

Weekly エコノミスト・ レター

アジア新興国・地域の経済見通し ～ようやく見えた改善、これから回復へ

経済調査部門 研究員 高山 武士

(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp

1. 昨年以降、アジア全体の成長率は減速を続けてきた。足もとでは下げ止まってはいるものの、回復には至っていない。国別の成長率は二極化傾向が定着しており、輸出低迷により内需も冴えない韓国・台湾と、高インフレに悩まされるインドの成長率は低く、内需が堅調なASEANの成長率は高い状況が続いている。
2. 金融市場については、インドを除いて比較的波乱の少ない展開であった。しかし、韓国やフィリピンなどでは通貨高懸念が生じており、中央銀行が利下げを行う誘因となっている。インドでは、投資家心理の動きに振られ、為替相場は大きく上下する展開となった。
3. インフレ率はインドを除き安定しており、これが、中央銀行の利下げ余地を拡大している。通貨高という要因も手伝って、実際にいくつかの国では利下げが行われた。一方、インドでは供給制約が根強く、インフレ率は依然として高止まりを見せている。
4. 先行きについては、成長率は今が底であり、今後は低迷している韓国・台湾・インドは回復に向かうと考えている。ただし、回復ペースはゆっくりで、韓国・台湾・インドの2013年の成長率は潜在成長率を下回るだろう。そのため、これらの国においては金融緩和の時機を探る展開になると考えられる。
5. リスク要因としては、それぞれの国・地域に固有の問題を抱えているほか、海外経済の回復が遅れることが考えられる。特に欧州では債務問題、米国では財政の崖、中国では景気刺激策の不発というそれぞれに成長低迷のリスクを抱えている。ただし、海外経済の環境について、これらのリスクが顕在化し、アジアの成長を低迷させる可能性は低いと見ている。

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				2014年			
	(実)	7-9 (実)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)
韓国	3.6	1.5	1.5	2.0	2.2	2.6	3.1	3.4	2.8	3.4			
台湾	4.1	1.0	2.6	1.0	2.9	2.9	2.9	3.2	3.0	3.4			
マレーシア	5.1	5.2	5.1	5.3	5.1	5.2	5.3	5.2	5.2	5.5			
タイ	0.1	3.0	14.8	5.5	5.7	3.0	3.5	3.9	4.0	4.5			
インドネシア	6.5	6.2	6.3	6.3	6.3	6.3	6.2	6.2	6.3	6.4			
フィリピン	3.9	7.1	5.9	6.3	5.5	5.4	5.1	5.1	5.3	5.0			
インド	7.5 <下段: 年度ベース>	5.3	5.6	5.4 <5.6>	5.9	6.1	6.4	6.5	6.2 <6.4>	6.8 <6.9>			
インド	9.5 <下段: 年度ベース>	7.9	7.4	7.6 <7.6>	7.4	7.3	6.8	6.8	7.1 <7.0>	6.6 <6.5>			

(注) 2012、2013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。

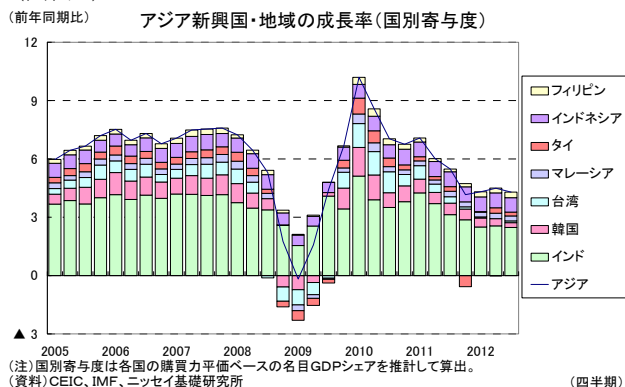
(資料) CEIC、ニッセイ基礎研究所

1. アジア経済概況

欧米経済の成長率が低迷し、アジア新興国・地域にも貿易の縮小を通じて悪影響が波及するなか、アジア全体の成長率¹は昨年後半から4%前半の推移が続いており、2012年7-9月期も同様の成長率となった。下げ止まってはいるが、底ばった状況が続いている（図表1）。

乱暴に言えば昨年末から状況はあまり変わっていないとも言えるが、細かく言えば、成長が停滞していた韓国・台湾の減速がついに底打ちした感がある。本稿では、これらアジア新興国・地域の現状を確認し、今後の見通しを考えたい。

（図表1）



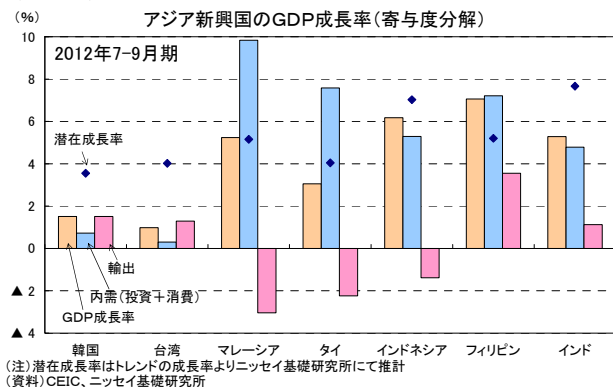
1-1. 現状：輸出は底打ち、内需の二極化は変わらず

（実体経済）

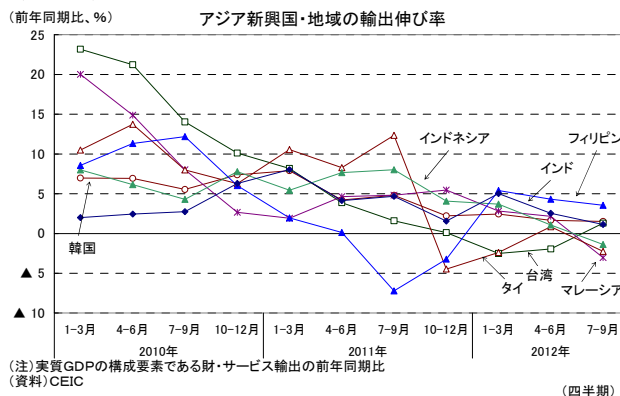
まず、直近の2012年7-9月期におけるアジア新興国・地域の成長率を確認しよう（図表2）。目立つのは、総じて輸出の伸び悩んでいる点である。一方の内需は、二極化している。ASEAN各国の伸びは高いが、韓国・台湾・インドでは低迷している。その結果、後者の3カ国の成長率は潜在成長率をかなり下回っている。

ただし、総じて伸び悩んでいる輸出であるが、時系列で見ると変化の兆しもある。韓国や台湾の主要輸出品目である電子製品の需要はすでに回復しつつあり、台湾の輸出は底打ち、改善に向かっている（図表3）²。

（図表2）



（図表3）



（金融市場）

金融市場について見ると、米国でQE3（量的緩和第三弾）が発表された9月13日以降の値動きに特徴が見られた。アジアの株価は総じて上昇したものの、台湾・韓国では10月早々に頭打ちし、その後も堅調に上昇を続けたフィリピンやタイとは対照的であった（図表4）。

¹ 本稿における経済見通しの分析対象国・地域はインド・韓国・台湾・マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン。中国については、2012年12月11日公表のWeeklyエコノミスト・レター「[中国経済見通し：内需主導で回復し始めた中国経済、この勢いはどこまで続くのか？](#)」を参照。

² マレーシアやインドネシアといった資源国では輸出の減速が見られるが、これは底堅く推移していた資源需要が軟調になったことが要因と考えられる。

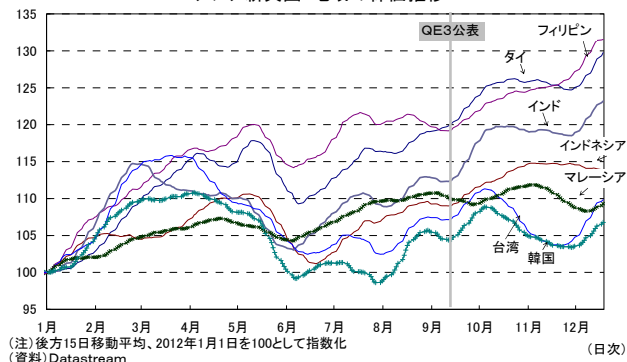
為替については、QE3の公表後、インドネシアルピアを除く通貨が自国通貨高に振れている（図表5）。そのため、この時期には多くの国・地域で為替介入により変動の抑制を図ったと見られ、外貨準備を積み増している。この間、経常赤字となったインドネシアのルピアは一貫して下落し、インドでは、投資家心理の動きに振られ、為替相場は大きく上下する展開となった。

総じて見ると、金融市場については、インドを除いて比較的波乱のない展開であったと言えるだろう。しかし値動きは荒くなくても、足もとでは韓国やフィリピンなど通貨高を懸念する国も生じており、これは金融政策にも影響を与えていると見られる。

（図表4）

（2012/1/1=100）

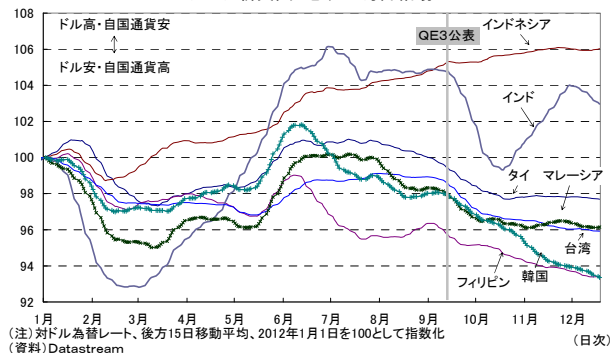
アジア新興国・地域の株価推移



（図表5）

（2012/1/1=100）

アジア新興国・地域の為替相場



（インフレ）

インフレ率については、インドを除き安定して推移していると言える（図表6）。金融緩和余地の生じた国・地域も多く、10月以降は韓国・タイ・フィリピンで追加の利下げが行われている（図表7）。フィリピンなどは高い成長を遂げているが、海外経済低迷の影響を軽微にとどめるほか、通貨高の進行を抑制する目的で利下げが実施されていると見られる。

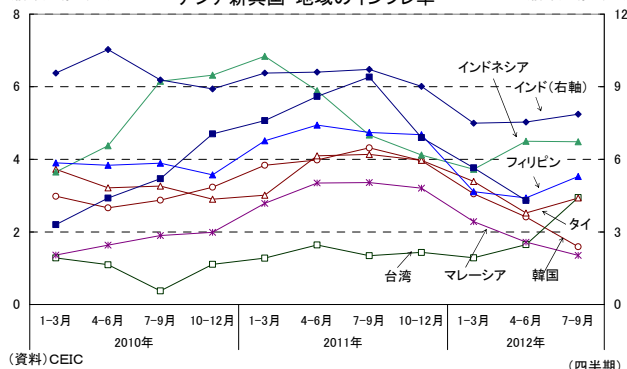
一方、インドについてはインフラが未熟であるなどの構造的な供給制約から、インフレ圧力が根強く残っている。そのため、成長率が低迷し、利下げ期待が高まるなかにあっても金融緩和に踏み切れない状況にある。

（図表6）

（前年同期比、%）

アジア新興国・地域のインフレ率

（前年同期比、%）



（図表7）

アジア新興国・地域の政策金利の状況

	2009年	2010年				2011年				2012年				現在
	末	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	09年対比
韓国 （7日物レボ金利）	2.00			↑	↑	↑	↑	↑	↑					2.75 （+0.75）
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 （翌日物レボ金利）	1.25			↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↓			2.75 （+1.50）
インドネシア （翌日物銀行間借入金利）	6.50				↑			↓	↓	↓	↓			5.75 （▲0.75）
フィリピン （翌日物銀行間貸出金利）	6.00				↑	↑				↓	↓	↓		5.50 （▲0.50）
インド （翌日物レボ金利）	4.75	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↓	8.00 （+3.25）
中国 （1年物基準貸出金利）	5.31			↑	↑	↑	↑	↑	↑			↓	↓	6.00 （+0.69）

（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。

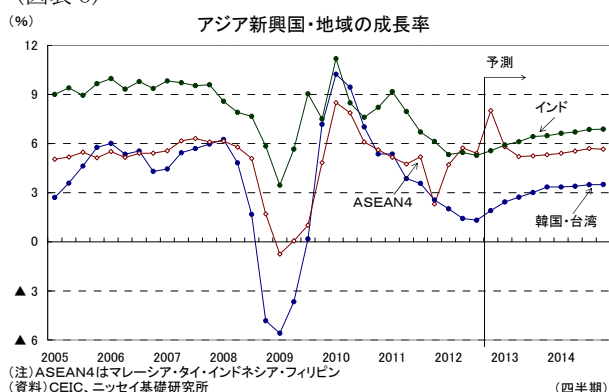
（資料）CEIC

1-2. 先行き：成長率は改善へ

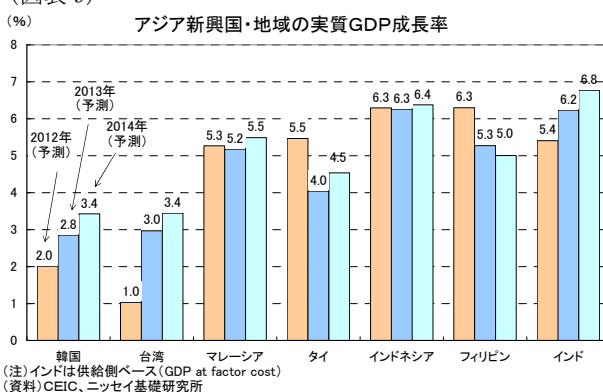
先行きについて考えると、成長が低迷していた韓国や台湾の成長率が回復すること、インドでは利下げにより成長が促されることが、アジア全体の成長を押し上げるだろう（図表8・9）。ただし、韓国・台湾・インドのいずれの回復ペースもゆっくりであり、当面は潜在成長率より低成長を余儀なくされると見ている。

一方、ASEAN諸国は現在の高成長を今後も達成できる見込みである。ただし、タイについては、洪水被害からの復旧が一段落し、消費の息切れと輸出の減速から成長率の下押し圧力が強く生じると予想している。

(図表 8)



(図表 9)

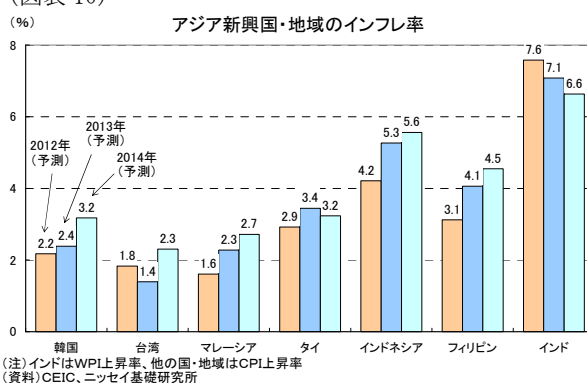


先行きのリスク要因としては、外部環境のうち、①欧州の債務問題が再び悪化するリスク、②中国の成長回復が遅延するリスク、③米国で「財政の崖」を上手く避けることができず成長率を低迷させてしまうリスク、が代表として挙げられるだろう。これらは、輸出の減速を通じて、アジア新興国・地域の成長回復を阻害する。

しかしながら、①欧州債務問題の危機対策に進展が見られること、②中国の各種経済指標に改善が見られること、③米国内で「財政の崖」問題が回避すべき問題として認識されていること、などからリスクが顕在化し、アジアの成長率を低迷させる可能性は低いと考えている。ただし、金融市場に関しては、こうしたリスクが顕在化しなくても、海外投資家のリスク許容度の低下によって、アジア新興国・地域から資金を引き揚げる動きが活性化する可能性があることには注意したい。

インフレの今後について見ると、韓国・台湾では経済は回復に向かうが、しばらくは低空飛行が続くと見られるので、インフレ圧力は強くないと予想している。したがって金融緩和を巡る展開となるだろう。一方で、ASEANでは、賃金上昇や景気の改善によって物価高圧力は増して行くと見ている(図表 10)。そのため、ASEAN各国の金融政策は様子見、あるいは利上げが視野に入ってくる局面に向かうと考える。ただし、タイは復興需要が一服し、輸出が減速する影響で成長率が鈍化するため、追加利下げを行う可能性が高いと見ている。インドについては、インフレ圧力の緩和にともない、年初から金融緩和に踏み切ると予想している。

(図表 10)



以上、アジア全体について概観したが、それぞれの国・地域は国内に固有の問題を抱えている。以下では各国・地域が抱える固有の問題に注意しながら、それぞれの国・地域の現状と見通しについて述べたい。

2. 各国・地域経済の見通し

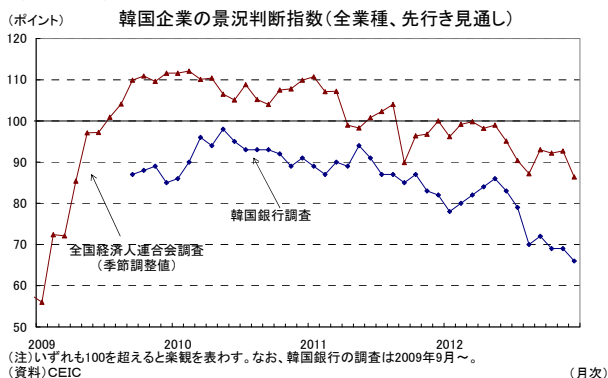
2-1. 韓国

輸出主導国である韓国は、先進国や中国の成長停滞を受けて、昨年より成長率の減速が続いており、7-9月期も減速に歯止めが掛からなかった³。韓国と同様に輸出主導経済である台湾では、すでに4-6月期に成長率の改善が見られており、若干、韓国経済には回復の遅れが感じられる。

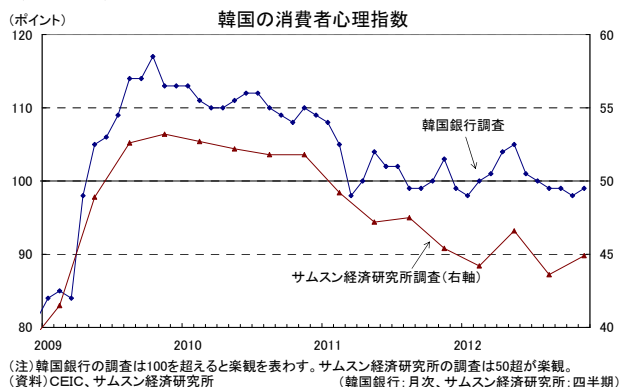
経済成長を抑制している大きな要因として考えられることはウォン高である。ウォンは5月をボトムに上昇を続けており、輸出企業への負担となっていると見られる⁴。実際、企業景況感は低下が続いている（図表11）。指標上では輸出に底打ちの兆しがあるものの⁵、ウォン高が輸出の改善ペースを鈍化させる可能性は十分に考えられる。

また、国内では家計の債務負担が高いという問題に変化が見られない上、住宅価格の下落がリスク要因として意識されつつある⁶。政府は今年6月に住宅ローン負担支援や低所得者層への融資支援、9月には不動産融資規制の緩和や減税と言った景気刺激策を実施しているが、消費者景況感は低調な状態が続いており、対策の力不足感是否めない（図表12）。

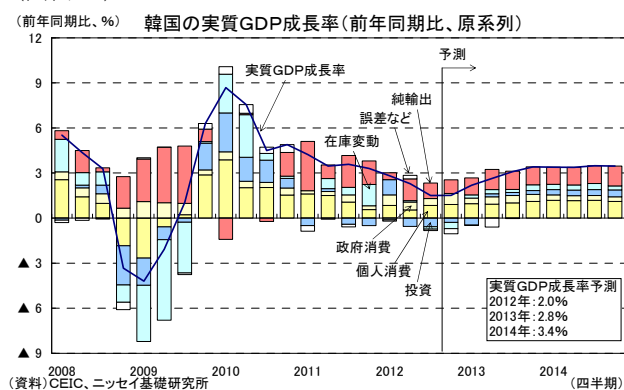
（図表11）



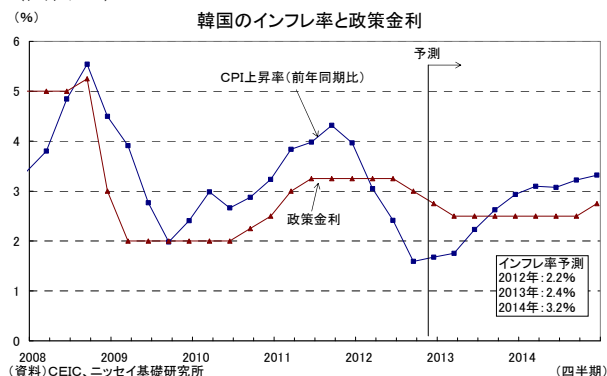
（図表12）



（図表13）



（図表14）



³ 7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比で+1.5%（前期比+0.1%）となった。1-3月期は前年同期比で+2.8%（前期比+0.9%）、4-6月期は前年同期比で+2.3%（前期比+0.3%）であり、期を追うごとに（前年同期比でも前期比でも）成長は減速している。

⁴ 5月には1ドル1200ウォンに迫る水準であったが、足もとでは1ドル1080ウォンを超える水準まで上昇している。中央銀行は急激な為替変動を抑制するべく介入を実施していると見られるが、介入を多用する姿勢には批判も多く、大規模で積極的な介入をしにくい状況にもある。実際、米国において今年11月に議会に提出された為替政策報告書では「無秩序な市場環境が生じた場合を除けば、韓国政府の為替介入を制限するために圧力をかける」という姿勢が明らかにされている。

⁵ 輸出は7月から9月までマイナス成長を記録していたが、10月と11月はプラス成長に転じている。

⁶ 昨年より実施していた銀行向けの融資抑制策に加え、今年2月にはノンバンクや保険会社向けの融資抑制策が実施されている。家計債務の伸び率こそ減速しつつあるが、債務水準は過去最高を更新し続けている。また、今年6月に韓国銀行が実施したヒアリング調査では、韓国が抱えるシステミックリスクとして回答の多かった順に、「欧州債務危機の深刻化（91.9%）」「家計債務問題（89.2%）」「不動産市況の低迷（73.0%）」「中国経済のハードランディング（64.9%）」となった。このうち、3位の不動産市況の低迷は、前回の調査時点（今年1月）から回答者数が急増（24.3%→73.0%）している。

政治イベントとしては12月19日に大統領選挙が実施され、与党セヌリ党の朴槿恵氏が勝利した。今までの財閥主導の経済成長から転換し、中小企業支援や格差是正への取り組みを強化する姿勢を見せているが、短期的に状況が改善することは考えにくい。

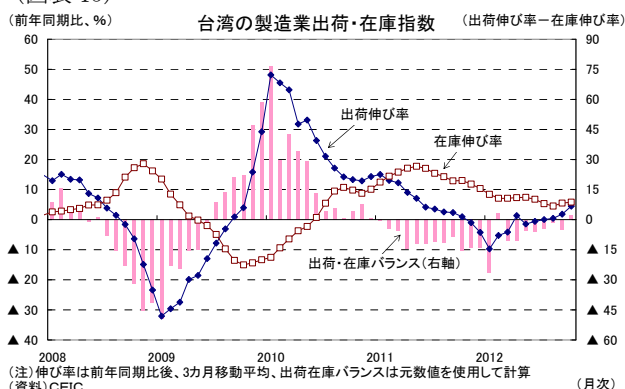
こうした状況を踏まえると、海外環境の改善に伴い、韓国経済も持ち直すと思われるが、短期的にはウォン高などの影響によって、回復ペースは抑制されると見られる。実質GDP成長率は2012年では2.0%、2013年でも2.8%の成長率にとどまると予想する（図表13）。

インフレ率については年初から低下傾向が続いており、目標値（2012年は $3.0 \pm 1.0\%$ ⁷）を割り込んでいる。そのため、中央銀行は7月と10月に景気促進のために利下げに踏み切った。今後も当面インフレ率は低位で推移すると予想しており、また、ウォン高への警戒感も高まっているため、韓国銀行は通貨安も狙って年初早々に追加利下げに踏み切ると予想する。インフレ率は、2012年では2.2%、2013年では2.4%まで上昇すると予想する（図表14）。

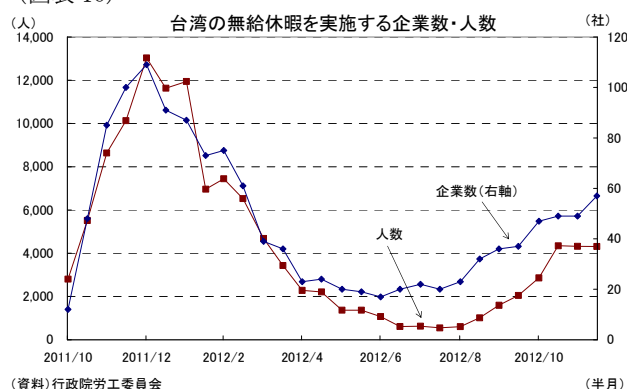
2-2. 台湾

台湾も韓国と同様に輸出主導経済であり、成長率は低迷している。しかしながら、7-9月期の成長率は4-6月期を上回るなど、足もとでは改善が見られる。特に台湾の主力産業である半導体の市況が改善してきた影響は大きい。実際、iPhone5やウィンドウズ8が発売されたこともあり、製造業の出荷・在庫バランスは改善している（図表15）。足もとの輸出は依然としてマイナス成長を記録しているが、受注額はプラス成長に転じており、今後は輸出も改善していくと見られる⁸。

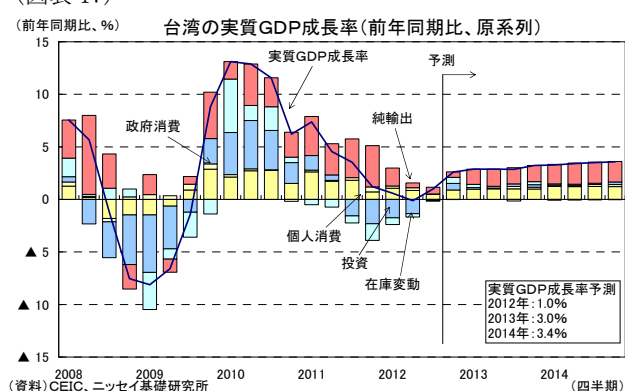
（図表15）



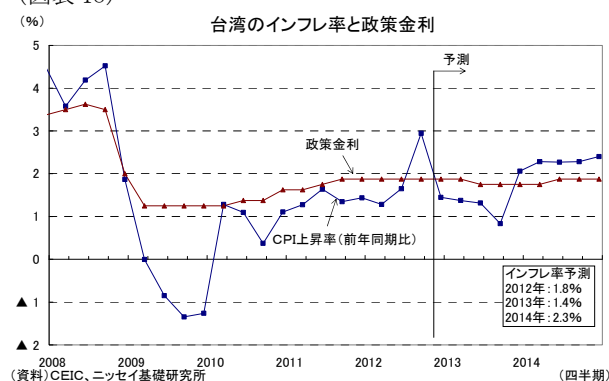
（図表16）



（図表17）



（図表18）



ただし、すべての電子産業が好調であるわけではない。業績の冴えないDRAM企業を中心にリ

⁷ 2013-15年のインフレ目標については、中央値は同じだが、レンジが縮小されて $3.0 \pm 0.5\%$ となる。

⁸ 輸出額（台湾元ベース）では10月で前年同期比▲5.6%、11月で同▲2.2%とマイナス成長を記録しているが、輸出受注額（台湾元ベース）は10月で前年同期比+3.2%、11月は同+11.1%とプラス成長であり、3月からマイナス成長を脱し、9月以降は3カ月連続でプラス成長となっている。

ストラが目立つほか、無給休暇を実施する企業が足もとでは再び増加している（図表 16）。台湾経済全体としてみれば外需中心に回復基調に向かうと見られるが、雇用環境の改善は鈍く、内需の弱さはしばらく続くだろう。

政府は今年 9 月に経済政策として経済特区の設置や輸出市場の開拓などを打ち出し、また中国との関係進化を図るなど⁹、中長期的な成長に向けた姿勢を見せている。ただし、短期的な政策には乏しい。12 月に予定されていた電気料金の引き上げを見送るなど¹⁰、痛みを伴う改革を先送りするといった受け身の姿勢にとどまっている。

こうした状況を踏まえると、台湾における 2012 年の成長率は 1.0%まで減速すると見られる。その後は輸出環境の改善に伴い、2013 年には 3.0%まで成長率は回復すると予想する（図表 17）。

インフレ率は、豪雨による食料品の値上がりで 7-9 月期に急上昇した。そのため、中央銀行の利下げ余地は小さくなり、今回の景気後退局面ではいまだ金融緩和に踏み込めていない。ただし、現在のインフレ率は落ち着きつつあり、来年には成長促進のために利下げに踏み切ると見ている。インフレ率は、2012 年では 1.8%とやや高くなるものの、2013 年には 1.4%まで低下すると予想している（図表 18）。

2-3. マレーシア

マレーシアも外需主導国であり、輸出依存度は韓国や台湾よりも高いが、底堅い成長を達成している。輸出が細っても内需が活性化しており、消費や投資に強さが見られるためである。

消費に関しては、来年 4 月に下院の任期が切れるため、総選挙を目前にバラマキ型の生活支援策が実施されているほか、インフレ率が安定しており、景況感も良好に推移していることがプラスの材料になっている。来年についても予算案もバラマキ型の傾向が強いほか、年明けすぐの 1 月には最低賃金が導入される予定で、少なくとも短期的には個人消費の促進が期待される¹¹。投資に関しては、E T P（経済改革プログラム）が順調で¹²、海外投資家の直接投資も安定的に流入していることが好調さに繋がっている（図表 19）。

ただし、輸出の先行きについては不透明感が大きい。電子機器など工業製品の低迷を L N G（液化天然ガス）やパーム油などの資源輸出でカバーしてきたという構図が揺らぐ可能性がある。足もとではパーム油の下落が目立っており、資源価格が大幅に下落すれば、輸出がさらに減速する可能性がある（図表 20）。メインシナリオとしては、外需の回復とともに輸出も改善していくと考えられるが、新たなリスク要因と言える。

総じて見れば、こうしたリスク要因はあるものの、内需が好調であるため、マレーシアは 2012 年には 5.3%成長を達成、2013 年でも 5.2%の高成長を維持すると予想する（図表 21）

インフレ率に関しては、足もとでは下落傾向にあるが、景気の加熱により将来的にはインフレ圧

⁹ 2010 年 1 月に中国との E P A（経済連携協定）に相当する E C F A（経済協力枠組協定）が発効した。E C F A は財貿易の自由化、サービス貿易の規制緩和、中台間の投資促進・規制緩和、中台間の経済協力推進と 4 分野での関係強化を掲げており、財貿易では早期実施品目（アーリーハーベスト品目）を中心に関税の引き下げが進んでいるが、関税引き下げ品目の拡大やサービス貿易の規制緩和等は現在も協議中である。馬総統は 2013 年中の関連協議への調印を目指す考えを明らかにしており、中国も受け入れを表明している。

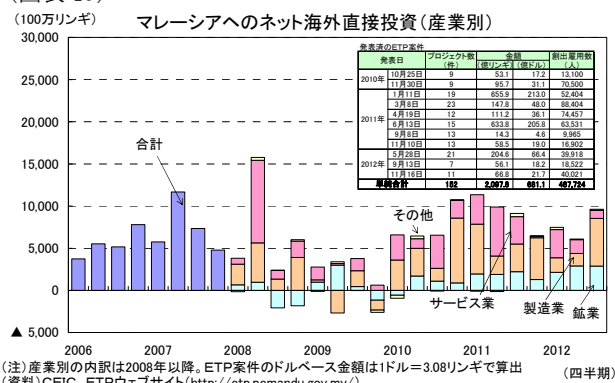
¹⁰ エネルギー価格の高騰により、台湾唯一の電力会社（公営）の経営が悪化、状況改善のために今年 5 月に電気料金の引き上げが実施される予定であった。しかし、産業界や市民からの反対で 6 月以降の段階的な実施に変更された。その後、6 月には予定通り引き上げが実施されたが、12 月に予定されていた 2 回目の引き上げは見送られた（来年 10 月以降に再度引き上げの調整を予定）。

¹¹ 選挙を控えて、政府は今年、低所得者層への現金支給が公務員の給与引き上げを行った。来年の予算案でも、低所得者層への一時金の支給、所得税率の引き下げなどが盛り込まれた。一方で、消費税の導入や補助金削減といった財政赤字改善に向けての構造改革は先送りされた。ただし、対外政策に関しては、積極的に規制緩和に取り組んでいると言える。今年はサービス産業の外資規制緩和を進めたほか、オーストラリアとの F T A を締結（発効は来年 1 月）、E F T A（欧州自由貿易連合）との F T A の交渉開始に合意、E U やトルコとの F T A 交渉、T P P（環太平洋経済連携協定）の交渉を進めている。

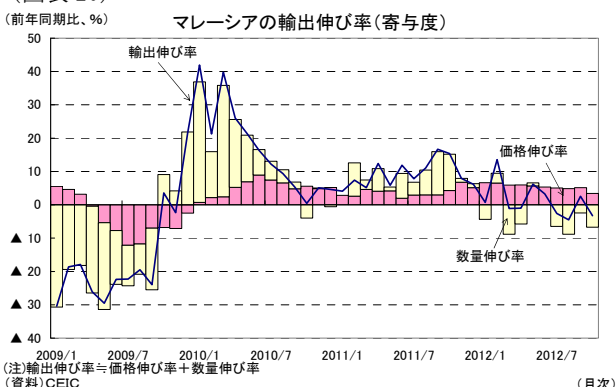
¹² 政府は今年 11 月に E T P の成果として、今後 10 年で見込まれる投資総額（2120 億リンギ）のうち、290 億リンギについては今後 2 年間までの投資が約束され、うち 206 億リンギはすでに実行もされていると評価した。

力が強まり、2012年で1.6%、2013年は2.3%になると予想している（図表22）。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く、むしろ過熱感が見られると予想していることから中央銀行は政策金利を据え置くと考えている。

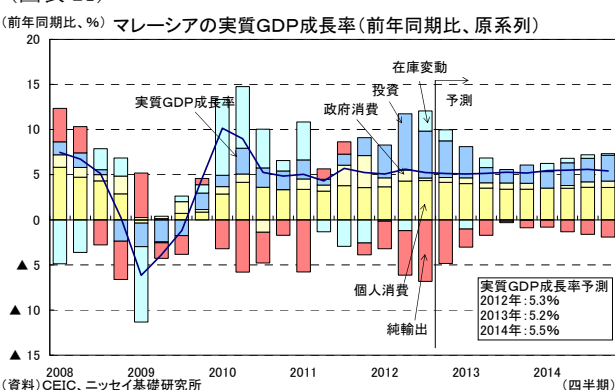
（図表19）



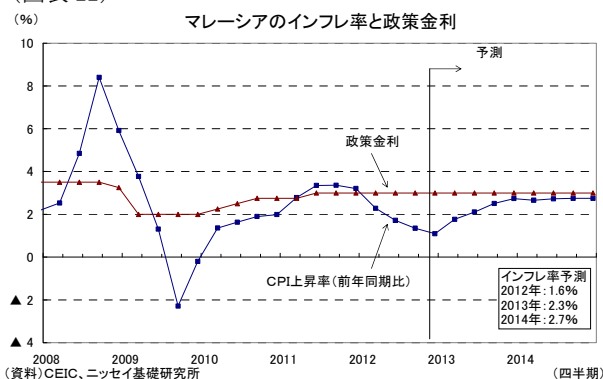
（図表20）



（図表21）



（図表22）



2-4. タイ

タイは、昨年後半に大洪水の被害に見舞われたものの、今年に入ってから急速な回復を見せた。年初の復旧作業が急速に進んだことに加え、政府が実施した物価抑制策（日用品の直営安売店開設など）や景気刺激策（自動車購入支援策など）が効果を発揮し、成長率が押し上げられている。

ただし、輸出依存度が高いタイでは、外需の低迷によって回復が鈍り始めている¹³。海外経済は穏やかながらも回復傾向を辿っているが、昨年の洪水前と比較すれば外需は弱い。足もとでは洪水で被災した工場の再開に遅れが見え始めており、生産指数も伸び悩んでいる¹⁴。企業の景況感指数を見ると、今年の前半には一旦回復したものの、自動車産業やバイオ産業を除く多くの産業で再び低下している（図表23）。

また、現在は好調な消費についても、先行きの懸念は残る。政府は今年度も景気刺激的な予算を編成していることから、短期的には経済の下支えが期待されるものの¹⁵、自動車購入支援策は、個人向けローンを増加させるなどの弊害も生んでいる（図表24）。来年以降、景気刺激策の息切れとともに、家計の消費意欲が鈍る可能性は少なくないだろう。

こうした状況を踏まえると、2012年の成長率は復興需要によって5.5%とやや高めになるものの、

¹³ マレーシアと異なり、エネルギー資源の輸出に乏しいタイは、韓国や台湾と同様に電子機器産業の低迷が外需に大きな影響を与えると考えられる。足もとでは、HDD（ハードディスクドライブ）や通信機器の生産回復が鈍っている。

¹⁴ 生産指数を見ると、今年に入ってから洪水被害前の2011年前半の平均レベルを上回ったのは5月のみである。また、工場の再開が遅延している理由として、海外経済が低迷し需要が減速しているために急いで生産を再開する必要が減ったことなども考えられる。

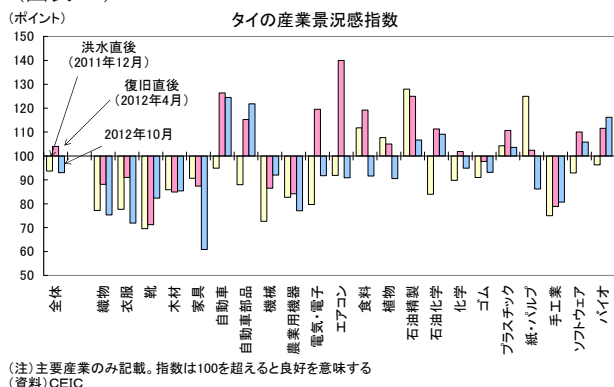
¹⁵ 最低賃金を全国で300バーツまで引き上げること（一部の都市では実施済）や法人税減税を予定しているほか、実質的な政府のコメ買取制度であるコメ担保融資制度が継続されることが決まっている。また、来年から所得税制が変更され最高税率が下がる予定。

13 年の成長率は減速し、4.0%まで鈍化すると予想する（図表 25）。

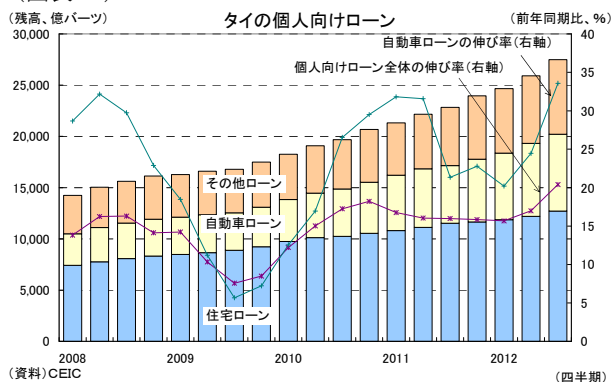
インフレ率に関しては、インフレ目標値（コアCPI上昇率で0.5-3.0%）の圏内で安定している¹⁶。先行きに関しては、賃金の上昇圧力などでインフレ率は高まり2012年で2.9%、2013年には3.4%となると予想する（図表 26）。

こうした状況のなか、中央銀行は洪水後の昨年11月と今年の2月に利下げを実施、その後、10月にも世界経済の減速からの影響を緩和するために追加利下げを行い、従来のタカ派スタンスは消えつつある。今後はインフレ圧力の高まりから、利下げ余地は限定的になるが、中銀の予想以上に成長率は下振れすると見ており¹⁷、来年、さらなる利下げに踏み切ると予想する。

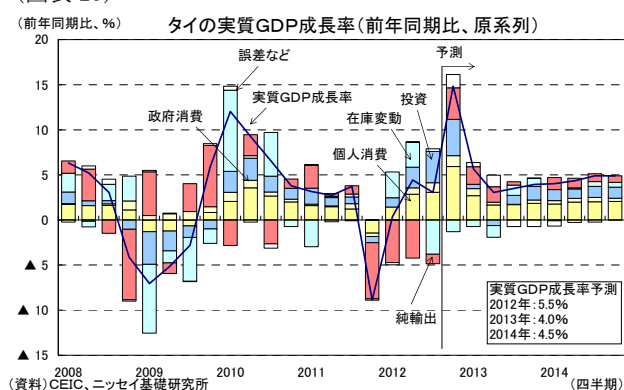
（図表 23）



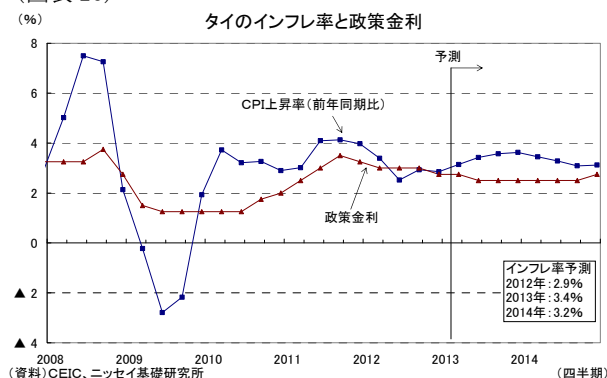
（図表 24）



（図表 25）



（図表 26）



2-5. インドネシア

インドネシアは、海外経済の低迷などで輸出は減速しているものの、高まる内需を背景に高成長を記録している。投資については、海外・国内資本ともに右肩上がりで推移しており（図表 27）、官民連携での投資計画であるMP 3 E I（経済開発加速・拡大マスタープラン）の進行も成長の押し上げ要因になると見込まれる¹⁸。消費についても、来年、最低賃金の大幅な上昇が予定されていることなどから¹⁹、高い伸びを維持する見込みである。こうした状況を背景に消費者景況感や企業景況感は好調である（図表 28）。

一方で、リスク要因も増えつつある。足もと、主要輸出品目である資源価格の低下などが影響して、輸出が低迷、10月の貿易赤字は過去最高額に達するほど拡大している。そもそもインドネシア

¹⁶ 足もと、CPI上昇率は3%程度の伸び率を見せているが、コアCPI上昇率の伸び率は目標圏内の2%程度にとどまっている。

¹⁷ 中央銀行の成長率予測は2012年が5.7%、2013年が4.6%（10月公表のインフレレポート）。

¹⁸ インドネシアに6つある経済回廊における産業開発、インフラ整備の投資計画（2011-25年）。投資総額は4000兆ルピア（うちインフラ総額1700兆ルピア）。進捗の遅れこそ指摘されるが、進行している案件もあり、政府も整備を優先する15事業を選定するなど、積極的に投資を行う姿勢を見せている。

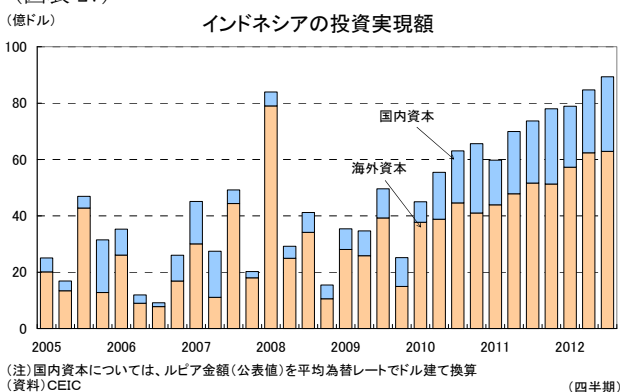
¹⁹ ジャカルタは前年比で最低賃金の44%の増加が決定するなど、各地で大幅な引き上げが予定されている。

の場合は輸出依存度が高くないため、外需の低迷を内需が支えることが期待されるが、成長が下押しされることは避けられないだろう。国内では賃上げ要求や燃料価格引き上げに対する反対運動²⁰などデモやストライキが発生しやすい状況になっており、政府が保護主義に偏りつつある²¹ことは国内の事業リスクを高める要因となる。今年はそれほど影響が見られなかったバブル抑制のための消費者ローン規制についても、来年は適用先の拡大が予定されており、懸念材料として残る²²。

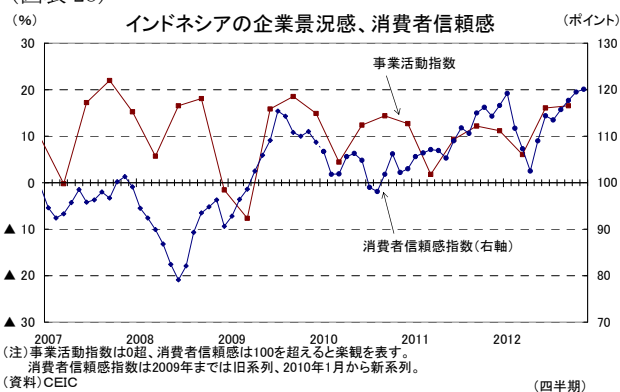
こうした状況を踏まえ、実質GDP成長率は2012年には6.3%、2013年も6.3%の成長を記録すると予想する（図表29）。

インフレ率に関しては、現在は目標（2012年は4.5±1.0%）の中央値付近で推移している。中銀はリーマンショック後に利下げを実施して以降、緩やかな姿勢を維持しており²³、経済の活性化や賃金の上昇も見込まれることから、今後のインフレ率は上昇していくと見られる。インフレ率は2012年では4.2%の上昇にとどまるが、2013年では5.3%まで上昇すると予想する（図表30）。金融政策としては、当面は様子見姿勢を続けるが、ルピー安が進行していることもあり、来年後半にはインフレ抑制や通貨高誘導のために利上げに転じると予想する。

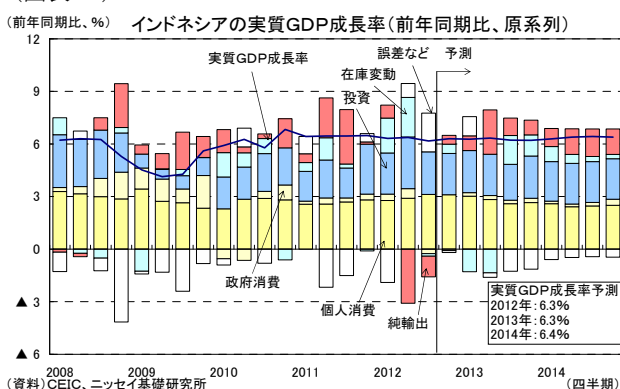
（図表27）



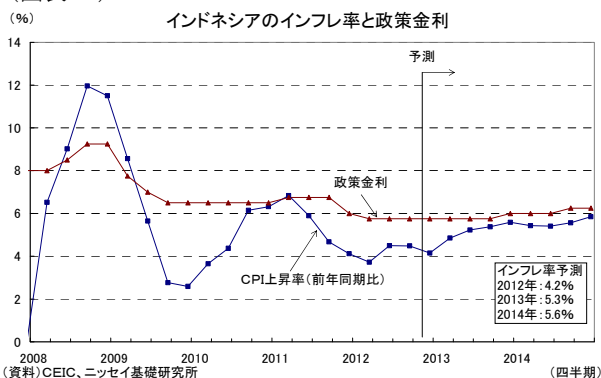
（図表28）



（図表29）



（図表30）



2-6. フィリピン

フィリピンはインドネシアと同様、内需が堅調に推移しており、足もとでは、昨年のタイの洪水

²⁰ 政府の財政負担改善のため、今年、補助金燃料の引き上げが予定されていたが、市民の反対も多く国会で否決された経緯があり、補助金の削減問題は来年以降の課題として持ち越されている。2014年に総選挙を控えているため、選挙が終わるまでは燃料の価格引き上げ実施は難しくなっているが、電気料金に関しては引き上げも模索されている。

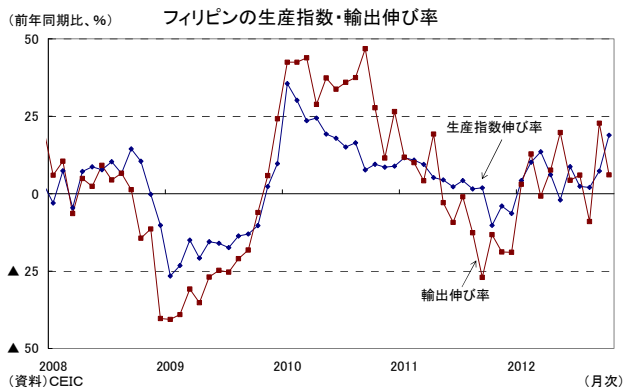
²¹ インドネシアは2014年以降、国内精錬を奨励するため未加工鉱物の禁止することを法例によって定めている。これに先立ち、未加工鉱物の輸出に関税をかけるなどの規制を課しはじめた。ただし、その後11月に、最高裁判所が未加工鉱物の輸出制限は無効との判決を下しており、今後の動向が不透明な状況になっている。

²² 6月に住宅や乗り物へのローンに対し、頭金の最低支払い率を設定したが、シャリア（イスラム法）銀行には規制が課されていなかった。来年4月にはシャリア銀行にも同様の規制を実施する予定となっている。

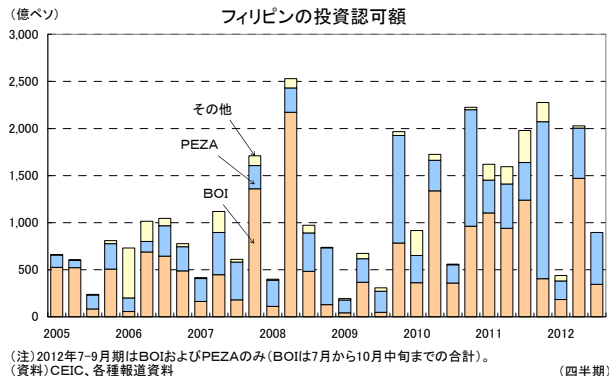
²³ 8月に預金ファシリティ金利（FASBIレート、政策金利の誘導目標である銀行間取引金利（翌日物）の実質の下限と考えられる）を引き上げ、流動性の低下を図ったが、政策金利は現在まで据え置いている。

被害から回復した自動車や二輪車の販売が好調で、高い伸びを見せている。また、外需についても、昨年時点で既に低調だったこともあり、前年比で見たときの輸出は鈍化が避けられ、生産指数も増加傾向にある（図表 31）。結果として、今年に入り 6%を超える成長を維持、7-9 月期は 7.1%という高い成長率を記録している。

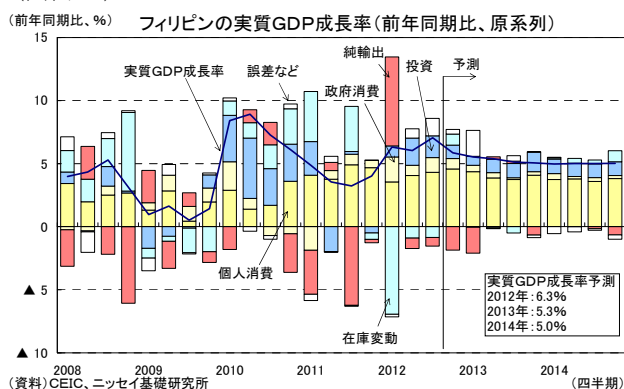
（図表 31）



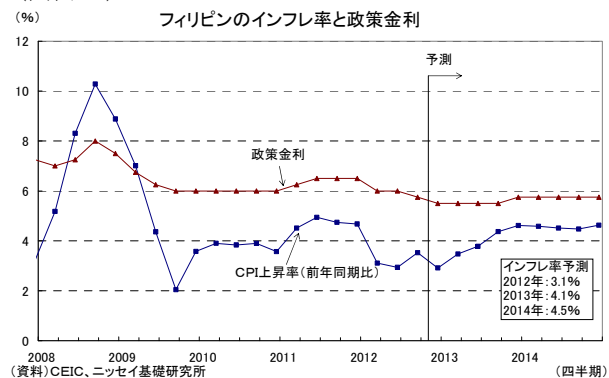
（図表 32）



（図表 33）



（図表 34）



今後について考えると、消費は堅調さが持続する可能性が高いだろう。海外への出稼ぎ労働者からの送金が堅調に推移していることが消費の下支えになると見られるほか²⁴、来年 5 月に上院選挙を控えており、政府支出の活性化が期待される。

投資は政府主導で実施されている官民連携（PPP）によるインフラ投資の進行で底堅い成長が期待できるものの、現在のところ成長を牽引するほどの力強さは見られない²⁵。投資認可額も昨年と比較して増加傾向にあるとは言えず、来年以降も高い成長を持続させるためには、投資のさらなる活性化が求められると言えるだろう（図表 32）²⁶。また、外需は底堅く推移すると見るが、海外経済の回復が緩慢である以上、力強い成長は期待できない。

こうした状況を踏まえると、2012 年の実質 GDP 成長率は 6.3%の高成長を達成、ただし、2013 年の成長率は若干減速して 5.3%となると予想する（図表 33）。

インフレ率は、落ち着いている。足元では洪水の被害によってやや農作物の価格に上昇圧力が掛かっているものの、目標圏内（2011-14 年は 4.0±1.0%）の中央値を下回る水準で推移している。

²⁴ 労働者送金はクリスマスシーズンを控えていることが金額の押し上げ要因になる。ただし、足もとでは、ペソ高が進行しており、ペソ換算での労働者送金額を抑制する材料になっている。そのため、年明け以降、労働者送金の伸びが鈍化するリスクがあることは注意が必要だろう。

²⁵ PPP事業で入札が完了しているプロジェクトは昨年 1 件、今年 1 件の合計 2 件のみ。夏には今年 8 件の入札を完了する姿勢を見せていたものの、進捗は大幅に遅れている。

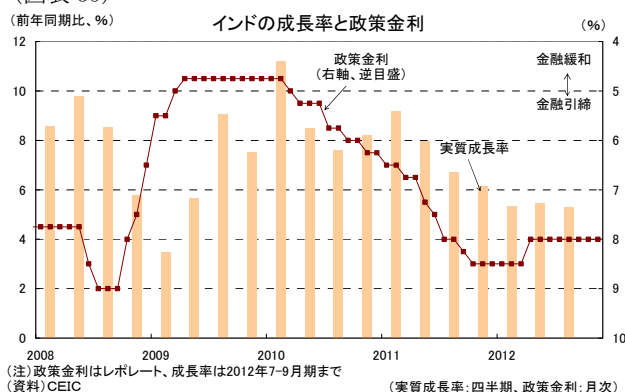
²⁶ 投資の動向では国会で審議されている投資優遇措置の一元化がひとつの焦点となるだろう。複数存在する投資優遇制度と投資誘致機関を一元化し、政策立案や投資促進などの権限を集中させることを目的としている。複雑な投資誘致制度を解消するだけでなく、優遇措置の不正利用防止や税収の増加等の効果もあるとされるが、一方で、一元化の際に混乱が発生する懸念も指摘されている。

ただし、今後については国内の景気拡大に伴ってインフレ圧力が増加、インフレ率は 2012 年で 3.1%、2013 年で 4.1%と予想する（図表 34）。中央銀行は、景気は良好であるけれども、インフレ率が低位で推移していることもあり、今年に入って 4 回の利下げを実施している。海外経済の低迷を受けた成長率の減速やペソ高への対策と見られるが、今後については、インフレ率が上昇すると見込まれることから当面は政策金利を据え置くと予想する。

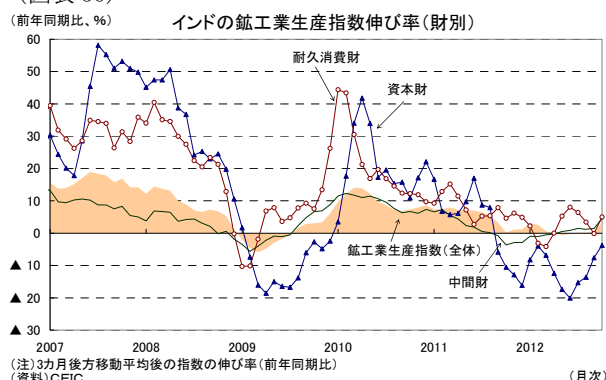
2-7. インド

近年のインド経済は停滞が続き、今年に入って以降、成長率（供給側²⁷）は 6%を割り、5.5%付近での推移を余儀なくされている。成長率低迷の最大の原因はインフレ率の高止まりとそれに伴う金融引き締めと見られ、政策金利の引き上げが始まってからの成長率の減速は顕著である（図表 35）。

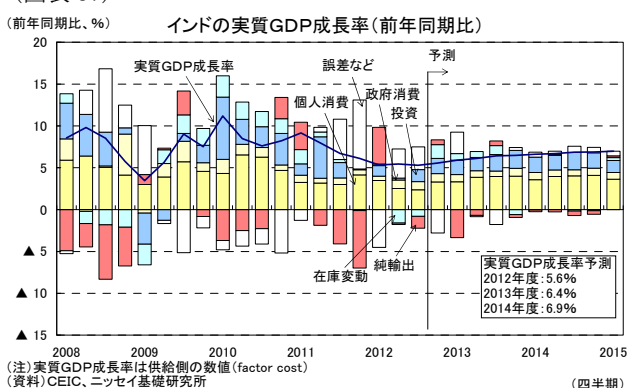
（図表 35）



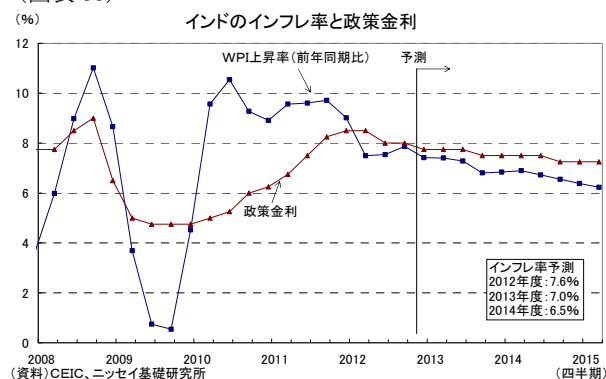
（図表 36）



（図表 37）



（図表 38）



インフレ率の高止まりは未熟なインフラなど構造的な要因に起因する部分も多く、解決に時間がかかることが想定される。成長期待の後退に加えて、年前半には政治の混乱や大停電、自動車工場での暴動なども加わり、投資家心理はかなり冷え込んだ。こうした時期と比較すれば、9月以降は、インド政府が一連の構造改革案²⁸を打ち出したことが好感され、投資家心理は回復しつつある。投資家のマインド改善にともなう資本流入によって株価が上昇するなど金融の面だけでなく、実体経済の面でも、生産指数などを見ると底打ちした兆しがうかがえる（図表 36）。

ただし、今後も当面、政府の示した改革案の進捗は焦点になるだろう²⁹。足もとでは資本流入が

²⁷ GDP at factor cost として公表されている数値。

²⁸ インド政府が発表した規制緩和の内容は、外資規制緩和（複数ブランドを取り扱う総合小売業の進出を可能に、単一ブランド小売業・電力取引業・民間航空業・放送事業などへの出資条件緩和）や軽油への補助金削減（小売価格引き上げ）など。10月には保険、年金基金分野の規制緩和を閣議決定、財政再建の目標も定めた。また、12月には大型インフラ投資の加速を促すための組織であるCCI（内閣投資委員会）の設置を決定している。

²⁹ 11月22日から12月20日まで開催された冬季国会で、上記の保険・年金分野の規制緩和やインフラ投資の障害となっていた土地収用に関する法律（土地収用法）が審議されると期待されたものの、来年2月からの予算国会に持ち越されている。

見られるが、改革が実行に移されるか不透明感も残っており、仮に進展が見られなければ、再び資本流出が発生し成長を阻害する可能性もある³⁰。

また、インフレ率の動向もポイントとなるだろう。中央銀行が利下げに踏み切ることができれば、成長期待が高まる。中央銀行はインフレ率の高止まりのため、政策金利については4月に利下げを実施したものの、その後は据え置きを続けている。ただし、中央銀行は政府の改革への取り組みを評価しており、インフレ抑制から成長促進へと転換しつつある。そのため、年明け直後から段階的に政策金利を引き下げる可能性が高いと見ている³¹。ただ、構造的な問題は依然として残るためインフレ率の急減速は考えにくく、利下げ幅も限定的になるだろう。

こうした状況を踏まえると、成長が急回復することは難しいと見られ、成長率は2012年度で5.6%、2013年度でも6.4%にとどまると予想する（図表37）。またインフレ率については2012年度は7.6%まで上昇し、2013年度はやや減速するも7.0%と高水準になると予想する（図表38）。

³⁰ 昨年12月にも政府は総合小売業への外資参入を条件付きで認める閣議決定を行ったが、野党らの反発を受けて撤回している。また、今年8月にはシン首相への汚職疑惑から国会が空転し、審議が滞った経緯がある。

³¹ 10月の金融政策決定会合で政府の行動は利下げ時のインフレ圧力緩和に寄与し、金融政策によって成長促進を進める余地を広げると評価した。その後の12月の決定会合でも政策金利は据え置いたが、来年1-3月期に追加金融緩和が出来る環境になるとのシナリオは不変であり、金融政策は成長減速への対応にシフトするとの態度を示している。

（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証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はありません。