

## アジア(インド、NIES、ASEAN5)短・中期経済見通し(2008年12月改定)

～金融危機によるアジアの景気悪化速度は当初予想以上、減速基調が進むことを前提に下方改定～

発表日：2008年12月10日(水)

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)

- アジア新興国(インド、NIEs、ASEAN5)の2008年の実質GDP成長率の見通しを前年比+4.9%に0.5pの下方修正を行った。2009年についても同+3.6%と0.7p、2010年も同+4.6%と0.3p、それぞれ11月段階での見通しから下方修正を行う。アジア新興国で7-9月期のGDP統計が公表となった結果、過去の統計が修正されるなど予測の前提となる係数に大幅な変更がなされるに至ったほか、前回の見通し公表時以降にアジア新興国で政治的不安が表面化する事件が多数勃発するなど、前提とする政治・経済状況に大きな変化が生じたことを加味した。また、前回までは対象国をインド、NIEs、ASEAN4の計9ヶ国としていたが、予てより予測対象国として要望の高かったベトナムを加えて計10ヶ国とするなどの変更を行った (※なお、加重平均ベースではベトナムを除いた9ヶ国を対象としても係数は不変)。
- 7-9月期のGDP統計の公表に際しては、国毎に当社事前予想との乖離があった。しかし、台湾やフィリピン、シンガポールでは、それ以前のGDP統計が改定されたことで推計の前提となる数値に大きな変更が生ずる事態となった。さらに、9月に発生したリーマンショックによる実体経済への影響について、特に貿易統計や鉱工業生産などで加味出来ない段階での予測作成となったが、その後各国で公表される10月以降の指標では、当初予想に比べて悪化速度が速く、その度合いも極めて高いことが判明した。こうしたことから、輸出依存度の高いアジア新興国にとってはGDP成長率に与える影響が少なくないこともあり、今段階で改定を行った。なお、欧米をはじめとする先進諸国の景気にさらに下押し圧力が強まる場合、こうした国からの輸出需要の下押しは避けられず、一層の減速が強まることがリスク要因として考えられる。
- さらに、インド・ムンバイでの同時テロ事件やタイにおける反政府活動団体による空港占拠事件など、アジア各国で政治的な不安定感の高まりが顕在化する事例が多数散見された。リーマンショック以降に外国人投資家を中心にリスク許容度が大きく低下する中、こうしたソブリンリスクが高まることはアジア新興国への投資資金を流入させる誘引を大きく損ね、過剰流動性をもたらしたここ数年の内需を主導とする底堅い成長モデルへの回帰が一層難しくなったと考える。その上、両国はとりわけ証券投資以上に製造業向けの直接投資が主導する形で投資資金の流入が進んできた。世界経済の後退が確実視される中、短期的には投資流入に躊躇が生じる可能性も高まっている。こうしたことから、資本投資を中心に下押し圧力になる可能性を加味せざるを得ず、今次の下方修正要因として取り上げた。
- 年初来、資源及び穀物価格の急騰により上振れしたインフレは、足元での原油価格の下落により多くの国でピークアウトを迎えているが、依然として物価の高止まりが続く。来年年明け以降は、今年の急上昇の反動により上昇率は大きく低下すると予想されるものの、食料品を中心に価格の底堅さが続いていることで物価そのものは高止まりが続く可能性が高い。一方で、輸出産業を主導とする成長を収めてきたアジア新興国では、世界経済の後退による輸出環境の悪化により雇用や所得の頭打ち感が強まるとみられ、これまで底堅く推移してきた内需は弱含み基調が続くと予想される。その結果、景気回復基調に転じると予想される2010年に入っても、大幅なインフレ率の上昇には結びつかないものと予想する。

- 当研究所では、先月 20 日付けでアジア（インド、NIES、ASEAN4）の計 9 ヶ国についての短・中期経済見通しを公表している。その後、各国において 7-9 月期の GDP 統計が公表されたことに伴って、過去の GDP 統計の改定が実施されたことで推計の前提が大きく変更となったこと、アジア各国において政治的な不安定が顕在化する出来事が起こるなど、先月の見通し策定時点と比べ前提とする状況に大きな変化が現れることとなった。こうした事情を踏まえ短・中期見通しの改定を行うこととした上、予測を作成する対象国として予てより要望の高いベトナムを加えることとし、計 10 ヶ国の見通しを改定・公表することとした。
- アジア計 9 ヶ国の経済成長率の見通しについて、11 月時点においては 2008 年は前年比+5.4%、2009 年を同+4.3%、2010 年は同+4.9%としていた。しかしながら、前述の事態を背景に見直しを行った結果、それぞれの見通しを同+4.9%（▲0.5p）、同+3.6%（▲0.7p）、同+4.6%（▲0.3p）とそれぞれ下方修正する。国毎にそれぞれ改定を行っているが、特に大幅な変更を行った国については、以下において修正のポイント及び見通しを変更するに至った要因について個別に解説を行う。

### 《インド ～ムンバイ同時テロによる投資家マインド悪化の一方、景気対策による一定程度の下支えを考慮～》

- インドについては、7-9 月期の実質 GDP 成長率が前年比+7.6%と当社事前予想（同+6.9%）を大幅に上回った。ただし、要素別寄与度では誤差・脱漏が大幅に押し上げていることから、先行きの予測に下振れ要因が高まっている。さらに、リーマンショック以降のインドの指標の悪化速度が急速に進んでいることも加味し、10-12 月期の予測を下方修正した。今月初めには 40 億ドル規模の景気対策が打ち出されるなどの下支え要因もみられるものの、先月末にムンバイで発生した同時テロに端を発する形でパキスタンとの関係が悪化する可能性が高まるなど、海外からの投資資金に対する短期的なショックの影響は当面続くと予想される。特に、直接投資の下押しによる生産面での影響をさらなる下方修正要因として加味することとした。この結果、2008 年の経済成長率を前年比+7.0%（改定前：同+7.5%）、2009 年を同+6.3%（改定前：同+6.6%）、2010 年を同+7.0%（改定前：+7.0%）と下方修正することとした。

### 《シンガポール ～輸出環境の一段悪化で来年のマイナス成長入りを景気刺激で辛うじて回避の可能性～》

- シンガポールについては、7-9 月期の実質 GDP 成長率が前年比▲0.6%と当社事前予想（同▲0.3%）から下回る結果となった。同時に公表された 4-6 月期の GDP 統計（確報）の下方修正が公表されたことで、景気減速のスピードが速まっていることが確認されたこともあり、さらに、主要輸出財である医薬品及び精密機器に対する世界需要が大幅に鈍化している状況を踏まえ、輸出環境が先行き一段と悪化するとの見通しを織り込んだ。なお、先月末には同国政府により来年度予定される景気対策について前倒しで実施するとの姿勢を公表している上、2009 年にはマイナス成長に陥る可能性を含みを持たせ企業の資金調達支援を行うなど、景気の下支えに取り組む姿勢を明確にしている。この結果、2008 年の経済成長率を前年比+1.3%（改定前：同+2.2%）、2009 年を同+0.4%（改定前：同+1.6%）、2010 年を同+3.4%（改定前：同+3.0%）と下方修正することとした。

### 《台湾 ～7-9 月期の GDP 成長率実績公表及び過去の確報値公表に伴う係数改定により大幅に下方修正～》

- 台湾については、7-9 月期の実質 GDP 成長率が前年比▲1.0%と当社事前予想（同+1.8%）を大幅に下回る結果となった。その要因として、当社の予想以上に個人消費の冷え込みの速度が速まったこと、主要輸出財である半導体をはじめとする IT 市況が急速に冷え込んだことで、数量ベースの輸出が予想以上に急減したことが大幅マイナスの要因となった。さらに、同指標の公表に際して 2006 年及び 2007 年の GDP 統計の確報値が公表され、それぞれが上方修正されたこともマイナス幅を大きくする要因となった。この実績を踏まえた上で、来年はじめにも実施される商品券配布政策や財政支出による景気刺激策を踏まえた上で再度推計を行っ

た結果、2008年の経済成長率を前年比+1.9%（改定前：同+4.2%）、2009年を同+0.2%（改定前：同+2.9%）、2010年を同+2.5%（改定前：同+3.5%）とそれぞれ大幅に下方修正することとした。

#### 《タイ ～反政府組織によるデモ行動の過激化、憲法裁による前政権崩壊で政治的混乱が続く可能性も～》

- タイについては、7-9月期の実質GDP成長率が前年比+4.0%と当社事前予想（同+3.7%）から若干上振れする結果となった。12月末まで時限的に実施されている補助金などによるインフレ抑制策によって、個人消費などが押し上げられたほか、在庫の積みあがりによって成長が押し上げられていることが示されている。その結果、7-9月期から既に輸出を巡る環境が完全に勢いを失っていることが示された。さらに、8月末から断続的に続いた反政府組織の市民民主連合（PDA）による反政府デモ行動は内閣府の占拠のみならず、先月末には2つの国際空港を占拠する事態に陥り、一時的に海外との間で空路が完全に遮断される事態に陥った。その後、憲法裁判所による与党国民の力（PPP）に対する解党命令が出されたことでPDAによる占拠は解かれた。今後は、野党の民主党を軸とする政権が樹立する見通しが高まっているものの、政治的混乱が続く可能性も高く、政策執行能力に疑問が残ることから海外からの投資が先細りや撤退という事態に発展する可能性を考慮した。こうしたことを加味し、2008年の経済成長率を前年比+3.9%（改定前：同+4.5%）、2009年を同+1.0%（改定前：同+3.5%）、2010年を同+2.8%（改定前：同+4.4%）と大幅に下方修正した。

#### 《フィリピン ～主要輸出先である米国の悪化度合いの深刻さ、景気対策の不十分さを加味して下方修正～》

- フィリピンについては、7-9月期のGDP統計公表時に4-6月期について上方改定がなされた上、7-9月期の成長率も前年比+4.6%と当社事前予想（同+4.3%）から若干上振れする結果となったほか、4-6月期以前のGDP統計の上方修正が併せて行われた。さらに、足元の景気対策に対して同国政府は景気刺激策を公表したものの、その内容は民間部門による資金拠出に大きく依存するなど、必ずしも政府がイニシアティブを取って政策誘導するスタイルとなっておらず、実効性の点から疑問が高まっている。さらに、足元の金融危機の発信源であり、経済的な結びつきの深い米国経済が想定以上に深刻な事態となっている上、主要輸出品である電子機器関連の市況も一層の悪化が避けられず輸出環境も厳しい。米国を中心とする労働者送金は底堅く推移しているものの、先行きは米国経済の後退度合いが深刻化することで減速は避けられず、個人消費の下支え材料が失われることになろう。その結果、2008年の経済成長率を前年比+4.4%（改定前：同+4.1%）、2009年を同+2.4%（改定前：同+4.3%）、2010年を同+2.9%（改定前：同+4.9%）とそれぞれ大幅に下方修正することとした。

#### 《ベトナム ～インフレと金利高に苦しみ景気減速、先行きは投資流入の先細り懸念で回復の勢いが鈍化～》

- ベトナムについては、今回初めて短・中期経済見通しを公表することとした。年明け以降の資源・穀物価格の急騰でインフレ及び経常赤字が急拡大し、一時は外国人投資家による為替先物での売り圧力から「危機説」が飛び出す事態となったものの、金融当局による引き締めにより事態は沈静化したとみられた。一方で、インフレと金利高の共存によりここ数年の成長を牽引してきた内需は大幅に下押しされており、成長の勢いを急速に無くしている。足元では金融危機の影響から国内での流動性の逼迫感が高まり、金融緩和や10億ドルの景気対策を公表するなど、景気刺激に向けた取り組みを進めている。2009年も金融緩和に向けた動きは続くとみられ、一定程度の景気の下支え効果が期待される。ただし、世界経済が後退する中で輸出産業を中心に注目を集めてきた直接投資は、承認額は足元でも力強さが残るものの実行額に結びつくか不透明感が強まっており、同国の成長を押し上げてきた投資流入が細ることで2009年は成長の勢いが一気に減速すると考えられる。2010年には先進諸国の経済が復調すると期待されるものの、世界的なマネーフローがかつての勢いを回復するとは考えにくいというえ、今春の「危機説」を通じて構造的な脆弱性が明確になったことで流入の勢

いは以前ほどには盛り上がりやすく、景気回復局面といえども勢いはかつての回復局面に比べ鈍ると予想した。その結果、経済成長率は2008年は前年比+6.2%、2009年は同+5.4%、2010年は同+6.6%と予想する。

図1 アジア新興国の実質 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	4.8	6.5	6.1	6.7	6.8	4.9	3.6	4.6	
インド	6.9	7.9	9.1	9.8	9.3	7.0	6.3	6.9	
NIES	3.2	5.9	4.8	5.5	5.6	3.3	2.1	3.6	
韓国	3.1	4.7	4.2	5.1	5.0	4.3	3.4	4.2	
台湾	3.5	6.2	4.2	4.8	5.7	1.9	0.2	2.5	
香港	3.0	8.5	7.1	7.0	6.4	3.0	0.9	3.0	
シンガポール	3.5	9.0	7.3	8.2	7.7	1.3	0.4	3.4	
ASEAN5	5.7	6.0	5.5	5.7	6.3	5.4	3.2	3.9	
タイ	7.1	6.3	4.6	5.2	4.9	3.9	1.0	2.8	
マレーシア	5.8	6.8	5.3	5.8	6.3	5.2	3.3	3.8	
インドネシア	4.8	5.0	5.7	5.5	6.3	6.4	4.3	4.5	
フィリピン	4.9	6.4	5.0	5.4	7.2	4.4	2.4	2.9	
ベトナム	7.3	7.8	8.4	8.2	8.5	6.2	5.4	6.6	

(出所) CEIC、予測は当社

図2 アジア新興国の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	9.6	5.5	4.3	
NIES									
韓国	3.5	3.6	2.8	2.2	2.5	5.0	3.6	2.1	
台湾	-0.3	1.6	2.3	0.6	1.8	3.6	1.7	1.1	
香港	-2.6	-0.4	1.0	2.0	2.0	4.2	1.4	1.9	
シンガポール	0.5	1.7	0.5	1.0	2.1	6.7	3.4	2.4	
ASEAN5									
タイ	1.8	2.8	4.5	4.6	2.2	6.1	2.6	2.1	
マレーシア	1.1	1.4	3.1	3.6	2.0	5.9	4.1	2.3	
インドネシア	6.8	6.1	10.5	13.1	6.4	10.1	6.8	4.4	
フィリピン	3.5	6.0	7.7	6.3	2.8	10.0	5.0	2.3	
ベトナム	3.1	7.8	8.3	7.5	8.5	22.9	10.4	6.2	

(出所) CEIC、予測は当社

以上