

(1) ASEAN 経済

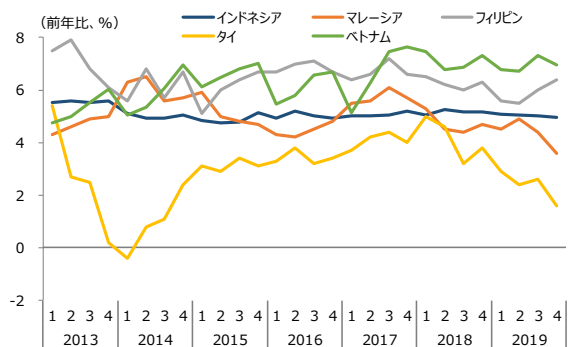
19 年 10-12 月期の成長率は横ばいで推移

ASEAN 経済は米中貿易摩擦に翻弄されるも、金融緩和などを通じた景気対策が奏功し、おおむね横ばいで推移。19 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、インドネシアが前年比+5.0%、ベトナムは同+7.0%、フィリピンは同+6.4%と大きな減速はなく横ばいの推移が目立った。ただし、マレーシア（同+3.6%）、タイ（同+1.6%）では成長減速が続いている（図表 6-1）。

投資が経済を下押し

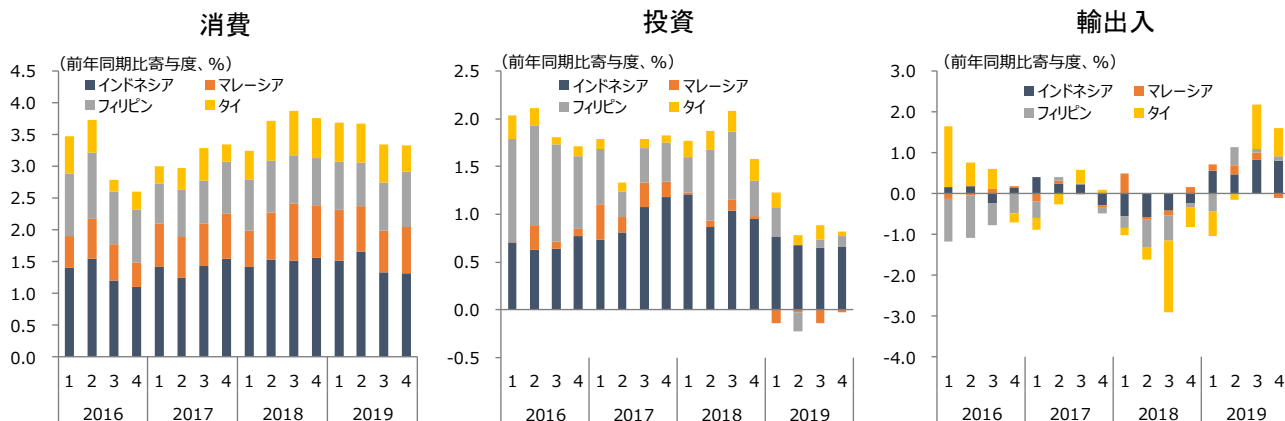
全体として横ばいの成長を遂げた国が多いが、成長した要因は国や時期によって異なった。米中貿易摩擦が悪化した 18 年後半は輸出入が大きく落ち込んだものの、消費が持ちこたえたことで成長を維持した（図表 6-2）。投資は 19 年入り後に顕著に減速したが、消費は底堅く推移した。輸出入は国により明暗が分かれる結果となった。足もとでは投資に改善の兆しが見えない一方、18 年に大幅に減少した反動による輸出増と、底堅い消費が成長を下支えしている。

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 ASEAN4 の GDP への国別寄与度分解



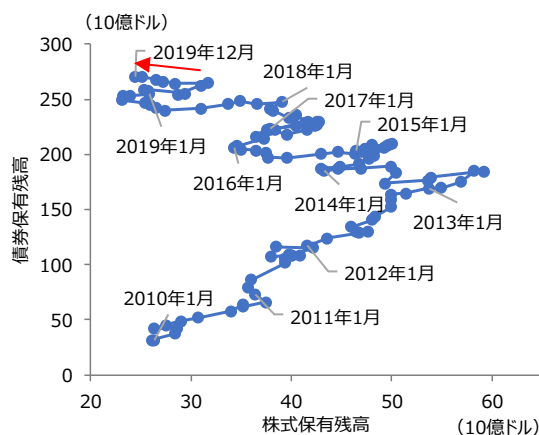
注：四半期ベース。各国の需要項目ごとの実質成長率を名目 GDP 規模で案分し、ASEAN4（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）への成長貢献を国・需要項目ごとに分解。ベトナムは GDP の寄与度分解が年単位でしか公開されていないため不掲載。  
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

資金流入超の状況が続く

投資は弱い状況が続くものの、金融収支では流入が続く。まず海外投資家（非居住者）による証券投資（債券および株式）についてみると、債券を通じた資金流入は特に底堅く、非居住者による債券保有残高は一貫して増加傾向にある。一方、株式投資では流出が続いている（図表 6-3）。19 年入り後 7 月までは株式市場へも流入が顕著になったが、19 年末にかけては再び流出に転じた。なお、株式の流出額は債券と比べて小さいため、証券投資全体で見ると緩やかに増加傾向にある。

また直接投資では、各国とも堅調な成長が続く。チャイナプラスワンの流れのなかで事業会社による企業買収や自社工場の新設・増設などが続いており、ASEAN 各国への投資を加速させている状況がうかがえる。

図表 6-3 海外投資家（非居住者）による株式・債券保有残高（推計値）

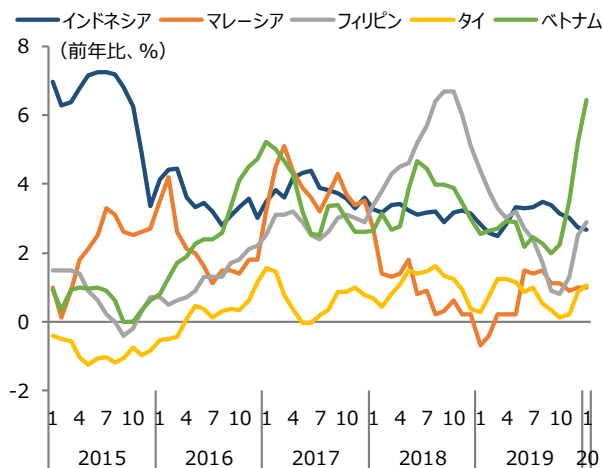


注：ASEAN5 各国の 05 年からの月次の資金流入をもとに推計。原則として 05 年時の保有残高をゼロとして積み上げたが、残高が負になる場合は定数を加えて調整した。  
出所：IIF より三菱総合研究所作成

## 物価は一部の国で上昇も、通貨は安定的に推移

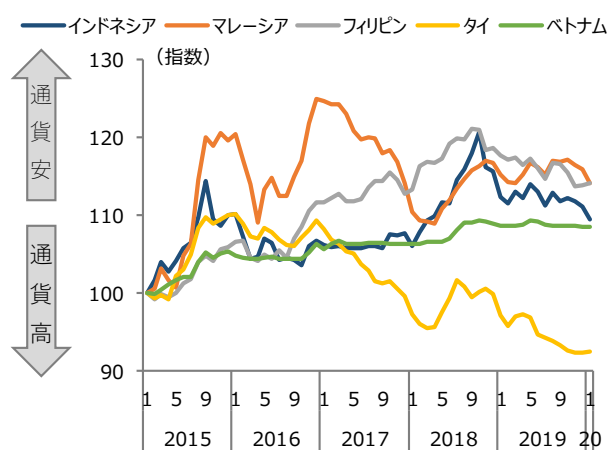
ASEAN5 の消費者物価は、フィリピン、タイ、ベトナムの3カ国で顕著な上昇を見せた（図表 6-4）。物価上昇の背景には原油価格の上昇や豚コレラによる豚肉価格の高騰、台風などによる影響があるが、19年平均ではいずれの国でも低水準の物価上昇に落ち着いた。エネルギー自給率の高いインドネシアやマレーシアは、原油高の影響が軽微であったことから物価が安定的に推移した（図表 6-5）。タイ、マレーシアは物価上昇率が低いことを踏まえてそれぞれ19年12月、20年1月に政策金利を引き下げた。度重なる緩和によって金融政策に引き締め余地が生まれたことから、今後も物価上昇率は比較的安定的に推移すると見込む。

図表 6-4 物価



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 6-5 為替



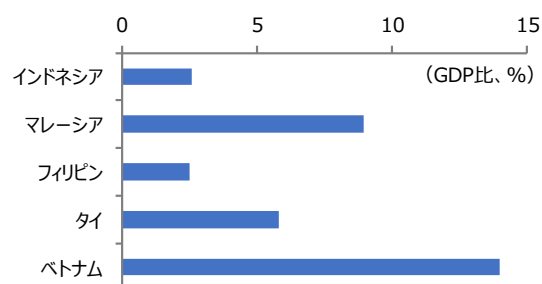
注：15年1月を100として指数化、1カ月間の平均値。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

## 新型肺炎による影響も

総論 (P.6) および中国経済 (P.27) で触れた新型肺炎に伴う経済影響も無視できない。仮に中国の経済影響のみにとどまったとしても、ASEAN 各国は中国と経済的に深いつながりを持っている。特にマレーシア、タイ、ベトナムは GDP に占める対中輸出額が大きく（図表 6-6）、中国の内需減速が同国の輸出に影響を与える。

図表 6-6 中国向け輸出額の対 GDP 比



注：中国向け1カ月当たり輸出額の対 GDP 比、12カ月平均。

出所：CEIC より三菱総合研究所作成

## ASEAN5 の成長率は 21 年にかけて緩やかに持ち直しへ

ASEAN5 の成長率は、20 年は 19 年に低水準となった輸出や投資の反動で緩やかな持ち直しを見込む。ただし、タイでは低インフレに伴うパーツ高が継続するため、回復は緩やかなペースにとどまると予想。21 年は堅調な内需に投資の回復が本格化することで、若干の成長加速を見込む。ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、20 年が前年比 +4.8% (前回から▲0.1%ポイント下方修正)、21 年は同+5.0%と予測する (図表 6-7)。

先行きのリスクは、第一に中国経済の失速である。新型肺炎に伴う中国経済の失速が長期に及び、20 年の成長率が 5%を割り込む水準にまで低下することや、景気減速をきっかけとする信用収縮が顕在化すれば、ASEAN5 各国の輸出は大きく下振れする。第二に、大統領選挙後の米中関係である。次期大統領の政権下で、米中対立が再び激化し投資家のリスク回避姿勢が高まれば、新興国からの資金流出懸念が高まり、これまでのような緩和的な金融政策運営が維持できなくなる。

図表 6-7 ASEAN5 の経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2018	2019	2020	2021
ASEAN5	5.3	4.7	4.7	5.0
インドネシア	5.2	5.0	5.0	5.2
マレーシア	4.7	4.3	4.3	4.4
フィリピン	6.2	5.9	6.0	6.3
タイ	4.2	2.5	2.7	3.1
ベトナム	7.3	7.0	6.7	6.7

注：シャドー部分は予測値。

出所：実績は IMF など、予測は三菱総合研究所作成

## (2) インド経済

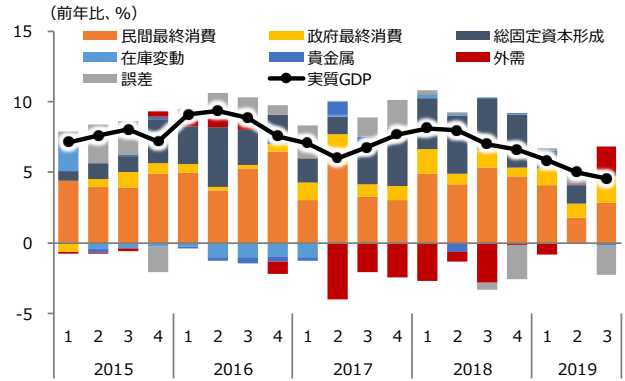
### 内需を中心に成長減速が続く

19年7-9月期の実質GDP成長率は、前年比+4.5%と前期(同+5.0%)から一段と減速した(図表6-8)。GDPの約6割を占める民間最終消費が回復したとともに、輸入が減少し外需寄与がプラスとなったものの、投資が一段と減速した。

一方、足もとでは変化もみられる。米中第一段階の合意を受け、企業の景気判断指数(PMI)は19年11月以降改善し、好不況の境目となる50を上回った(図表6-9)。また期を同じくして鉱工業生産も回復に転じており、実体経済にもわずかながら明るい兆しがみえつつある。

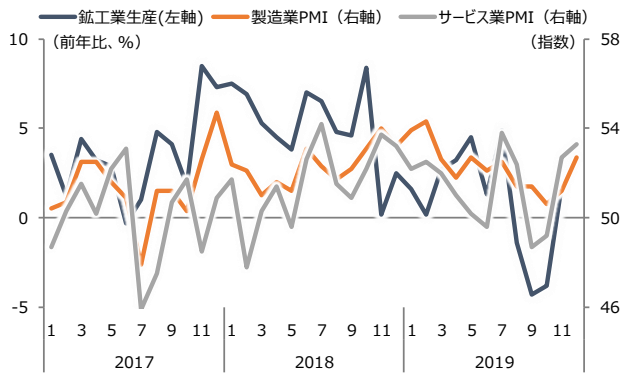
乗用車販売台数は19年10-12月期に前年比+1.1%と、7-9月期の同▲22.9%から改善した(図表6-10)。乗用車の中でも特に特定用途自動車(SUVやピックアップトラックなど)が増加に転じた。また、19年はヒンドゥー教の大祭「ディワリー」が18年の11月から10月に前倒しされたため10月の販売台数が改善したが、その後も乗用自動車販売台数は大きく落ち込まなかった。

図表 6-8 実質 GDP 成長率



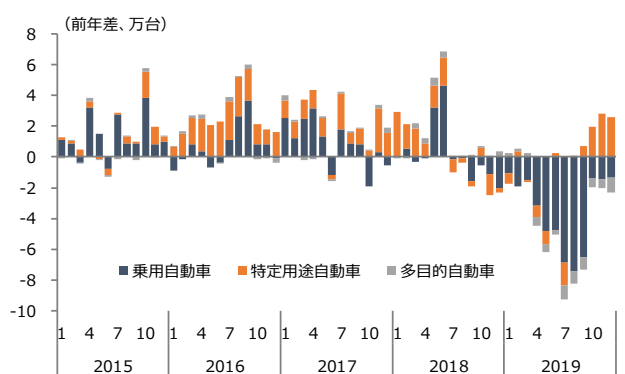
注：四半期ベース。  
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-9 生産、PMI



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-10 乗用車販売台数

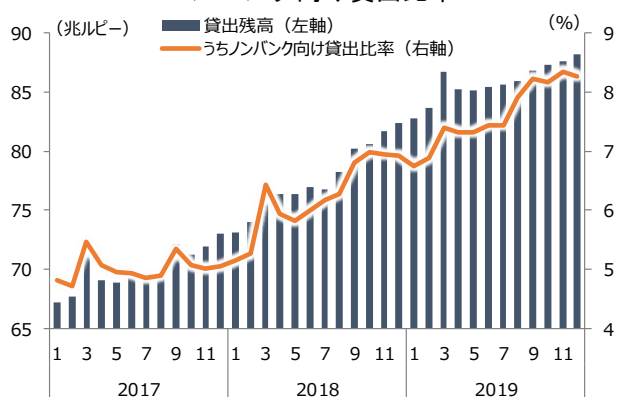


注：乗用車 (Passenger Vehicle) は乗用自動車 (Passenger Car)、特定用途自動車 (Utility Vehicle)、多目的自動車 (Multi Purpose) からなる。特定用途自動車はSUVやピックアップトラックなど。また多目的自動車はバンなど。  
出所：CEICより三菱総合研究所作成

### 続く金融機関融資の目詰まり

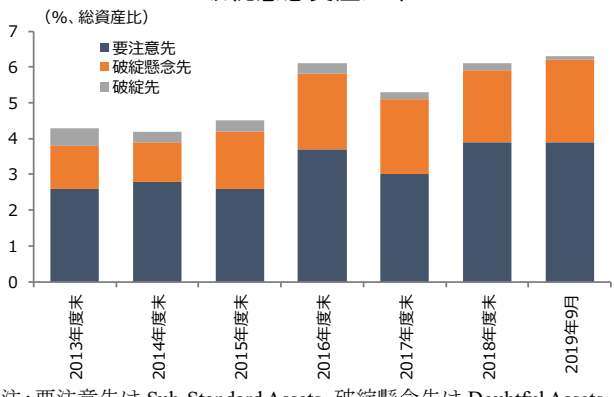
インド中銀は19年2月、4月、6月、8月、10月と5会合連続で利下げを行ったが、19年12月、20年1月会合ではインフレの加速を受けて見送った。コアインフレ率は依然低水準だが、19年の悪天候の影響を受け食料品の物価上昇率が高まっている。

図表 6-11 銀行の貸出残高と  
ノンバンク向け貸出比率



出所：インド準備銀行より三菱総合研究所作成

図表 6-12 ノンバンクの貸出に占める  
破綻懸念資産比率



注：要注意先は Sub-Standard Assets、破綻懸念先は Doubtful Assets、破綻先は Loss Assets に対応。18年度までは各年度末3月時点、19年は9月末時点。

出所：インド準備銀行より三菱総合研究所作成

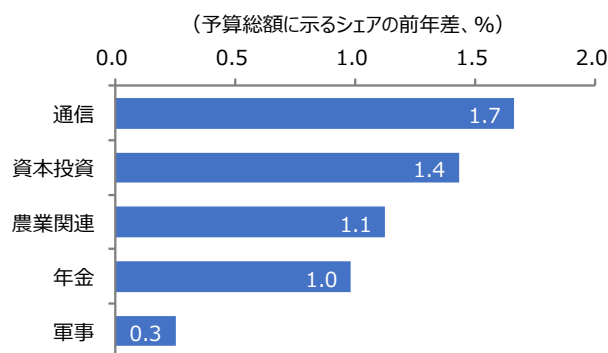
景気減速が続くなか、コストプッシュのインフレにより十分な金融緩和政策をとれない状況が続く。こうした状況で、金融機関の財務悪化に伴う融資の目詰まりといった課題が引き続き投資を下押ししている。なかでもノンバンクの経営状態への懸念が広がっている一方で、銀行の貸出残高に占めるノンバンク向け貸出比率は上昇が続いており（図表 6-11）、リスクの高い債務が積み上がっている。ノンバンクの経営を圧迫している要因のひとつである不良債権についても、19年9月時点では増加に歯止めがかかっていない（図表 6-12）。

## インフラ・農業に偏重する予算

成長減速が続くなか、20年2月にインド政府は20年度（20年4月～21年3月）の予算を発表した。20年度予算は30.4兆ルピーと、昨年度の約27兆ルピーから12.7%増加。内訳は通信、資本投資（インフラ投資など）、農業関連支出が増加した（図表 6-13）。またこれに併せて個人向け減税や財政赤字目標の引き上げを行った。

一方、予算増加率という観点でみると、18年、19年予算ともに前年比で+10%以上増加させているためサプライズ要素がなく、減速した経済を浮揚させるには十分とはいえない。また、金融機関融資の目詰まりに対する予算措置も限定的であり、金融機能の十分な回復までには時間を要するだろう。

図表 6-13 20年度予算で増額された分野



注：資本投資は軍事および通信関連投資を除く。  
出所：インド政府資料より三菱総合研究所作成

## 21年度にかけて緩やかに成長軌道へ復する見込み

インド経済の先行きは、米中貿易摩擦による輸出・生産の下振れが緩和方向に向かうことなどを背景に、21年度にかけて緩やかに潜在成長率並み（6%台半ば）の成長軌道へ復すると見込む。インドの実質GDP成長率は、19年7-9月期の成長下振れや消費の減速などを受けて19年度の実質GDPは前年比+5.1%（前回から▲0.9%ポイントの下方修正）と低成長にとどまる見込み。20年度も不良債権問題をはじめとする金融機能の低下が引き続き経済を下押しし、同+5.7%（同▲1.0%ポイントの下方修正）と鈍い回復にとどまると予測する。一方、21年度は不良債権処理が一巡し金融機能が回復することで消費・投資環境が改善するとみられ、同+6.5%と成長回復を予測する。



### (3) ブラジル経済

#### 成長軌道への回帰に向けて足場固め

19年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+1.2%、季調済前期比+0.6%と、市場の予想を上回る水準となった(図表6-14)。17年以降の回復局面では力強い成長軌道に乗れずにいたブラジル経済だが、20年に向けて明るい兆しが見えてきた。

足もとの成長を下支えしているのは、家計部門、企業部門を中心とする内需の堅調さだ。ブラジル中銀による政策金利引き下げが投資マインドを改善させたことに加え、退職金基金の早期引き出し解禁といった政府の景気対策が消費を後押ししたとみられる。

一方で、隣国アルゼンチンの経済危機や世界経済の減速傾向は引き続き外需の下押し要因となっている。大豆などの農産物を中心としたコモディティ価格の下落とも相まって7-9月期の輸出は前年比▲5.5%の大幅減となった。また、米中第一段階の合意に、中国による米国からの農産品輸入の上積みが増え盛り返したことにより、大豆や肉などの中国向け輸出に影響が及ぶ可能性がある。しかし、全般的な経済環境は改善しており、市場関係者は成長見通しを上方修正し始めている。

#### 金融緩和は最終局面へ

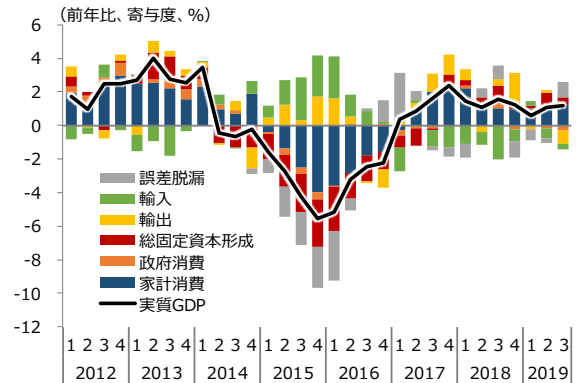
ボルソナロ政権下の経済運営を側面支援してきたブラジル中銀による金融緩和は、19年7月から5会合連続、累計2.25%ポイントに上る利下げを経て最終局面に差し掛かっている。2月5日に4.25%への政策金利引き下げを全会一致で決定した金融政策委員会は、「2019年7月に始まった金融緩和サイクルの効果が遅れて出てくることを考慮し、金融緩和プロセスを中断することが適切だと判断する」との声明を発表した。消費者物価指数は、ここに来て食料品価格の上昇などを受けて12月にはインフレ目標レンジの中心に近い伸びをみせている(図表6-15)。物価動向と内外経済情勢をにらみつつ、ブラジル中銀は今後の金融政策を中立的なスタンスに戻していくこととなる。

政権の試金石とされた年金改革法が19年11月に公布されたことを受けて、市場の注目は年金改革から経済成長の回復へと移っている。12月に20年度予算を承認したブラジル議会では、20年10月の地方選挙をにらんで政府案に盛り込まれた20億レアルの公共投資額を倍増させるような動きがみられたが、最終的には政府が当初通りの水準に抑え込んだ。安易な財政拡張には歯止めをかけつつ、成長軌道への回帰に向けて足場を固める。経済環境が改善するなか、20年は政権の経済政策のかじを取るゲジス経済相の手腕が問われる一年になる。

#### 21年にかけて2%台半ばへの成長回復を見込むが、経済改革のとん挫がリスク要因に

先行きは、21年にかけて成長率は上向くと想定するが、回復ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。世界経済の先行きは減速あるいは横ばい圏内が予想され、外需の寄与拡大は見込みにくい。投資を中心とした内需主導の成長を実現するには、ボルソナロ政権下での経済政策が海外投資家の信任を得て、資本流入を積極化させることが必要だ。ブラジル経済の成長回復を半信半疑の目で見ている海外投資家の投資スタンスが前向きに変化するかは、20年前半の経済運営が正念場となる。実質GDP成長率は、19年が前年比+1.2%(変更なし)、20年は足もとの好調な内需動向を反映して同+2.2%(変更なし)と予測する。21年は、経済改革が比較的順調に進展するシナリオを想定し同+2.5%を見込むが、経済改革がとん挫するリスクには引き続き注意を払う必要がある。

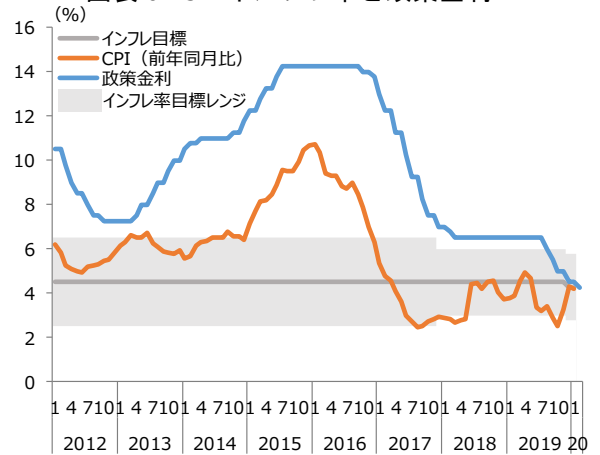
図表 6-14 実質 GDP 成長率



注：四半期ベース。

出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-15 インフレ率と政策金利



注：政策金利の直近は20年2月、それ以外は1月。

出所：CEIC ほかに三菱総合研究所作成