

新興アジア経済見通し

経済大国、成熟期
を迎える



目次

エクゼクティブサマリー	1
複数の成長源	3
人口ボーナスの恩恵を受けているものの、それほど大きなものではない	4
経済のリバランスと技術的デカップリングが中国の生産性向上を阻害	6
観光への過度の依存、高い家計債務、低いFDIがタイの高齢化への対応を妨げている	6
世界貿易の悪化とさまざまな影響	7
金融緩和と堅調な輸出が成長を支える	8
中国：政策刺激策はGDP成長のさらなる減速を阻止できない	8
インド：世界最速の成長を続ける主要経済国	9
ASEAN5：好調な成長見通し	10
アジア新興国は逆風にもかかわらず経済大国としての役割を維持	11



エクゼクティブサマリー

複数の成長源

いくつかの要因により、新興アジアは世界の主要な成長エンジンとしての地位を確立しました。過去40年間におけるこの地域の力強い発展の背後にある主な要因は、大規模かつ増加している労働力、貿易の自由化と経済改革、技術の進歩、そして健全な政策です。この地域は依然としてこれらのパワーの源から恩恵を受けることに変わりはないものの、いくつかの亀裂が生じつつあります。

人口ボーナスの恩恵を受けているものの、それほど大きなものではない

過去には重要な役割を果たしてきたが、現在ではその力を失いつつある要因の1つが労働力です。ほとんどの国にとって、人口の高齢化は大きな問題ではありませんが、中国とタイにとっては大きな問題です。中国にとって、新技術への多額の投資にもかかわらず、それを補うために生産性の伸びを高めることは困難です。その理由は、投資主導の経済成長からのリバランスと、欧米からの技術的デカップリングが存在するためです。タイでは、生産性が比較的低く、家計債務が高く、外国直接投資（FDI）流入が比較的小さいセクターでの雇用の割合が大きいことが、生産性向上の障害となっています。

世界貿易の悪化とさまざまな影響

世界的な貿易環境の悪化を勘案すると、国際的なサプライチェーンにおけるこの地域の強力な地位も、成長への寄与を低下させる可能性があります。しかし、これは現時点では中国にのみ当てはまります。貿易関係が維持されている国々にとって、被害は限定的です。これらの国々の経済は、世界経済への悪影響とそれに伴うサプライチェーンの混乱の影響を受けるものの、投資や貿易の好ましい方向転換など、プラスの影響も受けるものと思われます。しかし、長期的には、米国の新大統領が構想する貿易政策がアジアにさらに混乱を生じさせる可能性があります。

金融緩和と堅調な輸出が成長を支える

ほとんどの経済にとって、短期的な成長見通しは良好です。輸出は2025年まで引き続き堅調に伸びますが、そのペースは鈍化するものと思われます。ほとんどの国では金融緩和が成長を支えることでしょう。この状況は中国には当てはまりません。中国では不動産セクターの根深い問題と消費者信頼感の低下が、消費者支出の弱体化につながっています。金融緩和と財政刺激策は短期的には救済策となり得るが、中国経済のより広範な構造的問題に対処するにはあまりにも不十分です。一方、貿易戦争の影響で輸出の伸びは鈍化しています。インドとASEANの5大経済国は、変化する世界貿易環境において比較的有利な立場にあります。これらの国のほとんどは2024/2025年に安定した成長を示しており、インドとフィリピンの成長率が最も高く、タイの成長率が最も低くなっています。アジア新興国は、高齢化と保護主義政策により多少その役割が損なわれるものの、短期的にも中期的にも経済大国としての役割を維持することに成功するものと思われます。

高齡化と世界貿易環境の悪化への対応

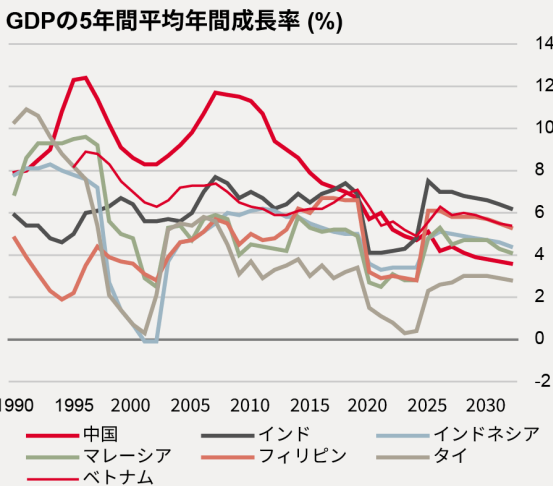


複数の成長源

新興アジアは長い間、世界で最も急速に成長している地域でした。1980年代と1990年代には、工業化と経済改革により、中国、マレーシア、タイなどの国々の成長が大幅に促進されました。この地域のトップランナーである韓国、台湾、香港、シンガポールは、この数十年の間に大きく成長したため、現在では新興経済体ではなく先進経済体とみなされ、本書の対象外となっています¹。しかし実際には、この地域のすべての経済は過去40年間で年間平均5~10%という目覚ましい成長率を記録しました。1997年のアジア通貨危機と2020年/2021年の新型コロナウイルス感染症のパンデミックにより、これに一時的なブレーキがかかったものの、どちらの時期にもこの地域は回復力を示しました。

アジア新興国が経済大国へと変貌を遂げたのは、複数の成長源によるものです。その1つは、この地域の**労働力の増加と発展**です。これについては、本書の後半で詳しく説明します。労働者の安定した供給が産業の成長と都市化を促進しました。何百万人もの人々が都市に移住するにつれ、インフラ、住宅、サービスの需要が急増しました。この都市への移住は、建設や不動産を活性化させただけでなく、消費者市場の成長も促しました。上海、ムンバイ、ジャカルタなどの都市は経済の中心地として台頭し、投資を誘致し、雇用を創出しました。

図1 高成長、時間の経過とともに鈍化



出典：オックスフォード・エコノミクス、アトラディウス

貿易の自由化と経済改革も役割を果たしました。多くの国が関税やその他の貿易障壁を引き下げたため、貿易量が増加し、地元企業がより幅広い原材料や技術にアクセ

スできるようになりました。一方、市場開放政策は外国直接投資 (FDI) を誘致しました。好ましいビジネス環境を作り出すことで、低い生産コストと新しい市場を利用して商品を販売したい多くの多国籍企業を引き付けました。また、ASEAN自由貿易地域 (AFTA)、環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定 (CPTPP)、東アジア地域包括的経済連携 (RCEP) など、地域内および他国との自由貿易協定も支えとなりました。市場開放政策により、この地域は、生産のさまざまな段階がさまざまな国に分散しているグローバルバリューチェーンに統合できるようになりました。この統合により、新興アジア経済体は特定の生産のセグメントに特化できるようになり、効率性と経済生産力が向上しました。

2010年代初頭以降、**テクノロジーの導入**が成長を支えることが多くなりました。インターネットとモバイル技術の急速な普及により、産業は革命を起こし、イノベーションの新たな道が開かれました。中国、インド、インドネシアなどの国々はデジタルインフラに投資し、電子商取引、デジタル決済、オンラインサービスを促進しました。インドとベトナムではITおよびデジタルサービスのセクターが急成長しました。多くのアジア諸国にとって、研究開発への投資は優先事項となっています。特に中国は、人工知能、バイオテクノロジー、再生可能エネルギーなどの分野に重点を置き、研究開発費支出において世界をリードする国となっています。

一方、アジア通貨危機から得られた教訓は**健全な政府の政策**につながり、各国は経済の回復力を構築するためには慎重な財政政策、インフレの抑制、持続可能な債務水準が必要であることを認識しました。アジア通貨危機により金融システムの脆弱性が浮き彫りになったため、当局は金融市場を深化させ、拡大するための改革に着手しました。これには、規制枠組みの改善や、将来の危機を防ぐためのより優れたリスク管理慣行の開発が含まれます。さらに、多くの国がより柔軟な為替レート制度に移行し、外部ショックを緩和するために外貨準備高を増やしました。この強固な基盤のおかげで、新興アジアは他の地域よりも新型コロナウイルス危機をうまく乗り切り、ほとんどの国が近年急速な回復を遂げています。

本書では、新興アジアの成長見通しについての洞察を提供します。短期的には、この地域は過去数十年間の強力な経済成長を牽引してきたパワーの源から依然として恩恵を受けることができることは明らかです。結局のところ、これらは一夜にして消えるものではありません。しかし、このバラ色の見通しにもある程度の亀裂が生じ始めています。特に、過去に重要なプラスの役割を果たしてきた2つの要素が勢いを失っています。中期的には、労働人口の増加が重要になりますが、これは現在、人口の

¹ IMFと同様に、アジア新興国とは、中国、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムを指すことにします。

高齢化により弱まっています。これは短期的にも、またより遠い将来においても、現在の世界貿易環境の悪化に敏感である、国際的なサプライチェーンにおけるこの地域の確固たる地位に関係しています。

人口ボーナスの恩恵を受けているものの、それほど大きなものではない

多くのアジア諸国は若い人口を抱えており、労働力の大部分が働き盛りの年齢層です。明らかに、若い労働力は生産と支出の両面でより多くの活動をもたらし、経済成長を支えています。たとえば、教育や訓練を通じて従業員の収入が増加すると、自己強化効果が生じる可能性があります。これはどの経済圏でも見られることで、関連する豊かな中流階級の出現により、安定した大きな消費者基盤が生まれ、所得格差が縮小し、社会的結束が促進され、経済にとって非常に有益なものとなります。

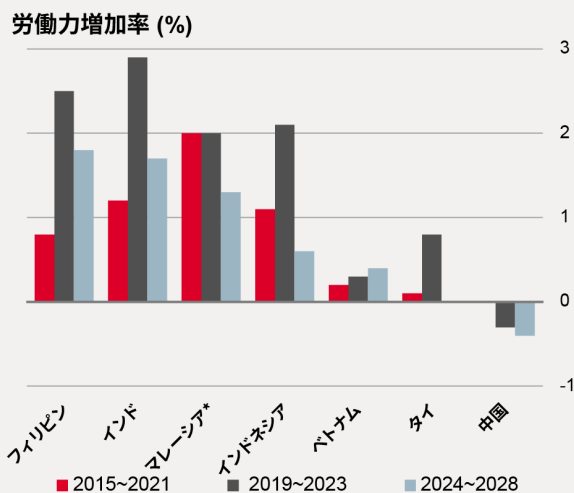
都市化もGDPの成長に貢献しています。都市部は、インフラの充実、サービスへのアクセス、企業が互いに近いことから利益を得る集積経済などにより、生産性レベルが高くなる傾向があります。都市化は、特に製造業とサービス業において雇用創出を促進しています。アジア新興国の多くの都市は貿易、商業、イノベーションの中心地となっています。より熟練した労働力は、イノベーションと起業家精神も育みます。その結果、アジア諸国でもスタートアップ企業やハイテク企業が増加し、関連経済の国際競争力が強化されました。これは、この地域が世界のサプライチェーンと国際貿易の主要プレーヤーになるための重要な要素でした。

一方、成長の源泉としての労働力は、その力を失い始めています。ほとんどの国では依然として人口動態が好調な傾向にあり、いわゆる「人口ボーナス」を享受し続けることが可能となっています。しかし、他の国々では人口の高齢化と老年人口指数（総人口に占める65歳以上の人口の割合）の悪化に直面しています。

中国にとって、人口動態の変化は、支援要因から弱点へと変化しつつあります。中国の人口は2022年以降減少しており、さまざまな推計によると、現在の14億1000万人から2100年までには8億~11億人に徐々に減少すると予想されています。経済成長に関連性を持つ労働年齢人口（15歳~64歳）は、すでに11年前にピークを迎えています。この減少は賃金に上昇圧力をかけ、65歳以上の人口増加は年金や医療の提供を圧迫するものと思われます。労働力低下の主な原因は「一人っ子政策」で、2016年に廃止された後、一時的に出生率は伸びたものの、未だに多くの家族の選択に影響を及ぼしています。出生率を上

げる政府の努力は、子育てにかかる費用の高さのために失敗しています。当局は労働者の退職年齢を徐々に引き上げ始めているものの、これも中国の労働力の段階的な減少を防ぐには十分ではなく、ひいては経済成長に影響を与えることとなります。

図2 労働力人口の増加はほとんどの国でピークに到達

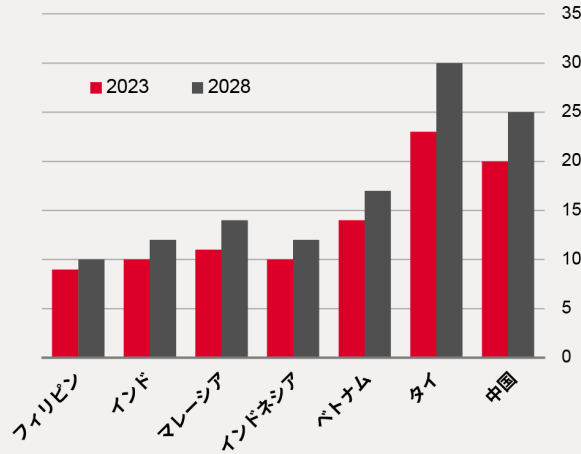


*マレーシアでは 2018 年~2022 年、2023 年~2027 年と予想
出典：世界銀行、EIU

タイでは、若い世代の経済不安や晩婚化、少子化といった社会規範の変化により、人口増加が鈍化しています。これは、今後数年間でゼロに減速する生産年齢人口の増加に反映されています。現在、タイの人口の約69%が労働年齢層ですが、この割合は2033年には64%に減少し、2050年には57%にまで低下すると予想されています。退職年齢を60歳から引き上げたり、労働参加率を高めたりしない限り、タイの労働力供給の減少は潜在成長率に圧力をかけることになると考えられます。緩和効果としては、タイにおける外国人労働者の増加が挙げられます。しかし、これは高齢化が経済に与える悪影響を打ち消すのにはほとんど役立ちません。

図3 高齢化の影響が最も大きいのはタイと中国

老年人口指数 (%)



*老年人口指数：65歳以上の人口が総人口に占める割合
出典：世界銀行、EIU

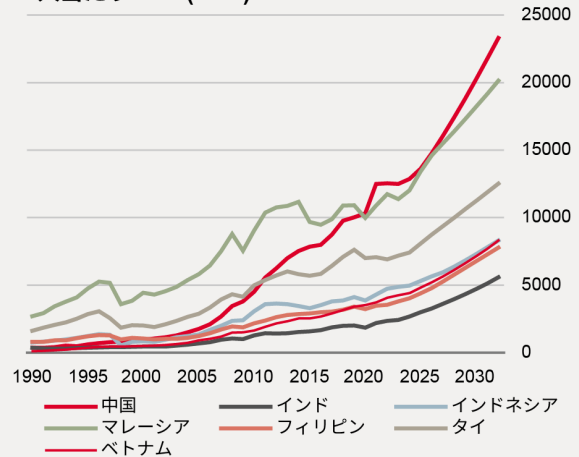
ベトナムでは労働力の伸びは増加しているものの、比較的低い水準となっています。これは、1950年代と1970年代の紛争期間中の成人の死亡率が高かったことや、戦後の高い出生率など、複数の要因の結果です。中国やタイと同様に、65歳以上の人口の割合の上昇は、経済成長に長期的な影響を及ぼすものと思われる。また、ここでも、合計特殊出生率の上昇を目的とした政府のインセンティブ制度は、都市化の進展、女性の雇用機会の拡大、家族計画リソースへのアクセス改善の影響を相殺できない可能性が高いものと思われる。しかし、これら2カ国との違いは、ベトナムでは扶養比率が低く、今後5年間もその水準が維持されると予想されることです。中国では、今後5年間で扶養比率が25%に上昇すると予想されており、タイでは高所得国の現在の平均である30%に上昇すると予想されています。アジアの他の新興経済体では、死亡率の低下と平均寿命の上昇により人口は着実に高齢化していくものの、この扶養比率ははるかに低い状態にとどまることでしょう。

インドネシアでは、平均寿命の延長、出生率の低下、死亡率の安定により、人口の着実な高齢化が進んでいます。しかし、この国の人口動態は今後数年間も引き続き良好であり、労働人口は年間平均0.6%という健全な割合で増加すると予想されます。また、社会が新たな規範に適応するにつれて、今後数年間で労働参加率が増加すると予想されます。女性はこのレベルでも労働力として参入することに支障はなく、教育水準も上昇しています。比較的若い労働力は、過去10年よりもペースは遅いものの、長期的な成長に貢献し続けると予想されます。

マレーシアは、中国と並んで、ここで検討されている7カ国の中で最も所得レベルが高い国です。これは数十年にわたって続いている状況であり、1人当たりGDPの成長率はこの地域の他の地域と同程度にとどまっています。一般的に、繁栄が増すと出生率が低下し、人口増加が鈍化することから、マレーシアはすでに人口の高齢化に見舞われていると考えられます。しかし、これまでのところ、これはほとんど当てはまりませんでした。実際、マレーシアの人口は比較的若く、急速に高齢化する人口の課題に対処しなければならぬ状況には程遠い状況にあります。マレーシアの労働力増加も外国人労働者の恩恵を受けており、建設、製造、農業のセクターでマレーシア人がやりたがらない低賃金/低スキルの仕事の多くを外国人労働者が担っています。一方、老年人口指数は2023～27年にかけて緩やかに上昇する見込みです。

図41 人当たり GDP は必ずしも高齢化と関連しない

1人当たり GDP (USD)



出典：オックスフォード・エコノミクス

インドでは、労働力の増加により、強力な人口ボーナスが維持されるものと思われる。人口の急増によるマイナス面は、多くの労働者にとって適切な仕事を見つけるのが難しいことです。多くのインド人が農村部から都市部へ移住していますが、必ずしも仕事に必要なスキルを備えているわけではありません。今後5年間、労働力の増加の大部分は、建設セクター、低レベルの製造およびサービスセクターに加え、比較的生産性の低い農業セクターによって引き続き吸収されるものと思われる。さらに将来的には、テクノロジーの導入拡大により都市部の労働力のスキル向上が続くと予想されるため、経済は増加する労働力からより多くの恩恵を受けることができるものと予想されます。

労働力の発展が最も順調に進んでいる国はフィリピンです。労働人口の増加率は鈍化するものの、2024～2028年の平均で年間1.8%と比較的高い水準を維持すると予想されます。避妊に反対するローマカトリック教会に加え、この国の比較的低い所得水準も出生率を高く保つのに貢献しています。貧困家庭では、子供は労働年齢に達すると収入源とみなされます。

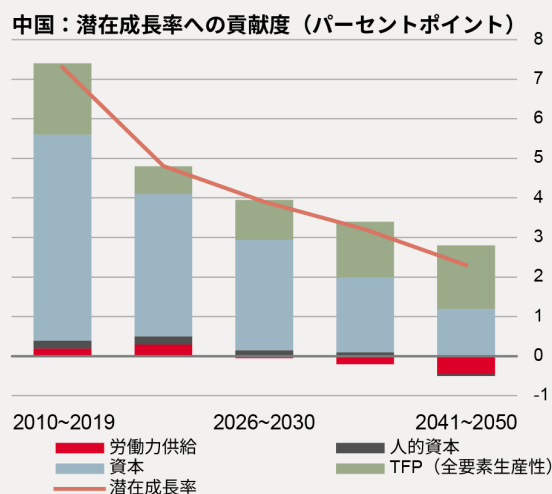
結論として、人口の高齢化とそれに伴う扶養比率の悪化の影響は国によって大きく異なると言えます。人口の高齢化が経済成長にどの程度影響を及ぼすかを把握するには、経済が人口動態の変化にどの程度適応できるかを確認することが重要です。この目的のために、高齢化の影響が最も大きい2つの国を見てみましょう。

経済のリバランスと技術的デカップリングが中国の生産性向上を阻害

高齢化の傾向を逆転させることは事実上不可能であるため、中国が長期的な成長の勢いを維持するための唯一の選択肢は、生産性の伸びを加速させることです。しかし、過去10年間、同国の全要素生産性（TFP）の伸びは下降傾向にあります。オックスフォード・エコノミクスの計算によると、TFPは2010～2019年にかけてGDP成長に1.8%貢献したものの、2020～2025年にかけてはわずか0.7%にとどまる予想です。TFPのGDP成長への寄与が減少している理由の1つは、中国経済が投資主導の成長モデルから消費主導の成長モデルへと徐々にバランスを取り戻しつつあることです。工業セクターのシェアの低下は、急速な工業化によってこれまで促進されてきた労働生産性の向上を低下させています。また、危機期、特に世界金融危機後の過剰な投資により、資本の不適切な配分が悪化しました。

中国は新技術に多額の投資を行っているものの、中国のGDPに占める割合が比較的小さいことから、これらの技術は成長の主な原動力ではありません。生成型人工知能の適用によるプラスの影響に対する期待も高すぎる可能性があります。近年、中国のAI研究は飛躍的に増加しており、これは間違いなく生産性の向上に役立つでしょう。しかし、米国やその他の西側諸国が中国の外国技術へのアクセスを制限しているため、外国からの知識の波及が制限され、AIの変革技術による純生産性向上の調整に大きなマイナスの影響が及ぶこととなります。このため、中国と西側諸国との貿易関係のさらなる悪化の脅威と技術的デカップリングは、中国における生産性向上の障害として残り続ける可能性が高いものと予想されます。

図5 TFPのGDP成長への寄与は徐々に低下



出典：オックスフォード・エコノミクス

観光への過度の依存、高い家計債務、低いFDIがタイの高齢化への対応を妨げている

タイにとって、技術的カップリングは生産性向上に対する直接的な問題ではありません。中国とは異なり、ハイテク輸出に対する貿易制限や禁止はありません。しかし、タイの電子機器および自動車セクターは世界のサプライチェーンに高度に統合されているため、他の場所での技術的デカップリングはこれらにも混乱をきたし、遅延やコストの上昇につながる可能性があります。そのため外国企業は慎重になる可能性があり、半導体などの重要なセクターへのFDIを誘致するタイの能力が阻害される可能性があります。これに対抗するため、タイ政府は好ましいビジネス環境を整備することでFDIを誘致する取り組みを行っています。これには、特に電化製品や自動車部品などの産業において、企業が製造拠点をタイに移転するためのインセンティブを提供することが含まれます。また、タイは、台湾のような地政学的な紛争地帯から移転する企業を誘致することで、世界的なサプライチェーンの再編から恩恵を受けています。

しかし、他の問題により、タイでは高齢化の悪影響に対抗することが依然として困難となっています。TFP成長率は、2000年代初頭の年間平均3.6%から、2013～2022年の間にわずか1.2%に低下しました。オックスフォード・エコノミクスは、今後10年間でTFP成長率が平均1.7%に上昇すると予想していますが、この上昇は雇用の伸びによるGDP成長率へのマイナス寄与を補うものではありません。残念ながら、生産性の伸びが比較的低い原因を変えるのは困難です。生産性の向上を阻む第1の要因は、観光業への過度の依存です。観光業はタイ経済の重要な原動力であり、間接的な貢献を含めると2019年のGDPの20%を占めています。金融危機後のタイの経済成長は観光業によって大きく支えられてきましたが、他のほとんどのセクタ

一の成長は鈍化しています。しかし、長期的には、この比較的付加価値の低いセクターで雇用されている低技能労働者の割合が高いことが、生産性の伸びにマイナスの影響を及ぼします。

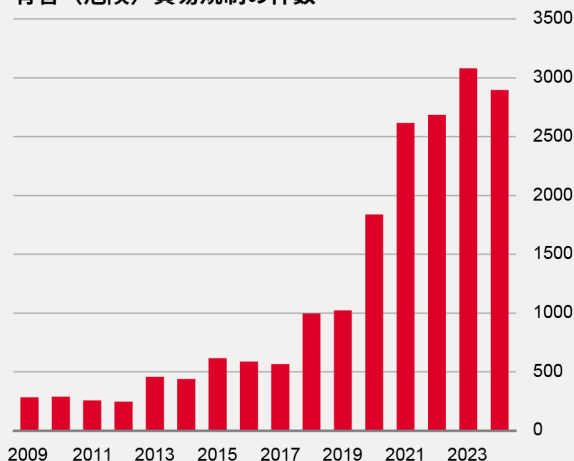
2つ目の問題は、タイの家計債務が依然として高い水準にあることです。家計が多額の負債を抱えている場合、負債の返済を管理するために支出を削減する傾向があり、その結果、国内消費が減少します。さらに、家計債務が高額になると、生産性向上に不可欠な教育や技能開発への個人の投資能力が制限される可能性があります。人々は経済的なリスクを負いたがらないため、債務状況は起業家やイノベーションを妨げる可能性もあります。最後に、高額な家計債務の負担は金融システムに負担をかけ、経済ショックに対する脆弱性を高め、投資の減少と生産性の伸びの鈍化という悪循環につながる可能性があります。

生産性の伸びは、タイへのFDI流入の低さによっても阻害されていますが、これは少なくとも部分的には、軍部が支援する体制と改革派の民主化政党との間の長年の緊張関係に起因するものと考えられます。新政権の樹立により投資家心理は改善したものの、政治情勢は依然として投資家の信頼を損ねています。民間投資は1997年のGDPの40%超から2019年には16.9%に減少し、外国直接投資の流入とグローバルバリューチェーンへの参加は停滞の兆候を示しました。

世界貿易の悪化とさまざまな影響

図6 有害な貿易制限の増加

有害（危険）貿易規制の件数



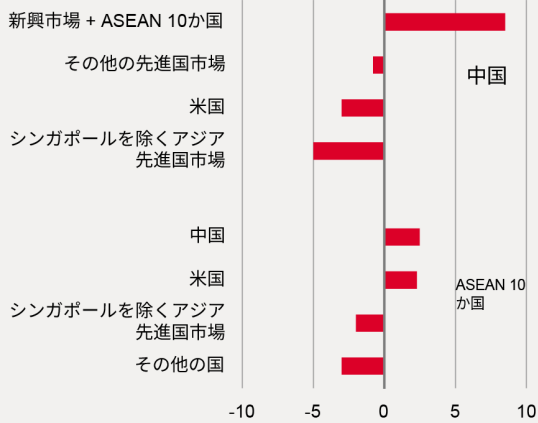
出典：Global Trade Alert

これには多くの場合、オンショアリングまたはニアショアリング（生産拠点を国内近くに移転する）、またはフレンズショアリング（リスクが低いと考えられる国へ移転する）が含まれます。同時に、地政学的不確実性や経済ナショナリズムにより、国や企業が海外投資に対してより慎重になるにつれて、FDIは全体的に減少しています。各国は、自国の技術進歩や経済的利益を保護するための政策を実施しようとしており、特定の国との技術交流や協力が減少しています。また、各国が国際協力よりも自国の利益を優先するにつれて、世界貿易機関（WTO）や国際通貨基金（IMF）などの国際機関の力が弱まりつつあることも懸念されます。その結果、貿易紛争の解決はより困難になり、不公正な貿易慣行は対処されず、世界的な公平な競争条件が損なわれています。不利なシナリオでは、地政学的緊張と貿易紛争がさらに高まり、これまで限定的であったいわゆる地経学的分断がさらに拡大することになります。すでにこの方向性を示しているのは、地政学的ブロック間ではなく、ブロック内での貿易がますます増加しているということです。過去にグローバル化が世界中でより大きな繁栄をもたらしたのと同様に、脱グローバル化のプロセスは繁栄の喪失にもつながるでしょう。IMFや他の機関による研究がこれを指摘しています。一方に西側諸国のブロック、他方に（はるかに小さい）中国、ロシア、その他数カ国のブロックが分裂すると仮定した計算では、後者のブロックへの被害が最も大きくなりますが、そのようなシナリオでは西側諸国も影響を受けることになります。

両ブロックとの貿易関係が維持されている国々にとっては、被害は限定的になるものと思われます。これらの国々の経済は、世界的な貿易環境の悪化とそれに伴うサプライチェーンの混乱の影響を受けるものの、投資や貿易の好ましい方向転換など、プラスの影響も受けられるものと思われます。この二面性は、中国を除くアジア新興国にも間違いなく当てはまります。IMFは最近、貿易の断片化に対する調整がすでにデータで明らかになっていることを示しました。図7が示すように、ASEAN諸国は米国と中国の両方との貿易を拡大することができました。しかし、中国の輸出はますます新興国市場に向けられる一方、先進经济体への輸出の重要性は低下しています。

図7 ASEANの輸出市場シェアが上昇

輸出市場シェア（パーセントポイント）の変化
（2024年上半期と2019年上半期の比較）



出典：IMF DOTS、IMF スタッフの計算

ASEANは明らかに、中国と米国間の地政学的緊張の高まりから勝者として浮上しました。しかし、地経学的分断は将来に対するリスクも伴います。世界の貿易環境が悪化し、世界経済全体が圧迫されれば、最終的には米国と中国の地政学的対立から外れた国々にも悪影響が及ぶこととなります。特にドナルド・トランプ氏が米国大統領に再選された今、長期的には中国以外のアジア諸国も新たな貿易措置の影響を受けるのではないかと懸念されています。

金融緩和と堅調な輸出が成長を支える

高齢化と貿易環境の悪化がマイナスの影響を及ぼしているものの、今のところほとんどの経済の成長見通しは明るいものになっています。2024年のこれまでの成長を支えてきた輸出の増加は、今後数四半期も、ペースは鈍化するものの、引き続き成長すると予想されます。2022年以降、この地域の多くの経済は金利引き上げの影響をますます強く感じているものの、段階的な金融政策緩和により、こうした成長への足かせは緩和されるものと思われます。その理由は、インフレ率の低下であり、これは購買力にとってもプラスとなり、国内需要を刺激するからです。しかし、この状況はすべての国に当てはまるわけではなく、中国は重要な例外です。

表1 2024～2025年の実質GDPの安定成長

地域	2023	2024*	2025*	2026*
中国	5.2	4.8	4.4	4.0
インド	7.7	6.8	7.0	6.8
インドネシア	5.0	5.1	4.9	5.1
タイ	1.9	2.5	2.9	3.1
フィリピン	5.5	5.9	6.1	6.0
マレーシア	3.6	5.6	4.3	5.0
ベトナム	5.0	5.9	6.3	6.3

出典：オックスフォード・エコノミクス、アトラディウス（*予測）

中国：政策刺激策はGDP成長のさらなる減速を阻止できない

この地域では圧倒的に大きい中国経済の成長見通しは、現在、構造的な逆風と、弱い国内需要を押し上げることを主眼とした政策措置という、相反する2つの力に支配されています。2023年には経済は5.2%というかなり力強い成長を達成しましたが、2024年半ばには勢いを失いました。不動産セクターにおける継続的な問題が家計の富の重要な源泉に打撃を与え、消費者信頼感の低下が消費者支出の弱まりにつながりました。夏には小売売上高はほぼ横ばいとなり、特にインフラセクターの固定資産投資の伸びは鈍化しました。今年上半期の成長に最も大きく貢献した輸出ですら、前倒し注文や中国製品の価格競争力の恩恵が減少したため、減速を示しました。経済の弱体化に対応して、中央政府は最近、積極的な金融緩和を通じて成長支援を強化しており、これに続いて内需を支えるための財政拡大と、苦境に立たされている地方自治体の財政健全性を回復させるための債務交換プログラムが実施される予定です。その結果、今年のGDP成長率は4.8%と予想され、政府の成長目標である「5%程度」とほぼ一致し、発表前の予想よりも若干高いものとなりました。

2025年については、主に輸出の伸び率が大幅に低下すること（昨年の12.7%から2025年には1.0%に低下）により、成長率はさらに緩やかに減速し、4.4%になると予想しています。貿易戦争に加え、世界的な半導体サイクルがピークに達したことも、この輸出減速に影響を与えています。財政・金融刺激策が成長を支えるものの、それが地域経済に浸透するには時間がかかり、2025年後半は最初の2四半期よりもやや強くなるものと思われます。国内需要の伸びは2025年全体で4.6%と若干増加すると予想されており、民間消費の伸びは固定投資の伸びよりも若干緩やかになる見込みです。この予測を取り巻くリスクは主に下振れです。問題を抱える不動産セクターの縮小が予想以上に深まったり長引いたりすることに加えて、これには主に米国の保護主義的措置が世界のGDP成長に予想以上に大きな影響を与えていることが関係しています。

緩やかな成長減速の見通しは長期的にも当てはまります。これらの政策措置は、短期的な救済にはなるものの、中国経済のより広範な構造的問題に対処するにはあまりにも不十分です。これまでの景気刺激策の弱点は、国内需要の回復に十分な効果がないことです。一級都市における住宅購入規制の緩和や公営住宅の在庫購入だけでは、新しい住宅プロジェクトに対する消費者の関心を高めるのに十分ではありません。さらなる財政刺激策が発表されていますが、それが不動産セクターと国内需要を支えるのに十分かどうかは不明です。負の資産効果に加え、比較的貧弱な社会保障網により、消費者は支出を増やすことに消極的になります。中国の家計は老後や医療に備えて貯蓄を多く維持していますが、これは人口の高齢化によりマクロレベルでより顕著になりつつある問題です。また、多くの若者が雇用の不安定さに苦しんでいます。失業率は労働人口の5%前後で推移しており、極端に高いわけではないものの、25~29歳の失業率は約7%、16~24歳の失業率は長期にわたり約18%で推移しています。若者の雇用が増えたのは、過去3年間、特に不動産、金融、ITなど、付加価値の高い都市サービス業が急激に縮小していたからです。企業もまた、労働者を解雇することの難しさとコストを理由に、新卒者の雇用を拒んでいます。

こうした国内問題に加え、世界貿易環境の悪化も中国経済にとってますます逆風となっています。ドナルド・トランプ氏が米国大統領に再選され、共和党が議会を完全掌握したことで、米中貿易戦争はさらに激化する可能性が高くなるものと予想されます。トランプ大統領は、中国からの輸入品すべてに60%を超える一律関税を課し、同国に対する最恵貿易条件を終わらせることを提案しています。米国はこれまで以上に、中国の成長機会を制限しようとするものと思われる。一方、中国とEU（欧州連合）との関係も悪化しています。2019年以降、EUの対中姿勢は競争へのコミットメントから対抗関係へと変化しました。最近、中国の電気自動車に相殺関税が課されたことは、EU当局が中国における欧州企業の市場アクセスの確保からEU市場の保護へと重点を移したことを示しています。今のところ、中国経済が輸出制限によって大きな打撃を受けているようには見えません。中国は、サプライチェーンを東南アジア、インド、その他の地域に移行することで、他の新興経済国への輸出を増やすことに成功しています。また、中国が先進国の特定のセクターで市場シェアを獲得できたことも、状況を緩和する要因となっています。電気自動車、太陽光パネル、海上風力タービンは中国製が増えています。しかし、極めて重要な半導体およびコンピューターチップセクターでは中国の技術的優位性が欠けています。研究や特許に関しては中国がリードしているものの、最先端のチップは依然として海外製です。

人口動態の問題、生産性見通しのばらつき、貿易障壁の高まりは、政府による景気刺激策では補えません。特に、地経学的分断が予想通りに続くと、中国経済の潜在的成長に確実に悪影響を及ぼすことでしょう。全体として、GDP

成長率は2027年から4%を下回り、その後も徐々に減速すると予想されます。アジアの新興経済国のほとんどは、長期的にはGDP成長率の低下に直面すると予想されます。しかし、2028~2032年にかけての成長率は、それ以前に成長鈍化を経験したタイに次いで、中国が最も低くなるでしょう。

表2 中国のGDP成長率は4%を下回る

地域	2013~2017	2018~2022	2023~2027	2028~2032
中国	7.2	5.2	4.4	3.6
インド	7.1	4.2	7.0	6.3
インドネシア	5.1	3.4	5.0	4.4
タイ	2.9	0.8	2.7	2.8
フィリピン	6.7	3.0	5.8	5.3
マレーシア	5.2	3.1	4.7	3.9
ベトナム	6.5	5.7	5.9	5.4

出典：オックスフォード・エコノミクス、アトラディウス（*予測）

インド：世界最速の成長を続ける主要経済国

地域第2位の経済大国であるインドの経済見通しは明るいものになっています。今年の経済成長は、主に2年間の高成長のベース効果を反映して、若干鈍化する見込みです。2024年全体で見ると、民間消費と企業投資が力強く成長し、成長に最も寄与すると予想されます。輸出も好調に推移していますが、同じく好調な輸入の伸びによって相殺されています。来年も、政府支出が公共インフラへの支出増を通じて成長にプラスに寄与することを除けば、その様相は大きく変わらないものと思われる。消費者信頼感改善しており、農業の見通しの改善により農村部の消費も増加しています。民間投資は、インフレの緩やかな低下によって可能になった消費者需要の高まりと金融緩和の恩恵を受けています。インドにとって最大の貿易相手国である米国からの旺盛な需要により輸出が恩恵を受けると予想されますが、来年の成長を牽引するのは主に国内需要になると予想されます。

インド経済の長期的な成長見通しも良好です。インドは、労働力、資本ストック、全要素生産性の比較的高い成長と増加に基づき、中国に匹敵する潜在的規模を提供する唯一の単一国市場です。経済改革のペースは依然として緩慢で、特に現在は、連立政権による議会の過半数割れが、土地と労働に関する大胆な要素改革の実施を妨げています。労働法制を自由化し、より小さな労働基準法の下に凝縮する改革が2019~2020年にかけて国会で決されたものの、労働組合からの反発で全国的な実施は遅れています。しかしながら、ビジネス環境の改善におけるインドの全体的な実績はそれでも目覚ましく、最大の改善は貿易の自由化、FDIの促進、インフラ、技術の向上への継続的な取り組みから生まれています。ビジネス環境の改善も、インドが地経学的分断という課題を克服

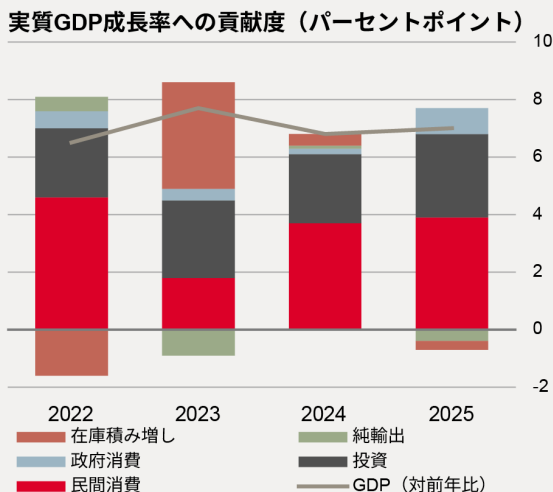
するのに役立っています。インドには多額のFDIが流入しており、西側諸国の多国籍企業によるフレンドシップリング活動にとって最も魅力的な進出先の1つとなっています。さらに、インドは非同盟の立場からロシアから安価な石油を輸入できるという恩恵を受けており、一方で輸出セクターは中国と西側諸国による貿易の多様化から恩恵を受けることができます。インドのような比較的閉鎖的な経済にとって、世界貿易環境は長期的な発展の決定的なものではないものの、少なくとも短期的にはこの強固な地位が支えとなっています。オックスフォード・エコノミクスの計算によると、2023~2027年までのGDP成長率は平均7.0%、2028~2032年は6%を大きく上回り、インドは世界で最も急速に成長する大国であり続けることとなります。

うことから、2025年に好調な業績を上げると予想されま
す。サービスセクターは、小売業や宿泊施設などの分野の
成長を支える堅調な観光客流入により、引き続き堅調に推
移するものと予想されます。ベトナムの実質GDP成長率
は、貿易環境の悪化によりさらなる成長加速が妨げられ
るまでは、2024年の推定5.9%から2025年には6.3%に加速する
と予想されています。

ASEAN5カ国の中でGDP成長率第2位は**フィリピン**で、ベ
トナムよりも若干内需主導の力強い経済発展を遂げていま
す。今年の消費者支出は失業率の低さと海外労働者から
の送金の好調さの恩恵を受けています。この傾向は2025
年も続くと言われ、同年の中間選挙を前に予想
される金融緩和と現金給付も支出を押し上げると見られ
ています。インフラへの公共支出も成長に貢献するもう1
つの要因です。世界の電子機器セクターが景気循環的な
回復を享受しているため、輸出セクターは引き続き好調
な勢いを維持すると予想されます。GDP成長率は2024年の
5.9%から2025年には6.0%へと若干加速すると予想してい
ます。

インドネシアでは、インフレ率の低下と金融政策の緩和
により、民間消費が来年も引き続き主要な成長の原動力
になると予想されます。投資の伸びは、友好的な産業政
策によって刺激された外国企業によるサプライチェーン
の多様化に支えられ、安定しています。民間消費と同様
に、投資も金融緩和によって促進されることでしょう。
中央銀行は最近、インフレ見通しの緩和とルピア高によ
り政策金利の引き下げを開始しました。政権はインフラ
整備と重工業の川下開発を優先しており、政府支出は増
加しています。また、全国的な無料学校給食プログラム
への資金提供も計画しています。しかしながら、政府は
税収も増加しており、財政規律への取り組みを示してい
ることから、予算による力強い成長促進効果は欠けてい
ます。インドネシアの主要輸出市場の1つである中国の成
長が鈍化しているため、現在の輸出の勢いが来年まで続
く可能性は低いものと見られます。今年のGDP成長率は
5.1%に達し、2025年には5.0%に若干減速すると予想して
います。

図8 インドの成長は国内需要に牽引されている



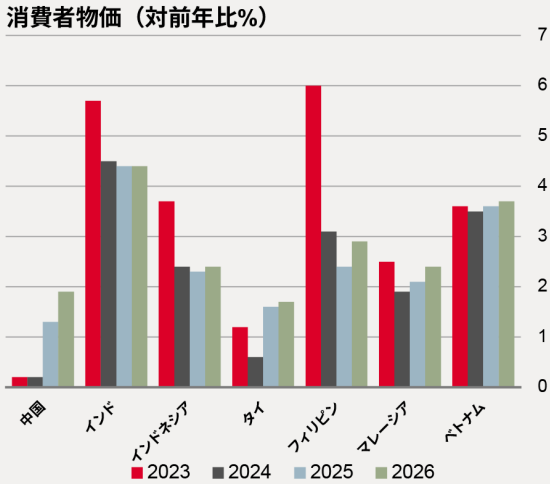
出典：オックスフォード・エコノミクス

ASEAN5：好調な成長見通し

インドと同様に、ASEANの5大経済大国は、変化する世界貿易環境において比較的有利な立場にあります。金融緩和と堅調な外需に支えられ、そのほとんどが2024/25年に着実な成長を示しています。

ベトナム経済は現在、金融緩和政策が企業投資を刺激し、不動産部門の幅広い回復を支えることから、内需の回復が見込まれています。付加価値税の継続的な引き下げや公共投資をより効果的に実施するための取り組みなどの財政措置も成長を加速させる一助となることでしょう。しかし何よりも、ベトナムのGDP成長を牽引するのは、家電、家具、履物などの好調な輸出と、多国籍企業の製造業のベトナムへの移転です。米国による貿易制限の導入は経済にとって下振れリスクとなりますが、それは2026年以降に限定されます。セクター別に見ると、製造セクターは、特に米国の貿易関税が予想される中、生産者が輸出を前倒しに行

図9 インフレが正常化し、金利引き下げが可能に



出典：オックスフォード・エコノミクス

タイの経済成長は地域の他の国々に比べて遅れているものの、見通しは悪くありません。昨年のGDP成長率は1.9%で底を打ったものの、今年は政府によるよりポピュリスティックな政策や観光セクターの回復の強化により民間消費が恩恵を受けることから、2.5%まで上昇する見込みです。この傾向は来年も続き、GDP成長率は2.9%に上昇すると予想されています。成長が地域の他の国々に比べて遅れている主な理由は、輸出が比較的低調であるためです。他の国の輸出は技術製品に対する世界的な需要増加から大きな恩恵を受けていますが、タイでは、より高度な現地のスキルと能力を必要とする付加価値サービスへの世界的な移行により、その恩恵ははるかに小さいものになっています。また、インドの米輸出規制の解除により、世界の米価格が下落し、タイの米輸出収入に重くのしかかることになるものと予想されます。輸出の低迷に加え、同国の政情不安も企業投資の足かせとなっています。政情不安はまだ収まっていないものの、今年後半に開始予定の東部経済回廊を中心とした新たな建設プロジェクトや、主力の自動車セクターの競争力を高めるEV生産に対する国内優遇措置などにより、同国は恩恵を受けると予想されています。また、他の地域と同様に、金融緩和は民間支出と投資の両方にとって歓迎すべき支援となるでしょう。

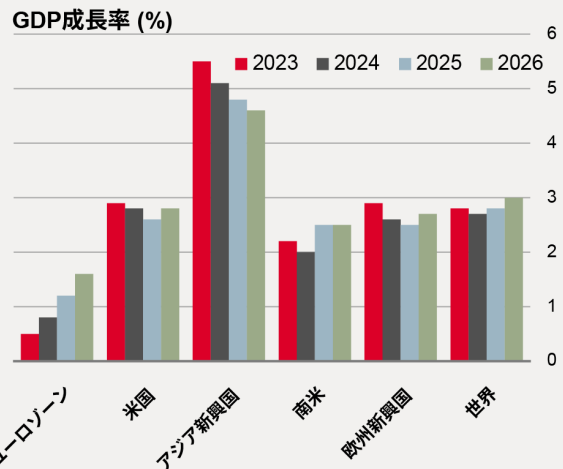
マレーシアは今年、著しい成長の加速を見せています。これは主に、雇用と賃金の改善につながる堅調な民間消費によるものです。堅調なインフラ投資と機械設備への支出に支えられ、投資も力強い成長を見せています。さらに、観光収入の増加により経済も恩恵を受けています。輸出は、液化天然ガス、原油製品、電子製品に対する強い需要の恩恵を受けています。しかしながら、この力強い成長率は、1年前のベースが低かったことに一部起

因しており、その影響は来年には比較対象から外れるものと予想されます。近隣諸国の大半とは異なり、成長の回復により物価に上昇圧力がかかっているため、中央銀行は金融政策を緩和する予定はありません。家計債務の高水準も民間消費のさらなる成長を妨げています。財政再建も内需にとって逆風となっています。政府は中期的に財政赤字を3%まで削減するという決意を維持しているため、2025年度の予算は昨年よりも制約が厳しいものとなっています。財政引き締めは消費者の購買力を圧迫し、民間消費の足かせとなるでしょう。2025年後半の米国の貿易障壁の厳格化を見越して企業が出荷を前倒しするなど輸出活動が急増しているため、短期的には輸出の伸びは引き続き堅調に推移すると予想されます。しかし、米国が保護主義政策を実施し始めると、米国の需要はそれに応じて減少するでしょう。GDP成長率は2023年の3.6%から今年は5.6%に上昇し、その後2025年には4.3%に減速すると予想しています。

アジア新興国は逆風にもかかわらず経済大国としての役割を維持

今後1年半の見通しは、アジアの新興経済国のほとんどにとって比較的良好です。新興アジア全体のGDP成長率は低下傾向にあり、これは他の地域とは異なりますが、これは成長が弱まっている中国の相対的な比重に起因しています。新興アジアは依然として世界最高の成長率を示しており、現在世界経済成長の約60%を占めています。この地域は、高齢化や貿易環境の悪化といった逆風にも十分に対応できます。アジア新興国は短期的にも中期的にも経済大国としての役割を維持することに成功するでしょう。

図10 新興アジアは世界的に最も高い成長を示している



出典：オックスフォード・エコノミクス

アトラディウス経済調査

Bert Burger

主席エコノミスト

bert.burger@atradius.com

+31 (6) 1261 2330





アトラディウスの公式
アカウントをフォロー
youtube.com/user/atradiusgroup
linkedin.com/company/atradius

Copyright © Atradius N.V. 2024

免責事項：本書は情報提供のみを目的とするものであり、いかなる読者に対しても投資助言、法的助言、または特定の取引、投資、もしくは戦略に関する推奨をするものではありません。読者は提供された情報の利用に関し商用または非商用を問わず、必ず独自の独立した判断に依拠するものとします。アトラディウスは、信頼できる情報源から得た情報を本書に掲載するよう最善を尽くしていますが、誤りまたは遺漏、あるいはこの情報の使用に起因して生じる結果に対して一切の責任を負わないものとします。本書に含まれるすべての情報は「現状のまま」提供され、完全性、正確性、適時性またはその使用に起因して生じる結果について、明示または黙示を問わず、いかなる保証も伴わないものとします。いかなる場合にも、アトラディウス、その関連するパートナーシップもしくは法人、またはそのパートナー、代理人もしくは従業員は、読者またはその他の者に対して、本書に含まれる情報に依拠した判断もしくは行為、またはいかなる機会の損失、利益の損失、製品の損失、ビジネスの損失もしくは間接的損失、特別もしくは類似のあらゆる種類の損害について、これらの損失もしくは損害の可能性について言及していた場合でも、一切の責任を負わないものとします。

Atradius

David Ricardostraat 1 · 1066 JS Amsterdam
P.O. box 8982 · 1006 JD Amsterdam
The Netherlands
電話: +31 (0)20 - 553 91 11

info@atradius.com
www.atradius.com