

2008・09年度アジア経済見通し(2008年8月)ーインド・NIES・ASEAN4編ー ～インフレと金利高が共存することで底堅く推移した内需が鈍化、景気減速は避けられず～

発表日：2008年8月15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)

- アジア経済はここ数年、海外からの投資資金の流入による資本投資の拡大を通じて生産性が改善したことによる雇用・賃金の上昇を背景とする力強い消費などの内需による高成長を享受してきた。しかし、米国サブプライムローン問題を契機に金融市場の信用不安が拡大すると投資家のリスク許容度が低下し、足元では新興国の中でも内需の力強さや資源の有無を材料に色分けが進んでいる。さらに、原油や穀物などの資源価格の高騰はインフレ圧力のみならず、これらを輸入に依存する国のファンダメンタルズの悪化といった影響をもたらしている。国によっては食料品やエネルギーを中心とするコストプッシュ型から始まったインフレ圧力が、所得上昇や過剰流動性による需要インフレを通じた複合インフレに至っており、金融引き締め度合いの加速が予測される。その結果、インフレと高金利の共存により消費や投資といった内需にこれまでの力強さからの鈍化は避けられない。一方、外需はファンダメンタルズ悪化による為替減価が輸出競争力上昇に繋がる上、資源国向け輸出が下支えするとみられる。内需鈍化の一方、堅調な外需によりアジアの外需依存度は拡大が予想され、先行きは高成長からの一服となるものと予測される。
- インド経済はインフレと高金利の共存により底堅く推移してきた消費に下押し圧力が掛かる一方、海外からの直接投資は依然堅調で資本投資は底堅い。金融当局はインフレ対応から金融引き締めを強めているものの、昨年の証券投資の大幅流入で発生した過剰流動性による内需押し上げの影響が残存する中で足元でもマネーの伸びが高止まりしており、年末に掛けて引き締め度合いを強めていくとみられる。その一方、国内の設備稼働率が高止まりする中で金利の高止まりは設備資金の需給逼迫に繋がり、足元で鈍化基調の強まる生産にさらなる下押し圧力が懸念される。インフレについても、原油価格は足元の調整局面が年末まで持続するとみられるものの、食料品の需給緩和や金融引き締めの効果発現に時間を要するとみられることから年内はインフレ圧力が持続し、年明け以降にはその緩和が期待されよう。来年半ばには金融緩和に向けた動きも期待され、年後半には米国景気の自律的回復と歩調を合わせる形で内外需に力強さが回復し、景気回復基調が強まっていくものとみられる。
- NIES諸国もインフレ圧力の高まりによる消費及び投資の下押しが避けられない。中でも韓国は昨年の大規模為替介入により生じた過剰流動性による需要インフレ、為替減価による輸入インフレの複合インフレに陥るなど、先行きの金融引き締め速度を上げざるを得ない状況にあり、インフレと金利高による内需押し下げは必至である。一方で為替減価は輸出の押し上げに繋がるなど景気の下支えに寄与するとみられる。台湾はクレジットカード問題発覚以降に金融引き締めを強めたことで、足元は金利高とインフレが共存する。輸出が好調に推移して来たものの、新政権への期待の一方で具体的施策に乏しく、対中関係の改善が先行きの資本逃避に向かう可能性も高まっている。香港は通貨HKドルの米ドルとのペッグ制が対中国元での為替減価に繋がるなど輸入インフレをもたらし、世界的な貿易縮小が主要産業の中継貿易の縮小をもたらしている。シンガポールはインフレ対策で為替の切り上げを行ったことで輸出競争力が減退し、足元では外需が弱含み基調を強めている。
- ASEAN4諸国は域内資源国のインドネシア及びマレーシアでは、主要輸出品の一次産品に対する世界需要が

依然力強く推移、タイも農産物需要の底堅さから外需は堅調に推移しているが、米国依存度の高いフィリピンでは大きく減速している。ただし、資源国においても国際価格の上昇は国内にも影響しておりインフレの影響は避けられず、消費及び投資などの内需を下押ししている。インドネシア、フィリピンでは金融引き締めが強まっていることで、当面の内需下押しが避けられないとみられる。一方のマレーシアとタイでは政府がインフレ抑制よりも景気を重点化したことで引き締めが遅れが生じている。先行きは引き締め舵を切らざるを得ないと考えられ、対応の遅れがインフレ圧力残存の長期化をもたらす懸念がある。

- 先行きのアジアは、足元の原油価格の調整が年内いっぱい続くとみられる一方、食料品需給の緩和には依然時間を要するとみられ年内はインフレ圧力が残存するとみられ、各国は金融引き締め姿勢を強める（利上げないし据え置き）と予測する。ただし、来年半ばには各国のインフレが収束するとみられ金融緩和に転じることが予想される。その結果、年内は消費及び投資などの内需に下押し圧力が掛かる一方、2009年の1-3月期を底に、4-6月期以降は内需にも力強さが回帰するものとみられる。なお、国ごとの差はあるものの、今年は財政出動による価格抑制や消費支援が実施されており、その影響で内需下押しの規模は一定程度は緩和されると見込まれる。また、ファンダメンタルズの悪化により昨年は増価基調が続いたアジア通貨に減価圧力が掛かっていることで輸出の下支え効果、資源国需要も底堅く推移すると期待される。こうしたことから、2008年のアジア9ヶ国の加重平均成長率は対前年比+5.6%と、2007年から1.2pの減速を予想する。なお、2009年は米国経済の自律的な回復とともに先進国全体に景気回復基調が戻ることで外需が回復し内需にも力強さが戻るとみこまれるものの、年前半にインフレ残存の影響があることから、年全体では対前年比+5.5%と、2008年から0.1pの減速を予想する。

《足元のアジア経済の方向感 ～インフレ「第2弾」への転換期迎え引き締め強化へ、景気全体も減速基調～》

- 中国以外のアジア主要新興国（インド、NIES、ASEAN4 諸国）の向こう 2 ヶ年の経済動向を一言で換言すれば、「これまでの高成長からは一服するものの、大幅な景気鈍化には至らない中途半端な状況」といったところを予想する。アジアの新興国はここ数年に亘って力強い内需を背景とする高成長を享受してきたが、その背景には直接投資や証券投資など海外からの投資資金の流入により資本形成が進展することで生産性が向上、雇用や賃金が好転するという好循環があった。こうした一連の動きに沿う形で昨年 4 月にはIMFが『世界経済見通し』の中で「デカップリング論」を提唱したこともあり、新興国経済が先行きも先進国の経済動向と独立して成長を享受していくものとみられてきた。
- しかし、米国でのサブプライムローン問題の発覚から世界の金融市場における信用問題に発展するようになると流れが大きく変わる事となる。それまで高い収益を目指して新興国に投資してきた投資家のリスク許容度が著しく低下し、新興国の中でも色分けが進むようになる。さらに、投資資金の一部が金融市場から原油や穀物などの商品市場に流入し価格高騰が生じると、これらを輸入に依存するアジア新興国にとっては風向きが大きく変化。特に、アジア新興国は依然として国内に多くの貧困層や低所得者層を抱え、必需品である食料品やエネルギーのインフレ指標に占めるウェイトが高いこともあり、足元で起こっているコストプッシュ型インフレの影響を受け易い体質にある。
- 足元のインフレは原油や穀物を中心とする供給要因によるものであり、基本的にはこのボトルネックが解消されることがインフレ圧力の解消に不可欠である。したがって、アジア新興国はインフレ圧力が高まる中でも利上げなどによる金融引き締め対応を怠ってきた嫌いがあり、国際機関さえそうした対応を薦めて来た。しかし、物価上昇に伴い実質金利がマイナスに転換した辺りからその様相に変化が起こってくる。さらに、鉱物資源を輸入に依存するアジア新興国では、資源価格高騰は輸入拡大をもたらし、貿易収支の悪化から経

常収支の悪化に至る。サブプライムローン問題発覚前ならば、海外投資家の新興国向け投資による資本収支黒字の拡大により経常収支のパフォーマンスを覆い隠すことが可能であったものの、年明け以降はそうした動きも鈍っている。つまり、アジア新興国での経常収支の悪化は各国通貨の為替減価に繋がり、輸入物価の押し上げを通じた輸入インフレを引き起こしている。アジア新興国の中には、食料品やエネルギーを除いたコア物価ベースでも金融当局の設定する目標値を上回る国も出ており、インフレ「第2弾」への警戒が必要になっており、金融引き締めペースの加速が予想される。先行きは金融引き締めによる金利高とインフレ圧力が共存することで、国内消費及び投資の下押しは避けられず内需全体に鈍化基調が強まるものと予想される。

- 一方の外需を見ると、足元で進むアジア新興国の為替減価は輸出競争力の相対的な上昇に繋がっている。そのことで、輸出に6ヶ月先行するとされるOECD景気先行指数と対比すると、足元では異なる方向に向けた動きが強まっていることが示されている。さらに、米国経済の減速を発端としてEUや日本といった先進国経済にも減速基調が強まっている中、アジア新興国の輸出はアジア域内や中東、ロシアや中南米といった新興国・資源国向けの割合が高まっている。こうしたことから、足元では世界的な原油価格に調整の動きがみられるものの、依然として資源国の内需が底堅く推移していることから、資源国向けの輸出が新興国経済を下支えする可能性が一層強まっており、アジア新興国経済は外需依存度が拡大していくと予想される。
- こうした背景から、アジア経済全体としては、今年後半にかけてこれまで力強く推移してきた内需の鈍化基調が強まることで景気全体として減速感が強まっていくものと考えられる。また、輸出の米国依存度は徐々に低下しつつあるとはいえ、依然として単一国では最大の輸出仕向先であることを考えると、米国経済が自律的回復に至る2009年第2四半期が反転期となり、輸出が回復することで国内景気も大きく反転するものと見込まれる。なお、国内消費にとってはインフレと金利高の共存というマイナス材料があるものの、各国政府は当年度予算において財政支出を伴う景気対策を組むなどの措置を講じており、減速基調を強めつつも下支え効果による底堅さが残るものと見込まれる。こうしたことから、景気全体の減速感が強まる中でこれまでの高成長からの一服が訪れるものの、マイナス成長といった景気失速に至ることはなく、向こう2年は「低成長→回復」という流れを経るものと予想する。

図1 インフレ指標の推移(前年比)

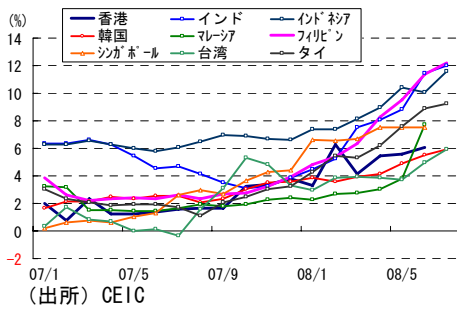


図2 仕向地別輸出割合の推移

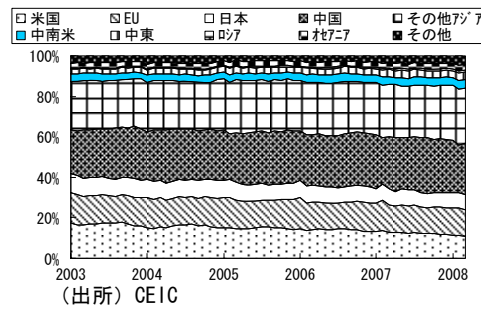
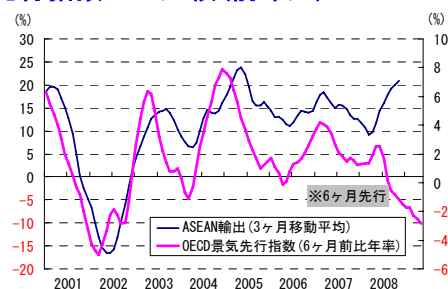
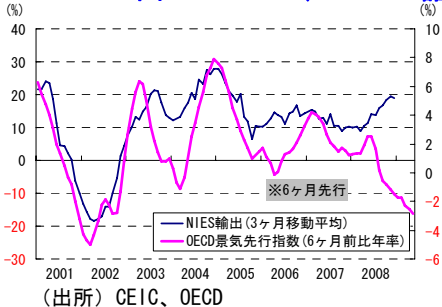


図3-4 NIES、ASEAN4 諸国の輸出とOECD景気先行指数との比較(前年比)



《インド経済 ～インフレと金利高による消費鈍化も、財政と直接投資による底堅い投資が下支えに～》

- インド経済はここ数年に亘り、海外からの直接投資を通じた資本投資の増大に加えて、国内での雇用環境の改善による所得増加から個人消費が力強く推移するなど、内需の力強さを背景に高成長を享受してきた。足元では、インフレ圧力の高まりと金融当局により引き締め姿勢が強化されていることで金利高が共存しており、個人消費に下押し圧力が掛かっている。年明け以降は証券投資の流入は先細っているものの、依然として直接投資の流入は旺盛なことから資本投資は底堅く推移している。なお、同国は製造業などに向けた多角化が進められて日が浅いこともあり、国内で生産された財の太宗は国内消費向けに振り分けられており、輸出依存度が極めて低い。足元では経済特区（SEZ）などを通じて外資製造業の誘致が進められているものの、その目的は同国内で販売する製品の製造拠点とするものが多い。
- 物価動向は、足元では原油価格が調整局面を迎えていること、一方で食料品価格については依然として高止まりが続くものの、先行きは需給状況が緩和されるものとみられることから、今年 10-12 月期をピークに伸びは鈍化基調に転じるものと予想する。なお、国内のマネーの伸び率は足元でも高止まりしており、過剰流動性による需要インフレ懸念が強まっていることを考えると、今年末にかけて引き締め姿勢をさらに強めていくものと予想される。当面はインフレ率が金融当局の目標である 6%ラインを超え続けると予想されることから、同ラインを切るとみられる 2009 年上半期までは引き締め姿勢の堅持（利上げ、ないし金利据え置き）が続くとみられ、下半期には緩和に向けた動きが出るものと予想する。
- 同国の生産は、金融当局が今年に入って以降に利上げなどの引き締め強化策を進めていることで足元では鈍化基調が強まっている。さらに、同国では国内対外商業借入（ECB）規制により海外の金融市場へのアクセスが十分に確保されていないこともあり、国内金利高はそのまま資金調達の高コストに直結することになる。産業界を中心に ECB の規制緩和に向けた声は高まっているものの、政府はそうした動きをみせていない。設備稼働率は 9 割超と極めて高いレベルで推移しており、設備資金需要が高い中でも拘らず金利高がネックとなり設備更新が進まない状況は、年末に掛けて持続するものとみられる。生産が本格的な回復局面に入るのは、金融当局による金融政策の姿勢が緩和される 2009 年後半以降になると見込まれる。
- 先行きの内需は、インフレ圧力が当面残存することに加えて、金融当局による引き締め強化から金利高が共存することになるため、個人消費に下押し圧力が強まるものとみられる。ただし、2008/09 年度予算では所得税減税のほか、消費税の免税範囲の拡充、農業ローンの減免などといったバラ撒き色の強い内容となっており、政府消費の増大に加えて個人消費の下支え効果が期待される。資本投資については国内の資金調達に厳しさが増す一方、海外直接投資が堅調に推移するとみられること、ODA などを通じたインフラ開発が進められる見通しから、先行きも底堅く推移するとみられる。資源価格高騰による投入財価格の上昇から企業収益下押しによる所得上昇ペースの鈍化は否めないものの、金融緩和効果の見込まれる 2009 年後半以降には勢いが回復するものと見込まれる。
- 輸出は、足元では通貨ルピーの為替減価の影響から勢いを取り戻しつつある一方、依然として底堅い内需と足元の原油・穀物価格の騰勢、石油製品などを中心とする価格統制による過剰需要から輸入の伸びが輸出を上回る状況が続く、貿易赤字は拡大基調にある。先行きは世界的な景気減速の影響により輸出は鈍化基調が強まるとみられる上、足元の原油価格が一服している影響から「インフレ抑制」と称して石油価格を引き下げることにより過剰需要が生ずる懸念もあり、輸入は内需のペースに併せる形で 2009 年上半期にかけて減速基調に入り、その後の回復が見込まれる。したがって、純輸出ベースで成長への寄与度は足元と同様にゼロ近傍で推移するものと見込まれる。

図5 卸売物価の推移と予測(前年比)

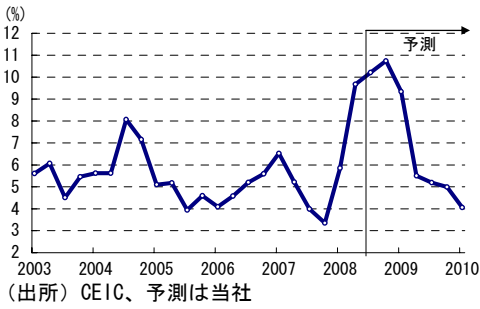


図6 M3と国内信用の推移(前年比)

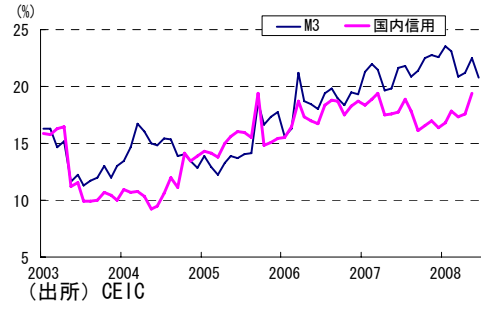


図7 金融政策の推移

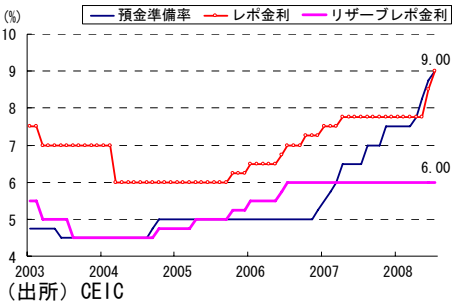


図8 鉱工業生産の推移(前年比)

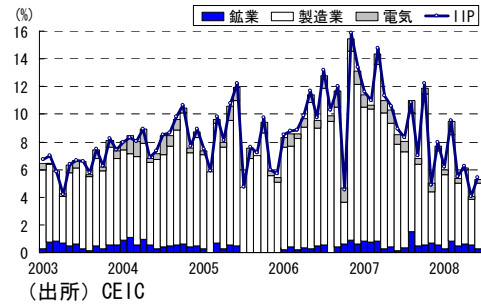


図9 輸出入の推移(前年比)

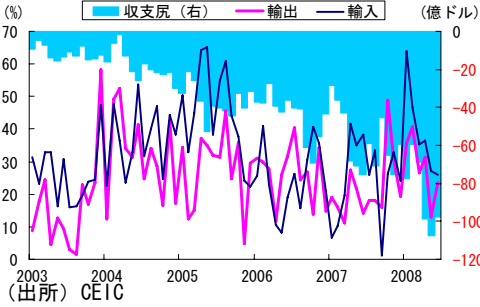


図10 直接投資流入額の推移

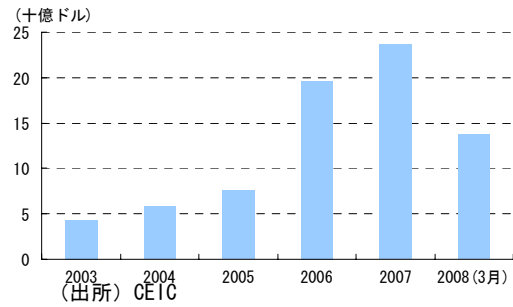


図11 GDP成長率の推移と予測(前年比)

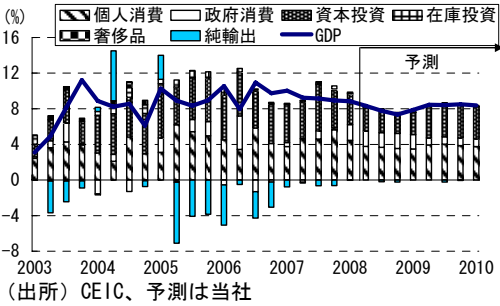


図12 為替相場の推移



《NIES 経済 ～新興国・資源国向輸出増大で外需下支えも、インフレ残存による内需鈍化で景気下押し～》

- NIES 諸国は資源小国ゆえ、足元の商品価格高騰の影響を受ける形でインフレ圧力に苦しんでおり、個人消費を中心とする内需に鈍化の兆しが見えている。韓国は年明け以降の輸入急増に伴う経常収支悪化を材料に、通貨ウォンの減価圧力が強まり、コストプッシュ型インフレに輸入インフレ圧力も加わる複合インフレに突入し、金融当局による引き締め強化に至っている。台湾は馬政権誕生によるマインド改善が期待されたものの、インフレ圧力の高まりに加えて金融引き締めによる金利高から、前政権下で疲弊した内需に勢いは戻っていない。香港は通貨 HK ドルの米ドルペッグにより対中国元での為替減価が進行、輸入インフレ圧力が加わる複合インフレに突入するも、ペッグ制故に独自の金融政策が打てない状況が続く。シンガポールは通貨 SG ドルの切り上げ調整でインフレに対応してきたものの、急速な輸出鈍化といった影響が出始めている。

- 物価動向は、足元では原油価格が調整局面を迎えていること、食料品価格については先行きの需給緩和が期待されることから、概ね今年 10-12 月期をピークに伸びが鈍化するものと予想される。なお、韓国及び台湾では、足元において金融当局による引き締め姿勢が強められているものの、特に韓国では昨年の為替介入に伴う過剰流動性が足元のインフレ圧力を押し上げていると考えられ、インフレは上振れする可能性も残っている。なお、インフレ率が金融当局の定める目標値を下回るとみられる 2009 年後半以降に金融緩和に向けた動きが出てくるものと予想する。シンガポールについては通貨 SG ドルに減価圧力が掛かりつつあるものの、インフレ対策の観点から当面は現状維持が続くとみられ、インフレ収束後に切り下げ方向に推移すると予想する。
- NIES 諸国はアジア域内で工業化の度合いが進んでいることもあり、輸出依存度が高い上にハイテクや IT 関連などの先進国向け輸出のウェイトが高く、米国経済を中心とする先進国での景気減速の影響を受け易い。特に、IT 関連が輸出の太宗を占める韓国及び台湾においては足元で在庫が急激に積み上がっており、北京五輪後に在庫調整入りする可能性が高まっている。とはいえ、今月初めには米国が韓国産 DRAM に対する相殺関税の撤廃を表明しているほか、EU も同様の措置を行う見通しが強まっており、こうした動きは先行の先進国向け輸出の環境改善に繋がる可能性がある。また、ここ数年で IT 財に対する新興国・資源国の需要が高まっていることもあり、先行きは輸出が景気を下支えする構図が強まっていくものとみられる。シンガポールでは、主要輸出財である医薬品・化学関連では月毎に生産の動きが激しく変わるものの、先進国向けが太宗を占めることを考えると、先行きにおいても外需の寄与はマイナスで推移していくものとみられる。
- 先行きの NIES 諸国の内需は、インフレ圧力が当面残存すると見込まれる上、韓国及び台湾では金利高の影響もあり、NIES 全体として個人消費の下押しは避けられそうにない。さらに、NIES 向けの海外からの直接投資は勢いが大きく鈍化しており、先行きにおいても当面はそうした傾向が続くとみられることから、資本投資についても鈍化基調が強まっていくものとみられ、内需全体に下押し圧力が強まるとみられる。新興国、とりわけ資源国向けの輸出が外需全体を下支えするものと見込まれるものの、輸出そのものの伸びは鈍化基調に入ることから、景気は下押し圧力が強まっていくと予測する。なお、米国を中心とする先進国の景気回復により外需が回復すると見込まれる 2009 年後半には、それに伴う企業業績の改善、雇用環境の改善により内需にも底入れ感が生まれると予測する。さらに、インフレ圧力の解消による金融緩和が内需の押し上げにも寄与するものとみられる。

図 13 NIES インフレ率の推移と予測(前年比)

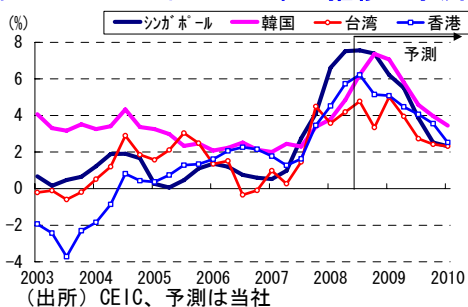


図 14 IT 財在庫出荷バランスの推移

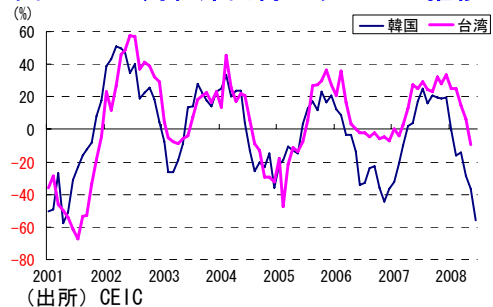


図 15 韓国 GDP 成長率の推移と予測(前年比)

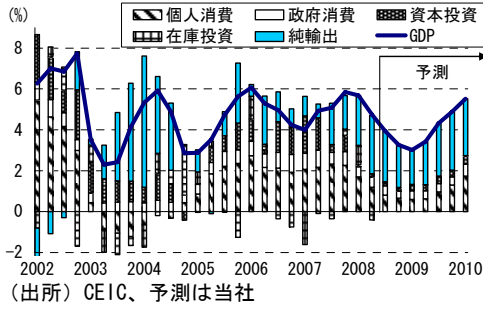


図 16 台湾 GDP 成長率の推移と予測(前年比)

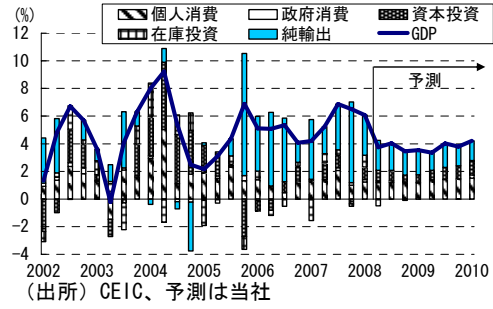


図 17 シンガポール GDP 成長率の推移と予測(前年比)

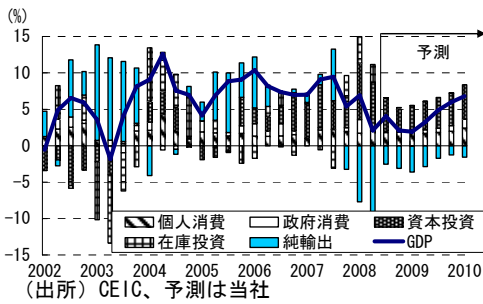


図 18 香港 GDP 成長率の推移と予測(前年比)

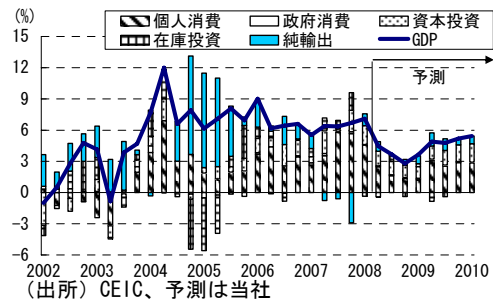
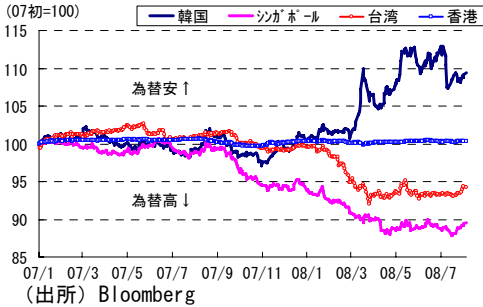


図 19 NIES 為替相場の推移



《ASEAN4 経済 ～資源の有無や金融政策対応により差が生ずるものの、全体的な景気減速は不可避～》

- ASEAN4 諸国は域内資源国であるインドネシア及びマレーシアと、非資源国であるタイ及びフィリピンに大別可能である。なお、インフレは国内で資源（特に穀物）が自給可能な国においても、国際価格が上昇したことにより国内価格に上昇圧力が生じている。さらに、コストプッシュ型インフレが進行する中、各国の金融引き締め対応が遅くなったことで足元では実質ベースの政策金利は大きくマイナスに転化しており、国内に過剰な消費や投資を誘発しているものとみられる。ただし、マレーシアを除く 3ヶ国については今年 5 月以降に続々と金融当局による利上げが進められていることもあり、足元の状況はインフレ圧力と金利高の共存により内需そのものに下押し圧力が掛かっている。マレーシアでは、先月の金融政策委員会においてインフレより景気を優先する姿勢を示した上で金利据え置きが決定されており、インフレ率の上振れによる景気過熱懸念も高まっていると言える。
- 物価動向は、足元においては資源及び穀物価格に調整が起こっているものの、先行きは先進国の景気回復による需要の回復が見込まれることで再び騰勢を強める懸念があること、一方の食料品価格については年末にかけて需給緩和が期待されることを勘案し、今年 10-12 月期をピークにインフレ率の伸びは鈍化基調に転じるものと予想される。ASEAN4 諸国では、マレーシアを除く 3ヶ国でインフレ抑制に向けた利上げが実施されているものの、中でも一番遅く利上げに踏み切ったタイでは政府による金融当局の姿勢に対する批判が高まっている上、政策委員の半数が政府寄りの委員に改選されるなどの動きがみられることから、早くも金融

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

引き締め姿勢が緩む可能性が高まるなどインフレ圧力の上振れ懸念が生じることになる。各国には政策的な懸念は残るものの、2009 年後半にはインフレ率がある程度の落ち着きを見せるものと考えられ、金融緩和余地が出てくるものと予想する。

- ASEAN 諸国のうち、資源国であるマレーシア及びインドネシアについては、足元で石油や天然ガス、パーム油といった 1 次産品の輸出が好調に推移しているが、国際価格動向の影響を受け易い。原油価格をはじめとする資源価格が調整しているものの、新興国では石油製品などに補助金を課すことで過剰需要を誘発していることで大きな需要の鈍化には至らないものとみられることから、先行きも輸出の堅調な伸びが期待されることで為替も足元同様に安定した動きが期待出来る。また、米国をはじめとする先進国の景気回復により需要が回復するようになると、さらなる輸出の加速による景気の押し上げも期待される。一方、フィリピンについては輸出の太宗が工業製品である上に米国向けが太宗を占めていることから、米国経済の減速による外需の鈍化の影響を受け易いと言える。フィリピンについてはインフレの高進と、輸入増大による経常収支悪化の影響で通貨ペソが鈍化基調を強めていることで輸出を下支えしているものの、外需の下押しは避けられないと考えられる。また、タイについては原油価格の高止まりによって輸送機器などの世界的な需要が鈍っている一方、主要輸出品であるコメなどの農産物に対する需要は引き続き底堅く推移するものとみられ、外需が景気を下支えするものとみられる。
- 先行きの ASEAN4 諸国の内需は、インフレ圧力が当面残存するものとみられる上、金融当局による金融引き締めが強まっている国では金利高と共存することになるため、個人消費の下押しは避けられないとみられる。特に、ASEAN4 は低所得者が多いことから、足元の食料品及びエネルギーを中心とするインフレによる下押しの影響が出易いと言ったことが出来る。なお、ASEAN4 諸国向けの海外からの直接投資は資源国であるインドネシアで堅調に推移しており、域内工業国であるタイでも依然として昨年並みの流入が続いている。こうしたことから、これらの国では資本投資による景気の下支えが期待されるものの、タイについては昨年年末に誕生したサマック政権の経済運営に対する疑念・懸念が高まっており、先行きには不透明感が残っていると言える。マレーシアについては政府及び金融当局がインフレ抑制よりも景気対策を優先する姿勢を明確にしていることで、先行きはインフレが高止まりする一方、過剰流動性を発生させることで需要を誘発させることを狙っていると考えられ、内需は底堅さを維持する可能性があるものの、こうした政策を実施し続ければハイパーインフレ懸念を生じさせることになるため、早晚引き締めへの転換が迫られると考える。

図 20 ASEAN4 インフレ率の推移と予測(前年比)

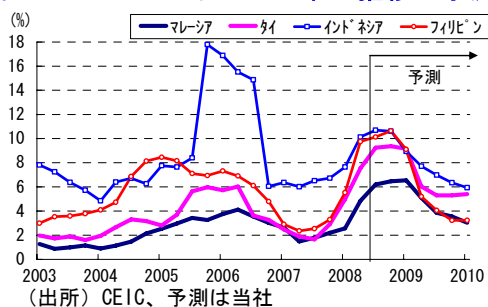


図 21 ASEAN4 政策金利(実質)の推移

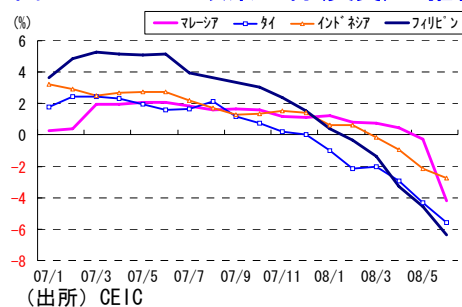


図 22 マレーシア GDP 成長率の推移と予測(前年比)

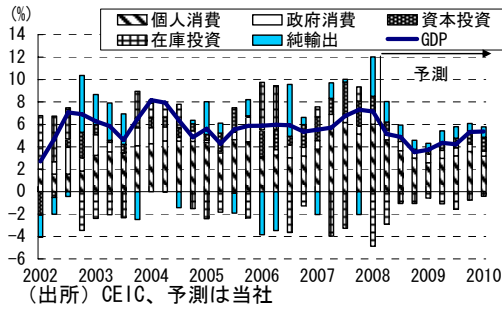


図 23 インドネシア GDP 成長率の推移と予測(前年比)

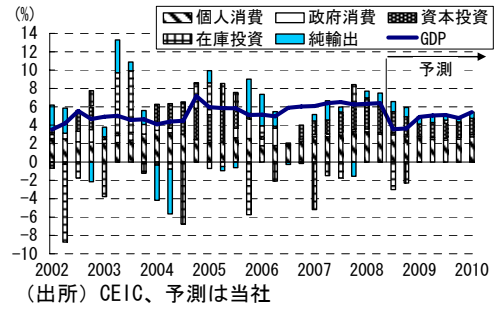


図 24 タイ GDP 成長率の推移と予測(前年比)

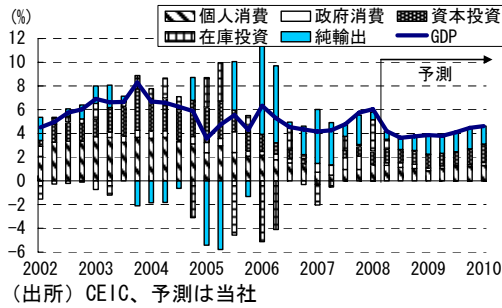


図 25 フィリピン GDP 成長率の推移と予測(前年比)

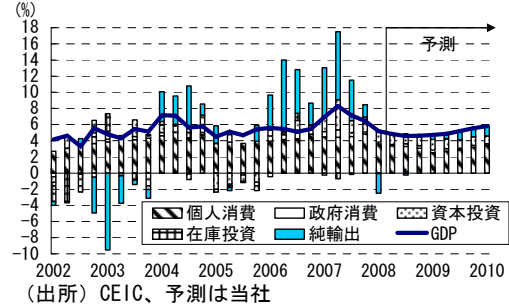
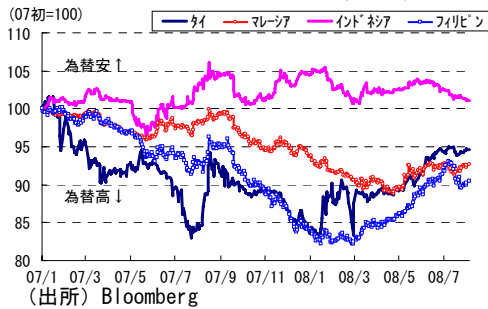


図 26 ASEAN4 為替相場の推移



《先行きのアジア経済 ～インフレと金利高の共存で内需下押し、景気も 07 年からの一服は避けられず～》

- 今回の 2008～09 年度におけるアジア 9 ヶ国の中期経済見通しの前提としては、以下のシナリオを想定している。①米国経済の減速は当面持続するものの、住宅価格に回復基調がみられるであろう 2009 年 1-3 月期を底に自律的な回復基調に至る。②米国経済のみならず EU 経済も減速基調を強めることで、資源価格は足元の調整が年内は持続するものの、年明け以降は米国景気の好転に沿って需要が回復する。③資源価格は調整に至るものの、資源国が想定する価格を上回るレベルで推移（四半期平均で最安レベルは 1 バレル＝100 ドル）することから、資源国の需要は依然として底堅く推移しアジア新興国の輸出を下支えする。さらに、穀物の国際価格の騰勢を背景に上昇した食料品価格については、小麦、大豆などの作付面積は拡大していることから、過去最高の収穫高の見通しが示されていることを前提に、先行きにおける天変地異を想定せずに、収穫期を迎える秋以降には需給が緩和されることで、価格の高進を免れることを想定している。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、昨年から対前年度で 1.2p 減速して+5.6%と予想している。
- インドについては、足元で高進が続くインフレがコストプッシュ型インフレと、過剰流動性による需要インフレとの複合インフレによるものであり、インフレ圧力の残存が予想される年内については金融当局による引き締め姿勢がさらに強まるものと予測する。今年の同国は、モンスーン期（雨期）の雨量に恵まれたこと

から農作物の収穫量の増大が見込まれ、需給の緩和が期待される年後半以降には食料品価格の騰勢が落ち着くものと期待される一方、依然として国内のマネーの伸びが高止まりしていることから、引き締め効果が現れると見込まれる年明けまではインフレ圧力が残存すると予想する。ただし、農業の好調さは同国の GDP の依然 18%を占める一大産業の回復を意味しており、景気の下支えに大きく貢献することが期待される。一方の需要サイドでは、金融当局による引き締め強化に伴う金利高に加えて、インフレ圧力が年内いっぱい残存するとの見通しから、これまで底堅く推移してきた個人消費への下押し圧力は避けられない。ただし、2008/09 年度予算では所得減税や消費税の減免対象の拡大のほか、低所得者層の多い農業従事者向けローンの免除が行われるなど、個人消費の下押しは多少緩和されることで景気の下支えに寄与するものとみられる。昨年は金利高にも拘らず 8 月末に開催されるヒンドゥー教の祭（ガネーシュ祭）を期に個人消費が勢いを取り戻したこともあり、今年もそうした需要が創出される場合には個人消費の上振れが期待される。資本投資については、依然として海外からの直接投資が堅調に流入していることで底堅く推移するものと見込まれるほか、ODA などを通じた大規模なインフラ開発が実施される予定があるなど底堅さが期待されよう。政府の官僚主義的な対応により事業進捗に遅延が生じるリスクはあるものの、景気減速懸念が強まっている上、来年 5 月の下院の任期満了を控えている中、現政権が政治的実績を挙げることに奔走する可能性は高いとみられる。こうしたことを勘案した結果、2008 年のインドの成長率は対前年比+7.9%と前年（同+9.3%）から 1.4p 減速するものの依然高い成長が期待される。なお、年度ベースでは 2008/09 年度の成長率は、対前年度比+7.8%と前年度（同+9.0%）から 1.2p 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+4.5%と前年（同+5.6%）から 1.1p の減速を予測する。米国経済の減速を背景とする EU や日本など、先進諸国の景気鈍化を背景に先進国向けの輸出に鈍化基調が強まる一方、中東やロシア、中南米などの産油国を中心とする資源国向けの輸出が堅調に推移することで輸出の下支えが期待される。さらに、韓国については原油価格高騰による貿易収支の悪化が招いた経常収支の悪化により、年明け以降は通貨ウォンの減価基調が強まっていることで輸出競争力の相対的な上昇に繋がっており、先行きもこうした傾向が持続するとの見通しを加えている。また、台湾については、5 月時点では今春誕生した馬政権の元で中国との関係が改善し外需が下支えされるとの見通しを加えたものの、具体的な施策に進展が見られないこと、台湾資本による中国への投資可能性が高まっていることから、資本投資に下押し圧力が掛かるとの見通しを加えた。インフレ圧力については、足元で進行する原油価格の調整は年内いっぱい続くものとの想定に加えて、穀物を中心とする食料需給も年内には緩和すると予想されることから、10-12 月期にインフレ率のピークを迎えると予想する。したがって、年内はインフレ圧力が残存することになり、個人消費の下押しは避けられない上、韓国では今秋にも電力及びガス料金の値上げが予定されており、台湾では IT 関連財の値上げ、シンガポールでは補助金政策が実施されておらず、インフレの影響を受けるものと予想される。なお、香港では今年度予算において北京五輪終了によるマイナスの影響を踏まえ、補助金政策の実施が予定されており、インフレの影響が幾分緩和されるものと見込まれる。
- ASEAN4 諸国の 2008 年の加重平均成長率は、対前年比+5.1%と前年（同+6.1%）から 1.0p の減速を予測する。ASEAN4 諸国でも NIES 同様に、米国を中心とする先進国経済の減速を背景に先進国向けの輸出に鈍化基調が強まるものと見込まれる。ただし、域内資源国であるマレーシア及びインドネシアにおける原油や天然ガス、パーム油に対しては新興国での需要も高く、先行きの原油価格の調整により原油需要に回帰が起こることで輸出の下支えが期待される。また、タイではアジア域内での農産物需要が依然として高いことから、

先進国向けの機械輸出の鈍化にも拘らず下支えが期待される。一方でフィリピンは輸出の太宗を米国に依存している上、輸出品目及び輸出先の多様化が遅れていることから外需の鈍化がより鮮明に景気に影響を及ぼすと予想する。なお、内需については、年内はインフレ圧力が残存し続けることに加えて、金融当局による引き締め姿勢が強まることによる金利高が共存することで、個人消費に下押し圧力が強まるものとみられる。ただし、マレーシア及びタイについては政府がインフレ抑制より景気対策に軸足を置く姿勢を鮮明にしており、補助金政策など財政出動を伴う形でのインフレ対策を講じる可能性があり、さらに、利上げを行わない可能性も残っている。そうした場合、成長率には上振れ要因となるものの、インフレも上振れすることになることから景気過熱やハイパーインフレに陥る可能性も高まると予想される。一方で、財政余力の乏しいインドネシアとフィリピンでは、財政措置によるインフレ抑制及び景気浮揚策を打ち出すことは難しいと想定される。ASEAN4 内でも内需の下押しの度合いに差が生じるものと予想する。

- 2009 年のアジア新興国経済は、1-3 月期に米国経済が底を打って自律的な景気回復基調に反転する見通しから、それまで鈍化基調が予想される先進国向けの輸出に回復が期待される。また、今年下半期には原油を中心とする資源価格の調整圧力が強まっていくとの想定から、来年上半期の原油価格は大きく低下し、インフレ圧力が低下するのと歩調を併せる形での景気下支えが期待される。なお、インフレ率は年後半には各国の金融当局が受容可能なレベルに収束するものと見込まれ、金融引き締め姿勢は年後半には緩和に転換し、インフレの解消と金利低下を材料に個人消費及び資本投資といった内需の回復が期待されよう。金利低下は供給サイドでも設備資金需要の拡大に繋がることで生産の拡大が期待され、本格的な景気回復に向けた準備期間になるものと予想される。こうしたことを背景に、2009 年におけるアジア 9 ヶ国の加重平均成長率は、対前年比+5.5%と前年（同+5.6%）から 0.1p の減速に留まると予想する。なお、個々の国別では、韓国は足元のインフレが複合インフレに至っているにも拘らず、金融引き締めを舵を切るタイミングが遅くなったことでインフレの影響が 2009 年前半に大きく残ることから、2009 年は前年からの減速を予測する。台湾では内需振興に向けた具体策が進んでおらず、一方で中国に向けた資本逃避が起こる可能性が高まっていることを憂慮し 2009 年の減速を予測する。マレーシア及びタイについては、前述の通り政府がインフレ抑制より景気対策に軸足を置いており、金融引き締めのスピードが遅れると見込まれることから、2009 年前半までインフレの影響が残存することで 2009 年の景気減速を予想する。
- なお、今回の見通しでは足元の原油価格の調整が年内いっぱい持続するとの見通しから、来年前半の原油価格は足元のレベルから大きく低下、年後半に向けては先進国の景気回復とそれに続く新興国経済の回復により徐々に原油価格が騰勢を強めるとの前提を用いている。したがって、各国の金融当局は来年前半にかけて金融引き締め姿勢を強め（ないし維持）、年後半のインフレの収束を以って金融緩和に踏み切るとしており、それに沿って各国の内需が回復するとのシナリオを示している。ただし、足元の原油価格の調整が短期で終了し再び騰勢を強めるに至るリスクシナリオ下では、金融引き締めの終了は後ろ倒しになる上、景気失速に至る国が出てくる可能性も高まるものと予想される。

図 27 GDP 成長率の推移と予測

(前年比、%)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| アジア9ヶ国 | 5.0 | 4.7 | 6.4 | 6.1 | 6.7 | 6.8 | 5.6 | 5.5 |
| インド | 4.6 | 6.9 | 7.9 | 9.1 | 9.8 | 9.3 | 7.9 | 8.3 |
| NIES | 5.3 | 3.2 | 5.9 | 4.8 | 5.6 | 5.6 | 4.5 | 4.1 |
| 韓国 | 7.0 | 3.1 | 4.7 | 4.2 | 5.1 | 5.0 | 4.5 | 4.0 |
| 台湾 | 4.6 | 3.5 | 6.2 | 4.2 | 4.9 | 5.7 | 4.3 | 3.7 |
| 香港 | 1.8 | 3.0 | 8.5 | 7.1 | 7.0 | 6.3 | 4.4 | 4.6 |
| シンガポール | 4.2 | 3.5 | 9.0 | 7.3 | 8.2 | 7.7 | 4.8 | 5.0 |
| ASEAN4 | 4.9 | 5.6 | 5.9 | 5.2 | 5.4 | 6.1 | 5.1 | 4.7 |
| マレーシア | 5.4 | 5.8 | 6.8 | 5.3 | 5.8 | 6.3 | 5.1 | 4.4 |
| インドネシア | 4.5 | 4.8 | 5.0 | 5.7 | 5.5 | 6.3 | 5.7 | 5.0 |
| タイ | 5.3 | 7.1 | 6.3 | 4.5 | 5.1 | 4.8 | 4.4 | 4.1 |
| フィリピン | 4.4 | 4.9 | 6.4 | 5.0 | 5.4 | 7.2 | 4.2 | 5.1 |

(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 及び 2009 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、%)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| インド | 2.5 | 5.4 | 6.6 | 4.7 | 4.9 | 4.7 | 9.1 | 6.2 |
| NIES | | | | | | | | |
| 韓国 | 2.8 | 3.5 | 3.6 | 2.8 | 2.2 | 2.5 | 5.6 | 5.3 |
| 台湾 | -0.2 | -0.3 | 1.6 | 2.3 | 0.6 | 1.8 | 4.0 | 3.5 |
| 香港 | -3.0 | -2.6 | -0.4 | 0.9 | 2.0 | 2.0 | 5.4 | 4.3 |
| シンガポール | -0.4 | 0.5 | 1.7 | 0.5 | 1.0 | 2.1 | 7.3 | 4.5 |
| ASEAN4 | | | | | | | | |
| マレーシア | 1.8 | 1.1 | 1.4 | 3.0 | 3.6 | 2.0 | 5.0 | 4.7 |
| インドネシア | 11.9 | 6.8 | 6.1 | 10.5 | 13.1 | 6.4 | 9.8 | 7.5 |
| タイ | 0.6 | 1.8 | 2.8 | 4.5 | 4.6 | 2.2 | 7.8 | 6.4 |
| フィリピン | 2.9 | 3.5 | 6.0 | 7.7 | 6.3 | 2.8 | 9.0 | 5.3 |

(出所) CEIC、予測は当社

以 上