

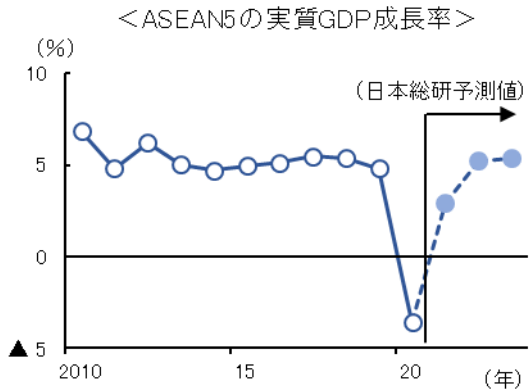
<b>ASEAN5</b>	<b>日本総合研究所 調査部</b>
<b>経済活動の正常化に伴い景気は回復へ</b>	副主任研究員 松本 充弘(タイ・ベトナム以外)
<b>SMBC Asia Monthly</b>	主任研究員 熊谷 章太郎(タイ) 主任研究員 野木森 稔(ベトナム)

■下振れリスクをはらみつつも 2022 年以降は回復軌道に

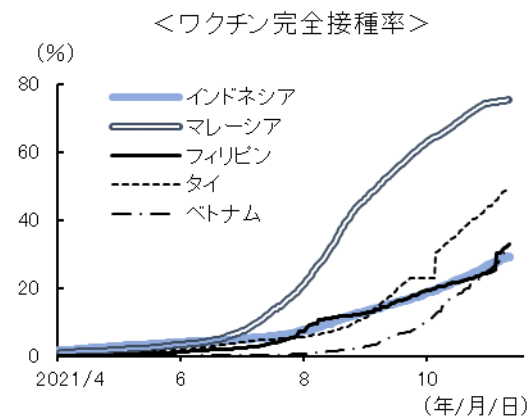
2021 年の ASEAN5 (インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム) の実質 GDP 成長率は前年比+2.9%と、2020 年の同▲3.6%からプラスに転じる見込みである(右上図)。もっとも、ASEAN では春先から夏場にかけて断続的に新型コロナウイルスの感染が拡大し、各国でロックダウンや工場の操業停止を含む厳しい活動規制が実施され、内外経済に大きな悪影響をもたらした。各国での段階的な活動規制緩和により、年末にかけて経済は緩やかな回復傾向をたどるとみられるが、2021 年暦年の実質 GDP は新型コロナウイルス前の 2019 年の水準を下回る見込みである。年間を通じて景気回復は勢いを欠くものになったといえよう。

2022 年については、ASEAN では活動規制の段階的な緩和により経済活動が正常化に向かうことで、総じて景気回復が続くと予想される。ASEAN 各国でワクチンの規定回数の接種を終えた人の割合(接種完了率)は、マレーシアを除き依然として低水準であるものの、1日あたりの接種ペースが拡大していることや、各国で国産ワクチンの供給も始まる見込みであることから、接種率は今後加速するとみられる(右下図)。基本的な感染対策は継続されるため、対面型サービス消費の本格的な回復には時間がかかるとみられるが、各国ではワクチン接種完了者に対して活動規制を緩和し始めており、経済活動は徐々に活発化していくとみられる。そのため、ASEAN5 の実質 GDP は 2022 年に前年比+5.2%、2023 年には同+5.4%とコロナ前の成長率に復帰する見通しである。

もっとも、半導体不足といったサプライチェーンの混乱等の問題はくすぶり続けており、さまざまな供給制約の再燃がリスクとして挙げられる。供給制約がエネルギー価格の上昇等を招き、想定以上にインフレ圧力が高まれば、米国は早期利上げに踏み切り、利上げペースを加速させるといった事態も考えられる。その場合、緩和的な金融政策を続ける ASEAN からの資本流出圧力が強まる可能性が高く、ASEAN 各国は金融引き締めにかざるを得なくなる。また、ASEAN 各国ではコロナ禍での景気対策として財政の大幅な拡大が続いており、国債の海外投資家保有率の高いインドネシアやマレーシア等を中心に、財政再建の加速を迫られる可能性もあろう。ASEAN の景気が本格的に回復しないなかで米国金融政策の正常化ペースが早まれば、各国の中央銀行は難しいかじ取りを迫られることになろう。



(出所) 各国統計、IMF、CEICを基に日本総研作成  
(注) 各国の成長率を購買力平価GDPでウエイト



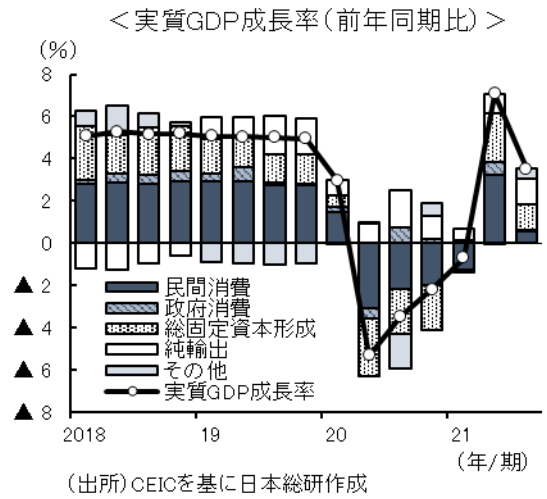
(出所) OurWorld in Dataを基に日本総研作成

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各方面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

## 1. インドネシア 景気は回復するも財政が弱点

■2021年の成長率は+3.5%とプラス成長へ

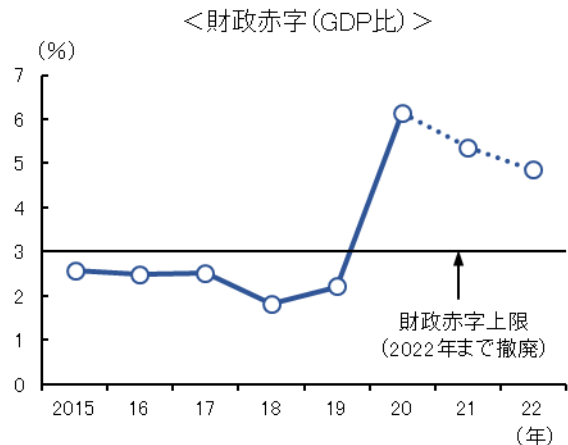
インドネシアの2021年7~9月期の実質GDP成長率は前年同期比+3.5%と前期の同+7.1%に続き、プラス成長を維持したが(右上図)、前期比は▲0.3%と減少した。これは、7月に新型コロナウイルスの新規感染者数が1日5万人を超える急増となったことを受け、出社が制限される等活動規制が強化されたことが要因である。その後、新規感染者数は11月時点で1日500人台まで減少する等、感染状況は改善している。それに伴い活動規制は段階的に緩和され、10月の製造業PMIは過去最高の57.2と景況感の分岐点となる50を大きく上回った。また、自動車奢侈税の減免措置が年内まで再延長される等政府の内需喚起策も景気を下支えするとみられ、10~12月期は消費主導で緩やかに持ち直す見込みである。この結果、2021年のGDP成長率は前年比+3.5%と、前年(▲2.1%)から回復する見通しである。



■2022年はさらなる活動規制緩和を背景に成長率は+5.2%へ加速の見込み

2022年は、消費の回復を中心に内需が景気を押し上げるとみられる。ワクチン接種完了率は11月16日時点で31.2%と、依然として世界平均の41.5%に比べて遅れているものの、ワクチンの国内生産の開始等により、接種ペースは先行き加速するとみられる。活動規制の緩和条件にワクチン接種率の上昇が含まれていることから、ワクチン接種の進展に伴い経済活動は徐々に正常化に向かうと予想される。個人消費は2021年7~9月期に急減速したが、中央銀行の予測では小売売上高が10月に前年同月比+5.2%とプラスに転じる見込みであり、その流れを引き継ぎ2022年にかけて勢いを取り戻すと考えられる。2022年の実質GDP成長率は前年比+5.2%と2021年から加速し、2023年も+5.5%と、新型コロナウイルス発生前の成長ペース(2010~19年平均: +5.4%)に戻る見通しである。

もともと、米国の金融政策の正常化が市場で意識されるなか、財政規律の弛緩による資本流出等の混乱が生じるリスクには注意を要する。インドネシアは、コロナ禍を受けて財政赤字をGDP比3%以内に抑える財政規律ルールを2022年まで一時的に撤廃した(右下図)。さらに、コロナ対策の財源捻出を目的に、一般に禁じ手とされる中銀による国債の直接引き受けを、少なくとも2022年まで行うことが決定されている。インドネシアの国債は海外投資家の保有比率が高いことから、財政規律の緩みが嫌気されて通貨安や金利上昇の圧力につながる可能性がある。今後も財政赤字の改善に目途が立たない場合は、市場の攻撃にさらされるリスクに注意が必要である。



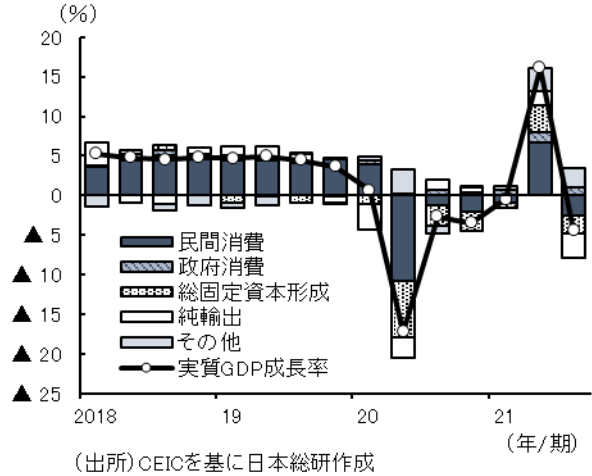
当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各方面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

## 2. マレーシア 活動制限緩和で景気回復も、政治面にリスク

■2021年の成長率は+3.1%へ

マレーシアの2021年7~9月期の実質GDP成長率は前年同期比▲4.5%と前期の同+16.1%から減速し、前期比でも▲3.6%と4~6月期の▲1.9%からマイナス幅が拡大した(右上図)。これは、夏場に新型コロナウイルス感染が急拡大したことにより、ロックダウンを含む厳しい活動規制が継続したことが主因である。もっとも、新規感染者数は8月をピークに減少し感染状況は改善している。10月には4ヵ月ぶりに全地域でロックダウンが解除されたほか、同月にはワクチン接種完了率が成人人口の90%に達したことから、今年1月から禁止されていた州間の移動規制が解除された。経済活動の再開に向けた動きは進んでおり、10月の製造業PMIは5ヵ月ぶりに52.2と景況感の分岐点となる50を上回る等10~12月期は景気を持ち直しが見込まれる。この結果、2021年のGDP成長率は前年比+3.1%と前年の同▲5.6%から回復する見通しである。

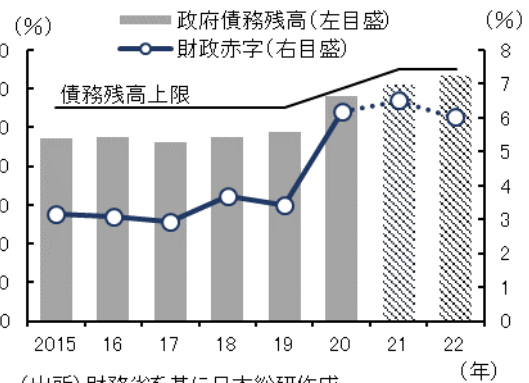
<実質GDP成長率(前年同期比)>



■2022年の成長率は前年の反動もあり+6.1%と高成長に

マレーシアでは2022年も拡張的な財政政策が続く見込みである。2022年の予算案は、歳出が2021年補正後予算対比+3.6%増の3,321億リンギットと過去最大となった。活動規制の緩和に伴う消費回復とともに、公共投資を中心とする開発支出の増加(前年比+21.9%)や、新車の売上税減免措置の再延長等の景気刺激策が経済を押し上げる見込みである。また、2021年のロックダウンにより生じた半導体等の供給制約は、活動規制の緩和による工場稼働の正常化により徐々に解消に向かうとみられ、生産や輸出の回復が予想される。2022年の実質GDP成長率は前年比+6.1%と2021年から加速し、2023年も+5.5%成長を予想する。

<政府債務と財政赤字(GDP比)>



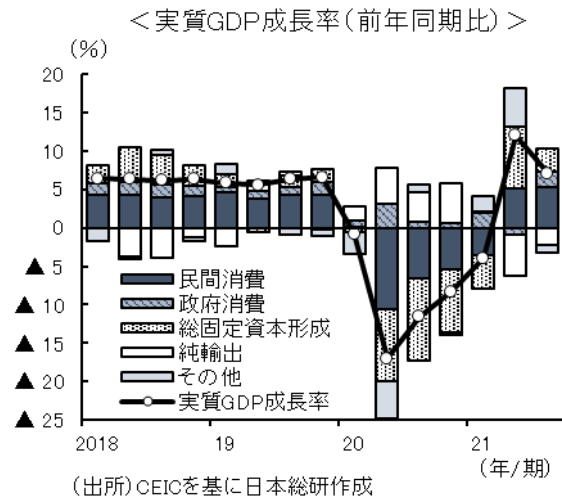
なお、マレーシアでは2022年も財政赤字が高止まり、政府債務残高は拡大する見込みである。このため、政府債務比率(GDP比)の上限は2020年8月に続き今年秋に再び引き上げられた(右下図)。政府は財政赤字を圧縮させる計画だが、財政悪化に歯止めがかからなければ国債の格下げや金利上昇、通貨下落が生じるリスクがある。このほか、マレーシアでは今年8月に新政権が誕生したが、新首相を支持する議員は過半数をわずかに上回るに過ぎず、前政権に続き政権基盤は脆弱である。コロナ対策を名目に与野党の政争は一時休止しているが、再び政局の混乱が生じた場合、コロナ対策が十分になされず景気回復の腰を折る可能性に注意を要する。

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各方面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

### 3. フィリピン 景気は回復に向かうもインフレがリスクに

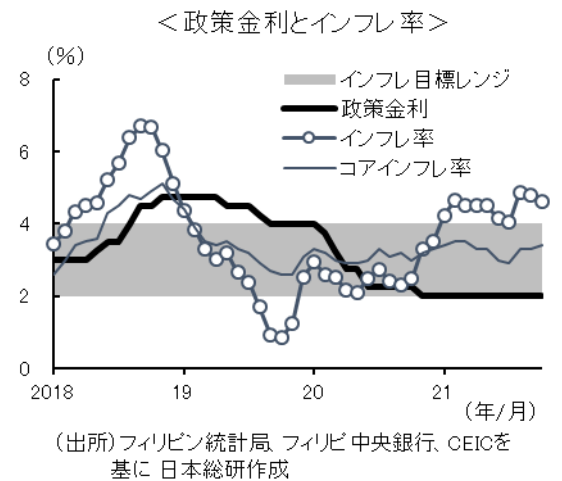
■2021年の成長率は+4.8%へ

フィリピンの2021年7~9月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.1%と前期の同+12.0%に続き、2期連続でプラス成長を維持した(右上図)。前期比でも+3.8%と景気は拡大した。8月には、新型コロナウイルス感染の再拡大を受けて首都圏等で最も厳しい活動規制が課されたが、経済活動への影響が考慮された結果、短期間で終了し、小売店・娯楽施設の利用者数の減少幅は4~6月期に比べて限定的なものにとどまった。さらに、在外フィリピン人からの送金も個人消費を下支えし、GDPの約7割を占める民間消費が前年同期比+7.1%と堅調な伸びを維持した。10~12月期も緩やかな景気回復が続くとみられ、2021年のGDP成長率は前年比+4.8%と、前年(▲9.6%)から回復する見通しである。



■2022年の成長率は+6.0%と消費主導で前年から加速

2022年に向けても、活動規制の緩和による消費の回復に加え、積極的な財政政策の継続が経済を押し上げる要因になるとみられる。新型コロナウイルスの新規感染者数は9月半ばをピークに減少する等、感染状況が改善していることから、活動規制は緩和されつつある。ワクチン接種完了率は11月16日時点で36.0%にとどまるが、政府はワクチンの調達が見通せたとして年内に50%の達成を見込んでいる。活動規制のガイドラインには、ワクチン接種完了者に対する制限緩和が盛り込まれており、接種率の上昇に伴い経済活動は正常化するとみられる。また、2022年予算案での歳出総額は、前年比+11.5%の5兆240億ペソ(約11.3兆円)と、2021年に続き過去最大となった。経済回復の柱と位置付ける大規模インフラ整備計画「ビルド・ビルド・ビルド」を中心としたインフラ支出予算は1兆1,800億ペソ(GDP比5.3%)と高水準だった前年並みを計画しており、内需を下支えすると考えられる。この結果、2022年の実質GDP成長率は前年比+6.0%と2021年から加速し、2023年も+6.2%と安定した成長を遂げると予想される。



もっとも、インフレ率が中銀の目標を超えていることは懸念材料である(右下図)。フィリピン中銀は経済成長重視の観点からできる限り低い政策金利を維持したい考えだが、足元では、原油や天然ガス、石炭をはじめとするエネルギー価格が高水準で推移しており、光熱費の上昇がCPIを押し上げている。加えて、米国の金融政策正常化の前倒し等を契機に通貨に大きな下落圧力が掛かれば、さらにインフレが加速し、景気の本格回復の前に金融引き締めを余儀なくされる可能性もあり、注意を要する。

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各方面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

## 4.タ イ 2022年の成長率は+2.1%

### ■2021年の成長率は+1.0%の着地へ

タイ経済は、コロナ禍の発生を受けて2020年半ばにかけて急速に悪化した後、市中感染の沈静化に伴い活動規制が段階的に緩和されると景気は持ち直しに転じた。しかし、今夏のデルタ型変異株を中心とする感染再拡大を受けて、景気回復の勢いが削られる形となっている。具体的には、日次の新規感染者数が2021年8月にかけて約2万人に増加するなか、医療体制のひっ迫に対する懸念が高まった。これを受けて政府は夜間外出禁止令、商業施設や公共交通機関の営業時間の短縮、県をまたぐ移動の規制の厳格化等の活動規制を導入した。その結果、7～9月期の実質GDP(季節調整値)は前期比▲1.1%となった。その後、新規感染者数が10月末にかけてピーク時の半数以下に減少するとともに、ワクチンの累計接種回数が7,000万回に達したこと等を受けて、秋口以降、政府は再び活動規制を緩和している。景気は10～12月期にかけて回復基調を強めるものの、2021年通年の実質GDPは前年比+1.0%と低い伸び率にとどまると見込まれる(右図)。

金融政策については、タイ中銀が2020年前半に相次いで利下げを実施し、政策金利を0.5%と過去最低水準に引き下げた。しかし、超低金利に伴う資産バブルの発生や家計債務の増加も懸念されるなか、その後は一段の金融緩和に慎重な姿勢を示しており、感染再拡大により景気が悪化するなかでも政策金利を据え置いている。

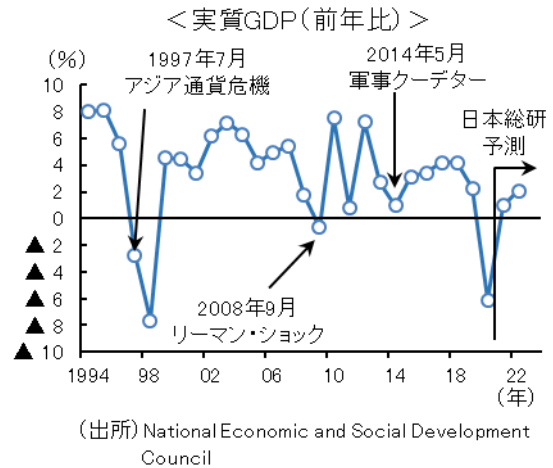
### ■2022年は+2.1%に加速

2022年の実質GDP成長率は、活動規制の緩和に伴う消費回復や外国人受入の再開に伴う観光需要の持ち直しを受けて+2.1%に高まると見込まれる。タイ政府は、2021年11月より、日本を含む46カ国・地域から隔離措置なしでワクチン接種完了済みの外国人の受け入れを開始した。観光サービス輸出額はコロナ禍前にはGDP比10%強にも及んでおり、観光業の動向はタイ経済の回復を左右する。政府は、自国の受入規制を緩和するとともに、送り出し国側の隔離措置の撤廃が進み、観光サービス輸出が景気回復のけん引役となることを期待している。

しかし、以下を踏まえると、景気の力強い持ち直しは期待できない。まず、コロナ禍で一段と増加した家計債務がGDPの約5割を占める消費の下押し圧力となり続ける。コロナ禍が収束に向かうなか、家計債務抑制に向けてタイ中銀がローン規制等を厳格化する可能性がある。

また、反政府デモの拡大に伴う景気下振れリスクも無視できない。2020年後半以降、反政府側は、①民政復帰後も首相の座にとどまり続けるプラユット首相の退陣、②軍政下で策定された憲法の改正、③不敬罪の廃止や王室予算の削減を含む王室改革等を求め、デモを活発化させている。コロナ禍が収束し集会規制が緩和されれば、反政府デモは再拡大するだろう。

経済政策は今回のデモの争点となっていないことや、外資誘致やインフラ整備を通じた産業高度化について与野党間に大きな政策スタンスの違いが見られないことを踏まえると、政局の行方にかかわらず経済政策への影響は限られよう。しかし、過去に政治が不安定化した局面と同様、大型投資案件の許認可の遅延や訪タイ観光客の回復の遅れが景気に悪影響を及ぼす可能性がある。



当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各方面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。

## 5. ベトナム 急激な悪化を乗り越え景気回復へ

### ■2021年の景気は低迷し、2020年よりも低成長に

2021年のベトナム経済は急激に悪化し、ASEAN内で「ベトナムひとり勝ち」の様相を見せていた2020年から状況が一転した。2021年のベトナムの実質GDP成長率は前年比+1.2%と、前年(同+2.9%)から減速する見込みである。7月以降、政府が工場操業に厳格な条件(製造業の従業員に対し住宅地からの通勤を認めず、「労・食・住」を工場内に集約)を課したことによって工場が稼働できなくなり、製造業の急速な業況悪化が景気全体を大きく押し下げた。

### ■2022年の成長率は+8.3%に反発

2022年の実質GDP成長率は、2021年の低成長の反動もあり、+8.3%と大きく加速すると見込まれる。経済の最大の下押し要因であった活動規制も徐々に緩和の方向に向かっており、10月の製造業PMIも反発している(右上図)。また、10月の公共投資は前年同期比▲17%と9月の同▲32%から減少幅が大きく縮小した。公共投資に関しては、活動規制が影響し、9月時点で2021年予算の47.4%しか消化できていない。ファム・ミン・チン首相は自治体等に対し、予算執行を速めることを求めており、今後、公共投資は景気全体を押し上げるとみられる。

また、10月11日に発表された新基準による感染対策では、これまで適用してきた厳格な社会隔離措置は見直された。感染リスクのレベルごとに活動実施の可否を規定し、貨物輸送等はレベルを問わずに継続可能としたこと等は景気の安定性を高める見込みである。もっとも、新型コロナウイルス新規感染者数は8月下旬のピーク時の1日15,000人前後より大幅に少ないとはいえ、足元で再び増加傾向を示している(右下図)。さらに、11月15日時点でワクチン接種完了率は37.1%とまだ十分ではなく、感染の再拡大リスクは依然として燻っている。

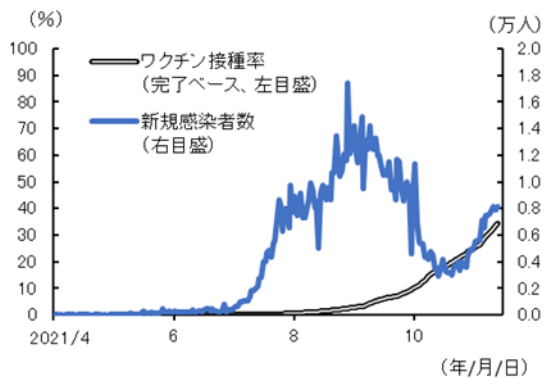
なお、2021年1~10月の対内直接投資(認可額)は前年同期比+1.1%と、2020年の落ち込み(前年比▲25%)からの回復力は弱い。期待されていた中国からの生産移管の動きも厳しい経済活動規制の下で停滞しており、景気の本格回復には対内直接投資を呼び戻すことが不可欠であろう。

<ベトナムの製造業PMIと実質GDP>



(出所)CEICを基に日本総研作成

<新型コロナ感染者数とワクチン接種率>



(出所) OurWorld in Data、WHOを基に日本総研作成

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。当レポートは単に情報提供を目的に作成されており、その正確性を当行及び情報提供元が保証するものではなく、また掲載された内容は経済情勢等の変化により変更される事があります。掲載情報は利用者の責任と判断でご利用頂き、また個別の案件につきましては法律・会計・税務等の各方面の専門家にご相談下さるようお願い致します。万一、利用者が当情報報の利用に関して損害を被った場合、当行及び情報提供元はその原因の如何を問わず賠償の責を負いません。