

## アジア(中国、インド、NIEs、ASEAN5)短中期経済見通し(2009年8月版)

～前半は景気対策と中国需要が牽引。年後半の拡大ペースは鈍化が予想され、本格回復は道半ば～

発表日：2009年8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)

- 金融危機後、アジア各国は世界的な需要縮小の余波を受けて景気が急減速した。しかし、年明け以降の中国での大規模景気対策による需要回復のほか、各国でも独自の景気対策を打ち出した結果、足元では景気の底打ち感が強まり、一部の国では景気が再加速している。一方、その原動力となった中国向け輸出が年後半も同じペースで拡大するとは考えにくく、先進国の需要回復も遅れている。さらに、各国の景気対策による内需押し上げには需要の先喰い懸念もあり、年後半も回復は続くものの伸びは緩やかなものに留まるとみられる。2010年以降も各国で本格回復が進むが、かつてのような世界的な信用創造プロセスの復活が難しい中、各国の内需規模に応じた回復に先進国の緩やかな需要回復が上乘せされる程度に留まるであろう。アジア11ヶ国での合成経済成長率は、2009年は前年比+4.6%と2008年(同+6.8%)から鈍化するが、2010年は同+7.2%になると予想する。
- 中国は景気対策による公共事業促進のほか、個人消費喚起に向けた補助金政策や金融緩和策で4-6月期の成長率は前年比+7.9%と再加速している。しかし、政府の掲げる消費主導の成長への移行は順調に進まず、消費の伸びは投資に劣後するなど力強さの乏しい状況が続いている。こうした中、急激な金融緩和で資金の一部が資産市場に流入してバブル懸念が高まっており、今後は成長持続とバブル退治との難しい舵取りが迫られる。年後半も回復が続くとみられるが、これまでの極端な緩和策は見直しを余儀なくされよう。年明け以降も景気対策の効果が続くともみられるが、押し上げ効果は徐々に低下する一方、先進国の需要回復が下支えする構図となろう。結果、2009年は政府の成長目標の8%をクリアし(8.2%)、2010年も9%を上回る成長(9.4%)になると予想する。
- インドも昨年末以来の景気対策のほか、大胆な金融緩和により個人消費の底堅さが続き、企業の設備投資マインドにも改善がみられ、生産も底離れが進んでいる。先進国の需要回復の遅れにより、外需は頭が重い状態が続くが、徐々に回復が進むと予想される。慢性的な経常赤字を抱える中、海外資本の取り込みが課題であるが、5月の総選挙で政治的安定が確保され、着実な改革志向が再確認されたことで構造改革期待が高まっており、堅調な投資の流入が期待される。今年度内は、本予算で謳われた「包括的な成長」を志向する政策の下で農村部を含む幅広い消費喚起による景気の下支えが期待され、緩やかな回復が続くと予想される。一方、来年度は景気対策効果の剥落は避けられないとみるが、外資を中心に投資が喚起され、7%を上回る成長に回帰すると予想する。
- NIEsはこれまで市場経済化が進み、外需依存度も高いことで金融危機の影響をより大きく受けてきた。しかし、韓国及び台湾は中国の景気対策により電子部品などの輸出を拡大させており、特に韓国は独自の景気対策効果もあり、4-6月期の成長率が前期比+2.3%に達している。香港やシンガポールも独自の景気対策のほか、国際金融環境の改善で資産市場が活発化し、内需に底打ち感が強まったほか、アジア内の貿易量拡大により景気は急回復した。しかし、年後半は回復は続くが、中国向けのスローダウンによりそのペースは緩やかなものに留まるであろう。年明け以降は景気対策効果の剥落で内需鈍化の可能性がある一方、先進国の需要回復で外需が下支えを担うとみられ、緩やかな回復が続くと予想する。
- ASEAN5は工業化の進んだ外需主導型経済のマレーシアとタイ、内需主導型のインドネシアとフィリピン、市場経済化途上のベトナムと色分け可能である。マレーシアやタイは先進国需要の回復の遅れが景気の重石となっているが、独自の景気対策で内需は底打ち感を強め、年後半は緩やかな回復に転ずると予想される。今後、マレーシアはイスラム金融の活用を含めて対外開放で外資導入を円滑に図るかが鍵

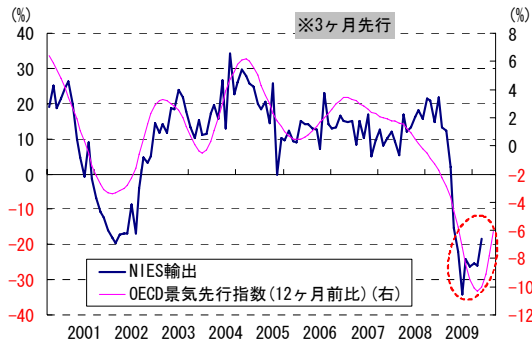
を握り、タイは政治的不安定さが下押し材料となる可能性に留意する必要がある。インドネシアは国内市場の大きさに加え景気対策による内需押し上げが奏功して景気は底入れを果たし、年後半も緩やかな回復が続くと予想される。一方のフィリピンは労働者送金の頭打ちに加え、景気対策も十分な効果を得られていない。外需も関係の深い米国景気の頭が依然重く、中国の寄与はあるものの、年後半は伸びの鈍化が見込まれる。ベトナムは景気対策で個人消費が底堅さを取り戻し、景気も再び加速感を強めているが、外需は依然として鈍い。各国とも年後半から来年初めにかけて本格回復が進むとみられるが、近年に比べれば緩やかな伸びに留まると予想する。

### 《アジア経済 ～中国の牽引力や各国の景気対策で年前半は急加速。年後半以降は成長ペースが緩む見通し～》

- 昨年 9 月のリーマンショックに始まる金融危機後、「世界の工場」として近年の高成長を享受してきたアジア経済は世界的な信用収縮による需要激減に直面し、輸出が激減した。特に、欧米先進国の信用収縮は、バブル的に増殖した信用創造プロセスからの揺り戻しをもたらし、こうした需要に対応すべく投資を拡大させてきたアジア各国は生産設備や雇用の過剰状態に陥った。アジアでは、輸出激減を背景に企業業績が悪化、それに伴う雇用・所得環境の悪化で個人消費や設備投資などの内需も大きく減速した。結果、各国の昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、日本同様かつてない大きな落ち込みを記録した。
- アジア経済は 1998～99 年に発生した通貨危機以来の大幅な景気減速に陥ったが、足元では各国とも急速に景気回復の機運を高めている。アジア通貨危機後は IT バブルにより電子部品などの需要が急拡大し、さらに、各国通貨の大幅な切り下げで輸出競争力が高まったことから、輸出主導で景気回復が進んだ。今次局面では、欧米先進国の需要は大きく落ち込んだままであるが、昨年 11 月に中国が GDP 比 14% に上る 4 兆元の景気対策を打ち出し、さらに、年明け以降は消費喚起に向けた取り組みを強化したことで、アジア経済は中国需要を梃子に急速に回復への足取りを強めている。
- また、G20 など金融危機後の世界経済を巡る新たな枠組みにおいて、世界全体で財政拡張や金融緩和を通じた景気対策へのイニシアティブが図られた。アジア各国でも大胆な金融緩和策のほか、大規模な景気対策が予算措置されたことで内需の底打ちが進み、一部では再加速に至っている。4-6 月期のアジア各国の実質 GDP 成長率は、前期までのマイナスないし小幅成長から大きく加速しており、多くの国でリセッションからの脱却が図られている。さらに、一部の国では、株式相場の急上昇による資産効果が個人消費を押し上げるなど、世界経済の底入れ期待が様々な効果を及ぼしている。
- 足元の中国経済は、既に景気の再加速局面にあるが、政府は「和諧社会」をスローガンに、個人消費の拡大を図り、資本投資とのバランスある成長を目指してきた。足元では個人消費に回復感が出ているが、景気の牽引役は依然公共事業を中心とする資本投資であり、政府の目指すバランスある成長は十分実現されていない。さらに、年明け直後の急激な金融緩和で過剰流動性の一部が資産市場に流入しており、当局の判断は成長維持とバブル退治との間で揺れている。バブル放置が難しい中、行政指導などを含む金融政策の見直しが行われれば、アジア諸国にとって外需の拡大ペースを鈍化させる要因になろう。一方の欧米先進国市場も、足元では景気の底打ちを迎えつつあるが、近年のような信用拡大を背景とした需要拡大を期待することは難しい。年後半以降の回復ペースの緩さを勘案すれば、アジアにとって外需の回復ペースは緩やかなものに留まると見込まれる。
- 年前半は各国の景気対策が個人消費や資本投資を底打ちさせ、景気の押し上げに貢献した。しかし、これら対策の効果には減税や補助金による需要の先喰い懸念があり、年後半には内需の伸びは鈍化すると予想される。一連の対策で自律的な内需拡大に向かわない一因として雇用・設備などの過剰感が挙げられ、これらの早期解消は困難とみられる。一方、景気対策でのインフラ開発など公共投資により景気の下支えは期待されるものの、景気対策の対象期間を今年のみとする国では対策効果の剥落で 2010 年の景気下押しが懸念され、

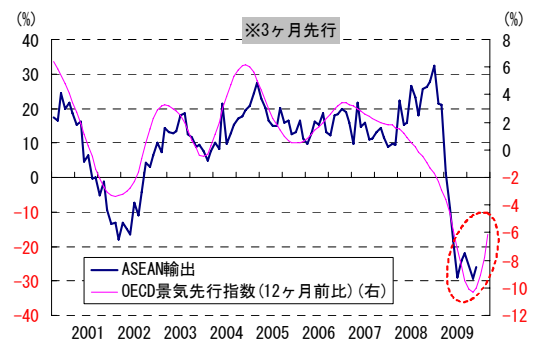
また、複数年に亘り実施予定の国でも 2009 年に多くの資金配分がなされる可能性を勘案すれば、2010 年には対策効果の低下は避けられないと予想する。

**図 NIEs 輸出と OECD 景気先行指数の推移**



(出所) CEIC、OECD から第一生命経済研究所作成

**図 ASEAN5 輸出と OECD 景気先行指数の推移**



(出所) CEIC、OECD から第一生命経済研究所作成

**図 アジア 11ヶ国経済成長率の推移と見通し**

(%:前年比)

	2007	2008	2009	2010
中国	13.0	9.2	8.2	9.4
インド	9.3	7.4	5.4	7.6
NIEs	5.6	1.7	-2.4	3.4
韓国	5.1	2.2	-1.1	3.2
台湾	5.7	0.2	-4.6	3.9
香港	6.4	2.4	-3.3	3.7
シンガポール	7.8	1.2	-3.6	3.3
ASEAN5	6.2	4.8	0.7	4.1
インドネシア	6.3	6.1	4.3	4.6
マレーシア	6.2	4.7	-3.8	3.2
タイ	4.9	2.7	-4.0	3.4
フィリピン	7.1	3.9	1.0	3.5
ベトナム	8.5	6.3	4.3	7.2

(出所) CEIC、見通し(影部分)は第一生命経済研究所作成。加重平均は米ドルベースの GDP でウェイト付け、2009~10 年は 2008 年実績を使用。

**図 アジア 11ヶ国インフレ率の推移と見通し**

(%:前年比)

	2007	2008	2009	2010
中国	4.8	5.8	-0.8	2.0
インド	4.9	9.1	0.9	5.5
NIEs				
韓国	2.8	4.5	3.0	3.8
台湾	1.7	3.5	-1.0	1.5
香港	1.9	4.4	0.4	1.2
シンガポール	2.2	6.4	-0.0	1.7
ASEAN				
インドネシア	6.4	9.7	5.1	5.7
マレーシア	2.0	5.5	0.8	2.5
タイ	2.1	5.5	-1.3	2.4
フィリピン	2.7	9.3	3.3	4.4
ベトナム	7.8	23.0	5.9	6.4

**《中国経済 ～年後半の成長モメンタムは鈍化も 8%成長達成を予想。内外需の底堅い動きは来年も続く～》**

- 近年は低廉で豊富な労働力を背景に「世界の工場」としての存在感を高め、平均二ケタの高成長を続けてきた中国だが、金融危機による世界的な需要縮小は輸出主導型の高成長路線からの転換を図るきっかけになった。政府は、昨年 11 月に GDP 比 14%に上る 4 兆元の景気対策を打ち出し、さらに、年明け以降は成長の原動力を公共事業を中心とする資本投資から個人消費に移行させるべく「家電下乡」・「以旧換新」や「汽車下乡」などの補助金パッケージを用意した。また、金融危機後の市中の流動性不足により景気が蹶くことを懸念し、当局は大胆な利下げを行い、金融機関に対し新規融資拡大を「行政指導」するなど財政・金融両面から景気刺激姿勢を前面に押し出した。当局が昨年までの引き締め姿勢を大きく転換した背景には、昨年の反動もあり、足元のインフレ率が前年比でマイナスに突入し、インフレ圧力が後退したことも後押ししたと考えられる。
- 結果、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+7.9%と景気は再び加速し、前期比(季調試算値ベース)+4.0%と高い成長を記録した。しかし、内訳をみると景気の押し上げに寄与したのは公共投資や銀行の新規融資の拡大で大幅な伸びを示した固定資本投資に関連する産業や、金融環境の改善により株式相場が急上昇した影響を受けたサービス業が中心となっている。また、補助金政策などで個人消費も底打ちし、生産も底離れが進んでいるが、消費の勢いは投資に比べ緩やかであり、政府の目指す個人消費が主導する経済成長には至っていない。また、足元では急激な金融緩和による融資拡大で過剰流動性の一部が株式や不動産などの資産市場に流入し、資産バブルの懸念が高まっている。監督当局はプロジェクト融資に対するリスク審査体制の強化を各金融機関に求めるなど、金融引き締めには舵を切ると窺わせる態度を見せる一方、「適度な緩和姿

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。見通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。

勢を堅持する」とコメントしている。内需の力が乏しい現状を考えると、2年前に実施した総量規制のような対応は採らないと予想される。

- 一方、近年の高成長を牽引した輸出は、欧米先進国の景気の底が近付いていることや、景気悪化による低価格製品に対する需要の高まりにより、足元では底離れが進んでいる。輸出のほとんどを占める製造業の景況感を示す PMI は足元で改善が進み、新規受注や輸出受注も改善しており、当面は生産の拡大が続くと期待される。アジアの景気底入れも需要拡大に貢献しているが、東南アジアを中心とする保護主義政策の一環で中国製品締め出しの動きも強まっており、また欧米先進国も景気の本格回復に時間を要すると思われ、近年の信用創造を背景にした過剰な需要が戻るとは考えにくいことから、輸出の拡大ペースは緩やかなものに留まると予想される。
- 年後半も補助金政策に加え、インフレ率低下で個人消費は底堅く推移すると予想されるが、金融当局のバブル対策により、銀行融資の先細りや公共投資抑制による歳出鈍化が懸念され、景気拡大は続くもののペースは鈍化するとみられる。外需も回復が続くとみられるが、今年の成長率への外需寄与度はマイナスで推移すると予想される。2010 年も景気対策の対象年であり、公共投資の貢献は見込まれるものの、家電下郷の期限到来により押し上げ効果が剥落し、個人消費の伸びは鈍化すると予想される。また、欧米先進国やアジアなどの景気回復により外需も底堅い伸びを示すが、これらの国でも景気対策の効果が剥落することで年後半にかけて需要の伸びが鈍化し、前期比の伸び率は堅調ながらも緩やかにとなっていく展開が見込まれる。結果、2009 年の経済成長率は前年比+8.2%と予想し、政府が掲げる「保八（8%成長達成）」は達成可能とみる。2010 年は同+9.4%の成長を予想する。
- 直近 7 月の消費者物価は、前年同月比+1.8%とマイナスでの推移が続いているが、昨年の商品市況急騰の反動による影響が大きく、前月比では緩やかなプラスで推移していることから、足元の状況はデフレとは言い難い。また、生産者物価や小売物価などのマイナス推移も、商品市況の反動に加えて物価統制による生産者の価格転嫁が難しい状況を現している。年後半は物価上昇圧力が徐々に掛かると予想されるが、経済成長は前期比で緩やかに鈍化するとみられ、2009 年通年のインフレ率は前年比▲0.8%とマイナス圏を脱しないと予想する。なお、2010 年には堅調な成長が続くことで緩やかにインフレ率が上昇し、同+2.0%と予想する。

図 中国 固定資産投資の推移(前年比)

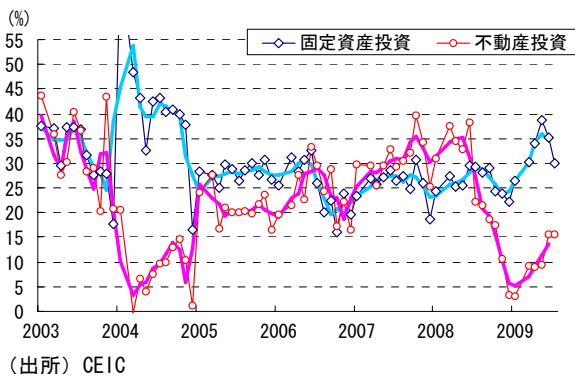


図 中国 小売上高の推移(前年比)

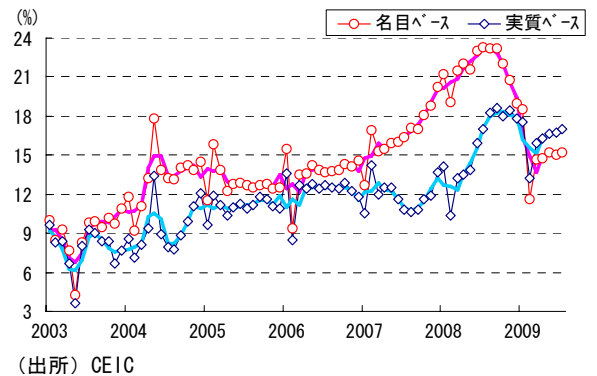
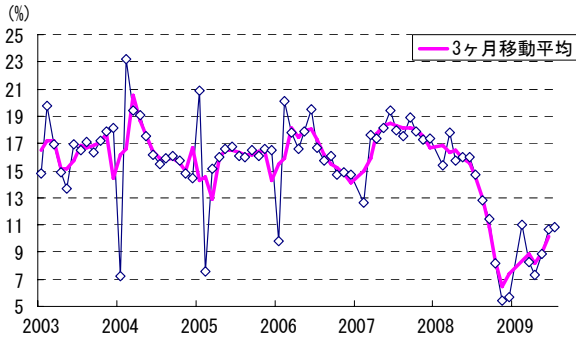
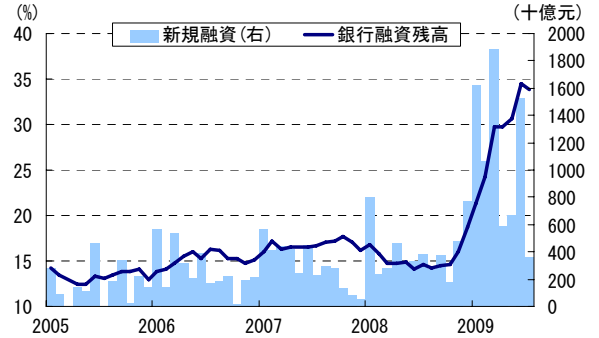


図 中国 鉱工業生産の推移(前年比)



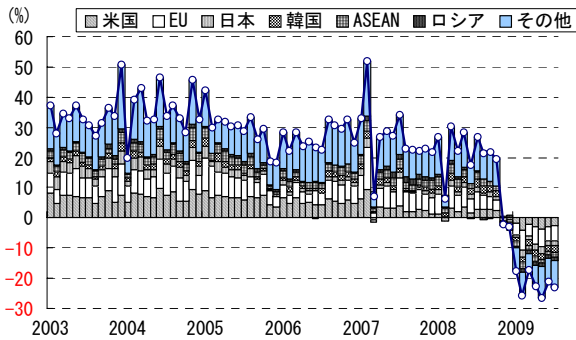
(出所) CEIC

図 中国 新規融資額及び融資残高の推移



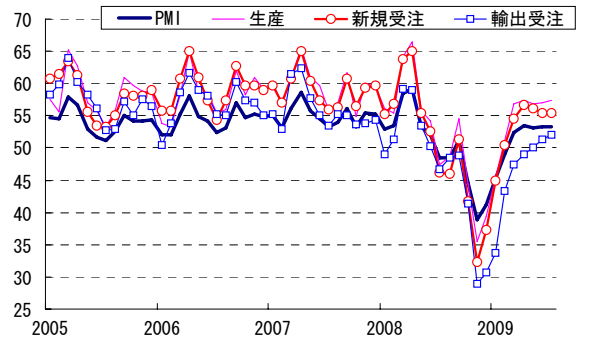
(出所) CEIC

図 中国 地域別輸出の推移(前年比)



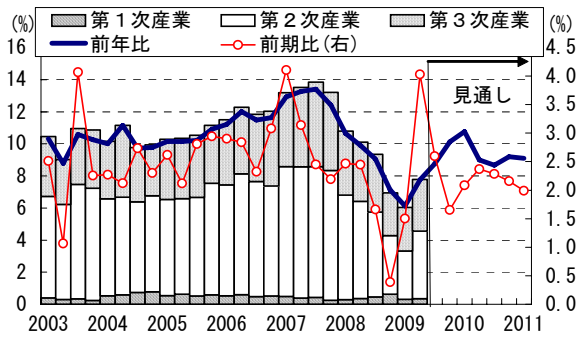
(出所) CEIC

図 中国 製造業 PMI の推移



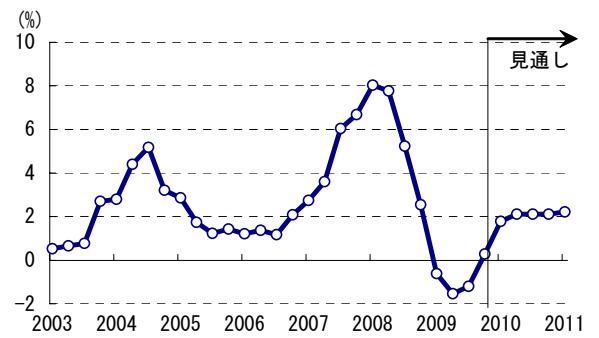
(出所) 中国物流購買連合会

図 中国 実質 GDP 成長率の推移と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

図 中国 消費者物価の推移と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

《インド経済 ～内需に底堅さ続き堅調な成長を持続、来年は対策効果の剥落はあるも投資流入に期待～》

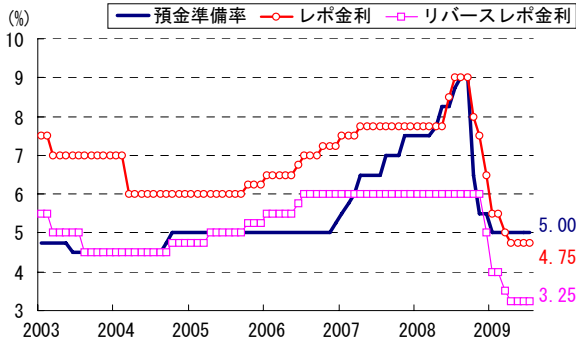
- 近年は構造改革を梃子に IT 関連や BPO など新たな成長産業が台頭し、高成長が続いたインドだが、昨年のインフレと金融危機によるマネーフローの変化で経済は大きく揺さぶられた。成長を牽引してきた個人消費など内需はインフレによる購買力低下と資金逃避による過剰流動性の剥落で勢いが急速に衰え、昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+4.8% (市場価格ベース) と 2003 年以来の低水準となった。政府は昨年 12 月以降 3 ヶ月連続で公共事業の促進や減税などを柱とする景気対策を行い、金融当局も金融危機後に累計 425bp の利下げを行うなど、財政・金融両面から景気刺激姿勢を前面に打ち出した。結果、1-3 月期の成長率は同+4.1%と鈍化した。前期比 (季調試算値ベース) では+0.9%と前期 (同+0.1%) から加速し、景気の底入れを果たした。
- 一連の景気刺激策を通じ、物品税やサービス税の税率引き下げや金利引き下げが行われ、家計部門の消費意欲が喚起されたほか、足元では乗用車のみならず商用車の販売台数も前年比でプラスとなるなど、企業の設備投資も改善が進んでいる。同国経済は内需依存度が高いが、4-6 月期以降は一段と加速が進み、景気を押し

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。見通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。

上げていると期待される。同国の外需依存度は相対的に低いものの、金融危機後は主要輸出先である欧米の需要低迷で輸出が激減し、繊維関連など雇用者数の大きい産業を中心に雇用・所得環境悪化が懸念された。足元では欧米経済の底入れにより徐々に輸出も回復しており、依然ピークの7割程度に留まるものの、製造業の景況感を示すPMIは4ヶ月連続で中立水準を上回り、新規受注や輸出受注も改善が進んでいる。足元では鉱工業生産も急速に底離れが進んでおり、先行きも拡大が続くと見込まれる。ただし、今年はモンスーン期（雨期）の雨量が例年を大きく下回っていることから、農業部門の低迷が懸念されている。

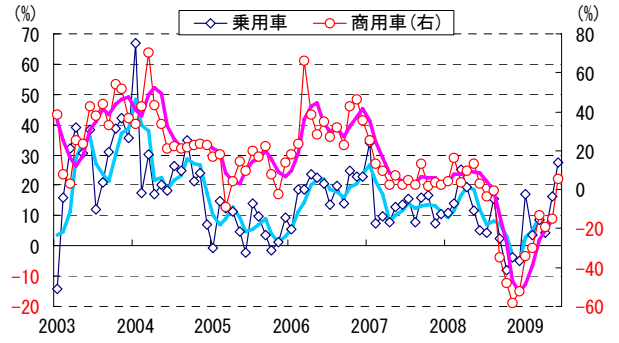
- 同国は慢性的な経常赤字を抱えており、高成長の実現には海外からの資金流入が不可欠である。今後の投資動向の観点からも総選挙結果が注目を集めていたが、国民会議派率いる与党連合（統一進歩同盟：UPA）が地滑り的な大勝利を治め、経済重視路線を堅持するシン政権は2期目に入った。1期目の後半は共産党など左派政党と連立したことで、米印原子力協定の批准など様々な施策で躓きが生じたが、今回はUPA単独で過半数を奪取し、政権運営に対する自由度は格段に向上したことから、構造改革路線の強化が期待されている。なお、閣僚人事を巡って主要閣僚に守旧派とみられる人材が並んだこと、7月初旬に公表された2009-10年度本予算で国営企業の民営化など構造改革への踏み込みが足りないとみられたことから、株式市場では一時失望と受け止められる動きもあったが、ムカジー財務相は長年着手されなかった税制改正などで手堅い政治手腕を見せており、国営企業改革などの改革でも着実な取り組みが行われている。結果、投資環境の整備が着実に図られる期待が高まっていることから、先行きも堅調な資金流入が予想される。
- 年後半も昨年末以降実施されてきた景気刺激策のほか、今年度予算では「包括的成長」に向けて農村部を中心に生活支援への施策が数多く組み込まれたことから、個人消費は堅調な推移が続くと期待される。さらに、政府のインフラ開発促進策などで資本投資も堅調であり、今年度中は消費及び投資ともに内需の底堅い推移が期待される。なお、金融危機後の積極的な財政政策により財政赤字の拡大が懸念されており、来年度は景気対策による消費の押し上げ効果が緩和すると予想される。一方、直接投資など海外からの資金流入により資本投資は底堅く推移するとみられ、輸出は欧米景気の本格回復は遅れるものの、来年後半以降には景気への押し上げ効果が期待されよう。結果、2009年の経済成長率は前年比+5.4%、2010年は同+7.6%になると予想する。なお、2009-10年度の経済成長率は前年度比+6.6%、2010-11年度は同+7.1%と予測する。
- 足元のインフレ率（卸売物価）は、昨年の商品市況上昇による物価高騰の反動を受けてマイナスとなっているが、消費や投資の盛り上がりを背景に前月比ベースでは既に上昇圧力を強めている。先行きも景気対策などで内需の底堅さが続くとみられることから、早晩前年比でプラスに転化するとみられる。来年以降も内需の堅調な推移や、世界景気の回復に伴う商品市況の上昇で押し上げ圧力が掛かり易い状況にある。さらに、今年のモンスーン期の少雨により食料品価格に押し上げ圧力が強まることも懸念され、金融当局の定めるターゲットの上限（6%）近くまで上昇すると予想される。結果、2009年のインフレ率は前年比+0.9%、2010年は同+5.5%に上昇すると予想する。

図 インド 金融政策の推移



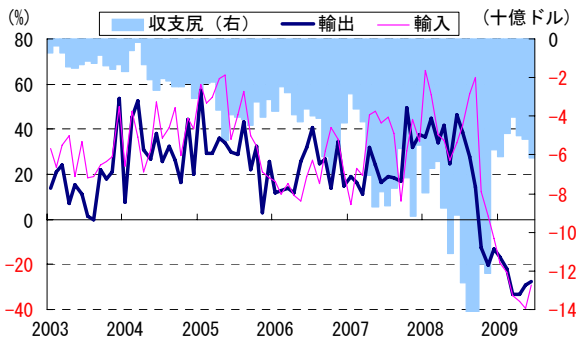
(出所) CEIC

図 インド 自動車販売台数の推移(前年比)



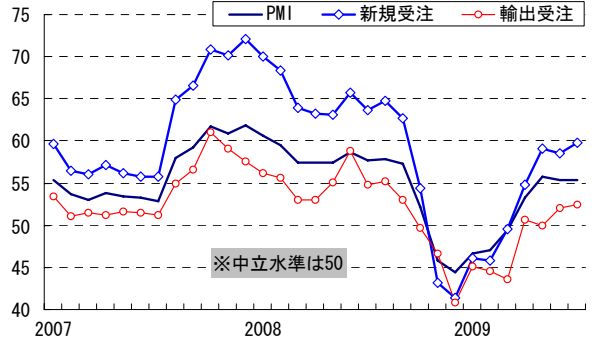
(出所) CEIC

図 インド 輸出入の推移(前年比)



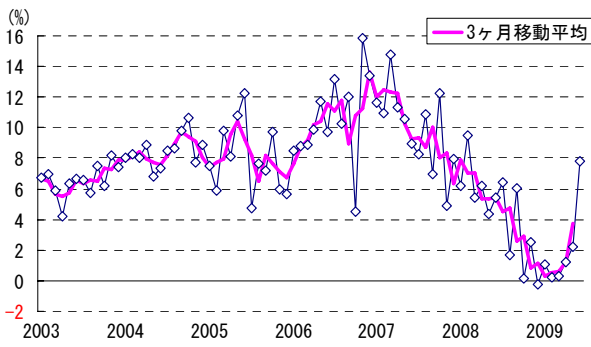
(出所) CEIC

図 インド 製造業 PMI の推移



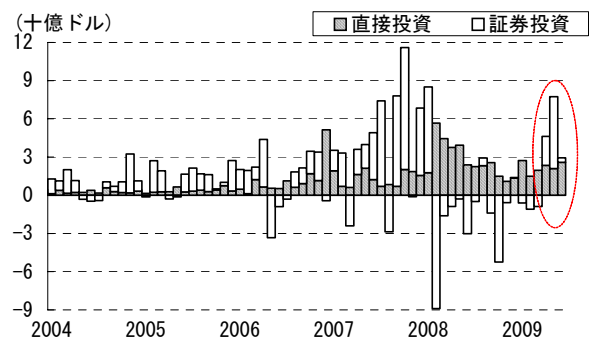
(出所) Markit Economics

図 インド 鉱工業生産の推移(前年比)



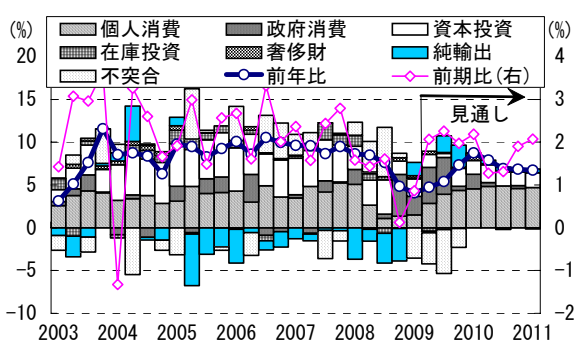
(出所) CEIC

図 インド 海外からの投資流入額の推移



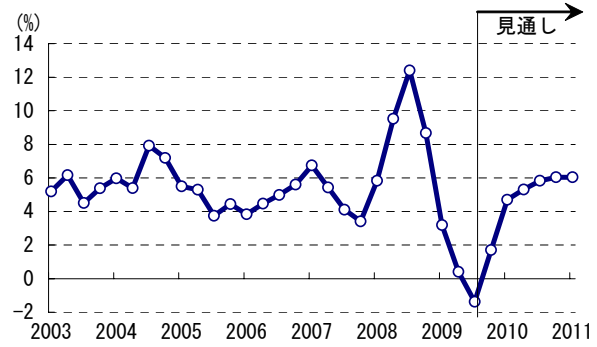
(出所) CEIC

図 インド 実質 GDP 成長率の推移と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

図 インド インフレ率の推移と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

《NIEs 経済 ～中国向け輸出を牽引役に景気は急回復、年後半は伸びの鈍化が予想され本格回復はまだ先～》

- **韓国**：韓国は、政府が今年度予算で減税や公共事業を柱とする景気対策を打ち出し、累計 300bp の利下げなどの金融緩和で個人消費が喚起され、中国向け輸出を梃子に外需も急速に回復し、1-3 月期の実質 GDP 成長率

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。見通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。

は前期比+0.1%とリセッション入りを回避した。その後も「グリーン・ニューディール」による公共事業の拡充、自動車買い替え補助などで個人消費を喚起し、4-6月期の成長率も同+2.3%と景気押し上げに成功した。しかし、4-6月期に上振れした個人消費は補助金による需要の先食い懸念が高く、年後半にはその勢いが緩むことが懸念される。さらに、輸出も中国向け主導で回復が進んだが、先行きも同様のペースでの拡大を期待することは難しく、台湾との輸出競争の激化もあり先行きは伸びの鈍化が避けられないであろう。欧米景気は底入れが近付いているが、近年の信用拡大による過剰な需要の回復は期待しにくく、外需の押し上げ効果は緩やかなものに留まるであろう。一方、来年にはEUとのFTAが発効するほか、インドとの包括的経済連携協定(CEPA)が締結されるなど、アジア周辺国(特に日本)に比べてFTA交渉では数歩先んじており、(対米FTAでは国内の批准に遅れが出ているが)経済の外需依存度の高い同国にとって輸出の加速が期待される。なお、来年の内需は生産の回復による雇用・所得環境の改善で底堅さが続くことが期待されるものの、非正規雇用問題などの課題を抱える中で押し上げ効果は大きくないとみられる。**結果、2009年の経済成長率は前年比▲1.1%、2010年は同+3.2%になると予測する。**

- **台湾**：馬総統は就任以来対中関係強化に取り組み、中国向け輸出に勢いがついているほか、中国資本による直接投資の解禁も打ち出され、中国景気の恩恵を受けやすい環境にある。また、今年度予算で行われた商品券などの景気対策は短期的な効果に留まったが、株式相場の急上昇による資産効果で個人消費は押し上げられており、景気の底は着実に近付いている。1-3月期の実質GDP成長率は前年比▲10.2%と過去最大の落ち込みをみせたが、先行きは内需に底打ち感が出ているほか、先行きの輸出を示す輸出受注も改善しており、景気の底離れが期待される。ただし、欧米景気の底は近付いているが、輸出の押し上げは緩やかなものに留まるとみられ、中国依存の色彩が一段と強まるであろう。なお、電機業界の再編は未だに過程段階にあるなど、韓国に比べて競争劣位にあることも欧米需要の取り込みを難しくさせている。なお、年後半以降は「愛台12計画」に基づく公共事業で景気の下支えが図られる見通しだが、経済の輸出依存度の高さを鑑みればそれだけで景気浮揚を図ることは難しく、効果は限定的なものに留まるとみられる。**結果、2009年の経済成長率は前年比▲4.6%、2010年は前年の大幅マイナスの反動で同+3.9%になると予測する。**

図 韓国 自動車販売台数の推移(前年比)

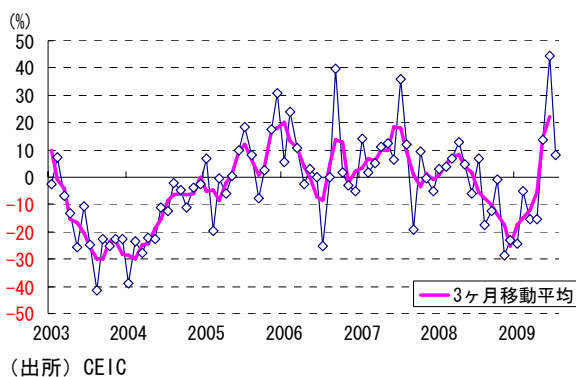


図 韓国 鉱工業生産と設備稼働率の推移

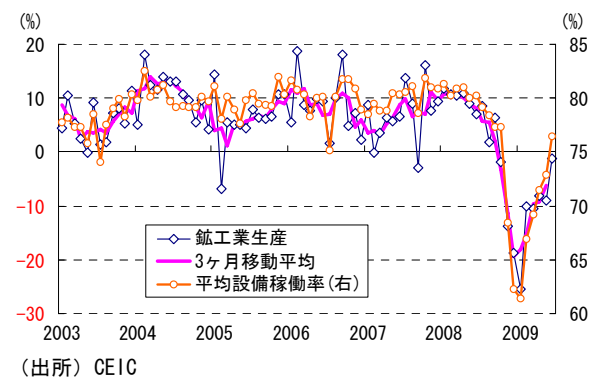


図 韓国 雇用環境の推移

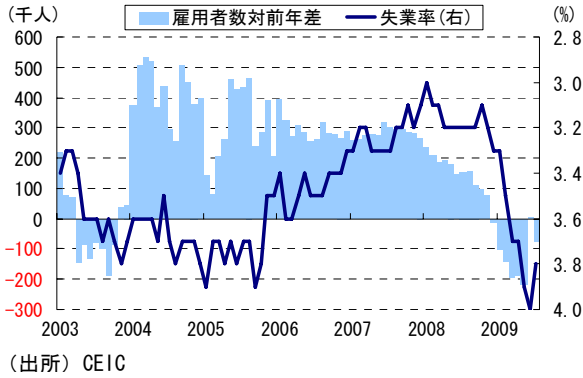


図 台湾 小売売上高の推移(前年比)

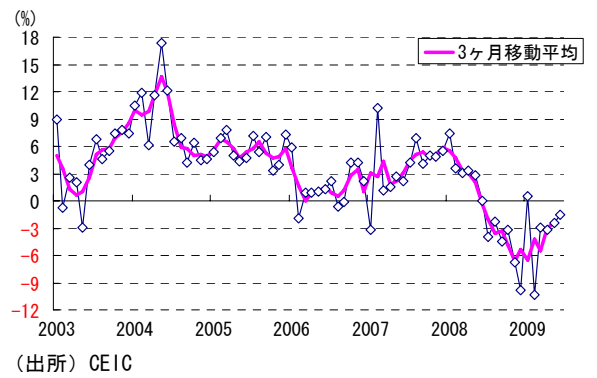


図 台湾 輸出受注の推移(前年比)

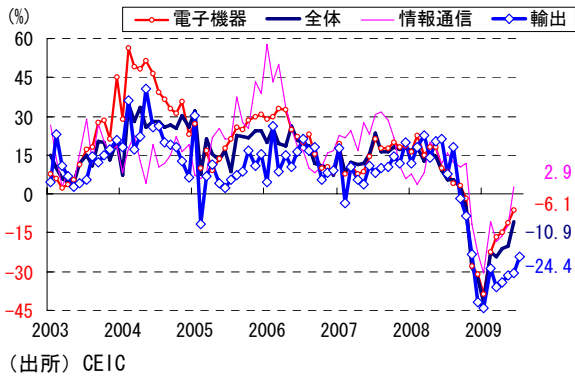


図 台湾 鉱工業生産の推移(前年比)

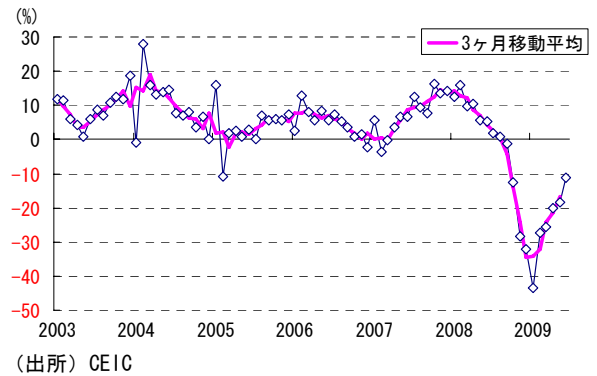


図 韓国・台湾 IT 財在庫出荷バランスの推移

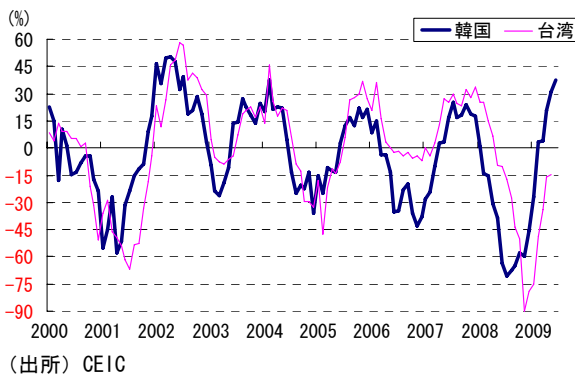


図 韓国 実質 GDP 成長率の推移と見通し

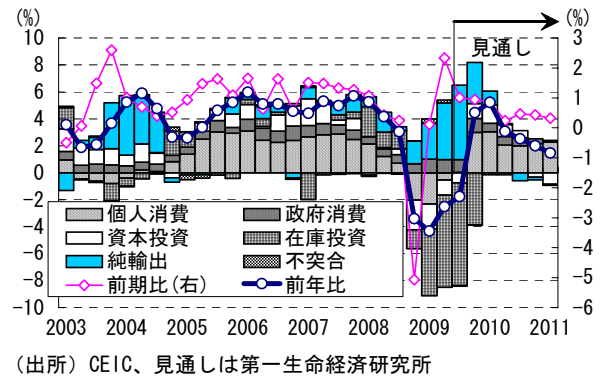
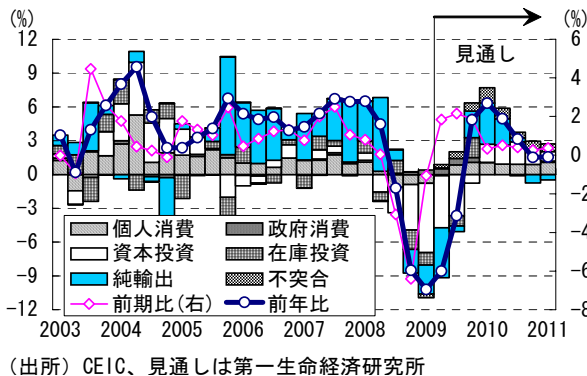


図 台湾 実質 GDP 成長率の推移と見通し



- **香港**：金融危機後の世界的な需要縮小は、輸出の GDP 比が 200%超と経済の外需依存度が高く、金融立国を志向した同国に大きな打撃を与えた。しかし、年明け以降の中国の景気対策で徐々に外需が盛り上がっているほか、国際金融環境の改善で株式や不動産など資産市場に投資資金が回帰し、資産効果で個人消費など内需

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。見通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。

も底打ちを果たし、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+3.3%とリセッションからの脱却した。年後半は、これまでの資産価格の上昇が急激なため調整局面が懸念され、内需の伸びは緩やかになると予想されるが、中国景気の底堅さで外需は緩やかな拡大が続くであろう。**結果、2009 年の経済成長率は前年比▲3.3%、2010 年は同+3.7%となると予想する。**

- **シンガポール**：香港同様、輸出の GDP 比が 200%超と経済の外需依存度が極めて高く、貿易ハブや金融立国を志向してきたことで金融危機後の世界的な需要縮小は同国景気を大幅に下押しした。足元では中国向けを梃子に輸出が拡大し、世界経済の底打ち期待による国際金融環境の改善でリスクマネーが活発化し、資産市場に資金が回帰するなど、資産効果による消費の底打ち期待が高まっている。また、同国政府としては珍しく今年度予算で景気対策に取り組み、内外需の底打ちから 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+4.8%と大幅プラスとなった。しかし、季節的な特殊要因で押し上げられている側面もあり、年後半は成長率の鈍化が予想される。なお、カジノ建設やテクノパークの建設などの中長期的な成長戦略を軸に開発が進められており、中長期的な潜在成長率は依然高いと考えられる。足元では欧米景気の底打ち期待が高まっているが、近年の旺盛な需要の回復は期待出来ず、外需の押し上げ効果は来年以降に緩やかに現れるとみられ、景気の本格回復は 2010 年にずれ込むとみられる。**結果、2009 年の経済成長率は前年比▲3.6%、2010 年は同+3.9%になると予想する。**

図 香港 不動産価格の推移(前年比)

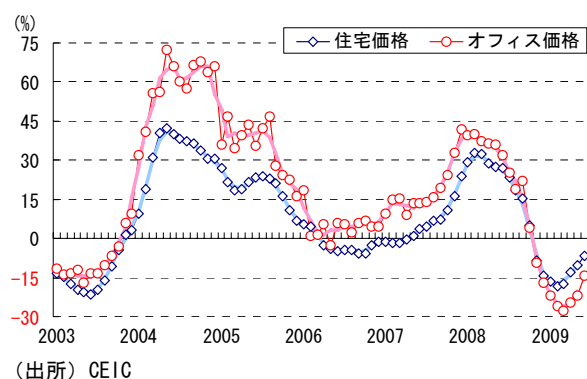


図 香港 小売売上高の推移(前年比)

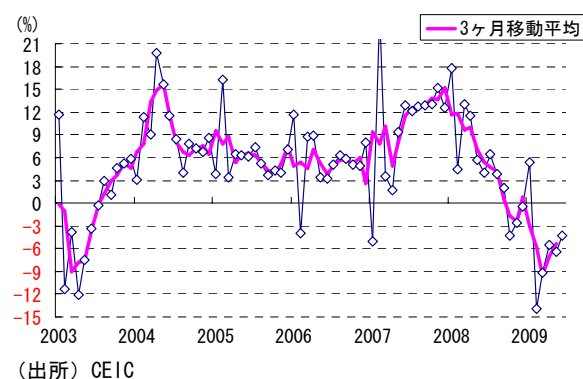


図 シンガポール 小売売上高の推移(前年比)

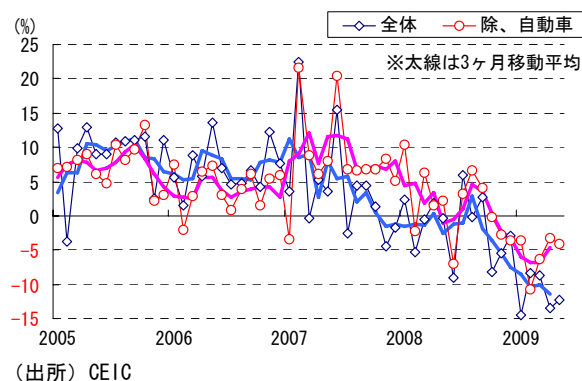


図 シンガポール 鉱工業生産の推移(前年比)

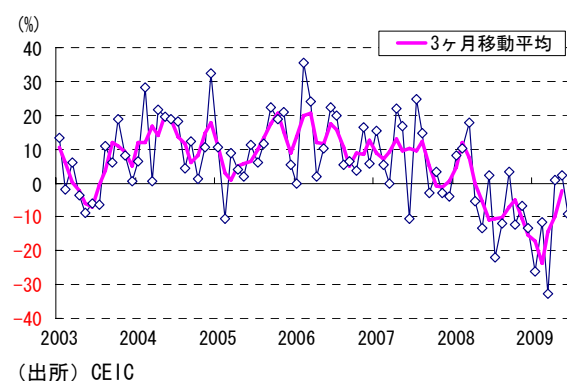
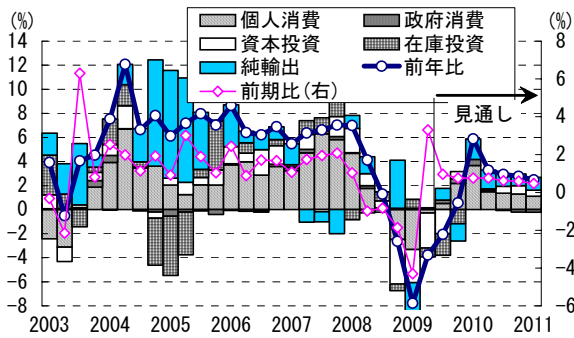
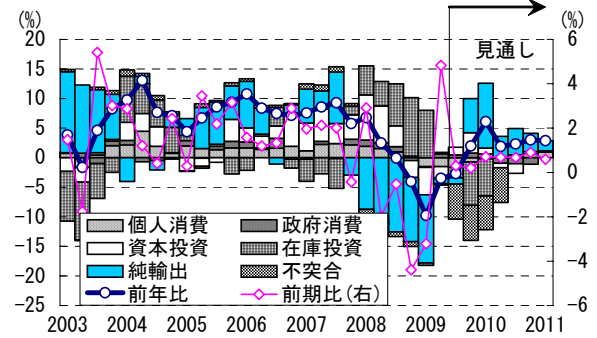


図 香港 実質 GDP 成長率の推移と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

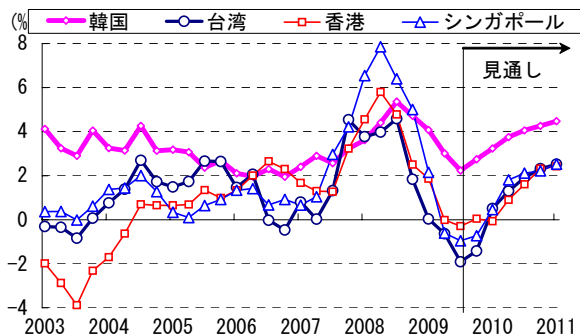
図 シンガポール 実質 GDP 成長率の推移と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

- NIEs 諸国は、アジアの中でも工業化・市場経済化が進展し経済の外需依存度が高かったため、金融危機の影響をより大きく受けた地域の一つと言える。しかし、世界経済の底打ち期待もあり国際金融環境の改善が進んだことや、中国の景気対策の恩恵を早く受けて景気は回復した。足元のインフレ率は昨年の商品市況急騰の反動でマイナス入りしている国もあるが、各国では内需の底打ちや商品市況が再び上昇圧力を強めていることを受け、前月比ではプラスになりつつある。先行きのインフレ率は、年後半は景気の伸びが鈍化すると予想されることから上昇圧力も緩やかなものに留まると見込まれる。結果、各国ともに金融当局が定めるインフレターゲットの範囲内に収まる穏やかな上昇を予想する。

図 25 NIEs 消費者物価の推移と見通し



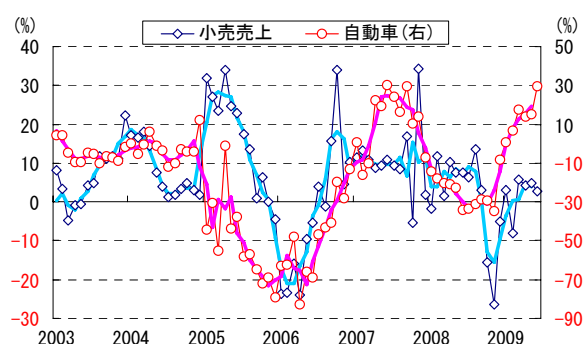
(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

### 《ASEAN5 ～各国で内需に底打ち感高まる。外需依存度の差で欧米需要回復の影響を受ける差が生じる～》

- **インドネシア**：人口 2.2 億人を抱える巨大市場を擁する同国は経済の内需寄与度が高く、今年度予算で大規模景気対策を組み、金融当局も累計 300bp の利下げを行った結果、足元では対策の補助対象となった自動車などで消費が大きく上振れし、内需は底打ちを果たしている。また、外需面では豊富な天然資源を背景に中国の旺盛な資源需要に応える形で景気が押し上げられ、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+4.0%と前期（同+4.4%）から伸びは鈍化したものの、前期比では伸びが加速するなど景気は底打ちを果たしている。年後半の景気は内需面は前半の反動で伸びの鈍化が見込まれ、外需面でも大幅な拡大は期待しにくい、底堅い推移が期待される。7 月の大統領選でユドヨノ大統領が再選され、政治基盤が磐石となったことから、景気対策の円滑な遂行による景気の下支えが続くと期待される。なお、来年について、政府は既に予算案での財政健全化方針を打ち出していることから、政府消費の押し上げは期待しにくく、景気対策効果の剥落で内需の勢いも陰る懸念がある。ただし、同国は世界最大のイスラム教国としてイスラム金融の取り込みを積極化させており、金融環境が正常化すれば投資資金の取り込みによる景気下支えも期待されよう。**結果、2009 年の経済成長率は前年比+4.3%、2010 年は同+4.6%と予想する。**
- **マレーシア**：同国はインドネシア同様に資源国だが人口 2,700 万人と国内市場が小さく、輸出が GDP 比で約

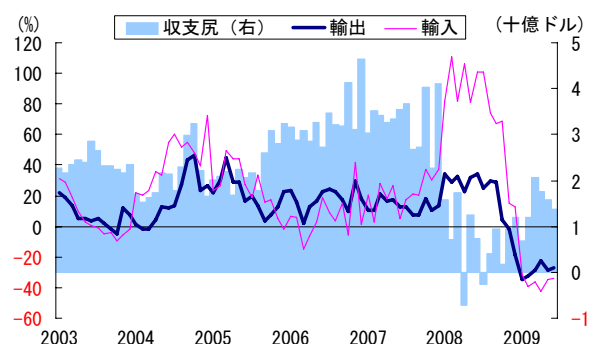
100%と経済の外需依存度が高い。その輸出も多くが欧米先進国向けの高付加価値品のため、金融危機後の世界的な需要縮小の影響がより大きく、中国の景気対策による恩恵も受けにくい状況となっている。こうした中、政府は向こう2ヵ年を対象にGDP比9%の大規模対策を打ち出し、金融当局も緩和姿勢を続け、足元では個人消費に底打ち感が強まっている。一方の輸出も、中国の旺盛な資源需要により資源関連の底離れが進む一方、製造業は底這いで推移するなど厳しい状況が続いたが、足元では生産の底が近付くなど、景気の底打ちは遠くないとみられる。4月に誕生したナジブ政権は長年の課題であるブミプトラ（マレー人優遇政策）見直しによる外資参入規制の緩和を進めているが、一方で国内産業保護を強めており、海外からの直接投資の拡大には疑問が残る。ただし、足元ではオイルマネーに復活の兆しがある中、アジアのイスラム金融センターとしての役割は一段と高まっており、これら資金の受入が景気の下支えになることが期待される。なお、先進国の需要回復が期待出来ない中、来年以降も景気の回復度合いは緩やかなものに留まるとみられる。**結果、2009年の経済成長率は前年比▲3.8%、2010年は同+3.2%と予想する。**

図 インドネシア 小売売上高の推移(前年比)



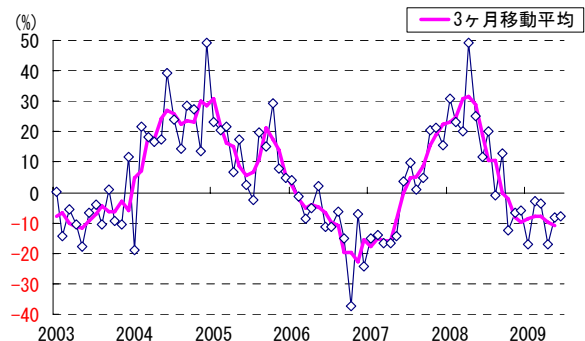
(出所) CEIC

図 インドネシア 輸出入の推移(前年比)



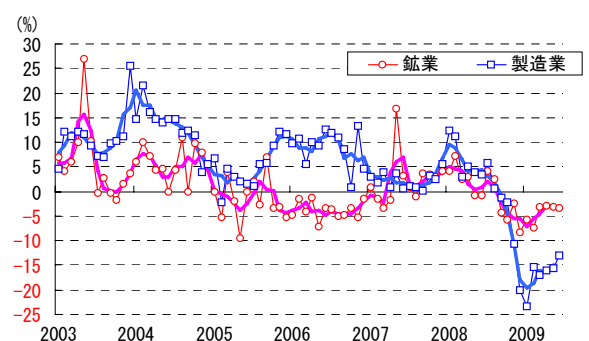
(出所) CEIC

図 マレーシア 自動車販売台数の推移(前年比)



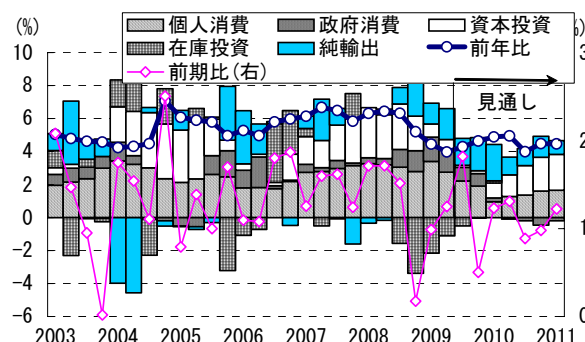
(出所) CEIC

図 マレーシア 鉱工業生産の推移(前年比)



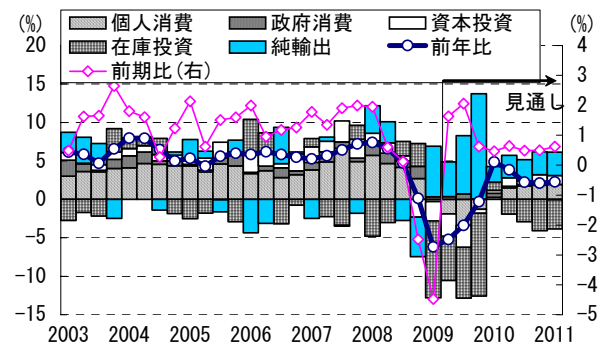
(出所) CEIC

図 インドネシア 実質 GDP 成長率の推移と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

図 マレーシア 実質 GDP 成長率の推移と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

- **タイ**：同国はアジア通貨危機後に外資の積極的な導入を図ることで製造業の裾野を広げ、経済のグローバル

化の恩恵を受けて高成長を達成してきたが、金融危機後の世界的な需要激減が経済に大打撃を与えた。さらに、昨年1年続いたタクシン派と反タクシン派による政治闘争は依然止む気配がなく、国会審議の遅延などを通じて景気に悪影響を与えている。しかしながら、アピシット政権の向こう3ヵ年に亘る景気対策の一環で給付金支給などが行われたことで、足元では個人消費に底打ち感が出ており、また外需も中国向け輸出を中心に年明け以降回復していることから、内外需双方での好転により投資マインドにも改善の兆しが出ている。年後半にかけて個人消費や輸出の回復感が高まり、公共投資の促進で資本投資も景気を押し上げるとみられるが、年明け以降は対策効果が弱まることで伸びの鈍化が予想される。また、政治的不安定により円滑な景気対策の遂行に懸念があるほか、国民の間で要望が高まっている総選挙の前倒し実施により政局がさらに不安定になる事態となれば、景気をさらに下押しする可能性も残る。**結果、2009年の経済成長率は前年比▲4.0%、2010年は同+3.4%と予測する。**

- **フィリピン**：同国経済は輸出のGDP比が4割弱と、ASEAN内で経済の外需依存度は相対的に低いが、歴史的な米国との関係の深さから、輸出の2割弱を米国に依存するなど米国景気の影響を受け易い。また、人口の5%弱が移民労働者であり、GDPの1割程度の送金を受け入れが国民経済の下支えを果たしているが、世界経済の低迷により流入が頭打ちしている。政府は十分な景気対策を打ち出せず、減税や大幅な金融緩和で足元では個人消費に底打ちの兆しが出ているものの、十分な景気浮揚には至っていない。一方、中国の旺盛な需要の恩恵を受けて外需主導で回復が進んでおり、先行きも外需依存度を高めながら景気回復が続くと予想される。しかし、中国の需要が年前半のペースで拡大することは難しく、回復のペースは年後半にかけて緩やかになるほか、来年以降は足元の景気対策効果の剥落で内需回復の鈍化も予想される。**結果、2009年の経済成長率は前年比+1.0%、2010年は同+3.5%と予想する。**
- **ベトナム**：同国は食料の不作で商品市況高騰の影響を受けた上、市場経済化途上にも拘らず金融危機前後の世界的なリスクマネーの動きに翻弄されて景気の急減速に見舞われた。しかし、金融当局による大幅目下げのほか、政府も減税などを柱とする大規模な景気対策を打ち出し、個人消費は再び勢いを取り戻している。近年は中国に次ぐ輸出基地としての魅力で直接投資を盛んに受け入れてきたが、市場が未整備な不動産などの分野や観光などでの申請も少なくなく、中長期的な潜在成長率向上への貢献は不透明なものもある。ただし、日本やADBなどの支援によるインフラ開発でメコン流域へのアクセス改善が進み、景気の下支えとなることが期待される上、国際金融環境の改善で投資熱が再び盛り上がっていることも投資資金流入にプラスとなるが、一部ではバブル懸念も出始めている。年後半は景気拡大が続くとみられるが、先進国の需要回復の遅れで輸出の大きな伸びは期待しにくく、年明け以降は景気対策効果の剥落も懸念される。**結果、2009年の経済成長率は前年比+4.3%、2010年は同+7.2%と予測する。**

図 タイ 民間消費動向の推移(前年比)

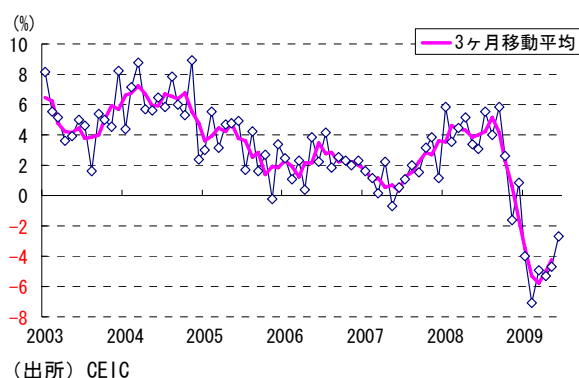


図 タイ 民間投資動向の推移(前年比)

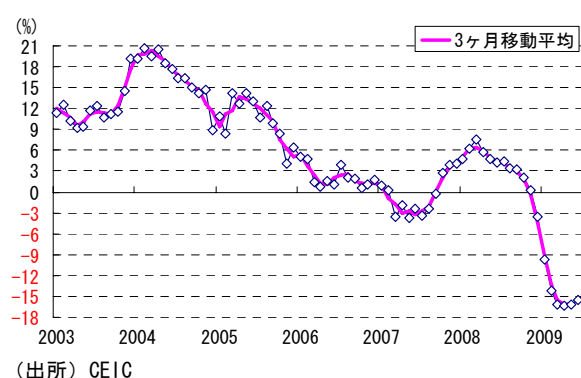
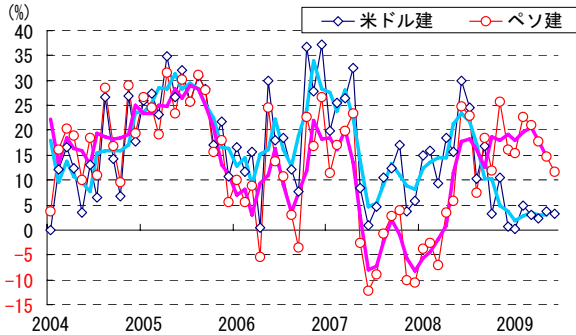
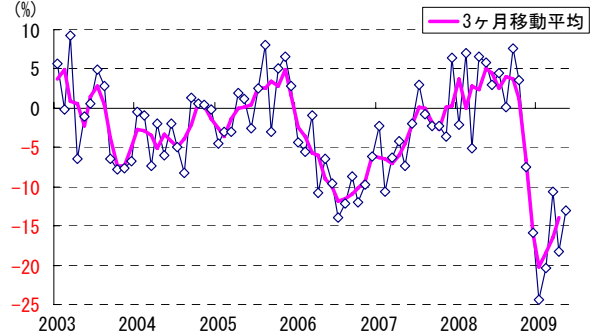


図 フィリピン 労働者送金流入額の推移(前年比)



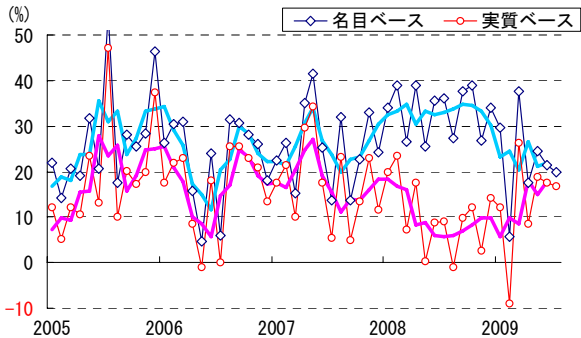
(出所) CEIC

図 フィリピン 鉱工業生産の推移(前年比)



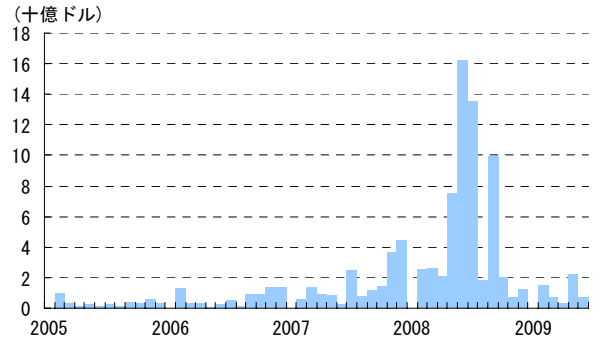
(出所) CEIC

図 ベトナム 小売売上高の推移(前年比)



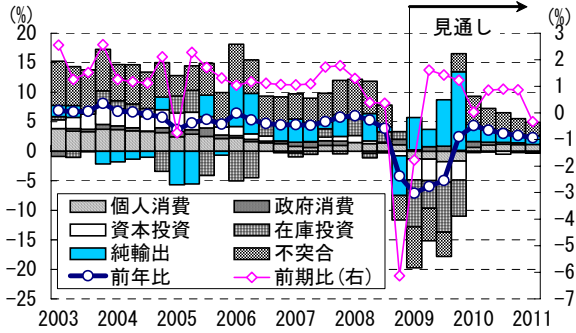
(出所) CEIC

図 ベトナム 直接投資認可額の推移



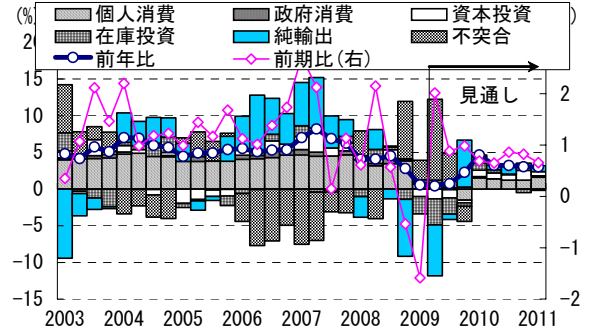
(出所) CEIC

図 タイ 実質 GDP 成長率の推移と見通し



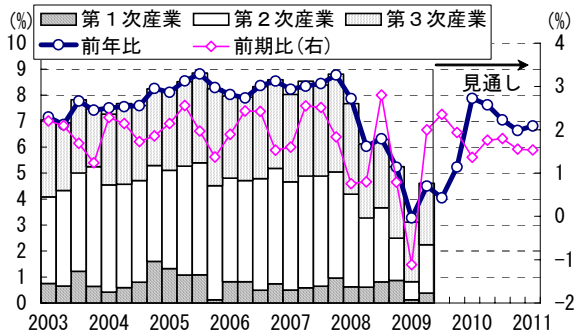
(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

図 フィリピン 実質 GDP 成長率の推移と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

図 ベトナム 実質 GDP 成長率の推移と見通し

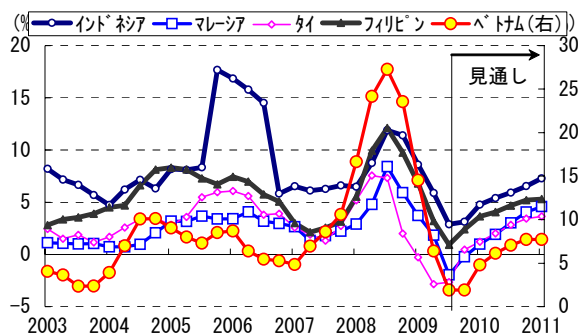


(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

- ASEAN5 各国は、昨年半ばにかけて商品市況急騰によるインフレが高進したが、足元ではその反動で一部の国でマイナス推移している。しかし、各国の景気は対策効果で内需に底打ち感が出てきており、さらに中国向け輸出を梃子とする外需の押し上げも続いていることから、国ごとにバラツキはみられるものの、景気に底

打ち感が高まっている。こうしたことから、年後半にかけてインフレ率は徐々に上昇すると予想され、景気の回復が進む来年以降も緩やかな上昇が続くとみられるが、内外景気は力強さを欠く状況が続くとみられ、インフレ率は各国の金融当局が定めるターゲットの範囲内に収まると考える。なお、一部の国ではリスクマネーの活発化に伴う資産バブル懸念も出ているなど、マネーフローの影響には留意が必要である。

#### 図 ASEAN5 消費者物価の推移と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

以 上