

# Weekly エコノミスト・ レター

## アジア新興国・地域の経済見通し ～輸出が低迷するなか、内需の二極化が鮮明に

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

1. 先進国の経済停滞が長期化しており、それに伴ってアジア新興国・地域全体の成長率も低迷が続いている。主因は経済大国であるインドの停滞である。ただし、経済規模が小さい国・地域には底堅く成長しているところも存在しており、成長率の二極化が鮮明になっている。
2. 貿易に関しては、ほぼすべてのアジア新興国・地域で輸出が低迷している。一方、内需の伸び率には違いが現れており、これが成長率の二極化の原因と言える。実際、韓国・台湾の個人消費が冴えない一方、ASEAN諸国は良好である。投資についても同様の傾向が見られる。インドはアジアの中では高い成長を示しているが、過去の高成長と比較すると減速傾向にある。
3. 金融市場を見ると、株価も二極化していることが分かる。実体経済が不調な韓国・台湾・インドは株価のパフォーマンスも悪いが、ASEAN諸国のパフォーマンスは良い。
4. 先行きのリスクとしては、海外投資家のリスク許容度の低下などから一時的にアジア全体で株価や為替が下落することが考えられる。また、海外経済の低迷が長期化することもリスクである。輸出依存度の高い韓国や台湾だけでなく、底堅い成長を維持しているASEAN諸国においても、輸出の不調が続けば内需への悪影響が無視できなくなる可能性が高い。また、ASEAN諸国では政府主導で内需を喚起している国も多いため、政府の信任や政策実行力が低下することで成長が抑制されてしまうこともリスク要因として挙げられる。

### 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 (実)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)
韓国	3.6	2.8	2.3	2.3	2.2	2.4
台湾	4.0	0.4	▲0.2	1.0	2.6	1.0
マレーシア	5.1	4.9	5.4	5.0	5.0	5.1
タイ	0.1	0.4	4.2	3.2	15.2	5.5
インドネシア	6.5	6.3	6.4	6.3	6.3	6.3
フィリピン	3.9	6.3	5.9	4.6	4.6	5.4

インフレ率	2011年	2012年				2013年
	(実)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (予)	10-12 (予)	(予)
韓国	4.0	3.0	2.4	1.6	2.0	2.3
台湾	1.4	1.3	1.7	3.3	2.6	2.2
マレーシア	3.2	2.3	1.7	1.6	1.7	1.8
タイ	3.8	3.4	2.5	3.0	2.6	2.9
インドネシア	5.4	3.7	4.5	4.9	4.8	4.5
フィリピン	4.7	3.1	2.9	3.8	3.9	3.5

インド (下段:年度ベース)	7.5 <6.5>	5.3	5.5	5.8	5.9	5.6 <5.9>	6.5 <6.5>
-------------------	--------------	-----	-----	-----	-----	--------------	--------------

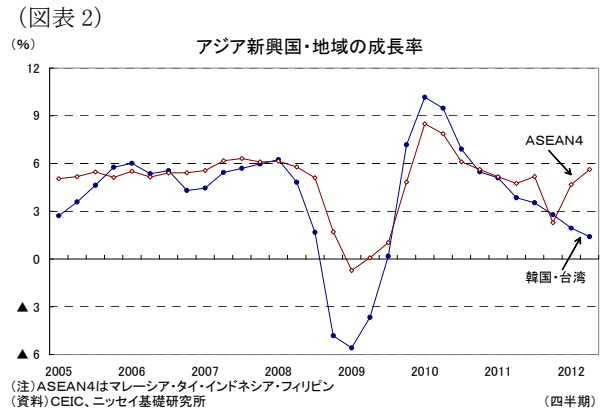
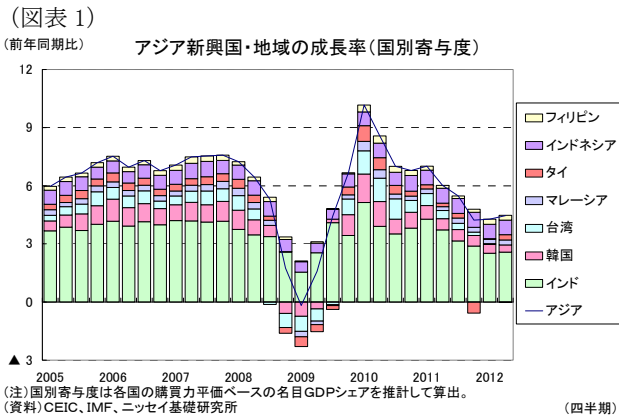
インド (下段:年度ベース)	9.5 <8.8>	7.5	7.5	7.3	7.0	7.3 <7.2>	6.8 <6.8>
-------------------	--------------	-----	-----	-----	-----	--------------	--------------

(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

欧米先進国の成長率低迷が長期化するなか、アジア新興国・地域の成長率も冴えない状況が続いている。アジア全体の成長率<sup>1</sup>は2011年後半から4%前半での推移が続いている（図表1）。この主因は、経済規模の大きなインドが停滞したことによる。しかし、経済規模の小さな国・地域の中には、底堅く成長している国・地域もある。実際、韓国や台湾の成長減速には歯止めがかかっていないものの、ASEAN諸国（マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン）は高い成長率を記録できており、アジア新興国・地域のなかで二極化が進んでいる（図表2）。

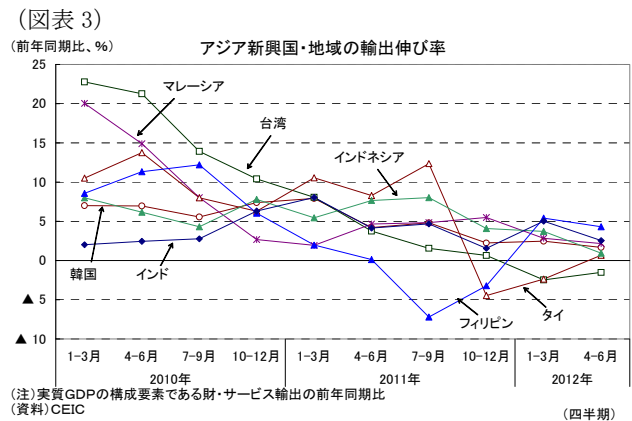
本稿では、二極化が進むこれらアジア新興国・地域の現状を確認し、今後の見通しを考えたい。



## 1-1. 現状：輸出は低迷、消費が二極化

まず、先進経済や中国の低迷が直接に悪影響を及ぼす貿易の動向を確認する。

輸出を見ると、アジア新興国・地域のほぼ全てで伸び悩みが続いている（図表3）。フィリピンやタイではやや改善しているが、これは2011年の落ち込みが大きかったという要因が大きく、これらの国においても輸出の伸び率は依然として低水準にあると言える。その他の国・地域の中には、2012年以降に伸び率がさらに減速している国・地域も多い。

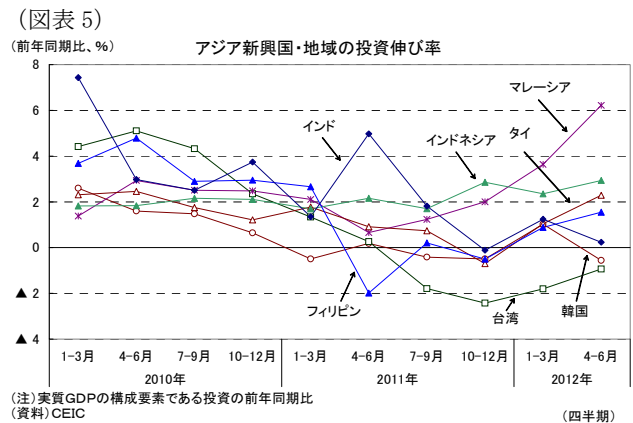
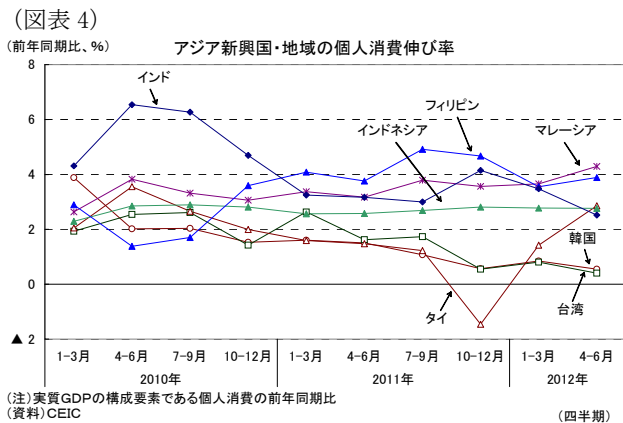


輸出が低迷するなかで、アジア新興国・地域の成長率が二極化してきた理由は、内需に求められる。特に個人消費を見ると、低迷している国・地域と堅調に推移している国・地域が一目瞭然であり、低成長の韓国・台湾と高成長のASEANにきれいに分類できる（図表4）。ただし、高成長を達成している国のうち、マレーシア・インドネシア・フィリピンが2011年から継続して高い成長を維持し続けているのに対して、タイは2011年まではむしろ韓国や台湾と同様に消費の伸び率は低い水準にある。これは、タイの場合、2011年後半の洪水による一時的な鈍化と、その後の反発という形で高い伸び率が達成されており、復興需要が生じたことによる高成長という要素が強い点でやや特殊なケースと見ることもできる。なお、インドはこれらの国・地域の中では比較的高い伸び

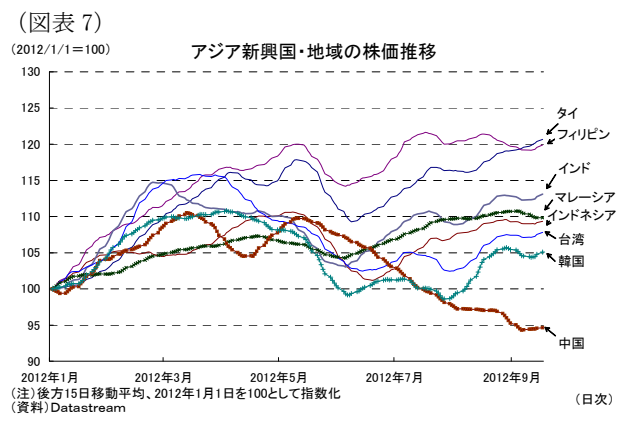
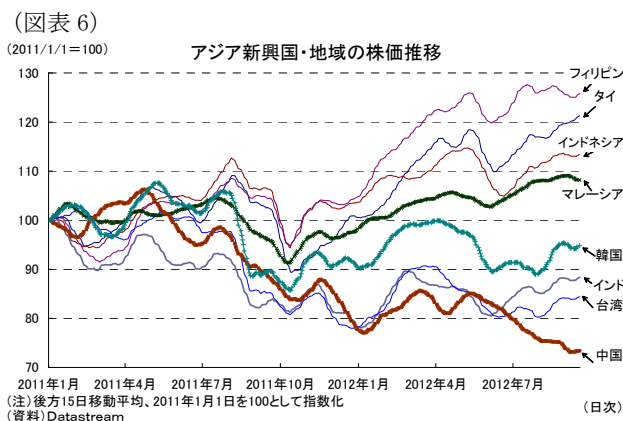
<sup>1</sup> ここでアジアとしている地域はインド・韓国・台湾・マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン（本稿における経済見通しの分析対象国・地域）。中国については、2012年9月11日公表のWeeklyエコノミスト・レター「[中国経済見通し：今年は7.9%、来年は8.5%](#)」を参照。

率を達成しているが、2010年に見られたような高成長と比較すると低迷しており、減速傾向にあると判断できるだろう。

投資に関しては個人消費ほど鮮明ではないが、伸び率が低迷する韓国・台湾と底堅いASEANという傾向は見て取れる（図表5）。最も特徴的な国がマレーシアで、投資の減速は2011年の半ばで反転、足もとの投資は拡大傾向にある。後で見るように、マレーシアは国内の投資需要が喚起されており、輸出が減速するなかでも、むしろ投資の拡大に成功している例と言える。その他のASEANもマレーシアほど目立たないにせよ、例外ではなく、豊富な国内需要を背景にして投資を伸ばしていると言える。



また、株価も実体経済と同様に二極化している。これは、2011年初と現在の株価を比較すると分かりやすい（図表6）。2011年初より株価が上昇しているフィリピン・タイ・インドネシア・マレーシアと株価が下落している韓国・インド・台湾（・中国）にきれいに区別できる。今年の年初と比較すれば多くの国・地域で株価は上昇していると言えるが、韓国や台湾における株価上昇率は比較的小幅なものにとどまっている様子が分かる（図表7）。ASEANでは好調な内需を背景にした成長期待が大きいことがうかがえる。



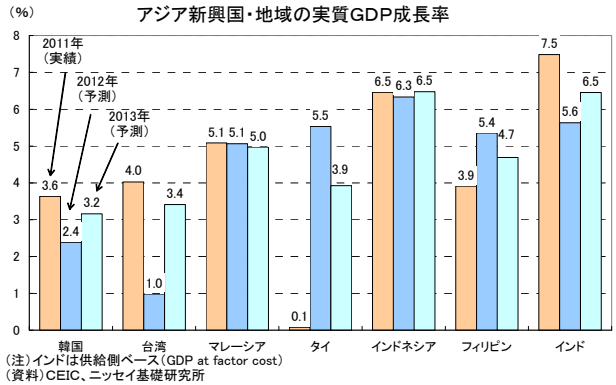
## 1-2. 先行き：回復ペースも二極化

以上を踏まえると、海外経済の不調が長引くなか、内需の低迷も深刻になっている韓国や台湾の成長改善ペースは非常にゆっくりになると考えられる。こうした国・地域では、本格的な回復は来年以降、先進経済や中国の成長率が改善し、輸出の伸びが回復するまで待つ必要があるだろう。一

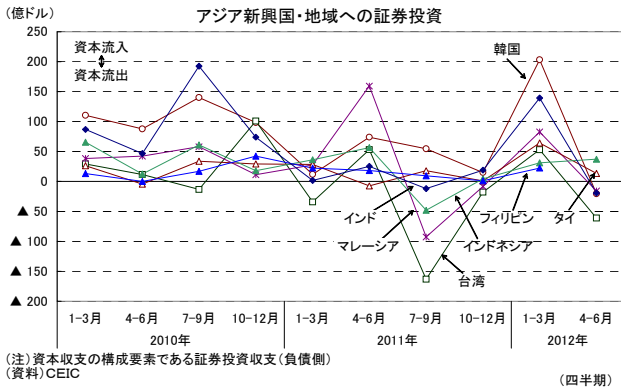
方、ASEAN各国では、好調な内需を背景にすでに成長率は回復しつつあり、今年も比較的堅調な成長が達成できると見込まれる（図表8）。

先行きの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。実際、昨年9月や今年5月には海外投資家のリスク許容度が低下することで資本の引き揚げが発生、一時的にアジア地域全体から一斉に資本が引き揚げられている（図表9）。直接投資については、現在のところ証券資産に引き揚げの動きがあるなかでも、目立った流出の動きは見られないが（図表10）、海外投資家からの信認が低下するなどした場合に資本流入が細りやすくなっている地合いであると考えられる。その意味では、ASEANの内需は政府主導で喚起されている国が少なくない。そのため、こうした国では汚職などによる政治不振や政局の混乱などにより、政策実行力が低下することが海外投資家のマインドを悪化させ、資本流入を細らせ成長の抑制材料となる可能性もある。長期的な直接投資の流入があったとしても、証券投資の流入減少は企業や国の資金ファイナンス環境を悪化させる要因となる。

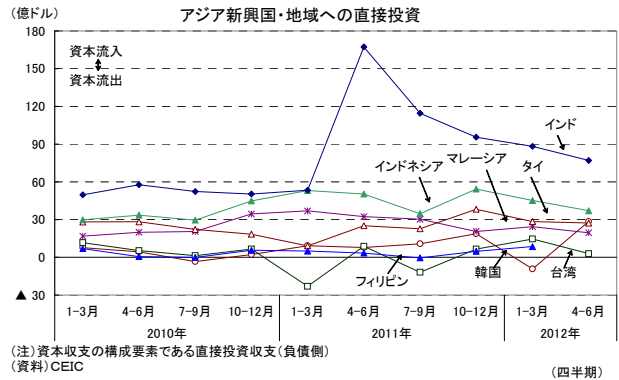
(図表8)



(図表9)

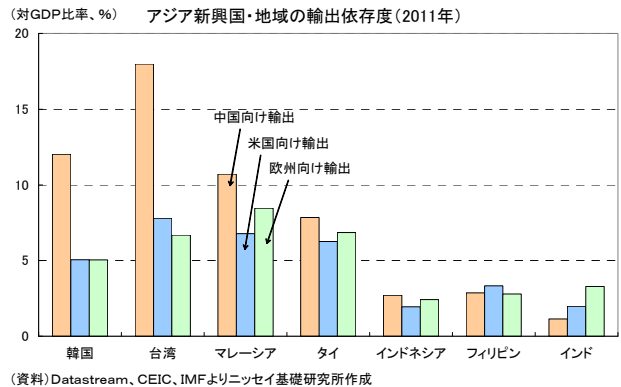


(図表10)



また、実体経済に直接大きな影響を及ぼす要因としては、輸出環境の不調が長期化するリスクも挙げられる。これは、輸出依存度の高い韓国や台湾でマイナスのインパクトも大きいと言える（図表11）。特に、韓国や台湾では中国向けの輸出が大きいことから、中国経済の回復が輸出改善の鍵を握っていると言える。またASEAN各国でも、韓国や台湾と同様に、輸出不振が長期化すると、今まで成長を下支えしていた内需が鈍化し、景気の下押し圧力が強まる可能性が十分に考えられる。

(図表11)



物価の動向について触れると、アジア新興国・地域のインフレ率については、総じて低下していると言える（図表 12）。そのため、昨年後半以降、利下げに踏み切る国が多くなっており、今年7月以降も、韓国・フィリピン・中国で利下げを行なっている（図表 13）。ただし、先行きについては資源価格や穀物価格の上昇も懸念されてるほか、悪天候などによる供給不足がインフレ懸念となっている国・地域もある。また、ASEANでは堅調な成長を背景に需要が高まってくることから、インフレ率は上昇に転じると見込まれる（図表 14）。

こうした状況のなか、韓国や台湾は、国内景気の低迷が長期化しているため、追加利下げのタイミングを探る展開になるだろう。ただし、台湾では、すでに電気料金引き上げによるインフレ圧力が存在しているほか、台風被害による供給制約によって農作物の価格が上昇しているため、難しい舵取りを強いられている状況にある。一方、ASEAN諸国には内需が良好な国が多く、必ずしも利下げを行なう必要はないと言える。ただし、輸出の鈍化が成長率の抑制になり得ることから、インフレ率が低水準で推移している国では予防的に利下げに踏み切る可能性もあるだろう（各国ごとの見通しについては後述）。

## 2. 各国・地域経済の見通し

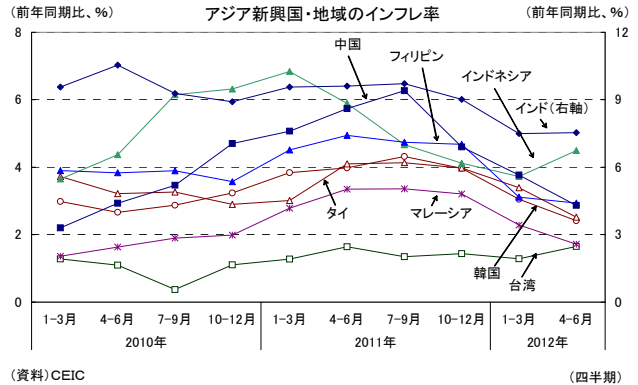
では、次に各国・地域ごとに成長率と物価について今後の見通しを述べたい。

### 2-1. 韓国

韓国は輸出主導国であり、先進国や中国で成長低迷が長期化している影響を受けて、成長率の減速に歯止めがかかっていない状況にある。海外経済の回復を受けて韓国の輸出環境も好転していくと考えられるものの、年内の成長率改善は難しくなりつつある。特に中国では在庫の積み上がり懸念されているなど、輸出環境の改善時期に不透明感も生じている。

一方、個人消費の環境は年初より好転している。インフレ率は低水準で推移しており、そのため中央銀行は利下げに踏み切っている。高い家計債務という障害は引き続き残っているものの、利下げによって家計の利払い負担が緩和方向にあるため、プラス材料と言える。政府が6月に住宅ローン負担支援や低所得者層への融資支援などを、9月には減税などの消費支援策を実施することを決

(図表 12)



(図表 13)

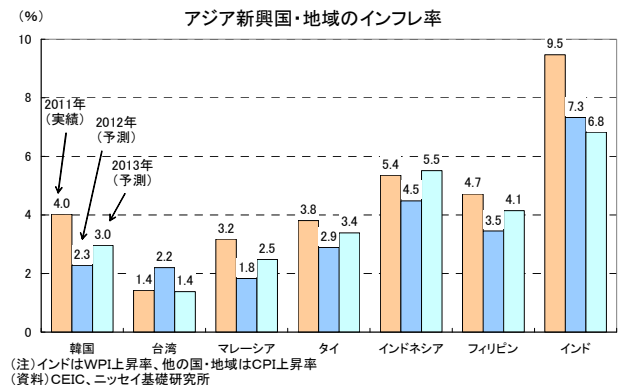
アジア新興国・地域の政策金利の状況

	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	1-3月	4-6月	7-9月	
韓国 (7日物レボ金利)	2.00			↑	↑	↑	↑	↑	↑				3.00 (+1.00)
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			↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↓		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					↑	↑			↓	↓		5.75 (▲ 0.25)
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

(図表 14)



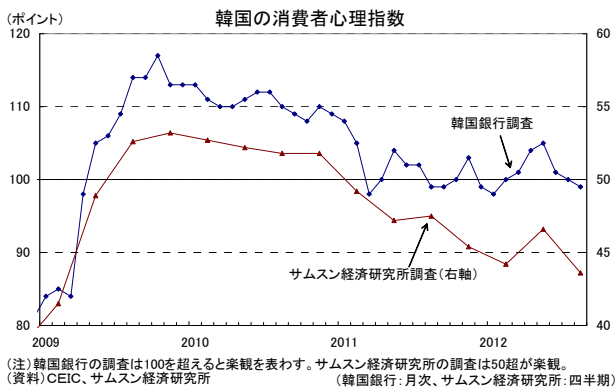


定し、積極的に景気刺激を図っていることも消費の下支えになると考えられる<sup>2</sup>。ただし、足もとの景況感に改善が見られていない点には注意が必要で（図表 15）、今後、こうした景気刺激策が実際に個人消費を改善させるか判断するにはもう少し時間が掛かると考えられる。また、利下げによって借入がしやすくなるために、さらに個人の債務が増加してしまうという弊害にも注意が必要と言える。

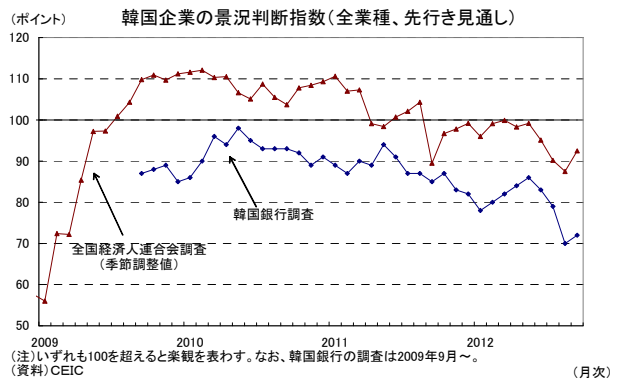
また、韓国の場合、こうした景気刺激策によって個人消費が下支えされたとしても、成長率改善があまり期待できないという点で厳しい状況にあると考えられる。輸出主導国の韓国にとっては成長の原動力は輸出の増加とそれに伴う投資活性化であるが、現在は輸出の低迷によって大企業中心に投資が減速、企業の景況感はかなり悪化している（図表 16）。年末に総選挙を控えているため、打ち出される経済政策には国民目線の政策が多く、企業の景況感改善は見込みにくい状況にある。そのため、本格的な成長回復は海外経済の持ち直しを待つしかなく、それまでは厳しい状況が続くと考えられる。

こうした状況を踏まえ、実質 GDP 成長率は 2012 年で 2.4% まで減速、その後は緩やかに回復するものの 2013 年でも 3.2% の成長にとどまると予想する（図表 17）。

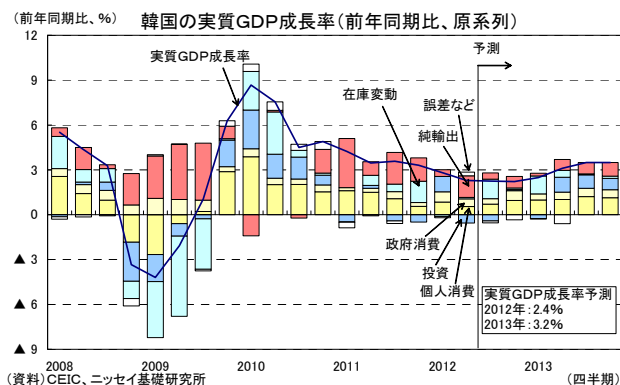
（図表 15）



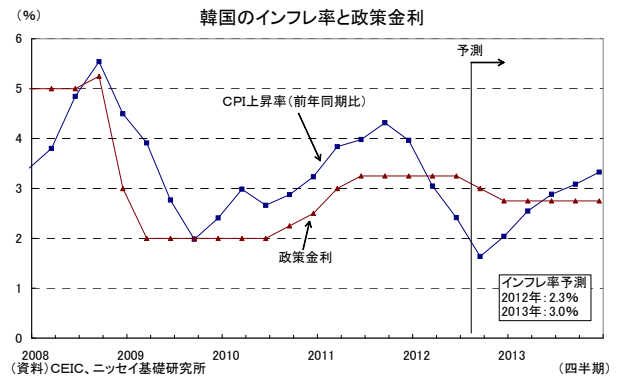
（図表 16）



（図表 17）



（図表 18）



インフレ率については年初から低下傾向が続いており、8月のインフレ率は1%前半まで低下している。世界的に穀物生産量が低迷するなかで、食料品価格に対しては上昇懸念も見られるものの、現在のところ、価格上昇は限定的となっている。すでに中央銀行は利下げに踏み切っているが、足もとのインフレ率は依然として中央銀行の目標値（3.0±1.0%）を割り込んでいるため、さらなる利下げの余地もあり、年内に韓国銀行は追加利下げに踏み切る可能性が高いと考えられる。インフ

<sup>2</sup> 6月に公表された景気刺激策は8.5兆ウォン規模、9月に公表された景気刺激策は5.9兆ウォン規模である。

レ率に関しては、2012年では需要の低迷から2.3%にとどまり、2013年には利下げの効果等により3.0%まで上昇すると予想する（図表18）。

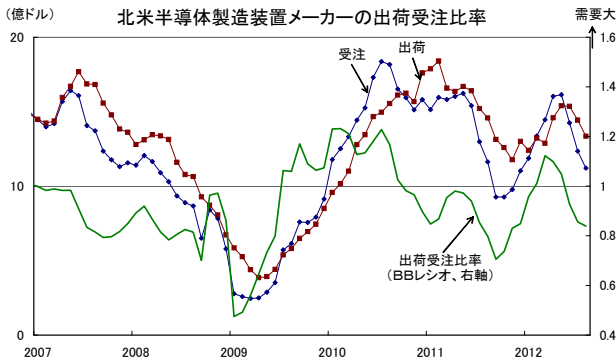
## 2-2. 台湾

台湾の成長率も韓国同様に減速が止まらず、4-6月期はマイナス成長を記録した（前年同期比で▲0.18%）。年初には主力の半導体産業に底打ち感も見られ、業績の改善を見込む企業が目立ったが、成長率の回復は見られなかった。TSMCやUMCなど主要EMS（電子機器受託生産）メーカーでは一部売り上げの改善が見られたが、液晶パネルやパソコン業界などは不調が続く結果となった。底打ちすると考えられていた半導体需給も回復が持続せず、再び軟調な状況になっている（図表19）<sup>3</sup>。景気もやや持ち直しているものの、そのペースはゆっくりであり、水準で見るといまだ低迷している（図表20）。

こうした状況のなか、政府は財政赤字拡大への配慮から減税や大規模な公共投資などの政策実施は難しいとの姿勢を示しており、短期的な成長改善は見込みにくい。中長期的な成長戦略として経済特区の設置や輸出市場の開拓などに力を入れる姿勢を見せているものの、海外経済の不調が続く以上は、成長率の改善ペースは非常にゆっくりになると考えられる。また、年前半から議論されていたキャピタルゲイン税導入についての法案が可決したことも個人消費の抑制材料となっている。

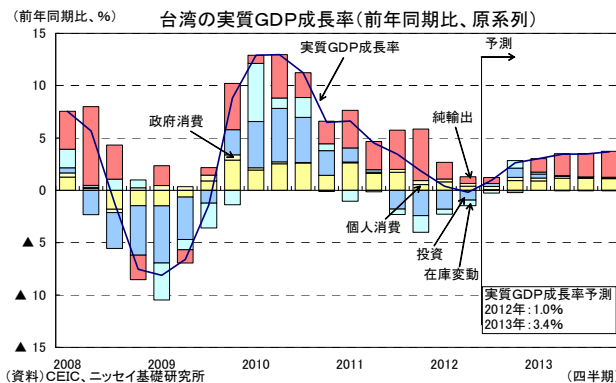
こうした状況を踏まえると、台湾における2012年の成長率は1.0%まで減速すると見られる。その後は輸出環境の改善に伴って2013年に3.4%まで成長率が回復すると予想する（図表21）。

（図表19）



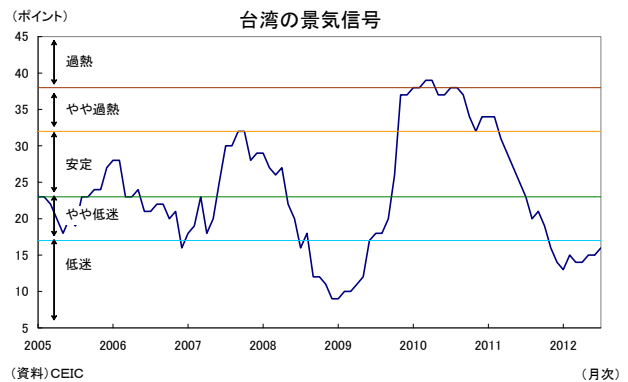
（資料）SEMI

（図表21）



（資料）CEIC、ニッセイ基礎研究所

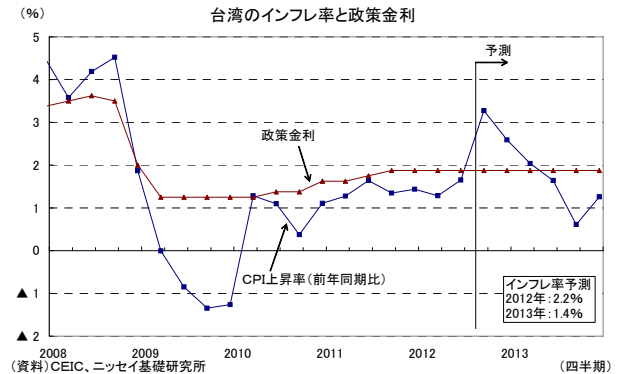
（図表20）



（資料）CEIC

（月次）

（図表22）



（資料）CEIC、ニッセイ基礎研究所

（四半期）

インフレ率は、台湾経済の懸念事項になりつつある。6月に電気料金が引き上げられたことに加

<sup>3</sup> 図表19は北米半導体製造装置メーカーの出荷受注比率であり、台湾メーカーの動向とは必ずしも一致する訳ではないが、世界の半導体需給の動向を知る参考となる。

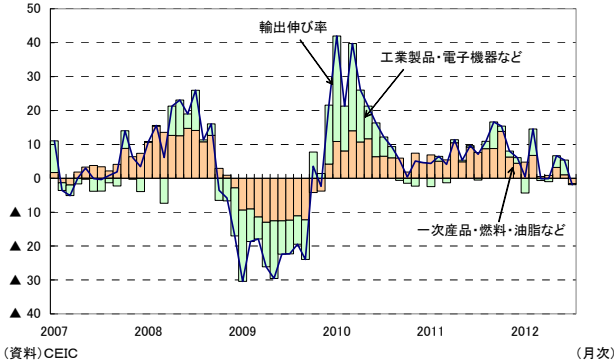
えて豪雨によって野菜などの食料品が大きく値上がりしている。こうした影響を受けて8月のインフレ率は4年ぶりに3%を超える高水準まで上昇している。悪天候による食料品価格の上昇は今後落ち着いていくと考えられるものの、2012年のインフレ率は2.2%と2%台を突破、その後2013年にはインフレ率は落ち着いて1.4%まで低下すると見込まれる(図表22)。当初、今年12月に予定されていた2回目の電気料金の引き上げが業界団体などの反発によって、来年10月以降に延期されることになったため、年後半から来年にかけての電気料金上昇圧力は先送りされたと考えられる。

金融政策については、景気の鈍化が深刻であるものの、インフレ率が急激に上昇したことにより、中央銀行の利下げ余地は小さくなっている。景気は減速しているものの、9月の金融政策決定会合でも利下げには踏み切れなかった。当面は様子見姿勢をとりつつ、利下げ余地を探る展開になるだろう。

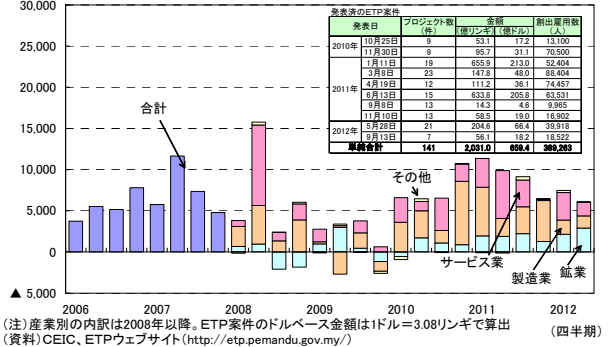
### 2-3. マレーシア

マレーシアは世界経済の鈍化を受けて輸出については冴えない状況が続いている。資源国であるため燃料や鉱物については、内需の強いASEAN向けの輸出や発電用燃料の需要が高まる日本向けの輸出を中心に底堅さも見せているものの、輸出全体の伸びを牽引するほどの力強さはない状況にある(図表23)。

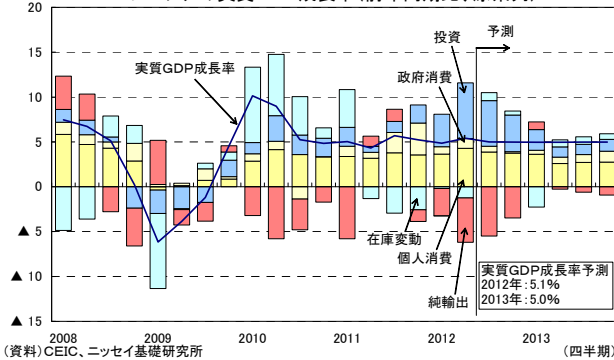
(図表23) マレーシアの輸出伸び率(寄与度)



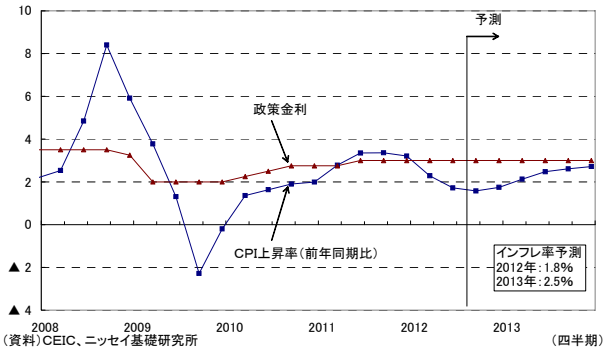
(図表24) マレーシアへのネット海外直接投資(産業別)



(図表25) マレーシアの実質GDP成長率(前年同期比、原系列)



(図表26) マレーシアのインフレ率と政策金利



一方で、内需については堅調さを維持している。特に以前から取り組んできたインフラ事業などの大型案件が大詰めを迎えていることで建設業が好調であるなど、投資が活性化している。政府主導の投資振興策であるETP(経済改革プログラム)におけるプロジェクトも順調に増えており、投資の先行きについても順調さを維持できると期待される(図表24)。総選挙の時期を模索する政



府が消費刺激策を実施していることも個人消費の下支え要因になっている<sup>4</sup>。

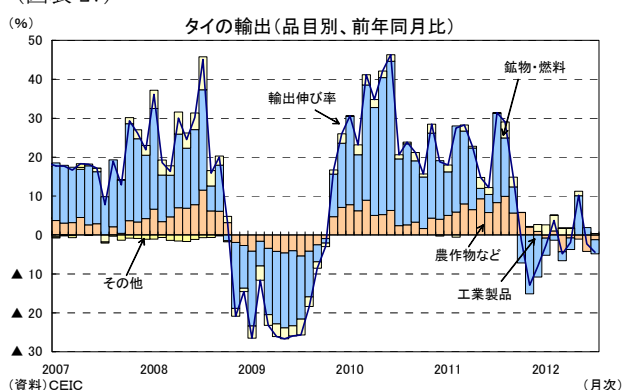
こうした状況を背景にして、マレーシアの実質GDP成長率は2012年で5.1%、2013年は5.0%の成長を達成すると予想する（図表25）。

物価に関しては、下落傾向にあり足もとでは1%台まで低下して推移している。ただし、先行きに関しては穀物供給の減少にともなう物価高懸念や2013年から導入される最低賃金制度がインフレ圧力になっており、やや上昇傾向をたどると見られる。そのため、インフレ率は2012年で2.2%、2013年は2.7%になると予想している（図表26）。足もとでは、インフレ率の低下に伴い、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からしばらくは中央銀行は政策金利の据え置きを維持すると見られる。

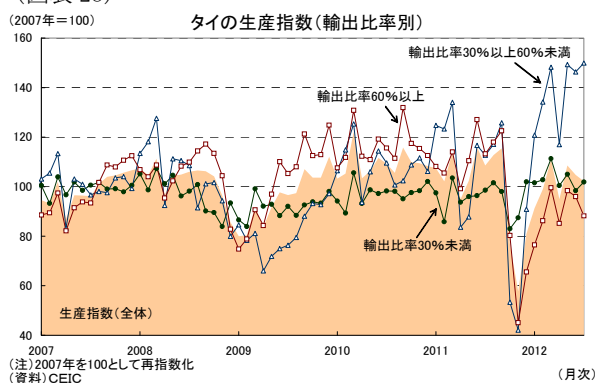
## 2-4. タイ

タイは昨年後半に発生した洪水被害からの回復が顕著である。実質GDP成長率は今年4-6月期には前年同期比で+4.2%まで回復している。復旧作業が順調に進んでおり、投資が伸びているほか、政府による自動車購入支援策や生活支援策などの効果もあり、個人消費も堅調に推移している。

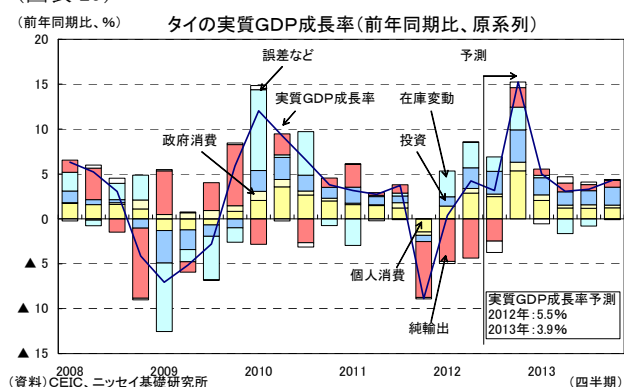
（図表 27）



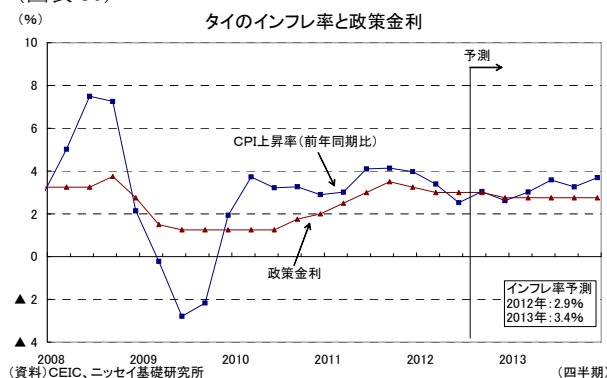
（図表 28）



（図表 29）



（図表 30）



年後半についても、こうした復興需要による内需の拡大が続くと見られることから、今年の成長率は高まることを見込まれる<sup>5</sup>。ただし、輸出の回復は遅い。洪水からの復旧が進む一方で、輸出はあまり改善しておらず、輸出依存度の高いタイではその影響は無視できないものになりつつあるといえる（図表27）。実際、生産指数からは輸出比率が高いほど生産回復が厳しいことが分かる（図

<sup>4</sup> 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。9月28日には2013年度の予算案が発表される予定であるため、その内容も注目される。

<sup>5</sup> 国家経済社会開発委員会事務局（NESDB）によれば治水事業として計画された3500億バーツのうち、上半期では4.3億バーツしか支出されていない。

表 28)。来年以降も治水工事などの国内の復興需要が存在するため、一部の産業では底堅く推移すると考えられるものの、海外環境の改善がなかなか見込めない状況下では、輸出拡大を通じた成長回復を期待することは難しく、今後、復興需要が一段落した後の回復ペースは緩慢になっていく可能性が高いと言える。

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年はその反動によって3.9%まで減速すると予想する（図表 29）。

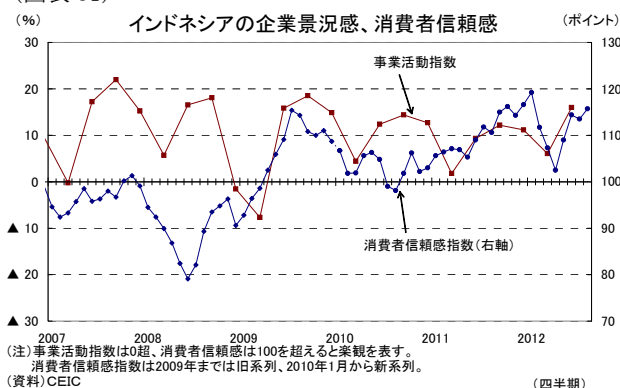
インフレ率に関しては、8月のコアインフレ率が1.76%とインフレ目標値（0.5-3.0%）の中央地付近で推移している。洪水被害への対策として政府が物価抑制策を実施していることも奏功しており、インフレ圧力は高まっていない。ただし今後については、最低賃金が大幅に引き上げられたことなどから、上昇圧力が生じており、インフレ率は2012年で2.9%、2013年には3.4%となると予想する（図表 30）。

また、中央銀行は洪水後に2回の利下げを行っており、追加利下げの余地はあまり大きくない。ただし、輸出の伸びが鈍化していることで成長の回復ペースが緩やかになっていることから、年末にさらなる利下げをする可能性が高いと考えている。

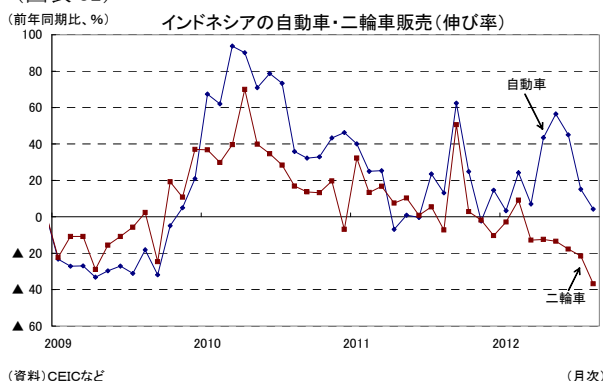
## 2-5. インドネシア

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が、足もとでは輸出が減速、貿易収支の赤字が定着している。海外経済が不調であることに加えて、資源価格が軟調に推移していること、また政府が鉱物資源への輸出規制を行ったことで輸出が抑制されていると考えられる。この貿易赤字の定着は、通貨ルピアへの売り圧力上昇、それに付随する輸入インフレ促進や所得流出などの懸念にもつながっている。

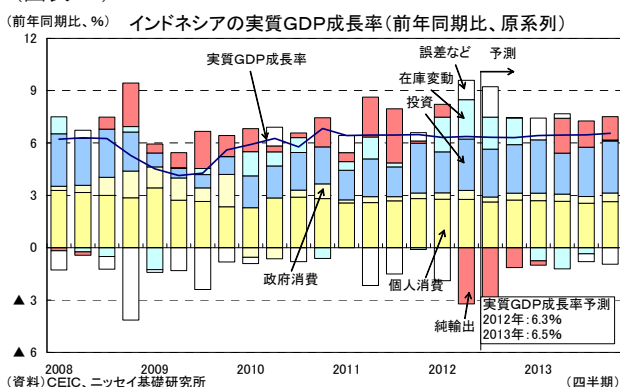
(図表 31)



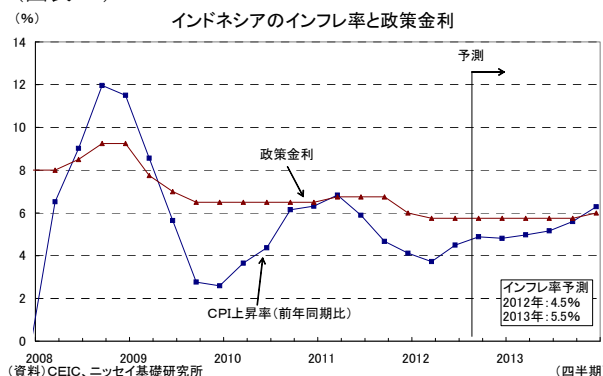
(図表 32)



(図表 33)



(図表 34)



しかしながら、こうした懸念が浮上しているにもかかわらず、内需について依然として好調さを保っている。とりわけ投資の好調さが目立っており、海外からの資金流入額は一貫して増加傾向にある。個人消費についても好調さを維持している。マクロ経済環境はやや悪化したものの、企業・消費者の景況感が依然として良いことが強い需要をもたらしているものと考えられる（図表 31）

先行きに関しては、バブル抑制策として消費者へのローン規制がはじまったことが個人消費の抑制材料として懸念されているなど、下押し材料もある。実際、二輪車の売り上げが減少しており、一部に悪影響が生じている。自動車販売台数はいまだ前年同期比で見てプラスを維持しており、二輪車ほど目立った減速は見られないが（図表 32）、今後半の消費がやや鈍化する可能性はあるだろう。ただし、少なくとも景況感は底堅く推移しており、内需が多少低迷しても成長率が大きく落ち込まず好調さを維持できる可能性は十分にあると見ている。

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6.5%の成長を記録すると予想する（図表 33）。

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%）の中央値付近で推移している。今年4月に予定されていた補助金燃料の価格引き上げ（補助金削減）が延期されており、足元では安定して推移している。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来年に引き上げる計画が示されるなど、少なからずインフレ圧力は高まっていくと考えられる<sup>6</sup>。また、好調な内需や賃金の上昇を背景にしたインフレ圧力も存在するため、インフレ率は2012年で4.5%、2013年で5.5%となると予想する（図表 34）。金融政策については、国内の景気が好調なため、海外経済が不調なことを理由に利下げに踏み切る必要はないと考えられる。むしろ中央銀行は8月に預金ファシリティ金利<sup>7</sup>を引き上げており、すでに金利引き締め方向に動いている。この背景には貿易赤字定着によるルピア安や資本流出を抑制しようとする意図があったと言える。ただし、今後は世界的に経済低迷が目立つなか、政策金利自体の引き上げは行なわず、当面は様子見姿勢が続くと考えられる。

## 2-6. フィリピン

フィリピンはほかのアジア新興国・地域に先がけて、昨年7-9月期には成長率が底打ちしている。今年4-6月期には前年同期比+5.9%と1-3月期（同+6.3%）よりはやや減速しているものの、依然として高い伸びを記録している。

海外経済の低迷を受けて電子機器の輸出や生産では冴えない状況が続いており（図表 35）、また、悪天候が農作物の収穫不振や生産の抑制になるリスクを抱えてはいるものの、足もとでは総じて好調さを維持していると言える。

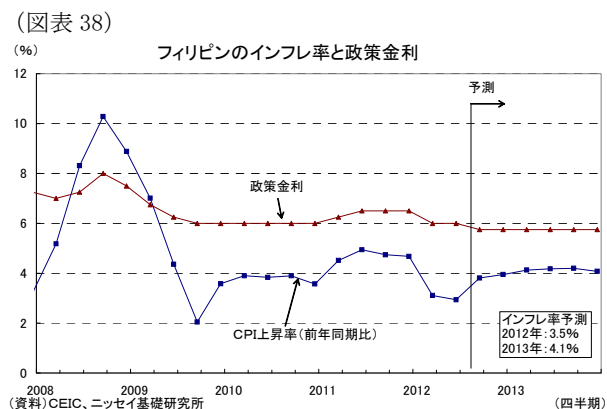
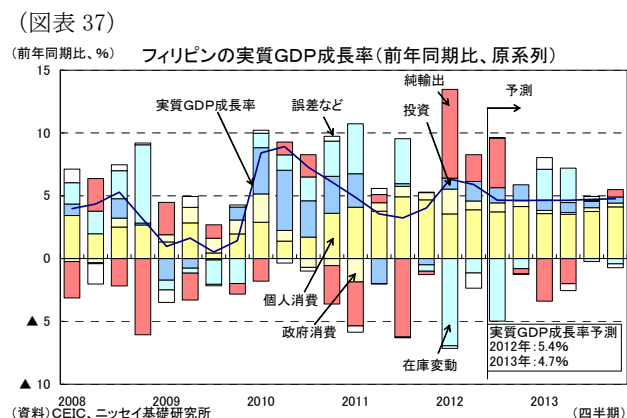
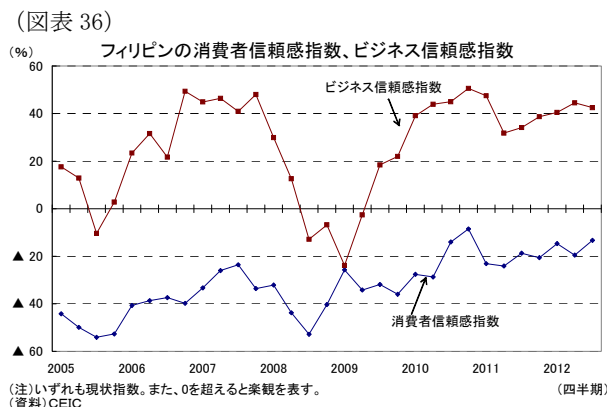
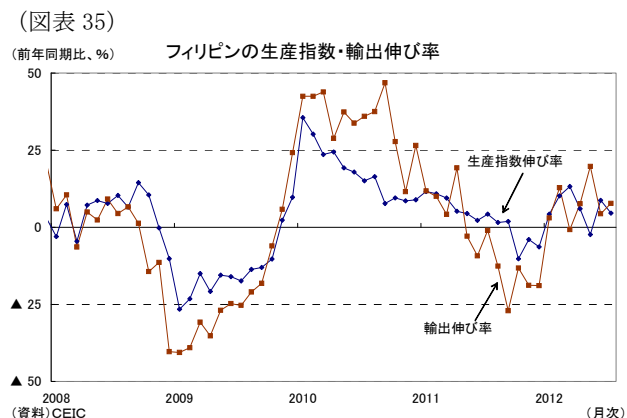
フィリピンが好調さを維持している背景にはマレーシアやインドネシアと同じく内需が底堅く推移していることが挙げられる。政府主導で実施されている官民連携（PPP）によるインフラ投資は、今年に入って入札段階に進む案件が増えており、ゆっくりではあるが着実に進んでいる。また、出稼ぎ労働者からの仕送りが底堅く推移していることも、個人消費の下支えになっている。加えて、去年はタイの洪水で供給不足に陥っていた自動車の販売が急回復しているため、昨年対比で見たとときの成長を押し上げる材料になっている。景況感も右肩上がりの状況が続いており、今後も内需の好調さは続くと考えられる（図表 36）。

<sup>6</sup> 報道によると、年内に15%の引き上げを行なうことが予定されているが、そのタイミングは未定となっている。見通しでは、一時的な物価高ではなく、年間を通じて価格が上昇すると見積もっている。

<sup>7</sup> 預金ファシリティ金利（FASBIレート）は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。

こうした状況を踏まえて、2012年の実質GDP成長率は5.4%の高成長を達成、2013年の成長率も4.7%と良好に推移すると予想する（図表37）。

インフレ率は、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%）での推移となっている。今後については国内の景気拡大に伴って緩やかに上昇し、インフレ率は2012年で3.5%、2013年で4.1%と予想する（図表38）。中央銀行は国内の景気は好調であるものの、海外経済の不調とペソ高抑制のために7月に利下げに踏み切っている。ただし、今後については、ややインフレ率が高まってきていることから当面は政策金利を据え置くと思われる。



## 2-7. インド

インドの成長率は大きく減速しており、今年1-3月期の成長率は前年同期比+5.3%（供給側<sup>8</sup>）、4-6月期も同+5.5%と今年に入り6%を下回る水準での推移となっている。国内の未熟なインフラという供給制約と政府の経済政策への不透明感という要因が成長を妨げている。

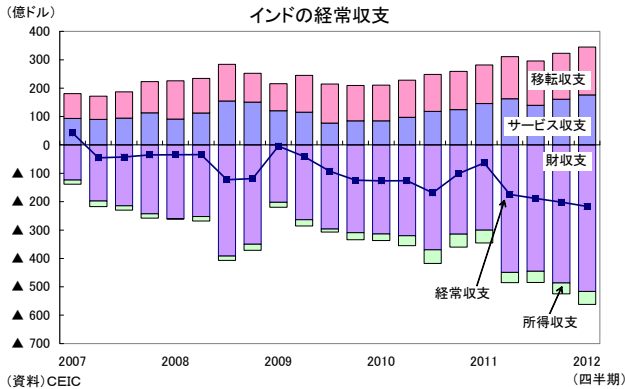
インドの場合、特に深刻な問題となっているのがインフレ率である。インドの場合は国内需要を満たす供給ができないため、価格が上昇しやすいだけでなく、経常赤字体質（図表39）と政策不振を抱えているため、資本流入の停滞からルピー安が進んでおり、輸入インフレも進展しやすい状況にある。7月にはWPI上昇率が前年同期比+6.9%と7%を下回るまで改善したが、8月には同+7.6%と急反発、成長が低迷するなかでも実施できる数少ない手段である利下げの余地を奪ってしまう結果となった。さらに足もとでは、モンスーン期の雨量不足という新たな懸念が生じており、インフレ懸念をさらに強めている。また、7月に発生したインド北部で大規模な停電や、8月に発

<sup>8</sup> GDP at factor cost として公表されている数値。

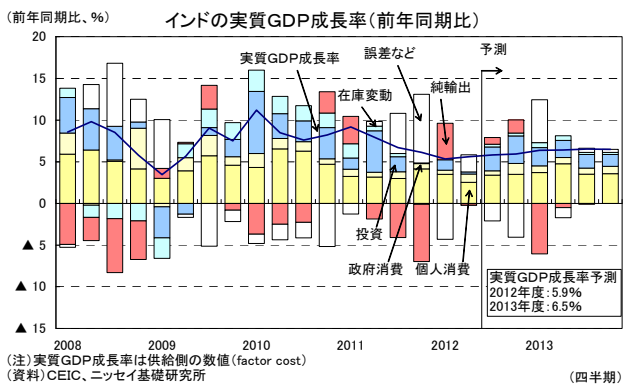


生した自動車生産で大きなシェアを誇るマルチ・スズキのマネサール工場での暴動は、改めてインドでの事業展開の難しさを認識する結果となった。こうした問題は、海外投資家に対してインドへの直接投資をさらに冷やす材料となった（図表 40）。

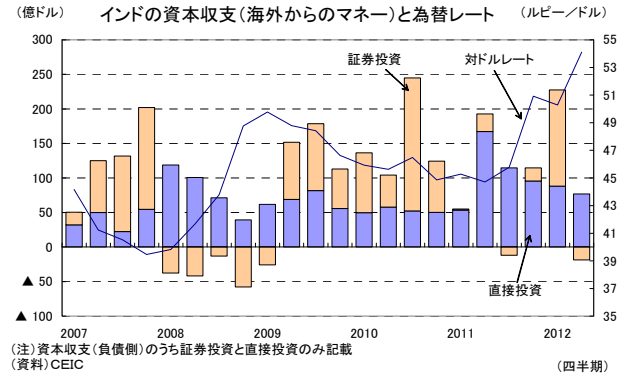
（図表 39）



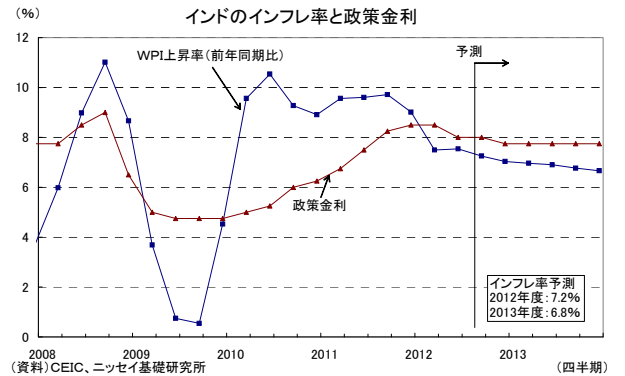
（図表 41）



（図表 40）



（図表 42）



ただし、9月に入ってから改善の兆しも見られる。昨年以降、議論されていた総合小売業の参入に関しての規制緩和を決定、また、軽油に対する補助金削減（価格引き上げ）を実施するなどの構造改革に向けた取り組みを打ち出している。こうした取り組みと米国の金融緩和政策（QE3）の公表が重なったこともあり、ルピーは急上昇した。構造改革への取り組みは、今までの政策不振の払拭と海外投資家のマインド改善につながる可能性も考えられる。ただし、構造的問題は解決するのに時間がかかること、昨年来の紆余曲折を鑑みると、今後、構造改革が円滑に進むか不透明な部分も残っている。

こうした状況を踏まえると、改善の兆しはあるが、短期的にはインフレが続く限り成長は緩慢にならざるを得ず、成長率は2012年度では5.9%にとどまり、2013年度には6.5%まで回復すると予想する（図表 41）。

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。9月には預金準備率の引き下げを実施したが、政策金利は据え置いている。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、積極的な利下げは難しい。インフレ率は2012年度は7.2%、2013年でも6.8%の高水準にとどまると予想する（図表 42）。

（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。