

## (1) ASEAN 経済

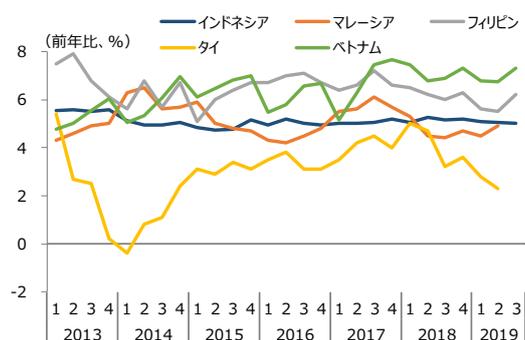
## 19年7-9月期の成長率は一部で加速

ASEAN 経済は中国经济減速の波を受け、明暗が分かれる結果となった。19年7-9月期ではインドネシアが前年比+5.0%と減速が続いた一方、ベトナム（同+7.3%）、フィリピン（同+6.2%）は伸びが高まった。7-9月期のGDPが公表されていないタイ、マレーシアでは、特にタイで成長が大幅に減速している（図表6-1）。

## 輸出減速に加えて内需減速が経済を下押し

一部の国では輸出および内需の減速が続く。輸出の減速はASEAN5のうちフィリピン・ベトナムを除く3カ国で19年入り後も顕在化している（図表6-2）。内需は、19年1-3月期までは輸出が減速するなかでも消費が景気を下支えしていたが、6月以降消費でも減速が広まった（図表6-3）。この背景には輸出減速に伴う内需への影響や、米中貿易摩擦に伴う不透明感の拡大がある。ASEAN5諸国はチャイナプラスワンの有望地域のひとつとして注目が集まっているが、特にインドネシア、マレーシア、タイの3カ国では世界貿易減速や不確実性拡大が成長を下押しした。

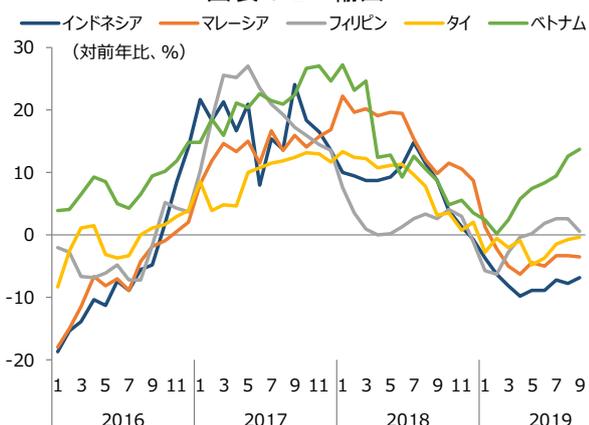
図表6-1 実質GDP成長率



注：四半期ベース。

出所：Bloomberg、CEICより三菱総合研究所作成

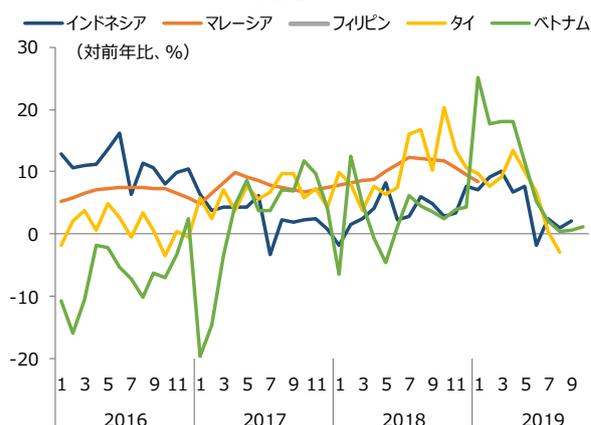
図表6-2 輸出



注：過去3カ月の移動平均を用いて成長率を平滑化。

出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表6-3 小売売上高（実質）



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

## 成長減速のなかでも証券投資流入超の状況が続く

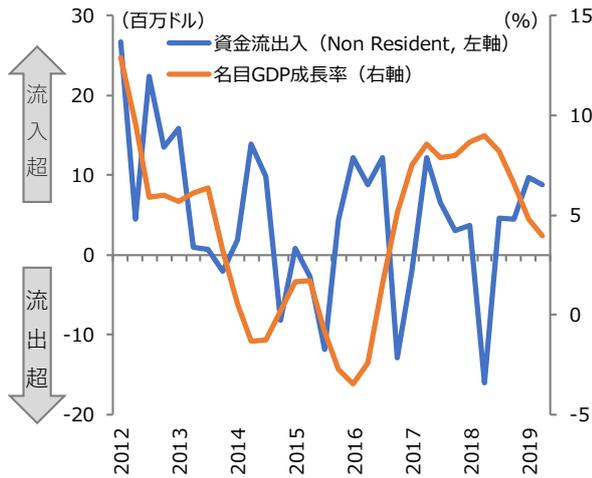
ASEAN5への資金流入（証券投資）では、名目GDPの成長が減速するなかでも非居住者からの投資流入超が続いている（図表6-4）。この背景には、先進国での緩和的な金融政策運営などがある。

堅調な資金流入に伴って、ASEAN5各国の中央銀行は相次いで政策金利の引き下げを行っている。19年入り後インドネシアは6.00%から5.25%に、マレーシアは3.25%から3.00%に、フィリピンは4.75%から4.22%（三つある政策金利の加重平均）に、タイは1.75%から1.50%にそれぞれ引き下げた。金融政策の緩和余地が拡大したことで景気下支えには寄与する一方、今後も資金流入がさらに進めば、将来的な資金流出リスクが高まる。

## 既往の米中対立激化を受けて、一部の国で直接投資流入も加速

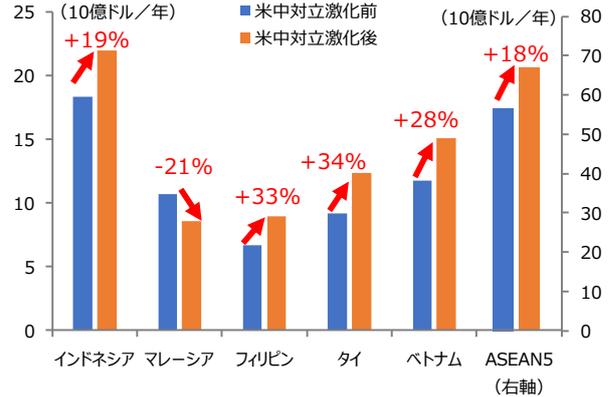
既往の米中対立の激化を受けて、ASEAN5への直接投資の流入が続く（図表6-5）。特にタイ、ベトナムはトランプ大統領就任前の直接投資水準に比べて3割程度高い水準で直接投資流入が続いている。ベトナムでは中国や香港からの投資が加速しており、中国に進出していた外資企業のみならず、中国国内の企業からの直接投資が増えているとみられる。

図表 6-4 資金流出と名目 GDP



出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 6-5 直接投資流入額

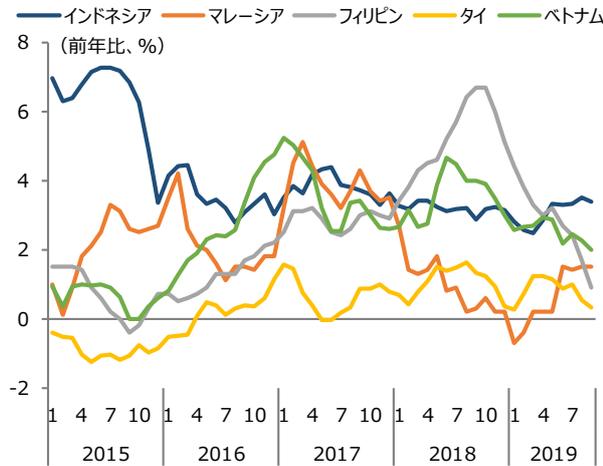


注：米中対立激化前は15年1-3月期から16年4-6月期までの平均値を年率換算。米中対立激化後は18年1-3月期から19年4-6月期までの平均値を年率換算。マレーシアのみ18年10-12月期まで。  
出所：IMF より三菱総合研究所作成

物価は一部の国で下落も、通貨は安定的に推移

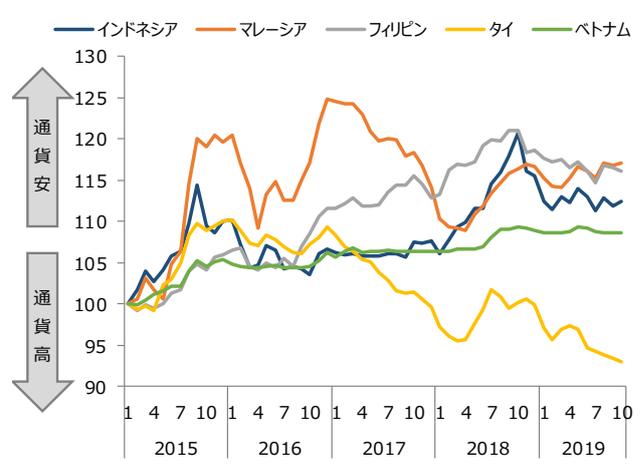
ASEAN5 の消費者物価は、インドネシア、マレーシアで上昇に転じた一方、他の3カ国では下落が続く（図表 6-6）。ベトナムを除く4カ国は19年入り後相次いで利下げを行ったため、これらの国々では19年後半にかけて徐々にインフレ圧力が上昇することが予想される。米国の利下げが2020年にかけて継続するとみられることも、さらなる金融緩和やそれに伴う物価上昇に寄与しよう。また為替もタイを除く4カ国で安定した推移が続く。（図表 6-7）。一方、タイでは高い経常黒字や低いインフレ率などを背景にバーツ高が進んでいる。バーツ高の影響は輸出のさらなる減速も引き起こしており、景気減速の懸念が高まっている。

図表 6-6 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。  
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

ASEAN5 の成長率は20年にかけて4%台の成長が続く

ASEAN5 の成長率は、19年は世界貿易減速や中国経済の減速が予想されることから成長減速を見込む。特にタイでは世界貿易減速に加えてバーツ高の進展が輸出を下押しすることから、より大きな減速が見込まれる。20年は、金融緩和の効果がラグを伴って表れ、内需が緩やかに持ち直すことなどを背景に若干の成長加速が想定されるものの、5%台には至らないと見込む。ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、19年が前年比+4.8% (前回から▲0.2%p 下方修正)、20年は同+4.9% (同▲0.1%p 下方修正) と予測する (図表 6-8)。

先行きのリスクは、第一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、実質 GDP 成長率が+6%を大きく割り込む水準まで減速した場合には、ASEAN5 各国の輸出は大きく下振れする。第二に、国際金融市場における新興国からの資金流出である。米中対立の一段の激化や先進国の金融政策が市場期待よりも引き締めに運営されるなどで、投資家のリスク回避姿勢が再び強まれば、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	5.3	5.2	4.8	4.9
インドネシア	5.1	5.2	5.0	5.1
マレーシア	5.7	4.7	4.5	4.5
フィリピン	6.7	6.2	5.9	6.1
タイ	4.0	4.1	3.0	3.3
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作成

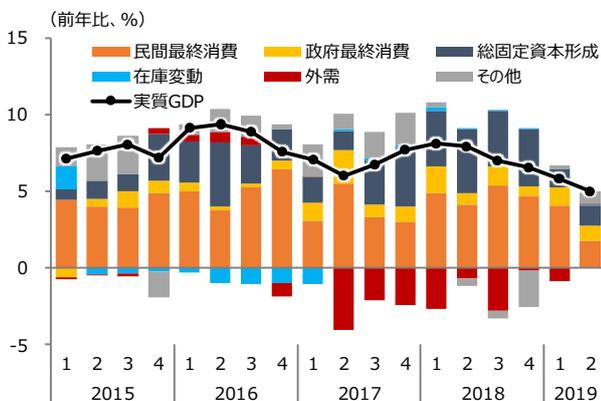
## (2) インド経済

### 内需を中心に成長減速が続く、自動車販売は大幅減

19 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+5.0%と前期 (同+5.8%) から一段と減速した (図表 6-9)。13 年 1-3 月期以来の低い伸びである。GDP の約 6 割を占める民間最終消費が前年比+3.1%と前期 (同+7.2%) から失速した影響が大きく、外需起点ではなく、内需起点の成長減速となった。

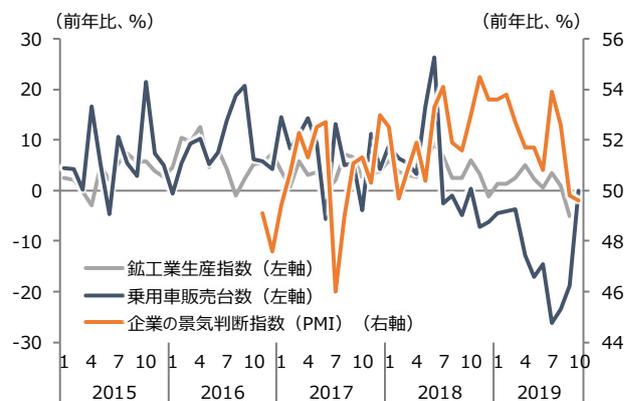
成長減速は、7 月以降も続いている (図表 6-10)。企業の景気判断指数 (PMI) は悪化傾向にあり、PMI 総合指数は、9 月以降 2 カ月連続で好不況の境目となる 50 を割り込んだ。乗用車販売台数は 7-9 月期平均で前年比▲23%と大幅なマイナスであり、02 年の統計開始以降、最大の下落幅を記録。10 月はマイナス幅が大幅に縮小したが、祝祭 (ディワリ) 前の商戦が 11 月から 10 月に前倒しされた影響が大きく、11 月は反動減が予想される。18 年 6 月の自賠責保険額の大幅引き上げを受けて需要が低迷しているところに、信用力低下<sup>6</sup>で資金調達コストが上昇したノンバンクがオートローンの貸し出しを抑制したことなどが背景にある。政府は、自動車市場の下支えを目的に、登録料の引き上げ延期や古い車両の買い替え促進策を 8 月末に発表した。効果は限定的だろう。

図表 6-9 インドの実質 GDP 成長率



注：四半期ベース。  
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

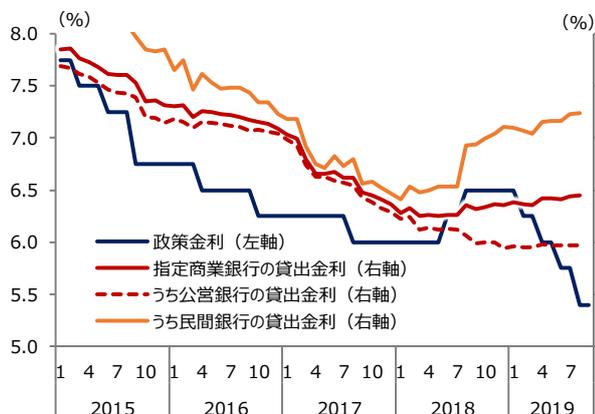
### 連続利下げも貸出金利は上昇、銀行の不良債権比率上昇が重し

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、10 月と 5 会合連続で利下げを行った。ただし、指定商業銀行 (公営銀行、民間銀行、外国銀行) の貸出金利は、19 年に入りむしろ上昇している (図表 6-11)。政策金利の引き下げが貸出金利に波及しない要因として、金融機関の財務悪化が挙げられる。指定商業銀行の貸し出しのうち 3 分の 2 を占める公営銀行は、公的インフラ向けなどの不採算融資の蓄積により不良債権比率が 15 年以降に急上昇した (図表 6-12)。19 年に入り同比率はやや低下したとみられるが、依然として高水準にある。こ

<sup>6</sup> 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 月から政府が経営に介入し、再建を進めている。

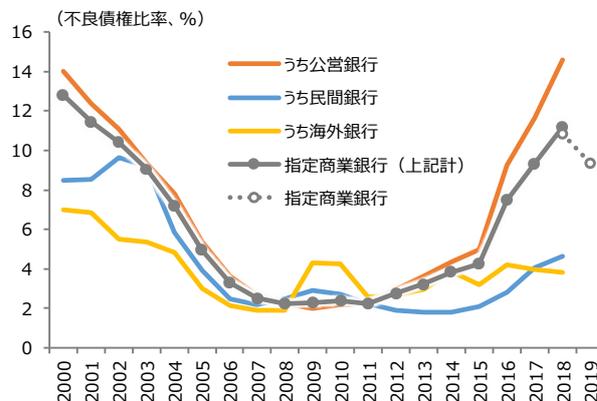
うした状況を打開するため、政府は公営銀行への資金注入や再編に動いてきたが、成長が大きく減速するなか対応が後手に回っている。

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

図表 6-12 指定商業銀行の不良債権比率



注：Non-Performing Loans / Total Loans より算出。指定商業銀行の破線部は19年6月時点の値を Gross Non-Performing Loans / Gross Advances より算出。  
出所：CEIC、インド準備銀行より三菱総合研究所作成

### RCEP は交渉妥結に至らず、インドは枠組みへの不参加を表明

19年11月に、インドや中国、日本、韓国、ASEAN など16カ国が参加する東アジア地域包括的経済連携 (RCEP) の交渉が行われた。インドを除く15カ国では基本的な合意に達したものの、インドが反対し、交渉妥結には至らなかった。インド経済は、上記のように成長減速圧力が強まるなかで、中国からの輸入関税が撤廃されれば、対中貿易赤字が一段と拡大することが予想され、国内産業への打撃を懸念したとみられる。

当社の試算によると、RCEP が実現した場合、インド経済の実質 GDP は中長期的に+1.4%p 押し上げられるとの結果を得ている。これは、市場開放によってインド市場が国際競争にさらされ、生産性を高める効果も織り込んだものである。中長期的にはこうしたプラスの効果が期待できるものの、短期的には痛みを伴う市場開放に対して、国内世論の反対もあり、合意を断念したとみられる。交渉終了後にインドは今後の RCEP 交渉への不参加を表明した。日本などは引き続きインドも含めた合意を目指す考えだが、行方は不透明だ。

### 20年度にかけて7%を下回る成長にとどまる見込み

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。7-9月期の成長下振れを受けて、インドの実質 GDP 成長率は、19年度を前年比+6.0% (前回から▲0.9%p 下方修正) と大幅に下方修正する。20年度は自動車販売減少の一服などから、やや伸びを高めるものの、同+6.7% (同▲0.4%p 下方修正) と回復力は鈍いと予測する。

### (3) ブラジル経済

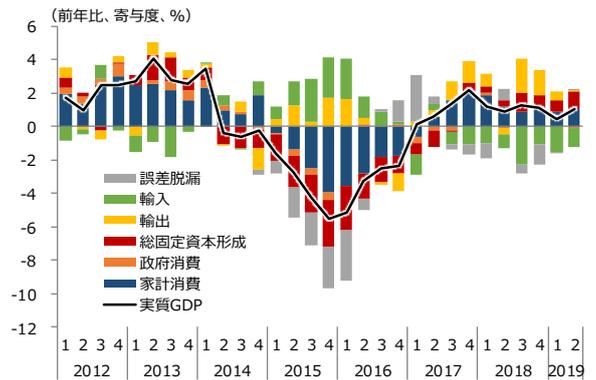
#### 内需に明るさがみえるも 19 年の成長は鈍化

19 年 4-6 月期のブラジルの実質 GDP 成長率は前年比 +1.0% となり、成長率は依然として低水準ながらも前期から持ち直した (図表 6-13)。季調済前期比の GDP 成長率は 1-3 月期の▲0.4% からプラスに転じ、二期連続のマイナス成長を免れている。

持ち直しの背景には、家計部門、企業部門を中心とした内需の底堅さがある。足もとの消費者信頼感指数、企業家信頼感指数は 5 月以降ともに底入れの兆しをみせており、内需が景気を下支えする格好となっている。

一方、隣国アルゼンチンの経済的混乱や世界経済の減速傾向を受けて、外需は引き続き景気の下押し要因となっている。外需の展望に明るさがみえないなか、19 年を通じた成長の足取りは重くならざるを得ない。

図表 6-13 ブラジルの実質 GDP 成長率



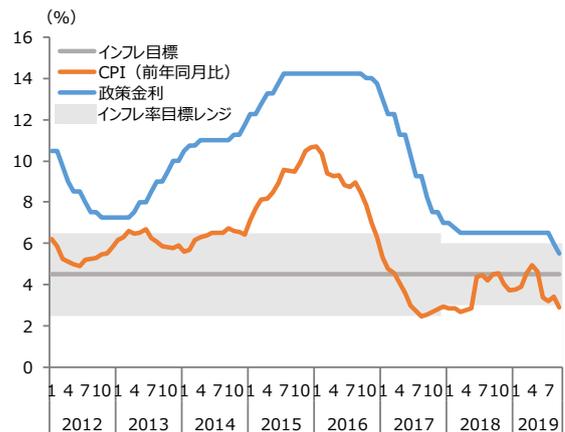
注：四半期ベース。  
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

#### 年金制度改革法案が可決、中銀も改革をバックアップ

財政赤字解消を公約に掲げるボルソナロ政権にとっての試金石となっていた年金制度改革法案が、上院での 2 回の採決を経て 10 月 22 日に可決成立された (憲法改正を伴う今回の年金改革では、下院・上院ともに 2 回の採決で 60% 以上の議員の賛成が必要となる)。当初は 10 年間 1 兆 2,000 億レアル (日本円で 30 兆円超) といわれた歳出削減効果は、最終的に 8,000 億レアル (同 20 兆円超) まで下方修正された。しかし、社会保障の赤字縮小や財政政策の発動余地拡大、そして何よりボルソナロ政権への信認のつなぎ止めが実現できたことは、ブラジル経済の先行きにとって明るい材料といえる。

また、ブラジル中銀が 7 月、8 月と連続して政策金利を 0.5% ずつ引き下げたことも、景気を後押しする要因となる (図表 6-14)。ブラジル中銀によるこの決定の背後には、インフレ率が中銀目標レンジの下限付近にあり利下げに踏み切りやすい環境があることに加え、金融政策を通じて政権の構造改革をバックアップしたいとの中央銀行の意向がある。インフレ率の動向に大きな変化がなければ、年内のさらなる政策金利の引き下げも視野に入ってくる。

図表 6-14 ブラジルのインフレ率と政策金利



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

#### 20 年にかけて回復を見込むが、経済政策のかじ取り次第で成長率は下振れも

先行きは、20 年にかけて成長率はやや上向くと想定するが、力強い伸びは期待できないだろう。世界経済のさらなる減速が予想されるなか、外需の寄与拡大は見込みにくい。頼みの綱となる内需は、ボルソナロ政権の今後の経済政策におけるかじ取りの巧拙によるところが大きい。この意味では、同政権で経済政策を取り仕切るゲジス経済相が 11 月 5 日に発表した「Plano Mais Brasil (ブラジルのさらなる飛躍プラン)」が議会の承認を得て、地方政府の財政基盤強化、公共支出の柔軟化、公務員の人件費削減などを含む広範な行財政改革が実行に移されるかが次の注目点となる。実質 GDP 成長率は、外需を中心とした成長の足取りの重さを反映して、19 年が前年比 +1.2% (前回から▲0.3%p 下方修正)、20 年は同 +2.2% (変更なし) と予測する。