

(1) ASEAN 経済

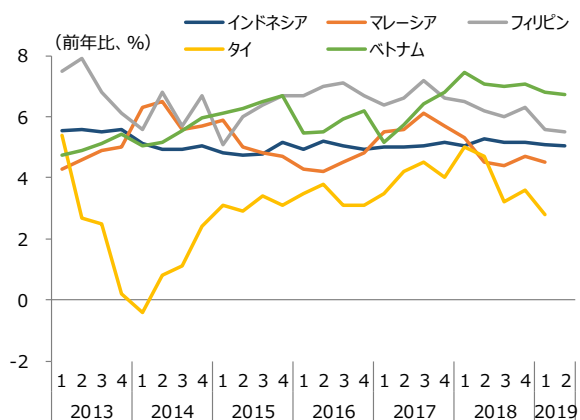
19年4-6月期の成長率は緩やかに減速

ASEAN 経済は中国経済減速の波を受け、緩やかに減速している。インドネシアは前年比+5.1%と伸びは前期と変わらなかったものの、ベトナムは同+6.7% (1-3 月期同+6.8%)、フィリピンは同+5.5% (1-3 月期同+5.6%) と、それぞれ緩やかに減速した (図表 6-1)。

輸出減速が経済を下押し

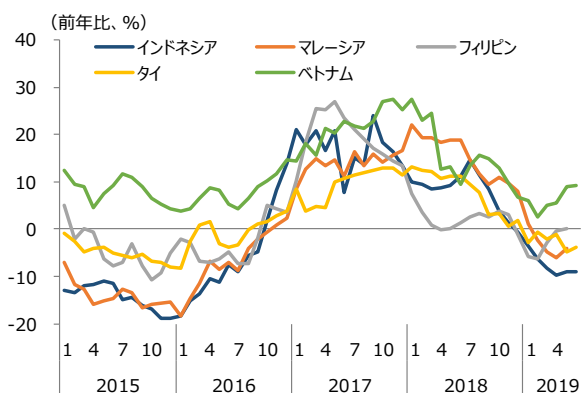
成長減速の主因は輸出の減速である。ベトナムを除く4カ月の輸出は前年比 (3カ月平均) でマイナスとなっている (図表 6-2)。この背景には米中両国向け輸出の低迷がある。特にASEAN 各国から中国向けの輸出は19年に入り大きく減少した (図表 6-3)。中国向け輸出額を各国のGDPで割った比率は、17年以降高水準 (7%前後) で推移してきたが、米中貿易摩擦の激化を受けて一気に6%近くまで落ち込んだ。米国向け輸出比率も18年後半以降、低下傾向にある。

図表 6-1 実質 GDP 成長率



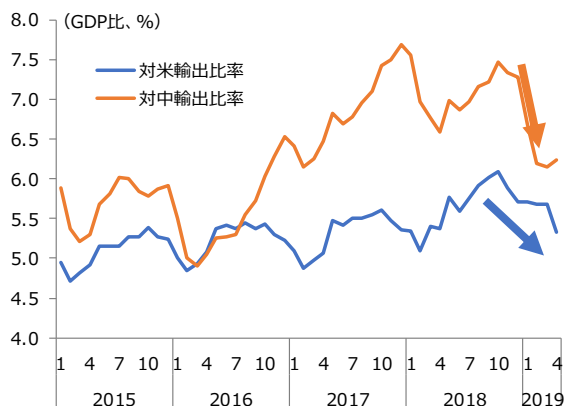
注：四半期ベース。
出所：Bloomberg、CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-2 輸出



注：過去3カ月の移動平均を用いて成長率を平滑化。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-3 ASEAN5 の GDP に対する対米中輸出比率



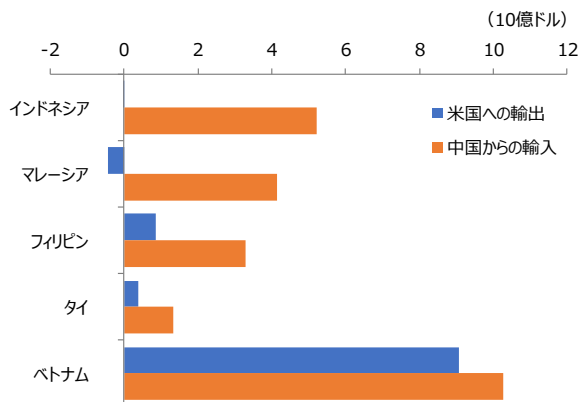
注：過去3カ月の移動平均を用いて成長率を平滑化。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

ベトナムで増える対中輸入と対米輸出

輸出が好調なベトナムでは、他国と異なる動きがみられる。ASEAN5 各国における対米輸出および対中輸入の増減をみると、ベトナムのみ顕著に双方の金額が上昇している (図表 6-4)。

詳細は細品目ベースでの検証が必要となるが、中国からベトナムを経由した迂回輸出の拡大を示唆する動きともいえる。米国はこうした迂回輸出にも目を光らせており、こうした動きが継続するようであれば、ベトナムも制裁対象になってくる恐れがある。

図表 6-4 対米輸出・対中輸入増減



注：いずれも18年6月～19年5月と17年6月～18年5月の貿易額の差。
出所：米国商務省センサス局およびCEIC より三菱総合研究所作成

直接投資は緩やかに拡大も、急速な拡大には至らず

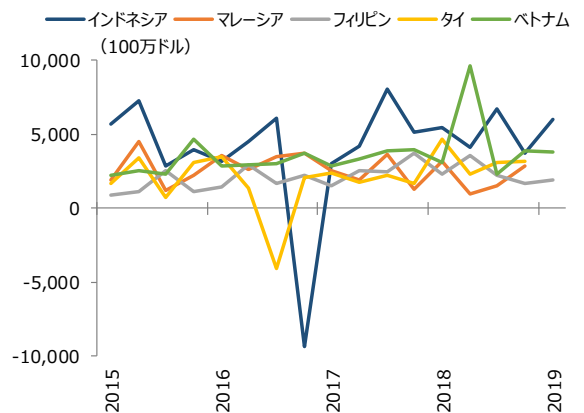
ASEAN 各国への対内直接投資は、米中貿易摩擦の激化による中国からの生産拠点移管の増加を背景として、ベトナムを中心に今後拡大していくとみられる。

一方、19年1-3月期までのデータを見る限りでは、ASEAN5 への対内直接投資に顕著な増加はみられていない(図表6-5)。ASEANにとって、中国からの生産移管は、輸出増や技術力底上げを通じて経済にプラスの影響を与えるとみられるものの、その効果が発現するまでにはラグが生じる。そのため、当面は輸出減を通じたマイナス影響の方が大きくなる可能性が高い。

物価の伸びは一部の国で上昇も、通貨は安定的に推移

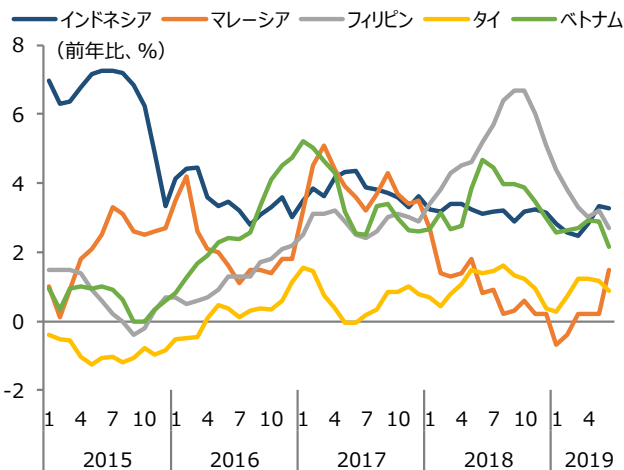
ASEAN5 の消費者物価の伸びは、これまで緩やかに鈍化してきたが、4-6月期はインドネシア、マレーシアで伸びが拡大した(図表6-6)。マレーシアは5月に、フィリピンは5月と8月に、インドネシアは7月にそれぞれ利下げを行ったことも物価の伸びが上昇した要因とみられる。特にインドネシアやフィリピンではこれまで弱かった通貨相場が安定したことで、利下げ余地が拡大した(図表6-7)。

図表 6-5 対内直接投資



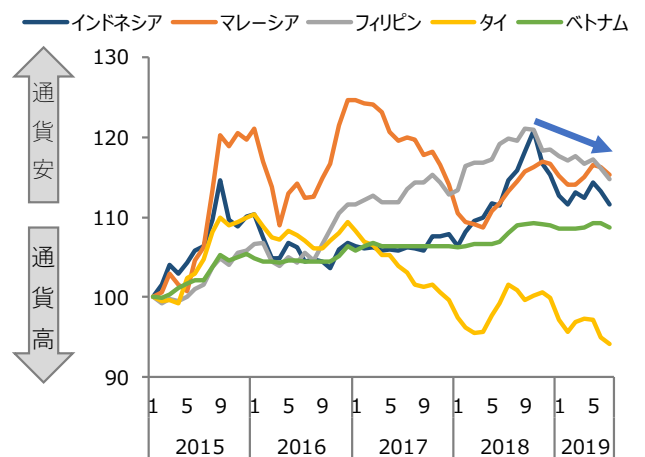
出所：IMF Data および CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-6 消費者物価



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 6-7 為替



注：1カ月間の平均値。15年1月を100とした。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

ASEAN5 の成長率は19年、20年ともに低めの成長にとどまる見込み

ASEAN5 の成長率は、19年は、世界経済の減速による輸出の下振れが予想されることから18年に比べて成長減速を見込む。20年は、中国経済の減速は継続するものの、内需の緩やかな拡大などを背景に19年並みの成長を見込む。ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、19年が前年比+5.0% (変更なし)、20年は同+5.0% (変更なし) と予測する(図表6-8)。

先行きのリスクは、第1に中国経済の失速である。中国経済が、政府の景気刺激策では成長減速圧力を抑えきれず、20年にかけて実質 GDP 成長率が+6%を割り込む水準まで減速した場合には、ASEAN 各国の輸出は大きく下振れする。第2に、国際金融市場における新興国からの資金流出である。米中の通商対立の一段の激化や先進国経済の同時失速などにより、投資家のリスク回避姿勢が一段と強まれば、新興国からの資金流出に伴う通貨安とインフレ、意図せざる利上げが内需の下振れ要因となり、各国経済にマイナスの影響を与える。

図表 6-8 ASEAN5 の経済見通し

| 暦年ベース (前年比、%) | 実績 | | 予測 | |
|------------------|------|------|------|------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| ASEAN5 | 5.4 | 5.2 | 5.0 | 5.0 |
| インドネシア | 5.1 | 5.2 | 5.1 | 5.1 |
| マレーシア | 5.9 | 4.7 | 4.5 | 4.5 |
| フィリピン | 6.7 | 6.2 | 6.1 | 6.1 |
| タイ | 4.0 | 4.1 | 3.8 | 3.7 |
| ベトナム | 6.8 | 7.1 | 6.7 | 6.5 |

注：シャドー部分は予測値。

出所：実績は IMF 等、予測は三菱総合研究所

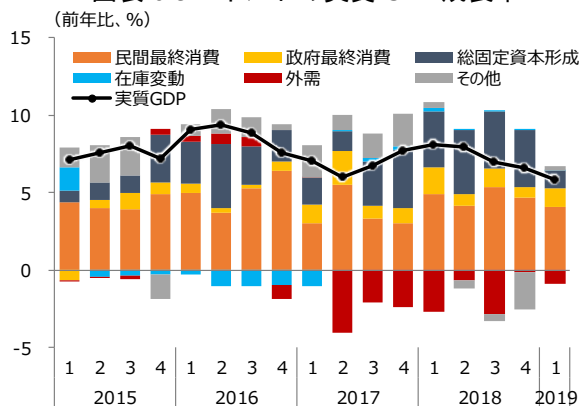
(2) インド経済

内需を中心に成長減速が続く、自動車販売は大幅減

19年1-3月期の実質GDP成長率は、前年比+5.8%と前期(同+6.6%)から減速した(図表6-9)。18年1-3月期から4四半期連続で成長率が低下している。最終需要(輸入を除く)の7割を占める民間最終消費と総固定資本形成の伸びが鈍化している影響が大きい。

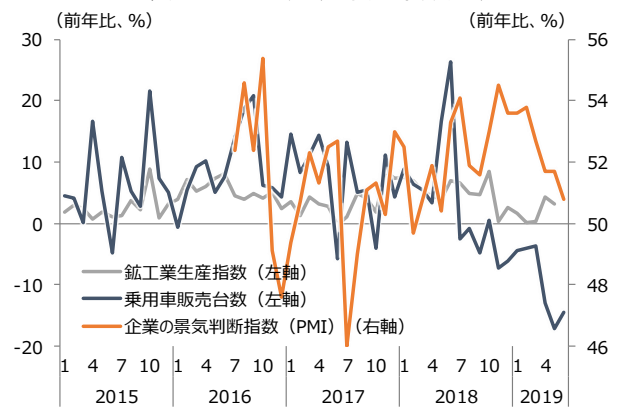
4月以降も成長減速が続いている(図表6-10)。企業の景気判断指数(PMI)は製造業・サービス業ともに悪化傾向にあり、好不況の境目となる50に近づいている。鉱工業生産の伸びは1-3月期に比べれば若干持ち直したものの伸びは鈍い。乗用車販売台数は4-6月期平均で前年比▲15%と大幅なマイナスであり、これは四半期ベースで02年の統計開始以降、最大の下落幅になる。18年6月の自賠責保険額の大幅引き上げを受けて需要が低迷しているところに、①モディ2次政権(6月発足)による消費刺激策を見据えた買い控え、②信用力の低下⁴で資金調達コストが上昇したノンバンクによるオートローンの貸出抑制、などの要因が加わったことが背景にある。

図表 6-9 インドの実質 GDP 成長率



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-10 生産、乗用車販売、PMI



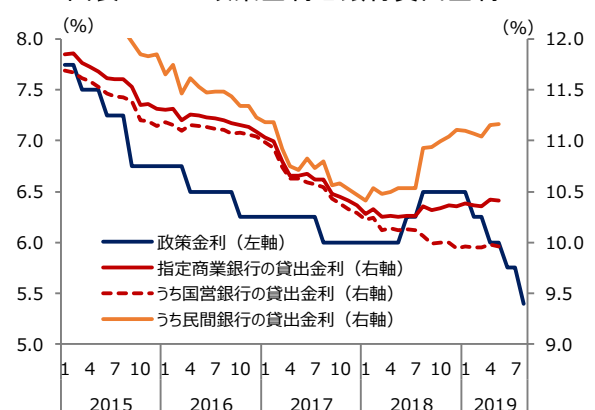
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

連続利下げも、金融緩和効果は限定的

経済の減速を受けて、インド中銀は政策運営スタンスを「中立」から「緩和」へ転換し、19年2月、4月、6月、8月と4会合連続で利下げを行った。ただし、指定商業銀行(国営銀行、民間銀行、外国銀行の平均)による貸出金利は、19年に入りむしろ小幅ながら上昇しており、金融緩和効果は限定的だ(図表6-11)。指定商業銀行の貸出のうち4分の3を占める国営銀行は、過去の公的インフラ向けなどの不採算融資の蓄積で財務状況が悪化しているほか、残りの4分の1を占める民間・外国銀行は、国営銀行の資金調達増加による資金調達コスト上昇(クラウドファンディングアウト)が生じていることが背景にある。

財政面では、7月に19年度の正式な予算が決定された(5月の下院選を控え19年度は暫定予算案でスタートしていた)。歳出総額は前年比+13%増であり、農家の収入を2倍にするとの公約実現に向けて農業関連が同75%と大幅に伸びたほか、利払い費や防衛費の増加も全体を押し上げた。一方で期待されていた消費刺激策は小粒にとどまった。

図表 6-11 政策金利と銀行貸出金利



注：指定商業銀行は、国営銀行、民間銀行、外国銀行の平均。
出所：インド準備銀行より三菱総合研究所作成

20年度にかけて+7%程度の伸びを見込む

インド経済の先行きは、世界経済の減速が輸出や投資の下振れ要因となるほか、金融機能の低下を背景に消費や投資の伸びが鈍い状況が当面続くとみられる。インドの実質GDP成長率は、19年度は前年比+6.9%(前回から▲0.2%p下方修正)、20年度は同+7.1%(変更なし)と予測する。

⁴ 18年にインドの民間ノンバンク大手のIL&FSが債務不履行を起こし、ノンバンクへの信用不安が広がった。18年10月に政府が経営に介入し、再建を進めている。

(3) ブラジル経済

外需減退から 19 年の成長は鈍化

19 年 1-3 月期のブラジルの実質 GDP 成長率は前年比 +0.5%と一段と減速した（図表 6-12）。季調済前期比では▲0.2%と 16 年 10-12 月期以来のマイナス成長を記録した。経済的に結びつきが強いアルゼンチンの経済危機の影響から輸出の寄与が縮小したほか、総固定資本形成の伸びも鈍化している。1 月に発生したブラジル史上最悪の鉱山事故も供給面での下押し要因となっており、1-3 月期の鉱業部門の実質成長率は前年比▲3.0%、鉱工業部門全体では同▲1.1%となった。

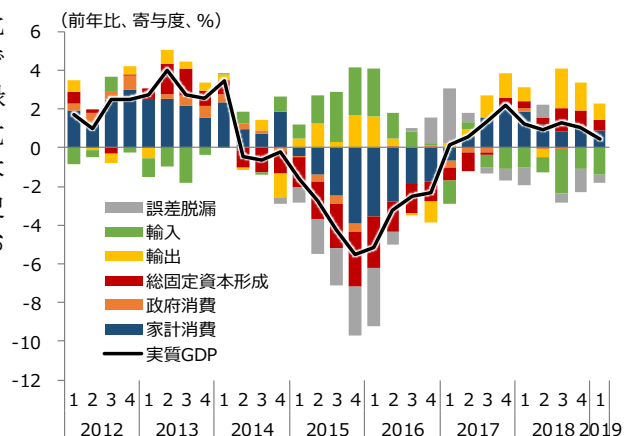
20 年にかけて成長率回復も回復ペースは鈍い見込み

先行きは、20 年にかけての成長率はやや上向くことを想定するが、力強さを欠く伸びにとどまる可能性が高い。6 月のメルコスール・EU 間の FTA 締結合意はプラス要因となるが、輸出全体の 4 割を占める中国、米国、アルゼンチンをはじめ世界経済の減速が予想されるなか、外需の大幅な寄与拡大は期待しにくい。実質 GDP 成長率は、19 年が前年比+1.5%（実績値の下振れなどを受けて前回から▲0.6%p 下方修正）、20 年は同+2.2%（前回から▲0.2%p 下方修正）と予測する。

ボルソナロ政権による構造改革の実現が鍵

財政赤字解消を公約に掲げるボルソナロ大統領は、公社の民営化、税制や年金制度改革、汚職、失業率の改善など、数多くの改革に着手している。中でも、年金制度改革をやり遂げられるかどうか、同政権の経済運営にとって大きな試金石となる。10 年間で約 1 兆 2,000 億レアルの財政負担軽減を掲げた政府の年金改革案は、軽減規模を 9,330 億レアル弱まで縮小させた法案が 8 月 7 日に下院を通過した。政府は 9 月中の上院での可決を目指す。根強い反対意見を抑えて可決成立するかは予断を許さない状況だ。改革が実現すれば、財政出動の余地が生まれるとともに、企業にとっても負担軽減が期待できる。一方、年金制度改革がとん挫すれば、構造改革全体に冷や水を指すこととなり、内需の冷え込みや通貨安圧力の強まりを通じて成長率を大きく鈍化させる可能性もある。19 年夏から秋にかけての政権運営が、ブラジル経済の先行きにとって重要な位置づけを持つ。

図表 6-12 ブラジルの実質 GDP 成長率



出所：CEIC より三菱総合研究所作成