

## 2008・09年アジア(インド、NIES、ASEAN4)経済見通し(2008年5月)

～2009年前半にかけて成長は鈍化基調を強めるも、財政支援と資源国向け外需の下支えを見込む～

発表日：2008年5月23日(金)

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)

- 2007年通期のアジア9ヶ国(インド、NIES、ASEAN4)の実質GDP成長率の加重平均は、前年比+6.6%と前年(同+6.7%)に引き続いて依然として高成長が続いている。全体としては、ここ数年の高成長に伴う雇用環境の改善等に伴い個人消費が伸びているほか、先進国による金融緩和の影響から投資資金がアジア新興国に流入したことによる資本投資が増大する等、底堅い内需が形成されたことが寄与した。地域別では、NIES諸国の実質GDP成長率が同+5.5%と前年(同+5.6%)から若干減速したのに対して、ASEAN4では同+6.1%と前年(同+5.5%)から加速しており、ASEAN諸国を原産地とする一次産品市況の高騰による輸出拡大による経済の押し上げ効果も影響したものと見られる。
- インド経済は、底堅い内需と海外からの直接投資を背景とする資本投資が牽引役となり、依然として高い成長を持続している。投資資金の流入より発生した過剰流動性が内需を押し上げ、国内信用の伸びが高止まりする等、需要インフレ懸念が強まっている上、足元では世界的な原油及び食料品価格の騰勢によるコストプッシュ型インフレ懸念も高まっており、金融当局は預金準備率の引き上げを中心に引き締め姿勢を強化している。一方で、設備稼働率が高止まりする中での金利高は、設備投資の不足感を引き起こし、足元で鉱工業生産の伸びが鈍化する等の影響が出ている。
- NIES諸国経済を個別に見ると、韓国は輸出の堅調さに加えて、金融当局による為替介入で発生した過剰流動性が個人消費を押し上げた一方、前政権下での資産投機対策の影響で資本投資は鈍化基調が続く。台湾も輸出は好調だった一方、前政権下での対中関係の悪化を背景に内需は低迷した。その一方で、香港とシンガポールは投資資金の流入に伴う過剰流動性が内需を押し上げた一方、輸出拡大のペースが足元で弱含み基調にある。
- ASEAN4経済では、これらの国の主要輸出品である一次産品市況が世界的に騰勢を続けている影響から、全体的に輸出は堅調に推移しており、景気の下支え要因となった。内需については、マレーシアやインドネシアといった域内資源国では所得上昇により内需が押し上げられたほか、フィリピンではGDPの1割を占める海外労働者送金が順調に伸びたことで内需が下支えされ、2007年の成長率が同+7.3%と約30年ぶりの高成長を達成するに至った。一方、タイでは軍事政権による経済失政による消費者及び企業マインドの低下で内需が下押しされた。
- 先行きのアジア経済は、世界的な資源価格の騰勢による内需下押し懸念があるものの、国によって財政余力の差はあるにせよ、財政出動による価格抑制策や消費支援策が実施される見通しであり、内需下押しの影響は緩和されるものと見込まれる。また、足元では米国経済の減速により米国向け輸出が鈍化基調を強める一方、資源価格の騰勢を背景に資源国向け輸出が拡大基調を強めており、アジア新興国の輸出の下支えが期待される。2008年後半には、①米国経済の減速は続くものの、戻し減税の効果から減速の度合いは緩やかとなる、②米国向け輸出の鈍化も資源国向け輸出の下支えが続く、③亢進する資源価格の高止まり傾向が続くものと見られ、これらを前提に2008年のアジア9ヶ国の実質GDPの加重平均は前年比+5.8%と予想している。なお、2009年は、米国経済が下期にも本格的な回復に入るとみられることから、輸出及び生産の伸びが加速するとみられ、経済成長率も加速すると予測し、同+6.0%を見込む。

## 《アジア経済の方向感 ～世界的インフレによる内需下押しも、財政支援と資源国向け外需が景気下支え～》

- 中国を除くアジア諸国（インド、NIES、ASEAN4）の向こう 2 カ年の経済見通しを一言で評すれば、「各国が享受してきた高成長からの一服」が到来すると言えよう。ここ数年のアジア諸国の高成長の背景には、底堅い個人消費や海外からの直接投資流入を含む資本投資を背景とした内需の成長が挙げられる。しかし、足元における世界的な原油をはじめとする資源価格の高騰に加え、穀物を中心とする食料品価格の上昇の影響から、インフレ率は各国で軒並み上昇トレンドを示している（図 1）。アジアの多くの国は依然として貧困人口が多く、昨今のインフレが石油製品や食料品という生活必需品中心であるため、購買力を押し下げる影響の度合いが大きい。また、成長が著しい中間層についても、購買力減退に伴う企業収益悪化により、所得の伸びがこれまでのような高成長が期待されない中では、消費意欲の減退懸念を強めることになる。一方で、各国は 2008 年度予算において、特に選挙を間近に控える国を中心に価格上昇に配慮した施策が行われる見通しである。ここ数年の高成長により財政余力が生じた国では、補助金や減税等により消費の下支え策を講じる見通しである。こうしたことから、アジア諸国では全般的に内需の押し下げによる景気の下押し懸念が強まるものの、国ごとにその緩和策が採られるものと予想される。
- また、経済に占める輸出依存度の高い NIES 及び ASEAN4 では、最大の輸出先である米国経済の減速が輸出の伸びを鈍化し、景気を下押しする懸念がある。しかしながら、アジア新興国はここ数年、EU や中国をはじめとするアジア域内向けの輸出が拡大している。そこに、ここ数年の世界的な原油をはじめとする鉱物資源、穀物等の食糧資源の価格高騰の影響により、その利益を享受する中東やロシア、豪州、中南米といった「資源国」向けの輸出が拡大しており、対米依存度の低下が進んでいる（図 2）。したがって、足元では米国経済の減速が深刻さを増しており、米国の内需落ち込みによる米国向け輸出の鈍化は避けられない。しかし、全体としては内需下押しの懸念があるものの引き続き底堅いと思われるアジア域内向けの輸出のほか、資源国向け輸出についても米国向け輸出の鈍化を上回るには至らないものの、下支えする状況が続くものと見込まれる。その結果、アジア新興国では内需の落ち込みによる輸入鈍化の影響から純輸出がプラス化し、外需依存度を高める傾向が当面続くと見込まれる。
- こうしたことから、アジア経済全体としては、米国経済の減速による影響による足元の底堅い成長からの一服は避けられず、2009 年前半にかけて緩やかな減速基調を強めていくものと見込まれる。ただし、米国経済の減速が長引かないとの前提に立てば、米国景気が反転すると見込まれる 2009 年半ばを境にアジア経済も外需環境の改善により、景気回復基調に入るものと見込まれる。また、消費についても多くの国において財政出動による下支え効果が見込まれることから、成長のモメンタムは弱含むものの大きく崩れる事態には至らないものと考えられる。

図 1 アジア 9 ケ国のインフレ率推移(前年比)

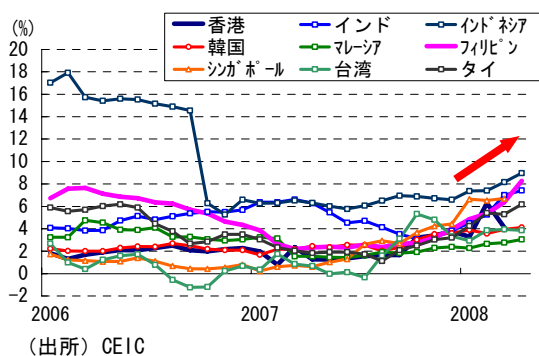
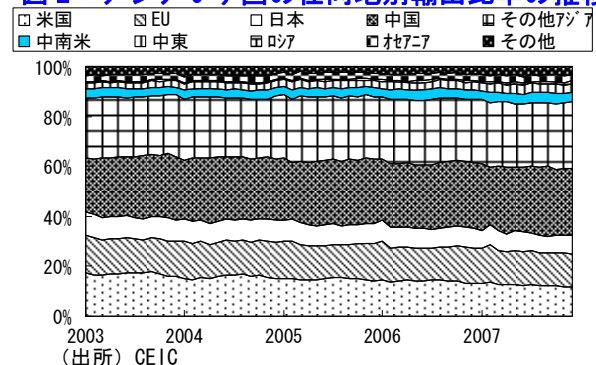


図 2 アジア 9 ケ国の仕向地別輸出比率の推移



## 《インド ～インフレ抑制へ金融緊縮策を継続、財政出動による内需下支えにより高成長を継続～》

- 2007 年の実質 GDP 成長率は、前年比+9.2%と前年（同+9.8%）を下回ったものの高成長を達成した（図 3）。その要因としては、前年からは伸びが鈍化したものの、個人消費（同+6.9%）及び資本投資（同+15.9%）といった内需が依然として底堅く推移していることが挙げられる。資本投資を下支えする海外からの直接投資の流入は依然として力強く、資金流入により発生した過剰流動性が内需の押し上げに繋がり、国内のマネー指標は高い伸びが続いている（図 4）。こうした流れの中、国内には需要インフレ圧力が高まっている上、折からの世界的な資源価格の上昇によるコストプッシュインフレの圧力も高まっており、金融当局は預金準備率を主体とする緊縮姿勢を強めている。
- 4 月から始まった 2008 年度予算は、2009 年に総選挙が実施予定であること、さらに米国経済の減速による国内経済への影響を懸念し、所得税や消費税の減税対象拡大のほか、農業ローン減免を含む農業対策が組み込まれる等、全体的にバラ撒き色の強い内容となっている。同施策により、足元の金利高及びインフレ圧力による購買力の下押しが一定程度抑えられ、内需を下支えしよう。ただし、企業部門では設備稼働率が 90%を超えているとされる中、金利高による設備投資縮小の影響による足元の生産鈍化は当面続くものと見られ、これまでの高成長からの一服は避けられそうにない。

図 3 インド 実質 GDP 成長率の推移と予測(前年比)

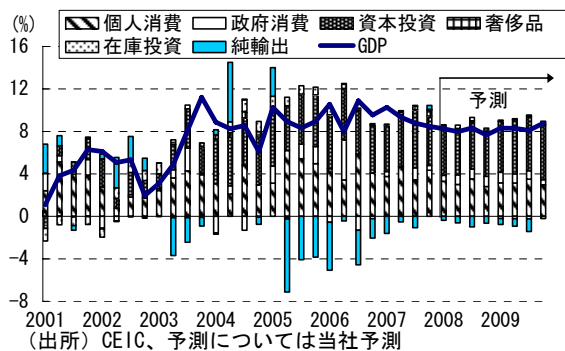


図 4 インド マネー関連指標の推移(前年比)

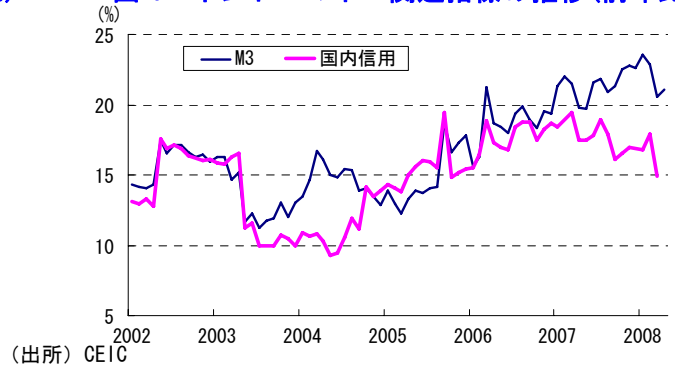


図 5 インド 金融政策の推移

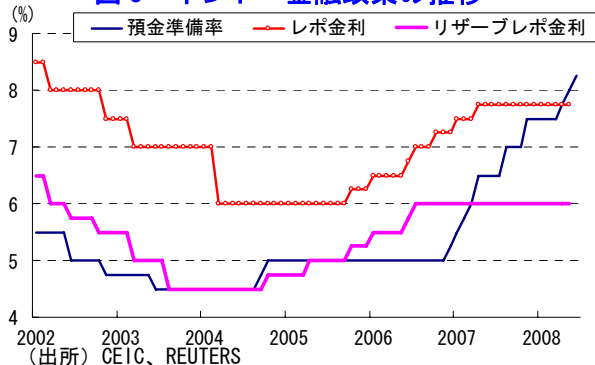
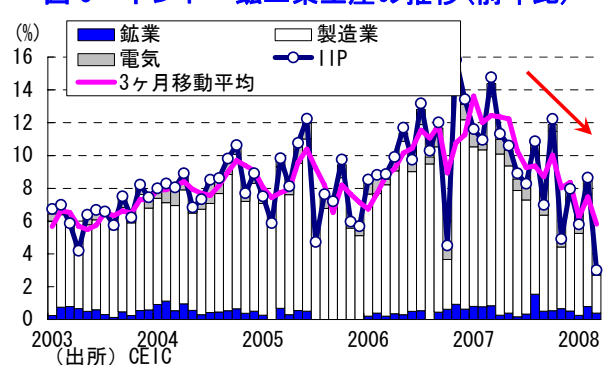


図 6 インド 鉱工業生産の推移(前年比)



## 《NIES ～輸出環境悪化も輸出先の多角化と内需が下支え、2009 年前半にかけて景気減速基調が強まる～》

- NIES 諸国では、各国の成長のモメンタムは足元でも堅調に推移している。韓国では輸出が高水準で推移した上、金融当局の為替介入で発生した過剰流動性が消費を押し上げた一方、前政権下での資産向投機抑制策の影響から資本投資は減退基調にある（図 7）。台湾においても輸出は好調に推移したものの、一方、内需は一昨年のクレジットカード問題に起因する落ち込みはひと段落したものの、前政権下での対中関係悪化を背景として伸びの低迷が続いた（図 8）。それに対して、香港やシンガポールでは投

資資金の流入による過剰流動性により、個人消費や資本投資等の内需が押し上げられ底堅く推移した一方、輸出拡大のペースが足元で鈍化する状況が続いている（図 9, 10）。

- 先行きについては、米国経済減速により輸出環境が悪化する中、IT 財や資本財が輸出の太宗を占める NIES では、足元の資源価格高騰に伴う資源国向け輸出が下支えとなるものと見込まれる。個々には、韓国は為替ウォンの対米ドル減価基調が続くとみられ、相対的な輸出競争力アップで輸出牽引が期待され、台湾は馬政権の誕生による対中関係改善から対中輸出による下支えが期待される。内需については、各国ともインフレ圧力の高まりから下押し圧力が強まる一方、ここ数年の高成長による財政余力があることから、財政を伴う形での消費の下支えが見込まれるほか、韓国では李政権による大規模公共投資計画、台湾では中国からの投資流入による資本投資の流入が期待される。
- IT 財を巡っては、韓国及び台湾において在庫調整局面入りが近いとのデータが出ている（図 11）。しかし、両国ではここ数年に亘り IT 関連での新規投資を抑制してきたこと、足元での出荷ペースは依然として旺盛な状態が続いている。しかし、今年は北京五輪等のイベントが控えており、五輪前後までは好調を維持するものと見込まれる一方、年後半以降には調整感が強まるものと予想される。

図 7 韓国 GDP 成長率の推移と予測(前年比)

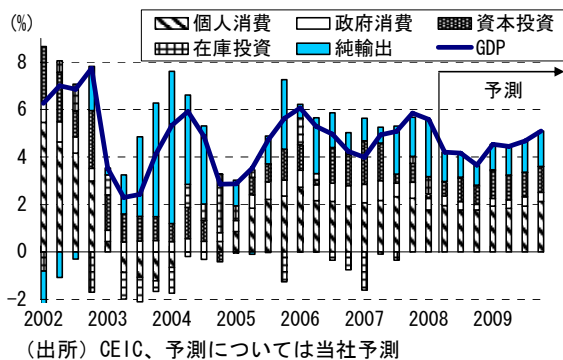


図 8 台湾 GDP 成長率の推移と予測(前年比)

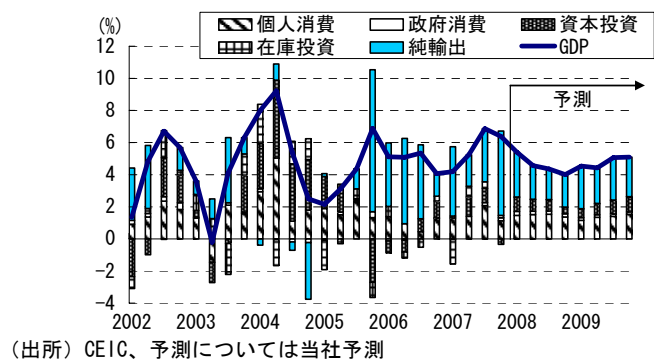


図 8 香港 GDP 成長率の推移と予測(前年比)

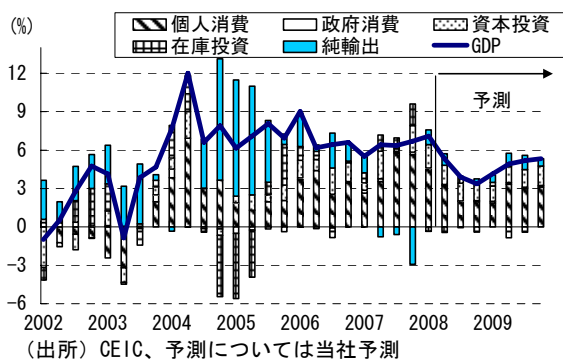


図 9 シンガポール GDP 成長率の推移と予測(前年比)

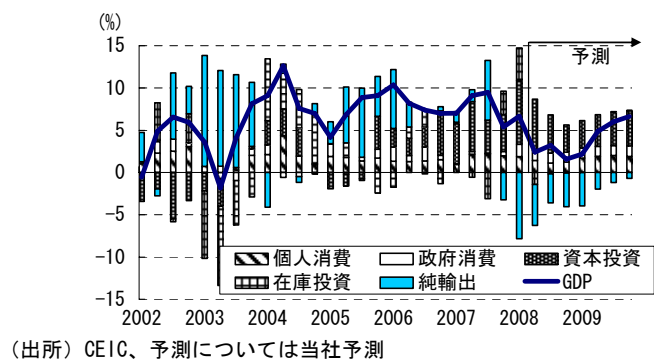
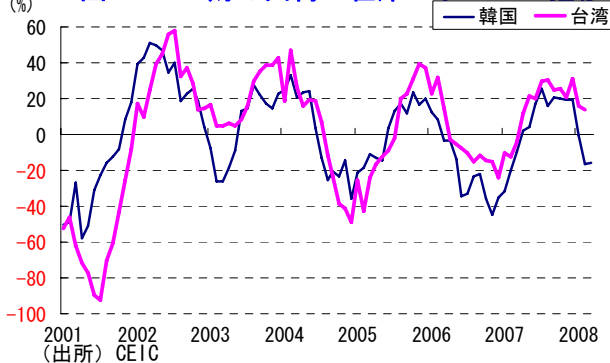


図 10 IT 財の出荷・在庫バランスの推移



# 《ASEAN4 ～インフレによる内需下押しも一次産品輸出は堅調さを維持、全体的には景気減速感が加速～》

- ASEAN4 諸国は、世界的な資源価格の騰勢が続く中で、アジア域内の高成長を背景に一次産品に対する需要が引き続き高く、輸出が景気の下支え要因となっている。また、足元での原油及び食料品価格の高騰が個人消費の下押し材料となっており、内需の伸びは国によって様相が異なるものの、全般的に低位に留まっている。その中でマレーシアとインドネシアの域内資源国では、昨年 7 月の公務員給与引き上げやバイオ燃料向けのパーム油輸出が、インドネシアではパーム油や天然ゴム輸出が堅調に伸びた影響で輸出が増大する中、個人所得が増大したことで個人消費も高い伸びを示す状況が続いている。タイは、軍事政権による経済失政が長く続いたことで消費者及び企業のマインドが悪化し、個人消費も資本投資も伸びが大きく鈍化する状態が続いた。フィリピンは、最大の輸出相手である米国経済の減速により電子部品関連の輸出が振るわない中、電力価格や石油製品価格の改定の影響があるものの、GDP の 10% に及ぶ海外労働者送金の流入が堅調なこともあり、個人消費は底堅く推移している。
- 先行きについては、アジアを中心とする新興国は内需が底堅く推移するものと見込まれ、その影響で一次産品に対する需要も依然として堅調な伸びを見せるものと考えられる。一方で内需については、足元の資源価格の高騰が各国にコストプッシュ型インフレをもたらしており、各国金融当局は金融引締に舵を切る等の対応を行っている。今年初めの総選挙で軍事政権からの政権交代が行われたタイでは、誕生したサマック政権はタクシン政権と同様、ばら撒き政策により支持を集めており、その影響で内需が下支えされる見通しが高い。来年にも総選挙と大統領選挙が実施される予定のインドネシアでは、これまでの補助金政策により財政余力が乏しいことから、追加的な財政政策を打つことが難しい。その一方で、財政健全化に向けて石油製品向けの補助金削減等が行われる見通しから、内需のさらなる下押し懸念が強まっており、輸出環境が全体的に改善すると見られる 2009 年上期にかけて成長のモメンタムが大きく低下するものと見込まれる。マレーシアでは今年 4 月に実施された総選挙で与党 UNMO が大きく議席を減らし、アブドラ政権の信認低下が懸念され、今年末とされるアブドラ首相の任期中は個人消費に減速感が強まるものと見られる。フィリピンは食料品価格の高騰がアロヨ政権の人気低下に繋がる等、消費者マインドの悪化が懸念されるほか、労働者送金の送金元である米国経済減速の影響から個人消費の下押しは裂けられそうにないと考えられる。
- 一次産品市況については、アジアを中心とする新興国経済が先行きも底堅い内需を持続するものとみられ、実需を伴う需給バランスは大きく変化しないものと見込まれる。一方で、米国経済の減速に起因する先進国の金融当局による金融緩和策により、世界の金融市場に流動性が溢れる中、投機を目的とする資金が先物市場に流入、足元の価格の騰勢を後押ししているとの観測が強い（図 15）。米国経済については、今年後半には戻し減税による個人消費の押し上げが期待されるものの、本格的な回復基調に至るのは 2009 年後半以降とみられることから、当面は金融政策が緊縮策に転じるとの見通しは低く、その結果、商品価格の騰勢が急速に収束する事態には至らないものと見込まれる。

図 11 マレーシア GDP 成長率の推移と予測(前年比)

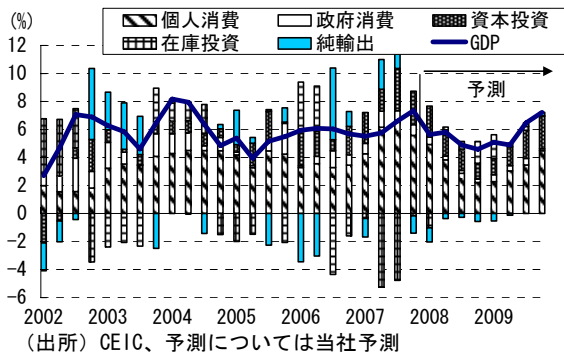


図 12 タイ GDP 成長率の推移と予測(前年比)

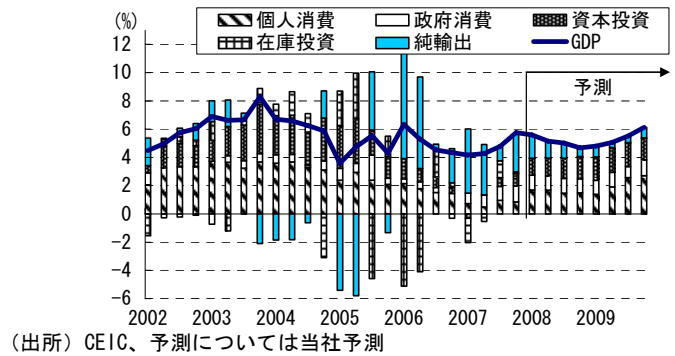


図 13 インドネシア GDP 成長率の推移と予測(前年比)

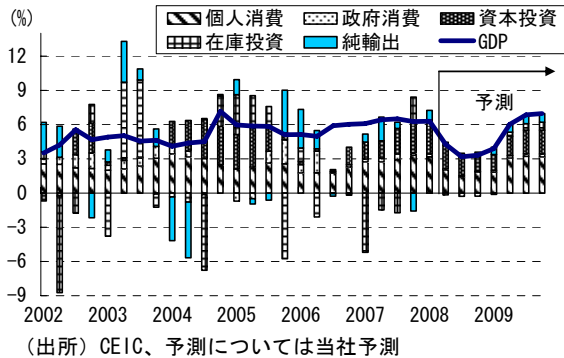


図 14 フィリピン GDP 成長率の推移と予測(前年比)

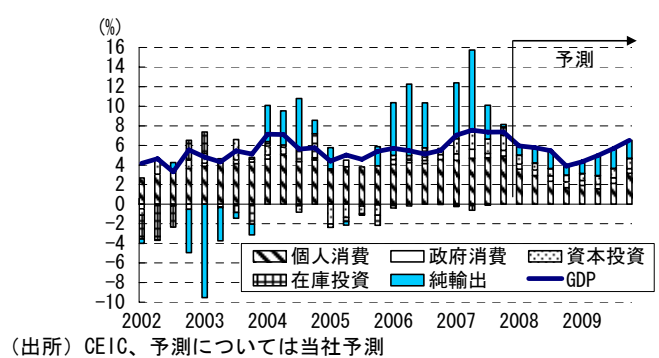
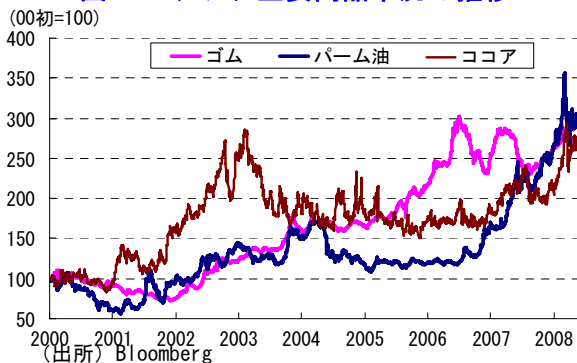


図 15 アジア主要商品市況の推移



### 《先行きの見通し ～今年後半にかけて成長のモメンタムは減速、2009 年第 2 四半期を底に持ち直しへ～》

- 2008 年のアジア 9 ヶ国の経済見通しを考える場合、以下のようなシナリオを想定することとした。① 米国経済の減速は依然として続くものの、年後半には戻し減税の効果により減速度合いは緩やかに留まると予想される。② 米国経済の減速により米国向け輸出は鈍化基調が続くものの、足元の資源価格の騰勢は当面収束せず、その結果、資源国向け輸出が輸出全体を下支えする傾向が続く。③ 足元で亢進する商品価格の騰勢について、原油等の資源価格は依然として高止まり傾向が続くものと考えられる。一方で、穀物を中心とする食料品価格は、今年的小麦、大豆等の作付意向面積が拡大しており、過去最高の収穫高が見通されていることもあり、特別な天変地異が起こらないことを前提として、収穫期を迎える今年夏以降には、以前のレベルからは高いものの収束を迎える。これらを踏まえた上で、2008 年のアジア 9 ヶ国の加重平均成長率は、前年比+5.8%と予想している。
- インドは、足元のインフレ圧力が需要インフレとコストプッシュ型インフレの二重構造となっていることから、金融当局による緊縮姿勢は今年いっぱい継続されるものとみられる。食料品価格については、インド気象庁によるモンスーン期の雨量見通しが今年も十分に確保されとの見通しから、今年

の収量は高いものと見込まれ、年後半にはインフレ圧力が一服するものと見込まれる。また、この結果、依然として GDP の 18% を占める農業が堅調さを取り戻すものと見込まれる。一方、需要側では、緊縮的な金融政策に加えて、インフレ圧力が当面残ることから、個人消費の下押しが懸念される。しかし、今年度予算において所得減税や消費税の減免拡大が行われることになっており、下押し度合いは幾分緩和されることになろう。また、昨年も金利高という環境下にも拘らず、秋口のガネーシャ祭を期に個人消費が勢いを取り戻したことから、今年も同様の動きが期待されることから、消費は底堅く推移しよう。一方、投資については海外からの直接投資による押し上げが期待されるほか、政府主導によるインフラプロジェクトも数多く実施される見通しであり、当面堅調な推移を見せるものと期待される。その結果、2008 年の成長率は前年（同+9.2%）から減速し、同+8.0%と予測する。

- NIES の 2008 年の加重平均成長率は前年（同+5.5%）から低下し、同+4.7%と予測する。米国経済の減速を背景に、米国向け輸出の鈍化基調はさらに強まるものの、資源国向け輸出が下支えする形で外需全体としての伸びは鈍化するものの底堅い動きを見せると予想している。台湾については新政権の下で対中関係が改善することで外需を下支えするとの見通しを加えた。一方、足元のインフレ圧力については、原油価格の騰勢が当面は続くものと予想される中、韓国、台湾、香港は補助金政策による消費の下支えを行う見通しがあるものの、シンガポールについては補助金政策を採用する見通しがないことから、個人消費の下押しの影響を大きく受けると予想している。
- ASEAN4 の 2008 年の加重平均成長率についても、前年（同+6.1%）から減速し、同+5.2%と予測する。NIES 諸国同様に、米国経済の減速を背景に米国向け輸出の鈍化基調を強めていくものと見込まれる。また、ASEAN4 諸国は NIES に比べて輸出品目の多様性に乏しく、輸出先の多様化度合いが遅れていることも影響し、外需の鈍化基調がより鮮明になると予想している。また、内需については、インフレ圧力に対する財政措置がマレーシア及びタイで期待される一方、財政余力の乏しいインドネシア及びフィリピンでは効果的な策を講ずることが難しいと想定、両者間で内需下押しの影響に差が生ずるものと予想している。
- 2009 年のアジア新興国経済は、年下期にも米国経済が減速からの本格回復に至るものとの前提から、輸出環境の改善が期待される。一方で、世界的な商品価格は高止まりするものと考えられ、その結果インフレ率は 2008 年を下回るものと予測されるものの、各国の金融政策が大幅に緩和される見通しは低く、生産活動の伸びが大きく改善されるには至らないものと見込まれる。こうしたことから、2009 年のアジア 9 ヶ国の加重平均成長率は、同+6.0%と予測した。なお、個別国の情勢を見ると、インドでは政府主導による大規模インフラプロジェクトが本格化する時期に入ることから成長の加速を予測、マレーシアではアブドラ政権後の新政権が発足されることにより足元で滞っている地方部における公共投資の進捗に改善が期待されること、また、タイではサムック政権による公共投資重視政策が加速される見通し前提とした。

図 16 アジア 9 ヶ国 GDP 成長率の推移と予測

|         | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------|------|------|------|------|------|------|
| アジア9ヶ国計 | 6.4  | 6.0  | 6.7  | 6.6  | 5.7  | 5.9  |
| インド     | 7.9  | 9.1  | 9.8  | 9.2  | 8.0  | 8.4  |
| アジアNIES | 5.9  | 4.8  | 5.6  | 5.5  | 4.7  | 4.8  |
| シンガポール  | 9.0  | 7.3  | 8.2  | 7.7  | 5.0  | 5.4  |
| 韓国      | 4.7  | 4.2  | 5.1  | 5.0  | 4.7  | 4.8  |
| 台湾      | 6.2  | 4.2  | 4.9  | 5.7  | 4.6  | 4.8  |
| 香港      | 8.5  | 7.1  | 7.0  | 6.3  | 4.7  | 4.8  |
| ASEAN4  | 5.9  | 5.1  | 5.5  | 6.1  | 5.2  | 5.4  |
| マレーシア   | 6.8  | 5.0  | 5.9  | 6.3  | 5.2  | 5.9  |
| インドネシア  | 5.0  | 5.7  | 5.5  | 6.3  | 5.3  | 5.2  |
| タイ      | 6.3  | 4.5  | 5.1  | 4.8  | 5.1  | 5.4  |
| フィリピン   | 6.4  | 4.9  | 5.4  | 7.3  | 5.3  | 5.4  |

(出所) CEIC、予測については当社予測

図 17 アジア 9 ヶ国 インフレ率の推移と予測

|         | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------|------|------|------|------|------|------|
| インド     | 6.6  | 4.7  | 4.8  | 4.8  | 5.7  | 4.7  |
| アジアNIES |      |      |      |      |      |      |
| シンガポール  | 1.7  | 0.5  | 1.0  | 2.1  | 5.6  | 3.0  |
| 韓国      | 3.6  | 2.8  | 2.2  | 2.5  | 3.9  | 3.3  |
| 台湾      | 1.6  | 2.3  | 0.6  | 1.8  | 2.9  | 2.5  |
| 香港      | -0.4 | 0.9  | 2.0  | 2.0  | 4.1  | 3.5  |
| ASEAN4  |      |      |      |      |      |      |
| マレーシア   | 1.4  | 3.0  | 3.6  | 2.0  | 2.8  | 2.4  |
| インドネシア  | 6.1  | 10.5 | 13.1 | 6.4  | 8.0  | 6.1  |
| タイ      | 2.7  | 4.5  | 4.6  | 2.2  | 4.8  | 3.3  |
| フィリピン   | 6.0  | 7.7  | 6.3  | 2.8  | 5.5  | 3.9  |

(出所) CEIC、予測については当社予測

以 上