

Asia Trends

マクロ経済分析レポート

アジア(中国・インド・NIES・ASEAN5)短・中期経済見通し(2011年2月版)

～調整懸念は燻るものの、域内大国を軸に景気拡大基調は変わらない～ 発表日：2011年2月16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(中国・インド・NIES・ASEAN5)実質国内総生産(GDP)成長率

	2010年予測/実績	2011年予測	2012年予測
中国	+10.3% (前回+10.3%)	+9.6% (前回+9.2%)	+9.2% (前回+9.1%)
インド	+8.9% (前回+8.4%)	+7.9% (前回+8.5%)	+9.0% (前回+8.6%)
NIES	+8.1% (前回+7.9%)	+4.3% (前回+4.0%)	+4.6% (前回+4.9%)
ASEAN5	+6.7% (前回+6.5%)	+5.5% (前回+5.5%)	+5.9% (前回+5.9%)

※前回は2010年11月18日時点の弊社予測値

- 昨年11月の前回見通しでは、世界経済の回復に伴う昨年前半の景気拡大の反動で、アジアでも昨年末にかけて減速感が強まると予想した。しかし、米国の追加量的緩和(QE2)をはじめ先進国の追加金融緩和で世界的なカネ余りが生じて資金流入圧力が強まり、株式相場や不動産価格の上昇による資産効果や過剰流動性により内需が押し上げられた。先進国景気が「二番底」入りする懸念が後退したことも輸出の底打ちをもたらし、これも景気底打ちのタイミングを早めている。
- 足元ではアジア景気の減速懸念は依然燻るが、域内大国の中国に底打ちの兆しがみられ、域内貿易の拡大による景気のけん引が期待される。さらに、先進国景気も底堅い拡大が続くと見込まれ、景気を下支えしよう。また、輸出増加が生産拡大や雇用改善などを通じて内需押し上げに繋がる好循環が生まれている。足元では、在庫調整も一巡しつつあり、外需の回復が内需の押し上げに繋がる好循環は続こう。
- 緩和マネーの拡大で国際商品市況は高騰し、過剰流動性懸念も重なり、物価上昇圧力が高まっている。足元では先進国のさらなる量的緩和の可能性は後退したが、先進国の金融緩和は続き、物価上昇率は高止まりしよう。漸進的な金融引き締め強化が見込まれ、景気への下押し圧力が懸念されるが、インフレ率は今年半ばをピークに低下すると見込まれ、年後半にかけて景気は徐々に加速感を強めよう。
- リスク要因は、海外資金の流入圧力が高まり、過剰流動性懸念が強まれば、景気過熱による物価上昇率の上振れが起ころう。足元の物価上昇圧力に対して、アジア各国の金融当局は金融引き締めで対応しているが、現状においては多くの国では金融引き締めペースが遅れており、景気上振れの可能性は小さくない。他方、欧州のソブリンリスク問題は燻っており、投資家のリスク回避による資金逃避姿勢が強まれば、反動により一時的に景気に悪影響を及ぼす可能性はあろう。

《総論 ～世界経済の回復でアジア経済の底打ちは予想以上に早く到来、先行きも堅調な景気拡大を予想～》

- 昨年11月に発表した前回の見通しでは、世界経済の回復に伴う昨年前半の輸出増加をけん引役とする景気拡大の反動から、アジアにおいても昨年末にかけて景気の減速感が強まると予想していた。しかし、米国の追加量的緩和(QE2)をはじめとする先進国の追加金融緩和により世界的なカネ余りが生じ、高い経済成長が期待されるアジアへの資金流入圧力が強まり、株式相場や不動産価格の上昇による資産効果や過剰流動性により内需が押し上げられた。さらに、先進国景気が「二番底」入りする懸念が後退したことで、アジアの輸出は予想以上に早く底打ちを果たしており、これも景気底打ちのタイミングを早めている。
- 各種の先行指標では、アジア景気の減速懸念は依然燻るものの、域内大国である中国では「第12次5ヶ年計画」の開始年であることも影響して底打ちが期待され、域内貿易の拡大による景気のけん引が期待される。さらに、先進国景気も底堅い拡大が続くと見込まれ、これもアジアの輸出増加に繋がり、景気を下支えしよう。

う。また、アジアでは輸出増加が生産の拡大を促しており、雇用拡大などを通じて内需押し上げに繋がる好循環が生まれている。足元ではN I E S諸国の出荷・在庫バランスは底打ちし、在庫調整も一巡しつつあることから、外需の回復が内需の押し上げに繋がる好循環は今後も続く予想される。

- 他方、緩和マネーの拡大で国際商品市況は高騰しており、過剰流動性懸念も重なり、アジアでは物価上昇圧力が高まっている。足元では先進国のさらなる量的緩和の可能性は後退しているが、先進国の金融緩和状態は続く見込まれる。結果、アジアの物価上昇率は高止まりし、今後も漸進的な金融引き締め強化に動く見込まれ、景気への下押し圧力が懸念される。しかし、高い経済成長を背景に所得の増加や、インフレ率は今年半ばをピークに低下すると見込まれ、年後半にかけて景気は徐々に加速基調を強めると予想する。
- リスク要因は、海外資金の流入圧力が高まり、過剰流動性懸念が強まる場合、景気の過熱感が高まり、物価上昇率が上振れすると考えられる。足元の物価上昇圧力に対して、アジア各国の金融当局は金融引き締めにより対応しているが、現状においては多くの国では金融引き締めペースが「遅れている」ことから、引き締めが遅れることによる景気上振れの可能性は小さくないと思われる。他方、欧州のソブリンリスク問題は依然燻り、投資家のリスク回避による資金逃避姿勢が強まれば、これまでの信用拡大の反動により一時的に景気に悪影響を及ぼす可能性はあろう。

図1 アジア11ヶ国経済成長率の推移と見通し

	(%:前年比)				
	2008	2009	2010	2011	2012
中国	9.6	9.2	10.3	9.6	9.2
インド	5.6	5.8	8.9	7.9	9.0
NIEs	1.9	-0.9	8.1	4.3	4.6
韓国	2.3	0.2	6.1	4.2	4.3
台湾	0.7	-1.9	10.3	4.1	4.6
香港	2.2	-2.8	6.1	4.6	4.9
シンガポール	1.8	-1.3	14.9	5.2	5.6
ASEAN5	4.7	1.8	6.7	5.5	5.9
インドネシア	6.0	4.6	6.1	6.3	6.4
マレーシア	4.7	-1.7	6.9	5.0	5.6
タイ	2.5	-2.3	7.4	4.2	5.2
フィリピン	3.7	1.1	7.3	4.9	4.9
ベトナム	6.3	5.3	6.8	6.7	6.8

(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、2010~12年は2009年実績を使用。

図2 アジア11ヶ国インフレ率の推移と見通し

	(%:前年比)				
	2008	2009	2010	2011	2012
中国	5.9	-0.7	3.2	4.2	3.9
インド	8.7	2.1	9.4	6.3	6.2
NIEs					
韓国	4.7	2.8	3.0	3.7	2.9
台湾	3.5	-0.9	1.0	2.0	2.0
香港	4.3	0.5	2.4	4.0	3.3
シンガポール	6.6	0.6	2.6	3.4	2.5
ASEAN					
インドネシア	9.8	4.8	5.1	6.5	6.2
マレーシア	5.4	0.6	1.7	2.8	2.9
タイ	5.5	-0.8	3.3	3.4	3.5
フィリピン	9.3	3.2	3.8	4.4	4.6
ベトナム	23.1	6.7	9.2	10.7	8.0

《中国 ～物価の高止まり懸念は燻るが、5ヶ年計画の押し上げ効果が期待され、高成長は続く見通し～》

- 10-12月期の実質GDP成長率は前年比+9.8%と前期(同+9.6%)から加速し、通年の経済成長率も前年比+10.3%と2年ぶりに二桁となり景気は好転している。政府による景気対策は、個人消費や資本投資を押し上げ、先進国の景気回復により輸出は増加しており、内・外需ともに景気をけん引している。足元の景気動向指数は、物価上昇により先行指数が悪化しており、先行きに景気減速懸念は燻るが、今年は第12次5ヶ年計画の開始年であり、年半ば以降に同計画によるインフラ投資の本格化が期待され、資本投資が景気をけん引する状況は続こう。さらに、同計画では消費主導による経済構造の転換や、都市化の促進による社会生活の改善が謳われており、最低賃金の引き上げなどによる家計の購買力向上も期待され、景気のけん引役を外需から内需へ、内需についても投資から消費に移行させる動きは強まろう。
- 過剰流動性懸念や、国際商品市況の高騰により物価上昇圧力は高まっており、足元のインフレ率は政府目標(4%)を大きく上回っている。金融当局は、年明け以降も預金準備率や利上げによる金融引き締めに動いているが、緩和マネーによる人民元高圧力にも拘らず為替介入による人民元相場の安定化策は続けられ、過剰流動性懸念は燻り続けよう。さらに、世界経済の回復や国際金融市場に緩和マネーが残るため、国際商品市況はしばらく高止まりが見込まれ、これも物価を押し上げてインフレ率は高止まりしよう。また、不動産価格は上昇基調が続いており、足元ではコア物価も上昇し、今後は不動産開発の抑制や物価統制などを強め

ると予想する。当研究所では、今年通年の消費者物価上昇率の見通しを前年比+4.2%と政府目標を上回ると予想する。なお、インフレ率は今年半ばをピークに伸びは鈍化すると見込まれ、来年の通年のインフレ率は前年比+3.9%と目標域に収まると予想する。

- 10-12月期の実質GDP成長率は予想外に加速しており、今年の経済成長率には大幅なゲタが生じている。さらに、海外経済の回復が予想以上に早く進むことを反映し、当研究所は今年の経済成長率の見通しを前年比+9.6%と前回見通し（同+9.2%）から+0.4p 上方修正する。なお、経済成長のけん引役を外需から内需に移行させる取り組みが進むことに加え、欧米を中心に世界的な不均衡是正を求める声が高まっており、来年にかけて輸入の増加が見込まれ、経済成長率の下押し要因になろう。2012年の経済成長率は前年比+9.2%に鈍化するものの、9%を上回る高い経済成長は続く予想する。

図3 中国 実質GDP成長率の推移と見通し

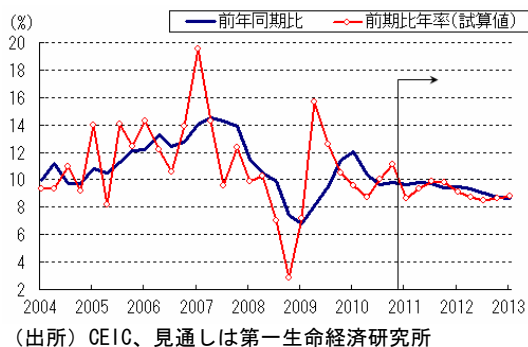
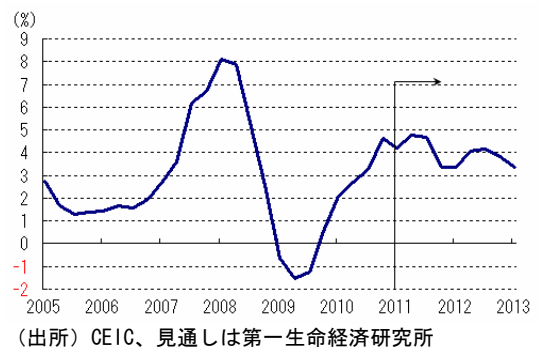


図4 中国 消費者物価の推移と見通し



《インド ~内需をけん引役に堅調な景気拡大が続くが、物価上昇による下押し圧力は避けられない》

- 例年並みの雨量による農業生産拡大や旺盛な個人消費により、7-9月期の実質GDP成長率は前年比+8.9%と前期と同じ伸びが続いたが、前期比年率では+15.5%と二桁%に達し、景気は世界金融危機前の勢いを取り戻している。政府の積極的なインフラ投資も景気を下支えし、旺盛な内需をけん引役に景気拡大は続いている。さらに、ASEANや韓国とのFTA/EPAの発効で輸出は堅調に推移し、先進国の景気回復でITサービス輸出も回復しており、外需も景気を下支えしている。10-12月期は海外資金の流入による株式相場の急上昇など資産効果が消費を押し上げたが、年明け以降は物価上昇を嫌気した動きもみられ、足元では一時的な調整の可能性は燻る。来年度も引き続きインフラ投資の拡充が見込まれており、景気の下支えが期待され、堅調な海外資金の流入が内需の押し上げに寄与すると見込まれ、内需主導による景気拡大は続くであろう。
- 過剰流動性懸念や国内要因による食料品価格の上昇、国際商品市況高騰によるエネルギー価格の上昇が重なり、足元のインフレ率は8%を上回る高水準で推移している。金融当局は昨年春以降、漸進的に金融引き締めを進めているが、海外資金の流入は続き、生活様式の変化による構造的な物価上昇要因もあり、インフレ率のピークアウトは前回予想から大きく後ろにずれ込んでいる。他方、紙幣不足などによる資金需給の逼迫に対して当局は短期の資金供給による対応を余儀なくされており、物価の上昇要因は残り、インフレ率は高止まりが見込まれる。先行きも金融引き締めの必要性は高く、漸進的な利上げによる金融引き締めは続けられよう。当研究所は、今年のインフレ率の見通しを前年比+6.3%と前回（同+6.2%）から+0.1p 引き上げる。他方、年半ばをピークにインフレ率は鈍化が進むと見込まれ、2012年のインフレ率見通しは前年比+6.2%と前回（同+6.3%）から▲0.1p 下方修正する。
- 7-9月期の実質GDP成長率は予想以上に上振れしており、足元ではその反動が懸念されるものの、景気対策によるインフラ投資の下支えや消費の堅調が続いている。物価上昇による下押し圧力は懸念されるが、先行きも景気の拡大基調は続く見込まれる。来年度も大規模インフラ投資の継続が見込まれ、年後半にかけ

て投資をけん引役とする拡大圧力は強まろうが、それに伴う輸入増加により成長率は下押しされよう。当研究所は 2010-11 年度の経済成長率を前年比+8.7%とし、政府目標（同+8.5%）の達成は可能と予想するが、2011-12 年度については物価上昇による下押し圧力が高まり、同+8.3%と政府目標（同+9.0%）の達成は困難と予想する。なお、2012-13 年度については、経済成長率は再び同+8.9%に加速すると予想する。

図5 インド 実質 GDP 成長率の推移と見通し

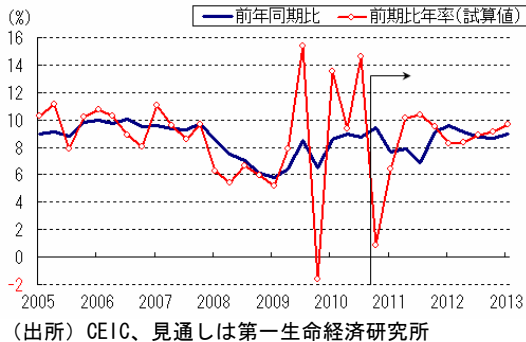
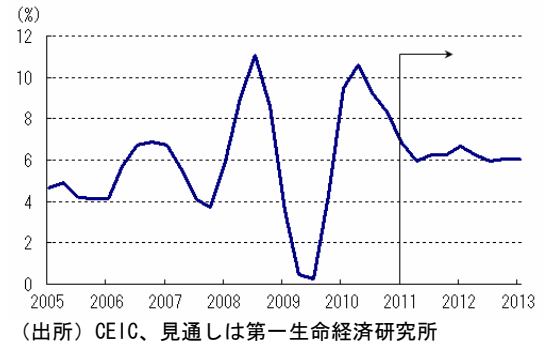


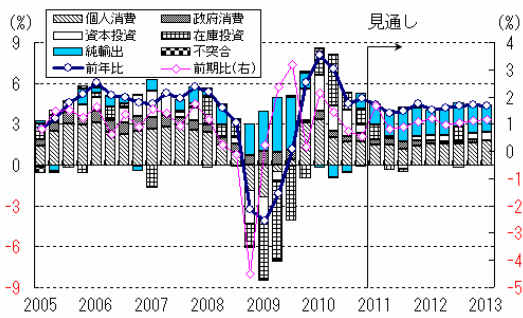
図6 インド インフレ率の推移と見通し



《NIES ～昨年後半からの景気減速に早くも底打ち感、輸出をけん引役に緩やかな景気拡大を予想～》

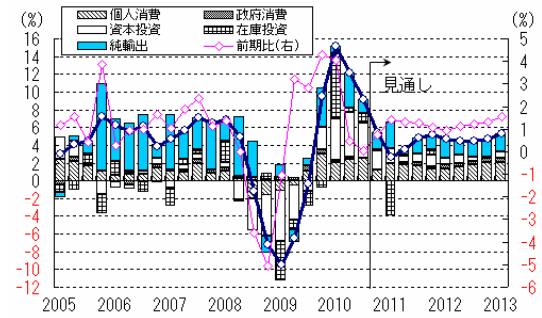
- **韓国**：政府は3ヵ年連続でインフラ投資による景気下支えを図り、年前半は公共投資による景気押し上げや、海外景気の回復による輸出増加が景気をけん引しよう。他方、財閥系など30大企業グループは今年の大規模設備投資を計画しており、外需の回復による生産拡大が内需を押し上げる好循環に繋がる下支えも期待される。10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.2%と減速感が強まっているが、足元では出荷・在庫バランスの底打ちが確認され、世界的な電子デバイス関連需要の増加が見込まれる中、堅調な輸出が景気をけん引すると期待される。また、今年半ばにはEUとのFTAが発効する見通しであり、輸出環境の一層の改善が期待される上、中国景気の再加速も輸出を押し上げよう。足元では、海外資金流入による過剰流動性懸念に加え、国際商品市況の高騰や家畜伝染病による食料品価格の上昇により物価上昇圧力が高まっており、不動産価格も上昇するなど資産バブル懸念も熾っている。今年後半にかけては利上げによる金融引き締め姿勢が一段と強まると予想する。
- **台湾**：今年も「愛台12建設」による公共投資の継続で景気の下支えが期待され、1月にはECFAに基づく中国向け輸出の大半が関税免除となるなど輸出環境が改善しており、輸出の増加が景気をけん引することと期待される。10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.83%と減速感が強まっているが、足元では韓国同様に電子デバイス関連の出荷・在庫バランスは底打ちし、世界的なIT需要の回復を背景に堅調な輸出が見込まれ、景気をけん引しよう。年半ばには中国景気の再加速が期待され、中国向け輸出競争力の高さを梃子に輸出主導による景気拡大が期待される。中国本土からの旺盛な資金流入による過剰流動性懸念や、国際商品市況の高騰で食料品やエネルギー価格は上昇しており、物価上昇圧力は高まっている。また、不動産価格の高止まりが続くなど資産バブル懸念は高まっており、金融当局は昨年夏以降利上げによる金融引き締めに舵を切っており、今後も利上げや海外資金流入抑制策の強化による対応が続けられよう。

図7 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

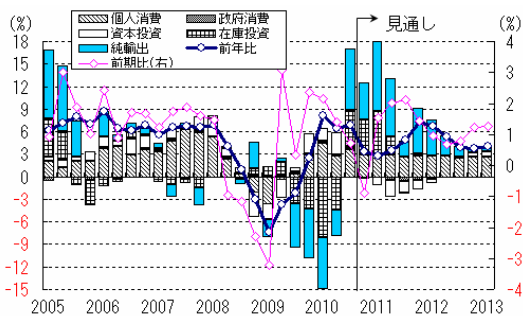
図8 台湾 実質 GDP 成長率の推移と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

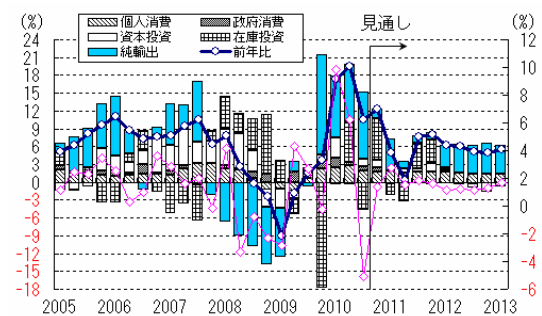
- **香港**：中国本土の過剰流動性懸念による資金流入や、中国景気の拡大による貿易取引の回復を背景に景気は急回復を遂げている。他方、ドルペッグ制採用に伴う為替安定化策は過剰流動性が生じさせており、領土の狭さによる不動産価格の急騰などで資産バブル懸念は高まっており、本土からの移民制限など対策を強化している。足元では景気減速懸念が高まっているが、中国経済の再加速が期待されることから、今年半ばにかけて輸出や金融取引量の拡大を通じて景気は再び加速すると見込まれる。最低貸金制度の導入により、低賃金労働者を中心に雇用の下押し圧力が高まると懸念され、内需の勢いを削ぐ可能性はあろう。他方、国際商品市況の高騰による物価上昇も続いており、補助金強化などによる物価抑制策も検討されよう。
- **シンガポール**：アジア経済の回復による域内貿易量の増加や、先進国景気の回復により主要産業である化学・バイオ関連の生産は堅調に推移し、昨年の経済成長率は統計開始以来の高い伸びになったと見込まれる。カジノの建設や金融センター化の推進により、観光客や海外資金の流入は旺盛に推移しており、先行きの景気を下支えしよう。さらに、R&Dなどを中心とする投資誘致策に加え、世界経済の回復により対内直接投資流入額は順調に増加しており、景気のけん引役となるほか、中長期的な潜在成長率の向上にも繋がろう。今年の経済成長率は昨年後半の景気減速によるゲタで下押しされ、伸びは鈍化するものの、堅調な景気拡大は続くと思込まれる。金融当局は通貨SGドルの実質的な切り上げ容認による金融引き締めを舵を切っており、先行きも金融引き締め姿勢は一段と強まると予想する。

図9 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10 SG 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 11 韓国・台湾 消費者物価の推移と見通し

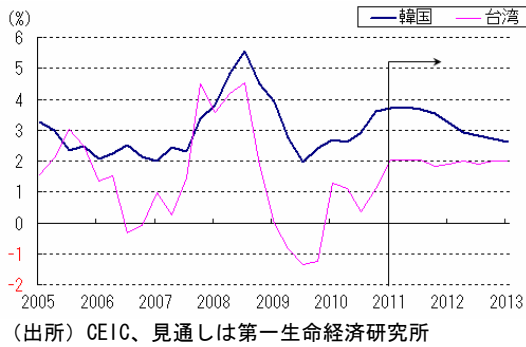
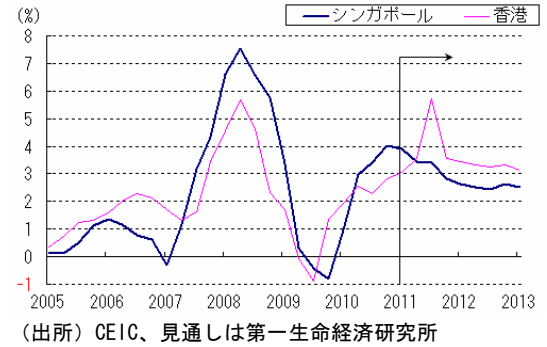


図 12 HK・SG 消費者物価の推移と見通し



《ASEAN5 ～国ごとに特色の差はあるが、海外景気の回復を背景に堅調な景気拡大が見込まれる～》

- インドネシア**：海外資金の流入による株価上昇などの資産効果により個人消費は押し上げられ、10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.9%に加速し、内需をけん引役に景気拡大が続いている。足元の国際商品市況の高騰は交易条件を改善させ、アジアの旺盛な資源需要を背景に輸出も増加しており、外需の拡大も景気を下支えしている。足元では物価上昇による悪影響が懸念されるが、金融当局は金融引き締め姿勢に転じている。今後は消費の緩やかな拡大は続く見込まれ、政府の積極的なインフラ投資は景気を下支えし、堅調な景気拡大は続く見込まれる。中長期的な潜在成長率の向上には、対内直接投資の誘致が重要であるが、他のASEAN諸国に比べてインフラが未整備であること、汚職の蔓延など法体系の未熟などがネックになり、これらの改革の進捗が不可欠である。今年はASEAN議長国であり、2015年のASEAN共同体設立に向けたリーダーシップの確立、それによる域内経済圏の構築にとっても重要な年になる。
- マレーシア**：ASEAN内でも経済の輸出依存度が極めて高く、アジア経済の回復による輸出増加に伴い昨年前半は急速な景気回復を果たし、昨年経済成長率はITバブル期以来の高水準に達したと見込まれる。年後半にかけて減速感が高まったが、アジア経済の堅調や先進国景気の回復により足元では底打ちの兆候もみられ、今年から始まる5ヶ年計画（第10次マレーシア計画）によるインフラ投資の促進は景気を下支えしよう。同国はASEAN内では工業化で先んじており、同国政府はTPPへの参画を逸早く表明するなど輸出環境改善への取り組みも進んでいる。TPPへの正式加盟にはマレー人優遇政策（ブミプトラ）改革など課題は多いものの、これが順調に進めば成長率の押し上げ効果は急拡大しよう。国際商品市況の高騰によりオイルマネーの存在感が再び高まる中、イスラム金融を積極的に取り込んでおり、これも景気の押し上げに寄与すると期待される。
- タイ**：政治対立の収束は困難な状況にあり、足元ではカンボジアとの国境紛争が契機となって反タクシン派の内部対立も激化しており、年内に実施予定の総選挙の見通しは混沌としている。なお、政府は今年も景気対策を継続しており、インフラ投資による景気の下支えが期待され、世界経済の回復を背景に輸出増加も見込まれ、外需の回復が内需の回復を促す好循環が期待される。足元では主要産業である自動車関連の出荷・在庫バランスは底打ちしており、裾野産業の広さと厚みを背景に輸出拡大が景気をけん引すると見込まれる。海外資金の流入による過剰流動性懸念や、国際商品市況の高騰による食料品やエネルギー価格の上昇により物価上昇圧力は高まっており、金融当局は昨年秋以降、事前防衛的に金融引き締めを舵を切っており、先行きも漸進的な利上げが実施されよう。なお、年後半にも予定される総選挙を巡り再び混乱が拡大すれば、一時的に景気が下押しされる可能性はあろう。

図13 ID 実質 GDP 成長率の推移と見通し

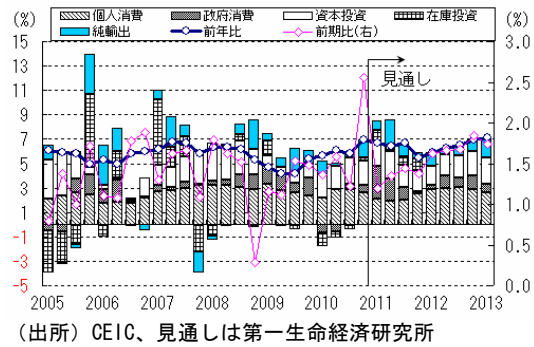


図14 MY 実質 GDP 成長率の推移と見通し

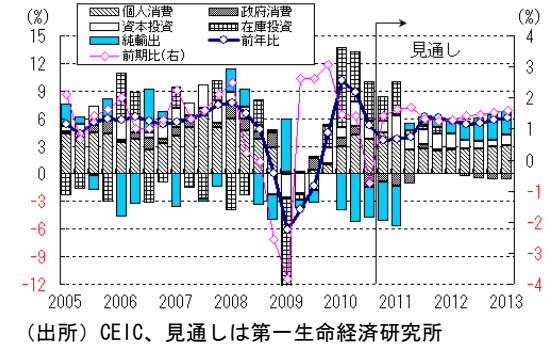


図15 TH 実質 GDP 成長率の推移と見通し

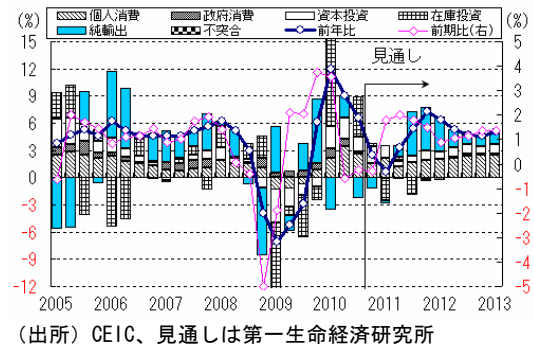
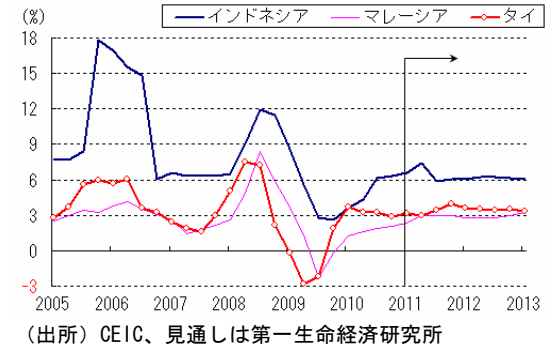
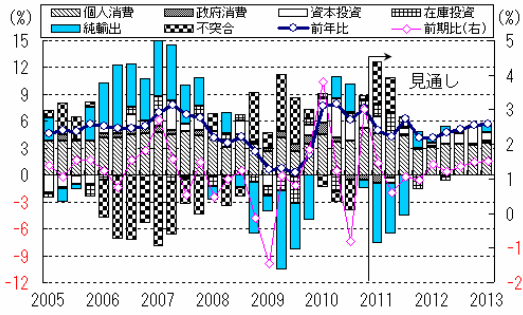


図16 ID・MY・TH インフレ率の推移と見通し



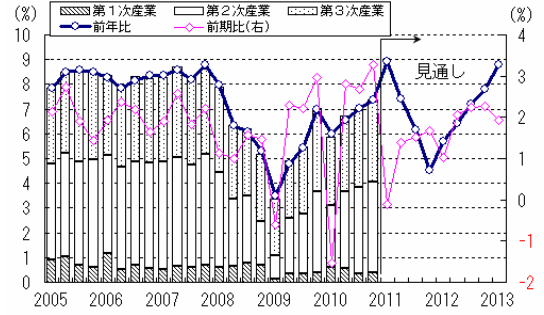
- フィリピン**：先進国景気の回復により海外労働者送金は順調に拡大し、海外資金の流入で株式相場が急上昇するなど資産効果も重なり、10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+12.7%と大幅に加速した。今年度予算はインフラ投資や低所得者給付などを含む拡張型予算となり、景気の下支えが期待され、海外経済の回復による堅調な労働者送金の流入も見込まれ、先行きも内需は景気をけん引すると期待される。他のASEAN諸国に比べて輸出競争力は低く、外資企業を中心に世界金融危機後は撤退の動きが進んだことから、景気のけん引力は大きくない。なお、アキノ政権は構造改革に着手する姿勢をみせており、これが順調に進捗し、対内直接投資の受け入れが進めば、景気の押し上げに寄与する可能性はある。足元では過剰流動性懸念や、国際商品市況の高騰により物価上昇圧力が高まっているにも拘らず金融当局は依然利上げに踏み切っていないが、金融引き締めで舵を切る局面は遠くないと予想される。
- ベトナム**：10-12月期の実質GDP成長率は前年比+7.34%に加速し、旺盛な内需が景気をけん引する状況は続いている。足元では、輸入の急増による経常赤字拡大や、国際商品市況の高騰により足元のインフレ率は再び二桁%に達するなど、ファンダメンタルズは急速に悪化している。金融当局は毎月通貨ドンの9.4%切り下げを決定しており、輸入物価の押し上げにより物価は一段と上振れすると見込まれる。今後は為替の安定と過熱気味にある景気を冷却させるため、金融引き締めの必要性は高まっているが、金融当局は経済成長率の維持を重視しており、景気過熱によりインフレ率が高進する恐れはあろう。同国は来年以降も比較的高水準の経済成長が続くと見込まれるが、過熱し易い状況にあることを鑑みれば、政府には注意深い金融・財政政策の舵取りが求められる。

図 17 PH 実質 GDP 成長率の推移と見通し



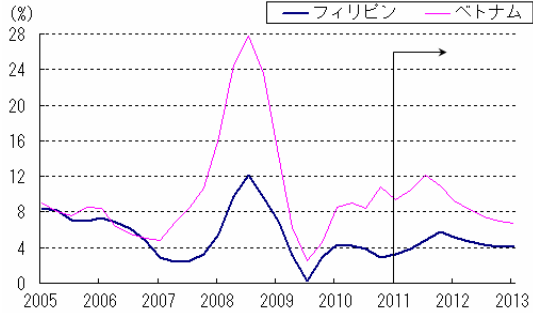
(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所

図 18 VN 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 19 PH・VN 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

以上