

アジア新興国経済の現状と見通し

第一生命経済研究所 経済調査部 主席エコノミスト

西濱 徹



はじめに

近年のアジア新興国経済を巡っては、中国経済の高成長に文字通り「おんぶに抱っこ」

〈目次〉

はじめに

1. 中国経済は世界経済の「かく乱要因」に
2. ベトナムは米中摩擦の「漁夫の利」を得たけれど
3. インドネシアは次期政権の行方に注目
4. 様々な「板挟み」に直面するタイ
5. ファンダメンタルズが比較的脆弱なマレーシア
6. 国内外に問題が山積するフィリピン
7. インドは「高い期待」を超えられるかわりに

となる形でその恩恵を享受する展開が続いてきたものの、足下では中国経済の勢いに陰りがみられるなか、外需を通じて幅広い国の景気に影を落とす可能性が高まっている。他方、ウクライナ戦争などをきっかけにした商品高は世界的なインフレを招く一因となったものの、足下においてはそうした動きが一巡しており、アジア新興国においてもインフレは頭打ちの動きを強めている。しかし、ここ数年のアジア新興国においてはエルニーニョ現象をはじめとする異常気象の頻発を理由に農業生産に悪影響が出ており、去年はインドでモンスーン（雨季）の雨量が例年を大きく下回ったことを受けてインド政府がコメなどの輸出禁止に動いた結果、穀物価格が高止まりする事態を招いている。さらに、足下では中東情勢を巡る不透明感が高まるなかで国際原油価格は底入れの動きを強めており、原油をはじめとするエネルギー資源を中東などからの輸入に依存するアジア新興国にとってはエネ

ルギー価格にも上昇圧力が高まっている。そして、ここ数年の国際金融市場においては、米FRB（連邦準備制度理事会）など主要国中銀による金融引き締めを受けた米ドル高に伴いアジア新興国通貨に下押し圧力が掛かる動きがみられた。昨年末にかけては米FRBによる先行きの利下げ期待を反映して米ドル高圧力が後退したため、それに伴いアジア新興国通貨に対する下押し圧力和らぐ動きがみられたものの、足下では米FRBの政策運営に対する見方が変わるなかで再び不透明感が増す動きがみられる。よって、足下のインフレは一見鈍化しているものの、食料品やエネルギーなど生活必需品を中心にインフレ圧力が強まる状況が続いている上、米ドル高に伴う自国通貨安が輸入インフレ圧力に繋がる懸念もくすぶる。こうしたことから、各国中銀は景気下支えを目的とする金融引き締め姿勢の転換に動くことは難しい状況にある。また、コロナ禍からの世界経済の回復をけん引してきた欧米など主要国景気の勢いにも陰りが出ている上、コロナ禍やウクライナ戦争を機に世界的に分断の動きが広がるなど世界貿易の萎縮が懸念されることは、経済構造面で相対的に外需依存度が高いアジア新興国経済の足かせとなることは避けられないであろう。

■ 1. 中国経済は世界経済の「かく乱要因」に

上述したように、アジア新興国経済のみならず、

世界経済の動向に最も影響を与えるのは中国経済の動向であることは間違いない。2023年の経済成長率は+5.2%と政府目標（5%前後）を上回る伸びをクリアしたものの、名目成長率は+4.6%と実質ベースの伸びを下回る名実逆転となるなど、デフレ懸念が一段と強まっている。こうした背景には、コロナ禍に際して習近平指導部は長期に亘っていわゆる「ゼロコロナ」に拘泥する対応を続けたことで若年層を中心とする雇用環境が悪化したほか、その後のコロナ禍一巡による経済活動の正常化にも拘らず、ゼロコロナの余波を最も受けた若年層を中心に雇用回復が遅れており、家計消費をはじめとする内需の足かせとなる展開が続いていることがある。さらに、習近平指導部の下では過剰債務の抑制を目指すデレバレッジの動きが進められてきたなか、コロナ禍も重なり不動産市況は頭打ちの動きを強めるなど、不動産を担保に抱える金融機関はバランスシート調整圧力に直面するとともに、幅広い経済活動に悪影響を与える懸念が高まっている。コロナ禍を経て人口減少が前倒しされるなど構造問題も顕在化するなか、供給過剰状態に陥っている不動産の需給バランスの改善には相当の時間を要することも考えられる。中国経済を巡ってはGDPに占める不動産投資の割合が少なくとも2割に達するとともに、近年の高い経済成長のけん引役となってきたため、その低迷は景気の重石となることは避けられない。そして、不動産市況の低迷は歳入の大宗を不動産関連収

入に依存する地方政府の財政を圧迫するとともに、景気下支えを目的とする減税のほか、補助金支出といった財政出動などの足かせとなることも予想される。全人代においては、積極的な財政政策と慎重な金融政策による景気下支えを図るほか、昨年末以降に国債や特別債の発行を通じた財政下支えに向けた動きがみられるとともに、今年も地方政府による特別債の発行枠拡大などの動きをみせており、全体的には昨年並みの景気下支えが図られる可能性は高いと見込まれる。しかし、内需を取り巻く環境の改善には雇用回復が不可欠となるにも拘らず、全人代を経ても具体的な取り組みが進む兆しがみられないことを勘案すれば、家計消費が勢いを取り戻す展開は見通しにくいと捉えられる。

他方、ここ数年の米中摩擦の激化に加え、コロナ禍やウクライナ戦争を機に世界的な分断の動きが広がるなか、グローバル企業を中心にデリスクング（リスク低減）を目的とするサプライチェーン見直しの動きを進めるなど、海外から中国に向けた投資に下押し圧力が掛かりやすくなっている。こうした状況に加えて、中国政府による反スパイ法改正などの動きも重なり、中国に進出する外資系企業や中国在住の外国人を取り巻く環境は厳しさを増しており、対内直接投資は大幅に減少するなど投資環境は急速に悪化している様子が見えてくる。こうした状況ではあるものの、上述のようにアジア新興国のみならず、世界的にも食料品やエネルギーなど生活必需品を

中心とするインフレが続いていることを受けて『割安な』中国製品に対する需要が高まる動きがみられるなか、足下の輸出は比較的堅調な推移をみせている。さらに、こうした外需の堅調さを期待する形で供給サイドを中心に景気の底入れが進む動きが確認されており、金融市場においては中国景気の底入れを好感する様子が見えてくる。しかし、上述のように家計消費や不動産投資をはじめとする内需を取り巻く環境は厳しい展開が続くと見込まれるなか、世界的な分断の動きを追い風に欧米などは以前に比べて中国と距離を置く姿勢をみせるなかで外需に過度に依存する形で景気回復を実現することのハードルは高まっている。こうした状況を勘案すれば、中国国内においては不動産をはじめとする資産デフレをきっかけに本格的なデフレに陥る懸念が高まるとともに、外需を巡っても事実上のダンピングを通じた輸出拡大という『デフレの輸出』とも呼べる動きが活発化することも考えられる。内需拡大に向けては財政出動や金融緩和などあらゆる方策を尽くすことが求められるものの、昨年の人民元安を受けて米ドル建のGDPは29年ぶりの減少に転じるなど世界経済におけるプレゼンスの低下を余儀なくされた。習近平指導部の下では、国家安全保障が如何なる政策よりも中心に据えられている上、世界経済における存在感向上を目指してきたことを勘案すれば、人民元安に繋がる金融緩和のハードルは高いなど自縄自縛に陥っているとも捉えられる。全人代では今

年の経済成長率目標は「5%前後」と前年から据え置かれたものの、そのハードルは高まっている一方、仮に目標実現を優先して供給サイドを中心とする景気拡大が図られれば、需要の回復が遅れるなかでデフレが一段と深刻化する可能性にも注意が必要になると捉えられる。

■ 2. ベトナムは米中摩擦の「漁夫の利」を得たけれど

中国におけるデフレ懸念の余波は、財輸出のみならず、外国人観光客に占める中国人観光客の割合が高いなど経済構造面で中国との連動性が極めて高いASEANをはじめとするアジア新興国に影響を与えることは避けられない。ASEAN諸国を巡っては、2000年代の中国経済の高成長に加えて、いわゆる「リーマンショック」をきっかけとする世界金融危機を経た世界的な物流構造の変化も重なり、中国が最大の輸出相手となるなど外需面で中国経済に対する依存度が高い状況が続いている。他方、ここ数年の米中摩擦やサプライチェーン見直しの動きを追い風に、グローバル企業の間では中国と距離的に近いASEANを中国に代わる生産拠点とする動きが活発化しており、なかでもベトナムはその筆頭格として注目を集める展開が続いている。ただし、ベトナムについては米中摩擦の『漁夫の利』を受ける形で対米輸出が拡大したことを受けて、トランプ前政権下の米国はベトナムに対

して制裁関税を課す事態に発展したことを勘案すれば、今秋の米大統領選におけるいわゆる『もしトラ』となった場合にその余波を最も受ける可能性に留意する必要がある。さらに、ベトナムにおいてはここ数年『反腐败・反汚職』を旗印に共産党内における派閥争いが激化しており、その旗振り役となっているチョン党書記長の下で党内保守派が台頭する傾向が強まるなど、これまでの対外開放路線からの揺り戻しが懸念されているほか、政治を巡る混乱が幅広い経済活動の足かせとなる動きが顕在化している。昨年は電力不足が景気の足かせとなる事態となったことを受けて、当局は石炭輸入を急拡大させるなど電力供給に万全を期す構えをみせているものの、結果的にインフレ圧力が高まるとともに、対外収支が悪化するなどの副作用も顕在化している。世界経済の拡大が続くなかでは外需が景気をけん引する展開が続くと期待されるものの、政治が公共投資の足かせとなる状況が続くとともに、対内直接投資の行方に影を落とす懸念がくすぶることを勘案すれば、域内では相対的に高い経済成長率となる公算は高いが、期待との乖離が進む可能性には注意が必要と捉えられる。

■ 3. インドネシアは次期政権の行方に注目

また、インドネシアでは2月の大統領選を経て『3度目の正直』となる形でプラボウォ

国防相が勝利を果たすとともに、10月に次期大統領に就任する予定のなか、同氏は向こう5年以内に経済成長率を8%まで押し上げるとの方針を示している。また、次期政権においてもジョコ現政権が推進する資源ナショナリズムの動きが一段と進む可能性が高まっている。同国が埋蔵量、生産量ともに世界1位であるニッケルを対象とするすそ野産業拡充に向けた動きは、近年のEV（電気自動車）向けバッテリー需要の拡大期待も追い風に对内直接投資を押し上げるなど一定の効果を上げるとともに、景気下支えに寄与してきた。しかし、ニッケル以外の埋蔵量や生産量の面で同国が世界的にみて優位性の乏しい資源に同様の動きを広げた場合、同じような効果を上げることは出来るかは極めて不透明である。他方、昨年は大統領選が激化の様相を呈するとともに、次期政権において如何なる政策運営が行われるかを巡る不透明感が高まったため、対内直接投資は様子見姿勢を強める動きをみせてきた。プラボウォ氏が大統領選に勝利するとともに、副大統領選ではジョコ氏の長男であるギブラン氏が勝利するなど、いわゆる『ジョコ路線』が踏襲される見通しが高まっていることは、政策運営に対する不透明感の払しょくに繋がると期待される。その一方、ジョコ氏の肝煎りで行われている新首都（ヌサンタラ）を巡っては、関連投資の8割を民間資金で賄う方針を示してきたものの、現実にはそのハードルは極めて高く、最終的には財政出動に頼らざるを得ない事態が

予想される。関連投資の進捗は短期的に景気を押し上げることが期待される一方、コロナ禍を経て財政状況は悪化の度合いを強めている上、プラボウォ氏が大統領選において公約に掲げた低所得者を対象とするバラ撒き政策の実現に動けば、財政状況は一段と悪化することも予想される。昨年以降のインフレは落ち着いた推移が続いており、実質購買力の押し上げが家計消費を下支えして経済成長のけん引役となることが期待されるものの、足下では異常気象による農産物の生育不良をきっかけとする食料インフレのほか、国際原油価格の底入れによるエネルギー価格の上昇など生活必需品を中心とするインフレの動きがみられるなか、金融市場における通貨ルピア安による輸入インフレ懸念も重なるなかで中銀は金融引き締め姿勢を維持せざるを得ない状況にある。その意味では、当面の景気はインフラ関連を中心とする公共投資の動向に依存せざるを得ない状況が続くと見込まれ、景気的大幅な上振れは期待にしにくい展開となると予想される。

■ 4. 様々な「板挟み」に直面するタイ

他方、ASEAN主要国のなかで最も製造業のすそ野と厚みがあるにも拘らず、コロナ禍からの景気回復の足取りが遅れているタイでは、昨年の総選挙を経て「タクシン派」のセター政権が誕生して経済政策を最優先に掲げ

る動きをみせている。ただし、タイ経済も財輸出に加え、外国人観光客に占める中国人観光客の割合が高いなど、経済構造面で中国に対する依存度が相対的に高く、先行きも中国景気を巡る不透明感が足かせとなる展開が続くことは避けられない。他方、プラユット前政権が実施した燃料補助金により物価が下押しされたことで、足下のインフレ率はマイナスで推移するなど一見落ち着いており、セター首相は中銀に対して景気下支えの観点から利下げ実施を求める動きをみせる。しかし、中銀は足下のインフレ鈍化が政策により人為的に抑えられている一方、足下では異常気象による食料インフレに加え、国際原油価格の底入れによるエネルギー価格の上昇など生活必需品を中心にインフレが顕在化している上、金融市場における米ドル高を受けたバーツ安による輸入インフレを警戒して慎重姿勢を崩さないなど、政府との対立が鮮明になっている。中銀が慎重姿勢を崩さない背景には、セター政権が実施するデジタルウォレットを通じた現金給付策がインフレ圧力を招くほか、家計債務残高がアジア太平洋地域のなかで比較的高水準にあるなかで一段と上振れすることを警戒していることが考えられる。こうした状況を勘案すれば、中銀が引き締め姿勢を維持することにより家計部門にとっては金利負担の増大が家計消費の足かせとなることが続くと見込まれるなど、当面の景気は公共投資をはじめとする公的部門に依存せざるを得ない展開が続くと予想される。

■ 5. ファンダメンタルズが比較的脆弱なマレーシア

マレーシアは人口規模がASEAN主要国のなかでも小さく、経済構造面では外需依存度が極めて高い上、財輸出のみならず、外国人観光客に占める中国人観光客の割合が高いなど中国経済への依存度が高い特徴を有する。さらに、財輸出に占める原油や天然ガスをはじめとする鉱物資源関連の割合も比較的高いなど、国際商品市況の影響を受けやすいことにも留意する必要がある。一方、足下のインフレ率は落ち着いた推移をみせているものの、マレーシアの外貨準備高はIMF（国際通貨基金）による国際金融市場の動揺への耐性の有無を示す基準に照らして「適正水準」とされる水準を下回る推移が続いている。さらに、公的債務残高の水準もASEAN主要国のなかでも高いなど公的部門への依存度が比較的高く、国際金融市場に動揺が広がる度に資金流出圧力が強まりやすい問題を抱える。よって、金融市場で米ドル高が意識される局面ではリング安が進行する傾向が強く、他のASEAN諸国同様に食料インフレの動きもくすぶるなか、インフレ率は落ち着いた推移をみせているにも拘らず中銀は利下げに動きにくい展開が続くことは避けられない。金利高が家計消費など内需の足かせとなることが見込まれるなか、当面の景気は公共投資の進捗をはじめとする公的需要への依存度を高める

と予想される。

■ 6. 国内外に問題が山積する フィリピン

フィリピンはASEAN内でも人口規模が大きく、GDPに占める家計消費の割合が比較的高い一方、輸出のGDP比率も同様に高いとともに、財輸出のみならず、外国人観光客に占める中国人観光客の割合も高いなど、経済構造面では中国経済への依存度が比較的高い特徴を有する。こうしたなか、南シナ海問題を巡って中国との間で火種を抱えるなか、一昨年誕生したマルコス政権の下では対中融和姿勢をみせたドゥテルテ前政権と一線を画す動きをみせており、中国による「経済的威圧」が外需を取り巻く環境を大きく変化させる可能性に留意する必要がある。他方、同国はかつて低成長を理由に「アジアの病人」と揶揄されることが少なくなかったものの、近年はASEAN内でも比較的高い経済成長を実現しており、家計消費など内需がそのけん引役となってきた。ここ数年はインフレや中銀による利上げが足かせとなる懸念が高まったものの、足下のインフレは頭打ちの動きを強めるなど落ち着きを取り戻している。ただし、同国は主食のコメをはじめとする食料品を輸入に依存するなか、アジアにおける食料インフレの影響を受けやすく、国際原油価格の底入れによるエネルギー価格の上昇に加え、金融市場における米ドル高を受けたペソ安も輸

入インフレを招くなど、インフレ懸念はくすぶる。よって、こうした懸念を理由に中銀にとっては金融緩和のハードルが依然として高く、家計消費の勢いを削ぐことは避けられない。こうしたなか、マルコス政権は成長率目標（6.5～7.5%）実現を目的に拡張型予算による景気下支えを目指す姿勢をみせるなど公的需要が景気のけん引役となる展開となることが予想されるものの、些か目標のハードルが高くなかで目標実現に拘泥すれば財政状況が想定以上に悪化するリスクに注意する必要がある。

■ 7. インドは「高い期待」を 超えられるか

中国経済がかつての勢いを失うなか、インドは昨年人口規模が中国を上回り世界一となったほか、人口に占める若年比率が高く中長期的にも人口増加が期待されるなど、中国に代わる世界経済のけん引役となることが期待されている。このところの経済成長率は中国を上回る推移が続いているものの、基礎統計が乏しいなかでGDP統計の算出に関しては不透明なところが少なくないなどの問題を抱える。さらに、今年は選挙イヤーを迎えるなかでこのところのGDP統計を巡る動きには不自然な動きがみられるほか（供給サイドと需要サイドで異なる方向感が示される）、景気実態を測りにくいといった問題も露呈している。また、産業構造面ではGDPに占め

る製造業の割合が依然として農林漁業の割合を下回っており、モディ政権発足時に掲げた目標実現（2022-23年度にGDPに占める製造業比率を25%に引き上げる）のハードルは依然として高い状況にある。こうした状況を反映して経済構造面では外需依存度が比較的低く、インド経済は世界経済との連動性が相対的に低く、世界経済を巡る不透明感の余波が及びにくいと捉えることも出来る。他方、国内の原油消費量の約7割を輸入に依存しているほか、製造業のすそ野や厚みの乏しさも影響して幅広い財を輸入に依存しており、経常収支は慢性的に赤字であるなど構造的に資金不足の状況にある。足下ではインドに対する国内外の期待が高まるなかで資金流入の動きが活発化して経済活動を下支えているものの、仮に期待を下回る展開となればこうした流れが逆回転する可能性に留意する必要がある。上述のように原油を輸入に依存するなかで国際原油価格の動向は物価のみならず対外収支動向に影響を与えるため、昨年以降の中東情勢の悪化を理由とする国際原油価格の底入れの動きは同国経済の足かせとなることが懸念される。このところの米ドル高の動きも重なりルピー相場は最安値近辺で推移するなど、輸入インフレ圧力が掛かりやすい動きもみられる。さらに、上述したようにこのところのアジア新興国における食料インフレは、モディ政権が総選挙を意識して物価抑制を目的に国内供給を優先させた結果、世界一のコメ輸出国である同国がコメの禁輸に動いたこ

とがきっかけとなっている。今年も暑季は例年を上回る熱波の到来が予想されるなど穀物生産の低迷が予想されるなか、仮に雨季の雨量が前年同様に例年を下回れば食料インフレの動きが一段と深刻化する事態も懸念される。また、ウクライナ戦争を機に欧米などはロシアに対する経済制裁を強化しているものの、インドは割安なロシア産原油の輸入を拡大させるなどインフレ抑制という自国の利益を優先する動きをみせている。こうしたなか、中銀はインフレ目標の実現に向けて引き締め姿勢を堅持せざるを得ない展開も予想されるなど、近年の経済成長のけん引役となってきた家計消費を取り巻く環境は厳しい状況が続くと見込まれる。総選挙に関する世論調査では一貫してモディ政権を支える与党BJP（インド人民党）の勝利が予想されており、政権が3期目入りする可能性は高いとみられる。安定的な政権基盤が維持されることは経済政策の円滑な進捗を図る上で重要である一方、同国ではヒンドゥー至上主義を党是に抱える与党BJPの下では様々な課題が露呈する動きもみられる。足下では欧米などと中口を軸に世界が分断するなかで両陣営がインドに秋波を送る状況が追い風になっているものの、仮にインドがこれまで以上にエゴをむき出しにする姿勢を強めれば、こうした環境が一変する可能性を孕んでいる。輸出面ではアジアとの連動性が低く、欧米や中東、アフリカなどの連動性が高いなか、欧米など主要国経済の勢いに陰りが出ている状況を勘案すれば、

外需が景気の下支えとなる展開が見通しにくい。他方、インフレ要因が山積するなかで中銀も引き締め姿勢の手綱を緩めることが出来ないなか、雇用機会の乏しさも重なる形で家計消費など内需を取り巻く状況も厳しい展開が続く可能性もくすぶる。その意味では、インド経済も公的需要に支えられることは避けられない一方、上述したようにGDP統計を巡る不透明感を勘案すれば、過度な期待を抱くことは難しいのが実情であろう。

■おわりに

このようにアジア新興国を巡っては、中国の景気減速懸念が中国経済との連動性が高いASEAN諸国などの景気の足かせとなることが避けられない一方、中国に代わる成長センターとして期待を集めるインドについても不透明要因が山積する展開が見込まれる。日本経済にとっても近年のアジア新興国は外需面で繋がりが広がりを見せていることを勘案すれば、その影響が外需の足かせとなる可能性に留意する必要があると捉えられる。



西濱 徹 (にしはま とおる)

1977年生。2001年国際協力銀行入行、同行では当時のODA部門（現・国際協力機構（JICA））の予算折衝・資金管理、アジア（東アジア・東南アジア・南アジア・中央アジア）向け円借款の案件形成・審査・監理、アジア・東欧・アフリカ地域のソプリリスク審査業務を担当。2008年に第一生命経済研究所に入社、2015年より現職。担当は新興国・資源国のマクロ経済・政治情勢分析。一橋大学経済学部卒。