

# 回復の道筋を探る 24年アジア経済 「輸出回復」と「金融引き締め解除」が追い風に

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
調査部 アジア調査チーム  
080-1069-4827

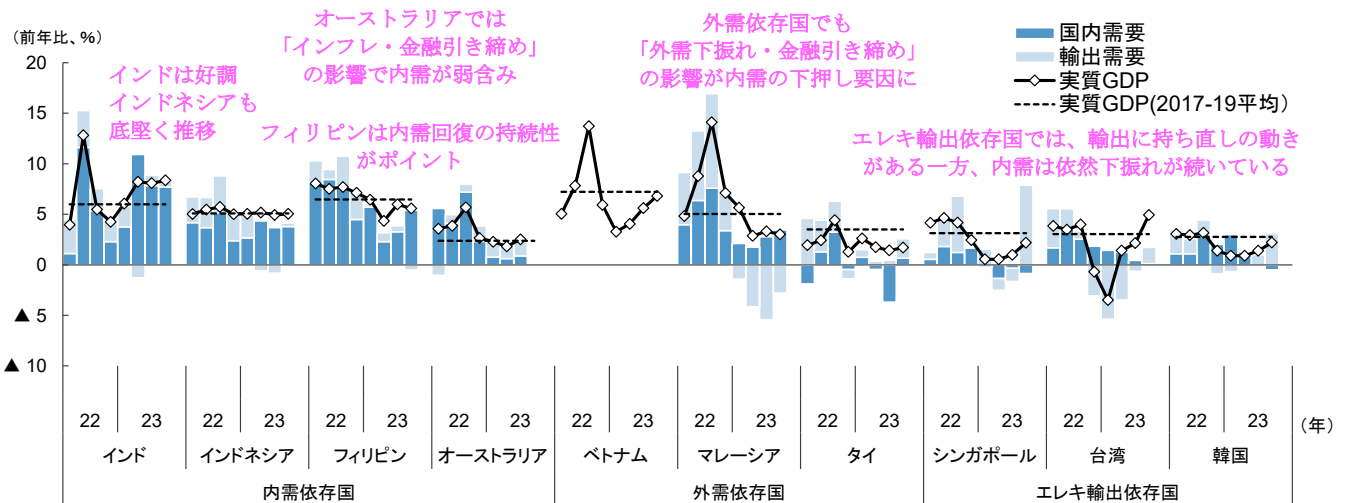
- 2023年に景気減速を経験したアジア新興国だったが、2024年半ば以降は総じて回復に向かう見通し。ポイントとなるのは「輸出の回復」と「金融引き締めの解除」
- エレキ輸出依存国では、シリコンサイクルの持ち直しを受け既に景気回復の兆候。その他の外需依存国も米国での在庫調整の進展や金融引き締めの解除により24年後半は輸出が持ち直す見通し
- アジア共通の景気下押し要因となっていた高金利政策による内需の弱含みも、金融引き締めの解除で徐々に緩和。米国の利下げ開始が有力な24年半ば以降、アジア経済は回復に向かうと予想

## 1. 2024年のポイントは「輸出の回復」と「金融引き締めの解除」

アジア経済は2023年の景気減速を経て、24年半ばからは景気が徐々に持ち直す見通しである。本稿では、ポイントとなる「輸出の回復」と「金融引き締めの解除」を軸に24年のアジア経済を展望する。まず本章でアジアの主要新興国の現状を概観した上で、2章で輸出の先行き、3章で内需に影響を与える金融政策の先行きについて展望し、4章では内需が堅調なインドについても解説する。

2023年のアジア経済は、「輸出の下振れ」と「既往の金融引き締めによる内需の弱含み」によって、景気が減速した。輸出を下振れさせる大きな原因となったのが、半導体をはじめとする製造業の世界的な在庫調整であった。輸出が景気を左右する「外需依存国」では、輸出の下振れが製造業の業況を

図表 1 アジア各国・地域の実質GDP成長率（2022・23年）



(出所) 各国GDP統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

悪化させ、製造業の下振れの影響は内需にも波及した。なかでもエレクトロニクス輸出への依存度が高い「エレクトロニクス輸出依存国」では、経済成長率が大きく押し下げられた。

こうした輸出の下振れに加え、各国中銀が2022年からインフレや通貨安への対応として始めた利上げも、景気の本質的な弱さを弱める要因になった。特に、フィリピン、オーストラリアの「内需依存国」では内需の弱含みが観測された。また、輸出の下振れが内需に波及した「外需依存国」でも、利上げの影響が内需をさらに下押しした。一方、内需依存国でもインドでは、高金利下でも旺盛な投資が景気をけん引し続け、輸出減速の影響も軽微であった。

## 2. 2024年は輸出が持ち直す見通し

### (1) シリコンサイクルの持ち直しにともない、輸出回復はNIEsが先行

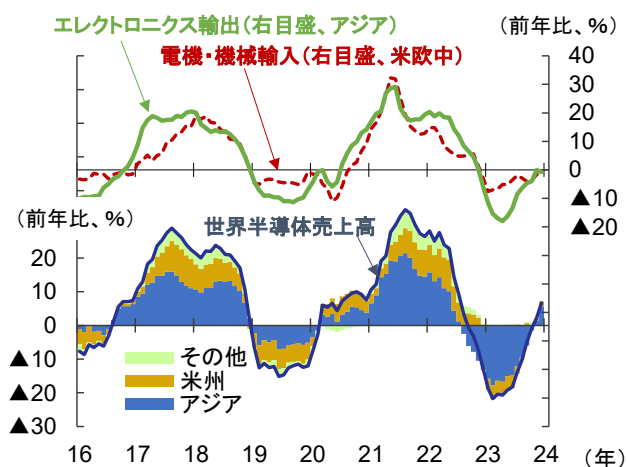
上述したように2023年の主要なアジア新興国は総じて減速基調だったが、足元では「エレクトロニクス輸出依存国」で輸出に持ち直しの動きがみられる。その背景にあるのがシリコンサイクルの改善だ。

シリコンサイクルは2022年末にかけて大幅に悪化したが、循環的な需要回復やAI関連などの新規需要の高まりによって2023年4月に底打ちし、その後、持ち直しに転じた。2023年11月には代表的な指標である世界半導体売上高が前年比でプラスになるなど、シリコンサイクルは足元でも持ち直し基調で推移している。こうした動きを映じて、韓国・台湾・シンガポールの「エレクトロニクス輸出依存国」の輸出も、昨秋以降、徐々にではあるが回復し始めている。

一般的に、サプライチェーンの川上にある半導体の出荷額は、半導体を組み込む電子部品や家電製品など、川下製品にあたるエレクトロニクス製品の出荷額に先行する傾向がある。アジアの主要新興国では輸出に占める半導体やエレクトロニクス製品のウェイトが大きく、世界半導体売上高との連動性が強いが(図表2)、とりわけNIEsが先行して回復しているのは、これらの国々で川上に相当する半導体関連の輸出額が大きいからだ。

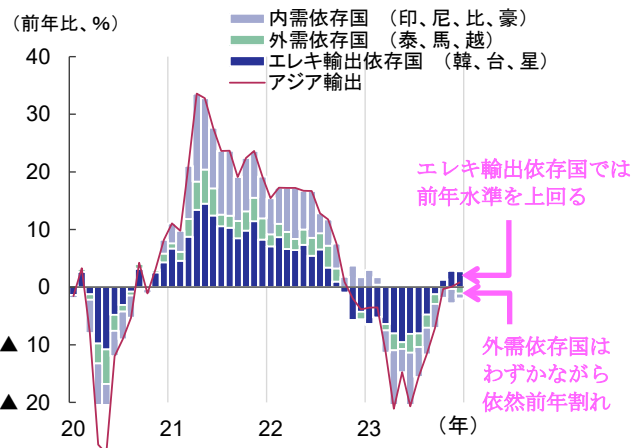
実際、2023年10～12月期の通関輸出の伸びをみると、韓国では前年比+5.7%(7～9月期:同▲9.7%)、台湾では同+2.8%(7～9月:同▲5.4%)、シンガポールでは同+1.4%(7～9月期:同▲16.6%)と、

図表 2 シリコンサイクルとエレクトロニクス輸出



(注) ドル建て額。下図の内訳は半導体企業の所在地別寄与度  
(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 3 アジア新興国の輸出 (通関ベース)



(注) 通関ベースのドル建て輸出額  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

他の外需国に先駆けて前年比プラスに転化した。当面シリコンサイクルは拡大局面にあり、半導体関連製品の輸出も増勢が続くとみられることから、**2023年には各々1%台であった「エレキ輸出依存国」の実質GDP成長率は、2024年にはいずれも加速すると予想しており、韓国とシンガポールが+2%台、台湾については+3%に達する見通しである。**

## (2) その他の外需依存国でも、米国での在庫調整の進展を受けて 2024 年半ばには回復

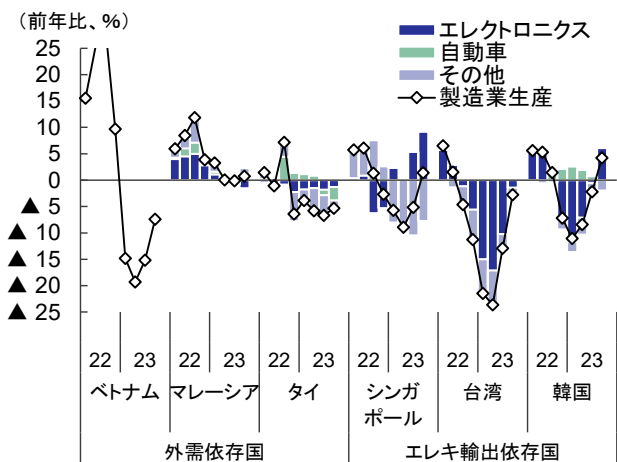
アジア地域の域外向け輸出は、エレキ輸出依存国以外のベトナム、マレーシア、タイといったその他の外需依存国でも、**2024年半ばから持ち直しに向かう見通しである。**

現状、半導体などエレクトロニクス製品への依存度が低いベトナム、マレーシア、タイでは、上述したエレキ輸出依存国とは対照的に、**2024年に入っても輸出の前年割れが続いている**(図表3)。こうした輸出の下振れの影響は、国内の生産活動に大きな影響を与えており、製造業の業況が悪化する原因となっている。図表4はエレキ輸出依存国およびその他の外需依存国の国内製造業の生産動向を示したものだが、これを見ると、エレキ輸出依存国では製造業の生産が急速に回復しているのに対して、その他外需依存国(ベトナム、マレーシア、タイ)では、輸出の回復の遅れがそのまま生産の回復の遅れにつながっている。

輸出の回復が遅れている背景には、米国を中心とする世界の主要な消費財の需要国で輸入の弱含みが続いていることがある。実際、図表5に示した米国の財輸入額(通関輸入額)をみると、エレクトロニクス製品に該当する「電子・電気製品」は前年比マイナスを脱したものの、「その他」の財輸入は前年を下回る水準で推移しており、ベトナム、マレーシア、タイの輸出回復がエレキ輸出依存国のそれに大きく遅れを取る原因になっていることをうかがわせる。

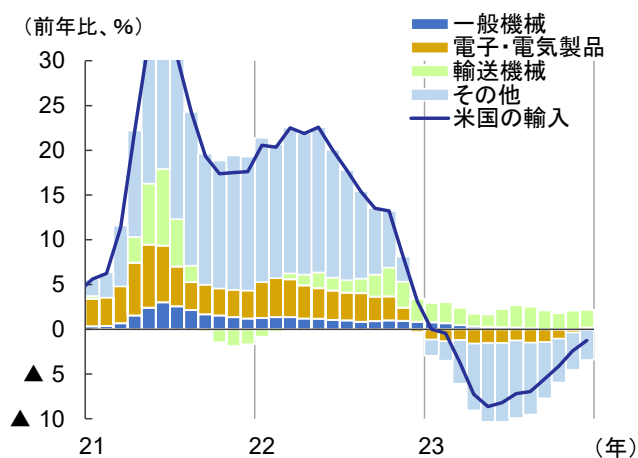
その米国では、**2023年中から財消費が堅調に推移しており、需要面からみればアジアの輸出を後押しする要因になっても不思議ではない状況であった。**しかし、米国では堅調な国内の財消費とは対照的に輸入が抑えられており、**GDPと財輸入の比率を取った輸入浸透度も低下傾向にある**(図表6)。その理由として考えられるのが、コロナ特需の反動である。米国では、**2021~22年にコロナ関連の行動**

図表 4 エレキ輸出・外需依存国の製造業生産



(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 5 米国の財輸入(通関ベース)



(注) 通関ベースのドル建て輸入額

(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

規制解除で特需が発生し、財消費への旺盛な需要にこたえるために輸入も急増した。2023年は、その反動によって輸入が減少に転じたのである。米国の財消費は引き続き堅調に推移したが、高水準の輸入によって在庫が増加したため、2023年は積み上がった在庫を調整するために輸入が抑えられたと考えられる（図表7）。

米国でそうした在庫の積み上がりが既に一服したことは、アジアの外需依存国にとって朗報といえよう。2024年前半は、欧州、中国に加え、米国も高金利の影響から景気が減速する可能性があるが、24年半ば以降は米国の輸入抑制が徐々に和らぎ、さらに米国の利下げも見込まれることからアジアの外需依存国の景気も回復に向かうとみている。

### 3. 金融政策は利上げサイクルが終了。年後半は引き締め解除が内需回復の追い風に

アジアでは金融政策による内需の弱含みも共通の景気下押し要因となっていたが、2024年後半には金融引き締めの解除を受け、各国の内需は総じて持ち直しに向かう見通しである。

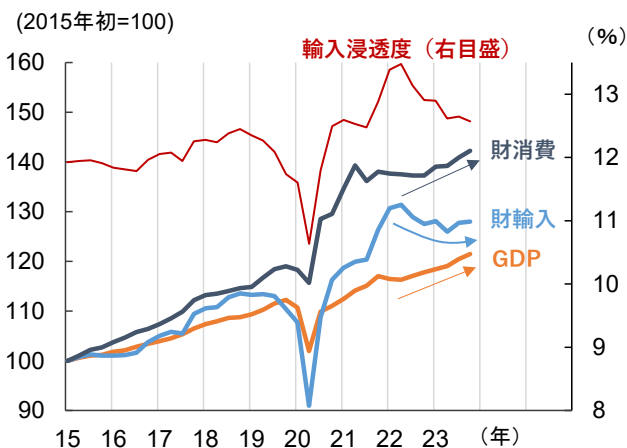
#### (1) 外需依存国を中心に、内需の回復ペースは足元で鈍化

1章で概観したように、各国の内需は、2023年以降の外需不振にともなう輸出関連企業の収益や雇用悪化を受けて、設備投資や消費の伸びが弱まっている。したがって、内需鈍化の動きは、外需依存度が高いNIEs諸国で一層顕著である。とりわけ韓国は、輸出不振の影響に加え、インフレ収束の遅れにより家計の実質的な購買力が下押される状況が続いている<sup>1</sup>。また、家計債務残高がGDP比で約100%（国際決済銀行）と高い韓国では、インフレ対策で金利水準は高止まりしていることも、債務返済負担の増大を通じて個人消費を下押しする要因になっているとみられる。

しかし、財輸出を中心とした外需は、前述の通り足元で復調の動きがあり、2024年後半には各国で回復基調を強めるとみている。外需から内需への逆風が反転し、家計所得や企業収益が改善することで、個人消費および設備投資の回復色は年後半に強まるであろう。

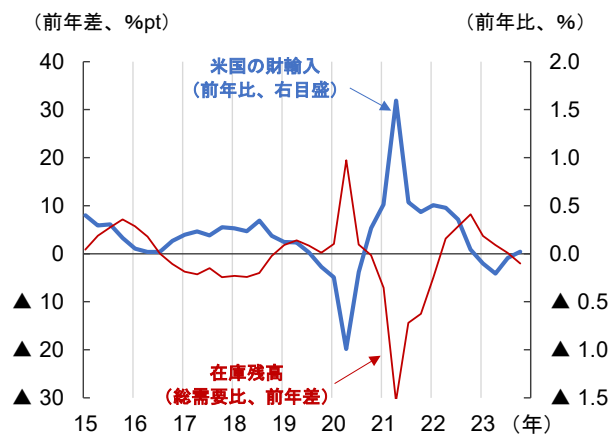
もっとも、韓国でそうであるように、輸出の不振だけではなく、インフレ収束の遅れや、高金利継続にともなう債務返済・新規借入負担の高止まりといった下押し要因が残存する場合、外需が回復し

図表 6 米国の財消費と財輸入（実質ベース）



（出所）米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 7 米国の在庫と輸入（実質ベース）



（出所）米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

でも内需の回復力は十分に高まらない。以下、各国のインフレと金融政策の動向を整理し、そのうえで先行きの内需の見通しを示す。

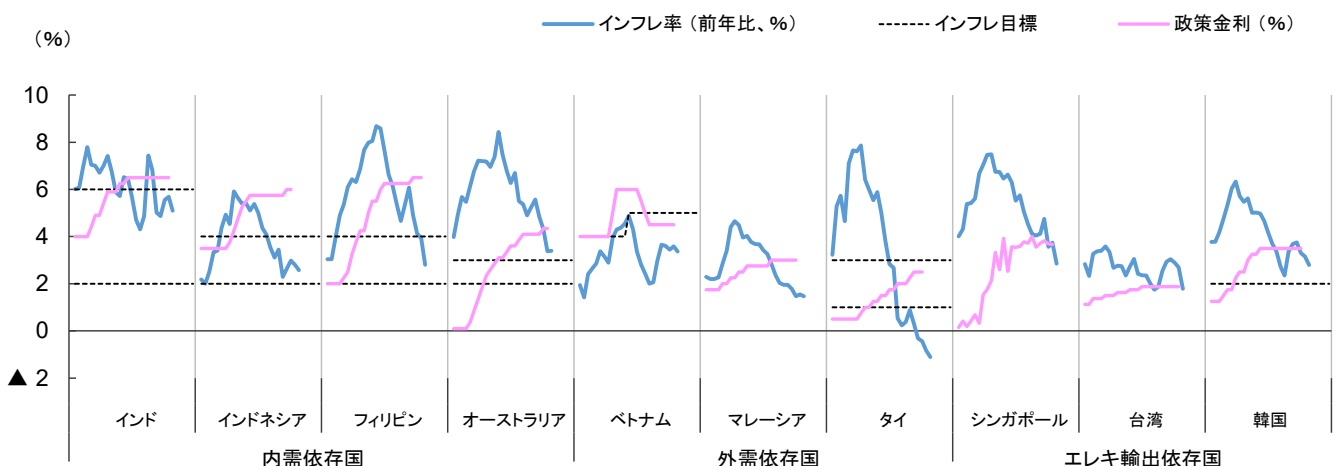
## (2) 金融引き締め解除を見据えるアジア各国の中銀

足元では、各国のインフレ率は徐々に鈍化している（図表8）。2022年から2023年前半にかけてインフレの原因となった国際商品価格が、既にピークアウトしたからだ。商品価格のうち特にアジアのインフレと関連性が高い原油価格は、2月末時点で80ドル/バレル近傍で推移しているが、2024年は中国経済の減速等によって上値が抑えられた展開が予想される。したがって、アジア各国のインフレ率も現下の鈍化傾向が続く見通しだ。

以上が先行きのインフレに関するメインシナリオだが、注意点として、原油価格を巡る不確実性を挙げておきたい。2023年後半には、中東情勢の緊迫化により原油価格が上昇したほか、天候不順等の影響で食料品価格が再度上昇し、アジア各国でインフレが再加速した局面があった。特に、原油価格に関しては、仮に中東紛争が拡大し、原油供給が制限される状況となれば、原油価格の大幅上昇を通じてアジアのインフレにも影響が及ぶことが想定されるため、中東情勢はリスク要因として注視する必要がある。

このようなインフレの鈍化基調を背景に、金融政策は、各国とも金融引き締め強化の姿勢が後退している。フィリピンやインドといった高インフレに苦しんできた国でも、中銀は現状の政策金利水準がインフレ抑制のために十分であるとの認識を示しており、すでに利下げの時機をうかがっている模様である。そしてタイでは、インフレ率がマイナスで推移し、さらに成長率も低空飛行にとどまっていることから、2月の金融政策決定会合では少数意見ながら利下げを支持する委員が現れた。依然としてインフレ率が目標を上回るオーストラリアなど、インフレへの警戒を維持する中銀は存在するものの、アジアの主要新興国では総じて利上げサイクルが終了し、遠からず金融引き締め解除を開始す

図表 8 インフレ率と政策金利（2022年1月～2024年1月）



(注) シンガポールでは、名目実効為替レートを金融政策のツールとして使用。図表にあるシンガポールの金利は、海外金利や為替予想の影響を受ける翌日物金利

(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

るフェーズに入ったと評価できよう。

参考として、生成AIによる各国中銀の金融政策決定時の声明文評価により政策変更蓋然性をスコア化したものを図表9に付した。プラス（マイナス）のスコアは今後の利上げ（利下げ）の蓋然性を示している。2023年後半はまだプラス圏の点数が散見され、利上げ継続意思の強い中銀が多かったが、2024年入り後はスコアが低下し、利上げ終了、ないしは利下げ転化の機運が高まっていることが見て取れる。

### （3）24年半ば以降の利下げで内需は持ち直しへ

今後、各国が利下げに転じるタイミングは、2024年の半ば以降とみる。アジア各国のインフレは鈍化基調であり、金融引き締め解除の条件は国内で整いつつある。その上で、引き締め解除のトリガーと見込まれるのは海外要因、すなわち米国の金融政策だ。

これまでのところ、インフレはグローバルな現象であったことから、米国でも積極的に利上げが行われていた。それに伴い、高い運用利回りが期待できるドルが買われたことから、相対的にアジア通貨は対ドルで下落していた。アジア通貨安は、輸入品の物価上昇を通じて、アジアにおけるインフレの一因となっていた。

図表 9 直近の中銀声明文（概要）と生成AI分析による政策変更の蓋然性

国・地域	直近声明文の概要	（参考）政策変更蓋然性スコア					
		2023年				2024年	
		9月	10月	11月	12月	1月	2月
韓国	現行金利水準の維持が適切との考え。インフレ率は鈍化しているが、目標水準への収束を確信するのは時期尚早との表現を維持し、海外の金融政策を巡る不確実性の高さも指摘(24/2/22)	-	0	2	-	0	0
台湾	前会合から引き続き、全会一致で金利水準の維持を決定。リスクや不確実性に言及しつつも、現在の政策を維持する姿勢を強調(23/12/14)	0	-	-	0	-	-
シンガポール	金融政策は適切と評価し、政策バンドの現行の上昇率を維持する姿勢。経済見通しやインフレ見通しに顕著な変更は見られず(24/1/29)	-	0	-	-	0	-
インドネシア	インフレが目標範囲内にあること、経済成長が継続していることが強調されており、政策変更の姿勢は見られず(24/2/21)	0	3	0	0	0	0
タイ	政策金利を維持も2名の委員が利下げを支持。経済見通しは弱体化し、下方修正。ただし、構造的課題も指摘されており、利下げによる景気下支えを直ちに正当化するものではない(24/2/7)	2	-	0	-	-	▲1
マレーシア	現行の金利水準が経済成長とインフレの見通しと一致していると判断(24/1/24)	0	-	0	-	0	-
フィリピン	インフレ予測を下方修正し、不確実性が後退したと指摘したうえで、価格安定を維持する準備ができていると言及。利上げ圧力は後退の一方で即座の政策変更を示唆するものではない(24/2/15)	3	4	2	1	-	0
インド	インフレ抑制からの撤退に焦点を当て続ける姿勢を維持。経済見通しや不確実性評価に大きな変化は見られない(24/2/8)	-	0	-	0	-	0
オーストラリア	前回の声明文から、「さらなる利上げを排除できない」との言及が追加。インフレの継続と労働市場のひっ迫に関する懸念が継続しており、引き締めの金融政策を維持する姿勢(24/2/6)	2	2	3	0	-	2

利下げ蓋然性大 ▲5 ▲4 ▲3 ▲2 ▲1 0 1 2 3 4 5 利上げ蓋然性大

(注) 1. 政策変更蓋然性スコアは、当該期と前期の声明文を生成AIに解析させ、経済見通しや表現の変化をもとに今後1~2回の会合における政策変更蓋然性を点数化させたもの

2. 赤字コメントは金融引き締め示唆、青字コメントは金融緩和示唆に該当する箇所

(出所) 各国中銀HPより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

今後については、積極的な利上げの影響で景気減速の見込まれる米国において、利下げ開始を予想する見方が金融市場参加者のコンセンサスとなっている。当社でも、FRBが米国における着実なインフレ鈍化の継続を確認して、4~6月期にも利下げを開始するとみている。アジア各国にとっては、拙速な利下げは相対的なドル金利高を意味するため通貨安に拍車を掛けることになるが、米国が利下げするのであれば為替レートの安定性を損なうことなくアジアにも利下げ余地が生じることを意味する。したがって、アジア各国に利下げの動きが広がる時期は年央以降となる可能性が高い。なお、前述の通り、一部の国ではインフレ収束が遅れており、これらの国は慎重に金融政策を判断する可能性が高いことから、利下げ開始時期が年後半にずれ込むだろう。

利下げは、利払い負担の縮小を通じ、特に韓国やタイといった家計債務残高が大きい国で個人消費の下押し圧力を和らげる要因となるだろう。また、利下げ後、借入金利が低下することによって企業は新規借入の際の負担が軽減する。輸出環境の改善も相まって、企業の設備投資を後押しする要因となる。以上から、アジア各国の内需回復ペースは、2024年半ば以降に持ち直し、年後半の成長を下支えすると予想している。

#### 4. インド経済は引き続き堅調

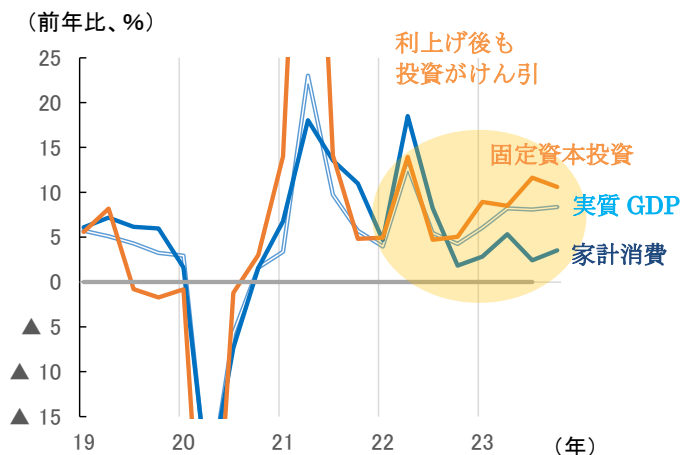
2023年にアジアの主要国が景気減速に見舞われる中でも堅調に推移してきたインドは、2024年もインフラ支援策やサプライチェーンの拡大に伴う投資によって景気は好調さを維持する見通しである。

##### (1) 堅調な投資が経済全体の好調さを支える構図

インドの直近の成長率は前年比+6~7%台と、当社推計の潜在成長率(6%半ば)をやや上回る好調さを維持し、中国(2023年+5.2%)を凌駕する成長率となっている。

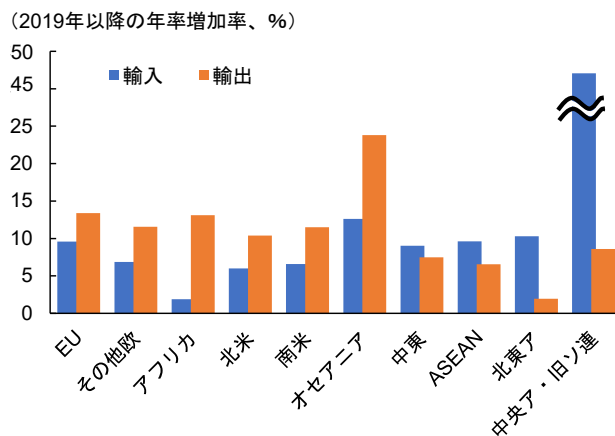
もっとも、強い内需(消費や投資)を反映し、食料を中心に目標上限(前年比+6%)近傍に張り付いてインフレ率は推移している。こうした中、2022年後半以降はインフレ圧力の高まりに対応する高金利政策で消費は減速気味だが、政府のインフラ支援策やサプライチェーン拡大に伴う投資に支えら

図表 10 インドの実質GDP成長率



(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 11 インドの地域別輸出入



(出所) インド商工省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

れ景気は総じて好調さを維持している。実際に、2023年10～12月期の実質GDP成長率は、前年比+8.4%と前期(同+8.1%)からほぼ横ばいで高成長を継続し、投資の高い伸び(前年比+10.6%)が牽引役の格好となっている(図表10)。

## (2) サプライチェーン拡大で輸出力も強化

成長を支える需要面で見ると、インドの成長ドライバーは内需がメインだが、図11の通り、2019年以降は世界各地向けの輸出が拡大し、着実に輸出力を強化している。グローバルなサプライチェーンに食い込むための投資が増えることで、国内の生産基盤が充実しているからだ。具体的には、ASEANや中国をはじめとする東アジアから部材等を輸入し、それを国内で加工して、欧州、アフリカ、米州、オセアニア向けに電子機器などの輸出を増やしている。サプライチェーン拡大により、投資に次いで輸出もインド経済の成長をサポートする要因になると期待される。

## 5. 結語 ～回復の道筋を探る 24年アジア経済～

2024年のアジア経済の先行きのポイントは、「輸出の回復」と「金融引き締め解除」のタイミング次第となる。回復ペースについては、24年後半から徐々に回復色を強めるであろう。

「輸出の回復」については、まずNIEsが半導体サイクルに沿って先行するであろう。ASEANは国ごとにばらつき感があるがものの、総じてNIEsを追いかける格好で24年後半から輸出を回復させる見通しである。

「金融引き締め解除」については、米国金融政策の動きが重要なトリガーとなる。現在、市場では2024年にFRBによる3回程度の利下げを織り込む状況となっており、アジア各国にとっても年央以降に利下げ余地が生じることになりそうだ。

例外的に内需が堅調で高成長を維持しているインドに関しては、来年度予算を踏まえたインフラ投資による後押しや、グローバルなサプライチェーン再編を一因とする設備投資に牽引され、2024年も+6%前後の高成長が続くと考えられる。

もっとも、外需の回復や金融引き締め解除については、中東やウクライナ情勢など地政学面でのリスク(物流の途絶や原油価格上昇の恐れ)も存在している。またコロナ後に膨張した財政債務を踏まえると、高金利長期化により財政の利払い負担増加につながるため、各国のファンダメンタルズには目配せが必要な状況が続くであろう。



図表 12 アジア経済見通し

	2022年	2023年	2024年	2025年
<b>アジア</b>	4.1	5.3	4.7	4.4
<b>中国</b>	3.0	5.2	4.6	4.2
<b>NIEs</b>	2.2	1.5	2.4	1.8
韓国	2.6	1.4	2.1	1.7
台湾	2.6	1.3	3.2	1.7
香港	▲ 3.7	3.2	1.6	2.1
シンガポール	3.8	1.1	2.1	2.0
<b>ASEAN5</b>	6.0	4.4	4.6	4.7
インドネシア	5.3	5.0	5.0	4.7
タイ	2.5	1.9	2.3	2.8
マレーシア	8.7	3.7	2.7	3.9
フィリピン	7.6	5.6	5.7	5.3
ベトナム	8.0	5.0	6.4	6.8
<b>インド</b>	6.4	7.7	6.1	6.0
<b>オーストラリア</b>	3.8	1.9	1.8	1.7
<b>(参考) NIEs + ASEAN5</b>	4.5	3.3	3.8	3.6
<b>(参考) 中国を除くアジア</b>	5.4	5.3	4.8	4.7

(注) 実質GDP成長率（前年比）、網掛けは予測値  
(出所) 各国統計、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

[参考文献]

みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）『2024・2025年度 内外経済見通し～世界経済はソフトランディングも その後の回復ペースは緩慢でリスクは残存～』2024年2月27日

<sup>1</sup> 2023年10～12月期には、他のアジア主要国でインフレ率が物価目標レンジに収束しつつあるのに対し、韓国のインフレ率は前年比+3.4%と、中銀の物価目標（同+2.0%）を上回った。

[本コンテンツに関するアンケートに](#)

[ご協力をお願いします](#)



【共同執筆者】

調査部	アジア調査チーム	上席主任エコノミスト	井上 淳	jun.inoue@mizuho-rt.co.jp
調査部	アジア調査チーム	主席エコノミスト	対木さおり	saori.tsuiki@mizuho-rt.co.jp
調査部	アジア調査チーム	主任エコノミスト	越山祐資	yusuke.koshiyama@mizuho-rt.co.jp
調査部	アジア調査チーム	エコノミスト	永野督和	masakazu.nagano@mizuho-rt.co.jp

【PR】YouTube<sup>®</sup>動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！ （「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェーブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, [chousa-mag@mizuho-rt.co.jp](mailto:chousa-mag@mizuho-rt.co.jp))

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。