン株の拡大が確認されない限り、規制を強化する姿勢ではないようだ。仮に、感染急拡大で入国制限が再強化される事態となれば、旅行・観光業を主要産業の一つとするタイ経済の回復が、ASEAN5の中でも一段と遅れることとなるだろう。

⁷ Bank of Thailand “Monetary Policy Report 2021 Q3”

図表 13 タイの民間消費指数と家計債務残高



(出所) タイ中央銀行より大和総研作成

ベトナム

7-9 月期は雇用環境が悪化、小売セクターの落ち込み大きく

2021 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前年比▲6.17%と大きく落ち込んだ（図表 14）。産業別で見ると、「農業・林業・漁業」（同+1.04%）を除く、すべてのセクターで前年比マイナスとなった。中でもサービスセクターは同▲9.28%と最も大きく減少した。さらに内訳を見ると、「情報・通信」や「金融」が堅調であったのに対し、感染拡大の影響で、「小売」や「宿泊・外食」といった接触型産業への打撃が大きかった。

サービスセクターに次いで、「工業・建設業」も同▲5.01%となった。その中でも特に、外出制限等によるインフラ工事の遅延で、建設（前年比▲11.4%）が大きく減少したほか、工場の一部閉鎖で製造業（同▲3.2%）への影響も大きかった。

個別統計を見ると、民間消費の落ち込みが大きかったようだ⁸。小売売上高（前年比）は 5 月以降、4 カ月連続でマイナス幅が拡大した。感染の封じ込め策が強化された 2021 年 5 月から 5 カ月間、外出制限で人出が大きく落ち込んだことが影響した。さらにその間、国内の雇用・所得環境が悪化した点も民間消費の落ち込みに拍車をかけたようだ。

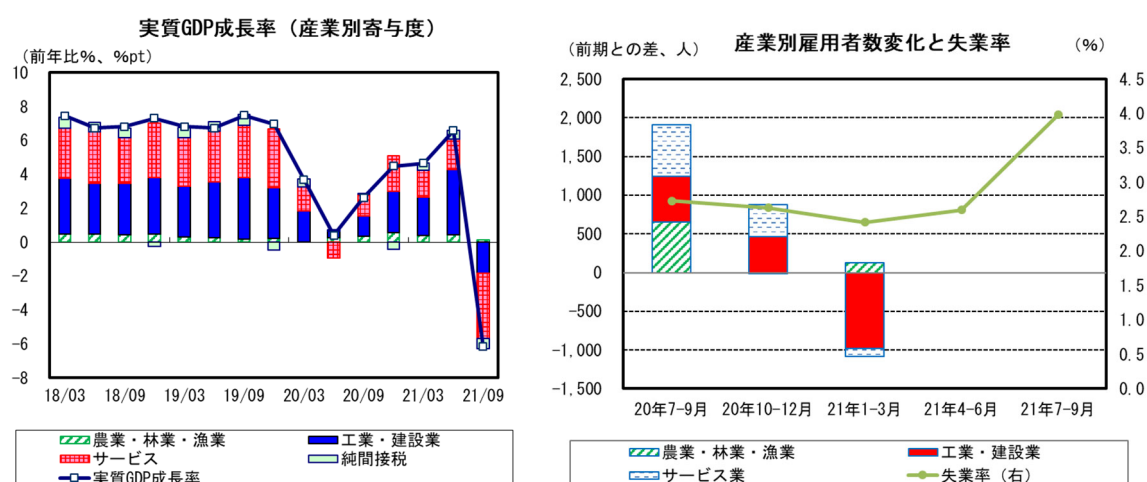
雇用・所得環境を概観するため、各セクター別の雇用者数の変化（前期との差）と失業率を見ていきたい（図表 14）。この中で目を引くのは、それまで増加基調であった「工業・建設業」の雇用者数が、2021 年 1-3 月期に前期比で大きく減少した点である。さらにその内訳を見ると、「製造業」と「建設業」の雇用者の減少幅が特に大きい。ベトナムでは、感染増加の兆候が見られ始めた 2021 年の初めから、主要な工業団地が閉鎖に追い込まれ、製造業の多くの労働者が離職した。その中でも特に、「技術職以外の労働力」の減少幅が大きいことから、製造業の中でも、加工組み立て等の労働集約産業が打撃を被ったようだ。また、インフラ工事が滞ったことで、建

⁸ ベトナムでは、四半期ごとの需要項目別 GDP は伸び率（年初来）でしか発表されていない。

設業の従事者も減少した。

ただし、失業率の推移を見ると、2020年の7-9月期以降、2021年の前半まではほぼ横ばいとなった。これは、職を失った多くの人々が失業申請を行わず、非労働力化したことを意味している。その後2021年7-9月期になると、失業率も4.0%と前期（2.6%）から上昇したことから、雇用環境が一段と悪化したことが分かる。収入面で見ても、それまで増加基調にあった平均月収が2021年4-6月期から2期連続で減少したことから、国内の所得環境の悪化が顕著となった。

図表 14 ベトナムの実質 GDP 成長率と産業別雇用者数変化、失業率



(注) 2021年4-6期以降の雇用者数は2021年11月26日時点で未発表。

(出所) ベトナム統計総局より大和総研作成

燃料補助金の枯渇で、CPI に上昇圧力がかかるか

2021年10月までのCPIは、目標水準である前年比+4.0%を下回って推移してきた(図表15)。また、感染拡大による需要の弱さから、コアCPIも同+1.0%付近となった。2021年3月以降、国際的な原油高の影響で、「輸送」が物価を押し上げてきたが、政府が補助金で燃料価格の上昇を抑えたことで、CPIは目標水準を上回るほどの上昇とはならなかった。ベトナムでは、国内のガソリンや灯油などの価格を安定させるため、政府が専用の基金を用いて石油会社などに原油価格上昇分を補助金として補填する仕組みがある。この仕組みによって通常、国内の燃料価格の上昇率が30-35%程度と、国際的な原油価格の上昇率よりも低く抑えられていると言われている⁹。2021年もベトナム政府は、この仕組みを通して、家計の負担となる燃料価格の上昇を抑制してきた。

今後は、2022年前半にかけてCPIに上昇圧力がかかりやすくなるだろう。原油価格高騰の影

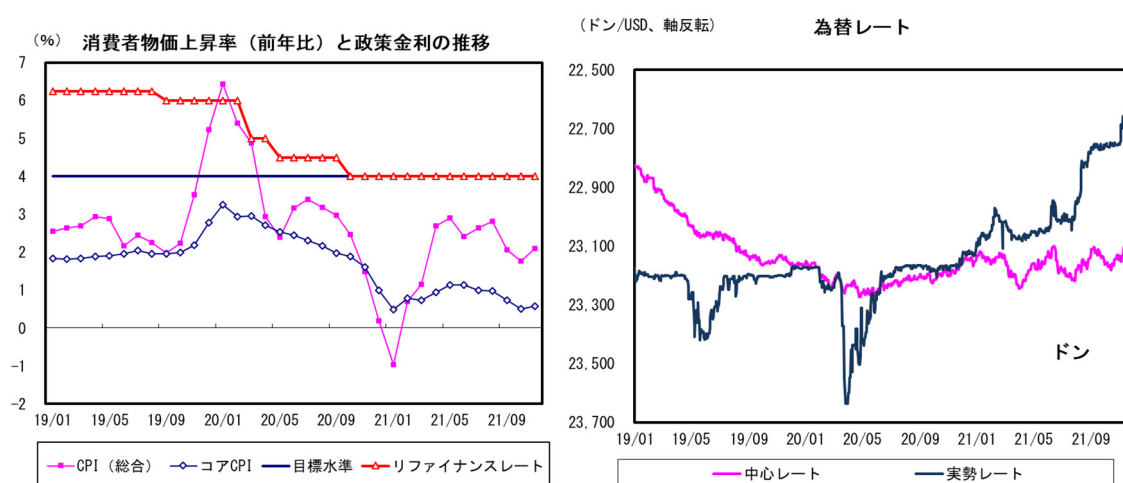
⁹ ベトナム商工省 “Tax cut proposed to stabilise domestic petrol price”、2021年10月13日
<https://moit.gov.vn/en/news/industry-and-trade/tax-cut-proposed-to-stabilise-domestic-petrol-price.html>

響で、国内の燃料価格を抑制するための基金が枯渇する可能性を商工省が指摘しているためだ。商工省は、燃料価格抑制の手段として、基金を用いる方法から、輸入税や環境税等を引き下げる方法に変更するよう財務省と掛け合っているが、コロナ禍で政府の財源も乏しいことから、実現するかは不透明だ。2021年10月以降、行動制限の緩和で生産活動が活発化しており、国内のエネルギー需要が大きく高まっていることも勘案すると、政府は徐々に国内の燃料価格上昇を容認していく可能性が高い。

ベトナム国家銀行（中銀）は、主要な政策金利であるリファイナンスレートを2020年10月以降、4%に据え置いてきた。その代わりに、景気浮揚策として、国営銀行に貸出金利や手数料の引き下げを要請したほか、主要商業銀行とは、企業への実行済み融資に対する金利引き下げで合意し、さらに、企業の債務の繰り延べ条件を緩和するなどした。ベトナムでは景気浮揚策としてコロナ禍以前から、銀行による貸出残高の伸び率の目標を設定する等して、国家銀行が銀行に直接働きかける方法が取られてきた。その度にリスクとして指摘されてきたのが、銀行のバランスシートの悪化である。政府は2021年、そのようなリスクに備え、資産分類や引当金などの規制を強化することで、不良債権の増加を阻止する対策を講じている。今後も国家銀行は、成長産業への融資促進と、リスク監視体制の強化という両建てで、金融政策のかじ取りを行っていく模様だ。

為替レートに関しては、2021年8月以降、実勢レートが公定レートを大きく上回って対ドルで上昇した。同年7月、政府が米国との協議で、ドン安誘導のための為替介入を行わないことで合意したためだ。2020年12月、ベトナムは米国財務省によって「為替操作国」として認定されていたが、この合意に伴い、制裁は見送られた。政府は今後もドン高を容認していくもの見られ、ドンへの対ドルでの上昇圧力は高まりやすくなるだろう。

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



（出所）ベトナム統計総局、Bloomberg より大和総研作成

見通し：感染再拡大による行動制限再強化に注意

2021 年の実質 GDP 成長率は、10-12 月期に前年比+2.1%となり、通年では同+1.6%程度の成長となる予測だ。厳格な行動制限が 2021 年末まで尾を引き、政府予測（同+3.0-3.5%）を下回る見込みだ。2022 年は、行動制限が再強化されない限り、同+6.0%程度に回復する見通しだ。

2021 年 10 月以降、政府は「コロナとの共存」を軸にした「新常態」を掲げて、行動制限の緩和を進めている。その中で、2022 年は業種ごとに回復ペースの差が生じやすくなるだろう。最も回復が早いのは、コンピュータや携帯電話などの電子機器、機械を中心とした製造業である。工場の操業が再開したことで、これらの業種の生産・輸出は回復傾向にある。他方で、縫製品や履物といった多くの人手を要する労働集約産業が、行動制限の強化で被った打撃は大きく、生産・輸出の水準が行動制限導入前に戻るには時間を要する見込みだ。2021 年に入ってから、これらの労働集約産業に従事していた労働者の多くが職を離れ、帰郷したためだ。移動制限が取り払われるとともに、一度帰郷した人々が再び仕事に戻りつつあるが、本格的な雇用の回復は電子・電気産業と比較して遅れそうだ。

2022 年 1-3 月期になると、労働集約産業を含め雇用の回復が本格化しそうだ。これが民間消費の刺激という好循環を生むこととなるだろう。2021 年央から実施されたような厳格な行動制限が繰り返されない限り、企業の投資マインドも改善していくだろう。海外からの直接投資は、2021 年の深刻な感染拡大下にあっても旺盛で、投資先としてのベトナムの魅力は損なわれていないようだ。2022 年も海外からの直接投資の増加と、それを梃子とした輸出の増加が景気回復を加速させるドライバーとなりそうだ。

リスクとなるのは、2021 年 10 月に行動制限が緩和されて以降、感染の再拡大が見られることと、それに伴う行動制限の強化である。2021 年 11 月末時点でオミクロン株の流入は確認されていないが、100 万人に占める新規感染者数は、11 月下旬に同年 9 月のピークを越え、ASEAN5 の中で最多となった。政府や地方自治体は、行動制限の再強化が経済の打撃となるとして、一部の国からの入国制限を除く規制には慎重な姿勢でいる。今後、人の移動に対する規制が強まる場合、雇用回復の遅れにつながるだろう。その場合、内需回復の本格化が 2022 年後半となる可能性も否定できない。

図表 16 ベトナムの輸出・鉱工業生産動向

