

2011年7月21日 全23頁

# 世界経済見通し

## インフレ抑制と成長確保のジレンマ

調査本部

### 世界的にソフトパッチ傾向

#### [要約]

- インフレ率を抑制するには、金融を引き締め、経済成長率を低下させなければならない。ただしどの程度経済成長を犠牲にすればインフレ抑制に成功するかについて安定的な関係はなく、そのため、望ましいインフレ率を実現しようとするれば、同時に景気失速のリスクを高めることにもつながる。現在、新興国が行っている金融引き締めは、一部の国に内需減速という効果をもたらしつつ、いまだに多くの国でインフレ率をピークアウトさせるに至っていない。そのため、中・印・ブラジルを含む主要新興国では金融引き締めを続行すべき状況にある。一方、米国経済は労働市場の改善ペースが鈍っており不透明感を増している。景気指標の軟化には日本の震災と原油価格上昇の影響が含まれているとはいえ、米国経済が土地バブル崩壊後の日本のように本質的な脆弱性を抱え込み、克服できずにいるのではないかという懸念も生じている。日本はサプライチェーンが早期に復元し生産活動の回復が明確になってきた。ただし、東日本の復興政策はまだ明確にならず、期待された復興需要の本格化な発現は遅れている。

世界経済の見通し（実質GDP成長率、%）						4月からの修正幅（%）		
（暦年）		2008	2009	2010	2011	2012	2011	2012
先進国	米国	0.0	-2.6	2.8	2.4	2.9	-0.3	0.0
	ユーロ圏	0.4	-4.1	1.7	1.9	1.7	0.1	0.0
	英国	-0.1	-4.9	1.3	1.0	1.4	-0.4	-0.1
	日本	-1.2	-6.3	3.9	-1.0	3.0	0.0	0.0
	香港	2.3	-2.7	6.8	4.0	3.5	0.0	0.0
	韓国	2.3	0.2	6.1	5.8	5.0	0.0	0.0
	シンガポール	1.5	-0.8	14.5	7.3	6.2	0.2	0.0
	台湾	0.7	-1.9	10.8	5.8	5.2	0.0	0.0
新興国	ブラジル	5.2	-0.6	7.5	4.8	5.7	-0.6	-0.2
	ロシア	5.2	-7.8	4.0	4.7	6.3	0.0	0.2
	インド	6.2	6.8	10.4	8.0	8.2	0.1	0.0
	中国	9.6	9.2	10.3	9.7	12.0	-0.2	0.0
	インドネシア	6.0	4.6	6.1	6.5	6.3	0.3	0.0
	マレーシア	4.7	-1.7	7.2	6.2	5.1	0.0	0.0
	フィリピン	3.7	1.1	7.3	6.0	5.0	0.0	0.0
	タイ	2.5	-2.3	7.8	3.6	3.4	-2.1	-1.0
	ベトナム	6.3	5.3	6.8	5.8	6.3	0.1	0.0
世界（市場為替レート、USD）		1.6	-1.9	4.3	3.3	4.2	-0.1	0.0
世界（購買力平価、USD）		2.6	-0.5	5.2	4.2	5.1	-0.1	0.0
世界（USD、除く中国）		0.9	-2.7	3.4	2.4	3.1	-0.1	0.0
世界（PPP、除く中国）		-0.2	-3.9	2.0	1.1	1.4	-0.1	0.0

（注1）2011～12年は大和総研の予測。

（注2）世界の実質GDP成長率は、各国成長率を10年の名目GDP(USドル、PPPベース)で加重平均したもの。

（出所）各国統計より大和総研作成

## &lt;目次&gt;

1. 日本	11年度はマイナス成長だが、12年度に向けて回復へ	熊谷 亮丸	P 3
2. 米国	長期化する景気減速	近藤 智也	P 5
3. ユーロ圏	輸出の伸びは巡航速度へ鈍化	山崎加津子	P 7
4. 英国	まだ遠い消費回復までの道のり	山崎加津子	P 9
5. 中国	秋口から投資主導で再加速へ	齋藤 尚登	P11
6. ブラジル	強弱の混在が深める金融政策のジレンマ	児玉 卓	P13
7. インド	内需再加速は 2013 年以降	児玉 卓	P15
8. ロシア	力強さには欠けるが重石は取れつつある	児玉 卓	P17
9. アセアン・アジア NIEs	引き続き重要課題はインフレ抑制	PK バス	P19

# 1. 日本経済：11年度はマイナス成長だが、 12年度に向けて回復へ

経済調査部  
熊谷 亮丸

「クラウドイングアウト」阻止に向け、供給側の政策強化と財政規律の維持を

## [要約]

- **経済見通しを改訂**：2011年1-3月期 GDP 二次速報を受け、2011-12年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は2011年度が前年度比▲0.3%、2012年度が同+3.4%である。日本経済は、当面下振れ圧力の強い状態が続くものの、2011年度下期以降は、復興需要に支えられて回復軌道を進む見通しだ。

### 2011年度の実質GDPを 押し下げる5つのル ート

東日本大震災は、基本的に3つのルートを通じて2011年度の実質GDPを1.2%程度押し下げる。当社のメインシナリオでは、「①サプライチェーンの寸断による生産減（2011年度の実質GDPの押し下げ幅：▲0.6%）」「②電力不足による生産減（同：▲0.1%）」「③消費者マインド悪化等による個人消費の下振れ（同：▲0.5%）」という3要因を織り込んでいる。なお、リスクシナリオとして、「④仮に5円の円高・ドル安が進行」した場合、実質GDPは2011年度に▲0.1%弱、12年度に▲0.3%押し下げられる。さらに「⑤今後、原発事故の被害が拡大した場合の悪影響」に関しては、現時点では全く予測不能であると言わざるを得ない。上記⑤の動向次第では、日本経済が更なる悪化を示すリスクがあり要注意であるといえよう。

### 全国の原発が停止す るリスクも

なお、今後、全国の原子力発電所が定期検査後に再稼動しない場合には、来年5月時点で、わが国で全ての原発が停止することとなる。原発停止による電力供給の減少を火力発電等で賄った場合、日本企業のコストは合計3兆円程度増加し、わが国の実質GDPは1%以上、押し下げられる可能性がある。

### 2011年7-9月期以 降は復興需要が実質 GDPを下支え

他方で、2011年7-9月期以降は、復興需要が実質GDPを下支えする見通しである。現時点では、2011~2015年度にかけて、復興需要が実質GDPの水準を平均+0.8%ずつ下支えする展開を想定している。さらに、2011年1-3月期の実質GDP成長率が下振れし、震災発生前の当社予想と比べ、所謂「成長率のゲタ」が0.9%ポイント低下したことを勘案すると、東日本大震災による、2011年度の実質GDP成長率に対する押し下げ幅は▲1.4%程度と見られる。

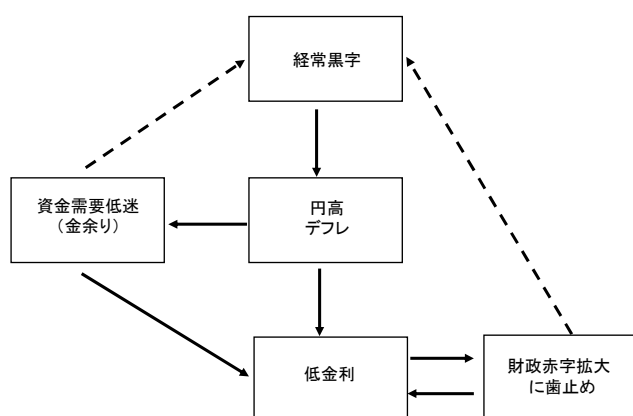
## 東日本大震災後の日本経済の構造変化

**図表1・図表2**に示した通り、東日本大震災の発生で、日本経済を取り巻く環境は、①財政赤字の拡大、②経常黒字の縮小、③「円高」から「円安」、④「デフレ」から「インフレ（若しくは『スタグフレーション』）」、⑤長期金利は「低下」から「上昇」、という5つの構造変化を起こす可能性がある。

## 今後の政策課題

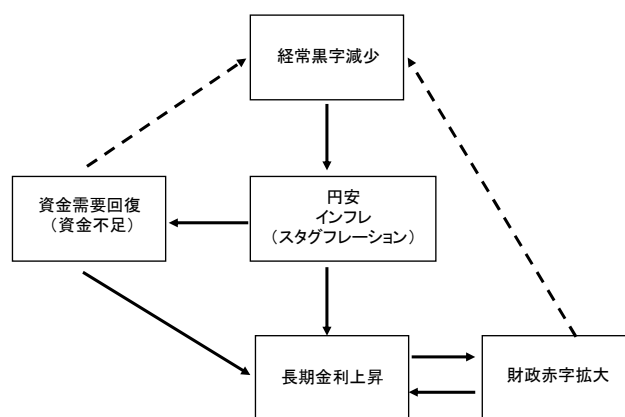
東日本大震災の様な「供給ショック」が起きた際に最も警戒すべきは、「クラウディングアウト（大量の国債発行により金利が上昇し、民間の経済活動が抑制されてしまうこと）」の発生である。今回の震災を受け、政策面では、「供給サイド」の政策（電力不足問題の解決、規制緩和、法人税減税、環太平洋経済連携協定への参加等）と「財政再建」への取り組みが従来以上に重要となろう。日本政府は、長年先送りしてきた2つの宿題を突きつけられたとも言える。

図表1：東日本大震災前の日本の経済・金融環境



(出所) 大和総研作成

図表2：東日本大震災後の日本の経済・金融環境



(出所) 大和総研作成

## 日本経済見通し

(対前年比%)

年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	実績	実績	実績	実績	予測	予測
実質GDP	1.8	-4.1	-2.4	2.3	-0.3	3.4
民間最終消費	1.4	-2.2	0.0	0.8	-0.5	1.2
民間設備投資	0.8	-6.9	-13.6	4.3	-1.5	7.9
民間住宅投資	-13.5	-3.6	-18.2	-0.2	5.1	6.0
政府消費	1.5	0.2	3.5	2.3	2.9	1.6
公的固定資本形成	-6.4	-6.8	14.2	-10.0	3.0	9.2
輸出	9.3	-10.4	-9.6	17.0	-0.7	8.1
輸入	1.9	-4.2	-11.0	11.0	6.3	8.4
CPI	0.3	1.2	-1.6	-0.8	0.2	0.3
政策金利	0.50	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
経常収支(対GDP比)	4.8	2.6	3.3	3.3	2.3	2.4

(注) CPIは生鮮食品除く総合。

(出所) 大和総研作成

## 2. 米国経済：長期化する景気減速

ニューヨークリサーチセンター  
近藤 智也

緩やかな回復シナリオを維持し、追加緩和措置（QE3）は想定せず

### [要約]

- Q1 に続いて Q2 も 2%前後の成長が見込まれるなど景気減速が鮮明になっており、2011 年予想の下方修正が止まらない。悪天候やエネルギー価格高騰、サプライチェーンの混乱といった一時的な要因が影響し、これらが解消されればある程度持ち直すと期待されている。だが、より長期的な課題が回復の障害になっている可能性も否定できない。家計のバランスシート調整が進展する一方、雇用・所得環境の改善は足踏み。今後の焦点は個人消費だが、政策対応は限られている。

Q1に続いて、Q2も2%程度の成長にとどまる可能性

米国経済は 11 年 Q1 に前期比年率 1.9%増と 10 年 Q4 の同 3.1%増から大幅に減速し、中でも個人消費は前期の同 4.0%増から同 2.2%増にとどまった。悪天候や 2 月半ばからのガソリン価格の上昇等がマイナスに作用したとみられる。その後もガソリンの平均小売価格は上昇し続け、5 月前半には 3.96 ドル/ガロン台と 2008 年夏以来の高値に達した。消費者にとってガソリンは生活必需品であり、上昇した分は他の支出を切り詰める必要が出てくる。価格が 1 ドル上昇すれば支出全体の 1%に相当する額を追加的に負担する形になり、いわば増税のようなイメージである。

さらに、3 月に日本で発生した震災・原発事故によってサプライチェーンが混乱し、自動車関連を中心に 4 月以降の生産活動は影響を受けている。このような外部環境の変化を受けて、企業の景況感も春先までの好調さから一転して大幅に悪化し、慎重な行動につながっている。それが顕著に表れたのが雇用環境であり、民間部門の雇用者数は、2~4 月の月平均 24 万人増から 5 月 7.3 万人増、6 月 5.7 万人増と一ケタ台の増加にとどまってしまった。企業の採用意欲が低下しており、労働時間や賃金も頭打ちになっている。

Q1 の個人消費は名目ベースでは高い伸びを維持しており、消費者がお金を使っていないわけではなかった。だが、雇用・所得環境の足踏みを背景に、Q2 の名目支出の伸びは鈍化し、エネルギーや食品の価格高騰を調整した実質ベースでみると、ほぼフラットの状態に。あまり豊かになっていない現状感覚に加えて、先行きの景気や所得に対する消費者マインドも低迷している。このような悪循環が働いた結果、Q2 の成長率は Q1 同様に 2%前後にとどまるという予想が強まっている。

見通しの下方修正  
～ 減速長期化の要因

昨年末にかけて実施された金融・財政政策の追加措置を受けて、2011 年の成長率予想は断続的に上方修正されてきたが、3 月以降は下方修正の動きが止まらない。直近の市場コンセンサス（Blue Chip 調査）は 2011 年の成長率を 2.5%（2012 年を 3.0%）と想定し、ピークだった 2 月時点から 0.7%ポイント引き下げられている（2012 年は 0.3%ポイントの引き下げ）。Fed メンバーの成長率見通しも例外ではなく、11 年 Q4（前年同期比）の 6 月時点の想定は、4 月時点の +3.1~3.3%から +2.7~2.9%に引き下げられた。また、FOMC 声明文では、景気回復が“想定していたよりもいくらか遅くなっている”と指摘。その理由として強調されたのが、サプライチェーンの混乱や食品やエネルギーの価格上昇が消費者の購買力や支出

を減衰させた影響など、一時的とみられる要因だった。

Fedは“回復のペースは今後数四半期で加速すると予想される”と指摘しているが、これら一時的要因が解消すれば米国経済は元の回復軌道に戻れるのだろうか。バーナンキ議長が記者会見や議会証言で述べたように、必ずしも一時的要因だけでは景気減速を説明できず、より長期的な課題が影響している可能性がある。具体的には金融セクターの弱さ、住宅セクターが抱える問題、バランスシートやデレバレッジなどが挙げられており、いずれも消費に絡んだ課題である。元々2009年後半からの今回の景気回復の場合、個人消費の勢いが過去の回復局面の半分程度であり、緩慢な回復の主因となってきた。つまり、外部からのショックを打ち負かすほどの力強さはなく、2010年は欧州の財政危機に端を発する世界的な金融市場の混乱、2011年は原油価格高騰などが響いた。

この一年間で家計の負債残高は減少し、ローンの延滞率は低下、自動車やクレジットカードの融資残高は増加と、家計を取り巻く環境は改善してきた。また、株価の水準は昨年を大きく上回っており、金融資産などストックの面でバッファがあることから、不透明要因に対する耐久力は高いとみられる。しかし、今年後半以降の景気回復度合いを見極めるうえでは、4月まで堅調に増えてきた雇用者数が2010年のように一ケタ台が続いてしまうかが焦点だろう。直近の雇用統計(6月)の内容には、ポジティブな部分がほとんどみられず、7月以降再び改善ペースが急加速すると期待するのは、やや楽観的かもしれない。また、一時的要因とされるガソリン価格にしても、下落幅は限定的であり、高止まったまま。

#### 悩ましい金融政策 ～ 出口戦略の明確 化と下ブレリスクに 配慮

6月のFOMCでは、出口戦略として、①残高維持のための再投資の一部停止・終了、②“長期にわたって”などの政策金利の指針の修正、③政策金利の引き上げ、④GSE債やMBSの売却を開始し、3～5年をかけて完了を目指すという、段階的な方針が示された。だが、この基準の適用されるタイミングは景気・インフレ実態に応じて調整されるわけで、景気が足踏みしている現状では、QE2終了後の超緩和状態が当面継続されるとみられる。

一方、景気減速の長期化を背景に、QE3など追加策を期待する声は根強い。実際、Fedのなかにも、経済成長が遅過ぎて中期的に失業率が下がらなければ、追加の刺激策を検討する必要があるかもしれないという少数のハト派メンバーがいる。だが、インフレリスクが高まれば現在の想定よりも早い緩和政策の解除が正当化されるというほぼ同数のタカ派がいるのも事実。QE2導入時同様に、両者の見方は大きく乖離している。少なくともデフレが懸念された昨年とは、足もとのインフレ環境が異なっており、議論の収斂には時間がかかるだろう。

### 米国経済見通し

暦年	(対前年比%)					
	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 実績	2011 予測	2012 予測
実質GDP	1.9	0.0	-2.6	2.9	2.4	2.9
民間個人消費	2.4	-0.3	-1.2	1.7	2.4	2.8
民間設備投資	6.7	0.3	-17.1	5.7	7.0	7.0
民間住宅投資	-18.7	-24.0	-22.9	-3.0	-1.9	5.1
政府支出	1.3	2.8	1.6	1.0	-0.5	1.0
輸出	9.3	6.0	-9.5	11.7	7.1	5.9
輸入	2.7	-2.6	-13.8	12.6	3.8	5.5
CPI	2.9	3.8	-0.3	1.6	3.1	2.2
政策金利(期末値)	4.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.50
経常収支(対GDP比)	-5.1	-4.7	-2.7	-3.2	-2.8	-2.7

(出所) BEA、BLS、FRB より大和総研作成

### 3. ユーロ圏経済：輸出の伸びは巡航速度へ鈍化

経済調査部  
山崎 加津子

#### ECB は 7 月の利上げ後もインフレ警戒を緩めず

##### [要約]

- ユーロ圏の成長率は 1-3 月期に前期比+0.8%と上振れたあと、4-6 月期は減速したと推測される。企業景況感の改善がピークアウトしており、輸出と生産の伸びは減速に向かおう。ところで、財政問題はこれまでギリシャなど当事国の景気悪化要因にほぼ限定されてきたが、財政懸念がイタリア、スペインに波及したことでより大きなインパクトを持つ可能性が出てきた。負の連鎖を食い止めるためには、ギリシャに対して、早急に支援体制を整えることが肝要である。7 月中にそのめどをつけることができれば、ユーロ圏経済は 2011 年に 1.9%成長が可能と予想する。ECB（欧州中央銀行）はインフレ抑制を目的に、4 月に続いて 7 月にも利上げを実施し、政策金利を 1.50%に引き上げた。ECB はインフレ警戒を緩めていないため、年内にもう一度利上げが実施され、年末の政策金利は 1.75%と予想する。

##### 2011年1-3月期は前期比+0.8%成長

ユーロ圏経済は、2011 年 1-3 月期は前期比+0.8%（年率換算+3.4%）と加速した。2010 年 10-12 月期の建設投資が寒波の影響で下押しされた反動もあるが、輸出、設備投資に加えて個人消費も堅調に拡大した。外需から内需へ景気回復の波及を確認できる内容となっている。成長率を押し上げたのは固定資本形成（前期比寄与度+0.4%pt）、個人消費（同+0.2%pt）、および政府消費（同+0.2%pt）である。一方、外需に関しては輸入が輸出と同様に拡大したため、前期比寄与度は+0.0%ptにとどまった。1-3 月期の成長率が予想を上振れたことを受けて、2011 年のユーロ圏の成長率見通しを+1.9%に上方修正する。

##### 企業景況感のピークアウトは景気回復のペースダウンを示唆

ただし、4-6 月期の成長率は 1-3 月期に比べて減速したと推計される。企業景況感では 2009 年 2 月を底として 2 年余り改善傾向が続いたが、2011 年春をピークとしてその後は軟化傾向にある。企業景況感の水準自体は未だ高水準にとどまっているが、その軟化は金融危機後の V 字回復期が終了し、景気回復がペースダウンする局面に入ったことを示唆していると考えられる。

##### 輸出の伸びは鈍化へ

ユーロ圏の景気回復を牽引してきた輸出に関しては、今後、伸び率が巡航速度へ鈍化しよう。エマージング諸国ではインフレ過熱を抑えるために利上げが続けられており、成長率は高水準とはいえ、減速傾向が見えてきている。一方、先進諸国では英国と米国の景気回復ペースが遅々としている。ユーロ圏の GDP ベースの輸出は、2010 年は（大幅に落ち込んだ直後ということもあり）前年比+11%と大きく伸びたが、2011 年は同+7%、2012 年は同+5%と鈍化を見込む。とはいえ、ユーロ圏の輸出はあくまで伸びが「減速」するのであって、前年比で縮小することにはならないと予想される。エマージング諸国の利上げの目的は景気過熱の抑制であり、景気失速が懸念されれば、今度は利下げが可能となろう。

##### 内需回復に国ごとの明暗

輸出拡大を背景に動き出したユーロ圏の設備投資に関しては、2008 年後半から 2009 年前半にかけて大幅調整した分を取り戻す動きと捉えられる。ユーロ圏の製造業稼働率は 4-6 月期に 81.3%まで上昇し、1985 年以降の平均値である 81.7%

まであと一息と迫っている。ただ、各国ごとの回復度合いには大きな差があり、既に稼働率が長期平均を上回ったドイツの投資が堅調に拡大し、フランス、オランダ、フィンランドなどがこれに続いているのに対し、ギリシャやスペイン、ポルトガルにはまだ投資回復の兆しはない。ドイツでは資本財受注が5月に一段と拡大しており、投資回復が継続すると見込まれる。一方、ギリシャ等の投資回復は、これら諸国が財政赤字削減を第一の課題とせざるを得ない状況下で、なかなか進展しないことが予想される。同様に、個人消費と政府消費にも、財政赤字削減計画が影を落とすことになる。

## 財政問題とユーロ圏 景気

財政問題はこれまでのところギリシャ、アイルランド、ポルトガル経済に大きな重石となる一方、ドイツとその近隣諸国の景気回復にはさほどインパクトのない問題であった。ただし、ギリシャ支援に手間取るなかで、7月にスペインとイタリアの国債利回りが急上昇した。マーケットの懸念を打ち消すために、各国は追加の赤字削減策を相次いで採択したが、歳出削減、増税、国有企業の民営化などを柱とする財政再建策は、個人消費や政府消費を一段と抑制する要因である。このため、財政再建のために経済成長が犠牲にされ、それが財政状況をむしろ悪化させるとの懸念を招く悪循環に陥りやすい。

## 一致団結したギリシ ャ支援の表明が求め られている

マーケットの懸念を鎮静化させるには、まずはギリシャ支援第2弾を早急に決定することが不可欠だろう。ギリシャ国債利回りが急上昇し、2012年に予定されていたギリシャの長期債発行が困難となった今、ユーロ圏諸国が中心となって第2弾支援を決定するほかない。民間債権者にどのように負担を求めるか、デフォルトを回避できるか、ギリシャの債務返済負担をどう軽減するかなどまだ結論の出していない問題が山積しているが、まず重要なのはユーロ圏諸国が「ギリシャ支援を一致して実施する」ことを明確に表明することである。これを7月中に実施できなければ、スペイン等の国債利回りが一段と上昇し、市場での資金調達に困難になるという最悪のシナリオの可能性を否定できなくなってしまうだろう。

## ECBは7月の利上げ後 もインフレ警戒継続

ユーロ圏の6月の消費者物価は前年比+2.7%で、4月の同+2.8%からやや鈍化した。ECBの目標である+2%弱はまだ上回っている。エネルギーと衣料品の価格が下落した一方、旅行や外食の価格が上昇した。ECBは4月に続いて7月にも0.25%の利上げを実施し、政策金利を1.50%に引き上げた。7月の利上げ後も先行きインフレ警戒は強く、利上げ局面がまだ継続していることを示唆している。景気の失速などでインフレ見通しが大きく下方修正されない限り、年内に追加利上げが実施されよう。2011年末の政策金利は1.75%と予想する。

## ユーロ圏経済見通し

暦年	(対前年比%)					
	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 推計	2011 予測	2012 予測
実質GDP	2.8	0.3	-4.1	1.7	1.9	1.7
民間最終消費	1.6	0.3	-1.2	0.8	1.1	1.3
固定資本形成	4.7	-1.1	-11.7	-1.0	4.3	3.9
政府消費	2.2	2.2	2.4	0.3	0.4	-0.2
輸出	6.2	0.7	-13.1	11.1	7.1	4.7
輸入	5.7	0.6	-11.8	9.3	6.5	4.5
CPI	2.1	3.3	0.3	1.6	2.5	2.0
政策金利(期末値)	4.00	2.50	1.00	1.00	1.75	2.00
経常収支(対GDP比)	0.1	-1.6	-0.3	-0.4	-0.5	-0.4

(出所) Eurostat、ECBのデータを基に大和総研作成



## 4. 英国経済：まだ遠い消費回復までの道のり

経済調査部  
山崎 加津子

### 英中銀の低金利政策は長期化

#### [要約]

- 2011年1-3月期の英国経済は前期比+0.5%成長で、2010年10-12月期の同-0.5%を挽回したにとどまった。牽引役はもっぱら外需で、内需は2四半期連続の前期比マイナス成長であり、とりわけ個人消費は3四半期連続のマイナス成長となった。英国経済の本格的な回復は、現状の輸出ではなく、個人消費が牽引しなければ実現されないと考える。しかし、財政再建優先の政策と高インフレに阻まれ、そのプロセスは予想以上に遅れている。2011年の成長見通しを+1.0%に下方修正した。これに伴い、英中銀の金融政策も年内は据え置き継続で、利上げ開始は2012年後半とのシナリオに変更する。

#### 低迷続く内需

英国経済の回復は予想以上に遅々としている。2010年のGDP成長率は前年比+1.4%と3年ぶりのプラス成長となったが、同年10-12月期は個人消費と投資が落ち込んで、前期比-0.5%と5四半期ぶりのマイナス成長に陥った。続く2011年1-3月期は同+0.5%と反発したが、プラス成長回復に貢献したのはもっぱら外需（前期比寄与度+1.4%pt）で、内需は2四半期連続で落ち込んだ（同10-12月期：-0.2%pt→1-3月期：-1.0%pt）。

#### 個人消費は3四半期連続で前期比マイナス

内需の中でも、とりわけ個人消費に元気がないことが気付きである。個人消費は90年代以降、一貫して英国経済の牽引役であったが、金融危機を境に不振が続いている。足下では2010年7-9月期から3四半期連続で前期比マイナスとなった。消費低迷の原因は家計所得の落ち込みにあり、具体的には賃金上昇率の伸び悩み、住宅価格の低迷（逆資産効果）、消費者物価の高騰がその要因である。

#### 雇用不安

加えて、ここ数ヶ月は雇用市場の悪化が加わった。失業保険申請者数は3月から4ヶ月連続で増加しており、公的部門のリストラの影響が出てきたと考えられる。民間部門の就業者数は4月まで増加傾向を維持しているものの、失業者数増加がピークアウトするまで今後数ヶ月は消費停滞が続く可能性が高いだろう。

#### 賃金の伸び悩み

賃金上昇率に関しては、サービス業のうち金融・ビジネスサービスが牽引役となり、徐々に持ち直す動きとなっている。とはいえ、全産業の時間当たり賃金は、金融危機以前の前年比+4%前後の水準と比較すると、足下では同+2%をやっと上回ったところでまだまだ見劣りする。

#### 住宅市場の回復の遅れ

一方、住宅市場の回復はまだら模様である。もともと需給バランスが締まりやすいロンドンの住宅価格は上昇しており、また不動産業者に対するアンケート調査で住宅取引の成約件数が緩やかながら増加基調にあることが確認される。しかし、その一方で、全体的な住宅価格の見通しはまだ弱気が継続している。住宅価格の年収比は住宅バブルがはじけた当時の5.8倍から、長期平均である4倍にかなり接近してきたのだが、賃金所得の伸び悩みと雇用不安、それに銀行の慎重な貸し出し姿勢が住宅需要の回復を抑制しているのである。

## 消費者物価上昇率は6月にやや減速

最後に消費者物価は6月に前年比+4.2%と5月の同+4.5%からやや減速した。前月比では-0.1%となったが、前月比マイナスは11ヶ月ぶりのことである。物価上昇圧力がやや減じたのは、コンピューターゲームやおもちゃ、DVDなどの価格下落と、夏のバーゲンセール前倒し実施による衣類・履物の価格下落が大きい。他方で食品価格が広範囲に上昇しており、またガソリン価格や光熱費などは引き続き物価押し上げに貢献した。もっとも、5月に比べて減速したとはいえ、6月の消費者物価もインフレターゲットの上限である+3%を超過し、平均賃金上昇率(5月は前年比+2.3%)も大きく上回っていることに変わりはない。VAT引き上げによる押し上げ効果がなくなる2012年初めまで、劇的な改善は期待しづらいだろう。ちなみに、間接税の影響を除いた消費者物価は5月の前年比+3.0%から6月は同+2.7%へと低下し、インフレターゲット内に収まった。

## 2011年の成長率予想を+1.0%へ下方修正

以上を総合すると、英国の家計の所得環境は一部に改善の動きは見られるものの、その動きは鈍く、消費持ち直しのペースも緩やかなものにとどまることが予想される。当面、英国経済は需要項目では輸出が、生産面では製造業が牽引する、英国としては変則的な景気回復が継続しよう。本格的な景気回復には需要項目では個人消費が、生産面ではサービス業の回復が不可欠だが、財政政策は財政健全化を最優先課題とする方針で、個人消費の回復を加速するような政策は期待しづらい。内需回復の遅れを勘案し、2011年の経済成長率見通しを下方修正して+1.0%に変更する。

## BOEは低金利政策を長期化させよう

これに伴って、英中銀(BOE)の金融政策見直しも変更する。BOEは高インフレにも拘らず政策金利を2009年3月以降0.5%に据え置いているが、この低金利政策は一段と長期化しよう。6月の金融政策委員会では利上げ支持が2委員、現状維持が6委員、政策金利は据え置きで量的緩和拡大の意見が1委員と、引き続き3つの意見に分かれている。7月の政策金利据え置き決定でもこの構成は変化していないと見られる。BOEの主流派は高インフレの原因はVAT増税、原油高、ポンド安と分析しており、BOEが直接影響を及ぼすことが難しい要因と判断している。すなわち、利上げはインフレ抑制の効果を発揮できず、むしろ景気回復の妨げになるとの見解が主流なのである。2012年には消費者物価の低下が見込まれる。またその頃までに公務員リストラによる雇用調整は一巡し、賃金上昇ペースももう一段加速しよう。となれば、実質的な家計所得の伸びがプラスに回帰し、消費回復が本格化すると見込まれる。以上がBOEの低金利解除の前提となると考えられ、実際の利上げは2012年後半からと予想する。

## 英国経済見通し

暦年	(対前年比%)					
	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 推計	2011 予測	2012 予測
実質GDP	2.7	-0.1	-4.9	1.4	1.0	1.4
民間最終消費	2.2	0.4	-3.2	0.7	-0.6	1.5
固定資本形成	7.8	-5.0	-15.4	3.7	0.7	4.1
政府消費	1.3	1.6	1.0	1.0	0.0	-0.6
輸出	-2.6	1.0	-10.1	5.2	7.6	3.9
輸入	-0.8	-1.2	-11.9	8.8	3.4	4.1
CPI	2.3	3.6	2.2	3.3	4.0	2.6
政策金利(期末値)	5.50	2.00	0.50	0.50	0.50	1.00
経常収支(対GDP比)	-2.6	-1.6	-1.7	-3.2	-2.8	-3.0

(出所) 英国統計局のデータを基に大和総研作成

## 5. 中国経済：秋口から投資主導で再加速へ

経済調査部  
齋藤 尚登

### [要約]

- 中国の2011年4～6月の実質GDP成長率は前年同期比9.5%と、1～3月の9.7%成長から若干の鈍化となった。1～6月の需要項目別寄与度は、消費4.6%、資本形成5.1%、純輸出▲0.1%である。今後について、物価上昇圧力が低下する秋口以降、投資を牽引役に景気は再加速していくと期待している。

### 2011年4～6月の実質GDP成長率は9.5%

1～6月の成長率寄与度は消費4.6%、資本形成5.1%、純輸出▲0.1%

中国の2011年4～6月の実質GDP成長率は前年同期比9.5%と、1～3月の9.7%成長から若干鈍化した。1～6月の需要項目別寄与度は、消費4.6%、資本形成5.1%、純輸出▲0.1%だった。1～3月は、消費5.9%、資本形成4.3%、純輸出▲0.5%だったことから、資本形成の寄与が拡大する一方、消費の寄与は縮小している。

物価は一段の上昇

1～6月の消費者物価上昇率は5.4%、6月単月では6.4%と上昇ペースが加速し、年間抑制目標の4%前後を上回る推移が続いている。国家統計局によると、6月の6.4%上昇に対する寄与度は、ベース効果（前年の水準が低かった反動）が3.7%、新規要因は2.7%であった。項目別寄与度は食品が4.3%（豚肉は1.4%）、非食品は2.1%となっている。大和総研では、消費者物価上昇率は6月をピークに徐々に沈静化に向かうとみている。①消費者物価、輸入物価ともに前年水準が高かった年後半、特に秋口以降、伸びが鈍化する公算が大きい、②これまでの金融引き締め効果が現れ、M2に代表される量的抑制は効いている（4～6月のM2増加率は3ヵ月連続で年間抑制目標の16.0%を下回る）、③食糧生産は2010年まで7年連続の増産であり、2011年の夏糧作物も前年比2.5%の増産となるなど、国家備蓄を含め十分な供給が確保されている、ことなどがその背景である。価格上昇が著しい豚肉価格の抑制について、7月12日に開催された国务院常务会议では、養豚場建設投資の増加や繁殖用豚の飼育への補助金支給（1頭当たり100元）、病気予防のための無料のワクチン接種などの供給増加策が決定されている。

物価上昇圧力は秋口以降低下へ

1～6月の固定資産投資は25.6%増

1～6月の固定資産投資は前年同期比25.6%増と、1～3月の同25.0%増から伸びが加速した。うち不動産開発投資は同32.9%増と高水準だったものの、1～3月の同34.1%増から伸びがやや鈍化している。不動産開発投資は今後増加ペースが速まる可能性がある。中国は今年1000万戸の保障性住宅（中低所得者層向け分譲住宅、安価な賃貸住宅）の建設を最重点政策のひとつに掲げ、その投資需要は1.3兆元とされた。5月末時点の着工率は34%にとどまり、当局は11月末までに着工率を100%に引き上げるとしているが、1000万戸の完成は事実上不可能であろう。それでも昨年の実績である370万戸の倍のペースで投資が行われると仮定すると、その増加分（370万戸）に当たる約4800億元の投資額は、昨年の不動産開発投資の10%弱に相当する計算である。固定資産投資全体では、2011年3月の全人代で

保障性住宅の建設加速  
消費は名目16.8%増、実質11.4%増

承認された第12次5ヵ年計画（2011年～2015年）開始による新規プロジェクトの効果も期待される。

一方、1～6月の社会消費品小売売上は前年同期比16.8%増、物価上昇分を差し引いた実質は同11.4%増となった。昨年との比較で伸びが鈍化しているのは、昨年末の各種販売促進策終了による自動車販売の大幅鈍化（1～6月の自動車販売金額は15.0%増と昨年同期の伸び率から22.1%ポイント鈍化）と不動産規制強化に関連する家具・家電販売の伸び鈍化が響いている。また、中国の消費は、物価上昇期に実質の伸びが鈍化する傾向があり、この点で、秋口以降、物価上昇が沈静化に向かうことは、消費押し上げにも朗報となろう。

#### 9月の新個人所得税法 発効の効果は小さい

なお、中国では9月1日付けで新しい個人所得税法が発効する。具体的には、①基礎控除額を月額2000元から3500元に引き上げる、②税率を9段階（5%～45%）から7段階（3%～45%）へ変更する、③最低税率を5%から3%へ引き下げる、ことで、年間1600億元の減税効果があるとされる。2010年の平均消費性向70%で計算すると1120億元の消費増加効果が期待されるが、これは2010年の小売売上15兆6998億元の0.7%にすぎず、効果の過大評価は禁物であろう。

以上のように、中国経済は、しばらくはややもたつき感があるだろうが、物価上昇圧力が低下する秋口以降、投資を牽引役に再加速していくと期待している。

#### 大和総研による経済 見通し変更

1～6月の主要経済指標の発表を受け、大和総研では中国経済見通しを修正した。まず、2011年の実質GDP成長率は従来予想の9.9%から9.7%へ微調整する。足元の消費者物価上昇率が想定以上に高く、アクセルを踏み出す時期は秋口以降となろう。2011年の消費者物価上昇率は4.3%から5.0%へ引き上げた。1～6月平均は5.4%上昇であり、12月に向けて単月のCPI上昇率が4%程度へ伸びが鈍化していくイメージである。最後に、対ドルの人民元レートを従来年間7%の元高から4.5%の元高へと変更した。前半に物価の上昇傾向が強まるなか、輸入物価上昇の影響を相殺するための元高加速を想定していたのだが、1～6月は累計で2.3%の元高にとどまった。年後半は徐々にインフレ圧力が低減する見通しであり、一段の元高加速は想定しにくい。

#### 中国経済見通し

暦年	(対前年比%)					
	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 実績	2011 予測	2012 予測
実質GDP成長率	14.2	9.6	9.2	10.3	9.7	12.0
固定資産投資（名目）	25.8	26.6	30.4	24.5	26.0	26.5
小売総額（名目）	18.2	22.7	15.5	18.3	17.5	20.0
消費者物価指数	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.0	5.0
貿易収支（通関ベース、億米ドル）	2,644	2,981	1,957	1,831	1,500	1,322
輸出	26.0	17.2	-16.0	31.3	20.0	23.0
輸入	20.8	18.5	-11.2	38.7	25.0	26.0
貸出基準金利（1年物、期末）	7.47	5.31	5.31	5.81	6.56	7.56
人民元レート（対ドル、期末）	7.30	6.83	6.83	6.62	6.32	6.00

（出所）実績は中国統計年鑑、中国人民銀行。見通しは大和総研

## 6. ブラジル経済： 強弱の混在が深める金融政策のジレンマ

ロンドンリサーチセンター  
児玉 卓

### [要約]

- 内需の減速傾向がよりはっきりしてきた。その中で、物価上昇圧力が一段と講じており、金融引き締めが継続している。2011年の成長率は5%弱まで減速しよう。
- 住宅需要の強さ、労働市場の需給逼迫の継続は、短期的には景気減速が失速に移行することを防ぐ防波堤の役割を果たし得る。しかしこれらは、継続的なインフレ圧力の背景にもなっている。早期の引き締め終了観測が高まっているが、金融政策が景気下支えを志向すれば、賃金上昇が止まらず、住宅市場ではバブルの懸念が強まる。一方、残存するインフレ圧力の除去を優先すれば、景気の逆風は強まるが、景気再拡大への準備期間は短縮し、そのアップダウンのマグニチュードも抑制される。引き続き、最重要の指標は物価である。

### 内需の減速

2011年1-3月期のブラジルの実質GDP成長率は前年比4.2%、2010年1-3月期の9.3%をピークに4四半期連続で鈍化している。一方、季調済み前期比では1.3%と前期の0.8%から若干加速しており、前年比ベースの鈍化は多分にベース効果によるものであることを確認させる。

ただし、内需はさえない。同期の家計消費は前期比0.6%、リーマンショックさなかの2008年10-12月期以来の低い伸びに留まった（2010年10-12月期は同2.3%）。固定資本形成は同1.2%、前期の0.4%よりはマシであるが、回復と呼ぶには物足りない数値である。月次の鉱工業生産統計における資本財生産は、4-6月期も投資の拡大ペースが緩慢に留まっていることを示唆している。

### 需要が弱い生産に収斂

2010年のブラジル経済の特徴のひとつは、生産が伸び悩む一方で内需は堅調というアンバランスが継続したことである。その背景の一つに、レアル高の進行による需要の海外への漏れがあった可能性が高いのだが、最近の景気指標は、両者のアンバランスが内需の停滞を通じて解消に向かっていることを示している。

2010年の内需にはやや過熱感もあったため、その減速自体は問題視するに当たらない。しかし内需が減速する中でインフレ圧力の抑制に手間取っていることには注意を要する。消費者物価上昇率は4月に中央銀行のターゲット（4.5%±2.0%）の上限を超え、6月には6.7%に達した（前年比）。既に2008年の資源インフレ期のピーク（同年10月：6.4%）を上回っている。応じて、金利引き上げが継続しており、2010年春から今年6月までの累計利上げ幅は3.5%ポイント（8.75%→12.25%）に達した。

強い内需とインフレ率の上昇が並存する中での引き締め局面は既に終わり、内需の減速は引き締めのコストを日増しに増大させている。結果として近い将来の利上げ打ち止めの可能性が高まっているが、引き締め効果の顕在化には時間がか

かる。内需の抑制効果は、少なくとも（もう一段の利上げがないとしても）年内いっぱいには継続しよう。

### 住宅需要の強さ

また、もう一つ懸念されるのは、内需全般の増勢鈍化が、インフレ率の抑制にスムーズには波及しない可能性があることである。消費者物価の項目で最近の上昇が目立っているのは、住居費、燃料、衣料品・靴などであり、かなり裾野が広い。需要要因、供給要因が混在しており、内需全般の減速は確かにインフレ圧力を冷ます要因だが、それには相応の時間がかかる可能性がある。特に、住宅向け融資が前年比 50%程度の拡大を続けていることが示すように、金融引き締めが継続するなかでも住宅需要は極めて好調であり、住宅価格、同レントを含む関連費用の早期沈静化は期待しにくい状況にある。

住宅需要の強さは、政府の持ち家拡大政策の結果でもあり、安価な住宅の供給増加が、一次取得者を中心とした住宅保有願望に火をつけた格好である。それはそれで、住宅分野に景気減速が失速に移行する防波堤の役割を期待できるという側面を持つのだが、中央銀行が年率 50%のペースで増加する住宅ローン、応じて増大する家計の債務残高を問題視すれば、金融引き締め継続の根拠にもなる。住宅のような好調分野、自動車を中心とした耐久財のように不調が目立ち始めた分野が混在する中で、引き締め期間が長期化し、景気の底が深くなるというリスクが存在する。

### 労働市場の堅調さ

ただし現段階では、内需失速はあくまでリスクシナリオと見たい。金融引き締めが（これまでのところ）効きにくい住宅需要も、家計の債務残高の増大が金利引き上げによって拍車がかげられることでいつかは沈静化する。一方、住宅需要の強さには、堅調な労働市場というもう一つの背景がある。無論、労働需要も景気減速に応じて鈍化しようが、雇用者の伸びは5月時点でも前年比5%台半ばを維持しており、むしろ供給不足から賃金上昇圧力が減じていないのが現状である。

結局のところ、この賃金を含めたインフレの芽を摘むことが、引き続き同国の中心的な政策課題ということになるのだろう。方向性として、景気の減速ははっきりしてきたが、2010年の高成長を受け、その水準は高い。そのため、労働市場や住宅市場など、経済の各所にボトルネックが生じ、これらの価格が下がりにくい状況にあるのだが、このような症状は新興国には珍しくない。金融政策が景気下支えを重視すれば、賃金上昇が止まらず、住宅市場ではバブルの懸念が強まる。残存するインフレ圧力の除去を優先すれば、景気の逆風は強まるが、景気再拡大への準備期間は短縮し、そのアップダウンのマグニチュードも抑制される。引き続き、最重要の指標は物価である。

## ブラジル経済見通し

暦年	(対前年比%)					
	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 実績	2011 予測	2012 予測
実質GDP	6.1	5.2	-0.6	7.5	4.8	5.7
民間最終消費	6.1	5.7	4.2	7.0	5.3	5.5
政府消費	5.1	3.2	3.9	3.3	1.9	2.5
固定資本形成	13.9	13.6	-10.3	21.9	6.1	9.9
輸出	6.2	0.5	-10.2	11.5	5.9	7.7
輸入	19.9	15.4	-11.5	36.2	9.4	12.6
CPI	3.6	5.7	4.9	5.0	6.5	6.0
政策金利 (Selic rate)	11.25	13.75	8.75	10.75	12.50	12.50
経常収支 (対GDP比)	0.1	-1.7	-1.5	-2.3	-2.0	-2.3

(注) 実質 GDP とその内訳は前年比%、他は%

(出所) ブラジル経済地理院、中央銀行より大和総研作成

## 7. インド経済：内需再加速は 2013 年以降

ロンドンリサーチセンター  
児玉 卓

### [要約]

- 固定資本形成、自動車販売などにこれまでの金融引き締めの一時的な効果が顕在化し始めている。一方で、インフレ率は高原状態が続いており、金融引き締めの解除が早期に展望できる状況にはない。
- 好材料は輸出の増勢である。特に注目すべきが輸送機械を含む製造業製品の輸出拡大であり、これまでの対印直接投資の累積による生産能力拡充の結果である可能性もある。このような、貿易相手国の景気などの循環的側面を超えた輸出拡大要因を保持しつつあることは、明らかな好材料である。ただし、当面のインド経済に関する限り、それが内需の減速を十分に相殺すると期待することは難しい。

### 製造業中心の減速過程

インドの 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 7.8%と、2009 年 7-9 月期以来の 8% 割れとなった。前期比では 2.0% 拡大しており、前期の 1.6% から加速した格好だが、前年比の数値がより景気実態に近いと思われる。産業別に見た場合、前期比の数値を押し上げているのは製造業（寄与度 0.7%）、運輸・通信等を含む商業（同 1.6%）であるが、製造業の強さが一時的なものであった可能性が高いからである。

製造業の同期の伸び率は前期比 4.5%、昨年 10-12 月期の同 0.5% から顕著に加速しているが、その基礎統計である鉱工業生産指数は 6 月に新系列が発表され、同統計における製造業の成長率は 10-12 月期の前期比 3.7% から 1-3 月期 3.4% とむしろ減速している。今後、GDP 統計が過去に遡って改定される際、1-3 月期の成長率は下方修正される可能性が高い。また、鉱工業生産の前月比伸び率は 4 月 ▲1.5%、5 月 ▲3.2% と減少が続いており、やはり産業面では製造業を中心に景気鈍化の方向にあると捉えるのが適切であろう。

### 内需の軟化を補う輸出

1-3 月期 GDP 統計の主な需要項目の前年比の数値を確認すると、家計消費が 8.0%（10-12 月期 8.6%）、固定資本形成 0.4%（同 7.8%）、輸出が 25.0%（同 24.8%）であり、投資の明らかな減速と輸出の強さが目立つ。

投資の減速は、昨年春に始まった金融引き締めの一時的な効果の発現、及びエネルギーをはじめとした投入価格の上昇の結果であろう。このような逆風は、4-6 月以降も収まってはならず、上述の月次鉱工業生産の中でも資本財の不調が際立っている。

一方、輸出は季調済みの水準で見ても、過去 2 四半期の増勢振りは顕著である。金額ベースの輸出の好調は、月次の貿易統計でも確認され、4-5 月合計の輸出の前年比増加率は 45.3% に達する。貿易統計によれば、名目輸出の拡大寄与の大きい項目は非鉄金属、石油製品、輸送用機械であり、機械機器を含めた製造業製品も比較的裾野の広い拡大を示している。非鉄金属は中国向け輸出の増大が顕著であ

り、石油製品については価格上昇の効果も大きいですが、同国の原油処置能力が着実に高まっている結果でもある（尚、原油は大幅な輸入超過）。

#### 中国の後を追う？

より注目すべきは、輸送機械を含めた製造業製品の輸出拡大である。これを為替レートの変動を通じた競争力の向上、貿易相手国一般の景気のみで説明するのは困難であり、2006年以降の対印直接投資の本格化が、生産・輸出キャパシティを拡大させ始めた結果である可能性もある。中国がかつて通った道である。

対印直接投資は、もともと内需狙いのものが主流であり、中国のようなグローバルな生産拠点の移転という観点による投資案件は限定的だった。物的インフラの水準が低く、その整備のペースも遅いため、製造業であれば自家発電の設置が前提になるなど、コスト圧縮を最大のインセンティブと見る企業へのアピールに難があったことが一因である。しかし、最近の輸出の拡大は、内需向け生産を軌道にのせた企業が販路の拡大に動き出してきている結果であることを示唆する。集積の規模の相違から、インドが中国の様な輸出超大国になると期待することは難しいが、海外の景気変動など循環要因を超えた輸出拡大要因を保持しつつあることは明らかに中期的な好材料である。当面予想される内需の減速を一定程度補うことにもなるだろう。一時期 GDP 比 3% 超に達した経常赤字を、さしあたり問題視する必要がなくなったことも無視できず、為替レートの減価を通じたインフレ圧力の上乗せといったリスクを減じてもいる。

#### 引き締め継続から内需再加速は2013年以降へ

ただし、現在のところ、インドはやはり内需の国であり、上記の好材料が内需にかかわる懸念を完全に打ち消すわけではない。投資の不調に加えて、自動車販売の伸びが鈍っている。特に乗用車販売台数は5月に前年比7.0%、2年振りの1桁ペースに鈍化している。やはり、金融引き締め効果が出易い分野の息切れと位置づけられる。従って、金融引き締めがいつ打ち止めになるかが、今後の内需の減速の程度を占うひとつの鍵になるが、それを左右するインフレ率（卸売物価上昇率）は年初以降、前年比9%内外の高原状態にあり、加えてモンスーン期の雨量予想が下方修正され、食料インフレの再燃さえ懸念され始めている。内需の減速を踏まえ、引き締めのペースが緩やかになることは予想されるものの、その打ち止めは容易に展望されない。

サービス産業の裾野の広さと雇用吸収力、上述の輸出の増勢などから、景気の失速が懸念される状態からは遠いが、インフレ率の沈静化と引き締め解除を経た内需の再加速局面は2013年以降となる可能性が高い。

### インド経済見通し

暦年	(対前年比%)					
	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 実績	2011 予測	2012 予測
実質GDP	9.5	7.4	7.2	9.0	8.0	8.2
民間最終消費	9.2	7.9	7.0	8.4	5.9	6.3
政府消費	3.9	18.2	15.2	3.6	3.5	5.0
固定資本形成	16.1	4.7	2.9	14.1	0.4	6.5
輸出	6.8	16.4	-7.3	12.1	15.4	15.8
輸入	7.1	31.2	-7.1	11.0	9.0	12.2
WPI	4.9	8.7	2.4	9.5	9.0	8.0
政策金利 (Repo rate)	7.75	6.50	4.75	6.25	8.00	8.50
経常収支 (対GDP比)	-0.7	-2.5	-2.0	-3.1	-1.0	-1.1

(注) 実質 GDP とその内訳は前年比%、他は%

(出所) インド政府、準備銀行、Haver より大和総研作成



## 8. ロシア経済： 力強さには欠けるが重石は取れつつある

ロンドンリサーチセンター  
児玉 卓

### [要約]

- ロシアの成長率は相変わらず冴えない。短期的には在庫調整が成長の足取りをより重くする可能性もある。一方、好材料もある。一つには家計向け銀行信用の伸びが鮮明になっている。また、財政収支の改善が、歳入、歳出の双方から想定以上の速さで進んでいる。
- リーマンショック後に示してきた新興国の相対的強さの背景には、金融システムの痛みの小ささがあった。そして、その例外がロシアであった。結果として、大所の新興国の中でのロシアの成長パフォーマンスの低さが目立ってきたのだが、銀行信用の拡大は、そうした局面をロシアが脱しつつあることを示唆する。景気水準の低さから、インフレ率の高いものの腰の入った引き締めは行われていない。景気拡大の方向性を維持するという側面では、現状、ロシアは相対的に優位にあるともいえる。

### 投資の停滞

ロシアの1-3月期の実質成長率は前年比4.1%、前期比0.9%と、10-12月期のそれぞれ4.5%、2.2%から鈍化した。特に目立つのが固定資本形成の停滞であり、前期比では昨年10-12月期の2.1%から▲2.3%と落ち込んでいる。一方、家計消費支出は同1.7%と、前期の1.0%増から加速しており、過去4四半期続いた1%程度の緩慢な伸びを脱却した格好である。

GDP統計に特徴的なことのひとつは、在庫が大幅に増加し、それが輸入の急増に対応していることである。輸入は前年比23.1%、前期比4.6%増加しているが、停滞感の残る内需最終需要からは説明不能な強さであり、(相当程度は輸入の減少で相殺されるにせよ)在庫増加の反動が今後の成長率の重石となる可能性が高い。前年比ベースの実質GDP成長率は、2010年1-3月期から5期連続で3~5%の範囲内にあり、出来上がりのGDP成長率は、このような力強さに欠けた展開が年内いっぱいには続く可能性が高い。

### 一段の悪化懸念は小さい

しかし、1-3月期に家計消費の伸びが若干上向いたことを含め、停滞色が一段と強まるという状況にもない。小売り上げは4月、5月も前年比5%台半ばの増加を示しており、伸び率の縮小は止まった。実質購買力を侵食してきたインフレ率の加速終了に対応した現象であろう。消費者物価上昇率(前年比)は年初来9.5%内外の推移を続けており、高いながらも、昨年半ばの5%台をボトムとして始まった加速局面は終えている。現下の物価上昇は、昨年夏の早魃・不作による食料品価格の上昇を起点としており、そのような事態の再現がなければ、消費のダウンスайдリスクは限定的である。

### 銀行信用の回復

好材料もある。銀行の家計向け信用はリーマンショックさなかの2008年10月をピークに2010年初頭まで減少し、後に回復に転じたのだが、最近、その回復ペ

ースが顕著になっていることである。今年5月の信用残高の前年比増加率は21%に達しており、それが家計の借入れ意欲の回復の結果であるにせよ、銀行の仲介機能の修復の結果であるにせよ、内需の先行きには好材料である。少なくとも、銀行部門が家計、企業の足を引っ張る懸念は遠のいている。

## 財政の改善

もうひとつの好材料は、財政収支改善のペースが速まっていることである。ロシアの財政収支は2008年にGDP比4.9%の黒字を計上した後、2009年は同6.3%の大幅赤字、2010年にも同3.5%の赤字を記録した。だが、今年年初から5月までの累計では3562億ルーブルの黒字と、前年同期の4633億ルーブルの赤字から急速に改善している。無論、ひとつには昨年後半以降の原油価格の上昇が、ダイレクトに歳入の増加に寄与している。もうひとつは、歳出が全くといっていいほど拡大していないためである。同じく、1-5月の累計の2010年と2011年の数値を比較すると、歳入は3兆1957億ルーブルから4兆1978億ルーブルに、およそ1兆ルーブル増えた。この間、歳出は3兆6590億ルーブルから3兆8416億ルーブル、2000億ルーブル未満の増加でしかない。

リーマンショック後の景気失速に対応し、ロシア政府は年金などの社会保障給付を増やし、景気悪化の社会不安への移行を防止することに腐心してきた。経済が一定の安定を取り戻すに従い、財政政策のプライオリティが、収支の改善にシフトしたということであろう。それは一方で、家計の可処分所得の伸び悩みを招き、固定資本形成の足を引っ張っても来た。財政収支が黒字化するに至り、今後は歳入増加分の配分として、黒字プールの原資を減らし、歳出増加のシェアを拡大させるという予想が楽観的に過ぎるとはいえないであろう。特に、2012年春には大統領選挙が行われる。大々的なバラまきが予想されるわけではない。しかし、多少のバラまきを許す財政状況になってきていることも事実である。

## 方向性の強み

大所の新興国の中で、ロシアがリーマンショック後の景気後退の程度が著しく、後の回復も緩慢なものにとどまってきた背景には、資本流出に脆弱な金融システム、及び政府歳入の資源依存の高さなどがあった。産業構造的な資源依存からの脱却が進んでいるわけではなく、オイルマネーの大々的な消費市場への還流が近い将来に展望されるわけでもない。2008年央までの活況再現は、少なくとも近い将来には期待しにくい。しかし上記マイナス面が払拭されつつあることは、方向性としての景気拡大が当面維持される蓋然性を高めている。インフレ率の低下が鮮明となれば、消費を中心に内需の足腰はより強まることになる。

## ロシア経済見通し

暦年	(対前年比%)					
	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 実績	2011 予測	2012 予測
実質GDP	8.5	5.2	-7.8	4.0	4.7	6.3
民間最終消費	14.3	10.6	-4.8	3.0	4.5	5.8
政府消費	2.7	3.4	0.2	1.4	0.9	2.2
固定資本形成	21.0	10.6	-14.4	6.1	3.3	8.3
輸出	6.3	0.6	-4.7	7.1	5.3	8.8
輸入	26.2	14.8	-30.4	25.6	13.7	11.1
CPI	9.0	14.1	11.7	6.9	9.3	7.5
政策金利 (Refinancing rate)	10.00	13.00	8.75	7.75	8.75	8.75
経常収支 (対GDP比)	9.2	9.9	4.0	5.2	8.5	8.1

(注) 実質GDPとその内訳は前年比%、他は%

(出所) ロシア中央銀行、Haverより大和総研作成

## 9. アセアン・アジア NIEs : 引き続き重要課題はインフレ抑制

大和証券CMシンガポール  
PK バス

### [要約]

- アセアン、アジア NIEs とともに、引き続きインフレ抑制が重要な政策課題であり、各国は追加利上げの余地を残している。ただし設備投資拡大をベースに生産性を向上させ、単位労働コストを押し下げるといった本質的な部分ではインフレ抑制機能が働いている国が多い。そのため原油や食品価格上昇によりインフレ抑制に手を焼いているのは事実としても、インフレ率は制御可能な範囲に収まる見通しである。

### アセアン5カ国の経済見通し

インドネシア、ベトナムは直接投資の流入が主な成長要因

2011 年は、総固定資本形成の乖離トレンドの結果が経済パフォーマンスの差異につながるとみられる。インドネシアとベトナムでは、外国直接投資 (FDI) の流入が引き続き主な成長要因となる見通しであり、ベトナムは 2011 年に対 GDP 比 8% 強の FDI の流入が予想され、インドネシアでは、FDI の流入が 2010 年に達成した 140 億米ドルを上回る公算が大きい。しかしながら、インドネシアへの FDI の流入は、鉱物や資源セクターが中心となっており、製造業の設備投資 (また FDI を補完する国内民間投資) が不足しているため、FDI が経済全体の生産性を押し上げる効果は限定的である。とはいえ、インドネシアでは 2011 年に前年比+6.5% の実質 GDP 成長率が見込まれる (中国とインドの成長率を下回るが、成長率は際立っている)。ベトナムでは、マクロ経済の不均衡 (多額の財政赤字と経常赤字の双子の赤字を抱える) から短期的な潜在成長率が抑制され、さらに、外貨準備高の減少を抑える上で 11 年第 1 四半期に急激な金融引き締めの実施により双子の赤字が抑制されている。よって、大和では 2011 年に実質 GDP 成長率が前年比+5.8% に減速すると予想する。

タイ、マレーシア、フィリピンは政治的要因が投資を左右

2010 年に力強い景気回復となったにも拘らず、タイとマレーシアの同年の総固定資本形成は、1997 年のアジア経済危機以前につけたピーク水準をそれぞれ 30%、20% 下回った。しかし、マレーシアでは業況感が良好となっており、総固定資本形成が 2011 年も引き続き経済成長の重要な牽引役となろう。タイでは政情不安が再燃し、タイ貢献党 (Puea Thai) が総選挙で過半数以上の議席を獲得したが、バンコクの支配者層の反発が続く可能性が高く、2011 年の総固定資本形成は、前年比+5.1% の伸びにとどまる公算が大きい。マレーシアでは、ナジブ・ラザック首相による、民間投資におけるマレー人優遇制度の緩和 (最終的には撤廃) を意図した新経済モデル (New Economic Model) の提唱により、民間投資家の信頼がある程度回復し始めている。また、フィリピンでは、ベニグノ・“ニノイ”・アキノ大統領が推進する企業優遇政策が、2011 年に投資家の信頼を支えよう。

## アジア域内、新興国向けを中心に輸出増勢続く

アセアン5カ国の輸出は、世界経済が急激なリセッションに陥った2009年から大幅に回復したこともあり、2010年に押し並べて前年比+25~+34%と20年ぶりの高い伸びを確保した(同+17.6%の伸びにとどまったベトナムを除く)。2011年に輸出の伸びは鈍化する公算が大きい、主にアジア域内及び新興国の引き続き旺盛な需要により、同+18-22%(米ドル建て)の伸びを依然として維持しよう。マレーシアとタイの生産性上昇率は、2010年に名目賃金の上昇率を大きく上回ったことから、2011年に名目賃金は上昇ペースが加速し、2011年の民間消費の拡大を下支えしよう(2011年にマレーシアでは前年比+5.8%、タイでは同+3.2%の民間消費の伸びを予想)。

フィリピンの民間消費はソフトウェア輸出による多額の資金流入もあり、2011年に前年比+5.7%の高い伸びとなる。インドネシアの民間消費は銀行の旺盛な消費者向け貸出が続いていることから、2011年に同+5.2%の伸びを維持しよう。これは、貸出が預金を上回っているベトナム以上に流動性が豊富なインドネシアの銀行セクターにより当てはまるといえるが、ベトナムでは、急激な金利上昇により銀行の貸出が減速し、2011年に民間消費の伸びが鈍化している。

### アセアン5カ国：実質GDP成長率と民間消費、総固定資本形成

	実質GDP(前年比%)					民間消費(前年比%)					総固定資本形成(前年比%)				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
インドネシア	6.0	4.6	6.1	6.5	6.3	5.3	4.9	4.6	5.2	5.1	11.9	3.3	8.5	10.2	9.8
マレーシア	4.7	-1.7	7.2	6.2	5.1	8.5	0.7	6.6	5.8	5.3	0.7	-5.6	9.4	6.0	4.9
フィリピン	3.7	1.1	7.3	6.0	5.0	4.7	4.1	5.3	5.7	5.1	2.7	-0.4	17.1	5.0	4.5
タイ	2.5	-2.3	7.8	3.6	3.4	2.9	-1.1	4.8	3.2	2.8	1.2	-9.2	9.4	5.1	4.0
ベトナム	6.3	5.3	6.8	5.8	6.3	9.3	3.7	6.2	5.4	6.2	3.8	8.7	8.1	6.2	6.9
<b>ASEAN</b>	<b>4.7</b>	<b>1.4</b>	<b>6.9</b>	<b>5.6</b>	<b>5.2</b>	<b>5.5</b>	<b>2.5</b>	<b>5.2</b>	<b>4.9</b>	<b>4.7</b>	<b>5.7</b>	<b>-1.3</b>	<b>10.0</b>	<b>7.3</b>	<b>6.7</b>

(注) 2011年及び2012年は予想

(出所) CEIC、大和証券CM予想

## マレーシア、タイは金融引き締めを継続

マレーシアでは、投資主導の回復により労働生産性が押し上げられる一方で、単位労働コスト(ULC)が押し下げられていることに加え、中央銀行であるバンク・ネガラ・マレーシア(BNM)による早期の金融引き締め措置が採られたことが、インフレの抑制につながっている。タイではポピュリズムの台頭により賃金が押し上げられる公算が大きく、中央銀行であるバンク・オブ・タイランド(BoT)は積極的な金融引き締めを余儀なくされよう。実質金利をプラスに維持することに長らく主眼を置いてきたBNMは、政策金利を2010年の75bpの引き上げに続き、2011年5月にはさらに25bp引き上げており、今後半年間でさらに25bpの利上げが見込まれる。このため、マレーシアでは2010年に力強い景気回復を果たしたものの、消費者物価指数(CPI)は2011年に前年比+2.9%と低い上昇率にとどまる見通しである。2010年に政策金利が75bpの引き上げられたタイでは、コアCPI上昇率は十分抑制されたが、2011年のCPIはより積極的な金融政策が採られることにより、食品や石油価格が高騰し、政策金利がさらに100bp(年央で3%に)引き上げられる中で、前年比+3%強にとどまる見通しである。タイでは経済活動の減速により、生産ギャップが若干拡大すると見られるが、CPIは前年比+3.8%となる。このため、BoTは11年下期に同程度の利上げを少なくとももう2回実施する公算が大きい。

インドネシアではCPIがインフレ目標を上回る

フィリピンはインドネシアやベトナムに比べ、インフレの抑制により成功している。フィリピンの中央銀行（BSP）は、2010年のインフレ目標（+1%ポイントの許容範囲を持たせた+4.5%に設定）を大幅に下回るインフレ率に抑制することができたため、2011年にはより厳格なインフレ目標（+1%ポイントの許容範囲を持たせた+4.0%に設定）を掲げており、今年中にさらに25bpの利上げが見込まれる（3月に同程度の利上げを実施）。インドネシアのCPI上昇率は過去9ヶ月中7ヶ月、インフレ目標の+4~6%を上回ったが、中央銀行のバンク・インドネシア（BI）は2月11日に25bpの利上げを実施することとまっている。過去2ヶ月間、ルピア通貨によるインフレ対策は一部奏功したものの（CPI上昇率は6月に前年同月比+5.5%に抑制）、BIは2011年第3四半期の燃料価格の引き上げを受け、さらに50bpの利上げを余儀なくされよう。

ベトナムのインフレ圧力は利上げ効果で緩和へ

ベトナムでは、2009年11月以降の12ヶ月間に亘り政策金利が引き上げられなかったこともあり（2010年11月にようやく100bpの利上げを実施）、CPIは特に高い上昇率となっている。CPI上昇率が高止まりしており（2010年12月は前年同月比+11.4%）、貿易収支及び経常収支が多額の赤字となっていることから（外貨準備高の減少を伴う）、2011年第1四半期に500bpの利上げを余儀なくされた。これにより、CPIは2011年6月の前年同月比+19.5%から2011年で前年比+14.0%に緩和しよう。

ベトナムを除き、経常収支黒字を維持

ベトナムを除く他のアセアン諸国は、2011年に内需回復の持続により、経常黒字が前年比で押し並べて縮小すると見られるが、引き続き黒字を確保する見通しである。2011年の経常黒字はマレーシアが対GDP比+10.4%（前年は同+11.8%）と10年ぶりの低い規模に、タイが同+1.6%（同+4.6%）に、フィリピンが同+3.6%（同+4.5%）に、それぞれ縮小する見込みである。しかしながら、ベトナムでは11年第1四半期にドンのさらなる切り下げ（外国為替の闇市場レートを大幅に引き下げ、法的措置を伴う）や、全ての政策金利の急激な引き上げといった思い切った措置が採られたことで双子の赤字が縮小しているものの、依然として多額の赤字が続いている。金融及び財政政策が採られたことにより、ベトナムの内需が抑制され、消費と輸入の伸びが鈍化し、また輸入はドンの切り下げによりさらに抑制されることになろう。一方で輸出のより力強い回復が可能になることから、経常赤字は2011年に対GDP比6.4%、2012年に同6.0%の規模に縮小しよう。

#### アセアン5カ国： CPI上昇率、政策金利、経常収支

	消費者物価(前年比)					政策金利(年末%)					経常収支(対GDP比)				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
インドネシア	9.8	4.9	5.1	6.2	5.5	9.3	6.5	6.5	7.3	6.8	0.0	1.9	0.9	1.1	0.8
マレーシア	5.4	0.6	1.7	2.9	2.7	3.3	2.0	2.8	3.3	3.5	17.5	16.5	11.8	10.4	9.1
フィリピン	9.3	3.2	3.8	4.5	4.2	7.5	6.0	6.0	6.5	6.8	2.2	5.8	4.5	3.6	3.0
タイ	5.5	-0.8	3.3	3.8	2.8	2.8	1.3	2.0	3.0	3.5	0.8	8.3	4.6	1.6	0.0
ベトナム	23.1	7.0	9.2	14.0	8.8	9.5	8.0	9.0	15.0	12.0	-12.0	-6.6	-7.0	-6.4	-6.0
ASEAN	8.8	2.7	4.2	5.3	4.4	NA	NA	NA	NA	NA	2.7	5.9	3.6	2.6	1.9

(注) 2011年及び2012年は予想

(出所) CEIC、大和証券CM予想

#### アジア NIES の経済見通し

各国とも総固定資本形成が引き続き成長に寄与

シンガポールでは、世界的なエレクトロニクス需要のシクリカルな回復やサービスセクターの復活による恩恵を既に享受している中で、石油化学や総合リゾー

ト（IR）への新規投資がさらに経済成長を後押しし、2010年に実質GDP成長率は+14.5%に上った。シンガポールの機械投資支出は2010年に前年比+22.2%となり、経済全体の労働生産性が10.7%押し上げられた。シンガポールの建設及び輸送投資は減少したが、生産性押し上げ効果の殆どないセグメントである。2011年のシンガポールの機械投資支出は依然として前年比約+13%拡大し、労働生産性を引き続き押し上げるとみられ、前年比+7.3%の実質GDP成長率が可能となろう。過去10年間に及ぶ設備投資の停滞が続いた台湾では、2010年に総固定資本形成が前年比+23.7%と30年ぶりの高い伸びとなった。2011年には伸びが鈍化する見込みだが、依然として同+7.4%の伸びが見込まれ、実質GDP成長率（大和予想は前年比+5.8%）に大きく寄与する見込みである。

#### 台湾、シンガポールは 観光客増加が個人消費に寄与

台湾とシンガポールでは、民間消費は従来さほど重要ではなかったが、訪問者数の増加が民間消費支出の刺激材料になる公算が大きい。シンガポールでは新たに開業した総合リゾートが新規訪問者数の急増につながっている一方、台湾では2010年の経済協力枠組協定（ECFA）の締結に見られるように、中国との関係改善が台湾の民間消費の増加につながっており、2011年には前年比+4.7%の伸びが予想される。また、過去5年間に亘り停滞した銀行の貸出が2010年に増加に転じ、2011年も貸出の伸びが続く見通しである。シンガポールでは、訪問者の支出により民間消費が2011年に前年比+5.9%に拡大する見込みだが、ショッピングがより割安な近隣諸国に引き続き足を引っ張られることになろう。

#### 韓国は設備投資拡大 と生産性向上の好循環

韓国では2011年の輸出見通しは依然として良好であり、設備投資主導による景気回復が続く見通しである。建設投資の低迷により総固定資本形成の伸びは、2011年に前年比+6.3%にとどまると予想するが、設備投資の伸びは同+12%と予想する（2010年は同+25%と10年ぶりの高い伸びとなった）。とは言え、好調な設備投資を背景に2010年に生産性は10%以上上昇し、名目賃金の上昇率（同+6-7%と予想）を大きく上回った。2011年には、名目賃金の上昇ペースが加速する見込みであり（生産性の伸びとの差が縮小）、これにより民間消費も同+5.4%の伸びが可能になろう。

#### 香港は相対的に低い が堅調な経済成長

製造業の規模が小さい香港は、総固定資本形成の回復による幅広い効果は見られないであろう。2010年の大半を通じて在庫が大幅に増加し、純輸出の急減により、実質GDPは2011年に前年比+4.0%と相対的に低い成長率となろう。2011年に香港の民間消費の伸びは、中国本土からの訪問者の流入もあり、同+5.0%と予想される一方、純輸出は交易条件の悪化（過去1年に在庫と総固定資本形成が共に大幅に回復し、輸入が急増）により、急減しよう。

### NIEs：実質GDP成長率、民間消費、総固定資本形成

	実質GDP(前年比%)					民間消費(前年比%)					総固定資本形成(前年比%)				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
香港	2.3	-2.7	6.8	4.0	3.5	2.4	0.6	5.8	5.0	3.8	1.0	-3.9	8.1	8.0	7.5
韓国	2.3	0.3	6.2	5.8	5.0	1.3	0.0	4.1	5.4	4.7	-1.9	-1.0	7.0	6.3	5.3
シンガポール	1.5	-0.8	14.5	7.3	6.2	3.2	0.2	4.2	5.9	6.1	13.6	-3.2	5.1	11.9	8.3
台湾	0.7	-1.9	10.8	5.8	5.2	-0.9	1.1	3.7	4.7	4.7	-12.4	-11.0	23.7	7.4	5.6
<b>アジアNIEs</b>	<b>1.9</b>	<b>-0.7</b>	<b>8.1</b>	<b>5.7</b>	<b>5.0</b>	<b>1.1</b>	<b>0.3</b>	<b>4.2</b>	<b>5.2</b>	<b>4.7</b>	<b>-2.5</b>	<b>-3.8</b>	<b>10.7</b>	<b>7.3</b>	<b>5.9</b>

(注) 2011年及び2012年は予想

(出所) CEIC、大和証券CM予想

### 香港のインフレは米 国量的緩和の影響を 受け上昇

香港は米ドルとのカレンシーボード制を採用しているため、完全に独立した金融政策は行っていない。このため、米国の量的緩和策は、インフレの急激な進行を招く公算が大きく、2011年にCPIは前年比+5.0%上昇し、不動産価格は不動産価格の上昇を抑制する措置にも拘らず、さらに同+10%上昇する見込みである。米FFレートが引き上げられる公算が大きいことから、金利は11年第4四半期から上昇し始めよう。極端な金融緩和の状態にあることから、香港の経常黒字は急激に縮小すると見られ、大和では2011年に対GDP比で2.8%の規模に縮小すると予想する（2008年、2009年はそれぞれ同13.7%、同8.6%）。

### インフレ抑制のため 勧告は追加利上げ、シ ンガポールは自国通 貨を増価へ

韓国とシンガポールは、生産性の急激な上昇とそれに伴う単位労働コストの急激な低下にも拘らず、力強い景気回復により、2011年に前年比+4.0%前後のCPI上昇率となる。シンガポールでは、低金利がもたらす不動産価格の上昇と民間輸送コストの上昇圧力（原油価格の上昇が一因）がCPI上昇の原因となっている。同国の金融政策は、金利やマネーサプライではなく、シンガポールドルの貿易加重指数を政策目標としている。金融当局は通貨の貿易加重通貨バスケットに対するシンガポールドルの為替レートを緩やかに引き上げる方針を維持する一方、4月に政策バンドの中央値を調整している。シンガポールドルは、シンガポールドルの対米ドル為替レートが、2011年末までに過去最高の1.20Sドル/米ドルに上昇すると予想する。しかしながら、総合リゾートの開業に伴う観光客数の大幅な増加により観光収支が黒字となり、2010年の経常黒字は対GDP比22.2%に拡大したが、2011年には再び同+21.4%に縮小しよう。一方、韓国では、内需の回復により、経常黒字が2010年に対GDP比+2.8%に縮小した。2011年にはより急ペースなウォン高の進行により、さらに同+2.6%の規模にまで縮小しよう。韓国銀行（BoK）は11年第1四半期に2度の利上げを実施したのに続き、2011年9月までにさらに50bpの利上げを実施する見込みであり、2011年のCPIを前年比+4.3%と予想する（11年上期は原油価格の高騰によりインフレが進行するが、金融政策の急激な引き締めに反応し、2011年末までに徐々に緩和されよう）。

### 台湾のインフレ抑制 に先手

台湾の2010年実質GDP成長率は+10.8%と20年ぶりの高い成長率となったが、潜在成長率を下回った2008-2009年の2年間に拡大した生産ギャップは未だ完全には解消されていないとみられ、CPIは2011年に前年比+1.8%にとどまる公算が大きい。インフレは十分抑制されているにもかかわらず、台湾の中央銀行は更なるインフレ圧力に先手を打つために2011年に四半期毎の政策会合で毎回12.5bpの利上げを実施すると考えられる。2011年に内需の力強い回復が続く見込みであり、台湾の経常黒字は2010年の対GDP比+9.4%から2011年に同+7.0%に縮小し、内需の回復と実質GDP成長率が低下すると見られる2012年には同+6.2%とさらに若干縮小すると予想する。

#### NIES : CPI 上昇率、政策金利、経常収支

	消費者物価(前年比%)					政策金利(年末%)					経常収支(対GDP比%)				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
香港	4.3	0.5	2.4	5.5	2.5	5.0	5.0	5.0	5.5	5.8	13.7	8.6	6.2	2.8	6.7
韓国	4.7	2.8	3.0	4.3	3.8	3.0	2.0	2.5	3.5	3.8	0.3	3.9	2.8	2.6	1.8
シンガポール	6.6	0.6	2.8	3.9	2.7	5.4	5.4	5.4	5.3	5.5	14.6	19.0	22.2	21.4	18.0
台湾	3.5	-0.9	1.0	1.8	1.9	2.0	1.3	1.6	2.1	2.6	6.9	11.4	9.4	7.0	6.2
アジアNIEs	4.6	1.5	2.5	3.8	3.1	NA	NA	NA	NA	NA	4.7	7.6	6.5	5.4	4.9

(注) 2011年及び2012年は予想

(出所) CEIC、大和証券CM予想