

アジア(中国・インド・NIEs・ASEAN5)短・中期経済見通し(2010年2月版)

～中国の堅調な景気が引き続きアジア経済を牽引、インドは再び高成長期に入る見通し～

発表日：2010年2月19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)

- 世界金融危機はアジア経済にも大きな爪跡を残したが、中国が予想以上に早く景気拡大局面に入ったことでアジア域内の貿易量は回復し、アジア経済は底離れが進んでいる。特に経済の輸出依存度の高い国々では、アジア域内の需給サイクルが活発化したことで外需主導による景気回復が進んでおり、景気対策による内需振興と相俟ってITバブル期に匹敵する高成長を収めている。当面は中国景気の底堅さが続くと予想され、欧米景気の底離れによる需要回復も進むことで景気が押し上げられよう。リスクマネーの活発化が資産バブルを引き起こす懸念が高まっているが、足元ではソブリン・リスクなどにより投資家マインドにも変化がみられ、新興国内での選別が強まると予想される。国際商品市況の影響もあって物価上昇が意識されつつあり、年半ば以降は各国で金融引き締めが本格化すると予想するが、实体经济に悪影響を及ぼす調節には至らないであろう。当面のアジア経済は景気対策による公共投資の下支えと、民需の活発化により堅調な景気拡大が続くと予想され、年半ば以降は金融引き締めの影響やイベント効果の一巡などもあり、緩やかに景気は鈍化していくと予想する。
- 中国は、今年も引き続き景気対策が続けられるため、公共投資を中心に景気拡大が続くと予想される。政府は民需振興に向けて「拡張的な」財政政策と「適度に緩和的」な金融政策を続ける方針を明らかにしており、ここ数ヶ月行われている流動性吸収オペを行いつつ、当面は低金利を維持すると予想する。また、インフレ圧力は高まりつつあるが、当局の警戒水準となるのは早くても年半ばと予想されることから、本格的な金融引き締めは年半ば以降になると考えられる。資産バブル対応としては、流動性吸収オペのほか、裁量的な行政指導による窓口介入により銀行融資を抑制するなど従来の方針が踏襲されるであろう。為替政策は08年7月以降米ドルとペッグする実質的な人民元安政策が採られているが、切り上げのタイミングは早くても年後半になると予想され、また、そのペースは緩やかなものとなる。人民元切り上げ後も価格競争力は維持され、成長率への外需寄与度はプラスに転化すると考えられる。当研究所では、2010年の経済成長率は前年比+9.8%と10%近傍まで拡大するとみており、2011年は同+9.3%にやや鈍化すると予想する。
- インドは内需依存度が高く、3度に亘る景気対策や金融緩和が奏功して景気拡大局面入りを果たしている。足元では堅調な内需のみならず、輸出の復調も強まっており、特に先進国景気の底入れでサービス需要が高まっていることは、外貨獲得の勢いを強めている。また、アジア経済との結び付きも強まっており、生産は既に世界金融危機前の水準を大きく上回っているが、景況感も改善していることから、当面は生産拡大が続くと予想される。経常赤字などによる対外信用力の弱さは残るものの、巨大かつ期待成長率の高い市場性に加えて、政治的安定が高まりつつあることから海外投資家の期待は高く、資金流入基調は続くと予想される。昨年少雨による食料品価格上昇や国際商品市況の高騰によるインフレ圧力が懸念されるが、来年度予算は緊縮的となる可能性が高まっているおり、当面は景気に悪影響を与えない形の金融引き締めを留め、利上げなどは年半ば以降となるであろう。物価安定により堅調な内需が続くことで景気拡大基調は持続すると思われ、当研究所では、2009年の経済成長率は前年比+6.3%、2010年は同+7.6%、2011年は同+7.8%と予想する(年度別では、2009-10年度は同+7.2%、2010-11年度は同+7.5%、2011-12年度は同+8.0%と予想)。
- NIEs諸国はアジア内でも外需依存度が高いグループであり、中国向け輸出の拡大が景気を大きく牽引してきた。韓国や台湾では景気対策による内需喚起も行われ、景気の底離れが進んでいるが、韓国では雇

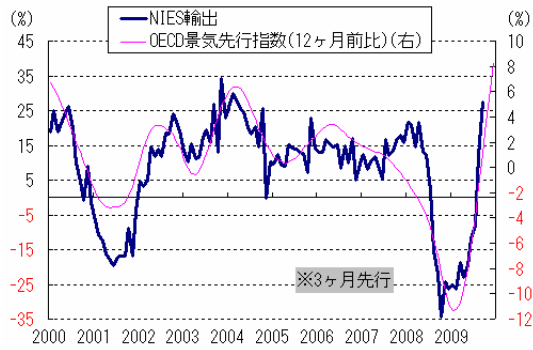
用問題などの課題も抱えている。なお、韓国は今年度も積極的な財政支出を継続し、台湾は本土との関係深化の方針を打ち出しており、堅調な景気拡大が続くと予想される。両国とも中国向け輸出は鈍化の可能性はあろうが、先進国景気の底離れで輸出の復調は続くと思われる。香港やシンガポールも景気対策やアジア域内の貿易量拡大に加え、金融センターとしてリスクマネーの活発化の恩恵を享受してきたが、足元では投資家のセンチメントに変化が出ている影響はあろうが、先進国景気の底離れによる世界貿易量の拡大を背景に、今後も緩やかな景気回復が続くと予想される。

- ASEAN5諸国も中国の景気拡大の恩恵を受け、特に内需主導型のインドネシア・ベトナムでは景気対策による内需の底上げもあり比較的高い成長を維持している。インドネシアでは政治不安が懸念されるが、引き続き内需主導で底堅い景気拡大が続くと予想される。ベトナムでは財政不安が懸念されるが、財政支出の圧縮や底堅い経済成長により、不安は緩和されると思われる。フィリピンも内需主導型だが、景気対策が不十分だったことから周辺国に比べて低調である。今年5月に大統領選挙があるが、内向き志向が強まれば、経済面への影響も懸念されよう。一方、外需依存度の高いマレーシアとタイにとって、1月からのASEAN域内関税の撤廃は追い風になると予想される。マレーシアではナジブ政権が対外開放方針を明らかにしているが、政策が円滑に遂行されれば投資資金の受入を通じて中長期的な成長加速も期待されよう。タイは政治不安を払拭出来ない状況が続いているが、景気対策により内需は底打ちを果たしており、投資にも回帰の動きがみられる。今後は政治的安定の確立が経済面においても鍵となろう。

《総論 ～中国の景気拡大がアジア経済全体を牽引、インフレ懸念が燃るも堅調な景気拡大は続く見通し～》

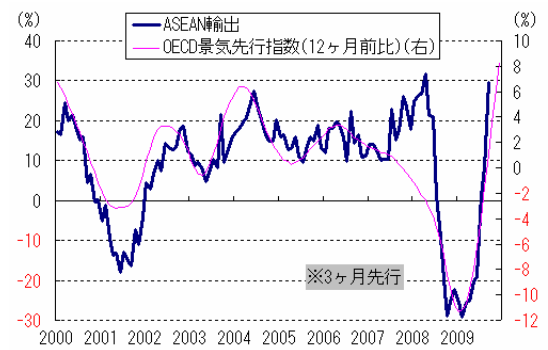
- アジア新興国は世界金融危機後に相次いで景気対策や金融緩和を実施しており、特に域内大国である中国の経済対策を背景とした回復は域内の貿易拡大を促した。結果、相対的に輸出依存度の高いNIEs諸国やASEAN諸国は輸出の回復に伴い景気回復を遂げている。また、各国とも内需振興策に努めており、輸出の回復で雇用環境が改善したことにより、内需が押し上げられる好循環に入っている。近年のアジア経済は「世界の工場」として高い経済成長を享受してきたが、世界経済危機を経て「世界の市場」に変貌しつつあり、世界経済のパラダイムは大きく転換している。
- 世界経済の回復に伴いリスクマネーが活発化し、新興国への資金流入が景気の押し上げに繋がった半面、こうしたマネーの流入は通貨高を招いているほか、過剰流動性による資産バブル懸念をもたらしている。一部の国では過剰流動性の吸収に向けて金融引き締めに動いているが、多くの国では足元の景気回復は景気対策に少なからず依存し、十分に自律的回復に至っていない。また、ドバイ・ショックやギリシャ問題などにより投資家のリスク許容度は変化しつつある。景気対策とバブル防止との間で、各国の金融政策は一段と厳しい舵取りが迫られることになろう。
- 一部の国では補助金や減税で押し上げられた需要に反動も窺えるが、多くの国で生産は世界金融危機前の水準まで回復しており、在庫の積み増し余地も小さくないと考えられる。さらに、多くのアジア諸国は今年度も景気対策を実施することもあり、今年半ばにかけて在庫循環による景気の押し上げが続くと予想される。なお、アジア経済の回復を牽引してきた中国では、景気対策が2010年で終了する予定である上、上海万博などの国際イベントも一巡することから、これらの効果剥落により2011年にかけては緩やかな成長に鈍化することは避けられず、アジア経済全体にも少なからず影響を及ぼすと予想される。

図1 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2 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3 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	2011
中国	13.0	9.6	8.7	9.8	9.3
インド	9.4	7.3	6.3	7.6	7.8
NIEs	5.7	1.8	-1.3	4.8	4.4
韓国	5.1	2.2	0.2	4.8	4.5
台湾	6.0	0.7	-3.2	4.9	4.0
香港	6.4	2.4	-3.4	4.0	3.6
シンガポール	7.8	1.1	-2.1	5.4	5.5
ASEAN5	6.2	4.7	1.3	5.2	5.3
インドネシア	6.3	6.0	4.5	6.3	6.4
マレーシア	6.2	4.6	-2.5	5.0	4.9
タイ	4.9	2.5	-2.9	4.3	4.3
フィリピン	7.1	3.8	0.9	3.4	3.7
ベトナム	8.4	6.2	5.3	6.5	6.5

(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、2009~11年は2008年実績を使用。

図4 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	2011
中国	4.8	5.9	-0.7	2.8	2.9
インド	4.8	9.1	2.0	6.6	5.5
NIEs					
韓国	2.5	4.7	2.8	3.0	3.2
台湾	1.8	3.5	-0.9	1.5	2.3
香港	2.0	4.3	0.5	3.0	2.8
シンガポール	2.1	6.5	0.2	2.1	2.3
ASEAN					
インドネシア	6.4	9.8	4.8	5.6	6.2
マレーシア	2.0	5.4	0.6	2.4	2.8
タイ	2.2	5.5	-0.8	2.9	2.6
フィリピン	2.8	9.3	3.3	5.0	4.9
ベトナム	7.8	23.1	6.7	9.2	8.0

《中国 ～2009年は政府目標を上回る8.7%成長。2010年は景気対策で10%近傍まで成長加速の見通し～》

- 中国政府は世界金融危機後、様々な公共投資を柱とする総額4兆元の景気対策を打ち出し、昨年に入っても「家電下郷」や「汽車下郷」、「以旧換新」などの補助金政策を実施して景気の底上げを図った。また、金融緩和に加え、それまでの総量規制から一転して銀行貸出の促進を「指導」するなど金融面でも景気刺激を図り、昨年の経済成長率は政府目標(8%)を遥かに上回る前年比+8.7%となった。特に、昨年は物価が安定的に推移して金融緩和が行いやすかったことに加えて、実質購買力が押し上げられたことも個人消費の喚起に繋がっている。ただし、内需を特に牽引しているのは公共投資や不動産投資など固定資本投資であることから、政府は昨年末の中央経済工作会议において補助金政策の継続を決定しており、今年は農村部での住宅投資を促進する「建材下郷」を加えている。
- 世界金融危機で打撃を受けた輸出は、特にアジア経済の急速な回復に伴って復調が続いている。製造業の景況感を示すPMIは、堅調な内需を映して新規受注の改善が続いており、新規輸出受注も改善していることから、生産拡大が続くと期待される。また、2008年8月以降人民元を米ドルにペッグさせる実質的な通貨安政策を採り、輸出品の価格競争力を高め、アジア域内のみならず中東やアフリカなど新たな新興国への輸出促進に繋げている。1月からはASEANとのFTAが発効したことに加えて、欧米先進国での景気の底離れが進むことで、総輸出額の緩やかな回復が続いていくと予想される。
- 政府は、昨年末に決定した今年の政策方針について、財政政策は引き続き「拡張的」、金融政策は「適度に緩和的」としており、基本的にこの路線は当面変わらないと予想される。ただし、実質的な人民元安政策による為替介入に伴い、市中に過剰流動性が発生しており、不動産市場などでバブルの発生が懸念されたため、金融当局は年明け以降預金準備率の引き上げや手形の振出など流動性吸収に向けたオペを強化しており、今後も「行政指導」色の強い対応が続くと予想される。足元の物価上昇は季節要因や国際商品市況によるものであり、

コア物価の上昇に至っていないことから、直ちに利上げに動く可能性は低いと考えられ、利上げは早くても一般物価が政府の警戒レベルである3%近くとなる可能性がある年半ば以降と予想する。また、人民元の切り上げについては、先日のG7などで議論されたが、面子を重視して他国の圧力を嫌う中国は抵抗感を持つと考えられる。自律的な成長経路入りが確認される年後半にわずかな切り上げが実施される可能性はあろうが、上昇ペースは過去の切り上げ期に比べて緩やかなものに留まるであろう。

- 2009年の経済成長率は前年比+8.7%と政府目標を大きく上回り、昨年10-12月期も前年の落ち込みの反動はあるが、前年比+10.7%と二ケタ成長になるなど（人民銀行は試算値で前期比年率+11.3%と発表したが、前年の影響で上振れしていると思われる）堅調な景気拡大が続いている。今年も景気対策効果や、「適度に緩和的」な金融政策が続き、景気拡大基調が続くと予想される。今後は欧米先進国の景気回復もあり、経済成長率における外需寄与度はプラスに転ずることが期待される。ただし、年後半以降は上海万博の終了や、景気対策の一巡により景気は緩やかに鈍化すると予想される。結果、**2010年の経済成長率は前年比+9.8%と前回（同+9.4%）から0.4p上方修正し、2011年も同+9.3%と前回（同+9.1%）から0.2p上方修正する。**
- 1月の消費者物価は前年同月比+1.5%とプラス圏内にあるが、上昇は季節要因や国際商品市況の高騰による影響が大きく、コア物価は落ち着いている。今後も金融当局による流動性吸収策が行われる可能性が高いものの、商品市況の上昇により一般物価の上昇圧力が高まると予想され、当局の警戒レベルである3%に届く可能性が高いと考えられ、年半ばには利上げなど金融引き締めが本格化しよう。結果、**2010年通年のインフレ率は前年比+2.8%と前回（同+2.6%）から0.2p上方修正し、2011年は前年とほぼ同水準の同+2.9%と前回（同+2.5%）から0.4p上方修正する。**

図5 中国 固定資産投資の推移(前年比)

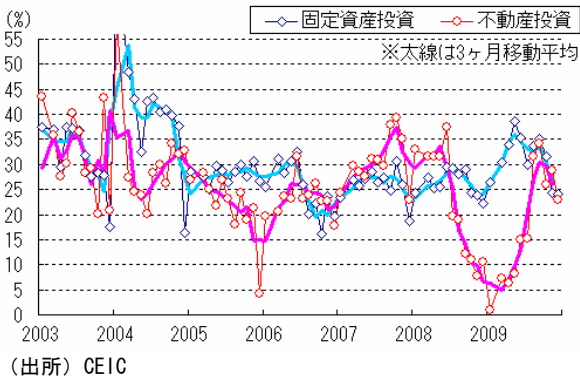


図6 中国 小売売上高の推移(前年比)

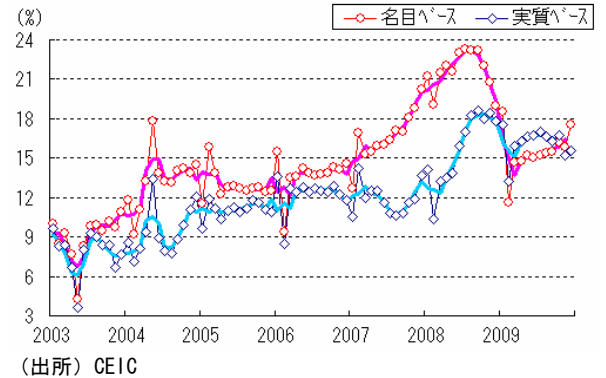


図7 中国 鉱工業生産の推移(前年比)

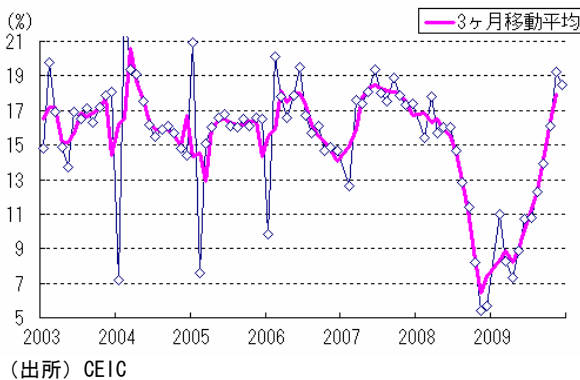


図8 中国 新規融資額及び融資残高の推移



図9 中国 地域別輸出の推移(前年比)

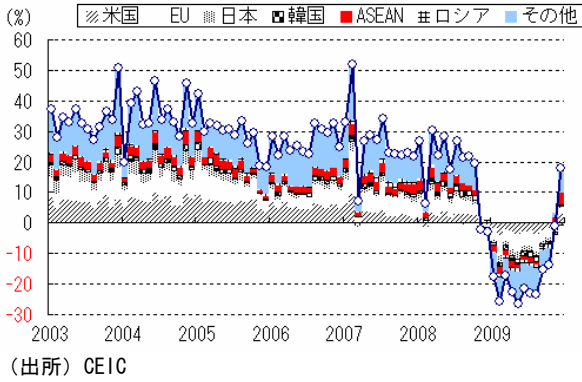


図10 中国 製造業 PMI の推移

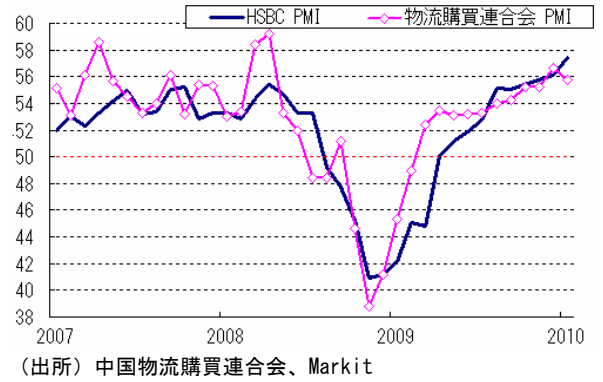


図11 中国 実質 GDP 成長率の推移と見通し

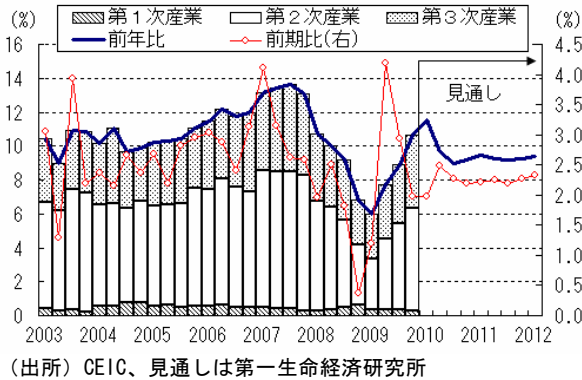
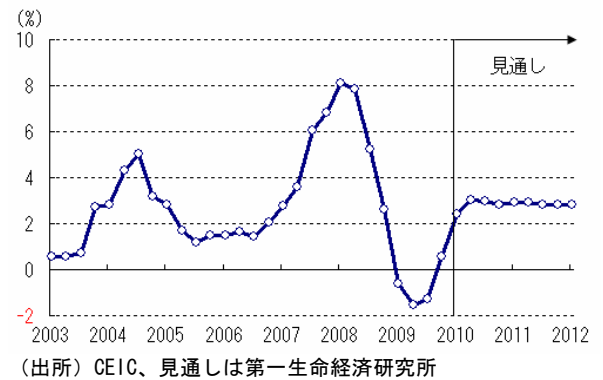


図12 中国 消費者物価の推移と見通し



《インド ～景気拡大期に入り今年度は7%成長に回復。当面はインフレ対応と景気対策で難しい舵取り～》

- インド経済も、世界金融危機とその後のムンバイ同時テロにより大幅な景気減速に陥ったが、政府は3度に亘る景気対策を実施したほか、累計425bpの利下げなど大胆な金融緩和により景気刺激を図った。同国経済は輸出のGDP比が20%程度と輸出依存度が低いため、物品税やサービス税の減税など個人消費喚起策による景気浮揚効果がより顕著に現れ、公共投資によるインフラ開発など内需が景気を大きく押し上げた。昨年1-3月期を底に景気は回復感を強め、7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.9%（要素費用ベース）まで拡大しており、景気は拡大局面に入っている。昨年は37年ぶりの少雨となるなど農作物の不作が懸念されたが、農家に対する債務負担軽減策など都市部に偏らず景気拡大を目指す施策が行われており、裾野の広い内需拡大が続いている。
- 輸出依存度は低いですが、足元では主要輸出先である欧州や中東、アフリカの景気底入れを受けて復調が進んでいる。今年はASEANとのFTA発効により工業製品や部品関連の輸入拡大が見込まれる一方、繊維や鉄鉱石などの輸出が拡大すると思われ、景気回復を牽引すると考えられる。同国はIT関連やBPOビジネスなどのサービス輸出が盛んだが、米国の景気底入れによりサービス需要が高まると予想されることも、輸出拡大要因となろう。産業の景況感を示すPMIは製造業のみならずサービス業も改善が進んでおり、国内受注に加えて輸出受注も回復していることから、今後も一段と生産回復が進むと期待される。なお、足元の鉱工業生産は世界金融危機前の水準を遥かに上回っているが、さらなる拡大余地は十分にあると考えられる。
- 同国は約12億人の人口規模に加えて平均年齢が26歳と若く、中長期的に高い潜在成長率が期待されるものの、慢性的な経常赤字を抱えており財務面で課題を抱える。昨年の総選挙では与党国民会議派の経済重視路線が支持され、政権基盤も安定化したことから、構造改革の進展が期待される。中央・地方を合わせた公的債務残高がGDP比80%超に及ぶなど脆弱な財政問題が懸念されているが、国営企業の株式売却や税制改正のほか、国民総背番号制の導入など長年の課題に取り組み、歳入・歳出の一体的改革が進められようとしている。

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。

る。このほか、インフラ整備についても PPP の積極的活用や、主要国との原子力協定締結などの環境整備も進められている。経済成長を確保しつつ、財政健全化に向けた道筋、対外信用力の確保に向けた取り組みをバランスよく進めることが求められる。

- 7-9 月期は大幅に景気が拡大したが、その後も内需主導による自律的な景気拡大が進んでおり、10-12 月期も堅調な経済成長が期待される。なお、2 年連続で拡張的な財政運営がなされたことから、シン政権下で進められた財政健全化の取り組みがストップしており、政府内では 4 月からの来年度予算を巡って、積極財政の継続と財政健全化の間で罅迫り合いが続いている。しかし、財務省のみならず経済諮問委員会も財政健全化に向けて議論を進めていることから、歳出抑制により景気の押し上げ効果が減じられる可能性はある。その一方、海外からの直接投資など資金流入は堅調に進むと見込まれ、景気拡大基調に変わりはないと予想される。結果、2009 年通年の経済成長率は前年比+6.3%、2010 年には同+7.6%、2011 年は同+7.8%と 7%を上回る高成長になると予想する。年度別では、2009-10 年度は前年比+7.2%、2010-11 年度は同+7.5%、2011-12 年度は同+8.0%と予想する。
- 1 月のインフレ率（卸売物価）は前年同月比+8.6%と、食料品価格高騰や国際商品市況上昇の影響で大きく上振れし、金融当局の警戒水準の上限（6%）を大きく上回っている。現状のペースで物価が上昇した場合、3 月に二ケタに達する可能性も考えられる。1 月末の金融政策委員会では現金準備率（預金準備率）の引き上げが行われるなど金融引き締めに向けた動きが強まっているが、足元の物価上昇が食料品やエネルギーに留まりコア物価が落ち着いていることから、金融当局は景気の腰折れを懸念して、当面は現金準備率の引き上げで対処すると予想する。ただし、年半ば以降は利上げに踏み切る可能性があるだろう。結果、2010 年のインフレ率は前年比+6.6%に上昇し、2011 年には同+5.5%まで低下すると予想する。

図 13 インド 自動車販売台数の推移(前年比)

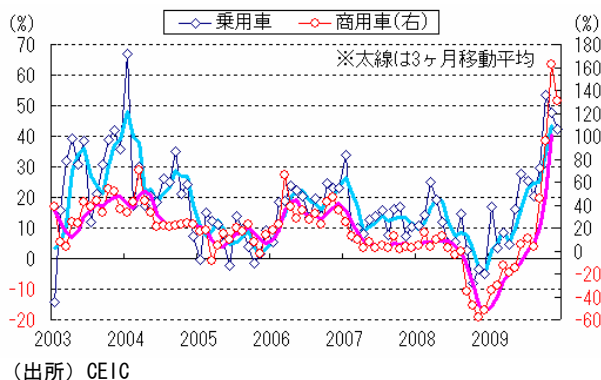


図 14 インド インフラ指数の推移(前年比)

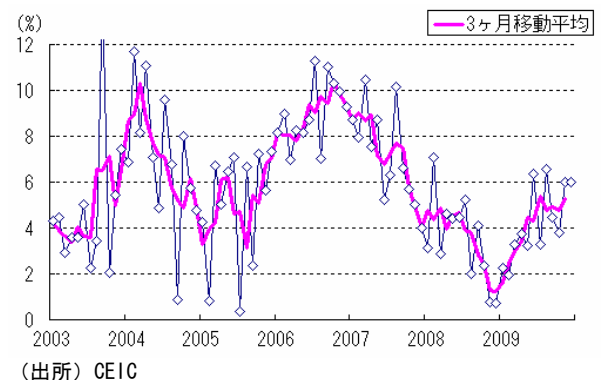


図 15 インド 輸出入の推移(前年比)

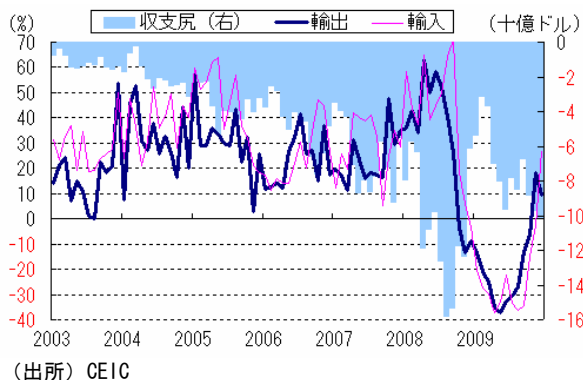


図 16 インド PMI の推移

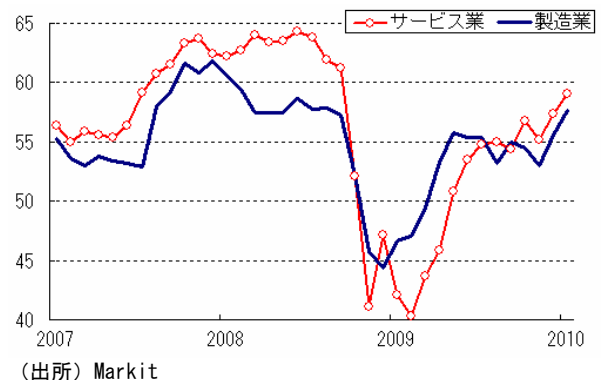


図17 インド 鉱工業生産の推移(前年比)

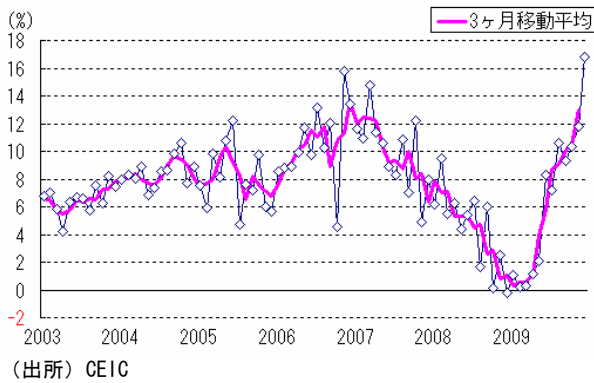


図18 インド 海外からの投資流入額の推移

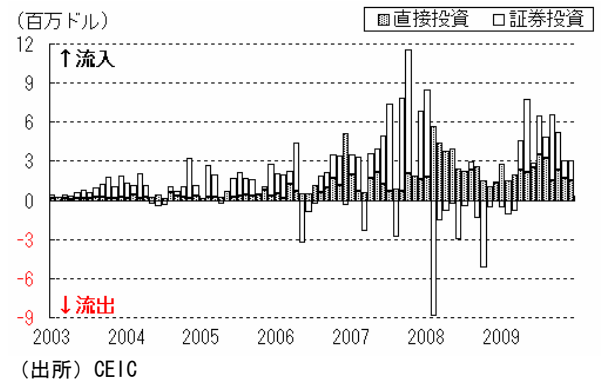


図19 インド 実質 GDP 成長率の推移と見通し

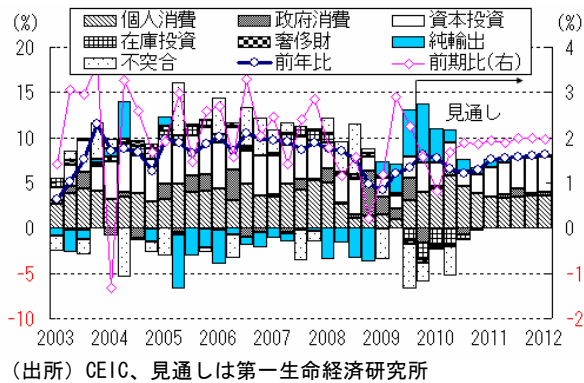
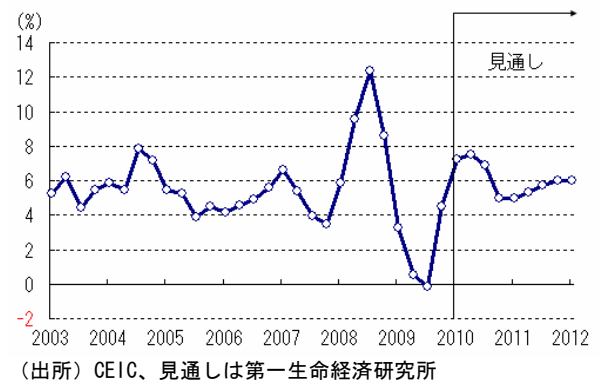


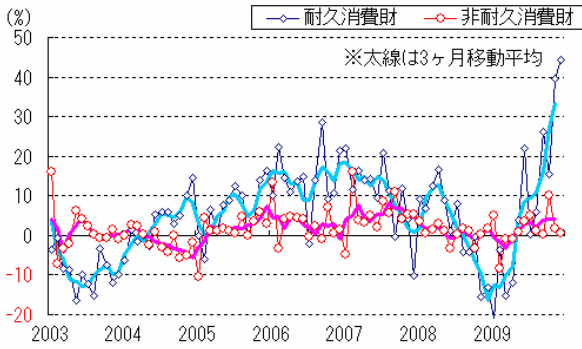
図20 インド インフレ率の推移と見通し



《NIEs ～中国の景気拡大による貿易量増加が景気を牽引。景気対策規模や構造の違いは成長率の差に～》

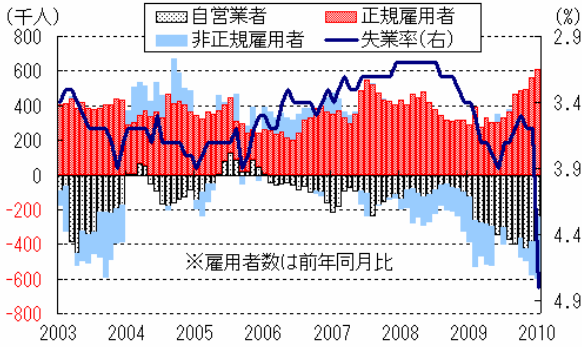
- 韓国**：韓国は昨年、大規模景気対策や金融緩和により個人消費を喚起して内需振興を図り、ウォン安を梃子に中国向けを柱に輸出も急回復した結果、通年の経済成長率は前年比+0.2%とわずかにプラス成長を確保した。年後半には公共投資の息切れ感が出たほか、輸出もわずかながらマイナスに転じたことで、10-12月期は前期比(季調済)+0.2%と成長率が大きく鈍化した。ただし、政府は今年度予算でも景気対策を継続するほか、特に非正規雇用を中心とする雇用環境の不安定化に配慮して雇用対策を強化する方針を明らかにしており、緩やかな内需拡大が続くと期待される。また、先進国の景気底離れによる輸出の復調に加え、中長期的にも1月からEUとのFTAやインドとのCEPAが発効することから輸出促進が期待される。景気対策の規模は昨年度(補正後)に比べて小さくなったが、金融引き締め観測は遠のいており、景気を後押しすると予想される。結果、2010年の経済成長率は前年比+4.8%と0.6p上方修正し、2011年には同+4.5%に0.7p上方修正している。
- 台湾**：馬政権の対中関係強化方針に沿って中国本土向け輸出を柱に外需が急回復しており、一方で本土資本の直接投資も進むなど経済関係の深化が進んでいる。昨年度実施された景気対策に伴い年後半にかけて公共事業が本格化しており、今年度も引き続き「愛台12計画」が景気を下支えすると予想される。本土との間で経済協力枠組み協定(ECFA)締結の加速が合意されており、これが円滑に進捗した場合は本土向け輸出や直接投資の促進が期待されるが、中長期的には台湾の独自色の低下も懸念されよう。米国の景気底打ちに伴い輸出の拡大が期待されるが、本土企業や韓国企業などとの厳しい競争環境は続くであろう。結果、2009年の経済成長率は前年比▲3.2%と0.8p上方修正し、2010年も同+4.9%と0.8p上方修正するが、2011年は同+4.0%と0.2pの上方修正に留まる。

図 21 韓国 小売売上高の推移(前年比)



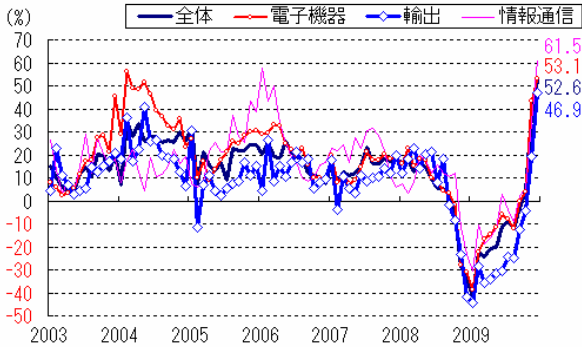
(出所) CEIC

図 23 韓国 雇用環境の推移



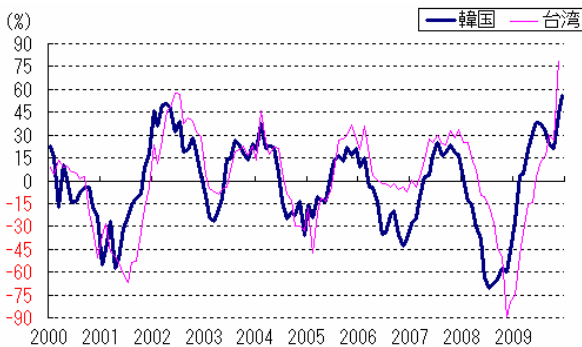
(出所) CEIC

図 25 台湾 輸出受注の推移(前年比)



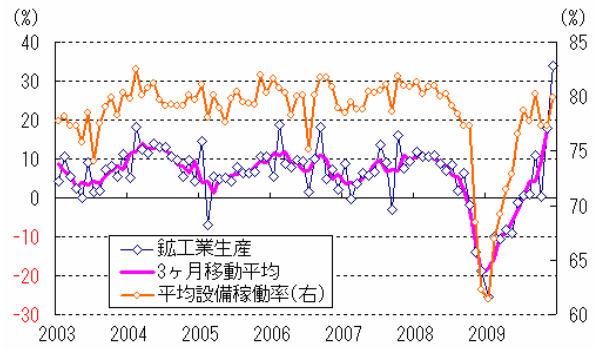
(出所) CEIC

図 27 韓国・台湾 IT 財在庫出荷バランスの推移



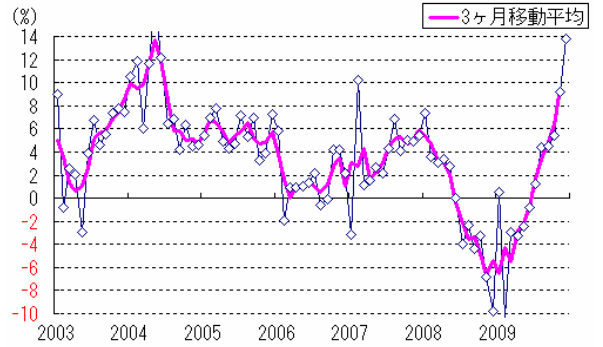
(出所) CEIC

図 22 韓国 鉱工業生産と設備稼働率の推移



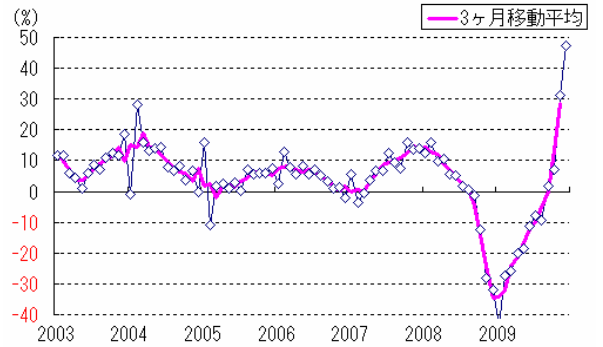
(出所) CEIC

図 24 台湾 小売売上高の推移(前年比)



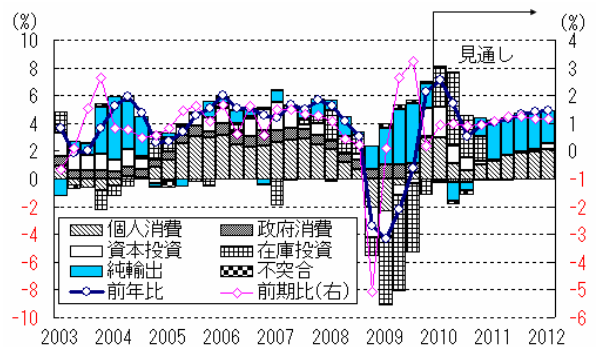
(出所) CEIC

図 26 台湾 鉱工業生産の推移(前年比)



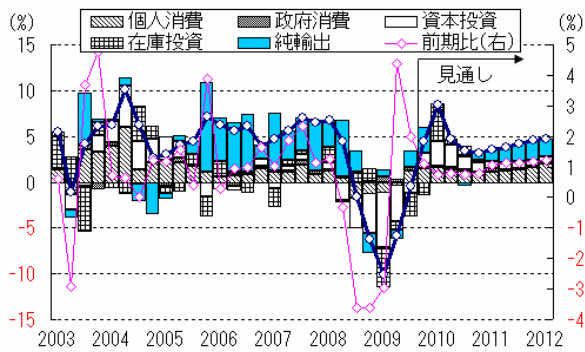
(出所) CEIC

図 28 韓国 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

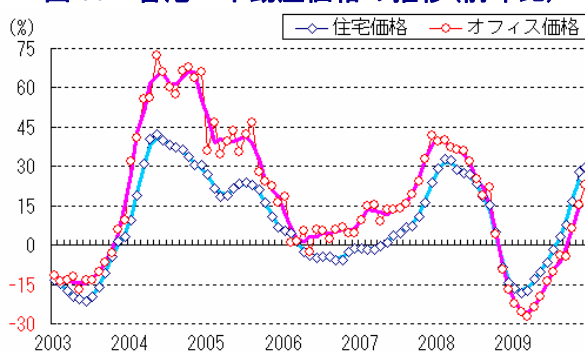
図 29 台湾 実質 GDP 成長率の推移と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

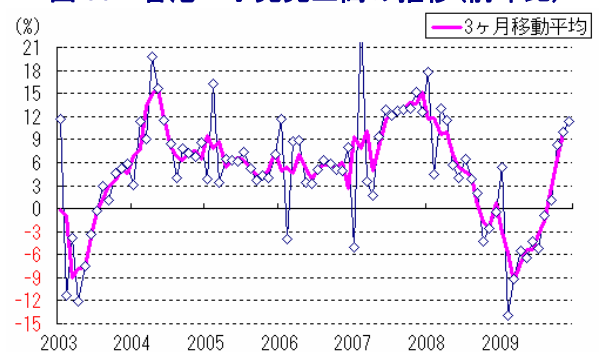
- **香港**：中国本土の需要回復で貿易取扱量が回復しており、景気は復調しているものの、小売売上などは本土の富裕層などの消費に支えられており、国内の雇用環境は依然厳しい状況が続いている。なお、本土への入口としての金融センターの地位を確立させており、最近では旧ソ連諸国など海外企業の上場誘致も積極展開しているが、市中の過剰流動性が株式や不動産など資産市場に流入しており、資産バブルの発生が懸念されている。ただし、通貨香港ドルは米ドルとのペッグ制を敷いているために出口戦略に舵を切ることが難しく、一般物価への悪影響が懸念される。また、海外投資家のリスク許容度の低下をもたらす出来事が相次いでいることも不透明感を高める要因となっている。当面はアジアの景気拡大や欧米経済の底離れによって外需の緩やかな拡大が続くと予想され、景気を下支えするであろう。結果、2009 年の経済成長率は前年比▲3.4%と前回予想から 0.1p 上方修正し、2010 年は同+4.0%と 1.6p 上方修正、2011 年は同+3.6%と 1.1p 上方修正している。
- **シンガポール**：中国の景気拡大に伴いアジア域内の貿易量が拡大していることは、中継貿易の取扱量が大きい同国の景気押し上げに繋がっている。また、世界経済の回復でリスクマネーが活発化したことも、アジアの金融センターである同国にとってはプラスに寄与している。政府は今年度予算で雇用対策を中心とする景気刺激策に取り組んでおり、海外からの資金流入による資産価格の上昇も内需を下支えしている。政府は資産バブル抑制に向けて融資規制を行うなどの取り組みをみせているが、今後は出口戦略を含む対応の強化が図られよう。足元では主要産業の化学製品で在庫積み上げに伴う調整懸念はあるが、欧米の景気底離れにより輸出の緩やかな回復が期待され、景気を下支えするであろう。今月からカジノの営業が開始され、春先にかけてレジャー施設の開業が相次ぐほか、テクノパークなどの建設も進んでおり、中長期的な潜在成長率は高まると予想される。結果、2009 年の経済成長率は前年比▲2.1%と前回予測から▲0.1p 下方修正するが、2010 年は同+5.4%と 0.6p 上方修正し、2011 年は+5.5%と 1.1p 上方修正している。

図 30 香港 不動産価格の推移(前年比)



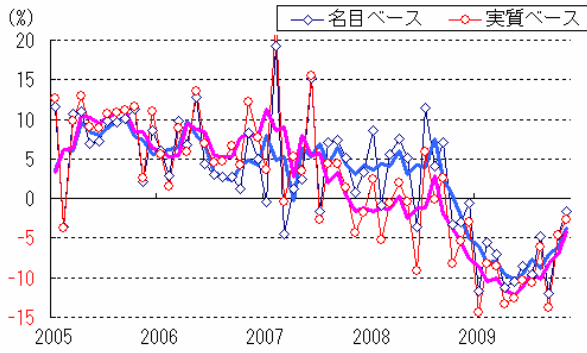
(出所) CEIC

図 31 香港 小売売上高の推移(前年比)



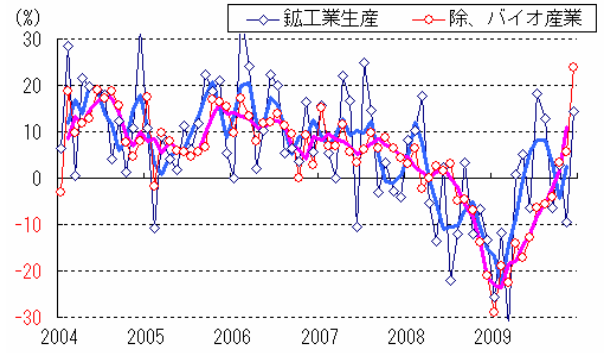
(出所) CEIC

図 32 シンガポール 小売売上高の推移(前年比)



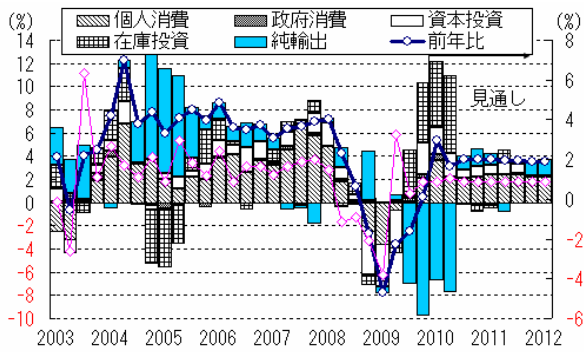
(出所) CEIC

図 33 シンガポール 鉱工業生産の推移(前年比)



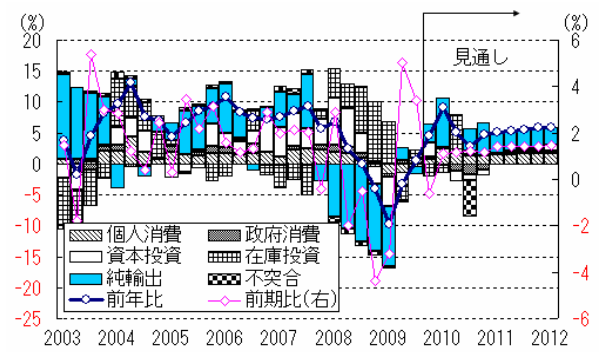
(出所) CEIC

図 34 香港 実質 GDP 成長率の推移と見通し



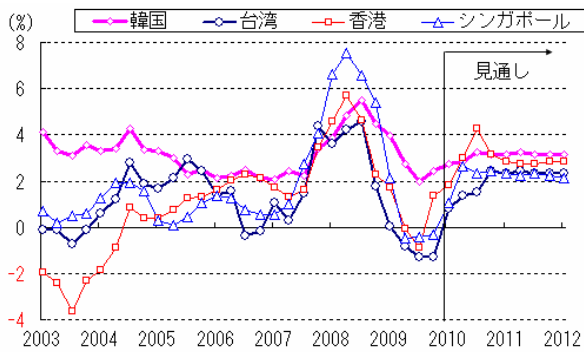
(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

図 35 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

図 36 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 ～一部でインフレ懸念が顕在化。出口戦略の進展が予想されるが比較的堅調な景気拡大を予想～》

- **インドネシア**：巨大な人口規模を抱えて経済の内需寄与度が高いため、景気対策や金融緩和などの効果が出易く、景気は底離れが進み、2009年の経済成長率は前年比+4.5%と堅調な伸びを示している。中国の資源需要の拡大に伴い輸出も回復が進んでおり、内・外需の回復がともに景気拡大に寄与している。今年度予算でも引き続き補助金を柱とする景気対策が行われることから堅調な内需が期待され、ユドヨノ政権の政権基盤が磐石になったことで海外からの資金流入も期待されてきた。しかし、世界金融危機後の国内銀行救済が政権内部を揺さぶるスキャンダルに発展しつつあり、求心力の低下による構造改革などの遅れが懸念されており、今月からの中国との FTA 発効を巡り中国製品の流入を懸念した見直しの動きも出てきている。一方、昨春以降、オイルマネーが活発化してきたが、今後は海外資金の調達に当たり世界最大のイスラム教国としてイスラム金融の活用などが進むことも期待される。こうしたことを踏まえ、2010年の経済成長率は前年比+6.3%と前回予想から1.1p上方修正し、2011年は同+6.4%とこちらも1.1p上方修正している。
- **マレーシア**：同国はインドネシア同様に資源国であるものの、国内市場の小ささゆえに外需依存度が高く、

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。

海外経済の影響を強く受けてきた。ただし、アジア経済の回復によりアジア域内での貿易量が回復し、中国の景気拡大も背景に輸出が回復感を強めている。同国は欧米向けの高付加価値の電子部品を主力としているが、こうした製品に対する中国の需要が高まっている上、今後は欧米景気の底離れで需要のさらなる回復が進むことが期待される。ナジブ政権は長年の課題とされてきたブミプトラ（マレー人優遇政策）の見直しなど構造改革に着手する方針を明らかにし、外資参入に向けた取り組みを進めている。一方、産業保護を強める動きによる不透明感はあるが、1月からのASEAN域内関税の撤廃では工業化の面では域内で先行する利点を活かし、輸出の活性化が進むと期待される。同国もイスラム教国家としてイスラム金融の回復を背景に資金流入圧力が強まっており、ドバイ・ショックによる偏重はあるものの、原油市況の高止まりが続くと見込まれる中で、資金運用先としてイスラム諸国の注目度は高まると予想され、資金ニーズの充足が期待される。この結果、**2009年の経済成長率は前年比▲2.5%と前回予想から0.4p上方修正し、2010年は同+5.0%と前回予想を据え置くものの、2011年は同+4.9%と0.1p上方修正する。**

図 37 インドネシア 小売売上高の推移(前年比)

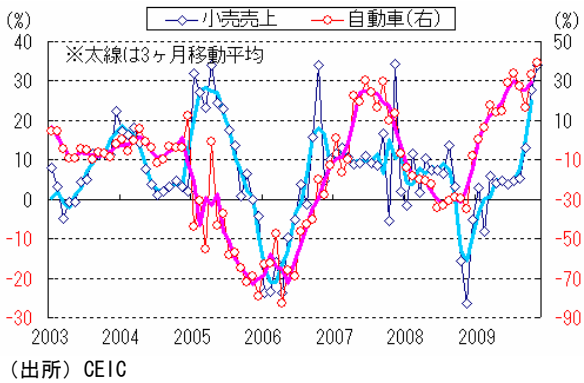


図 38 インドネシア 輸出入の推移(前年比)

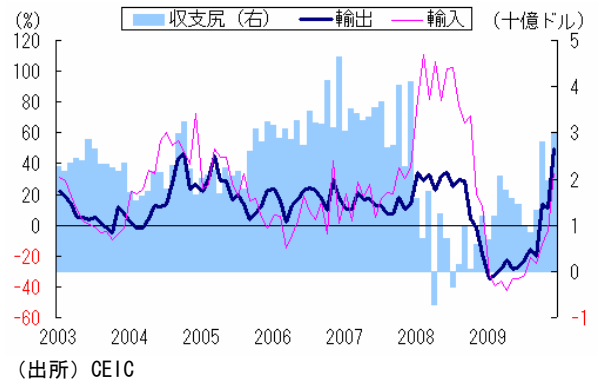


図 39 マレーシア 自動車販売台数の推移(前年比)

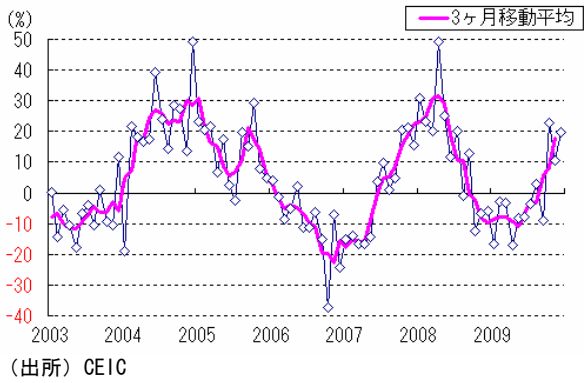


図 40 マレーシア 鉱工業生産の推移(前年比)

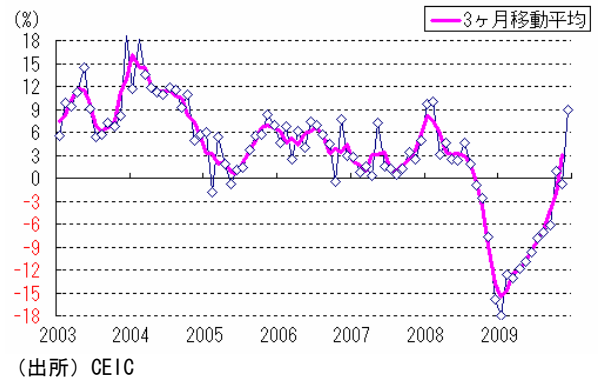


図 41 インドネシア 実質 GDP 成長率の推移と見通し

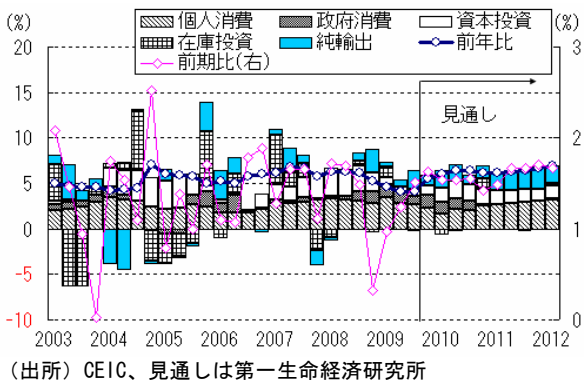
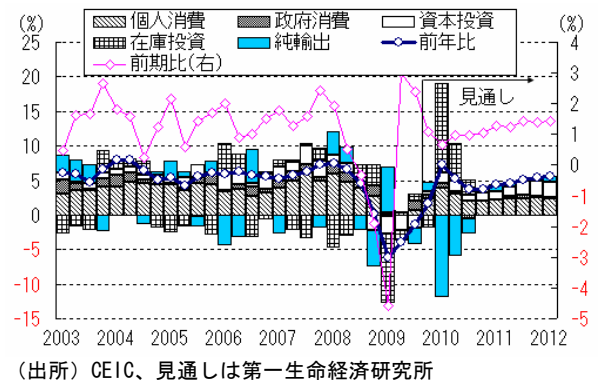


図 42 マレーシア 実質 GDP 成長率の推移と見通し



- **タイ**：政治闘争は依然として収束していないものの、政府の大規模景気対策や金融緩和により個人消費や投

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。

資は底打ちを果たしている。また、アジア経済の拡大により工業国として先行する同国の輸出も回復しており、内・外需ともに復調が進んでいる。また足元では公共投資の本格化で景気が下支えされている一方、政治的不安により民間投資は世界金融危機前の水準を大きく下回っているなど、公的部門のプレゼンスが高まりつつある。1月からはASEAN域内の関税が撤廃されたため、工業分野の裾野が広い同国にとっては輸出の活性化が期待され、自動車産業などでは直接投資に回帰の動きもみられることから、緩やかな景気回復局面は続く予想される。一方、工業団地の環境訴訟を巡って大規模投資がストップしていることから、問題の長期化が海外からの投資に悪影響を及ぼす可能性には注意が必要である。また、何よりも同国にとって最大のリスクは不安定な政治情勢である。結果、2009年の経済成長率は前年比▲2.9%と前回予測から0.2p上方修正し、2010年は同+4.3%と前回予測から0.4p上方修正、2011年も同+4.3%と0.8p上方修正を行っている。

- **フィリピン**：同国経済はASEAN内でも相対的に外需依存度が低いものの、旧来より米国と経済関係が深く、輸出の6割が電子部品であることなどから海外経済に左右され易い。さらに、人口の5%程度が移民労働者として海外に居住しており、その送金がGDPの1割規模に上る大きな外貨獲得源となっている。足元では米国のみならず、中東からの送金も底打ちして個人消費が押し上げられ、中国の需要回復で輸出も復調している。そして、2009年の経済成長率は前年比+0.9%とプラス成長を維持したものの、2007年が31年ぶりの高成長であったことに比べて停滞感は否めない。政府は財政的余裕が乏しいことを理由に十分な景気対策を打ち出しておらず、金融緩和に依存する状況が続いている。また、5月に予定される大統領選挙に向けて情勢は再び混沌としており、政治的混乱が景気を下押しすることも懸念されよう。結果、2010年の経済成長率は前年比+3.4%と前回予測から0.3p下方修正し、2011年は同+3.7%と前回予測から据え置いている。
- **ベトナム**：同国経済は世界金融危機前後から、海外資金の流出に伴い大幅な景気減速に陥った。しかし、政府は財政余力が乏しいにも拘らず大規模な景気対策を打ち出し、金融緩和も図った。結果、物価の落ち着きもあり消費は盛り上がり、海外資金の回帰も進んで景気は底離れを果たし、2009年の経済成長率は前年比+5.3%を達成した。中国との越境貿易や中国資本による直接投資も拡大するなど、中国との関係強化が進んでおり、中長期的に経済成長を促すと期待される。さらにメコン川流域のインフラ開発の進展に加えて、同国自身は対象国ではないが、1月からのASEAN域内の関税撤廃についても波及効果が期待されよう。なお、景気の加熱により再びインフレ圧力が高まっており、さらに財政悪化懸念から通貨ドンの信認が低下していることはリスク要因となろう。また、近年の直接投資の多くは不動産開発関連であることから資産バブルの懸念も高まっており、今後は緩やかに金融引き締めが進められると予想されるものの、高成長基調は維持されると期待される。結果、2010年の経済成長率は前年比+6.5%と前回予想から▲0.1p下方修正しており、2011年も同+6.5%と前回予想から0.1p上方修正している。

図43 タイ 民間消費動向の推移(前年比)

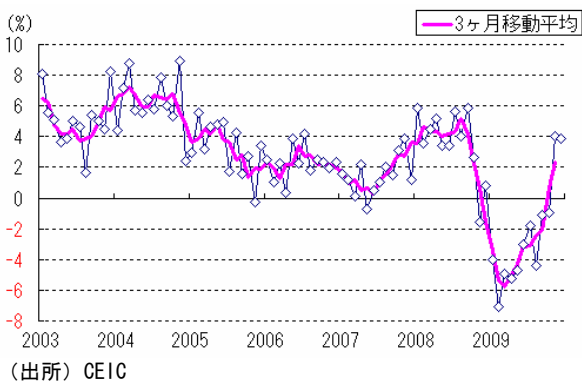
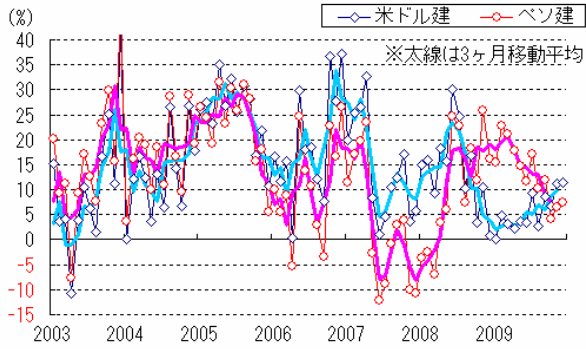


図44 タイ 民間投資動向の推移(前年比)

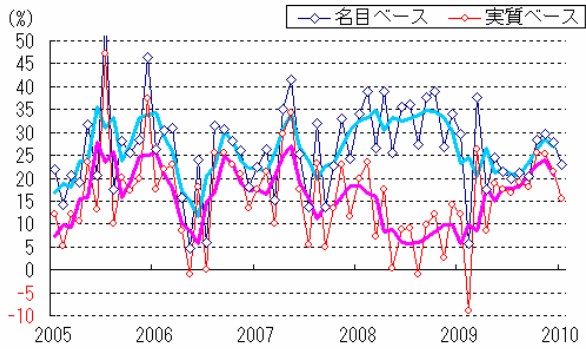


図 45 フィリピン 労働者送金流入額の推移(前年比)



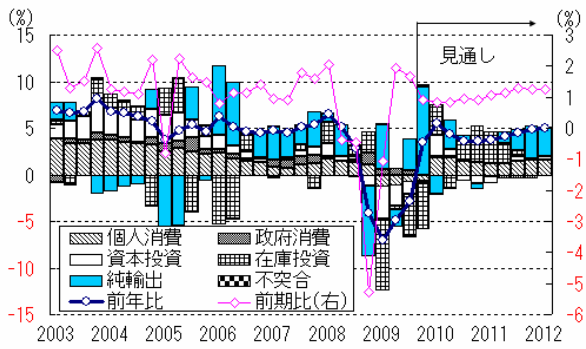
(出所) CEIC

図 47 ベトナム 小売売上高の推移(前年比)



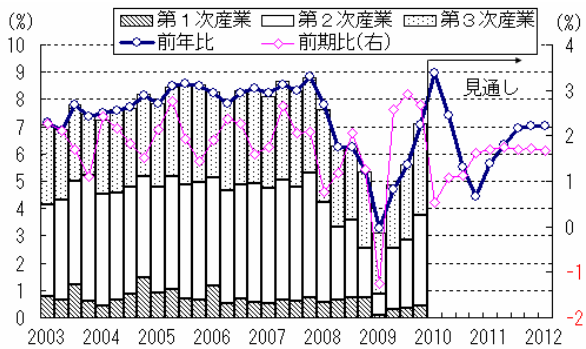
(出所) CEIC

図 49 タイ 実質 GDP 成長率の推移と見通し



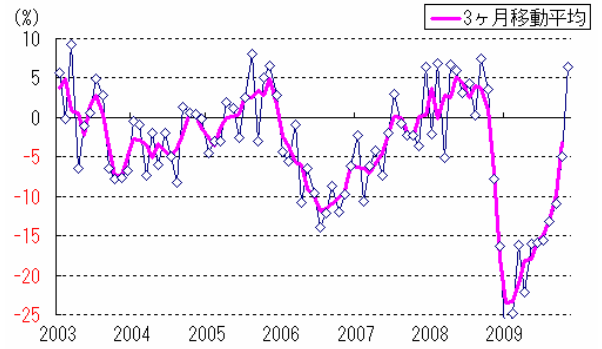
(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

図 51 ベトナム 実質 GDP 成長率の推移と見通し



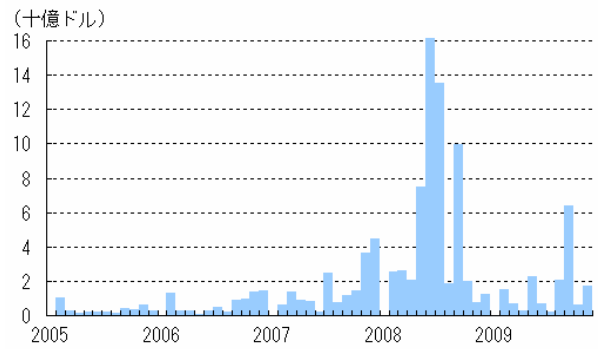
(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

図 46 フィリピン 鉱工業生産の推移(前年比)



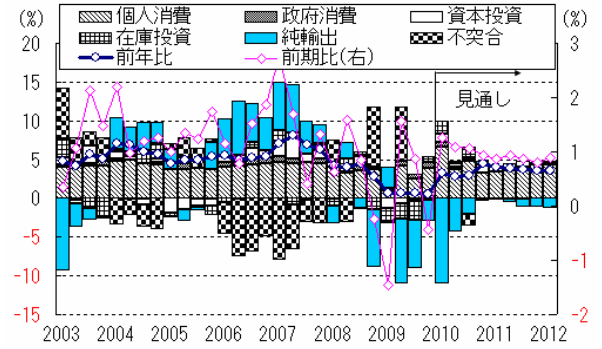
(出所) CEIC

図 48 ベトナム 直接投資認可額の推移



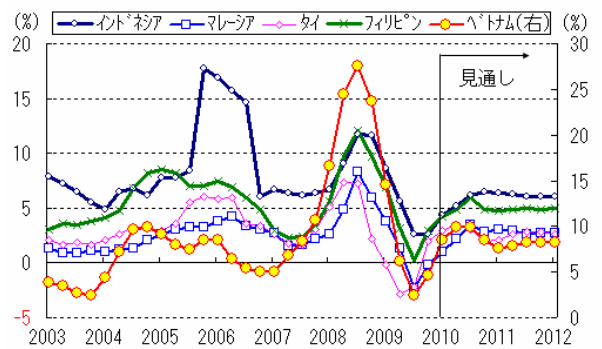
(出所) CEIC

図 50 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 52 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