

アジア(インド、NIES、ASEAN4)短・中期経済見通し(2008年11月版)

～世界金融危機の波は資本の流れを変え、ここ数年力強く推移したアジア景気も減速基調が顕著に～

発表日：2008年11月20日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 2008年のアジア9ヶ国の加重平均成長率は対前年比+5.4%と、2007年から1.4pの減速を予想する。アジア新興国は足元でインフレ懸念は大きく後退したが、新たなインフレ圧力が生まれるなど、世界金融危機への対応で金融緩和への足並みが揃うのは年明け以降とみられる。各国は財政拡張による景気刺激策にも取り組むとみられるが、足元での内需の疲弊度合い、世界経済の後退で外需の拠り所が無くなるため、2009年前半は全体として景気減速基調が強まると予想される。ただ、米国をはじめ世界景気が2009年10-12月期を底に回復基調に転じ、外需回復が内需に裨益する経路で景気回復が期待される。景気回復局面においても、足元の世界金融危機の影響から世界的なマネーフローの急回復は困難となり、内需押し上げ効果は期待出来ず、過去の景気回復期に比べて緩やかな回復に留まると予想される。したがって、2009年前半は世界的な景気後退局面に沿ってアジア新興国も景気減速基調が強まり、年後半に米国経済の自律的な回復基調への転換と歩調を併せるように世界経済も景気回復期に入るとみられる。しかし、そのタイミングはこれまでの見通しから大きく後ずれし、年全体の成長率は同+4.3%と2008年から1.1p減速する。さらに、景気回復が本格化する2010年も、世界的なマネーフローは規模及び勢いが弱まることで回復基調も緩やかなものに留まり、同+4.9%と2009年からは0.6pの加速に留まると予測する。
- アジア新興国経済はここ数年、海外からの資金流入による投資拡大を通じて低コストでの生産性向上を達成し、経済のグローバル化の恩恵を受け、雇用や賃金の上昇を背景に内需主導の高成長を遂げた。しかし、世界金融危機により世界経済の後退が避けられない中、アジアの金融市場では信用不安から投資資金の逃避が進んでいる。また、アジア新興国が年明け以降に苦しんだインフレは、原油価格のピークアウトでコストプッシュ型インフレ圧力は大きく低下したが、資金逃避による通貨急減による輸入物価押し上げから輸入インフレという課題が出ており、新たな課題が生まれている。足元では底堅かった内需が弱含み、インドやNIES諸国ではインフレ緩和と歩を併せて金融緩和に舵を切ったものの、世界金融危機による外需下押しが重なった結果、内需及び外需ともに減速基調が強まり、これまで堅調に推移してきたアジアの景気も減速が避けられない事態となっている。
- インド経済は、ここ数年の成長を牽引した個人消費に下押し圧力が強まっている。海外からの直接投資は堅調に推移するものの、年明けの世界同時株安で証券投資は細り、世界金融危機を経て流出の勢いが強まっている。金融不安及び景気減速対策として金融当局は引き締めから緩和に金融姿勢を転じている。原油価格の大幅下落でインフレ圧力は低下しているが、モンスーン期の洪水により農作物に被害が出るなど食料一次産品価格は高止まりが続き、金融当局に細やかなモニタリングと調節が求められるが、金融当局は年明けに掛けてさらなる金融緩和による景気刺激を模索すると予想される。今年は秋口の祭の時期でも消費が回復せず、金融・財政総動員による景気刺激も大幅な押し上げ効果は期待出来ないであろう。2009年上期にかけて減速基調が強まり、その後は世界景気の後退に沿う形で外需主導で内需の押し上げが期待される。しかし、景気回復期においても世界的なマネーフローの問題から、回復の勢いは緩やかなものに留まるものと予想される。

- NIES諸国でもインフレ圧力は大きく後退したが、力強く推移して来た内需は驕り、急激な金融緩和や財政支出を伴う景気刺激策が実施されても当面は下支えに留まり、景気は減速感が強まると予測する。世界金融危機への対応では、韓国では李政権の経済政策が中途半端で採るべき対応を見失っており、資金逃避による通貨ウォン安の影響が長引く可能性がある。NIES諸国は経済に占める輸出依存度が高く、自国通貨安は輸出競争力の相対的な向上による景気下支えが期待される一方、世界経済の後退による需要鈍化によってその効果も限定的となろう。台湾も馬政権への国民の信任が驕り、陳前政権下で勢いを失った内需に加えて外部環境の悪化で外需も下押しされ、景気の減速基調がさらに強まると予想される。香港では通貨HKドルの米ドルペッグ制を巡って自立的な金融政策を採ることが難しく、対中国元での減価が輸入インフレをもたらすなど、世界経済の後退による貿易量減少が追い討ちを掛けるとみられる。シンガポールでは実質的な金融緩和により資金流出が為替減価をもたらす中で輸入インフレが再燃、香港同様に世界的な貿易量の減少による影響も避けられない。
- ASEAN4諸国では、これまで底堅い成長を続けて来た域内資源国のインドネシア及びマレーシアでも世界金融危機による世界経済の後退の影響を免れず、輸出が頭打ちする可能性が高まっている。さらに、インフレ懸念が煽る中で内需が下押しされ、内需・外需ともに鈍化が避けられない。タイでは農産品への需要は底堅く推移する一方、価格下落の影響は避けられない。また、フィリピンは経済の米国依存体質から、先行きの外需環境の悪化が強まるであろう。原油価格のピークアウトによりASEAN4諸国でもコストプッシュ型インフレ圧力は遠のいてたが、世界金融危機による投資資金の逃避は自国通貨安を招き、輸入インフレという新たなインフレ課題が生じた。よって、年内はインフレ懸念の残存により、金融引き締めを行った国が景気刺激に向けて金融緩和に転じるのは年明け以降になるとみられる。ただし、これまでに内需は大きく下押しされ、世界経済の後退から外部環境も悪化する中、収益向上や雇用拡大を目指すことは難しい。国毎に財政余力の差もある上に、景気押し上げ効果は限定的となり、減速は避けられないと予想される。

《足元のアジア経済の方向感 ～世界金融危機を経てアジアを取り巻く環境は一変、内・外需双方に驕り～》

- 足元のアジア経済（このペーパーではインド、NIES、ASEAN4 の計 9 カ国を指します）のマクロ経済状況を換言すれば、「米国発の世界金融危機による世界的なマネーフローの変化に揺さぶられ、景気減速懸念が一層強まっている」と言うことが出来る。ここ数年のアジア経済、とりわけインド経済は未曾有の高成長を達成し、IMFによる昨年春の『世界経済見通し』においては「デカップリング論」に代表されるアジア経済の底堅さが喧伝された。しかし、こうした高成長の背景にあった要素として、経済のグローバル化が進展する中で、新興国が安価で豊富な労働力などの生産要素を梃子に世界経済で大きな役割を担い、高成長の恩恵を受ける中で得られた富が、運用先として先進国に還流する流れが生まれていた。そして、先進諸国に流入した投資資金は、さらなる高い利回りを狙って新興国市場に流入していくという自己実現的に拡大に向かうマネーの流れがあったと考えられる。
- しかし、上述のように新興国に流入した投資資金は、米国サブプライムローン問題の発覚による原資の焦げ付きにより滞り始め、さらに、米大手証券の経営破綻をきっかけに世界的な金融市場の不信感が増幅されたことで逆流の動きが速まることとなった。こうした動きに呼応する形でアジア新興国では、経常赤字を抱えるファンダメンタルズの弱い国を中心に軒並み株式や通貨に対する売り圧力が掛かることとなり、各国内の景気マインドは急速に悪化した。その上、世界的な景気減速懸念から原油をはじめとする商品価格は 7 月半ばをピークに大きく下落しているものの、一部の国では依然としてインフレ圧力が煽っていることで、力強さを誇った個人消費を中心とする内需に頭打ち感が強まっている。

- 年明け以降高進が続いて来たインフレ圧力は、商品価格のピークアウトによってコストプッシュ型のインフレ圧力は大きく後退している。しかしながら、多くの国で主食とされているコメについては市場が脆弱な上、一部の供給国で不作となった影響から高止まりが続いている。さらに、経済における輸出入依存度の高い国では、足元での為替の減価が輸入物価の押し上げを通じた輸入インフレに繋がり、インフレ懸念が残っている（図 1）。こうしたことから、インフレ懸念が払拭された国では足元の景気減速への対応から、利下げによる金融緩和姿勢に踏み切る国がある一方、インフレ懸念の残る国では利上げこそなくなったものの、政策金利を据え置くことで金融引き締め姿勢を堅持している。インフレと金利高の共存状態の残る国では、個人消費や資本投資といった内需に翳りが生じるなど、ここ数年の高成長の原動力が大きく削がれている。
- アジア新興国では、1997～98 年に発生したアジア通貨危機を教訓に外貨獲得手段の多様化を図って来たことから、多くの国が経済に占める輸出の依存度を高めてきた。さらに、経済のグローバル化が進む中で安い労働力を梃子に世界の分業体制の中にアジア新興国が収まったことは、ここ数年の高成長を生む大きなきっかけになったと言える。その一方、足元では米国サブプライムローン問題、米国を発端とする世界金融危機の影響から世界中の金融市場でマネーの動きが大きく逆流し、実体経済に影響を与え始めており、先行きはその度合がさらに深刻度を増す様相が強まっている。とりわけ、アジア域内での輸出仕向割合が最大となっている中国についても中国国内での加工向けは 4 割程度と、完成品の多くが先進国向けに再輸出されることを考えれば下押しの影響は避けられない（図 2）。さらに、域内に資源国を抱える ASEAN 地域においては、年明け以降は輸出の先行指数とされる OECD 景気先行指数と輸出の伸びが全く逆の動きを示して来たが、ここに来てその伸びにも頭打ち感が出始めている（図 3）。さらに、足元で反映されている数値は、所謂「リーマンショック」が発生する前後であることを考えると、先行きはさらなる減速基調を強めているとみられる。輸出を下支えしてきた資源国についても資源価格の急落の影響を受けて購買力が鈍化しており、外需をめぐる環境も先行きは厳しさを増す状況に陥っていると考えることが出来る。
- こうした一連の背景から、アジア経済は足元において世界金融危機の影響が避けられず、景気減速傾向がこれまで以上に鮮明になっている。7-9 月期については、リーマンショック前ということもあり幾つかの国では景気の底堅さが残る可能性があるものの、実体経済への影響が避けられなくなる 10-12 月期には総じて減速感を強めていくものと予想される。さらに、足元ではアジア経済の中でもインフレ懸念が落ちついた国を中心に金融緩和に向けて動き始めており、依然として金融引き締め姿勢を堅持する国々についても 2009 年上期を境にインフレ圧力が低下するのと歩を同じくして金融緩和に舵を切り始めるものと予想される。ただし、足元の金融危機が収束するには、その根本的原因である証券化商品市場の正常化が不可欠であることを考えると、裏打ちの資産である米国の住宅市場の回復が大前提となる。さらに、米国や欧州をはじめ世界の金融機関の与信態度が急激に改善することを期待することは当面難しく、過去数年の高成長をもたらした海外からのマネーフローは回帰してもその勢いはかつてとは大きくことなると予想される。したがって、米国の住宅市場に底入れ感が生じた後、タイムラグを経てアジア経済に輸出主導、さらに投資資金の流入による内需の押し上げが訪れるのは、早くても 2009 年 10-12 月期以降になると予想される。ただし、景気回復局面に至ると予想される 2010 年についてもここ数年の成長の勢いには及ばず、回復のペースは緩やかなものに留まると予想する。そういう意味で、一連の景気減速は 2000 年前後に発生した IT バブルが崩壊した直後の減速に類似する動きになると予想される。

図1 インフレ指標の推移(前年比)

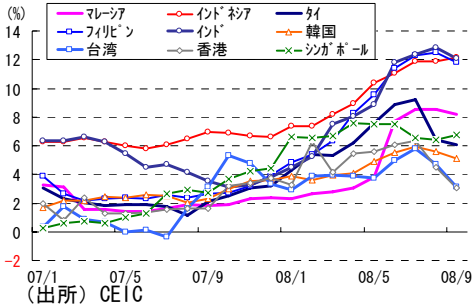


図2 仕向地別輸出割合の推移

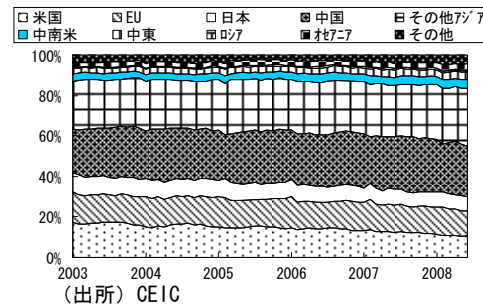
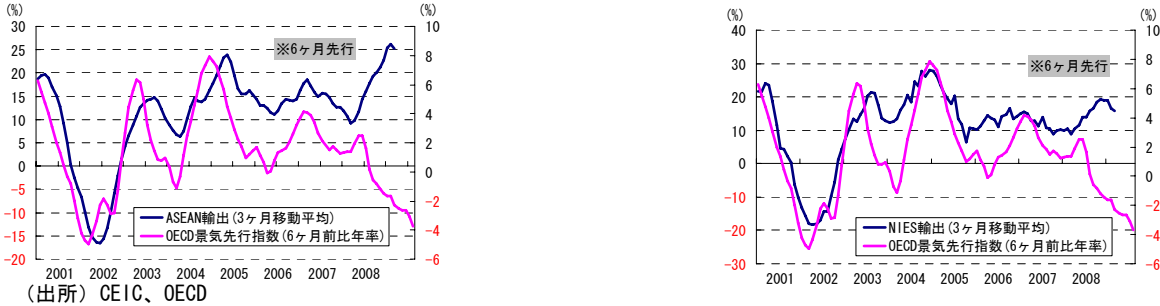


図3-4 NIES及びASEAN4諸国の輸出とOECD景気先行指数との比較(前年比)



《インド経済 ～来年後半にかけ内需・外需ともに弱含む展開が持続、回復期も勢いは以前と異なる状況～》

- かつてのインド経済は「ヒンズー景気」と呼ばれる長きに亘る低成長が続いて来たものの、ここ数年に関しては12億人に迫る人口の多さを背景とする潜在成長性の高さを期待して、海外からの直接投資の流入を通じた資本投資が拡大したほか、こうした投資により国内の雇用環境が改善したことで所得が上昇し、個人消費を中心とする内需の力強さを背景とする高成長を享受してきた。しかしながら、年明け以降は世界的な商品価格の高騰により、とりわけ国内の原油消費の7割を輸入に依存する体質も影響し、インフレ圧力の高まりと経常赤字の拡大というファンダメンタルズの悪化が顕著になった。こうしたことも背景となり、足元では海外の投資家による投資ポジションの解消が加速するなど、高成長を下支えして来た投資資金が一部剥落する状況に陥っている。なお、直接投資の多くは同国政府の産業政策である製造業の育成に合致したものであることから、経済特区(SEZ)の設置などが追い風となって来たとも言える。しかし、世界的な景気減速懸念高まる中で、同国も内需を中心とする成長モデルに翳りが見え始めており、これまで財政を含めて構造改革を推し進めて来たシン政権の姿勢にも、来年にも予定される総選挙への影響から変化が生じている。
- 13年来の高い伸びを示したインフレについては、足元では原油をはじめとする商品価格が大きく下落したことで減速基調が強まっている。しかしながら、今年はモンスーン期(雨期)における長雨の影響で各地で洪水が発生するなど農作物の作柄にマイナスの影響が出ており、足元でインフレが鈍化基調を強める中で一次産品価格の高止まりが続いている。とはいえ、先行きは世界金融危機による実体経済への影響を懸念して金融当局が急激な金融緩和に踏み切っていることから、来年上半期に掛けて景気刺激に向けたさらなる金融緩和が行われる可能性は高く、市場における流動性は拡大するとみられる。その結果、同国の景気が回復局面に入ると予想される2009年10-12月期を期に再びインフレ率が上昇基調に入ると予想している。なお、2010年のインフレ動向については、景気回復局面に入るとは言えどもこれまでのような海外からの投資資金流入の勢いが期待出来ない中では回復のペースの鈍化は避けられず、結果として、世界経済の回復に伴う原油需要の上昇に伴う価格上昇や需要インフレにともなうインフレ圧力も緩やかなものに留まるとみられ、金融当局が定めるインフレ目標(6%以下)内で推移するものと予想される。
- 生産面では、金融当局による金融引き締め姿勢が続いた影響から鈍化基調が鮮明となっている。足元では、

景気減速への対応から利下げをはじめとする金融緩和姿勢が強められているほか、これまで厳しく制限されてきた対外商業借入（ECB）に対する規制が緩和されるなど、世界金融危機により市場における流動性の逼迫感が高まったことで資金のアクセスに対する改善が図られている。先行きも同国経済の減速基調が強まるとみられる中、金融当局は来年上半期に掛けて金融政策をさらに緩和させると予想されるが、景気減速に伴う内需の鈍化に加えて、世界経済の減速から外需も厳しい状況が続くとみられる。そうしたことから、足元でも設備稼働率は極めて高い状況が続いていると予想されるものの、金融緩和が直ぐに設備投資に結びつくかは疑問が残る。さらに、投資の実施から実際に生産の拡大に至るにはタイムラグが生じることを考えれば、当面のところは生産が急激に回復基調に転じると見込むことは難しく、そうしたことから本格的な生産の上昇は早くても2009年後半、外需による牽引を待つことを考えれば10-12月期以降となると予想される。なお、2010年以降についても生産は拡大基調が予想されるものの、同国の景気回復速度が緩やかなものに留まると予想されること、世界経済全体でも米国をはじめとする先進諸国も緩やかな回復基調が続くと予想されることから、急激な生産の回復を期待することは難しいとみられる。

- ここ数年の高成長を主導してきた内需は、インフレが先行きも減速すると予想される一方、食料品を中心とする一次産品価格が農業の不作の影響から当面は高止まりするとみられ、結果として個人消費の回復速度は大きく後ずれする可能性が高い。というのも、同国では依然として国民に占める貧困層の割合が高く、食料品などの必需品価格の高止まりは、その他の消費に振り分ける割合を大きく制限させることに繋がる。ただし、来年にも実施が予定される総選挙を意識して、今年度予算では景気対策として所得税減税や消費税免税対象の拡充、農業ローンの減免といったバラ撒き政策が行われていることに加え、足元では金融政策も緩和姿勢に急速に舵を切っていることもあり、家計の税負担や利払い負担の軽減による個人消費の下支え効果が期待される。さらに、今年は秋口のヒンドゥー教の祭典シーズンにも消費が盛り上がらなかったことから、こうした景気刺激策が今後も加速していくと考えられる。また、資本投資についても利下げによる資金調達需要の増大が見込まれる一方、これまで堅調に推移してきた海外からの直接投資については、世界経済の減速によって先細り感が出る恐れがある。ただし、製造業を中心にグローバル展開の中でのインド市場という位置付けが確立されていることから、大幅な減少を招く懸念は低いとみられるほか、日本からのODAなどを通じてインフラ開発（デリー＝ムンバイ間投資回廊構想をはじめ）も進められることで投資環境の改善が図られることで底堅さは維持されるであろう。ただし、内需・外需とも当面は勢いが翳る影響から企業収益の下押しによる所得上昇ペースは鈍化するとみられ、個人消費を含む全体としての内需が回復局面に至るのは、2009年後半以降になると予想する。
- 外需については、年明け以降は証券投資を中心に海外から流入してきた投資資金の逆流が進んだ影響で通貨ルピーが大幅に減価しており、輸出競争力の相対的な強化に繋がったことで勢いを取り戻しつつあったものの、足元では世界金融危機による世界経済の後退局面から伸びが著しく鈍化している。さらに、来年に掛けては世界経済の減速基調が強まると予想されることで、輸出環境はさらなる悪化が続くものとみられる。一方で、景気刺激策による内需の下支え効果に加えて、足元では原油をはじめとする商品価格のピークアウトが追い風となって輸入額は縮小するものの、数量ベースでは底堅い状況が続くと予想される。こうしたことを背景に先行きにおいても貿易収支は赤字幅を縮小させるものの赤字状態が続いていく上、経済成長に対する外需寄与は基本的に輸入超過状態となることで、足元と同様にゼロ近傍ないしマイナス寄与となる状況が続いていくものと予想される。

図5 直接投資流入額の推移

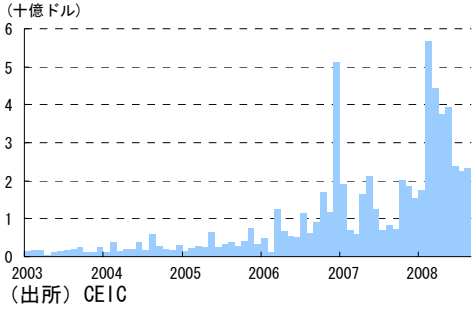


図6 投資資金流出入額の推移

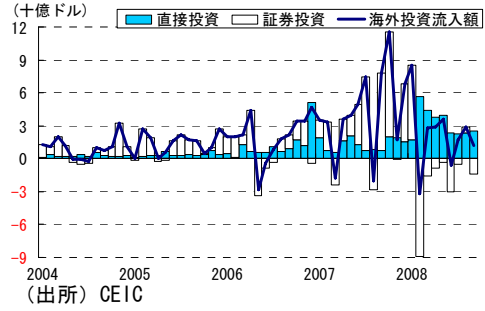


図7 卸売物価の推移と予測(前年比)

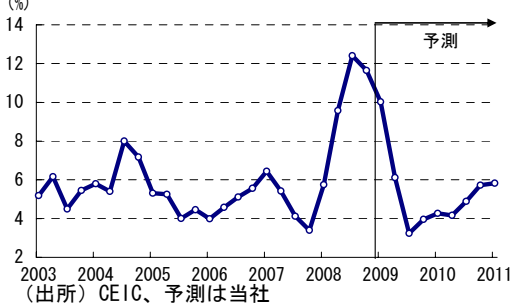


図8 金融政策の推移

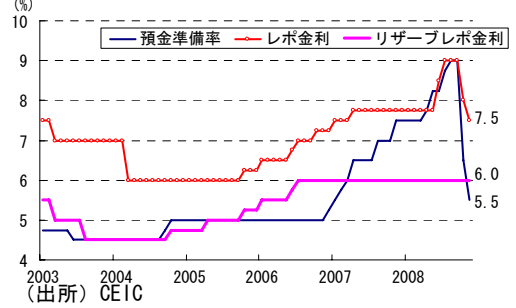


図9 鉱工業生産の推移(前年比)

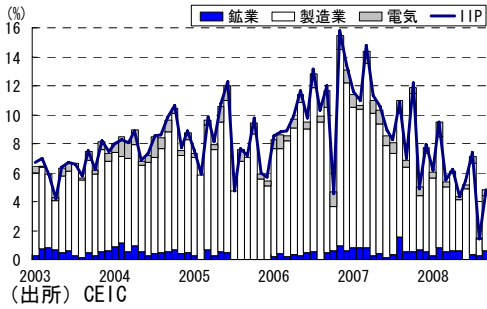


図10 自動車売上高の推移(前年比)

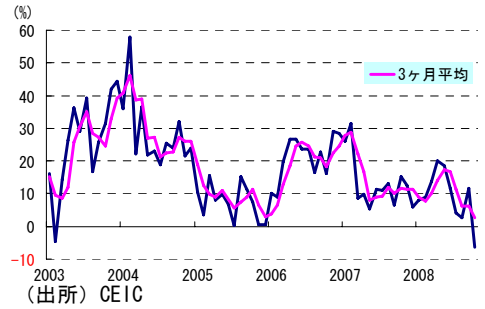


図11 為替相場の推移



図12 輸出入の推移(前年比)

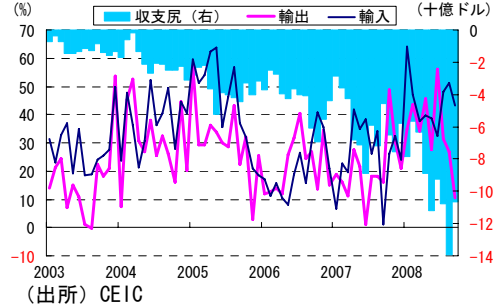
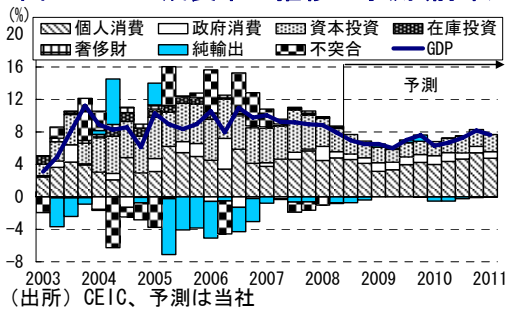


図13 GDP成長率の推移と予測(前年比)



《NIES 経済 ～世界金融危機で内外需ともに下押しが不可避、輸出量の減速も価格勝負に活路を見出すか～》

- **韓国**：年明けの李政権誕生直後は同大統領による経済運営手腕に期待が寄せられた。しかし、与野党間のみならず与党の大統領候補戦での対立激化の影響から与党内も一枚岩となれず、政治的に困難な状況が続いている。さらに、年明け以降はインフレに加えて経常収支の悪化というファンダメンタルズの悪化を材料に海外からの投資資金に引き揚げ圧力が強まっており、世界金融危機の影響も相俟って株式及び為替相場は大きく弱含んでいる。金融不安への対応と景気刺激を兼ねて、ここ数ヶ月は急激な金融緩和に踏み切ったほか、様々な金融安定化策や財政出動を伴う大規模景気刺激策を打ち出すなどの対応を見せている。しかし、政治的な不安定さに起因して景気刺激策の実効性に疑問符が付いており、資金流出食い止めに向けた有効策となっていない。こうした状況は当面続くとみられるものの、同国政府は先行きも一段と金融緩和を進めていくほか、来年にも実施される景気刺激策が足元で疲弊した個人消費を中心とする内需を下支えすると予想され、年後半には景気が反転すると考えられる。アジア通貨危機後に起こった IT バブルでは同国に海外から大量の資金流入が起こったことで景気が大きく押し上げられた。しかし、足元の金融危機を考えると投資資金がかつての勢いを取り戻すのは難しいとみられ、景気回復局面とはいえども、その伸びは緩慢なものに留まると予測する。
- **台湾**：馬政権誕生により隣国中国との関係改善を含め、また、陳前政権の下での緊縮政策により内需が疲弊した経済の建て直しが期待されていた。しかしながら、国際商品市況の急騰によるインフレ懸念に襲われたことでさらなる金融引き締めが継続されたことで内需が好転する機会を失うこととなる。さらに、世界経済の減速によって輸出に過度に依存した成長経路にも翳りが生じており、景気の減速感が高まっている。足元では原油価格をはじめとしてピークアウトを迎えたことでインフレ懸念は大きく後退していること、世界金融危機の影響から同国の金融市場においても流動性の逼迫感が強まったこともあり、緊縮姿勢を強めて来た金融政策について大幅利下げを伴う金融緩和に舵を切っている。さらに、景気刺激策として全国民に対して一律 3,600 台湾ドル（約 100 ドル）の商品券配布策を打ち出すなど、財政拡大による景気下支え姿勢を鮮明にしており、ここまで大きく翳って来た内需を下支えすると考えられる。しかしながら、産業の多くが輸出に関連していることを考えると、先行きの世界経済の後退による輸出頭打ちの影響は免れず、企業業績の悪化による所得の鈍化・減少、それに伴う内需の下押し圧力が鮮明になるものと予想される。したがって来年上半期に掛けて一段の金融緩和姿勢が採られ続けることによる投資環境の改善、さらに、米国をはじめとする先進国経済の回復に伴う輸出環境の改善を経て景気が反転する経路を辿ることで、景気回復局面に至るのは 2009 年後半以降と予想する。なお、台湾についても韓国同様に投資資金の流入が難しいことで回復基調は緩やかなものに留まるであろう。
- **香港**：通貨香港ドルが米ドルとのペッグ制を敷いていることで金融政策は米国の政策に追随せざるを得ず、交易の太宗が関連する中国の元に対する減価が進む中で引き締め姿勢が採れなかったこと、他国同様に商品価格の高騰によるインフレ圧力によって内需が大きく疲弊した。足元ではインフレ懸念は低下しているものの、世界金融危機に伴う資本逃避によって株式や活況を呈して来た不動産などが大きく翳ったことで、個人消費の資産効果が剥落した結果、内需は急激に減速している。先行きについても、金融政策は米国に追随せざるを得ないことから、来年上半期にかけてさらなる金融緩和が行われると予想される。さらに、中国が総額 4 兆元（約 5,860 億ドル）の景気対策が公表されたものの、その詳細が未だに不明であるのみならず、これまで中国政府が景気過熱への警戒を示してきた姿勢と大きく異なっていることを考えると、景気押し上げ効果に関しても疑問点が多く、香港経済にとっての景気押し上げ効果も限定的になる可能性が高い。さらに、同国はアジアの金融センターの一角として、さらに貿易拠点の一角として経済的地位を高めて来たが、世界

金融危機、その後の世界経済の減速により世界的なマネーフローの縮小、貿易量の縮小は避けられないことから、先行きの景気減速感はさらに強まっていくものとみられる。したがって、自立的な回復基調に至ることは難しいとみられ、先進国の景気回復基調を経た上での景気転換を待たざるを得ず、2009 年後半までは減速が続くと予想する。その後の回復も勢いは抑制的なものに留まるとみられる。

- **シンガポール**：金融当局は金融政策目標として名目実効為替レートの変動幅の調整を用いているが、年明け以降は世界的な商品市況の急騰によるインフレ懸念から、実質的な通貨切り上げにより輸入インフレの抑制を図って来た。しかし、そのことで輸出競争力の相対的な低下を招いたほか、世界経済の減速懸念から輸出量そのものも減速したことで外需が鈍化、内需もインフレによる下押し圧力の結果、足元ではリセッションに陥っている。世界金融危機による資本逃避から株式や通貨には下押し圧力が強まっており、為替減価による輸入物価の押し上げがインフレ懸念を再燃させるのみならず、資産価格の低下による資産効果の剥落も内需の勢いを削いでいる。カジノリゾート建設計画をはじめ、来年度予算での歳出拡大が予定されるなどの景気対策は、下支え要因にはなるとみられるものの回復基調への押し上げには至らないとみられ、世界経済の後退に伴う貿易量の減少に伴う景気減速は先行きも避けられないであろう。さらに、同国は香港同様にアジアの金融センターの一角としてのプレゼンスから高成長を享受してきたが、世界金融危機による世界的なマネーフローの縮小も景気を下押し要因となろう。こうしたことから、同国経済が自立的に景気回復経路に復帰することは、足元の金融環境をみると極めて困難であると思われ、先進国の景気回復を経た上での景気転換を待たざるを得ず、2009 年後半まで減速が続くであろう。ただし、同国はこれまで積極的な投資を進めて来たこともあり、回復速度は他の NIES 諸国に比べると速く進む可能性が高いと予測する。
- NIES 諸国はすべての国が資源小国であることから、年明け以降は原油や穀物などの価格高騰の煽りを受ける形でコストプッシュ型インフレ圧力に苦しめられた。こうした事態を受けて、各国の金融当局は金融引き締め姿勢を強めたが、その対応によってインフレと金利高が共存する状況に陥り、足元では個人消費や資本投資といった内需に下押し圧力が強まっている。なお、7 月半ばをピークに商品価格が大きく低下していることを受けてコストプッシュ型インフレ圧力への懸念は低下したものの、足元の世界金融危機の影響から証券投資を中心に投資資金の逃避が起こっているこれらの国々では新たなインフレ懸念が生まれている。それは経済に占める輸出入の割合が高いことで、足元の資金逃避がもたらす自国通貨安に伴う輸入物価の押し上げが輸入インフレに繋がるというものである。しかしながら、原油をはじめとする商品価格の下落の影響から多くの国でインフレはピークアウトを迎える中、先行きのインフレについては各国の政策対応の違いにより、一時的な急上昇（前年同期に補助金などにより価格引き下げが行われたウラが出ることによる上昇）が生ずることはあるものの、NIES 諸国の景気が内需を中心に弱含む展開が予想されることで需要インフレ懸念も大きく後退しており当面は鈍化基調が続くとみられる。なお、米国を中心とする先進国の景気が回復基調に転ずるとみられる 2009 年後半以降になると、各国は輸出依存度の高さから外需を中心に景気回復基調に転じるものとみられ、それに伴ってインフレも再び上昇基調に至ると考えられるものの、商品価格の上昇が緩やかなレベルに留まるとみられる上、各国の内需の回復もこれまでの回復局面と比べると勢いが鈍るとみられることから、緩慢な上昇に留まると予想される。
- NIES 諸国は他のアジア新興国に比べると工業化を通じた発展段階が先行していることもあり、経済に占める輸出の割合が高く、さらに輸出財の多くが IT 関連財や医薬品などの先進国向けの輸出のウェイトが高い。したがって、足元の世界金融危機により米国や欧州、日本などの先進諸国をはじめとする世界経済が後退局面に陥った場合の影響を受け易いと言える。特に、輸出の太宗を IT 財が占めている韓国及び台湾については、年明け以降の半導体市況の急激な悪化により両国ともに在庫が急激に積みあがる状況が続いている。とりわ

け、韓国では既に在庫調整期間に入っているとみられること、また、世界経済の減速基調が強まる中で輸出環境は厳しい状況が続くものと予想される。韓国では造船や鉄鋼などの重厚長大産業の輸出も盛んであるが、商品価格の下落による原材料価格の低下が追い風となる一方、世界的な需要が頭打ちを迎えている上、足元における受注残の積み上がりがキャンセルに陥る可能性も残っており、生産の下押し材料となる懸念が高まっている。さらに、シンガポールは主要輸出財である医薬品や化学関連で特殊な生産形態を採っていることで月ごとの変動が出易い特色があるものの、先進諸国の景気減速基調が強まることで鈍化傾向で推移するとみられ、当面の成長に占める外需寄与度はマイナスで推移するとみられる。

- 「デカップリング論」の主役となった内需については、国毎にインフレの状況は異なるものの、商品価格がピークアウトを迎えていることで次第に落ち着きを取り戻す見通しが強まっている。各国とも年明け以降は金融緩和姿勢を強めるとみられ、これまでの下押し材料からの開放が期待出来る。さらに、財政支出を伴う景気対策などで内需の下支え策が打たれることも景気減速基調が強まる中での支えとなろう。ただし、海外からの NIES 諸国向けの直接投資は足元で大きく鈍化している上、足元の世界金融危機とそれに伴う世界経済の減速によって、先行きも海外からの投資資金の流入に勢いが戻るには相当の時間を要するものと予想され、流動性による押し上げ効果の影響を受けた内需の回復も当面は難しいと予想される。また、これまで NIES 諸国の外需を下支えして来た資源国向けの輸出については、資源価格のピークアウトを背景に今後はこれまでの勢いを失うとみられる。ただし、世界金融危機を発端とする NIES 諸国からの資金流出によって各国の為替は大きく減価しており、その結果、輸出競争力が相対的に向上していることを考えると、世界的な貿易量が減少する環境悪化は避けられないものの、他の新興国に比べて工業化の度合いが進展していることでプライスリーダーとしての地位を得ることで底堅さが続くものと予想する。先進諸国における景気回復局面は早くとも 2009 年後半以降となることから、そうした外需環境の改善が企業業績の向上、雇用環境の改善という過程を経て NIES 諸国の内需に裨益するには、当面時間を要する状況は避けられないであろう。

図 14 NIES 諸国 政策金利の推移

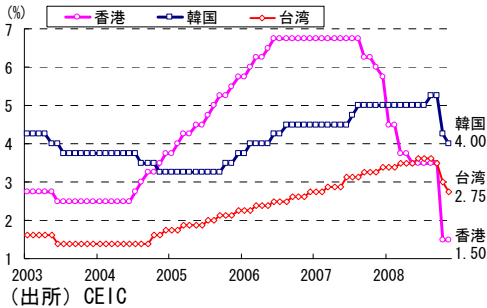


図 15 NIES 諸国 インフレ率の推移と予測(前年比)

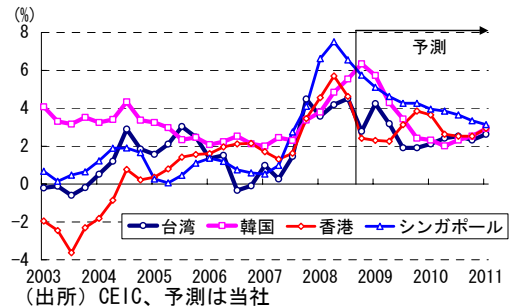


図 16 韓国 GDP 成長率の推移と予測(前年比)

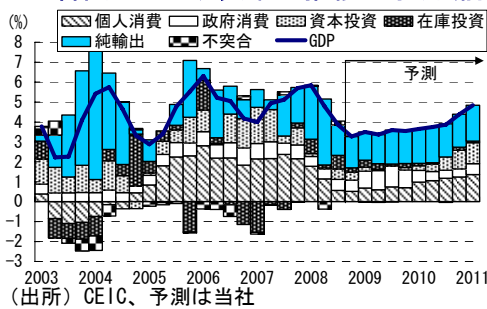


図 17 台湾 GDP 成長率の推移と予測(前年比)

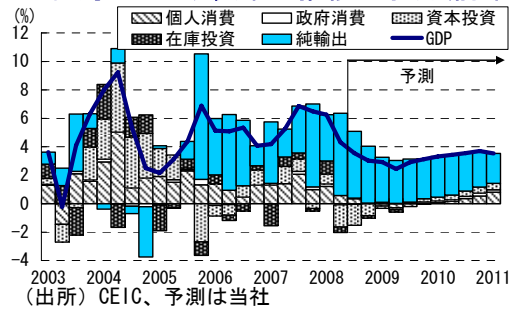


図 18 香港 GDP 成長率の推移と予測(前年比)

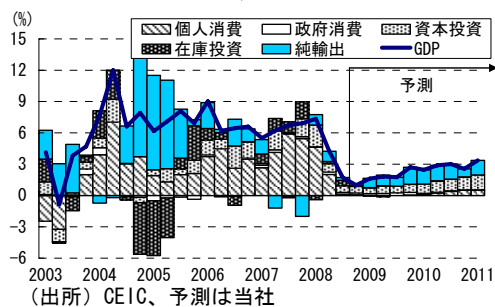


図 19 シンガポール GDP 成長率の推移と予測(前年比)

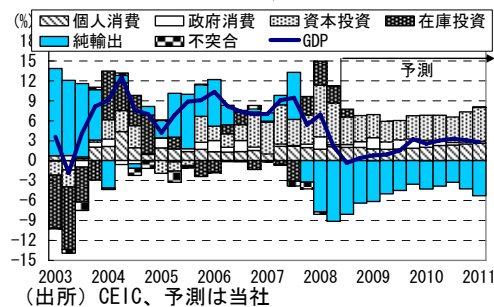


図 20 IT 財の出荷在庫バランスの推移(前年比)

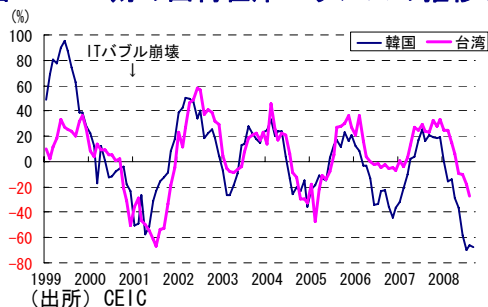
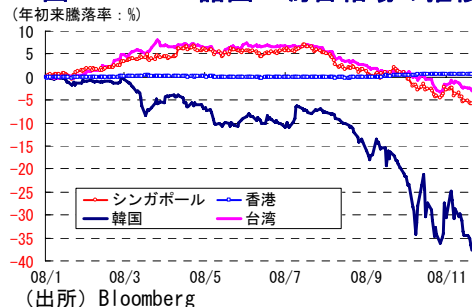


図 21 NIES 諸国 為替相場の推移



《ASEAN4 経済 ～資源の有無に拘らず内・外需の減速による景気減速は不可避、資金逃避の食い止めが鍵～》

- マレーシア**：同国は域内資源国として、天然ガスや石炭、天然ゴム、パーム油などの天然資源に恵まれ、これら資源に対する需要の底堅さを背景に成長を維持して来た。しかし、年明け以降の商品価格の上昇は輸出額の上振れをもたらすのみならず、国内価格の上昇を招いたことでコストプッシュ型インフレ圧力に苦しむこととなる。同国は食料自給率が 30%程度と低く、穀物価格上昇の影響を受けてインフレ率が急進した。さらに、他のアジア新興国がインフレ抑制に向けて金融引き締めに動くのをよそに金利を据え置くことで内需を刺激する姿勢を貫いたことで一時は史上最高値を記録した。しかし、原油をはじめとする商品市況がピークアウトを迎えたことで足元では減速の兆しが強まっている。先行きについては主食のコメ相場は他の主要穀物ほど価格が下落していないことから年内はインフレ圧力の残存が懸念されるものの、年明け以降は徐々に緩和基調が強まるとみられる。また、金融政策も引き続き据え置き姿勢が貫かれるものとみられ、さらに、政府は国民からの支持が低迷していることから、石油補助金廃止に伴う歳出削減分を用いて景気刺激策を打つ方針が示すなど、財政出動を伴う景気刺激策を打ち出す姿勢を強めるとみられ、景気の下支えが期待される。ただし、インフレ圧力が当面残ること、インフレそのものが鈍化しても食料品価格を中心に高止まり懸念があることで、個人消費を中心とする内需には下押し圧力が避けられないであろう。また、輸出についても世界経済の減速から資源に対する需要が頭打ちするとみられ、これまでのような成長の牽引役を担うことは難しいであろう。海外からの投資資金の流入の面では、イスラム教国として「イスラム金融センター」としての地位確立に取り組んで来たが、原油価格の低下で SWF をはじめ中東の余剰資金運用機会が大きく減退しており、先細りが予想される。こうしたことから、内需及び外需ともにこれまでの勢いが翳ることで景気減速感を強めていくと予測する。
- インドネシア**：同国は、今年までアジア唯一の産油国として OPEC に加盟したものの、スハルト大統領による長期独裁政権下で外国資本が逃避した結果、寡少投資により産油量が激減している。その一方、未だに天然ガスやパーム油、石炭、天然ゴムなどの天然資源に恵まれ、これらに対する世界的な需要の高さを背景に、マレーシア同様に底堅い成長を続けて来た。しかし、他の新興国同様に年明け以降の商品価格の高騰によりコストプッシュ型インフレ圧力に苦しむこととなる。とりわけ、同国は世界最大のコメ輸入国として影響を

大きく、さらに長く受けている。足元では原油価格の大幅下落によりインフレにも減速の兆しが見え始めているものの、世界金融危機以降は景気減速を嫌気した投資資金の逃避が起こり、株式や通貨に売り圧力が強まっている。とりわけ、通貨ルピアの急激な減価により輸入物価の押し上げによる輸入インフレ懸念が高まっており、インフレが完全に収束するには依然として暫く時間を要するものと見込まれる。そうしたことから、引き締め姿勢を強めている金融政策についても当面は金利が据え置かれる状況が続くとみられるものの、年明け以降にインフレの減速が顕著になるタイミングで利下げにより金融緩和に舵を切るものと予想される。同国では来年に大統領選及び総選挙が控えており、国民に占める貧困層の割合が依然高い中では必需品を中心に起こっている足元のインフレの抑制に傾注せざるを得ない事情がある。先行きについては、インフレ圧力の残存と金利高の共存が続くとみられることで、個人消費や資本投資といった内需に鈍化基調が強まっていくものとみられる上、世界経済の後退によって資源需要も頭打ちするとみられることで外需にも減速基調が強まることとなろう。海外からの投資資金という意味では、世界最大のイスラム教国としてジャカルタを「イスラム金融センター」とする取り組みが進められて来たものの、マレーシアに比べて治安が悪いこと、原油価格の下落により中東諸国からの余剰資金の運用機会が減速するなど、先細り感は否めない状況にある。したがって、内・外需双方で減速基調が強まることとなり、景気も鈍化していくものと予測する。

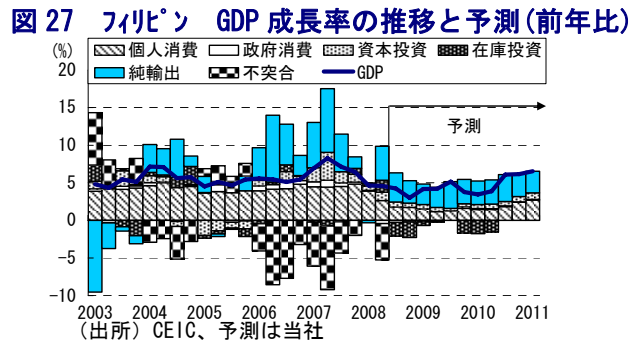
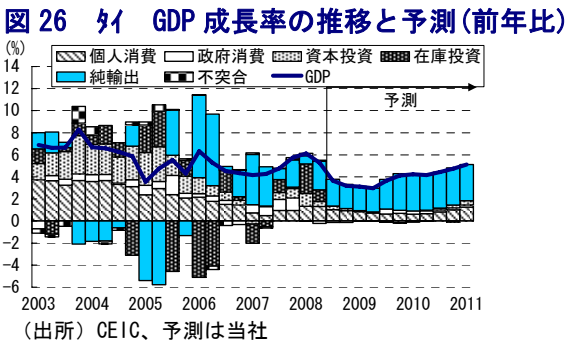
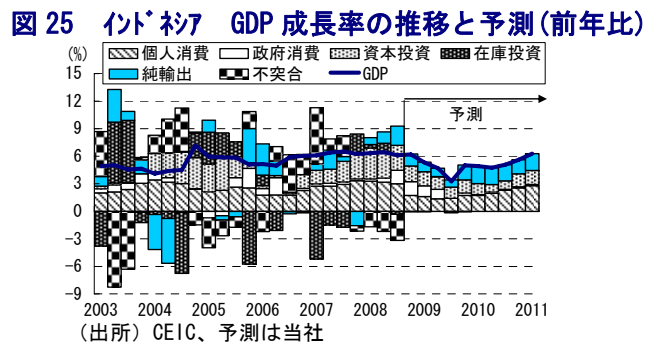
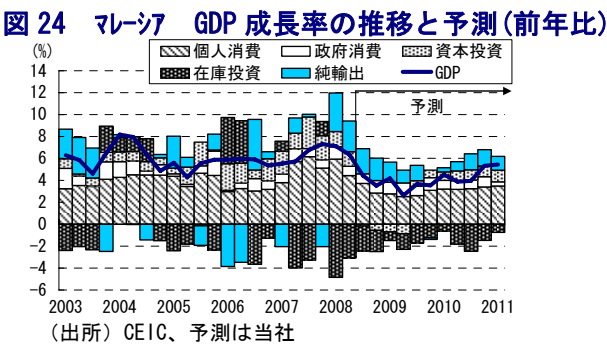
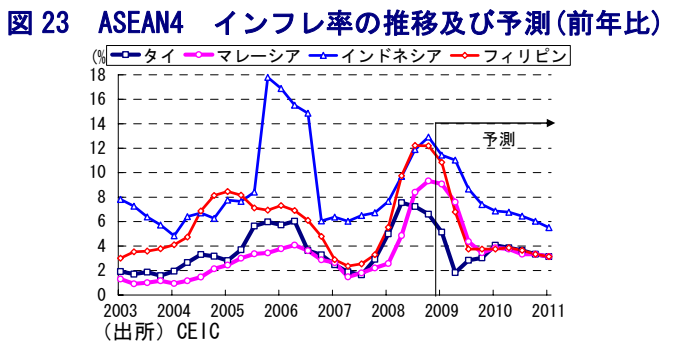
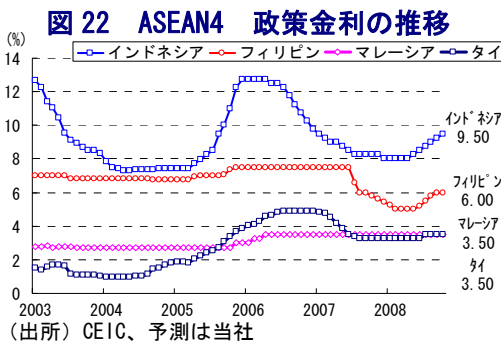
- **タイ**：2006年の軍によるクーデター以降、約1年強に亘って軍事政権による経済運営の結果、それまでのタクシン政権による社会保障重視政策から大きく政策方針が転回したことで、個人消費を中心とする内需は勢いを無くしていた。昨年末の総選挙後に発足したサマック首相の下では、タクシン政権に倣って社会保障の充実や公共事業の拡大が図られたことで年明け以降は内需に再び勢いが戻る兆しが出た。しかしながら、与野党間、果ては政府と法曹界による闘争の果てにサマック政権が倒れ、タクシン元首相の娘婿のソムチャイ氏が首相に就任したが、依然として政治的に不安定な状況は好転していない。こうした社会不安を抱えた中で米国発の世界金融危機が発生したことは、同国に流入した証券投資を中心とする投資資金に逆流の動きを加速させる要因となっており、株式や為替に下押し圧力が強まっている。なお、他の国同様に、年明け以降は国際商品価格の高騰によるコストプッシュ型インフレ圧力に苦しみ、インフレ抑制の観点から金融引き締めを切ったことで、インフレと金利高の共存で内需がさらに下押しされる状況に至っている。ただし、原油価格がピークアウトしたことでインフレ圧力が緩和した上、前政権下で財政支出による補助金政策などで時限的なインフレ抑制策を打ったことで足元ではインフレ懸念は大きく後退している。金融政策は引き締めを行った後に据え置き姿勢が堅持されているが、年明け以降には景気刺激を兼ねた利下げによる金融緩和姿勢に転じるものと予想される。さらに、現政権も基本的には社会保障などに伴う財政拡張姿勢を志向しており、財政支出を伴う景気刺激策が打ち出されることで景気は下支えされる可能性は高いものの、これまでのインフレと金利高によって内需が疲弊している状況を考えると、当面は大幅な回復を見込むことは難しいとみられる。さらに、同国はアジア通貨危機以降に海外からの直接投資を通じた製造業による輸出の多角化に取り組んで来たものの、世界経済の減速によってこれらに対する需要も減速するとみられ、外需にも下押しの影響は避けられないであろう。その上、政治的不安定が今後も長引くようなことがあれば、直接投資を含む海外からの投資は同国を避けるようになり、既に参入している投資の撤退という事態に陥ることも想定される。そうなれば、先行きの景気は減速から失速に至る可能性も残されており、先行きの同国経済の動向は政治情勢と表裏一体の関係にあると言っても過言ではない。
- **フィリピン**：同国経済はここ数年の間、世界的な好景気の恩恵を受ける形で雇用環境が大きく改善したほか、GDPの1割に及ぶ海外労働者送金も順調に伸びたことで個人消費を中心とする内需が力強さを増し、昨年成長率は前年比+7.3%と約30年ぶりの高成長を記録した。しかし、年明け以降の国際商品価格の急騰の影響

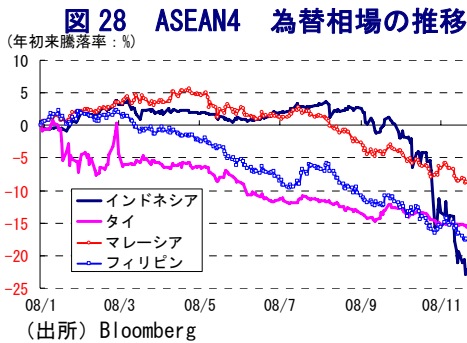
を受ける形でコストプッシュ型インフレ圧力に苦しむこととなったが、インフレが高進し始めた当初に金融当局が金融緩和による消費及び投資刺激を図ったことでインフレが急進し、16 年来の高い伸びを示した。その後、当局は一転して金融引き締めで舵を切ったことで、インフレと金利高の共存により力強く推移して来た内需は足元でその勢いを失いつつある。とはいえ、原油価格がピークアウトして大きく下落していることでインフレ圧力に減速基調が強まっている一方、足元の世界金融危機によって海外からの投資資金が逃避していることで株式及び通貨ペソに下押し圧力が強まっており、特に通貨ペソの減価は輸入物価の押し上げを通じた新たなインフレ圧力となっている。こうしたことから、当面はインフレ圧力は残存するとみられ、インフレの鈍化が進むのは年明け以降になるものと予想される。また、インフレ圧力が低下すると歩を合わせる形で景気刺激に向けた金融緩和に舵を切るとみられ、年明け以降は足元で弱含んでいる内需の下支えが期待されるものの、全体的には減速基調が続いていくものと予想する。なお、同国は歴史的関係もあって米国経済との関連性が高いことに加えて、ここ数年は半導体などの電子機器類の輸出に占める割合が増大していることもあり、世界経済の後退によって先行きは外需についても下押しの影響が避けられないものとみられる。また、足元では国民のアロヨ政権に対する信任が低下しており、世界金融危機への対応策として官民共同での基金設立など積極的な動きを見せているものの、海外からの投資資金の逆流の動きは当面止む気配がなく、先行きも厳しい立場に追い込まれる可能性が高まっている。他の ASEAN 諸国などと比べると政治的な問題が大きく表立っていないだけに、資金逃避を食い止める方策を的確に採り続けることが、アロヨ政権が先行きにおける信任を回復させる手立てになるものと考えられる。

- ASEAN4 は、域内資源国であるマレーシア及びインドネシアと非資源国であるタイ及びフィリピンに大別可能であるが、すべての国で年明け以降は商品価格の急騰によるコストプッシュ型インフレ圧力に悩まされた。インフレへの対応策は国毎に違いが出ているものの、足元では原油価格をはじめとしてピークアウトを迎えており、インフレ圧力は少なからず鈍化の兆しが高まっている。これらの国の中でマレーシアだけは利上げによる金融引き締めを志向しなかったことで、足元のインフレは依然として高止まりしているものの、年明け以降は鈍化基調が強まるとみられることで、金融政策のスタンスはそのまま維持される見通しである。一方、残りの 3 カ国については利上げを行ったことで、インフレと金利高の共存により内需が傷む状況に陥っている。世界金融危機によって加速が続く資本逃避がもたらした通貨安が新たなインフレ懸念を生んでいる中、こうした動きが一巡するとみられる年明けまでは引き締め姿勢が堅持され続けるとみられ、インフレの鈍化が鮮明になる中で金融緩和による景気刺激が本格化するものと予想される。したがって、景気回復基調に入るタイミングは年後半に必然的に後ずれせざるを得ないものと予想する。また、インフレ見通しについては概ねすべての国で今年いっぱい高止まりが避けられないものの、2009 年後半に掛けてインフレ率は低下する一方で価格そのものは高止まりが続くと予想される。2009 年末から 2010 年にかけてはすべての国で景気が回復基調に転じることで、再びインフレ率は上昇するとみられるが、足元の世界金融危機を経て世界的なマネーフローがかつての勢いを取り戻すとは考えにくく、その意味では過剰流動性などによる需要インフレの過度な上振れは避けられ、各国金融当局の目標関内に収束すると予想される。
- ASEAN 諸国のうち、資源国のマレーシア及びインドネシアではこれまで資源に対する需要が底堅く推移してきたことで、外需が成長を牽引する形が続いて来た。しかし、原油価格が世界経済の減速懸念からピークアウトを迎えて大きく調整していることに加えて、世界金融危機を背景に世界経済が後退局面に陥る可能性も高まっており、これまで堅調であったこれらに対する需要の頭打ちは避けられない見通しが強まっている。フィリピンについても輸出の太宗が工業製品であり、かつ米国向けや中国での加工向けがその多くを占めていることを考えると、先行きは米国経済の減速基調が強まることに加えて、中国経済の減速も避けられない事

態となっていることで、伸びの鈍化、さらには減少も避けられないであろう。タイについては世界的な景気後退によって輸送機器などへの需要が鈍る一方、世界最大のコメ輸出国であることが外需の下支え要因になるとみられるものの、全体的な減速は避けられない。こうした輸出の鈍化はこれらの国の経常収支に影響を与え、そうした懸念も海外からの投資資金に逃避誘因を与える要素となっている。したがって、先行きも当面は資金逃避に伴う株式や通貨に対する下押し圧力は続いていくものと予想される。

- ASEAN4 諸国でも「デカップリング論」の論拠となった内需についても、当面は先行きもインフレ圧力が残存する状況に加えて、マレーシア以外は金融引き締め姿勢が依然として堅持されていることによる金利高の共存で勢いが翳っている。また、ASEAN4 諸国は低所得者層の割合が高いことから、政策的にインフレ対策が優先される傾向があり、金融緩和に大きく舵を切るとみられる年明けまでは内需の鈍化基調は続いていくものと予想される。各国では財政拡大による景気刺激策が打ち出されるなどの動きがあるものの、下支え要因として機能するものの、回復にまで押し上げる効果は期待出来ないであろう。また、世界金融危機を経てASEAN4 諸国からは概ね資金逃避が先行する状態が続いており、これまで内需の押し上げに寄与した海外からの投資資金の流入を当面は見込むことは難しいであろう。さらに、マレーシアやタイなどのように政治的な不安定要素を抱える国では、直接投資で流入した資金の逃避を引き起こすリスクもあり、そういった事態に陥った場合には景気の減速感にはさらに深刻度を増すことになる。





《先行きのアジア経済 ～減速がさらに深みを増し、回復局面に転換した後も力強さに欠ける見通し～》

- 今回の 2008～2010 年度におけるアジア新興 9 ヶ国の中期経済見通しを作成するに当たっては、前提として以下のシナリオを想定している。①米国発の世界金融危機の影響から米国経済の減速基調は来年後半にかけて持続した後、金融危機の発端となった住宅価格が底を打つタイミングを待って 2009 年 10-12 月期以降に自律的な回復基調に至る。②世界金融危機によって EU 経済も 2009 年後半に掛けて減速基調が続くことになり、とりわけ新興国に流入して来た投資資金はこれまでの勢いを失う。③原油をはじめとする資源価格は当面は調整局面が続くものの、2009 年後半の世界的な景気回復局面にしたがって再び上昇基調に入る (WTI の見通しは、2008 年は 102 ドル/バレル、2009 年は同 69 ドル、2010 年は同 84 ドル)。こうしたことを踏まえ、2008 年のアジア新興 9 ヶ国の加重平均成長率 (対前年比) は、昨年から 1.4p 減速して 5.4%と予想する (ちなみに 8 月時点の予測は同 5.6%)。
- インド経済では、原油価格の下落を背景にインフレ懸念が大きく後退していることに加えて、金融引き締め強化によってこれまで底堅く推移して来た内需に翳りが見え始めており、需要インフレ懸念も低下している。ただし、世界金融危機への対応から流動性の逼迫感が高まっていることに対応して急激な金融緩和を進めているが、モンスーン期における多雨の影響で各地で洪水が発生するなど農作物に被害が出ており、食料一次産品価格が高止まりしていることを考えると、急激な金融緩和を進めていることでインフレを再燃される恐れもあり、金融当局にはきめ細かいモニタリングとそれに基づく調節の実施が求められる。幸いにして、金融当局の総裁は前総裁に引き続いて基本的にインフレタカ派姿勢を有しており、年明け以降はインフレの鈍化が鮮明になるべく調節がなされると期待される。また、農業部門での悪影響は、依然として製造業に比べて GDP に占める割合が高い産業でのマイナス要因となっており、産出サイドでの減速が避けられないことを意味している。需要サイドでは、金融当局が急激な金融緩和を行っており、先行きもインフレの鈍化が顕在化する中でさらなる緩和を進めると予想され、さらに今年度予算では減税や農業ローンの免除などが実施されており、来年度についても財政的余裕が乏しい中でも歳出拡大を伴う形での景気対策を組むものと予想される。デリー＝ムンバイ間投資回廊プロジェクトなど、大規模インフラプロジェクトも計画されるなど、進捗が順調に進めば景気押し上げ効果が期待される。これらの要素を勘案した上で、2008 年のインドの成長率は、対前年比+7.5%と前年 (同+9.3%) から 1.8p 減速するものの依然高い成長が続くと予測する。なお、年度ベースでは 2008/09 年度の成長率は、対前年度比+6.9%と前年度 (同+9.0%) から 2.1p の減速となる。
- NIES 諸国の 2008 年の加重平均成長率は、対前年比+4.0%と前年 (同+5.6%) から 1.6%の減速を予測する。米国発の世界金融危機によって世界経済の後退が避けられない情勢の中、これらの国の主要輸出財である IT 財や化学関連での世界的な需要は先行き頭打ちを強める可能性が高い上、さらに、金融危機を経てこれまでのような活発な世界的なマネーフローが大きく萎んでいること、世界的な貿易量の縮小が避けられない見通しであり、経済に占める外需依存度が高い NIES 諸国にとってはマイナスの影響が強まるとみられる。中でも韓国については、ここ数年の金融引き締めによって国内金利が高止まりする一方、先進諸国を中心に金融緩

和が進められたことで民間部門において対外債務を急激に拡大させたことが、世界金融危機によって外国人投資家による投資ポジションの急激な解消の要因となっており、株式や通貨に下押し圧力が強まっている。金融危機による投資資金の逃避は概ねすべての国で起こっており、為替安によってプライステーカーとなる機運が高まっている一方、世界的な需要減速は避けられないことから、大きな伸びを期待することは難しいとみられる。なお、台湾については、国民党政権による中国との関係改善が着実に進められる見通しが高まっているものの、今後も順調な進捗を期待することが現時点では難しいとみられること、台湾資本の流出が起る可能性が高いこともあり、資本流出懸念が高まる可能性を加味している。インフレ見通しについては、原油価格のピークアウトで鈍化観測が強まっており、年末までは為替原価による輸入インフレの懸念が残っているものの上昇ペースは鈍化するとみられ、年明け以降は減速が進むと予測する。

- ASEAN4 諸国の 2008 年の加重平均成長率は、対前年比+5.4%と前年（同+6.1%）から 0.7p の減速に留まると予測する。世界金融危機を背景とする世界経済の後退局面が避けられない中で世界的な需要の減速から、7-9 月期までは底堅さを見せて来た ASEAN4 諸国の輸出も 10-12 月期以降は鈍化が避けられないと見込まれる。特に、新興国向け輸出で底堅さが続いて来たマレーシアやインドネシアの資源についても、先行きは景気の減速と原油価格が大きく下落したことで代替エネルギーへの需要が翳る可能性もあり、下押し圧力は避けられないであろう。一方でタイについては食料品に対する需要、特にコメ需要は依然として高いとみられることで外需に下支えが期待される。なお、内需については、原油価格のピークアウトでインフレ圧力は大きく後退しているものの、世界金融危機に伴う資金逃避の影響で各国通貨は大幅下落するなど、輸入物価の押し上げを通じたインフレ圧力が残存している。そのため、年内いっぱいインフレ圧力が残ることに加えて、その影響から金融引き締めを行っている国では、緩和に踏み切るタイミングが年明け以降に後ずれすると予想されるため、インフレと金利高の共存で個人消費の下押しは避けられないであろう。財政出動による下支えは期待されるものの、回復まで押し上げるほどの対策は示されておらず、減速基調を辿るものと予想される。金融引き締めを行わなかったマレーシアについては、その分インフレの高止まりが長引くとみられることで、景気刺激策が打ち出されているものの、全体的には内需は減速基調が続くとみられる。
- 2009 年及び 2010 年のアジア新興国経済は、2009 年の 10-12 月期を目処に米国経済が底を打って自立的な景気回復基調に至るとの前提から、世界経済全体も同時期ないし 1 四半期程度のラグを追って景気回復基調に転じると期待される。その結果、特に先進諸国向けの輸出の回復が契機となり、国内企業業績の改善、雇用の拡大という経路を通じて、外需及び内需に勢いが戻ると予想される。また、原油価格は足元の調整を経て、再び世界的な景気回復基調と歩を合わせる形で上昇基調に転じるものの、世界金融危機を経たことで今年初めのような投資資金の流入による急騰を招く恐れが低下すると見込まれ、緩やかな上昇に留まるとみられる。こうしたことから、価格そのものは高止まりが続くもののインフレ率は 2009 年いっぱいかけて減速が進むとみられる。2009 年上期にはほぼすべての国で金融緩和姿勢が強まることで下期には外需の回復に合わせる形で内需にも回復の兆しが期待される。ただし、これまでの新興国経済の高成長を支えて来た海外からの投資資金の流入については、足元の世界金融危機の影響から、先行きはこれまでの規模及び勢いを大きく失うとみられることで内需の押し上げ効果は期待出来ず、景気回復経路は緩やかなものに留まるであろう。こうしたことから、2009 年のアジア新興 9 ヶ国の加重平均成長率は、対前年比+4.3%と前年（同+5.4%）からさらに 1.1p 減速し、景気回復基調が鮮明となる 2010 年においても、同 4.9%と前年から 0.6p の上昇と勢いの乏しい回復に留まると予測する。

図 27 GDP 成長率の推移と予測

(%、前年比)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
アジア9カ国	4.7	6.4	6.1	6.7	6.8	5.4	4.3	4.9
インド	6.9	7.9	9.1	9.8	9.3	7.5	6.6	7.0
NIES	3.2	5.9	4.8	5.6	5.6	4.0	2.9	3.6
韓国	3.1	4.7	4.2	5.1	5.0	4.4	3.5	3.9
台湾	3.5	6.2	4.2	4.9	5.7	4.2	2.9	3.5
香港	3.0	8.5	7.1	7.0	6.4	3.4	1.4	2.5
シンガポール	3.5	9.0	7.3	8.2	7.7	2.2	1.6	3.0
ASEAN4	5.6	5.9	5.2	5.4	6.1	5.4	4.1	4.8
タイ	7.1	6.3	4.5	5.1	4.8	4.5	3.5	4.4
マレーシア	5.8	6.8	5.3	5.8	6.3	5.3	3.5	4.4
インドネシア	4.8	5.0	5.7	5.5	6.3	6.3	4.6	5.1
フィリピン	4.9	6.4	5.0	5.4	7.2	4.1	4.3	4.9

(出所) CEIC、予測は当社。加重平均は米ドルベースの GDP でウェイト付けしたもの。2008~2010 年は 2007 年実績を使用。

図 28 インフレ率の推移と予測

(%、前年比)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
アジア9カ国								
インド	5.3	6.6	4.7	4.8	4.8	9.9	5.7	4.8
NIES								
韓国	3.5	3.6	2.8	2.2	2.5	5.1	4.0	2.3
台湾	-0.3	1.6	2.3	0.6	1.8	3.8	2.8	2.3
香港	-2.6	-0.4	1.0	2.0	2.0	4.3	2.9	2.8
シンガポール	0.5	1.7	0.5	1.0	2.1	6.6	4.6	3.7
ASEAN4								
タイ	1.8	2.8	4.5	4.6	2.2	6.6	3.2	3.7
マレーシア	1.1	1.4	3.1	3.6	2.0	6.3	6.0	3.6
インドネシア	6.8	6.1	10.5	13.1	6.4	10.6	9.6	6.5
フィリピン	3.5	6.0	7.7	6.3	2.8	10.0	6.2	3.6

(出所) CEIC、予測は当社

以上