

Weekly エコノミスト・ レター

アジア新興国・地域の経済見通し ～底打ちを見込むも、外部環境のリスクは残る

経済調査部門 研究員 高山 武士
(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp

1. 足もと、アジア新興国・地域の成長率は総じて減速しており、経済停滞が先進国から新興国まで波及してきた印象を与えている。金融市場に関しても、通貨や株価が下落する国・地域が目立っており、新興国・地域からの資金引き揚げの動きが懸念される。
2. 先行きについて考えると、海外経済のうち債務問題を抱える欧州経済は停滞が続くと考えられるが、米国経済や中国経済は年後半には穏やかに改善していくことが見込まれる。こうした輸出環境の好転によってアジア新興国・地域の成長も回復していくと考えられる。ただし、その足取りはゆっくりとしたものになるだろう。また、金融市場からの資金引き揚げのリスクが依然として残ることにも注意が必要である。
3. 経済政策に関しては、成長減速から利下げを実施している国・地域が少なくない。しかしながら、原油価格の高さに国内の物価上昇が追いついておらずインフレ圧力が残るなど、積極的な金融緩和に踏み切れない国・地域も多い。こうした状況は今後も続き、インフレと景気減速との兼ね合いを見ながら金融政策の舵取りをしていくと考えられる。
4. 先行きのリスクとしては、海外経済の不調が長期化することが挙げられる。特にアジア新興国・地域は対中貿易シェアが大きいので、中国経済の低迷が続いた場合、成長回復のペースが鈍化する可能性も生じる。こうしたリスクは輸出依存度が高い韓国や台湾、タイ、マレーシアで大きいと言える。

アジア新興国・地域の経済見通し

(前年比、%)

実質GDP 成長率	2011年	2012年				2013年	
	(実)	1-3 (実)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)	
韓国	3.6	2.8	3.2	3.4	3.4	3.2	4.1
台湾	4.0	0.4	1.9	3.0	4.4	2.5	4.5
マレーシア	5.1	4.7	4.9	4.9	5.0	4.9	5.0
タイ	0.1	0.3	2.6	2.6	14.9	4.9	4.7
インドネシア	6.5	6.3	6.5	6.2	6.3	6.3	6.5
フィリピン	3.9	6.4	4.0	4.0	4.0	4.6	4.7

インフレ率	2011年	2012年				2013年	
	(実)	1-3 (実)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)	
韓国	4.0	3.0	2.5	2.7	3.1	2.9	3.6
台湾	1.4	1.3	1.7	2.0	2.2	1.8	1.6
マレーシア	3.2	2.3	1.9	2.1	2.3	2.2	2.7
タイ	3.8	3.4	2.6	2.9	3.1	3.0	3.7
インドネシア	5.4	3.7	4.6	5.1	6.4	4.9	6.1
フィリピン	4.7	3.1	3.0	3.3	3.4	3.2	4.0

インド	7.5	2012年				2013年
<下段:年度ベース>	<6.5>	5.3	5.6	6.2	6.8	7.0
					<6.6>	<7.3>

インド	9.5	2012年				2013年
<下段:年度ベース>	<8.8>	7.0	7.1	7.2	6.9	7.1
					<7.0>	<7.0>

(注)2012年の内訳は前年同期比。インドのGDP成長率は供給側の数値(GDP at factor cost)。インドのインフレ率はWPI上昇率、他の国・地域はCPI上昇率。
(資料)CEIC、ニッセイ基礎研究所

1. アジア経済概況

アジア新興国・地域の成長率が減速している（図表 1）。すでに発表されている 2012 年 1-3 月期の成長率は、一部の例外国を除き、2012 年 10-12 月の成長率を下回った。特に、アジアの 2 大経済国である中国とインドの成長減速は、景気停滞が先進国だけでなく、新興国まで波及してきた印象を与えた。

果たしてアジア新興国・地域の成長率はいつ再加速するのだろうか。本稿では、アジア新興国・地域がおかれている現状を振り返り、今後の見通しを考えたい¹。

1-1. 輸出環境の改善

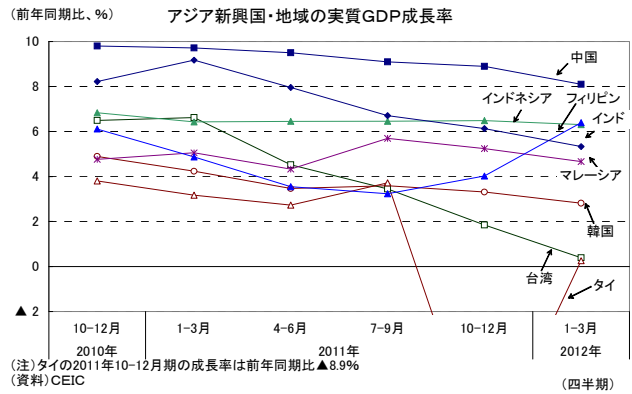
まず、アジア新興国・地域の現状を振り返る。

アジア新興国・地域の成長率を見ると、総じて輸出の伸びが内需の伸びを下回っており（図表 2）、輸出の悪化が成長を鈍化させた面は大きい。特に、韓国・台湾といった輸出依存度が高い国は、輸出の減速によって成長率は急減速した。アジア新興国・地域が回復していくための条件として、この輸出環境の好転がいつになるのかが鍵となっている。

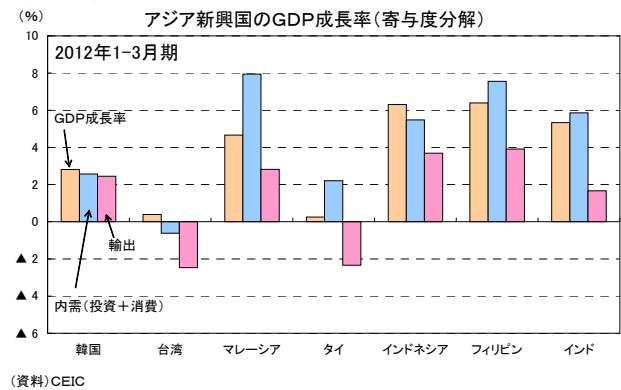
そこで、アジア新興国・経済の輸出状況を確認していこう。

まず、対米輸出を見ると、2012 年に入って改善してきた国・地域が散見される（図表 3）。米国経済は、穏やかではあるが回復傾向にあり、今後もアジア新興国・地域からの対米輸出は改善傾向を辿る見込みである。対米輸出に関してはアジア新興国・地域では、中国を除き、多くの国・地域で 10%前後にとどまるが（図表 4）、経済成長のプラス要因といえる。一方、対欧貿易については、フィリピンを除き 2011 年から鈍化が続いており、今年に入っても減速に歯止めがかかっていない（図表 5）。欧州の債務問題は厳しい状況が続いており、ユーロ圏崩壊のような極

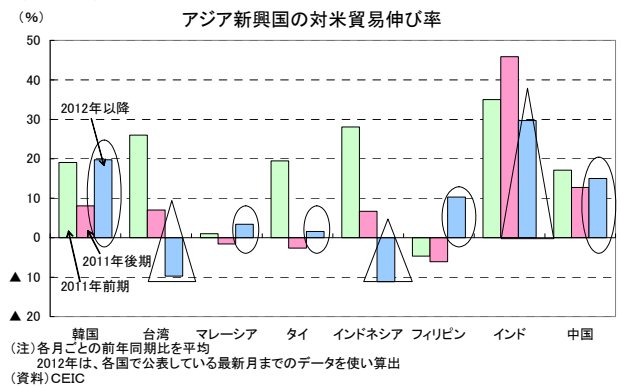
(図表 1)



(図表 2)



(図表 3)



¹ 本稿における経済見通しの分析対象国・地域は韓国・台湾・マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン・インド。中国については、2012年6月8日公表のWeeklyエコノミスト・レター「[中国経済の見通し：財政出動に加え、利下げに踏み切った中国経済の行方](#)」を参照。

端な展開にならず問題が収束していくとしても、当面は低成長が続くと見込まれる。こうした状況下では、少なくとも今年については対欧貿易の回復は難しいと思われる。

また、アジア新興国・地域には対中貿易のシェアが大きい国・地域が多く、先進経済の動向に加えて、対中貿易の動向が重要である。足もとでは中国経済の減速によって、中国への輸出が低迷している国・地域が多くなっている。(図表6)。しかし、中国経済は今後、財政政策の効果などにより改善に向かっていくと考えられる。したがって、年前半についてはアジア新興国・地域の対中貿易は低迷するものの、後半からは持ち直しが見られると考えられる。

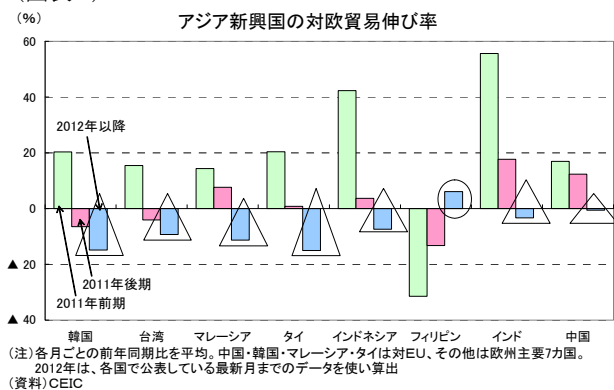
(図表4)

2011年のアジア新興国・地域の貿易(輸出先シェア) (%)

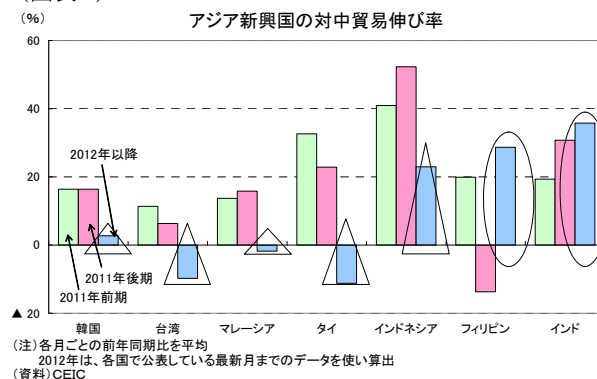
輸出先	アジア							米国	EU	その他	合計	対GDP比率
	NIEs	ASEAN4	中国	インド	日本							
NIEs	61.8	14.1	11.1	28.5	2.5	5.5	9.3	10.2	18.7	100	82	
韓国	52.6	12.6	6.4	24.2	2.3	7.2	10.2	10.1	27.1	100	50	
台湾	65.1	22.5	8.1	27.2	1.4	5.9	11.8	10.1	12.9	100	66	
シンガポール	64.5	18.4	27.8	10.4	3.4	4.5	5.5	9.6	20.4	100	158	
香港	68.7	6.1	3.4	52.3	2.8	4.0	9.9	10.8	10.6	100	176	
ASEAN4	64.8	22.0	10.6	15.2	3.9	13.1	9.6	10.4	15.2	100	41	
マレーシア	73.2	26.4	10.6	20.3	3.9	12.0	9.7	10.6	6.4	100	81	
タイ	52.5	15.9	11.8	12.0	2.3	10.5	9.6	10.5	27.5	100	68	
インドネシア	67.1	22.2	10.2	11.4	6.6	16.7	8.2	10.2	14.5	100	24	
フィリピン	71.3	28.0	7.3	21.2	0.7	14.1	13.8	10.3	4.6	100	19	
中国	37.7	22.2	5.1	-	2.7	7.8	17.1	18.8	26.4	100	26	
インド	25.2	12.3	4.8	6.2	-	2.0	11.2	17.5	46.1	100	18	

(資料) Datastream, IMF, CEICよりニッセイ基礎研究所作成

(図表5)



(図表6)



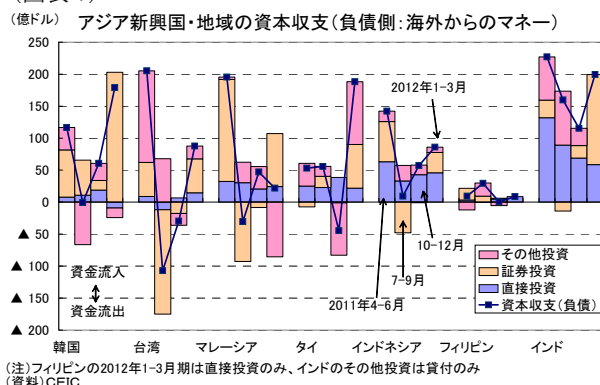
1-2. 株・為替は軟調、今後もリスク要因

一方、金融市場に目を転じると、足もとで株や為替が下落している国・地域が目立つ。

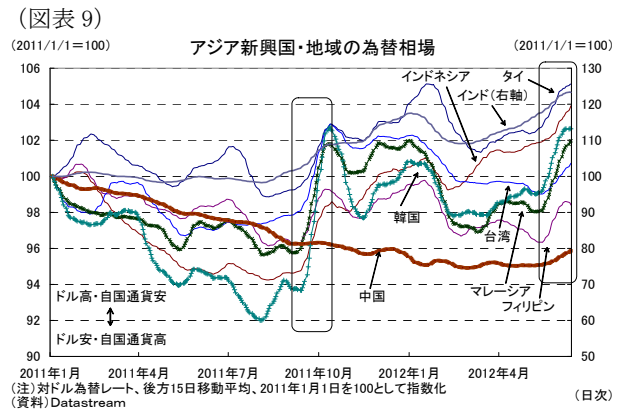
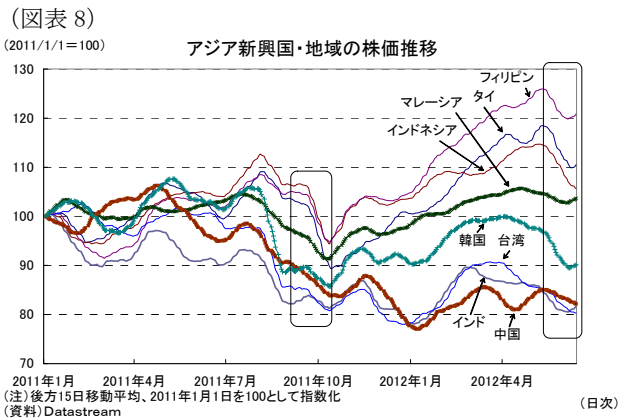
アジア新興国・地域への資金流入の動きを見ると(図表7)、昨年7-9月期に、一時的な資金引き揚げの動きがあるが、今年1-3月期に関しては、資金を引き揚げる動きは観測されていない。ただし、株価や通貨は5月以降に下落している国・地域が多くなっていることから(図表8・9)、4-6月期に資金引き揚げが生じている可能性がある。この時期はギリシャのユーロ圏離脱が大きな懸念となったことや、新たにスペインの問題も取り上げられるなど、金融市場ではリスクをとりにくい状況にあったと考えられる。ギリシャのユーロ離脱のような極端な動きが見られなくとも、欧州問題の長期化は必至であり、海外投資家の資本引き上げによる金融市場の低迷というリスクは依然として払拭しきれていない状態にあると言える。

金融市場の短期的な変動は、それが一時的なものであれば実体経済に及ぼす影響は限定的と考え

(図表7)



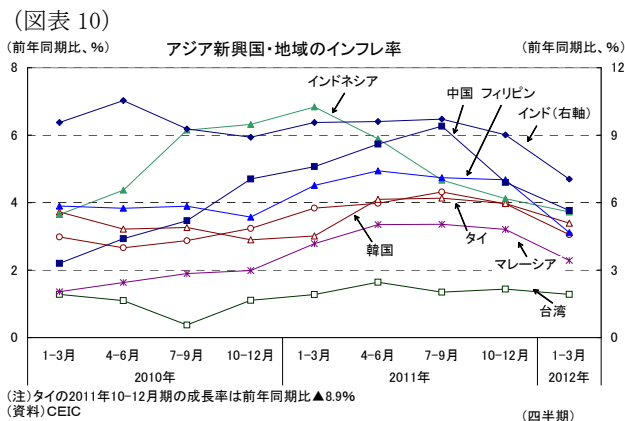
られる。ただし、最近は、通貨下落によって輸入インフレが懸念されるなど、金融政策の余地を圧迫する要因になっており、また、株価の軟調な推移が続けば、消費者のセンチメントを低下させるため実体経済に及ぼす影響も考慮していく必要があるだろう。



1-3. 金融政策の余地は限定的

こうした状況のなかで、今年4月以降、アジア新興国の2大経済であるインドと中国が利下げに踏み切った²。新興国のなかでは、これらの国に先駆けて、すでにタイ、インドネシア、フィリピンが利下げに踏み切っている。アジア新興国・地域では成長率の減速にともなって、インフレ圧力が低下し金融政策の余地が広がってきたといえる (図表 10)。

ただし、先行きについては、原油価格の高止まりや輸入インフレの懸念から各国・地域ともに大幅な利下げに踏み切ることは難しくなっている。現時点でもインドネシアとフィリピンを除き、政策金利は 09 年末と比べると高い水準に維持されており、様子見姿勢を続けている国・地域は少なくない (図表 11)。したがって、追加利下げの可能性については、インフレと国内の景気鈍化との兼ね合いになるだろう。比較的インフレ圧力の強くない国・地域については、今年の輸出環境が好転するまで、もう一段の利下げを行なうと見られる (各国ごとの見通しについては後述)。



(図表 11) アジア新興国・地域の政策金利の状況

	2009年末	2010年				2011年				2012年	現在 (09年対比)
		1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月		
韓国 (7日物レホ金利)	2.00			↑	↑	↑	↑	↑			3.25 (+1.25)
台湾 (公定歩合)	1.250		↑		↑	↑		↑			1.875 (+0.625)
マレーシア (翌日物銀行間取引金利)	2.00		↑	↑	↑			↑			3.00 (+1.00)
タイ (翌日物レホ金利)	1.25			↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	3.00 (+1.75)
インドネシア (翌日物銀行間借入金金利)	6.50					↑			↓	↓	5.75 (▲0.75)
フィリピン (翌日物銀行間貸出金利)	6.00					↑	↑			↓	6.00 (+0.00)
インド (翌日物レホ金利)	4.75		↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	8.00 (+3.25)
中国 (1年物基準貸出金利)	5.31				↑	↑	↑			↓	6.58 (+1.25)

(注) 国名のカッコ内は政策金利、もしくは誘導目標対象の金利。「↑」は利上げ、「↓」は利下げを表す。
(資料) CEIC

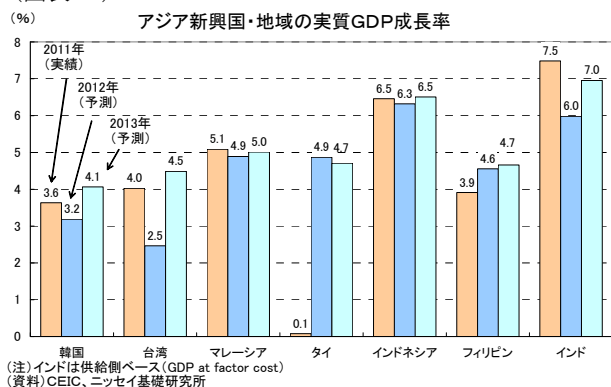
1-4. 緩やかに成長回復へ

以上を踏まえると、足もとでは成長が減速しているものの、年後半からは輸出環境が改善に向か

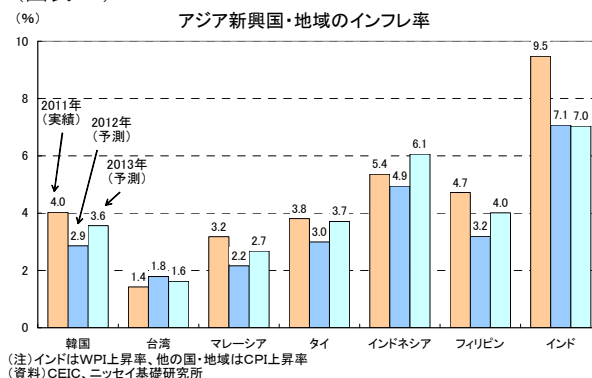
² 中国とインドは利下げに踏み切る前に預金準備率の引下げも実施している。中国は昨年12月と今年の2月と5月に計1.5%引き下げている。インドは今年の1月と3月に計1.25%引き下げている。

うため、成長率は底打ちし回復に向かうと考えられる（図表 12）。もともとの内需の強いインドネシアやフィリピンでは輸出減速による悪影響を比較的軽微なうちに乗り切るだろう。外需主導の韓国や台湾は大きく成長が鈍化したものの、今後は回復基調に転じると見られる。ただし、そのペースは穏やかなものにとどまる。インフレ率については、需要の減速から当面は低下基調にある。ただし、原油価格の高さに国内の物価上昇が追いついておらず、エネルギー価格の上昇が見られる国・地域もあるため、こうした国・地域ではインフレ率の低下は限定的と見られる。また、今後、成長率が回復するにつれ内需の強さによるインフレ圧力も生じると予想する（図表 13）。

（図表 12）



（図表 13）



リスク要因としては、欧州問題が緊迫化することで、金融市場が混乱することが挙げられる。また、実体経済に大きな影響を及ぼす要因として、米国経済や中国経済など輸出環境の不調が長期化するリスクが挙げられるだろう。特に中国については、アジア新興国・地域の輸出シェアが大きく、中国経済の不調が長引くことによる悪影響は大きい。またアジア新興国・地域の中では、輸出依存度の高い韓国や台湾、マレーシア、タイといった国・地域でこの悪影響を大きく受けると言える。

2. 各国・地域経済の見通し

では、次に各国・地域ごとに成長率と物価について今後の見通しを述べたい。

2-1. 韓国

外需主導型の経済成長を遂げてきた韓国では、先進国の経済低迷の悪影響を受け、昨年以降、外需が鈍化、今年 1-3 月期の成長率も冴えない状態が続いている。ただ、前期比で見ると、成長率は昨年から加速しており、すでに底打ちした可能性もある。米国経済が順調に回復すれば、3 月 15 日に発効した米韓 F T A も輸出増加の支えとなり、韓国経済も改善していくと考えられる。韓国では、日中韓 F T A に積極的に取り組むなど自由貿易を推進しており、短期的に効果が見えやすい政策ではないが、長期的な成長率を高める規制緩和として評価できる。

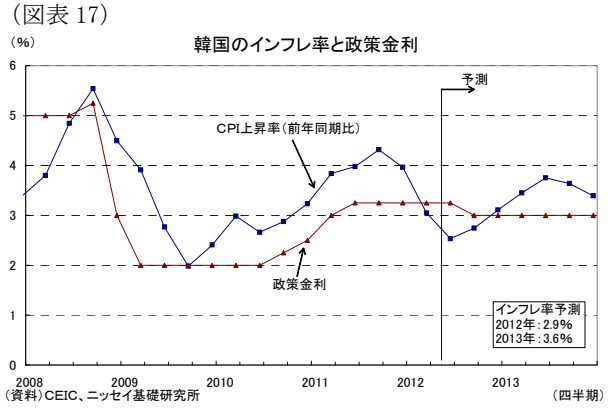
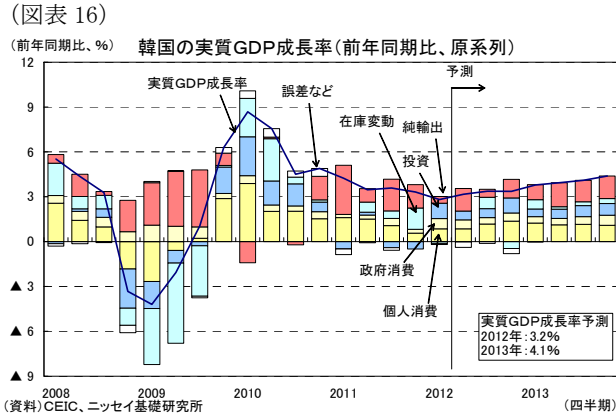
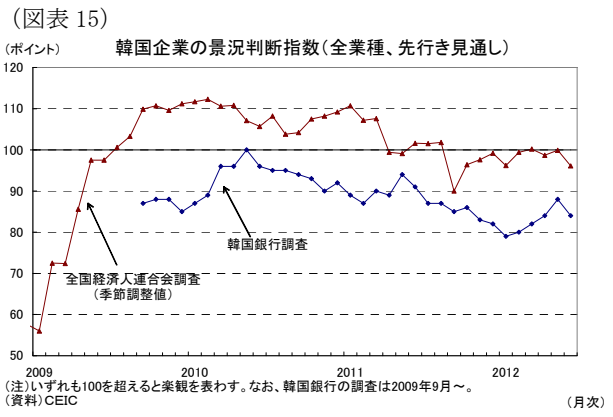
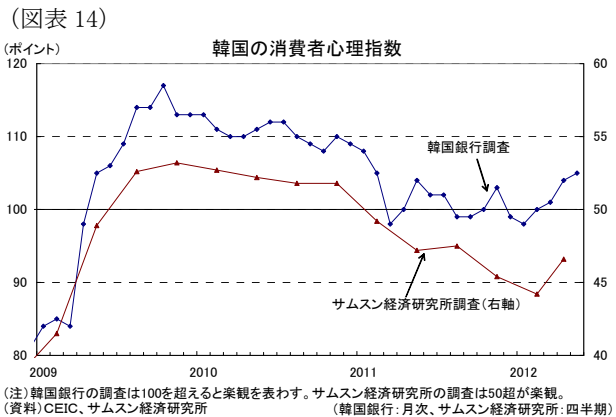
一方、内需に関しては、高インフレと高い家計債務についてが引き続き障害となっている。このうち、インフレについては足元で低下しており、消費者の景況感も改善しつつある（図表 14）。しかしながら家計債務の大きさは改善されておらず、個人消費の伸びには期待できそうにない³。ただ

³ 家計債務への対策として、昨年 6 月に銀行に対してリスクウェイトの見直し（引き上げ）、融資審査の厳格化などの規制を実施しており、今年の 2 月にはノンバンクや保険会社に対しても融資抑制策を打ち出している。しかし、いまだ家計の債務は高水準で、現在のところ効果が目に見える形で上がっているとは言えない。

し、4月11日に実施された国会総選挙や、年末に実施される大統領選挙では、格差是正や市民生活の安定が争点になっており、経済政策のうち市民の生活支援に重点が置かれることで、消費鈍化を下支えすることが見込まれる。

一方で企業の景況感は低迷が続いている（図表15）。選挙を控えて市民生活への安定に重点が置かれ、それまでの大企業重視の成長が敬遠されていることが背景にあると考えられる。年後半に海外経済の持ち直しが鮮明になれば、企業景況感も次第に回復すると思われるが、それまでは厳しい状況が続くだろう。

こうした状況を踏まえ、実質GDP成長率は2012年で3.2%まで減速、その後は輸出を中心に緩やかに回復傾向を辿り、2013年は4.1%成長となると予想する（図表16）。



インフレについては年初から低下傾向が続いており、2%台半ばで推移している。ただし原油価格の高止まりから光熱費には上昇圧力がかかっている。また年後半に景気が回復すれば需要も高まるとして、中央銀行はインフレ圧力への警戒感を抱いており、2011年の利上げ局面終了後、金融緩和に踏み切っていない（前掲図表11）。確かに、コアインフレ率が低下する一方で、原油や食料品価格の高止まりは解消されておらず、また、金利低下によって家計債務を増加させてしまう危険性もあるため、中央銀行は利下げに踏み切りにくい状況にはある⁴。しかし、インフレ目標(3.0±1.0%)と比較すると、目標の下方に位置しており、利下げ余地が拡大していることも事実である。こうした状況のなか、外需主導の成長も力強さを欠くものであることから、中央銀行は年内の利下げに踏み切る可能性は高いと見ている。

⁴ 原油価格や食料品の価格上昇は家計支出の負担増加と景況感の悪化要因となる。また、利下げによって過度に家計債務が増加してしまうと、今後、インフレ局面で利上げを実施したとき、家計の利払い負担が増加し個人消費を減速させてしまう可能性がある。

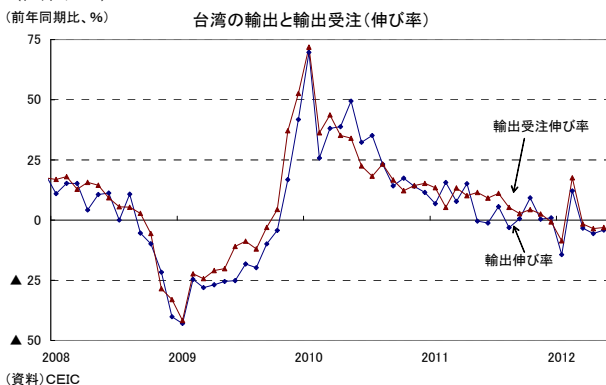
2-2. 台湾

台湾の今年1-3月期の成長率は前年同期比+0.39%と1%を割り、冴えない状況が続いた。しかし、韓国と同様に前期比で改善しており、底打ち感も生じている⁵。

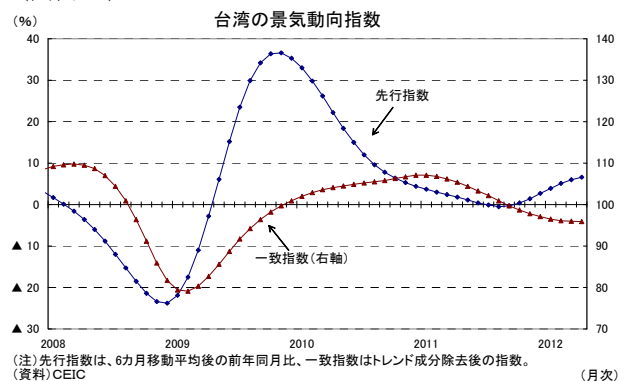
最近の経済動向を見ると、原動力の輸出は依然として低迷しており、輸出受注も伸び悩んでいる（図表18）。しかし、こうした状況にあっても台湾の主要EMS（電子機器受託生産）メーカーでは先行きに関して楽観視する見方が増えており、半導体産業は早晩、底打ちすると考えられる⁶。景気動向指数の先行指数も改善傾向が続いており（図表19）、米国経済・中国経済の回復にともない、台湾経済も穏やかな回復基調を辿ると考えられる。また、第二期馬政権が中台関係の深化へ取り組んでいることや経済特区の設置促進を行なっていることは、中長期的に見ても潜在成長率を高める政策として期待できる⁷。ただし、短期的な成長のペースは非常にゆっくりで、2012年の成長率は2.5%まで減速し、2013年に4.5%の成長率となると予想する（図表20）。

インフレ率は、台湾経済の懸念事項になりつつある。国際的な原油高を受けて、石油価格が引き上げられているほか、電気料金の段階的な引き上げが予定されており、上昇圧力が強くなっている⁸。今後については2012年で1.8%まで上昇し、2013年には1.6%となる予想する（図表21）。金融政策については、インフレ圧力の上昇にともない、中央銀行の利下げ余地が小さくなるため、当面は様子見姿勢が続くと予想する。

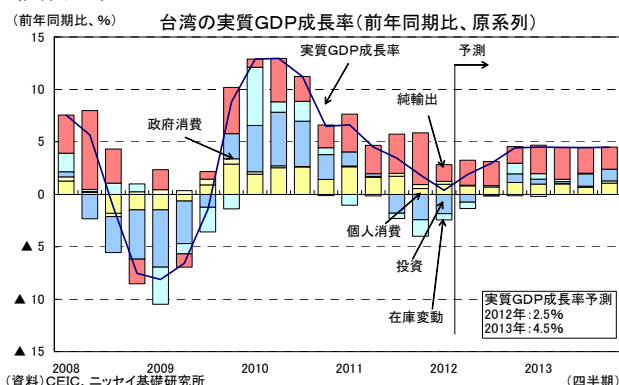
（図表18）



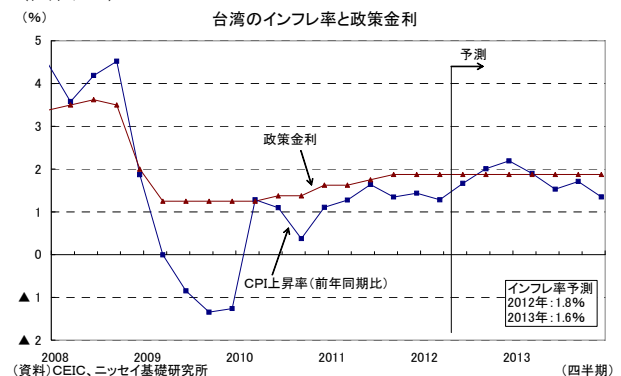
（図表19）



（図表20）



（図表21）



⁵ 今年1-3月期の成長率は前期比年率で+2.82%となり、昨年7-9月期、10-12月期の2期連続のマイナス成長からプラス成長に転じた。

⁶ 国際半導体製造装置材料協会（SEMI）の公表している北米半導体製造装置メーカーの出荷受注比率（BBレシオ）は今年2月以降、3カ月連続で1を超えており、受注（需要）が出荷（供給）を上回っている状況が続いていることを示している。

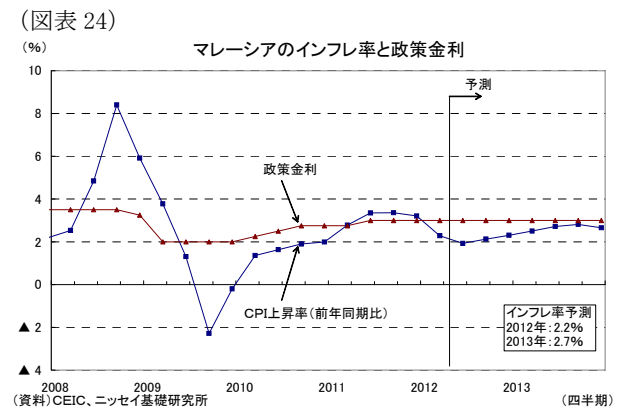
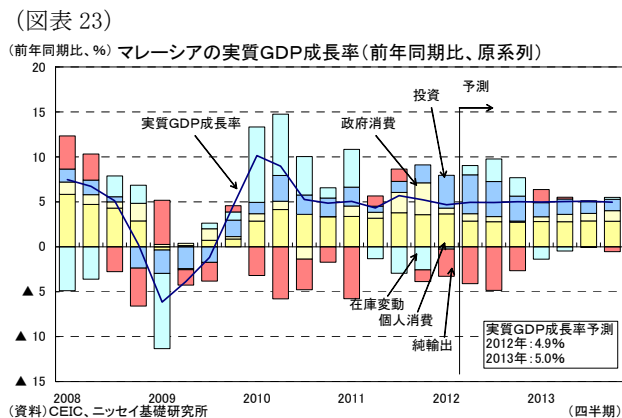
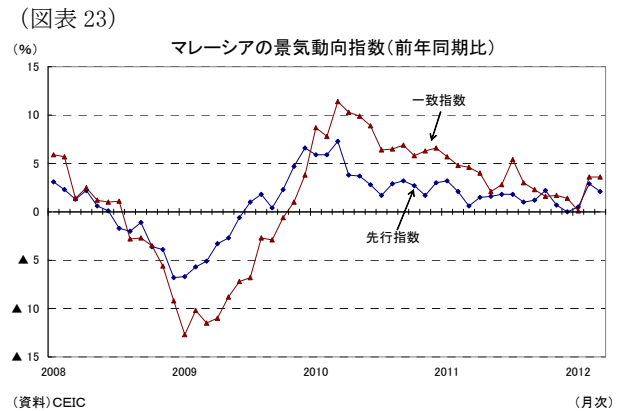
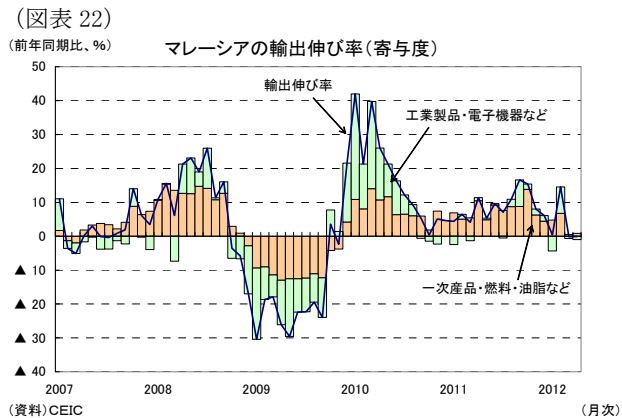
⁷ すでに今年3月20日には中国からの直接投資の受け入れ規制を緩和することを発表しているほか、日中韓FTAやTPP（環太平洋戦略的経済連携協定）の交渉が進んでいることに危機感を感じて、台湾でも中国とのFTAに相当するECFA（経済協力枠組協定）の詰め協議も早急に終わらせる姿勢を示している。また、海外貿易促進のための経済特区である「自由経済モデル区」の建設計画を加速させるとしている。

⁸ 政府がガソリン・軽油への補助金を削減したことから、4月にこれらの価格が引き上げられている。電力料金については、6月10日に引き上げられており、今後も12月と必要があれば追加でさらに1回の引き上げが予定されている。

2-3. マレーシア

マレーシアは底堅い成長を実現しているが、足もとでは外需に関しては落ち込みが目立ってきている。資源国であるマレーシアでは今まで、鉱業製品の輸出が鈍化する一方、燃料や一次産品（天然ゴムやパーム油、木材など）が輸出を下支えしてきた。しかし3月以降、一次産品の輸出も低迷しており、輸出全体でも前年同月比でマイナスを記録している（図表22）。

一方で、内需については堅調さを維持している。総選挙で有利に立ちたい与党がバラマキ型の生活支援策を実施していることもあり⁹、個人消費が堅調に推移しているほか、政府主導の投資振興策であるETP（経済改革プログラム）が順調に進んでいる¹⁰。加えて、4月に最低賃金制度の導入が公表され、実施時期など詳細に関しては不明であるが、消費者の景況感も堅調に推移することが見込まれる。景気動向指数を見ても、輸出の減速にもかかわらず、足もとでは好調に推移しており、内需主導による経済成長を達成していると言える（図表23）。年後半にかけては、海外経済の回復から輸出環境も改善すると見られ、実質GDP成長率は2012年で4.9%、2013年は5.0%の成長を達成すると予想する（図表24）。



物価に関しては、安定的に推移している。世界的な原油高という問題を抱えていることは他国と共通であるが、総選挙を控えて、燃料補助金の削減など国民の不満を買いやすい政策は実施しにくく、しばらくはインフレ率は安定的に推移することが見込まれる。インフレ率は2012年で2.2%、2013年は2.7%と予想している（図表24）。また、物価の安定にともない、中央銀行には利下げ余地が生じているが、マレーシアの場合は、景気の減速が顕著でないこと、政府の消費者支援策が物

⁹ 2012年度の予算では、低所得者層への現金支給や公務員の給与引き上げが盛り込まれている。

¹⁰ 2011年の報告書によると、昨年までに83%のプロジェクトが着工を開始、あるいは着工が決定した。また、今年5月28日には新たに21件、204億リンギ規模のプロジェクトが発表された。

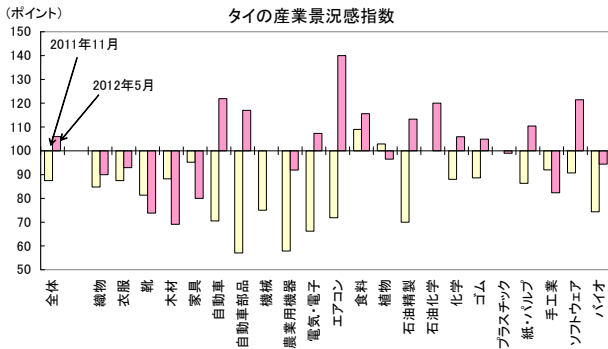
値上昇の圧力になりうること、中央銀行が家計負債の過度な増加に警戒感を抱いていることなどから¹¹、利下げは行なわず様子見姿勢が続くと見られる。

2-4. タイ

タイ経済は 2012 年に入り、昨年後半に発生した洪水被害から急速に回復している。実質 GDP 成長率は前期比で見ると、昨年 10-12 月期の▲8.9%から今年 1-3 月期は+11.0%と急回復を見せた。1-3 月期の成長率は前年同期比でも+0.3%となり、昨年 10-12 月期の大幅マイナス（同▲8.9%）からプラスに転じている。ただし景況感について見ると（図表 25）、全体的では改善してきたが産業によってはバラツキも見られる¹²。国家経済社会開発委員会事務局（NESDB）や中央銀行は、年前半には洪水前の生産水準に戻ると見込んでいるが、どれだけ早期に生産が回復するかが今後の鍵になってくるだろう。ただし、少なくとも個人消費に関しては、4 月から最低賃金が引き上げられたことや政府の国民生活支援策¹³がプラスの材料となっているほか、治水事業などが実施されるため、内需中心の経済拡大は期待できる状況にあると言える。

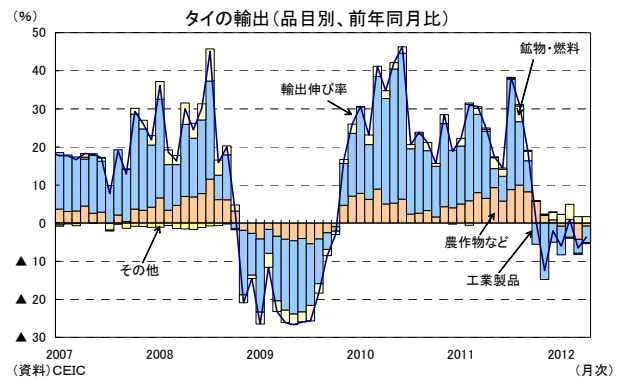
洪水からの復旧が急速に進む一方で、外需については、他のアジア新興国・地域と同様に冴えない状況が続いている（図表 26）。年後半からは外部環境の改善とともに、回復傾向に転じると考えられるが、緩慢な増加にとどまると見込まれる。輸出主導経済のタイにとっては力強い成長は難しく、成長率は 2012 年は 4.9%、13 年は 4.7%となると予想する（図表 27）。

（図表 25）



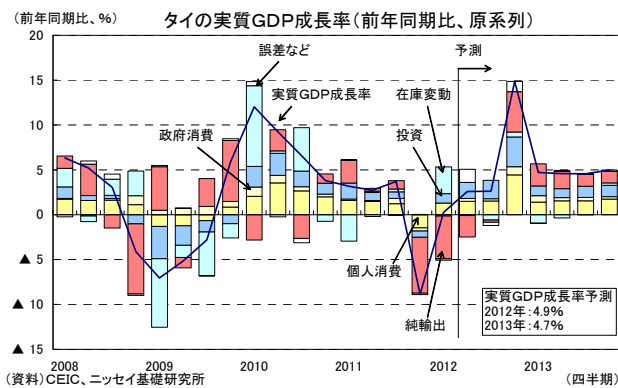
（注）主要産業のみ記載。指数は100を超えると良好を意味する
（資料）CEIC

（図表 26）



（資料）CEIC

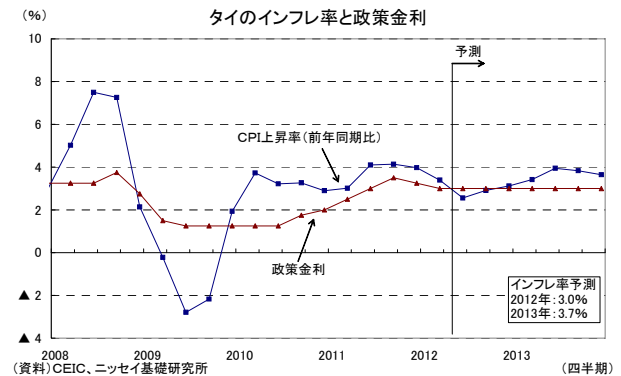
（図表 27）



（資料）CEIC、ニッセイ基礎研究所

（四半期）

（図表 28）



（資料）CEIC、ニッセイ基礎研究所

（四半期）

¹¹ 中央銀行は昨年、クレジットカードの使用上限規制や利用する際の最低所得引き上げ規制、自動車ローンなど融資の審査基準を厳格化などの融資規制の強化を実施している。

¹² 生産量に関しても、ハードディスクドライブ（HDD）をはじめコンピュータ製品に関しては洪水前の生産量まで回復していない。

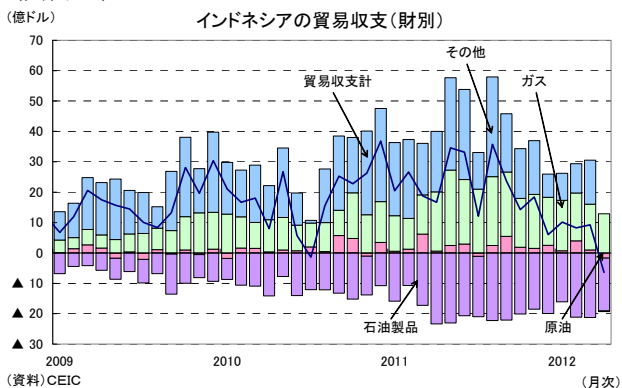
¹³ 3月20日には、予算総額16億2,000万バーツ（約44億円）規模の国民生活支援策が承認された。商務省では消費者支援のために、全国に1万店の直営安売り店を開設することを目指している（6月11日時点で5000店以上が認可され、2000店が開店している）。

インフレ率に関しては、5月のコアインフレ率が1.95%とインフレ目標値(0.5-3.0%)の中心付近で推移している。中央銀行は洪水後に利下げを実施しているが、今後については、最低賃金の引き上げなどから上昇圧力がかかっているため、追加利下げの余地は大きくなく、しばらくは政策金利を据え置くと考えられる¹⁴。インフレ率は2012年で3.0%、2013年で3.7%となると予想する(図表28)。

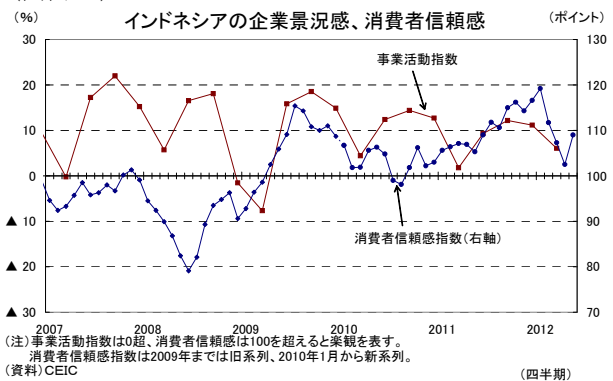
2-5. インドネシア

インドネシアは、マレーシアと同様に資源国であるため、工業製品の輸出鈍化を燃料や鉱物資源の輸出で下支えしてきた。しかし、直近の4月の貿易収支が久しぶりの貿易赤字を記録するなど、外需の鈍化が見られる(図表29)。また、鉱物資源への輸出規制も輸出の重しになりうる¹⁵。

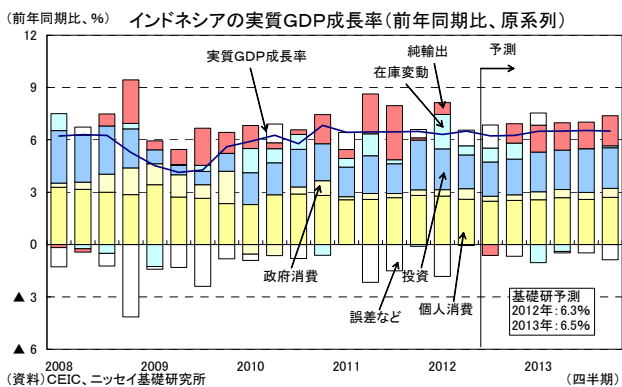
(図表29)



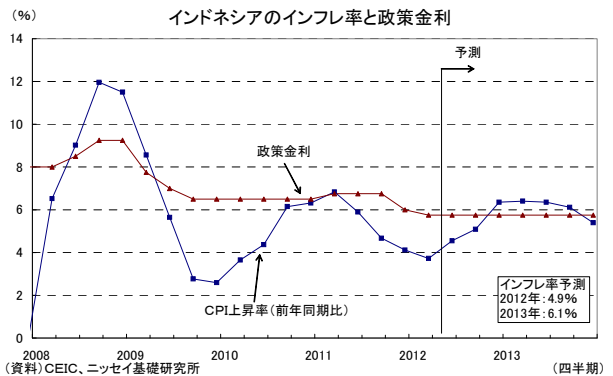
(図表30)



(図表31)



(図表32)



一方で、インドネシアの場合は内需が好調なため、輸出鈍化による国内景気減速の影響は小さく、他のアジア新興国・地域と比較すれば底堅く推移すると考えられる。現在のところ小売売上や自動車販売は堅調に推移しており、個人消費も底堅い。ただし、最近では消費に対する懸念材料もいくつか生じている。最も注目されている材料が、政府の燃料に対する補助金削減だろう。補助金削減による燃料価格の上昇懸念が消費者マインドを冷やす材料となっている¹⁶。このほか、6月15日にはバブル抑制のための消費者ローン規制が導入されたことで、これも自動車業界をはじめ景況感を悪化させる材料となっている。補助金削減は財政健全化に寄与し、バブル抑制も持続的な成長実現のためには欠かせないために、中長期的な成長のためには必要な政策と言えるのだが、短期的には消

¹⁴ 中央銀行は現在の政策金利は適切な水準と考えるが、欧州債務危機が深刻化した場合は金融緩和をする用意があると述べている。
¹⁵ インドネシアでは、国内の工業化促進のために、2014年以降、鉱物を未加工のまま輸出することを禁止し国内での精製・加工を義務付けることを法律によって定めている。これに先駆ける形で今年5月から未加工の鉱物輸出に関税をかけるなど一定の規制を課した。
¹⁶ 当初は4月1日に補助金を削減、燃料価格の引き上げを実施する予定であったが、国民からの反対が大きく延期されることになった。

費を冷やす可能性もある。

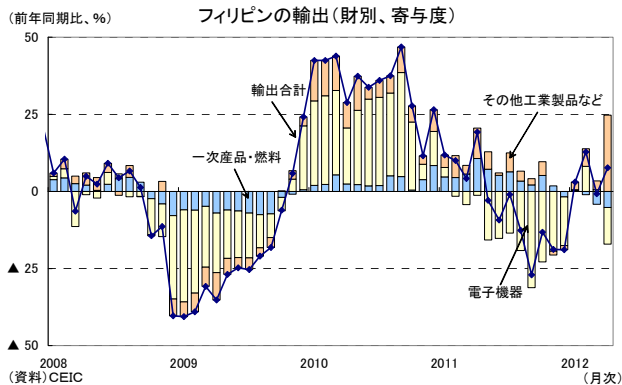
こうした状況を踏まえ、実質GDP成長率は2012年には6.3%とやや鈍化するものの、2013年は6.7%の成長を記録すると予想する（図表31）。

中央銀行は昨年後半より積極的に政策金利を引き下げており、すでに歴史的な低水準となっている。最近では政策金利を据え置いているものの、鉱物輸出規制や補助金削減を巡る議論など、経済政策に関する不透明感からルピア安が進んでいるため、中央銀行は資本流入促進に向けた措置を実施している¹⁷。インフレ率に関しては、現在は目標圏内（2012-13年で4.5±1.0%）にとどまっているが、上述の燃料への補助金削減が実施されれば、一時的にインフレ率が大きく上昇すること予想される。この燃料への補助金は年後半に削減されると見込まれ、インフレ率は2012年で4.9%、2013年は5.8%となると予想する（図表32）。

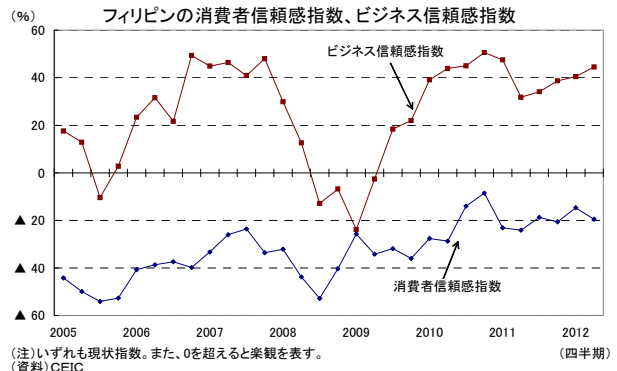
2-6. フィリピン

フィリピンは今年1-3月期の成長率が昨年10-12月期の成長率を上回っており、アジア新興国・地域の中では、成長を加速させた数少ない例外といえる。フィリピンの場合は輸出減速のペースが改善しており（図表33）、インフレ率の低下や政府の景気刺激策によって消費支出も好調に推移したことが成長に貢献した。海外経済の環境は先進国をはじめ低迷しているものの、出稼ぎ労働者からの仕送りが堅調に推移したことも個人消費を支える材料となった¹⁸。アキノ政権主導で実施されている官民連携（PPP）によるインフラ投資は、足取りこそ重いものの、投資環境は着実に整備されつつあると判断でき、景況感も改善基調が続いている（図表34）。

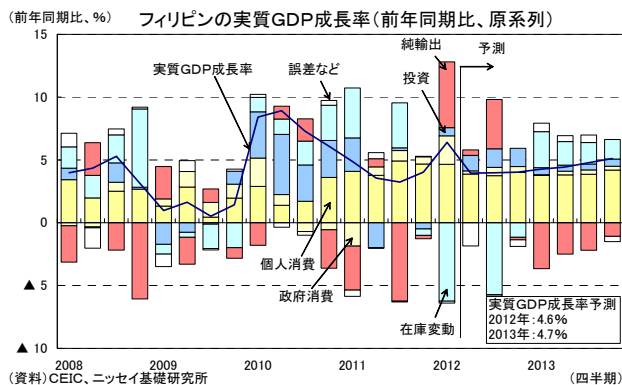
（図表 33）



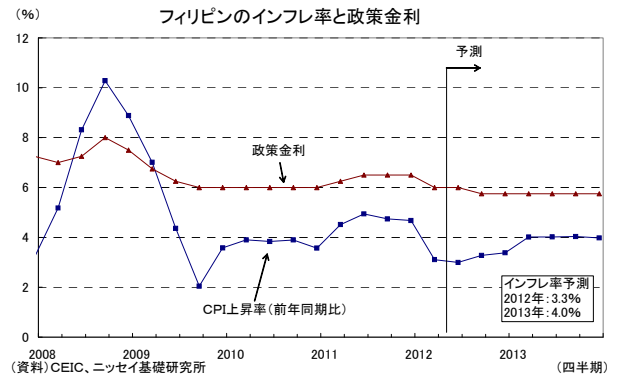
（図表 34）



（図表 35）



（図表 36）



¹⁷ 中央銀行債券（SBI）や定期預金など、中央銀行が流動性調節として使用する資産のうち、期間が比較的長めの資産について金利を引き上げている。また、ドル建ての定期預金を新規に開設している。これらは資本流入を促進するほか、流動性の吸収策（金融引き締め策）となることから、前述の消費者ローン規制と同様にバブル抑制的な政策といえる。

¹⁸ フィリピン人出稼ぎ労働者の従事している業種（医療など）が景気悪化の影響を受けにくいといった理由が考えられる。

今後については、半導体産業に持ち直しの兆しがあることから年後半の輸出の改善基調が続くことが見込まれる。内需については好調な個人消費が持続するほか、外国人の資本流入も堅調に推移している。直接投資が増加基調にあるほか、株価指数も直近で低下しているとはいえ、他の国と比較すると高い水準にある（前掲図表 8）。こうした状況を踏まえて、2012 年の実質 GDP 成長率は 4.6%、2013 年の成長率は 4.7%と予想する（図表 35）。

インフレについては、目標圏内（2011-14 年は 4.0±1.0%）で穏やかに推移している。フィリピンでは電力料金が自由化されていることなどから、エネルギー価格が市場価格に対して柔軟に変動しており、フィリピンでは他国ほど物価上昇圧力が大きくなく¹⁹、インフレ率は 2012 年で 3.3%、2013 年で 4.0%と予想する（図表 36）。

2-7. インド

インドは輸出依存度が他のアジア新興国・地域と比較して大きいわけではないが、今年 1-3 月期の成長率は前年同期比+5.3%（供給側²⁰）とリーマン・ショック時を下回り、大きく減速している。このインドの景気減速は、海外環境の悪化に加えて、国内の供給制約と政府の経済政策への不透明感という内部要因によるところが多いと考えられる。

供給制約の最も深刻な問題となっているのがインフレ率の高止まりである。景気が低迷し、需要が減速しているにも関わらず、インフレ率は 7%を超える水準で推移している²¹（図表 37）。インドの場合、インフレ率が高止まっている背景には国際的な商品価格の高止まりだけではなく、低い農業生産性と未熟なインフラがある。インドは人口大国であるため、所得水準の上昇によって高たんぱく化した食材を好むようになり、嗜好品への需要も増えている一方で、供給がこうした需要に追いついていないため、物価がなかなか下落しない。政府の実施している農村部での雇用創出政策など、所得の向上や消費を促進させる政策も供給制約がある中では、インフレ圧力の上昇要因となってしまう。WPI だけでなく、CPI も高止まりしているために、消費者の購買力低下も懸念される（図表 38）。

こうした状況に拍車をかけているのが、政府の経済政策への不透明感である。経済は低迷する一方で、財政赤字が大きいため財政出動の余地が限られている²²。加えて土地収用法の成立や総合小売ブランドの外資参入など規制緩和への取り組みも進んでおらず、海外投資家にとっての魅力が低下している。世界経済の成長が鈍化するなか、海外からの資金調達も難しくなっていることで、結果としてルピー安が進行している²³。

こうした構造的な問題は解決するのに時間がかかると考えられる。少なくともインフレとルピー安が続く限り、成長は緩慢にならざるを得ず、成長率は 2012 年度で 6.6%、2013 年度で 7.3%を予想する（図表 39）。

金融政策については、インフレ率の高止まりのために、中央銀行が利下げを実施しにくい状況にある。成長率鈍化が続いていることから、年内には追加の利下げを実施すると見られるが、積極的

¹⁹ 原油価格は水準としては高いが、伸び率を見ると頭打ちになっている。

²⁰ GDP at factor cost として公表されている数値。

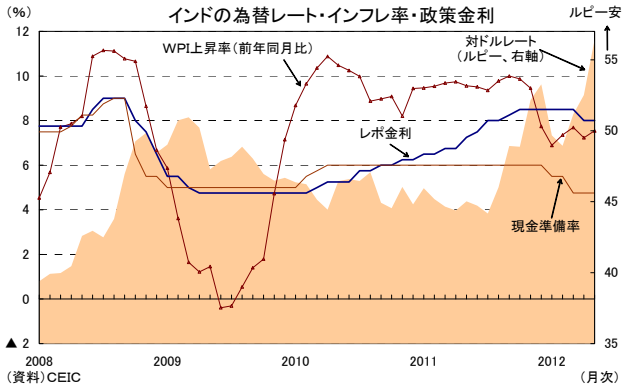
²¹ 3月のWPIは、当初公表された時点（4月）では、前年同期比+6.9%と7%割れであり中央銀行の見通しを下回ったため、金融緩和の余地が拡大したと好感された。しかしその後の6月に3月のWPIが同+7.7%と大幅に上方改正されたため、景気減速下でもインフレ圧力が根強いことを印象付けた。

²² 財務省は、2011年度の財政赤字は対GDP比5.76%だったと発表した。政府支出を拡大させている燃料への補助金削減は、市民の反発が大きくて実施が困難な状況にある。

²³ ルピー安を促進させたきっかけとして、2012年度予算案にGAAR（一般的租税回避防止規定：極端な租税回避措置が行なわれた場合、租税条約にかかわらずインドでの課税を可能にする規定）の適用や外国人であってもインド国内資産の取引に関してはキャピタルゲイン税を遡及して課税することが記載されていたことも一因として挙げられる。

な利下げは難しい。ルピー安の進行も輸入物価の上昇圧力になることから、中央銀行は5月以降、ルピー安防止政策を実施しているが²⁴、構造的なインフレ圧力は根強い。インフレ率は2012年、13年ともに7.0%を予想する（図表40）。

(図表 37)



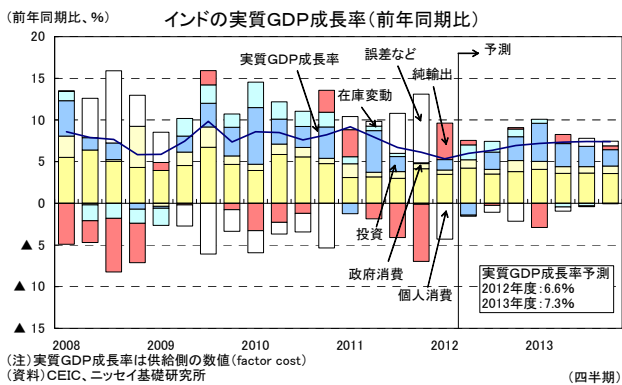
(図表 38)

インドの消費者物価指数 (2010=100)

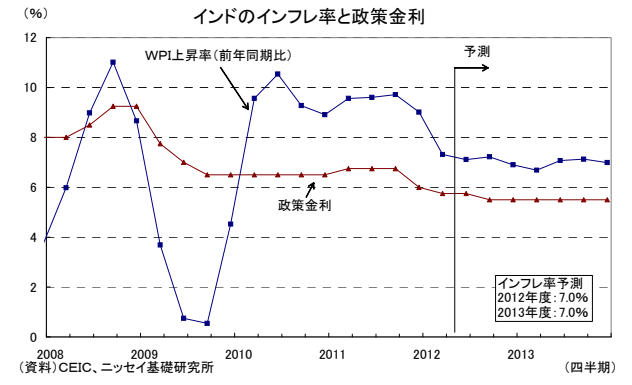
	CPI		食料	燃料	衣類	住宅	その他
	前月比	前年同期比					
2011/07	110.5 (1.6)		110.4	115.5	116.2	107.0	108.9
2011/08	111.7 (1.1)		111.7	116.6	117.7	107.9	110.3
2011/09	113.0 (1.2)		113.0	117.9	119.2	108.8	111.3
2011/10	113.8 (0.7)		114.0	118.7	120.4	110.0	111.9
2011/11	114.1 (0.3)		113.9	119.6	120.9	110.9	112.7
2011/12	113.6 (-0.4)		112.4	119.1	122.0	112.2	112.9
2012/01	114.0 (0.4)	(7.6)	112.7	119.8	122.7	112.9	113.4
2012/02	114.6 (0.5)	(8.8)	113.4	120.0	123.3	113.6	113.7
2012/03	115.5 (0.8)	(9.4)	114.8	120.3	124.1	114.4	114.0
2012/04	117.1 (1.4)	(10.3)	117.2	121.0	125.3	115.3	114.6
2012/05	118.2 (0.9)	(10.4)	118.6	121.7	126.5	116.2	115.6

(資料)CEIC

(図表 39)



(図表 40)



²⁴ ルピー安に対する資本流入促進策は昨年後半から実施しているが、足もとのルピー安を受けて5月以降にも規制緩和を発表している。5月以降に発表した政策としては、非居住者による外貨預金金利の上限引き上げ、外貨建て輸出信用の上限自由化、輸出業者の（輸出によって獲得した）外貨建て預金に関して口座残高の50%をルピーへ交換することを義務付け、などがある。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保證するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。