

2024 年 11 月 27 日 全 11 頁

2025 年 ASEAN5 経済見通しと米トランプ政権 発足の影響

貿易・資本フローへの影響の大きさは、
インドネシア・マレーシア>タイ>ベトナム>フィリピン

経済調査部 シニアエコノミスト 増川 智咲

[要約]

- 2024 年の ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、外需の回復と良好な内需を背景に、前年から加速する見通しである。この状況が続けば、ASEAN5 の実質 GDP 成長率は 2025 年に、コロナ禍前 5 年（2015-19 年）平均にまで届く見通しである。ただし、米国で 1 月に発足するトランプ政権による政策の影響次第では、下振れリスクに注意が必要である。
- トランプ政権発足による ASEAN5 への影響は、貿易と資本フローに表れやすい。本稿では、米国が中国に追加関税を実施した場合と、ASEAN にも追加関税を実施した場合、「Made by China」への規制を強化した場合、グリーン補助金を停止した場合に分け、ASEAN5 への影響をまとめた。通商政策の変更内容と厳格度によって、各国への影響は異なるが、追加関税が中国のみを対象とする場合、ASEAN5 への悪影響は全体として限定的で、ベトナムのような国は、むしろ恩恵を受けやすいだろう。他方で、ASEAN5 を含む中国以外の国に対しても追加関税が課される場合、ASEAN5 への影響は全体としてネガティブとなる。
- 2025 年は、米国の長期金利の上昇とインフレ圧力の高まりを背景に、連邦準備制度理事会（FRB）の利下げペースが鈍化すると予測されている。ASEAN5 は、資本フローの動きと経済成長の両方に配慮しながら、金融政策を行う必要がある。その中でも特に、中国との貿易・投資関係が緊密で且つ、海外投資家の債券保有比率が高いインドネシアやマレーシアの資本フローに注意が必要となるだろう。特に、利下げ余地の大きいインドネシアでは、金融政策の舵取りが難しくなりやすいだろう。

2025 年の成長率は、コロナ禍前 5 年平均成長率にまで達する見込み

ASEAN5（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）の 2024 年 7-9 月期実質 GDP が出そろった。内需と外需の両輪で成長が加速している印象である。この形が続けば、2025 年はコロナ禍前 5 年（2015-2019 年）平均成長率に達する見込みである。ただし、米国でのト

ランプ政権発足による政策変更次第では、2025 年の成長率が各国で若干下振れする可能性がある。本稿では、2024 年に ASEAN5 の実質 GDP 成長率が加速した理由と、ランプ政権発足による影響を中心に 2025 年の見通しをまとめたい。

図表 1 ASEAN5 の実質 GDP 成長率（実績と DIR 予測）

前年比（％）	四半期							年			
	2023年				2024年			2023年	2024年	2025年	2015-19年
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	実績	大和総研予測		年平均成長率
インドネシア	5.0	5.2	4.9	5.0	5.1	5.0	4.9	5.0	5.0	5.1	5.1
マレーシア	5.5	2.8	3.1	2.9	4.2	5.9	5.3	3.6	4.7	4.9	4.9
フィリピン	6.4	4.3	6.0	5.5	5.8	6.3	5.2	5.5	6.0	6.5	6.6
タイ	2.6	1.8	1.4	1.7	1.6	2.3	3.0	1.9	2.5	3.0	3.5
ベトナム	3.4	4.2	5.5	6.7	5.9	7.1	7.4	5.0	6.7	7.0	7.0

（出所）各国統計より大和総研作成

2024 年の ASEAN5 経済

2023 年から外需の減速が足かせとなってきた ASEAN5 経済は、2024 年の半ば頃から状況が好転した。米国の個人消費が底堅く推移したことや、世界的な半導体需要の回復が支えとなり、ASEAN5 からの輸出が回復し始めたためである。また、雇用環境の回復や物価の安定が追い風となり、民間消費も堅調に推移した。

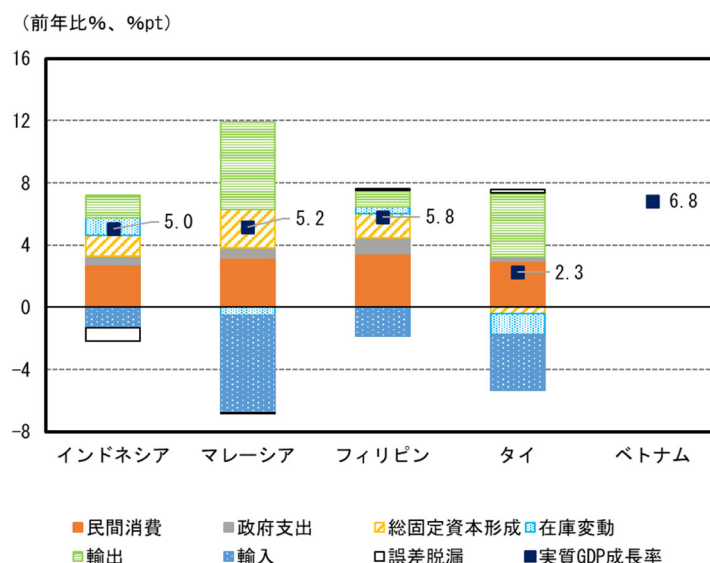
図表 2 は、ASEAN5（ベトナムを除く）の 2024 年 1-9 月期実質 GDP 成長率を需要項目別に表したものである¹。ベトナムを除く 4 カ国で、最大の成長ドライバーとなったのが民間消費で、その寄与度は 2.8%pt～3.5%pt であった。さらに、外需の回復も顕著で、4 カ国すべてにおいて輸出が成長率に対してプラスの寄与度となった。その中でも特に、輸出産業の規模が大きいマレーシアとタイの輸出の寄与度は、4%pt 以上と非常に大きかった。ベトナムに関しても、月次統計を見る限り、民間消費と輸出が好調に推移していることが確認できる。

この中で注意が必要なのはタイである。タイでは、政治の混乱によって 2024 年度の予算成立が遅れ、公共投資を中心とした総固定資本形成が、実質 GDP 成長率に対してマイナスの寄与度となった。また、旺盛な民間消費も、政府による生活支援策（燃料補助金の支給）によって下支えされた効果が大きく、実体はやや力強さに欠けた。

2024 年（通年）の各国の実質 GDP 成長率は、前年よりも加速する見通しである。ただし、外需の本格的な回復が年後半になったことや、米国連邦準備制度理事会（FRB）の利下げが遅れた影響で、2024 年の成長率はコロナ禍前 5 年（2015-19 年）平均には届かない見通しである。

¹ ベトナムでは、四半期ごとに需要項目別の統計が発表されていない。

図表2 ASEAN5 の2024年1-9月期実質GDP成長率（需要項目別）



(注) ベトナムは四半期ごとの需要項目別のデータを公表していない。

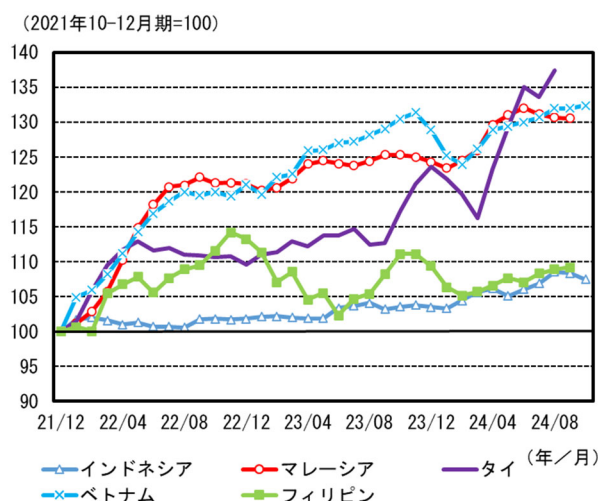
(出所) 各国統計より大和総研作成

堅調な内需を支えた要因は、外需回復、雇用環境改善、好調な銀行貸出、物価安定

2024年、ASEAN5の堅調な内需を支えた要因は、①外需の回復、②雇用環境の改善、③銀行貸出残高の増加、④物価の安定であった。

図表3は、ASEAN5の小売売上高の推移を表したものである。各国とも、「ウィズコロナ」に移行して以降、小売売上高は増加基調をたどってきたが、2023年にそのペースが若干減速し、2024年に再び回復ペースが加速している。これは、外需依存度の高いベトナムやマレーシア、そして、政府が生活支援策を講じているタイで特に顕著である。2024年は、国ごとに程度の差はあるが、外需の好転が内需にも好影響を及ぼしたといえるだろう。

図表3 ASEAN5の小売売上高

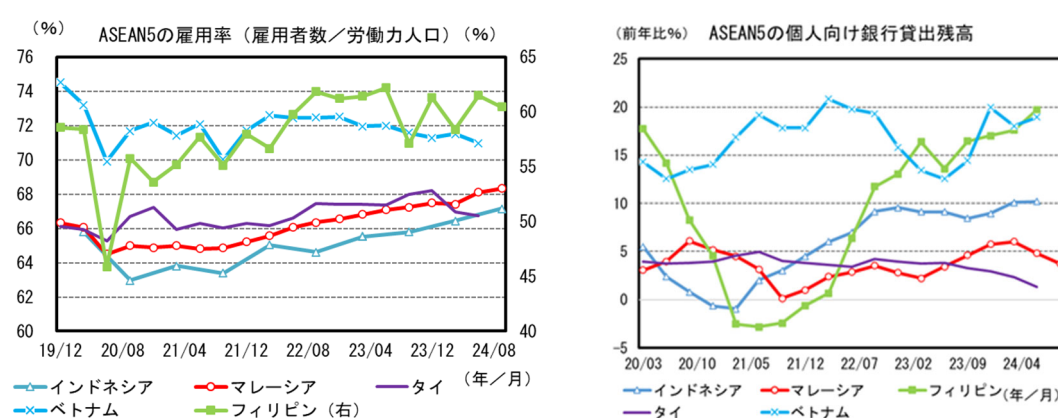


(出所) 各国統計より大和総研作成

次に、図表4（左）は、各国の雇用率（雇用者／労働力人口²）を表したものである。ASEAN5の雇用率は、コロナ禍後から回復傾向をたどり、外需が悪化した2023年も大きく落ち込むことはなく、消費を下支えた。特に、マレーシアやインドネシアでは雇用の回復スピードが速かった。

銀行の貸出残高の増加も、消費にプラスに働いた。高金利が続く中でも、各国で個人向けの貸出が好調で、フィリピン、ベトナム、インドネシアでは直近、前年比二桁の伸び率で推移した（図表4右）。一方、伸び悩んでいるのはタイである。タイでは2023年以降、個人の新規借入れが増加するとともに、それに起因した不良債権の増加が目立った。これを背景に、銀行は個人向け貸出に慎重となり、貸出残高の伸び率は足元で鈍化が目立つ。

図表4 ASEAN5の雇用率と、個人向け銀行貸出残高



物価の安定も民間消費の追い風となった。図表5は、2024年1-9月期の各種物価指数を前年比で表したものである。これによると、フィリピンやインドネシアの食品価格、ベトナムのエネルギー価格は若干高かったが、ASEAN5のCPI総合指数は、インフレ目標圏内に収まる³など総じて安定していたことがわかる（インフレ目標を採用していないマレーシアでも同様）。2024年前半は、ASEAN5の対ドル為替レートが大きく下落する局面も見られたが、それによる輸入物価の上昇は回避できたようだ。適正な物価水準が、実質可処分所得の伸びを支えた。

図表5 ASEAN5の各種物価指数

	インフレ目標	CPI		CPI	2024年1-9月平均			生産者物価	輸入物価	金融政策
		コアCPI	食品		エネルギー					
	2024年（通年）	2015～2019年	2023年	2024年1-9月平均			2024年1-9月平均	2024年初来		
（単位）	前年同期比（％）	年平均上昇率（％）	前年同期比（％）	前年同期比（％）			前年同期比（％）	変動幅（%pt）		
ベトナム	4.0-4.5%	3.1	3.3	3.9	2.7	4.0	5.3	1.5	-0.7	0.00
フィリピン	3%（±1.0%）	2.9	6.0	3.4	3.2	5.0	-2.0	2.5	2.1	-0.50
インドネシア	2.5%（±1%）	3.4	3.7	2.5	1.9	5.4	-0.1	3.1	0.0	0.00
マレーシア	インフレ目標を採用せず	1.9	2.5	1.8	1.8	1.8	1.3	0.6	0.8	0.00
タイ	1.0-3.0%	0.7	1.2	0.2	0.5	0.5	-1.6	2.3	6.3	-0.25

（注1）ベトナムの生産者物価と輸入物価は、2024年7-9月期。

（注2）インドネシアは、2024年4月に0.25%の利上げを行い、同年9月に0.25%の利下げを行った。

（注3）色付けのセルは、前年比5.0%を超える項目。

（出所）各国中央銀行より大和総研作成

² 各国とも15歳以上。

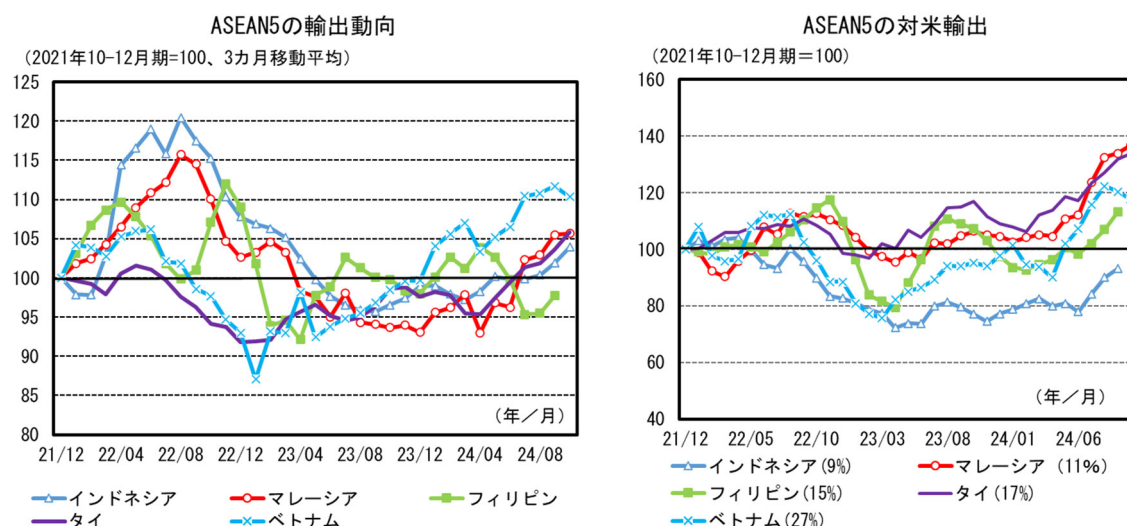
³ タイのCPIは、エネルギー補助金支給の影響でインフレ目標の下限を下回った。

2024 年後半は、米国と ASEAN 向け輸出が好調

チャイナプラスワンとしての地位を確立したベトナムとマレーシア、タイに恩恵

図表 6 は、ASEAN5 の輸出動向を表している。2024 年半ば以降、インドネシア、マレーシア、タイ、ベトナムを中心に輸出の回復が顕著である（左図）。この背景には、ASEAN5 からの米国向け輸出が伸びた点が挙げられる（右図）。特にそれが目立ったのが、中国に代わる輸出拠点として機能しているベトナムとマレーシア、タイであった。ベトナムは、米国向けに衣類や履物のほか、携帯電話、家具類、半導体デバイス等、マレーシアは電子機器やゴム製品等、タイはゴム製品、自動データ処理機械（パソコン等）、半導体デバイス等を主に輸出している。チャイナプラスワンとしての地位の確立が、2024 年の輸出回復に大きく寄与したといえる。

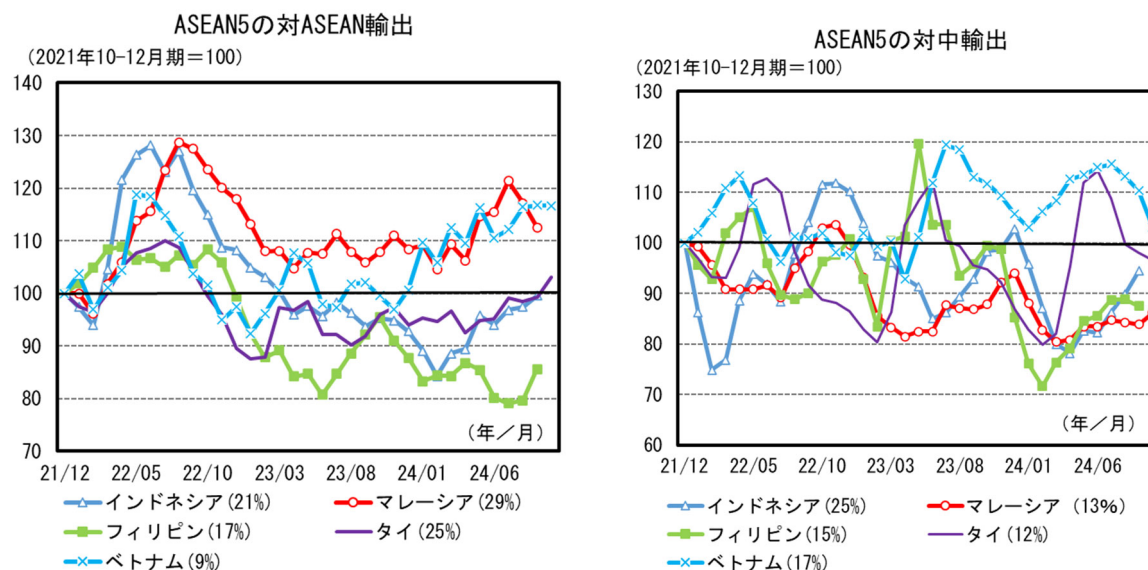
図表 6 ASEAN5 の輸出動向と、対米輸出



さらに、マレーシアとベトナムに関しては、ASEAN 向け輸出も堅調であった（図表 7 左）。マレーシアの ASEAN 向け輸出は、輸出総額の約 30%と大きい。その内、約 50%がシンガポール向けで、輸出品の多くが集積回路である。世界的な電子機器需要の回復が、マレーシアからの電子機器輸出の追い風となったとみられる。

他方、中国向け輸出は、不動産市況の低迷と、個人消費回復の遅れを背景に冴えない状況が続いた。特に、中国向けに石炭や鉄鋼などの素材を多く輸出しているインドネシアにとって打撃が大きかった。

図表 7 ASEAN5 の対 ASEAN、対中輸出



(注) 図表の()の数値はそれぞれ、2023年の輸出総額に占める ASEAN・中国向け輸出の割合。

(出所) 各国統計より大和総研作成

2025 年の見通し：第 2 次トランプ政権の政策次第で若干の下振れも

2024 年後半のように、内需と外需の両輪での成長が続けば、2025 年の各国実質 GDP 成長率は加速し、コロナ禍前 5 年平均成長率程度にまで達する見込みである(図表 1、前掲)。また、ASEAN5 の財政・債務状況、対外収支バランス、物価水準は他の地域と比べて健全で、ファンダメンタルズは好調である。市場で過度にリスクオフの動きが強まらない限り、良好なファンダメンタルズが好感されることで、資本の流入も続く見通しである。

このシナリオにとって最大のリスクは、米国のトランプ政権発足による政策変更の影響である。トランプ氏は、減税と財政拡張で米国の内需を下支えする一方、他国に対しては追加関税を課す意向を表明している。これらは、米国内のインフレ圧力の上昇につながり、米国の長期金利の押し上げ要因となる。そうなると、ASEAN には貿易と資本フローの面で影響が表れやすい。その場合、2025 年の成長率は図表 1 で示したもののよりも若干下振れするだろう。

1. トランプ政権発足の影響：貿易

トランプ新政権で予想されている通商政策の変更が、東南アジアと米国との貿易関係に与える影響をまとめると図表 8 のようになる。政策の内容と厳格度によって、各国への影響は異なる。追加関税が中国のみを対象とする場合(①)、ASEAN5 への影響は全体として限定的となるだろう。むしろベトナムのような国は、恩恵を受ける部分の方が大きくなる可能性が高い。他方で、中国以外の国に対しても追加関税が課される場合(②)、全体として ASEAN5 への影響はネガティブなものとなるだろう。

図表 8 トランプ政権の政策変更が、ASEAN5 に与える影響

	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	ベトナム
対米輸出シェア（2023年の輸出総額における割合）	9%	11%	15%	17%	27%
対中輸入シェア（2023年の輸入総額における割合）	25%	14%	15%	12%	17%
中国からの直接投資（2022-23年合計、全体額における割合）	16%	5%	1%	19%	15%
① 中国に対する関税率を60%に引き上げ					
対米輸出への影響	○	◎	○	◎	◎◎
中国製品流入による影響	×	×	△	×	×
② 中国に対する関税率を60%に、他国（地域）に対する関税率を10%に引き上げ					
対米輸出への影響	△	○	△	○	○
中国製品流入による影響	×	×	△	×	×
③ 「Made by China」への規制	×	△	△	×	×
④ グリーン分野への補助金廃止	△	△	△	△	△

（注）◎は恩恵が大きい分野、○は◎よりも程度は小さいが恩恵がある分野、△はバイデン政権時よりもデメリットが大きくなる分野、×はASEAN 経済にとって打撃の大きい分野。

（出所）各国統計より大和総研作成

① 米国が、対中輸入品に対する関税率を 60%に引き上げた場合

トランプ氏は、大統領選挙の活動中から、中国からの輸入品に対して一律 60%、それ以外の国や地域からの輸入品にも 10%以上の関税を課す可能性に言及してきた。実現の確度については不透明だが、ここではまず、トランプ政権が中国に対する追加関税だけを実施し、他国に対する追加関税は見送る場合について考えたい。

この場合、米国市場からの中国製品の締め出しが加速するため、チャイナプラスワンとして地位を築きつつある ASEAN5 にとって追い風となりやすい。図表 9 は、各製品における米国の輸入相手国・地域ランキングを、第 1 次トランプ政権発足前の 2015 年と直近の 2023 年で比べたものである。ここに示されている製品の多くは、ここ 8 年間で中国のシェアが大きく下がり、その代わりに ASEAN やメキシコ、インドのシェアが上昇したものである。第 2 次トランプ政権で中国への追加関税が発動されれば、今後はさらに中国以外の国々がこれらの分野で恩恵を受けやすくなるだろう。各製品を見ると、ASEAN5 の中ではベトナムやマレーシア、タイ、インドネシアが上位にきている。セクターは、ゴム製品や衣類、履物、家具といった労働集約型産業のほか、自動データ処理機械、半導体デバイス等の製造機器、携帯電話、ヘッドフォン、集積回路などの電子機器、太陽光電池モジュール等を含む半導体デバイスといったグリーン関連製品に多い。

図表9 各製品における米国の輸入相手国・地域ランキング

	ゴム及びゴム製品 (40)				衣類 (61・62)				履物 (64)				家具 (94)				自動データ処理機械 (8471)			
	2015年		2023年		2015年		2023年		2015年		2023年		2015年		2023年		2015年		2023年	
1	中国	17%	タイ	14%	中国	36%	中国	22%	中国	63%	中国	37%	中国	50%	中国	29%	中国	63%	中国	38%
2	カナダ		メキシコ		ベトナム	12%	ベトナム	18%	ベトナム	16%	ベトナム	30%	メキシコ		メキシコ		メキシコ		メキシコ	
3	日本		カナダ		バングラデシュ		バングラデシュ		インドネシア	5%	イタリア		ベトナム	7%	ベトナム	17%	タイ	6%	台湾	
4	メキシコ		日本		インドネシア	6%	インド		イタリア		インドネシア	8%	カナダ		カナダ		台湾		ベトナム	9%
5	タイ	8%	中国	7%	インド		インドネシア	5%	メキシコ		メキシコ		台湾		イタリア		ベトナム	2%	タイ	6%
6	韓国		インドネシア	5%	メキシコ		カンボジア	4%	インド		カンボジア	3%	イタリア		マレーシア	2%	マレーシア	1%	マレーシア	1%
7	インドネシア	7%	韓国		ホンジュラス		メキシコ		ドミニカ共和国		インド		マレーシア	2%	インドネシア		シンガポール	1%	オランダ	
8	マレーシア	6%	ベトナム	4%	カンボジア	3%	ホンジュラス		スペイン		ドイツ		ドイツ		インド		フィリピン	1%	ドイツ	
9	ドイツ		マレーシア	4%	スリランカ		イタリア		カンボジア	1%	ブラジル		インドネシア	1%	台湾		日本		カナダ	
10	台湾		ドイツ		エルサルバドル		ニカラグア		ブラジル		バングラデシュ		インド		カンボジア	2%	韓国		フィリピン	1%
半導体デバイス等の製造機器 (8486)				携帯電話 (8517)				ヘッドフォン等 (8518)				太陽光電池モジュール等を含む半導体デ バイス (8541)				集積回路 (8542)				
	2015年		2023年		2015年		2023年		2015年		2023年		2015年		2023年		2015年		2023年	
1	日本		日本		中国	61%	中国	47%	中国	60%	中国	43%	中国	28%	ベトナム	20%	マレーシア	37%	マレーシア	27%
2	オランダ		シンガポール	15%	メキシコ		ベトナム	16%	メキシコ		ベトナム	26%	マレーシア	16%	タイ	17%	台湾		台湾	
3	シンガポール	8%	オランダ		韓国		メキシコ		マレーシア	3%	メキシコ		メキシコ		マレーシア	14%	ベトナム	9%	韓国	
4	ドイツ		ドイツ		マレーシア	5%	台湾		ベトナム	2%	マレーシア	3%	日本		カンボジア	9%	中国	7%	イスラエル	
5	中国	6%	マレーシア	7%	ベトナム	4%	インド		タイ	2%	タイ	2%	韓国		インド		韓国		中国	5%
6	韓国		中国	6%	タイ	3%	タイ	5%	ドイツ		ドイツ		ドイツ		韓国		日本		タイ	5%
7	マレーシア	3%	韓国		台湾		マレーシア	3%	台湾		イタリア		台湾		台湾		フィリピン	4%	ベトナム	5%
8	オーストリア		台湾		カナダ		韓国		インドネシア	1%	台湾		シンガポール	4%	日本		イスラエル		アイルランド	
9	英国		オーストリア		日本		インドネシア	1%	日本		日本		フィリピン	1%	中国	3%	カナダ		メキシコ	
10	メキシコ		メキシコ		ドイツ		カナダ		フランス		フランス		ベトナム	2%	メキシコ		シンガポール	3%	フィリピン	4%

(注1) 図表中の数字は、各国のシェア。製品名の下に数字は、HSコード。

(注2) 赤の(濃い)セルは中国、オレンジの(薄い)セルはASEAN諸国。

(注3) UN Comtradeの「Other Asia, nes」を台湾とした。

(出所) UN Comtradeより大和総研作成

他方で、デメリットもある。米国が中国製品を締め出すことで、行き場を失った中国製品がASEANに流れ込む可能性が高いためだ。実際、2024年に米国や欧州が中国の電気自動車(EV)に対して関税を引き上げたときにも、安価な中国製EVがASEANに大量に流入した。この影響は特に、対中輸入シェアの大きいインドネシアのほか、産業構造が中国と似ているマレーシア、タイ、ベトナムで大きいだろう。

② 米国が中国とその他の国(地域)に対する関税率を引き上げた場合

次に、トランプ政権が中国だけでなく、それ以外の国(地域)からの輸入品にも追加関税を課す場合についてみていきたい。その場合、ASEAN5は、米国内企業とのコスト競争にさらされることとなる。労働賃金等を考えると、ASEAN5の生産コストは米国よりも低いため、ASEAN製品のコスト競争力はそれほど失われずに済むだろう。しかし、①の場合と比べると、ASEANへの恩恵は限定的となる。

③ 「Made by China」への規制強化

2019年に米中貿易摩擦が深刻化して以降、対米輸出に制約のある中国企業が多くASEANに進出し、ASEANを拠点として米国や第3国に輸出するケースや、中国で生産した製品にASEANで若干の付加価値を加えた上で輸出するケースが増えている。この動きは「迂回輸出」と呼ばれ、ベトナムやマレーシアの電子機器産業、インドネシアのニッケル産業、ASEAN各国でのグリーン産業で目立ち始めている。近年、これを懸念する動きが米国内で高まっており、2024年には米国が、カンボジア、マレーシア、タイ、ベトナムに対する太陽光パネル関税の免税措置を終了するなどの措置⁴を講じた。このように、米国は「Made in China」だけでなく、「Made by China」に

⁴ 中国が、ASEAN諸国を介して米国向けに安価な太陽光パネルを輸出している疑惑が深まったため。

対する規制強化に動きつつある。トランプ政権は、バイデン政権以上にこの点に神経質になる可能性が高い。その場合、中国企業が生産工程に関わっていないという証明を求められたり、「為替操作国・地域⁵」に指定されたりするなどのリスクが高まる。実際、2020年12月に発表された第1次トランプ政権最後の「為替政策報告書」では、ベトナムが初めて「為替操作国・地域」に認定された。これは、米中貿易摩擦で、ベトナムが「漁夫の利」を得たことへの報復と一部では言われている。「Made by China」への規制は、中国からの直接投資が特に大きいタイ、インドネシア、ベトナムにとって打撃となりやすいだろう。

④ グリーン分野への補助金廃止

脱炭素化に消極的なトランプ政権で、グリーン投資関連の補助金が打ち切られた場合、米国内においてグリーン投資が減速する可能性がある。近年、ASEAN5は米国に向けて太陽光発電関連製品を中心としたグリーン製品の輸出を増加させているため、この影響は無視できない。特に、中国に代わり、太陽光発電に必要とされる半導体デバイス（HSコード8541）の輸出を増加させているベトナム、タイ、マレーシア、カンボジアにとっては打撃となるだろう。

2. トランプ政権発足の影響：資本フロー

2024年前半は、米国との金利差が意識され、ASEAN5からの資本流出が進み、各国は利下げに動けずにいた。2024年9月にFRBによる利下げの確度が高まると、資本フローがASEAN5に回帰し始め、フィリピンとインドネシア、タイが利下げに踏み切った。政策金利の水準を見ると、ASEAN5の中でもタイとマレーシア、ベトナムでは、ほぼ適正水準といえる。他方、インドネシアやフィリピンではまだ利下げ余地が大きい。2025年は、米国の長期金利の上昇、インフレ圧力の高まりによるFRBの利下げペースの鈍化が予測されている。ASEAN5では、資本フローの動きと経済成長の両方に配慮しながら、金融政策を行う必要があるだろう。

これまでの傾向では、米国の対中政策が強硬となって市場でリスクオフの動きが進む場合、中国との投資・貿易関係が緊密で且つ、海外投資家の債券保有割合の高いインドネシアやマレーシアからの資本流出が目立った。2025年も、両国からの資本逃避の動きには注意が必要である。積極的に利下げに動きたいインドネシア中央銀行（中銀）にとっては、金融政策の舵取りが難しくなりそうである。

また、タイも投資、貿易、そして中国人旅行客の受け入れという点で、中国との関係が深い。

⁵ 米国が半期ごとに発表している「為替政策報告書」では、基準となる3つの項目（①過去4四半期に150億ドル以上の対米貿易黒字、②過去4四半期にGDP比3%以上の経常黒字、過去1年間で8カ月以上かつGDP比2%以上の為替介入の有無）に抵触する国を「為替操作国・地域」に認定するほか、少なくとも2つの項目に抵触する国を「為替操作監視対象」リストに入れている。「為替操作国・地域」としての認定は、為替介入の証拠などが精査されることとなっているが、第1次トランプ政権期間中は、その根拠が明確化されず、認定自体が政治的な手段として使われることが多かった。2019年に中国が「為替操作国・地域」に認定された際も、根拠があいまいで、恣意的であると批判された。

さらに、2025 年はデジタル通貨の給付⁶等といった景気刺激策の実施が予定されている。大型景気刺激策は財政の悪化につながりやすく、資本フローには注意が必要である。

他方で、ベトナムは、インドネシアやマレーシアと比べて海外からの証券投資の流入額は限定的である。経常赤字はほぼ直接投資でファイナンスされているため、資本逃避リスクは比較的小さい。

フィリピンに関しては、インドネシアやマレーシア等と比べて、外部環境の変化をきっかけとした資本フローへの影響は比較的小さい。また、内需主導型経済であることから、外需の影響を受けにくい。2025 年は、FRB の動向をうかがいながら、利下げを進めていくものとみられる。国内で消費する財を輸入に多く依存する同国にとって、対ドルでのペソ安はインフレ圧力につながりやすいため注意が必要である。ただし、フィリピンでは、ペソが対ドルで下落すると、海外で働いている出稼ぎ労働者によるドル建て送金額が、ペソ建てで増加するため、消費を活性化させる一面もある。

貿易・資本フローへの悪影響は、インドネシア・マレーシア>タイ>ベトナム>フィリピン

以上のように、トランプ政権発足による貿易と金融政策への影響に鑑みると、悪影響が比較的限定的となるのは、内需型経済であるフィリピンだろう。フィリピンは、ASEAN5 の中でも比較的、米中との貿易・投資関係の緊密度が低い。良くも悪くも、米中関係の影響を受けにくいといえる。次は、直接投資を引き付けながら、チャイナプラスワンとしての地位を築いたベトナムである。米中関係の悪化がもたらすデメリットもあるが、中国外しによるメリットも大きい。他方で、インドネシア、マレーシア、タイは、中国や米国経済との関係の深さをきっかけに資本逃避が生じやすいため、注意が必要である。

2025 年の注目点

ベトナム：「フロンティア市場」から「新興国市場」へ格上げの可能性

近年、中国に代わる直接投資先としての存在感を高めているベトナムであるが、民間の資金調達能力はまだ低い。資本市場の育成が途上にあることがその理由である。2024 年 10 月末現在、主要指数算出各社はベトナム株式市場を、「エマージング（新興国）市場」の下である「フロンティア市場」に位置付けている。「フロンティア市場」は、市場規模と流動性が小さいほか、情報開示や規制といった点で「エマージング市場」よりも劣っている点が多い。

世界銀行⁷は、ベトナム株式市場の格上げを阻んでいる理由として、①プレファンディング（取

⁶ 16 歳以上の国民に 1 万バーツ（約 4 万円）を給付。規模は約 5, 600 億バーツ（GDP 比 3.2%）で、2024 年度の追加予算と 2025 年度予算で編成。

⁷ World Bank “Taking Stock Augst 2024: Reaching New Hights in Capital Markets” 2024 年 8 月

引前の資金の預け入れ)の要求、②外国人による株式保有制限、③情報開示の不公平性、を指摘している。実際、2018年9月にベトナム株式市場を「ウォッチリスト」に追加した指数算出会社大手「FTSE Russell」は、その後の格上げの障害として「①プレファンディングの要求」を指摘していた。

これに対し、ベトナム政府は2024年9月、株式取引における「①プレファンディングの要求」を解消することを通達で発出した。これによって、2025年9月頃には「FTSE Russell」がベトナムを「エマージング市場」に格上げする可能性が高まっていると報道されている。これが実現すれば、ベトナム市場へのまとまった資金流入が期待でき、ベトナムの中長期的な成長基盤にも資するものと期待できよう。

フィリピン：中間選挙におけるドゥテルテ前大統領の動きに注目

2025年5月に、中間選挙が実施される。上下両院のほか、地方自治体（州・市・町）の首長と各議会のポストが争われる統一国政・地方選挙である。同国では2024年以降、マルコス大統領と、サラ・ドゥテルテ副大統領の関係が悪化し、マルコス家とドゥテルテ家の争いが激化している。きっかけは、憲法改正を進めるマルコス大統領が、長期政権を目論んでいると考えたサラ副大統領が、教育相を突然辞任してマルコス大統領への批判を強めたことにある。サラ副大統領は、機密費の不正利用疑惑をかけられたことをきっかけに大統領への反発を強めており、国政への影響も少なからず表れている。

上院選出馬を表明していたドゥテルテ前大統領（サラ副大統領の父）は、両家の関係悪化を防ぐため出馬を取りやめ、ダバオ市長選挙に立候補した。しかし、2024年11月には「市長に戻る気はない」と発言したとの報道もあり、ドゥテルテ前大統領の真意は読めないままである。中間選挙におけるドゥテルテ前大統領の言動が、大統領と副大統領の対立、ひいては国政に与える影響は大きく、注意が必要である。