

IV. アジア

～景気回復は想定を上回るペース、安定成長に向け慎重に出口を模索～

1. アジア経済全般

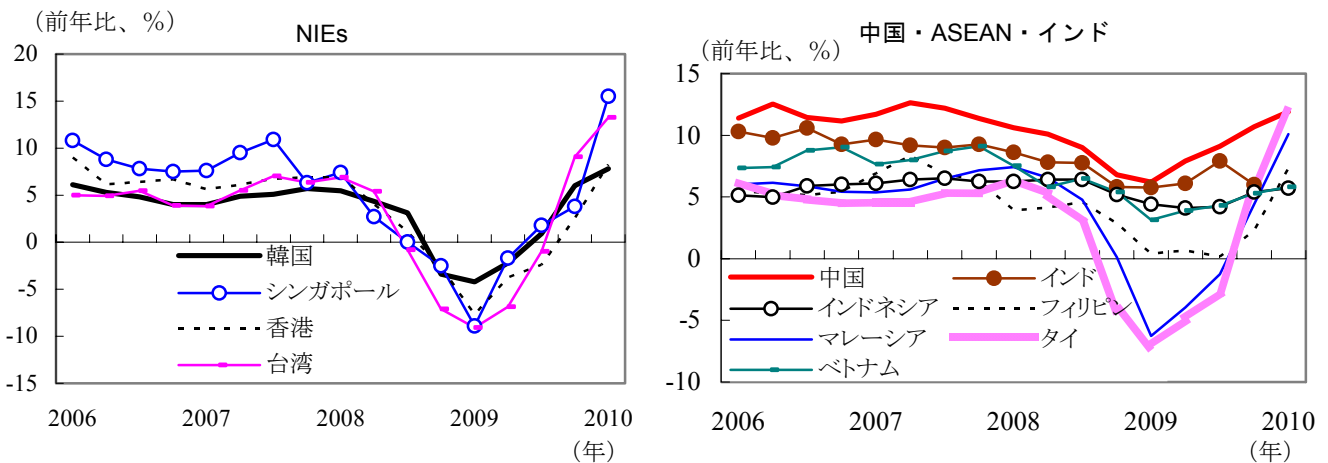
(1) 景気の状態

経済は想定を上回るペースで回復

アジア主要国・地域（日本を除く）の景気は、全体として想定を上回るペースで回復している。中国をはじめ各国における財政・金融両面からの下支えに加え、景況感や雇用・所得環境の改善などを追い風に、個人消費が堅調な拡大を続けているほか、輸出もこれまで回復を主導してきたアジア域内向けに加え、先進国向けも持ち直しつつある。

第1四半期の実質GDP成長率は、中国が前年比11.9%と2期連続の二桁成長を維持したほか、前年の大幅な落ち込みの反動もあり、台湾（同13.3%）、シンガポール（同15.5%）、マレーシア（同10.1%）、タイ（同12.0%）などが二桁の高い伸びを記録した。インドネシア（同5.7%）やベトナム（同5.8%）も堅調な拡大をみせている。

第1図：アジア各国の実質GDPの推移

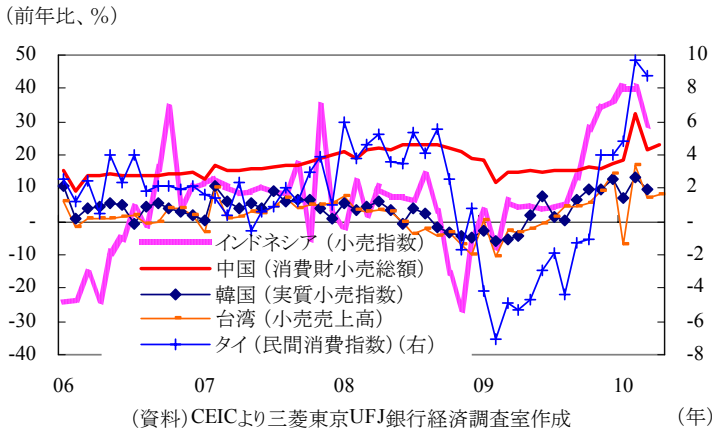


(資料) CEIC より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

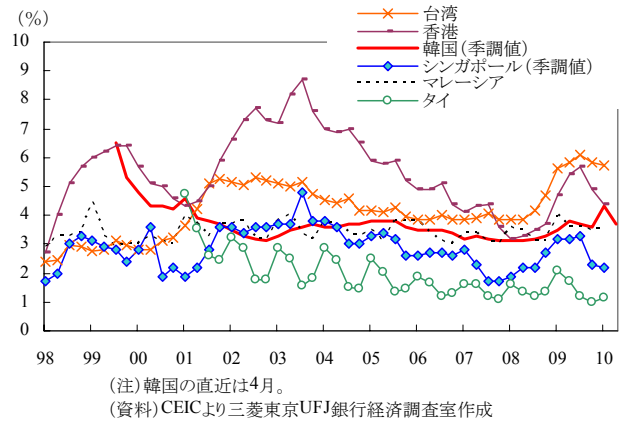
消費は堅調な拡大基調を維持

個人消費は堅調な拡大が続いている。失業率の低下に加え、雇用者数の増加など、雇用・所得環境の改善基調が強まっており、消費者マインドや販売金融環境の改善と併せて民間消費の拡大を下支えしているとみられる。自動車販売については、政府の支援策効果の一巡などを背景に、伸び率こそ鈍化がみられるものの、台数ベースでは概ね高水準を維持している。

第2図：アジア主要国の消費動向



第3図：アジア主要国の失業率



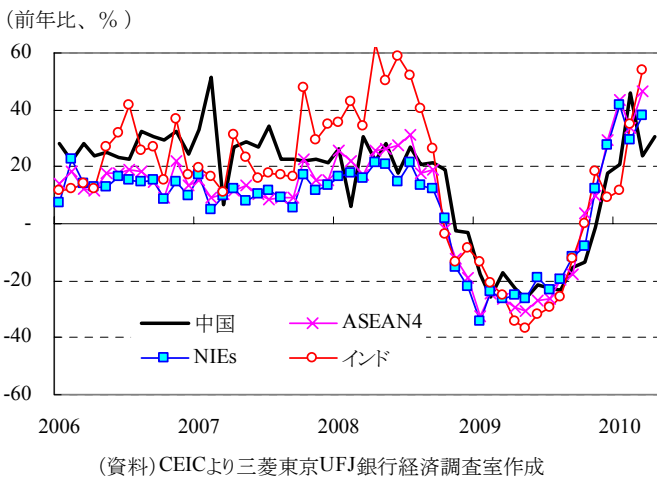
輸出はアジア域内
向けに加え欧米向
けも回復

生産は危機前の水
準までV字回復

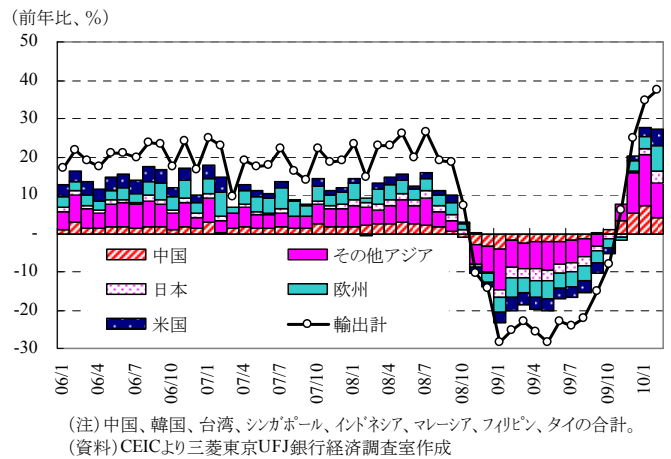
輸出は、前年の落ち込みの反動もあり、足元、前年比二桁の高い伸びが続いている。仕向地別にみると、回復を主導する中国をはじめとするアジア域内向けに加え、欧米など先進国向けも漸くプラスの伸びに転じてきた。品目別では、家電、自動車などの消費財関連に加え、公共投資や民間設備投資の拡大に伴い、資本財関連が拡大している。

内外の需要持ち直しを受け、各国の生産、設備稼働率ともにほぼ危機前の水準を回復し、高水準で推移している。

第4図：アジア各国・地域の輸出動向



第5図：アジアの仕向地別輸出

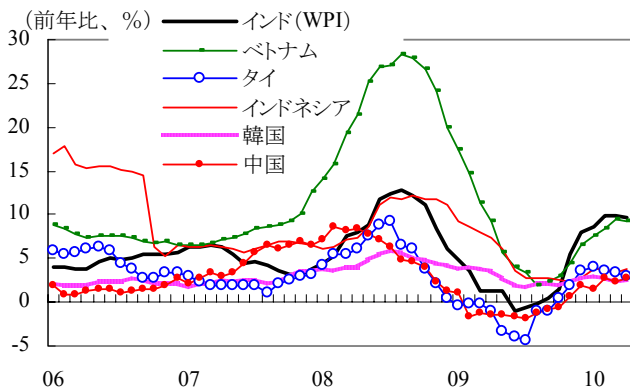


**インフレ圧力は
徐々に高まる方向**

こうしたなか、物価は、食料品価格の安定化、通貨高による輸入インフレ抑制等により、現時点での上昇ペースは概ね緩やかなものにとどまっている。ただし、原材料価格の上昇や景気回復に伴う需給ギャップの縮小などにより、潜在的なインフレ圧力は高まる方向にある。

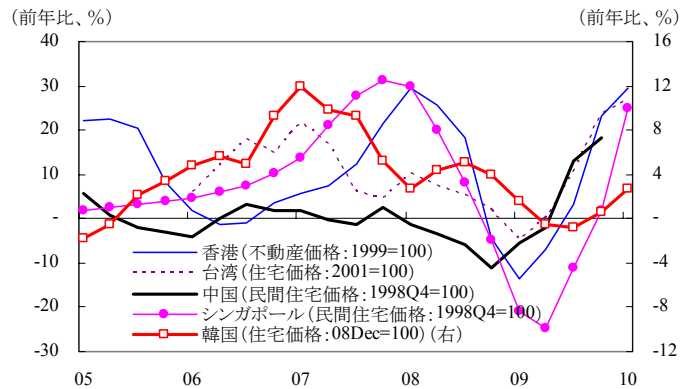
加えて、中国やNIEsでは、これまでの大幅な金融緩和や投資資金の流入などを背景に不動産価格が上昇傾向にあり、昨年以降、各当局は、住宅ローンの頭金比率引き上げや減税幅縮小などにより規制を強化している。

第6図：アジア各国の消費者物価上昇率



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

第7図：アジア主要国の不動産価格



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

2010年はグローバル危機前平均の成長ペースへ加速

今後、アジア経済は、内需の拡大と先進国経済の回復に伴う輸出拡大を追い風に、全体として速いペースでの成長が期待できよう。2010年通年の成長率は、11カ国・地域全体で8.6%とグローバル金融危機前の平均(2003~2007年平均8.9%)に近い水準まで加速すると予想する。年前半は、前年の落ち込みの反動もあり高成長が見込まれる一方、年央以降、2011年にかけて、反動要因の一巡や先進国経済の鈍化に伴い、成長ペースは巡航速度へ回帰しよう。

雇用・所得環境の改善、投資回復などで内需は拡大基調を維持

個人消費については、雇用・所得環境の改善、景況感の改善などを追い風に堅調な拡大が見込まれる。一部では、自動車購入支援策の終了などに伴い、景気対策による押し上げ効果は昨年と比べ縮小するものの、中国では農村部の家電購入補助など消費振興策の拡充、インドでは個人所得税減税など、景気配慮型の経済政策を継続している。また、輸出拡大や業績改善に伴う民間設備投資や公共事業なども景気を下支えしよう。

**金融当局は慎重に
出口を模索**

金融政策については、持続的な安定成長に向け、慎重に出口を模索する局面が続こう。アジア各国の金融当局は、グローバル金融危機後、金融市場の安定化と景気下支えを目的に、市場への大量の流動性供給や大幅な利下げなど積極的な金融緩和を行ったことから、政策金利は過去最低水準まで低下した。しかし、景気回復や潜在的なインフレ圧力の高ま

りなどを受け、過度の金融緩和状態からの修正が徐々に必要となってきた。既に、昨年 12 月のベトナムに続き、今年 3 月にはマレーシアおよびインドが利上げを開始、4 月にはシンガポールも中立政策から引き締め政策に転じた。金利こそ据え置かれているものの、中国では預金準備率の引き上げなど、出口に向けた動きが徐々に進展している。足元、欧州ソブリン問題を契機とする国際金融市場の不安定化などもあり、目先は、企業の資金調達の円滑化や家計の利払い負担の軽減などを最優先に政策運営を行う必要があるものの、景気や物価の動向を見極めつつ、着実に金利正常化を進める必要があるだろう。

(3) 当面のリスク要因

なお、目先、想定した景気見通しを下振れさせるリスク要因としては、インフレ加速と、欧州ソブリン問題を契機とする金融市場の混乱の長期化などがあげられる。

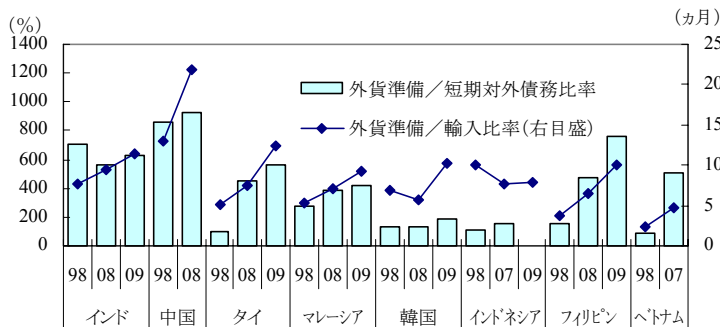
インフレ加速リスク

物価については、原材料価格の上昇に加え、景気回復に伴いインフレ圧力が強まることが予想される。また、過度の金融緩和状態の長期化による資産インフレについても引き続き留意しなければならない。中国や NIEs では、当局の規制強化にもかかわらず、住宅価格の上昇傾向が続いており、とくに中国や香港などでは資産バブルが懸念されている。今後、各国金融当局は、早期引き締めによる景気・金融市場への悪影響と、引き締めの遅れによる資産バブル深刻化リスクとの両方を睨みながら、慎重に出口を模索することになるだろう。

欧州ソブリン問題を契機とする金融市場混乱や輸出の低迷

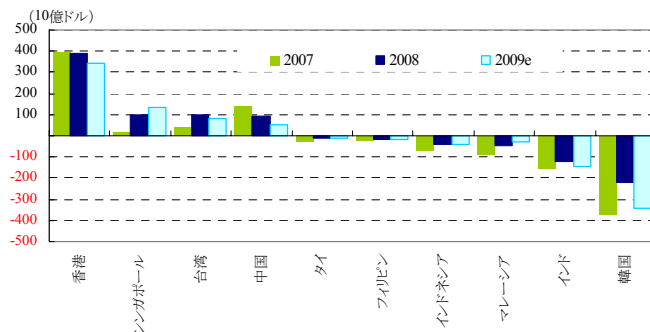
一方、欧州ソブリン問題の影響については、足元、朝鮮半島における地政学的リスクの高まり等と相俟って、リスク回避の動きなどから、アジアでも主要株価や為替相場の調整がみられる。アジア各国とも 1997-98 年のアジア通貨危機当時やリーマンショック前と比べ、債務削減や外貨準備の蓄積などにより対外支払い能力は総じて良好であり、対外支払い能力上の不安は小さい。ただし、2009 年以降、世界的にみて総じて良好なパフォーマンスをみせているアジアでは、海外からの投資資金流入が拡大し、とくに韓国やインドなどでは、海外からの資本流入拡大を背景に民間部門のネットポジションがやや悪化している。急激な資本流出の際には流動性逼迫などを通じ、金融面から内需への下押し圧力となる可能性があるほか、混乱の長期化は、株価下落に伴う逆資産効果や景況感の悪化などを通じて再び内需を冷え込ませる虞がある。また、アジア全体として南欧諸国への輸出割合は大きくないものの、欧州主要国をはじめ世界的な景気悪化に発展する場合には、輸出や投資の低迷を通じて、輸出依存度の高い NIEs を中心に景気への下押し圧力が強まることになるだろう。

第 8 図：アジア主要国の対外支払い能力



(注) インドは年度末(翌年3月)。各国とも2009年は9月末。
インドネシアの対外債務の直近は2007年。
(資料) 各国統計などより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 9 図：アジアの民間部門の対外ポジション



(注) 民間対外資産負債バランスは、資産(証券投資+その他投資のうち銀行)
-負債(証券投資+その他投資のうち銀行)。2009年は、韓国以外は当室推計。
(資料) IMF、IFSなどより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 中長期的なアジア内需拡大に向けた動き

所得水準の向上に伴い、アジアの内需は着実に拡大

世界経済の先行きに不透明感が燻るなか、アジアの内需に対する期待は根強い。実際、世界の名目家計消費に占める各国・地域のシェアをみると、米国や日本のシェアが低下傾向を迎える一方、アジアのシェアは1990年の10%から2008年には16%まで高まっている。所得水準の向上に伴い、自動車や家電製品など耐久消費財の購入や教育・娯楽、その他サービスに対する支出が拡大するなど、消費に広がりが見られる。

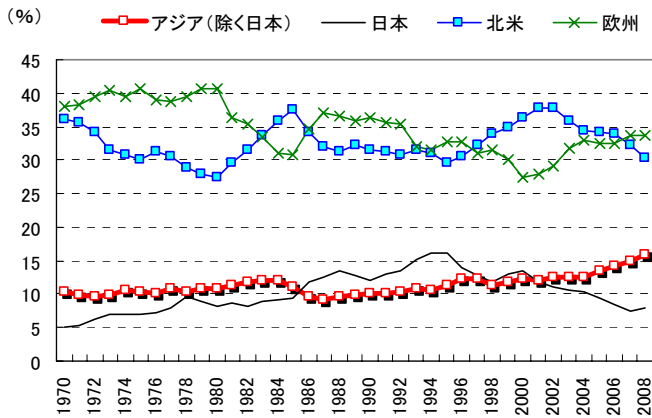
アジアでは今後10年間で総額8兆ドルのインフラ需要

また、アジア各国における内需拡大に加え、貿易自由化に伴う域内における物やサービス取引の活発化に伴い、電力供給や輸送能力の拡大などに向けたインフラ整備が急務となっており、アジアでは、今後2020年までの10年間に総額8兆ドル相当(年間7,300億ドル)のインフラ需要が見込まれている。具体的には、最大のシェアを占める発電所などへの投資を含むエネルギー分野(4兆ドル)をはじめ、空港・港湾・鉄道・道路などの運輸(2.5兆ドル)、水・衛生(3,813億ドル)などがこれに続く。

ハードインフラに加えソフトインフラ整備による域内物流円滑化が課題

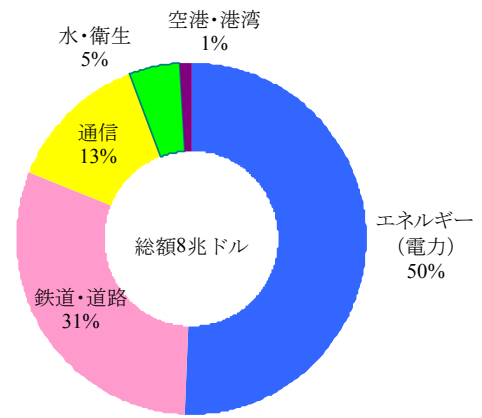
広域インフラ開発で先行するメコン地域では、東西・南北・南部の各経済回廊とも主要な区間については約7割程度完成しているほか、沿線では工業団地や経済区などの開発が始まっており、輸送時間の短縮化や周辺地域経済への波及効果に期待が高まっている。具体的には、東西回廊を利用すれば、海上輸送で通常2週間程度を要するバンコク～ハノイ間が3～4日程度、バンコク～ヤンゴン(ミャンマー)間が、海上輸送で3週間から3日程度への短縮が見込まれる。しかし、実際には、国境での積荷の積み替えや煩雑な通関手続きなどから、輸送時間短縮実現にはまだ課題が多い。今後、中長期的なアジア内需の拡大に向け、ハードインフラの整備にとどまらず、「越境交通協定(Cross Border Transport Agreement: CBTA)」に基づく車両の相互乗り入れやシングル・ストップ化(出入国両側で2度行われる税関や検疫検査を入国側へ統一)などソフトインフラ整備を通じた域内物流の円滑化が不可欠といえよう。

第 10 図：世界の名目家計消費に占めるシェア



(資料)国連統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 図：アジアのインフラ需要 (2010-20 年)



(資料) ADBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 各国・地域の見通し (要約)

各国・地域の見通しの概要は以下の通りである。詳細は、次章以降を参照されたい。

①中国

中国では、第 1 四半期の実質 GDP 成長率が前年比 11.9%と 2 期連続の二桁成長を維持した。アジア域内向けを中心に輸出の大幅増が続く一方、超緩和的な金融政策の修正に伴い、投資過熱に歯止めがかかってきた。

経済の V 字回復が鮮明となるなか、目下の懸案は、インフレ圧力の高まりにある。積極財政・金融緩和に伴う過剰流動性を背景に、当局の投機抑制策にもかかわらず住宅価格の高騰が続いている。

今後を展望すると、インフレ対策により内需過熱は抑制される一方、外需回復により、2010 年の実質 GDP 成長率は 10.2%と前年の 8.7%から加速が予想される。個人消費については、農村部の家電購入補助など消費振興策の拡充や所得増、上海万博の浮揚効果などから、堅調を維持しよう。また、2008 年 7 月以来、2 年近く同水準を保っている人民元の対ドル相場については、今後、上昇再開が予想されるものの、上昇ペースは緩やかにとどまると見込まれることから、輸出の堅調な拡大は維持されよう。

②NIEs

輸出依存度が高い NIEs 諸国・地域では、中国をはじめとするアジア域内向け輸出拡大に伴い、景気は急回復している。台湾やシンガポールなどでは、前年の落ち込みの反動もあり、第 1 四半期には前年比二桁の高成長を記録した。

今後、前年の反動要因の一巡などから成長ペースは鈍化するものの、輸出回復に伴う投資の拡大や、雇用・所得環境の改善に伴う民間消費の回復などを追い風に、景気は堅調を維持し、2010 年通年の実質 GDP 成長率は、前年比 5.9%へ高まると予想する。

③ASEAN

ASEAN4 カ国の経済は、財政・金融両面からの内需下支えに加え外需の回復により、回復傾向が鮮明となっている。第1四半期の実質GDP成長率については、インドネシアが前年比5.7%と堅調に推移したほか、輸出依存度の高いマレーシアやタイでは前年の落ち込みの反動もあり二桁の高成長を記録した。

今後、内外の需要回復を追い風に景気は堅調に推移し、2010年通年の成長率は前年比5.7%へ加速すると予想する。

④インド

インド経済は、政府の景気刺激策や先行き不透明感の後退に伴う景況感の改善などを背景に、内需を中心に回復傾向が鮮明となっている。景気の回復傾向が強まるなか、インフレ懸念の強まりを受け、中銀は3月に利上げに踏み切るなど、金融引き締めを強化している。

今後、2011年度にかけて、インド経済は内需の拡大を牽引役に8%台の高成長が見込まれる。モンスーン期(6~9月)における良好な降雨は農業生産や食料品価格の安定にプラスに寄与しよう。

(中村 明、福地 亜希)

第1表：アジア経済見通し総括表

GDP規模		実質経済成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支(億ドル)		
		2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
2008/biUS\$										
中国	4,909	8.7	10.2	9.1	▲0.7	3.0	2.6	2,971	2,551	2,449
韓国	833	0.2	5.2	4.0	2.8	3.3	3.0	427	307	264
台湾	379	▲1.9	6.4	4.2	▲0.9	1.3	1.7	421	365	311
香港	211	▲2.7	5.7	4.4	0.5	2.2	2.6	184	204	217
シンガポール	177	▲1.3	8.2	5.1	0.6	3.0	2.5	324	320	300
NIEs	1,599	▲0.8	5.9	4.2	1.4	2.6	2.6	1,356	1,196	1,092
インドネシア	539	4.5	6.0	5.8	4.8	5.0	5.0	107	90	70
マレーシア	191	▲1.7	6.5	5.0	0.6	2.5	2.0	320	330	320
タイ	264	▲2.3	4.8	4.6	▲0.8	3.8	3.2	203	118	87
フィリピン	161	0.9	4.9	4.5	3.2	5.1	4.7	86	67	63
ASEAN4	1,156	1.4	5.7	5.2	2.6	4.3	4.1	715	605	540
インド	1,236	6.9	8.4	8.2	12.3	8.2	4.5	▲253	▲266	▲287
アジア10カ国・地域	8,900	5.8	8.6	7.6	1.9	3.8	3.0	4,789	4,086	3,795
ベトナム	92	5.3	6.3	6.2	6.9	9.8	8.5	▲75	▲85	▲75
アジア11カ国・地域	8,992	5.8	8.6	7.6	2.0	3.9	3.1	4,714	4,001	3,720

(注)インドは年度(4月~3月)ベース。

2. 中国

(1) 現状

2 四半期連続の二 桁成長

中国では二桁成長が続いている。第1四半期の実質GDP成長率は前年比11.9%と前期(10.7%)から一段と伸びを高めた。内訳をみると、消費が堅調に推移するなか、外需寄与度のマイナス幅が前期の▲4.5%から▲1.2%へと大幅に縮小した。一方、金融の超緩和状態を修正する出口戦略が着実に進められるなかで、投資の過熱には歯止めがかかっている。

輸出の大幅な反動 増続くも、労働集約 型製品の回復力に 陰り

足元までの経済実績をより詳細にみていこう。輸出は昨年12月に前年比で1年2カ月振りに増加に転じ、2010年に入っても、毎月、同+20%超と大幅な反動増を持続している。地域別でみると、主要輸出先向けは全般に好調ながら、ASEAN、NIEs向け伸びは、日米欧向けを凌いでおり、アジア経済圏の景気拡大の勢いを窺わせる。なお、商品別でみると、全体の6割を占める機械・電気機器の増加が顕著であるのに対し、繊維・アパレル、靴など労働集約型製品の回復力は限定的で、賃金上昇や労働者不足の影響を感じさせる。

出口政策に伴う貸 出抑制で、投資過熱 に歯止め

投資(都市部)は1~4月で前年比+26.1%となっており、前年の第2~第3四半期(同+34.4%)のような過熱感はない。その裏側にある貸出動向をみると、1月には、銀行が先行きの引き締め強化への警戒感から新規貸出額を1兆3,934億元と急増させたが、当局が預金準備率の引き上げ、資金吸収オペレーション、窓口指導の強化で対応し、その後3カ月の平均額は6,616億元とほぼ半減した。

政策効果もあり、自 動車、家電は引き続 き消費の牽引役

消費は1~4月で前年比+18.1%と安定成長を続けている。商品別でみると、購買振興策の恩恵を受ける自動車、家電などに加え、宝飾品、家具なども前年比で30%を超える活況を呈している。小型車減税策は継続されているものの、本年から減税幅は圧縮されたことから、地場メーカーには悪影響が出た一方、外資系メーカーは堅調を維持している模様である。家電については、農村部の購入補助(13%)が対象品の価格上限引き上げなどでテコ入れされたため、利用額が417億元の前年比5.1倍と急増した。また、都市部の家電買い替え補助(10%)についても、江蘇、浙江、山東、広東、北京、上海、天津、福州、長沙という4省5都市限定の試験実施ながら同期間に260億元の実績を上げた。この2つの消費振興策に基づく購入額の合計は家電販売額の約6割に達している。

こうして経済成長面のV字回復が鮮明となった中国において、目下の懸案は、積極財政・金融緩和がもたらした過剰流動性に伴うインフレ圧力にある。とくに住宅価格については、昨年12月から投機抑制策が相次いで導入されたにもかかわらず、4月時点で前年比+12.8%の高騰を続け、入手困難となった一般国民の強い不満を喚起している。もっとも、4月17日には、住宅ローンに関する頭金比率や金利の引き上げを含む新規規制が発表され、直後に、不動産株を中心に株価全般が急落し、また、

住宅価格高騰を筆頭に懸念されるインフレ圧力

5月の連休には大都市における不動産取引が急減との報道が出た。ただし、これまでのところ、不動産価格への影響は限定的で、上海では、より価格抑制効果が高い不動産保有税導入の可能性も報じられている。

消費者物価についても、食料品価格と住居費に主導され、4月には前年比上昇率が2.8%と2010年通年の目標値である3%に近付いている。食料インフレには、早魃に加え、それによる不作を見込んだ投機マネーの流入も指摘されている。最終製品段階では過大な生産能力に伴う供給過剰圧力が価格上昇を抑えると考えられるものの、資源価格の上昇基調もあり、当局の危機感は高まりつつある。

(2) 見通し

出口政策の焦点となる人民元相場と金利の引き上げ

2010年の経済運営方針には「安定成長、構造調整、インフレ期待の管理」が掲げられているが、足元の経済情勢は、とりわけ、インフレ対応の出口政策の強化を促すものとなっている。その焦点は、人民元相場と金利の引き上げであろう。

人民元の対ドル相場は2008年7月以来、2年近くも同水準を保っているが、そのために人民銀行（中央銀行）は大規模なドル買い・人民元売り、さらには、これに伴い国内に放出した人民元を吸収する不胎化介入を余儀なくされている。しかし、吸収しきれず、過剰流動性を生み出す一因となっていると考えられている。

米国との摩擦も念頭に置く必要がある。米財務省は4月15日に為替政策報告書（半年に1度）を公表する予定であったが、米議会から中国の為替操作国への認定に向けて強い働きかけがあるなか、直前に延期した。さらに、5月24～25日の米中戦略・経済対話では、人民元問題に関し、6月下旬のG20サミットに向けての協議継続を確認するにとどまった模様である。しかし、米政府の立場からすれば、数カ月のうちに人民元上昇が再開されなければ、為替操作国の認定を回避することは困難となるだろう。

人民元上昇はあるも、海外需要の回復に伴う輸出拡大基調は不変

輸出はこれまでのところ急回復し、人民元上昇の環境を整える方向に向かっているが、欧州ソブリン問題の広がりにより、商務部を中心に輸出への影響を見定めようとする思惑が強まっている。賃金上昇、対中輸入規制の強化など他にも輸出への下押し要因が存在するだけに慎重になるのは当然ながら、中間選挙を前にヒートアップする米政府・議会の対中圧力を考慮すれば残された時間はさほど長くなかろう。ただし、人民元の上昇ペースは緩やかにとどまると見込まれる以上、海外需要の回復が維持されるという前提に基づけば、輸出の堅調な拡大は継続されよう。

利上げの可能性も高まっている。米国の利上げ前の単独利上げは外国からのホットマネー流入を助長する恐れもあり、資本流入規制を強化す

る必要も出てこようが、今後、消費者物価上昇率が目標値を超えて、上昇を続けるため、放置できなくなるとみられる。主要な金融コントロール手法の一つである預金準備率操作に関し、大手銀行については17%

(中小銀行は15%)と過去最高水準(17.5%)に近付いており、引き上げ余地が乏しくなっているという事情もある。中国では、金利水準は名目成長率よりはるかに低く、総じて企業の金利感応度は低いと考えられるが、2007年には度重なる利上げに続いて厳しい総量規制が導入されたことからすれば、相応のシグナル効果は期待できよう。

小幅利上げはあっても、投資腰折れの可能性は低い

利上げはあっても、景気に配慮して、小幅にとどまる見込みであることから、投資が大きく腰折れる可能性は低い。また、本年の政策方針の一つである構造調整が進むなかで、最新・大規模設備の導入余地は確保されている。例えば、大手国有鉄鋼メーカー宝鋼集団の設備投資計画は昨年から認可が下りず、延期されていたが、企業の統廃合が進んだという理由で5月に認可された。

こうした動きには再度の設備過剰を危惧する声もあるが、本年も小規模・旧式設備の廃棄は進む見込みである。第11次5カ年計画(2006～2010年)は、政府が必ず実現しなければならない拘束性目標として、GDP当りのエネルギー消費量を2005年比▲20%減少させるという省エネ目標を掲げたが、2009年時点で▲14.4%と達成が疑問視される水準にある。そこで、中央政府は目標達成のために、5月に、地方政府、大企業、行政部門などの責任追及を掲げつつ、新たに火力発電、製鉄、製鋼などの生産能力削減を促す通知を発表している。

むしろ、最近の業界再編は、政府主導で、大規模国有企業がより効率の高い中堅企業を吸収するという形を取ることが多く、「国進民退(国有企業の進展と民間企業の退潮)」による経済効率の低下の恐れが指摘されているという問題に留意しておきたい。

振興策、所得増、万博の浮揚効果などから、消費堅調

消費についても、振興策、所得増、万博の浮揚効果などから、堅調を維持しよう。政策面では、農村部の家電購入補助は都市部との格差是正も視野に入れた2013年1月までの長期政策であり、都市部の家電買い替えについては、試行期間は5月で終了するものの、その後も試行地域では継続され、廃家電回収面での条件が整った地域に漸次拡大される予定である。所得面では、沿海部を中心に労働需給逼迫が再燃したことから、各地で最低賃金が1～2割と大幅に引き上げられている。さらに、5月から開催されている上海万博は足元の来客数が予想を大きく下回っていると報じられているが、初の万博によるマインド面の高揚も考慮すれば、一定の浮揚効果は見込めよう。

以上を総合すれば、インフレ対策の下、内需過熱は抑制される一方、反動増も含めた輸出急回復により、外需のマイナス幅が前年に比べ大幅に圧縮されることから、2010年の実質GDP成長率は10.2%と前年の

8.7%に比べ、顕著な景気加速が予想される。2011年には、輸出に2010年ほどの伸びは見込めず、また、内需面では持続的成長のための構造調整が進められるなかで9.1%と減速が見込まれる。

(3) リスクシナリオ

欧州ソブリン問題の深刻化による輸出悪化も内需拡大でカバー可能

過剰融資で支えられた過剰投資問題の肥大化には要注意

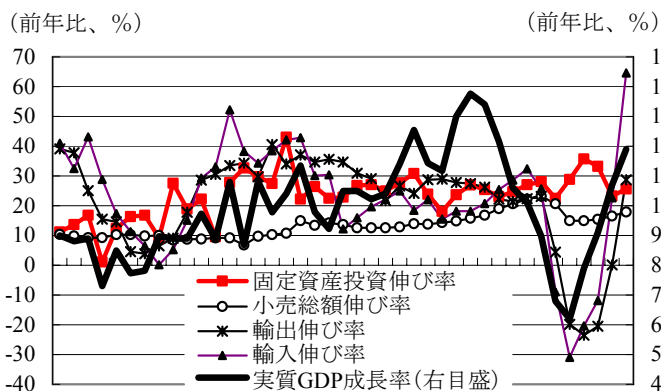
欧州ソブリン問題が深刻化し、欧州域外の実体経済にもダメージが広がるような局面では、中国の輸出が再び悪化する可能性は否定できない。リーマンショック後の展開を回想すれば、当然、成長を下押そうが、その場合でも、中国には財政政策を通じた内需拡大で下支える余地はある。

もっとも、これに伴い、国内問題が肥大化する恐れがある。すでに、危機対策として導入された4兆元の内需拡大策の下で、地方政府傘下の投資会社向け融資が急増し、不良債権化への懸念が膨らんでいる。銀行業監督管理委員会の劉明康主席によれば、2009年末で融資残高は7.38兆元に達する。4兆元対策は、中央財政による支出が1.18兆元にとどまり、残りは地方政府・企業の投資に期待するという点で、そもそも、過剰融資に支えられた過剰投資を誘発するリスクを孕むものであった。

輸送等のインフラ整備に投下され、将来的な発展の基盤整備に寄与する部分もあろうし、中国は相対的に財政の健全性が高いことから、仮に7.38兆元を財政でカバーした場合でも、政府債務残高はGDP比40%前後とOECD平均(80%)を大幅に下回ると推測される。しかし、内需下支えのための過剰投資を繰り返せば、財政で尻拭いする余力がなくなってくることは論を待たない。

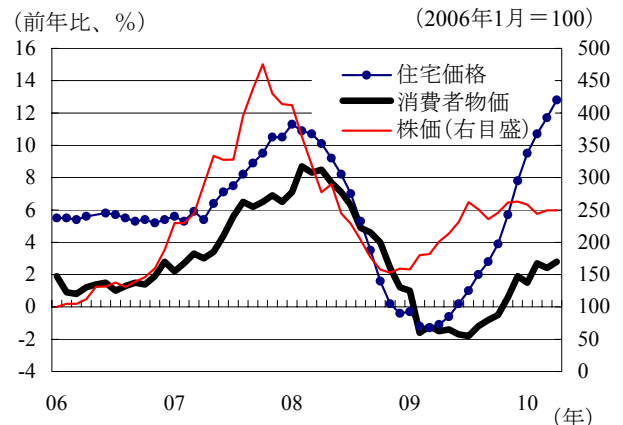
(萩原 陽子)

第12図：中国の成長関連指標



(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

第13図：中国の物価と資産価格



(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. NIEs

(1) 韓国

現状：内外需ともに回復傾向が鮮明化

韓国経済は、回復傾向が鮮明となっている。第1四半期の実質GDP成長率（速報値）は前期比1.8%と前期（同0.2%）から加速、前年比では7.8%と約7年ぶりの高成長を記録した。純輸出による押し上げ効果が縮小する一方、低金利の継続や雇用環境の改善などを追い風に民間消費が拡大するなど回復の裾野が広がりつつある。

月次の指標では、鉱工業生産指数が2009年11月以来前年比二桁増を維持しているほか、製造業平均稼働率が80%超と高水準で推移するなど拡大基調が続いている。また、輸出は、2009年11月以来前年比二桁増が続いており、4月には中国をはじめアジア域内向けに加え、欧米向けの回復を受け、399億ドル（前年比+31.5%）と単月では2008年7月（410億ドル）に次いで過去2番目に多い輸出額を記録した。

輸出拡大に伴い雇用・所得環境も改善の動き

さらに足元、回復が遅れていた雇用環境も急速に改善に向かっている。4月の就業者数は前年比+40万人と2005年8月以来の大幅増を記録、失業率（季節調整値）も1月の4.8%をピークに3月には3.7%まで低下した。また、第1四半期の所得は、名目ベースで前年比+7.3%、実質ベースでは同+4.4%と、いずれも2007年第3四半期以来の増加幅となった。

物価は安定推移

消費者物価上昇率は、食料品や燃料価格の上昇を背景に4月は前年比2.6%（前月：同2.3%）へ伸びが高まった。ただし、農産物・石油等を除くコアインフレ率は同1.5%と安定基調を維持している。不動産価格は、昨年政府による規制強化などにより、比較的落ち着いた動きとなっているものの、首都圏を中心に緩やかな上昇傾向がみられる。

見通し：成長率は5%台へ加速

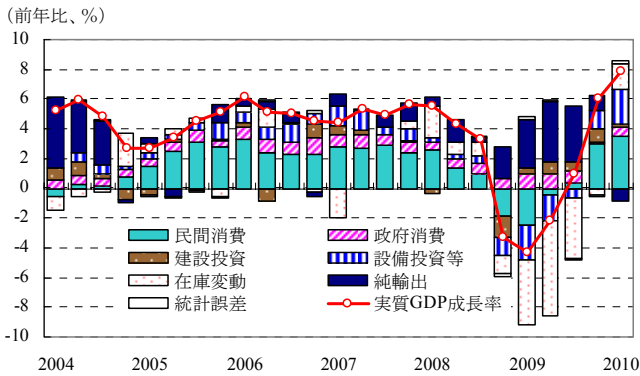
今後、韓国経済は、前年の大幅な落ち込みの反動要因の一巡などから、成長ペースは低下が予想されるものの、内外の需要回復を追い風に拡大基調が続き、2010年通年では前年比5%台の成長率が見込まれる。個人消費は、自動車購入支援策の効果の一巡などが下押し圧力となる可能性があるものの、景況感や雇用・所得環境の改善、景気に配慮した財政政策の継続などが下支えしよう。2011年には、中国や米国など主要国の景気拡大ペース鈍化に伴う輸出の伸びの低下により、成長率は4%台へ低下しよう。

中銀は慎重に出口を模索

景気回復傾向が鮮明となるなか、韓国銀行（中央銀行）は、欧州ソブリン問題や朝鮮半島における緊張の高まりに起因する金融市場の不安定化もあり、政策金利を過去最低水準の2.0%で据え置いている。しかし、今後、景気回復と原材料価格の上昇などに伴いインフレ圧力が高まることと予想されるため、物価と国際金融市場の動向などを見極めつつ、慎重に出口を模索する展開となろう。

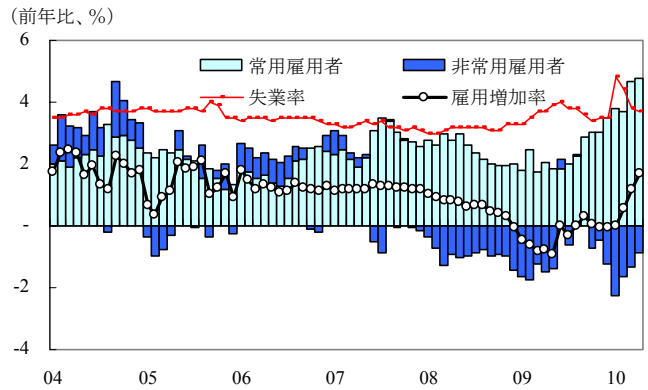
（福地 亜希）

第 14 図：韓国の実質 GDP 成長率



(資料) 韓国銀行より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 15 図：韓国の雇用情勢



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

現状：輸出急回復により成長率は過去30年の最高水準

台湾では輸出主導で景気が急回復している。第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 13.3%と前期（同 9.1%）から一段と高まり、過去 30 年で最高の伸びとなった。

輸出は同+42.2%と前年同期が同▲26.9%まで落ち込んでいた反動もあり、大幅な上昇となった。中国経済が輸出・内需ともに盛り上がるなか、半導体、液晶を中心に台湾からの調達を活発化させた結果、中国向けは同+94.6%とほぼ倍増の勢いとなった。輸出急回復を受けて、民間投資の伸びも同+37.1%まで高まった。加えて、在庫も昨年中は大幅な調整でマイナスに寄与してきたが、第 1 四半期には積み増しに転じ、5.1%のプラス寄与となった。

一方、消費は前期の同+5.8%から同+3.0%へと減速した。前期は、小型車減税の年末期限切れを前にした駆け込み需要で押し上げられた側面が大きかった。加えて、失業率は 2009 年 7～8 月の 6.1%という過去最高から低下したとはいえ、4 月時点でも 5.4%にとどまるなど、雇用情勢の改善も遅れている。

消費者物価は 2010 年に入り、前年比で上昇に転じたが、4 月時点でも 1.3%と安定水準を保っている。これに対し、住宅価格にはバブル懸念が生じているが、当局は、価格高騰は台北など一定地域に限定されているとの認識から、地域を限定した不動産増税や預金準備率の引き上げなどを検討している。失業率が本年の目標である 4.9%を依然として上回っていることから、利上げを急ぐ気運には乏しい。

住宅バブルの懸念もあるも、雇用情勢の不冴えが利上げを牽制

見通し：輸出拡大により堅調な景気回復

第 1 四半期のような高成長は維持できないとはいえ、今後も、景気回復は持続しよう。輸出は海外景気の回復と前年のマイナス成長のベース効果で顕著な拡大が見込まれる。とくに、中台間の経済関係緊密化による恩恵が期待される。馬英九政権は、経済協力枠組み協定（ECFA）の 6 月締結を目指し、交渉を進めている。3 月 31 日～4 月 1 日にかけての第

2 回協議では、早期に関税を引き下げるアーリーハーベスト項目の絞込みで一致したが、台湾側は中国と ASEAN との FTA によって台湾企業が不利になっている分野を優先することから、日本・韓国などと競合する液晶パネルについては先送りするとみられている。それでも、中国側が台湾経済のテコ入れを念頭に台湾企業からの調達を優先する最近のスタンスに変わりはない。

企業は、輸出減少に先行して 2008 年第 2 四半期から 5 四半期に渡り、大幅な投資圧縮を進めてきただけに、輸出回復の下での投資拡大に弾みがつくと予想される。すでに、半導体業界では、規制緩和を受けて、対中投資を増やすのみならず、台湾域内でも大型投資を進める動きが顕著である。一方、景気拡大に伴い、雇用情勢の改善が進もうが、前年の自動車減税による押し上げ効果の剥落などから、消費は小幅加速にとどまろう。

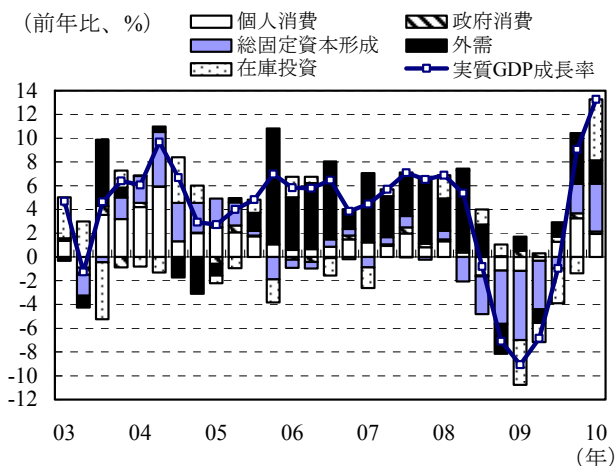
以上を踏まえれば、2010 年の実質 GDP 成長率は前年比 6.4% と前年の同▲1.9% から顕著な回復が予想される。2011 年には、前年に比べ、輸出の推進力が低下し、これに伴い、投資も減速に向かうことから、同 4.2% までの低下が見込まれる。

リスク要因は、欧州ソブリン問題の深刻化と中台関係強化への市民の不安

なお、欧州ソブリン問題が世界的な景気悪化に発展する場合には、輸出依存度の高い台湾経済に、輸出のみならず、投資減退、在庫調整を含めた景気後退リスクをもたらそう。また、馬政権発足以来の急速な中台関係強化に対しては、13 億人市場へのアクセスが容易になる台湾企業の期待と裏腹に、政治的統合に対する台湾市民の不安が高まっており、野党には ECFA に対し、住民投票を要求する動きもある。民意次第では、中国市場を取り込むメリットが限定される可能性にも留意しておきたい。

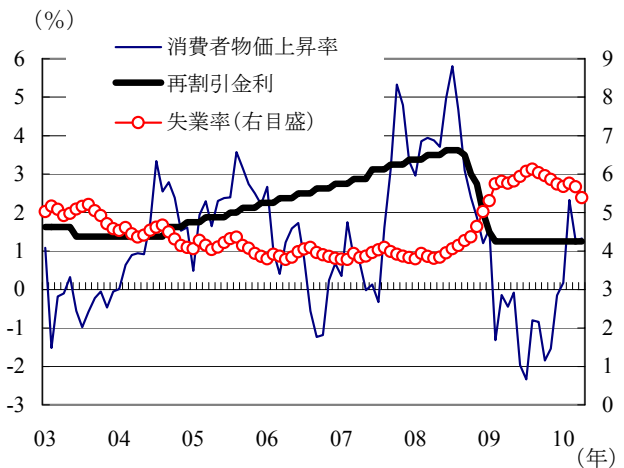
(萩原 陽子)

第 16 図：台湾の実質 GDP 成長率



(資料) CEIC より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第 17 図：台湾の物価・金利・雇用



(資料) CEIC 等より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

(3) 香港

現状：輸出急回復により大幅な成長加速

香港では、第1四半期の実質GDP成長率が前年比8.2%と前期（同2.5%）から大きく加速した。その牽引役は財輸出で、前期の同▲1.9%から同+25.0%へと急増に転じた。もっとも中国を中心にアジア向けが同+37.4%と伸びたのに対し、米国向けは同+4.3%、EU向けは▲0.9%と低迷を脱していない。

個人消費も前期の同+4.8%から同+6.5%まで伸びを高めた。景気が急拡大したことで雇用・所得環境は改善しており、失業率は昨年夏場の5.4%のピークから3月時点で4.4%まで低下している。海外旅行客が前期の同+9.0%から同+16.5%と増加したこともプラス要因であった。先行して回復した中国人旅行客に加え、欧米、東南アジアからの旅行客も前年比+10%前後と盛り返した。

総固定資本形成は、香港－珠海－マカオ大橋建設など大型プロジェクトを中心とした公共投資に加え、危機下で冷え込んだ民間部門の設備投資が急回復しており、同+10.5%と前期に引き続き、二桁増加となった。

不動産バブルへの対策は不十分

なお、香港の不動産価格は、中国人投資家の旺盛な購入意欲もあり、2009年中に約30%も上昇し、不動産バブルが問題視されている。そこで、当局は、2,000万香港ドル以上の高級物件に限定して、まず、昨年10月には頭金比率を引き上げ（30→40%）、次いで、本年度予算案では、取引に係る印紙税率を引き上げたが（3.75→4.25%、4月実施）、不動産価格抑制策は不十分とみる向きが少なくない。

見通し：中国効果と政策効果の下、堅調に成長

香港では、反動増で大きく押し上げられた第1四半期をピークに成長率は低下しようが、安定回復は続く予想される。中国の輸出の急回復基調を受けて、中国製品の仲介貿易センターである香港の輸出も堅調な回復が持続しよう。これに伴い、投資、消費にも好影響が見込まれる。

また、2010年度予算では、回復の基盤固めや経済発展を念頭に、インフラ投資や減税措置が拡充され、景気・所得を下支える計画となっている。さらに、中国经济との一体化も一段と進展する見込みである。香港が2004年に初めて中国と経済協力協定（CEPA）を締結して以来、毎年、中国市場開放策が拡充されているが、加えて、4月には、広東省との間でも連携枠組み協定を締結し、インフラ、産業、医療、教育など多方面での連携を通じて、広東省、香港、マカオで形成される大珠江デルタの競争力強化を目指すこととなった。

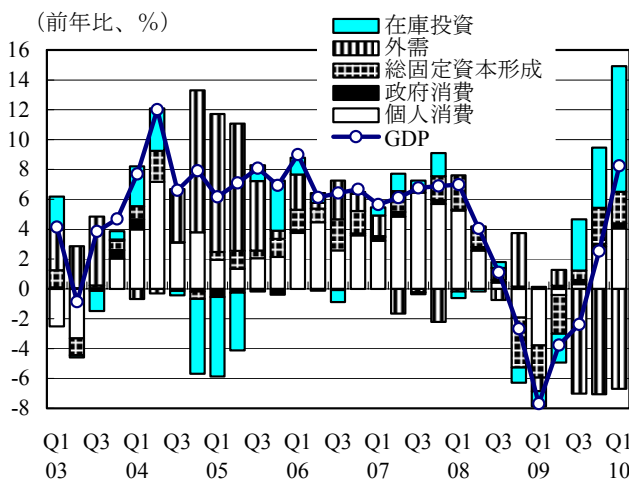
これらを考え合わせれば、2010年通年の実質GDP成長率は前年比5.7%と前年の▲2.8%のマイナス成長から回復する見込みである。2011年には、反動増による押し上げ効果の剥落に加え、中国の景気も減速するなかで、香港の成長率も4.4%への減速が予想される。

なお、欧州ソブリン問題が中国经济に与える悪影響が大きくなれば、勢

い、香港経済にも大きなダメージを与えることになる。また、国際金融センターである香港にとっては、世界的な金融・資本市場の動揺の余波も軽視できない。巨額の資本流出による不動産バブルの崩壊、株価のさらなる下落などがあれば、小規模経済だけに逆資産効果のダメージは大きく、注意を要する。

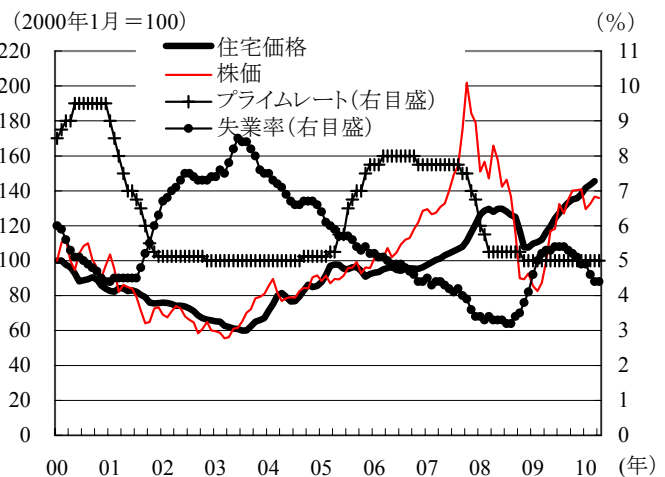
(萩原 陽子)

第 18 図：香港の実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 19 図：香港の雇用と資産価格



(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) シンガポール

現状：第 1 四半期の成長率は過去最大の伸び率を記録

シンガポール経済は急回復している。2010 年第四半期の実質 GDP 成長率は前年比 15.5%と過去最大の伸び率を記録した。景気の牽引役は製造業（同+32.9%）で、世界的な半導体販売の好調を受けエレクトロニクス部門が拡大したことに加え、医薬品などバイオ部門が引き続き好調であった。

雇用環境の改善を背景に消費は高い伸び

需要項目別にみると、雇用環境の改善を背景に民間消費は前年比 +5.7%と高い伸びとなった。第 1 四半期の失業率（季節調整値）は 2.2%と前期（2.3%）から一段と低下、雇用者数は前期比+34.0 千人と前期（同+37.5 千人）に続き大幅に増加した。また、総固定資本形成（同+12.7%）は建設投資、設備投資ともに二桁増となった。他方、低迷が続いていた外需は電子部門の回復を背景に急回復した。第 1 四半期の非石油地場輸出（NODX）は、前年比+23.2%と大幅に伸長した。

住宅価格は直近ピークに迫る水準まで上昇

第 1 四半期の民間住宅価格は前期比+5.6%と前期（同+7.4%）から鈍化したものの、3 四半期連続でプラスとなった。直近ボトム（2009 年第 2 四半期）からの上昇幅は 31%に達し、価格は直近ピーク（2008 年第 2 四半期）の水準に迫った。

MAS は通貨高政策へ変更

物価は上昇傾向にある。4 月の消費者物価上昇率は前年比+3.2%と約 1 年ぶりの高い伸びとなった。インフレ圧力の高まりを受け、シンガポ

ル通貨庁 (MAS) は 4 月の金融政策方針で、中立政策から通貨高政策 (引き締め政策) へ変更した。

見通し : 2010 年の成長率は 8.2% へ加速

シンガポール経済は、経済の柱である外需の回復が持続することに加え、投資が堅調に推移すること、所得の拡大により民間消費の高い伸びが期待できることから、2010 年の成長率は 8.2% まで加速すると予想する。2011 年の成長率は前年の高成長の反動で鈍化するものの、5% 台の巡航速度を維持する見込みである。

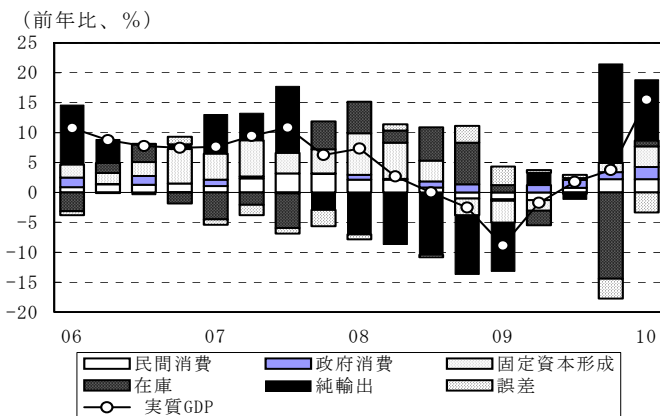
住宅バブルに発展する可能性は大きくない

政府が 2 度にわたり住宅市場安定化策を打ち出したにもかかわらず、住宅価格は上昇が続いているが、高級物件への投機が価格を押し上げた 2007 年の住宅ブームと異なり、今回は中級物件の実需が中心であり、現時点でバブルに発展する可能性は大きくないだろう。もっとも、中国の不動産市場が大幅な調整に見舞われた場合や欧州ソブリン危機の影響で世界の金融市場の混乱が拡大した場合は、調整リスクが高まるであろう。

公団住宅 (HDB) の評価額引き上げや賃金の上昇によりインフレ圧力は高まっているが、MAS が通貨高政策に転じたことから大幅なインフレは回避できる見込みである。2010 年の消費者物価上昇率は 3.0%、2011 年は 2.5% と予想する。

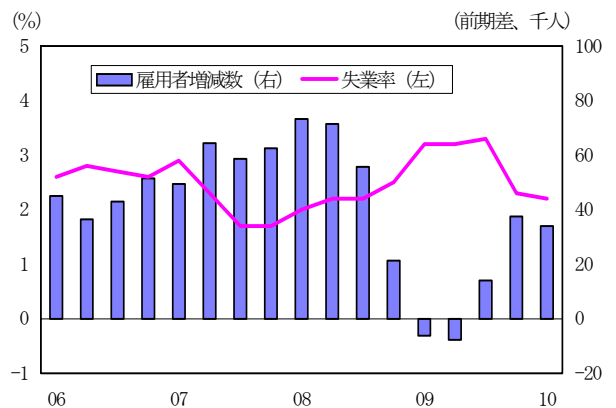
(シンガポール駐在 竹島 慎吾)

第 20 図 : シンガポールの実質 GDP 成長率



(資料) 通産省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 21 図 : シンガポールの雇用動向



(資料) 人材開発省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. ASEAN

(1) インドネシア

現状：第 1 四半期の成長率は5.7%へ加速

インドネシア経済は内需主導で成長ペースが加速している。2010 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 5.7%と前期（同 5.4%）から伸びが高まった。

需要項目別にみると、内需は良好な消費者マインドを背景に民間消費（同+3.9%）が底堅く推移したことに加え、設備投資の回復を受け総固定資本形成（同+7.9%）の伸びが高まった。他方、外需は海外経済の回復を受け、輸出（同+19.5%）、輸入（同+22.6%）ともに伸びが加速した。この結果、外需の寄与度（+1.0%）は前期（+1.2%）並みとなった。

中銀は物価の安定を受け政策金利を据え置き

消費者物価上昇率は 1 月以降、食品価格の上昇を受け 3%台へ加速したが、ルピア高の進行により輸入物価が低下したことから、中銀の目標（4%～6%）を下回る水準で推移している。中銀は物価が落ち着いていることから、昨年 9 月以降 9 カ月連続で政策金利を 6.5%で据え置いている。

見通し：内需が牽引役、2011 年にかけても景気は堅調

2010 年のインドネシア経済は、消費や投資など内需が牽引役となり、成長率は前年の 4.5%から 6.0%へ加速すると予想する。2011 年は米国など先進国経済の成長ペースが鈍化することに伴い輸出の伸びは小幅鈍化するものの、内需は引き続き底堅く推移することから、成長率は 5.8%と ASEAN4 カ国の中で最も高い成長率となろう。

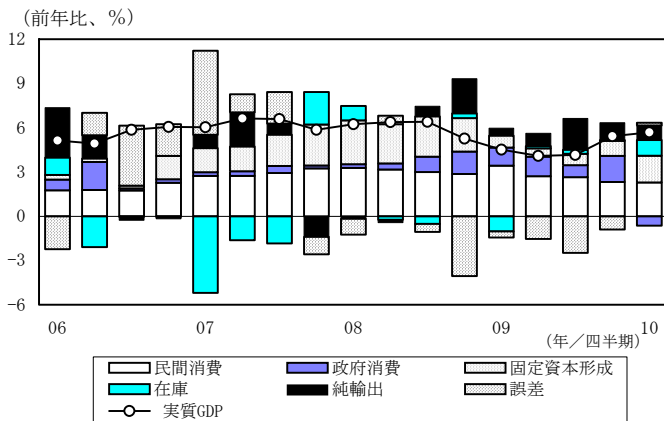
消費は良好な消費者マインドを背景に堅調が持続する見込みである。4 月の消費者信頼感指数は 110.7 ポイントと「楽観」と「悲観」の分岐点である 100 ポイントを 13 カ月連続で上回った。なかでも、6 カ月先の所得の見通しを示す期待指数が高水準を維持しており、所得の先行きに対する楽観的な見方が続いている。この背景には、①失業率が低下傾向にあること（2 月の失業率は 7.41%、昨年 8 月の 7.87%から低下）、②商品価格が高値圏で推移していることから、農村部を中心に農業収入の拡大期待が高いこと、などがある。また、投資は生産・輸出の回復傾向が鮮明となっていることから、企業の設備投資は勢いを増すであろう。

中銀は早期利上げに慎重姿勢

物価は食料品価格は上昇傾向にあるものの、ルピア高の進行により安定推移が見込まれる。2010 年の消費者物価上昇率は前年比 5.0%と中銀の目標レンジ内にとどまると予想する。中銀は物価の安定を背景に早期利上げには慎重な姿勢を示しているが、政策金利は歴史的な低水準にあることから、インフレの兆候が生じた場合、金利正常化に向け早めに利上げに踏み切る可能性があるだろう。

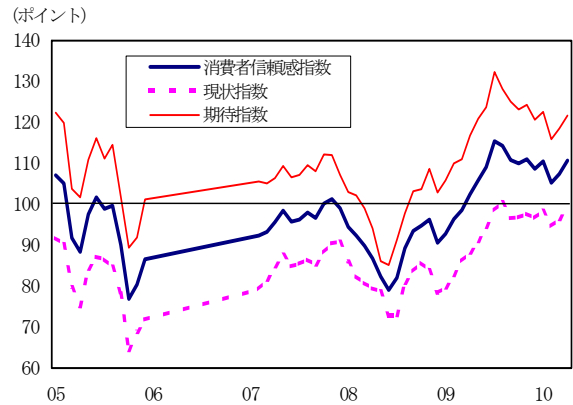
（シンガポール駐在 竹島 慎吾）

第 22 図：インドネシアの実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 23 図：インドネシアの消費者マインド



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) マレーシア

現状：第 1 四半期は 10 年ぶりの二桁成長

マレーシア経済は急回復している。2010 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 10.1%と 10 年ぶりの二桁成長となった。物価の安定や雇用環境の改善を受け、民間消費（同+5.1%）が大幅に加速したことに加え、公共投資の拡大を背景に総固定資本形成（同+5.4%）が堅調に推移した。また、在庫の削減幅が大きく減少したことから、在庫の寄与度（+8.0%）は大幅なプラスとなった。他方、外需は輸出、輸入ともに大幅に伸びたものの、輸入の伸び率が輸出を大幅に上回ったことから、寄与度（▲2.7%）はマイナスに転じた。

中銀は金利正常化を推進、3 月に続き 5 月にも利上げ実施

物価は緩やかに上昇している。第 1 四半期の消費者物価上昇率は前年比 1.3%となった。中銀は物価は安定しているものの、低金利の長期化がもたらす副作用を懸念しており、金利正常化を推めている。中銀は 3 月に約 4 年ぶりの利上げ（翌日物基準政策金利（OPR）、2.0%→2.25%）に踏み切ったのに続き、5 月にも追加利上げ（同 2.25%→2.5%）を実施した。中銀は物価は緩やかな上昇にとどまるとみているが、現行の金利水準は依然緩和的とみており、年内に追加利上げに踏み切る公算が大きい。

見通し：2010 年の成長率は 6.5%へ加速

2010 年のマレーシア経済は、消費や投資など内需の持ち直しに加え、海外景気の回復傾向が鮮明になることから、成長率は 6.5%まで高まると予想する。2011 年は先進国経済の成長ペースの鈍化や前年の高成長の反動もあり、成長率は 5.0%へ鈍化するものの底堅い成長が持続するであろう。

消費者マインドは回復傾向が続いており、消費は底堅い推移が見込まれる。第 1 四半期の消費者信頼感指数は 114.2 ポイントと楽観・悲観の分かれ目となる 100 ポイントを 4 四半期連続で上回った。消費者マインドが持ち直している背景には雇用環境の改善がある。3 月の製造業雇用

者数は前年比+0.9%と2008年4月以来、約2年ぶりにプラスに転じた。また、雇用者一人当たりの給与額は同+16.9%と二桁増となった。

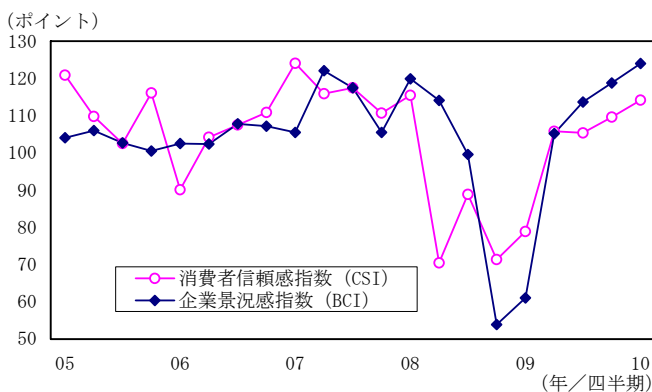
他方、輸出は世界的なエレクトロニクス需要の回復を受け、これまで低迷が続いていた先進国向けや高成長が見込まれる中国を中心としたアジア向け共に増加傾向が続くであろう。

「新経済モデル」を公表、2020年までに高所得国入りを目指す

政府は3月末に発表した「新経済モデル（NEM）」において、2020年までに高所得国（一人当たりGDP15,000～20,000ドル）入りを目指すことを明らかにした。目標実現のためには、今後10年にわたり平均6.5%成長を達成する必要があるが、「中所得国の罫」から抜け出すためには実効性の高い施策を打ち出すことが肝要であろう。

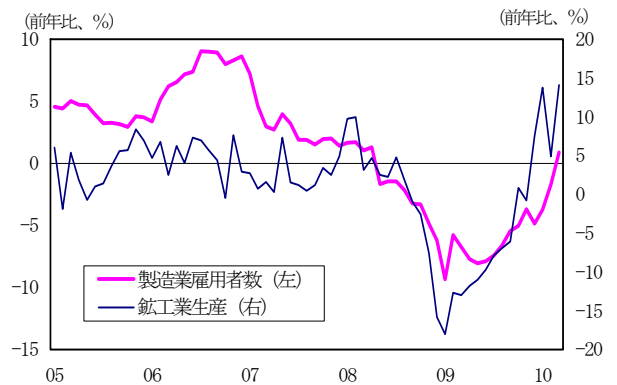
（シンガポール駐在 竹島 慎吾）

第24図：マレーシアの消費者・企業マインド



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第25図：マレーシアの生産と雇用



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) タイ

現状：第1四半期は約15年ぶりの高成長を記録

タイ経済は、第1四半期の実質GDP成長率が前年比12.0%と約15年ぶりの高成長を記録した。最低賃金引き上げや農産物価格の上昇、失業率の低下など雇用・所得環境の改善に加え、公共バスの無料化をはじめとする政府の消費者支援策、消費者マインドの改善などを背景に、民間消費（前年比+4.0%）が拡大したほか、総固定資本形成（同+12.6%）が民間部門を中心に6四半期ぶりにプラスの伸びを回復した。また在庫投資は、コメや加工食品、繊維製品などの在庫増加に加え、前年の大幅な落ち込みの反動もあり、大幅なプラス寄与となった。他方、輸出を上回る輸入の増加により、純輸出の寄与度はマイナスに転じた。

潜在的な物価上昇圧力は高まる方向

消費者物価上昇率は、4月は前年比3.0%と前月（同3.4%）から伸びが低下するなど比較的落ち着いた動きとなっているものの、一部の生鮮食品や燃料価格の上昇などに伴い上昇圧力が強まりつつある。

見通し：4%台後半の成長へ加速

今後、タイ経済は、前年の落ち込みの反動要因の一巡に加え、反政府デモの影響の顕在化もあり、成長ペースの鈍化が予想されるが、輸出拡大を起点とする内需回復を追い風に、2010年通年では4%台後半の成長が見込まれる。2011年には、米国や中国など主要国の成長鈍化に伴い輸出の伸びは低下するものの、政治的混乱の影響の一巡に伴う内需回復の本格化や第2次景気対策（2010～12年度までの3年間で総額1.4兆バーツ）に基づく大型インフラ事業などを支えに、景気は堅調に推移しよう。

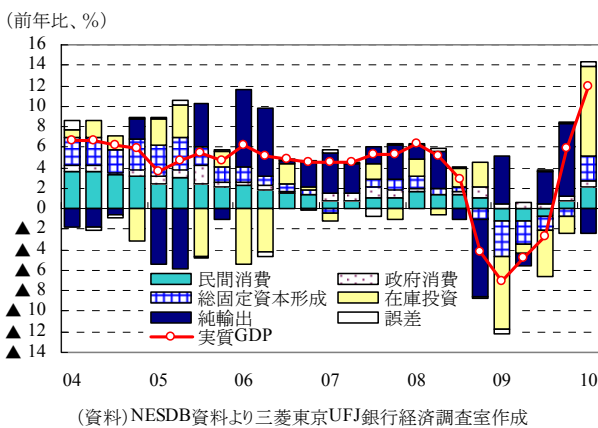
物価は、景気回復と資源価格の上昇、政府の生活費支援策の終了などに伴い、上昇圧力が高まると予想する。タイ中央銀行は、2009年4月以降、政策金利の1日物レポレートをもとに1.25%で据え置いているが、今後、景気と物価、政治的混乱の経済への影響を見極めつつ、利上げのタイミングを模索する展開となろう。

政治的混乱の長期化は引き続き下振れリスク

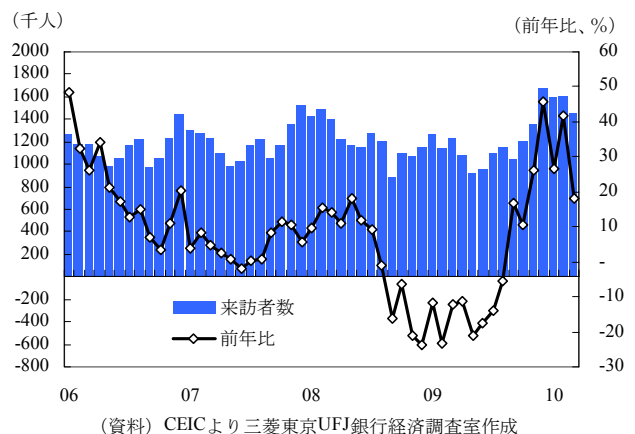
今回、UDDによる占拠が行われた商業区周辺では、小売・飲食店舗・ホテルなどの営業停止やオフィスの仮移転など、ビジネス上、深刻な打撃を受けた。今後、商業区を中心に経済機能の回復や、総選挙実施に向けた環境整備が進められるとみられるものの、政治的混乱の長期化は、消費マインドの悪化による民間消費の伸び悩みや観光収入の低迷などを通じて内需への一段の下押し圧力となる可能性があるほか、海外からの直接投資にもマイナスの影響が及びかねず、留意が必要である。

(福地 亜希)

第26図：タイの実質GDP成長率



第27図：タイへの来訪者数の推移



(4) フィリピン

景気は回復基調

フィリピン経済は回復基調にある。今年第1四半期の実質GDP成長率は前年比7.3%と、2007年第2四半期以来の高い伸びとなった。海外労働者送金に支えられた個人消費が引き続き堅調に推移したほか、設備投資を含む資本形成が同+24.3%と高い伸びをみせた。さらに大統領選挙に向けた政府支出も二桁の伸びで成長を押し上げた。

輸出は主力の電子機器を中心に、幅広い国、地域向けが大幅回復しており、第1四半期は前年比+42.9%と、20%弱だったITバブル崩壊後の回復期を大きく超える伸びとなった。つれて企業マインドも改善しており、第2四半期の企業の業況判断DIは43.9ポイントと、約2年半ぶりの高水準を記録した。

物価は安定。中銀は政策金利は据え置くも、出口への地均し

1~4月の消費者物価上昇率は前年比4.3%と、政府の通年目標(3.5~5.5%)内で安定している。こうしたなか中銀は、4月の金融理事会で、現状の金利水準は適切として、政策金利(中銀借入金利:4%、同貸出金利:6%)を据え置いた。ただし過剰流動性の吸収のため、3月に続き金融機関宛てのペソ建て再割引枠を縮小し、利上げへの地均しとした。

2010年の成長は4%台後半へ

景気は当面、回復基調が持続しよう。2010年の成長率は前年比4.9%、2011年は同4.5%を予想する。

年後半、海外労働者送金は引き続き堅調に流入し、個人消費を支えると思われるほか、輸出の伸びも景気回復の支えとなろう。2011年は米国など先進国景気の拡大ペース鈍化の影響で、輸出や海外労働者送金の伸びが鈍化するとみられることや、選挙に伴う押し上げ効果の反動減で、成長ペースは2010年からやや鈍化すると予想する。

中銀は景気が回復基調を強めるに伴い、年中盤以降、金融引き締めへ転じよう。

大統領選はアキノ候補の勝利、電子投票システム導入も成功

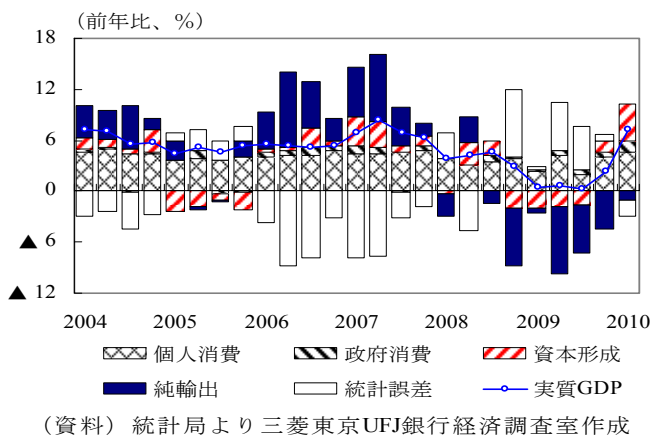
政治面では5月10日に大統領選挙が実施され、汚職撲滅を訴えたアキノ上院議員が当選を決めた。今回、選挙の透明性確保のため、初めて導入された電子投票システムの準備不足が懸念されていたが、実際は大きな混乱は生じず、選挙自体、予想外の成功となった。

アキノ新政権は6月30日に発足する。アキノ氏は故コラソン・アキノ元大統領の長男という抜群の知名度と、政治の腐敗一掃、それに伴う増税不要論で幅広い層からの支持を得たが、アキノ氏自身、政治家としての実績に目ぼしいものがあるわけではない。一方、フィリピンの長年の課題である財政赤字は、グローバル金融危機への財政出動や、台風被害支援などでこのところ急拡大しており、2009年は対GDP比3.9%と5年ぶりの高水準を記録した。早急な財政立て直しが求められるなか、今後、アキノ氏がみせる政権運営の舵取りとリーダーシップは、大いに注目されよう。

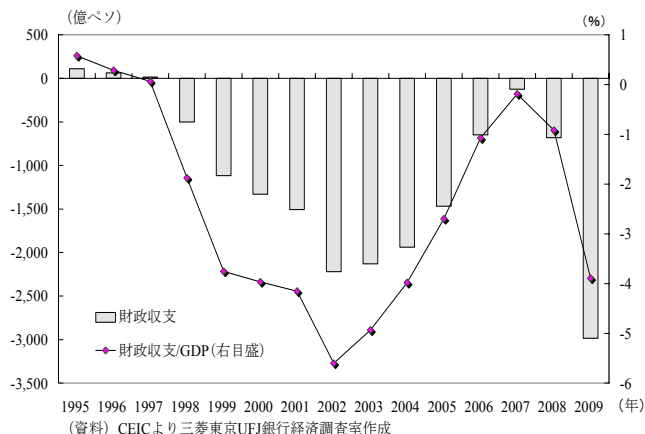
注目はアキノ新大統領の舵取りとリーダーシップ

(福永 雪子)

第 28 図：フィリピンの実質 GDP 成長率



第 29 図：財政赤字の対 GDP 比



5. その他アジア

(1) インド

現状：景気は回復
傾向が鮮明化

インフレ圧力の強
まりを受け、中銀は
3月に利上げを開
始

見通し：成長率は
8%台へ加速

インド経済は、政府の景気刺激策や先行き不透明感の後退に伴う景況感の改善などを背景に、内需を中心に回復傾向が鮮明となっている。

鉱工業生産指数は、前年要因の一巡により、4月は前年比+13.5%と前月から伸びが低下したものの、消費や投資活動の活発化などを背景に指数ベースでは過去最高水準を記録した。国内乗用車販売についても、4月からの物品税減税幅の縮小や資源価格高騰に伴う販売価格の引き上げ等にもかかわらず、台数ベースでは18~19万台の高水準を維持している。また、外需も回復傾向を辿っており、3月の輸出は199億ドル(前年比+54.1%)と過去最高額を記録した。また、銀行貸出(非食料向け)が2009年10月をボトムに今年3月には前年比+16.9%まで伸びが高まっており、金融環境の改善も内需拡大の追い風となっている。

物価は、食料品価格の上昇に歯止めがかかる一方、製品価格や燃料価格の上昇がインフレ圧力となりつつあり、4月の卸売物価上昇率(WPI)は、前年比9.6%と高水準で推移している。

景気回復の鮮明化とインフレ懸念の強まりを受け、インド準備銀行(RBI、中央銀行)の金融政策は、インフレ抑制に軸足がシフトしている。2009年10月の「法定流動性比率(SLR)」(市中銀行が預金総額のうち国債購入等に充てる比率)の引き上げ(24%→25%)に続き、今年1月には預金準備率(CRR)の引き上げ、3月には、4月の定例会合を待たずに利上げに踏み切り、4月には追加利上げを実施するなど金融引き締めを強化している(直近値：レポレート5.25%、リバースレポレート3.75%、CRR6.0%)。

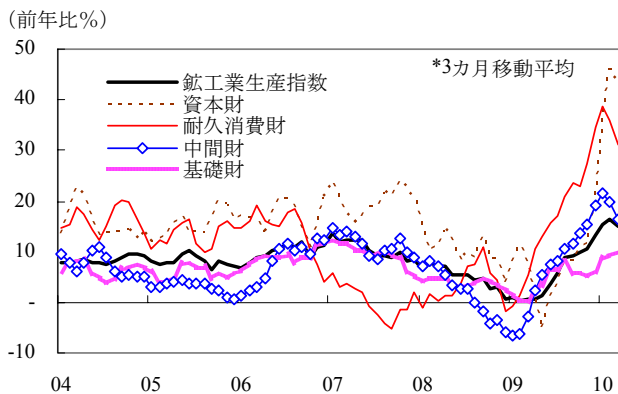
今後、2011年度にかけて、インド経済は内需の拡大を牽引役に8%台の高成長が予想される。政府が2月末に発表した2010年度(2010年4

月～2011年3月) 予算案では、物品税の減税幅縮小やガソリン・灯油など燃料への課税復活などで財政面での「出口戦略」に着手しつつも、個人所得税減税やインフラ整備予算の拡充など、景気に配慮した内容となっている。また、10月のコモンウェルスゲーム開催に向け急ピッチで進められている地下鉄や高速道路など都市インフラ整備、輸出の持ち直しなどが追い風となろう。さらに、モンスーン期(6～9月)における良好な降雨は農業生産や食料品価格の安定にプラスに寄与しよう。

物価は、食料品価格の安定が見込まれる一方、景気拡大と原油など資源価格の上昇に伴いインフレ圧力が続くことが予想されるため、安定成長に向け、今後も引き締めスタンスが維持されよう。

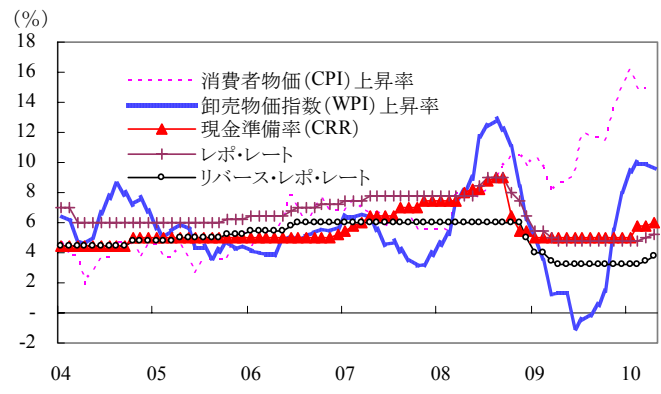
(福地 亜希)

第30図：インドの鉱工業生産指数



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第31図：インドの物価と政策金利



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) ベトナム

現状：第1四半期の成長率は5.8%

ベトナム経済は堅調に推移している。2010年第1四半期の実質GDP成長率は前年比5.8%と前期(同6.9%)から鈍化したものの、前年同期(同3.1%)を上回った。

産業別にみると、農林漁業(同+3.5%)が持ち直したことに加え、サービス業(同+6.6%)及び鉱工業・建設業(同+5.7%)が堅調であった。需要項目別の成長率は公表されていないが、2010年1-4月期の実質小売売上高は前年比+15.0%と2009年実績(同+11.0%)を上回っており、消費は回復の勢いが増していると考えられる。他方、2010年1-4月期の輸出は前年比+8.9%と回復傾向にあるものの、石油製品や鋼材などの価格上昇を受け輸入(同+35.6%)が大幅に伸びたことから貿易赤字は拡大した。

昨年12月以降、金利は据え置き

物価は上昇傾向にある。4月の消費者物価上昇率は前年比9.2%と前月(同9.5%)からやや鈍化したものの、2010年の政府目標である8%を3カ月連続で上回った。インフレ圧力は強いものの、中銀は2009年12月の利上げ以降、金利を据え置いている。

見通し：2011年
にかけても6%台
の成長が持続

2010年のベトナム経済は、海外景気の持ち直しに伴い輸出の回復が持続することに加え、所得増加を背景に消費の拡大が続くことから、成長率は前年の5.3%から6.3%へ加速すると予想する。2011年にかけては、米国や中国など主要輸出先の成長ペースが鈍化することに伴い輸出の伸びはやや鈍化するものの、内需は堅調が続くことから2011年の成長率は6.2%と底堅いペースを維持する見込みである。

政府はインフレよ
りも成長に軸足

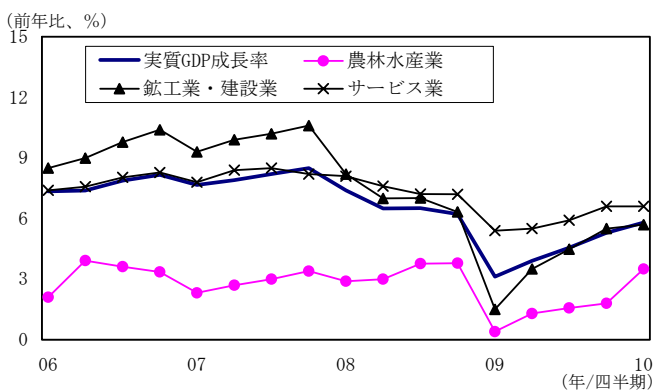
懸念材料はインフレである。政府は5月に2010年のインフレ目標を7%から8%へ上方修正する一方、銀行に対し貸出金利の引き下げを求め、インフレよりも経済成長に軸足を置くスタンスを示した。政府は金利引上げではなく、価格統制の強化や輸入関税の引き下げでインフレを抑制しようとしているが、インフレが大幅に加速するような状況に陥れば、2008年前半のような金融市場の混乱を招く可能性がある。

為替の二重相場は
解消

足元のベトナムドンの対ドル市場レートは、中銀が定める取引レンジ内で安定推移しており、市場レートと公定レートが乖離する二重相場は解消している。この背景には、輸出企業が外貨借入を急増させていることがある。外貨借入は昨年12月に政府が為替安定策の一環として輸出企業向けに解禁したもので、企業は借入金をドンに交換することが義務付けられている。このことがドン売り圧力を軽減しているが、逆に返済期日にはドン売り圧力が高まることから、為替市場が不安定に陥るリスクを孕んでいることには留意が必要であろう。

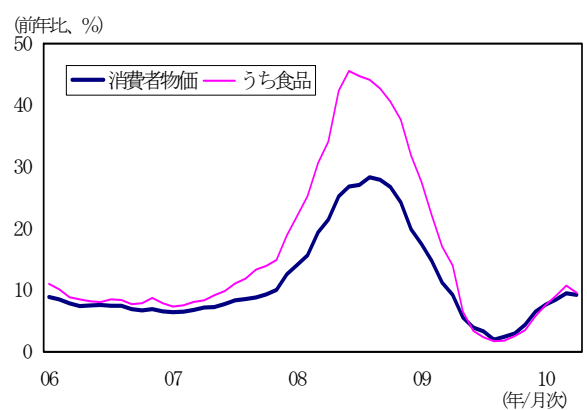
(シンガポール駐在 竹島 慎吾)

第32図：ベトナムの実質GDP成長率



(注) 年初来累計値
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第33図：ベトナムの物価動向



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

V. オーストラリア

～景気は安定的な拡大基調、金利は中立水準に達し利上げペースは鈍化へ～

1. 景気の現状

豪州経済は総じて
拡大基調

豪州経済は一部で景気の減速を示す指標もあるが、全体としては景気の拡大基調が続いている。これまでの景気の回復は、積極的な財政、金融政策に加え、アジアの経済成長を資源輸出を通じて取り込んだこと、また健全な金融システムなどが強みとなった。

足元では世界的な資源需要の回復を追い風に、企業部門が回復基調を強めている。企業信頼感指数は1～3月期に17ポイントと、2002年4～6月期以来の高水準を記録し、設備稼働率は82%近傍と、過去10年間の平均レベルに達した。

労働市場も改善基調が続いており、雇用者数の伸びは3、4月連続で前年比+2%超となるなど、徐々に加速感が強まっている。

ただし、個人消費、
住宅市場は出口戦
略に伴い軟調

一方、景気刺激を目的とした経済政策、金融政策が解除されつつあることに伴い、一部の指標は軟調となっている。個人消費は回復基調が一服し、1～3月の小売売上高は前年比+2.5%と、昨年10～12月期(同+5.0%)から鈍化した。昨年1～3月期に一時金が支給された反動もあるとみられるが、消費者マインドの改善基調が足元で鈍化していることを踏まえると、昨年10月以降の利上げの影響が出ているとみられよう。また昨年末、住宅の初回購入者へ一時金を支給する経済対策が終了したことで、住宅ローン申請件数は前年比▲16.9%と、前期(同+12.4%)からマイナスに転じた。

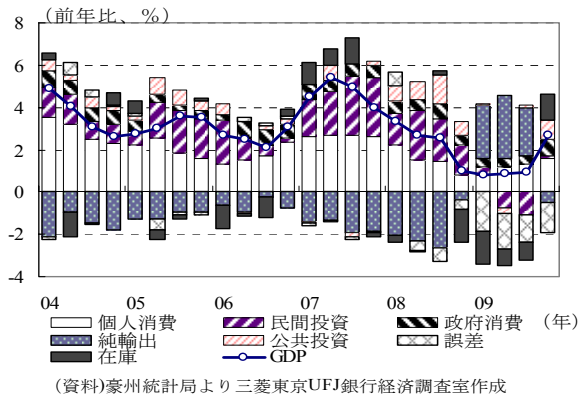
外需は緩やかに回
復

輸出は1～3月に前年比▲14.2%と、前期(同▲24.8%)から減少幅が縮小したが、改善ペースは緩やかとなった。前年同期、中国向けが4兆円対策効果で大幅な伸びとなった反動や、EU向け輸出の不振が影響した。

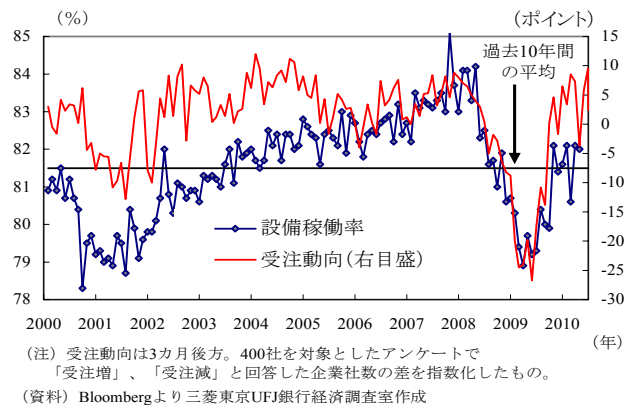
コアインフレ率は
一段と低下

消費者物価上昇率は、1～3月期に輸送費の上昇を背景に前年比2.9%と、前期(同2.1%)から加速し、RBA(豪州準備銀行)のターゲット(2～3%)の上限に接近した。ただしRBAが注目するコアインフレ率は同3.1%と、前期(同3.4%)から一段と低下した。

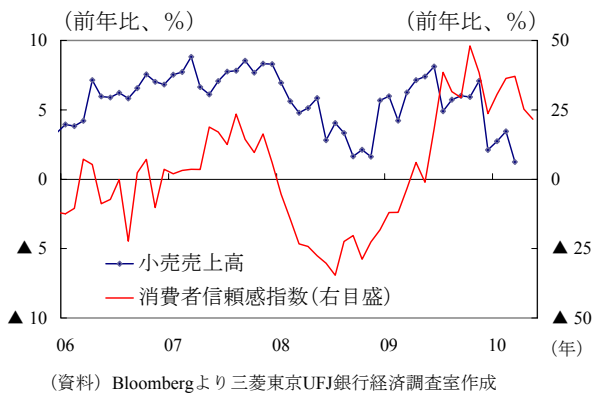
第1図：実質 GDP 成長率



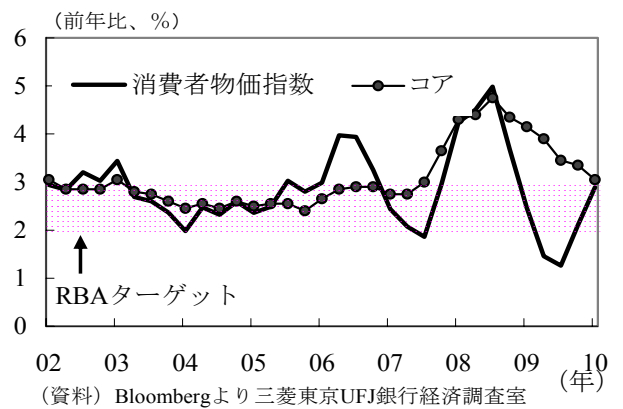
第2図：設備稼働率



第3図：消費者信頼感指数と小売売上高



第4図：消費者物価上昇率



2. 今後の見通し

今後も景気は拡大
基調、2010年、
2011年は3%台前
半で推移

今後、欧州を中心とする景気の不透明感はあるものの、基調として、豪州経済は世界的資源需要の回復に伴い、景気拡大ペースが加速しよう。実質 GDP 成長率は2010年に前年比3.1%、2011年は同3.3%を予想する。

企業部門では今年1~3月期、設備投資計画（短期と長期の合計）が前年比+14%と、前期（同+10%）から一段と加速した。資源価格の上昇（注）による収益増加見込みや、中国を始めとする新興国の資源需要拡大期待は、国内の資源開発意欲を喚起しており、現在、国内では74件、予定総額1,125億ドル（前年比+67%）のプロジェクトが進行している。こうした資源開発計画は数年間に亘るものが多く、なかには史上最大規模のゴーゴン LNG 計画（西豪州、430億ドル）のように、2015年まで続く長期案件もある。多年度に亘る企業の投資活動は、今後の景気の支えとなろう。

また、企業部門の回復は雇用環境を一段と改善させ、さらに賃金増加を通じて個人消費へ波及しよう。

2011年も堅調な資源輸出と個人消費により、景気の拡大基調が持続すると予想する。

(注) 石炭、鉄鉱石など主力の輸出産品は、一定期間価格を固定する「ベンチマーク方式」で取引されており、4月以降、契約更改に伴い資源上昇を反映した価格へ改訂される。

景気拡大に伴う物価上昇圧力は、予防的な金融引き締めにより抑えられており、消費者物価上昇率はRBAのインフレターゲット（2～3%）の上限近傍で推移しよう。時間あたり賃金は1～3月期に前年比+3.0%と、5四半期ぶりに前期（同+2.9%）から加速したが、本格的な物価上昇圧力が懸念されるのは、今しばらく先となる。コアインフレ率は2010年央頃、3%をやや下回る水準で下げ止まった後、しばらく横這い圏内で推移しよう。

新年度予算案で、
財政均衡見込みは
15年度から12年
度へ前倒し

なお5月11日、2010年度（10年7月～11年6月）予算案が発表された。今回の予算案では、2010年度からのタバコ税導入と2012年度以降の「資源超過利潤税」（RSPT、40%）の導入を前提に、財政収支の黒字化の時期が従来の2015年度から2012年度へ前倒しされた点が目玉となった。新年度予算では大きな利益を上げている産業界からの徴税を強化する一方、法人税の段階的引き下げや中小企業や低所得者層への優遇措置を盛り込んでおり、年後半のラッド政権初の総選挙を意識した内容となっている。

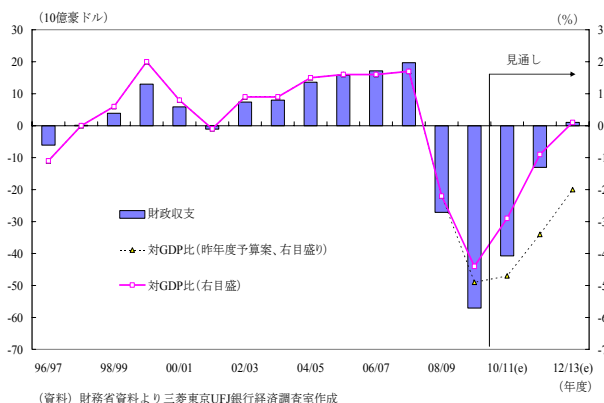
もっとも、財政収支の早期均衡実現のためには、RSPTが現行案で成立することが条件となるが、産業界は早くも猛反発の姿勢をみせており、大手資源会社のなかには、開発計画を延期する動きもみられる。RSPT導入については、しばらく様子見の必要があろう。

今後のリスクとしては、欧州ソブリン問題が深刻化し、世界的な実体経済の冷え込みから輸出が鈍化する可能性がある。さらに、年後半に見込まれる総選挙で、ラッド首相率いる労働党敗北の可能性も挙げられる。排出権取引法案の先送りなどが選挙公約違反として批判されており、一時、70%超と史上最高を更新したラッド首相の支持率は、5月には30%台へ低下し、政党支持率は政権発足後初めて与野党逆転を許した。野党保守連合は新税導入やインフラ案件への歳出などを批判しており、仮に政権交代となれば、現政権の青写真に基づく経済見通しは修正される可能性が出てこよう。

アップサイドリス
クは賃金インフレ

一方、アップサイドリスクとしては、資源価格高騰の余波で資源部門での賃金が上昇し、インフレ圧力となるシナリオをみておく必要があろう。

第5図： 財政収支と対名目GDP比



第1表： オーストラリア経済の見通し

	実質GDP成長率 (%)	消費者物価上昇率 (%)	経常収支 (億ドル)
2009年	1.3	1.8%	▲ 410
2010年	3.1	3.0%	▲ 480
2011年	3.3	3.2%	▲ 409

見通し

第2表： 進行中の資源関連プロジェクト

	エネルギー関連	鉱山関連	鉱山加工関連	合計
件数	38	31	5	74
投資総額 (億豪ドル)	811.4	256.5	56.6	1124.6

(資料) 豪州農業資源経済局 (ABARE) より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(資料) 財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融動向

(1) 金利動向

金利は 4.5%まで引き上げられ中立圏へ

RBA は当面の据え置きを示唆するも、追加利上げにも含み

今後もインフレ圧力を睨みつつ、追加利上げが実施される見込み

RBA は 5 月 4 日の金融政策決定会合で、政策金利（翌日物インターバンク金利であるキャッシュレートの目標値）を 0.25%ポイント引き上げ、4.5%とした。利上げは計 6 回目で、利上げ幅は合計 1.5%ポイント、現行金利は中立圏とされる水準に達した。

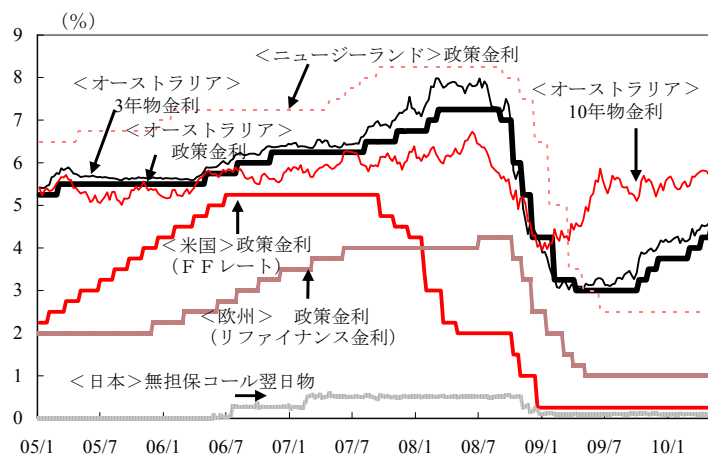
会合に先立ち公表された生産者、消費者物価上昇率はともに事前の市場予想を上回っており、市場の事前予想で利上げは折り込まれていた。

声明文では、「今回の利上げで、市中金利は多数の借り手にとって過去の平均水準に達し、金融緩和状況から大幅な修正が実施された」と、一連の利上げ措置が完了したことを示唆した。ただし末尾では「インフレターゲットを達成するため、景気動向を見極めつつ必要な対応を行う」と、追加利上げに含みを持たせた。

金利水準が中立圏に入ったことで、今後、これまでの急速な利上げペースは一服しよう。ただし、5 月の四半期金融政策報告で成長率、CPI の見通しは共に上方修正されており、根強い物価上昇圧力が見込まれる。こうしたなか RBA は、インフレ抑制のため、今後も追加利上げを行う余地があると見られよう。

市場金利をみると、長期金利は 5.4%と前月から低下し、短期金利は 4.7%へ上昇した。欧州ソブリン問題に起因するリスク回避の動きから、一時的に弱含む場面も予想されるが、引き続き想定される追加利上げに伴い、振れを伴いながらも緩やかな上昇基調を辿ろう。

第 6 図：金利動向



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 3 表：RBA コアインフレ率見通し

	2009年後半	2010年前半	2010年後半	2011年前半	2011年後半	2012年前半	2012年後半
10年2月時点	3.25%	2.50%	2.50%	2.50%	2.75%	2.75%	
10年5月時点	3.25%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	3.00%	3.00%

※網掛け部分は底入れの時期を示す。

(資料) RBAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 為替動向

豪ドルはこのところ軟調に推移

豪州ドルはこのところ軟調に推移している。昨年10月、RBAが利上げに転じて以来、概ね1豪ドル=0.86~0.93ドルのレンジで推移してきたが、5月中頃からレンジを下抜けし、20日には1豪ドル=0.82ドルと、昨年7月以来の安値をつけた。その後、RBAによる介入観測が市場に広がったことや、ユーロ圏諸国向け緊急融資制度の創設に対し、ドイツ議会が関連法案を可決し、財政不安がやや和らいだことで下落基調に歯止めがかかった。しかし燻る先行き不透明感から反発は限定的となっている。

豪ドルは、欧州の財政危機問題に伴うリスク回避の動きから、上値が重くなっていたところに、RBAが当面の金利水準の維持を示唆したこと、金利の短期的な先高感が薄らいだこと、さらに政府のRSPT（資源超過利潤税）導入案で、資源大手が豪州での投資を手控える可能性があるとの見方が加わったことなどが重なり、これまでよりも下振れし易い環境にあるとみられよう。

一時的な下方リスクには注意が必要

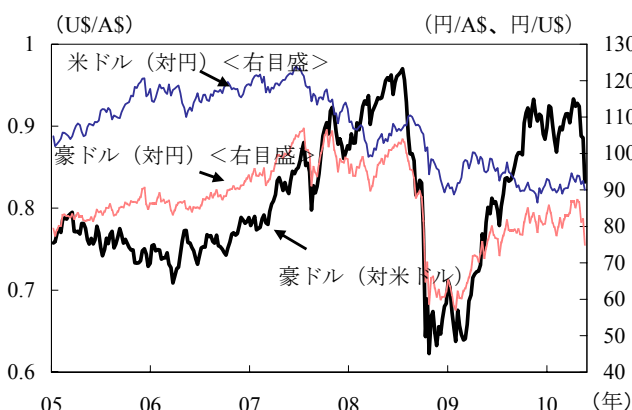
目先、豪州の好調なマクロ経済やRBAの利上げ再開期待が根強い上昇圧力となろうが、欧州ソブリン問題に関連したリスク回避の動きの強まりや、RSPT法案の動向に伴う一時的な下方リスクには注意が必要である。

さらに次の転換点として想定されるのは米国の利上げで、年後半、米国の利上げが視野に入ってくると、金利差縮小観測から豪ドルへの上昇圧力はやや弱まろう。

一方、対円相場は、対米ドルでの豪ドル下落に伴い下落基調となった。当面、豪ドル（対ドル相場）と同様、下方リスクに注意が必要であろう。

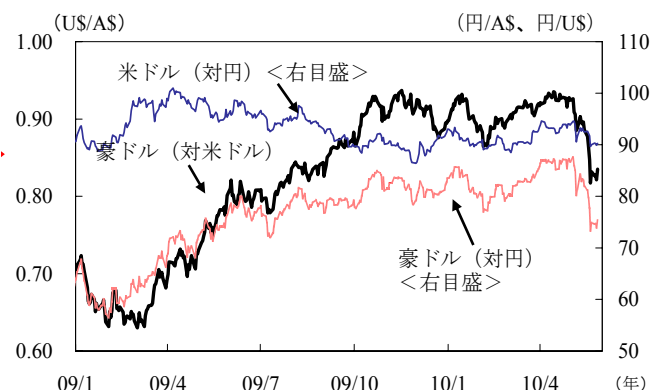
(中村 明、福永 雪子)

第7図：為替相場の推移（週次平均）



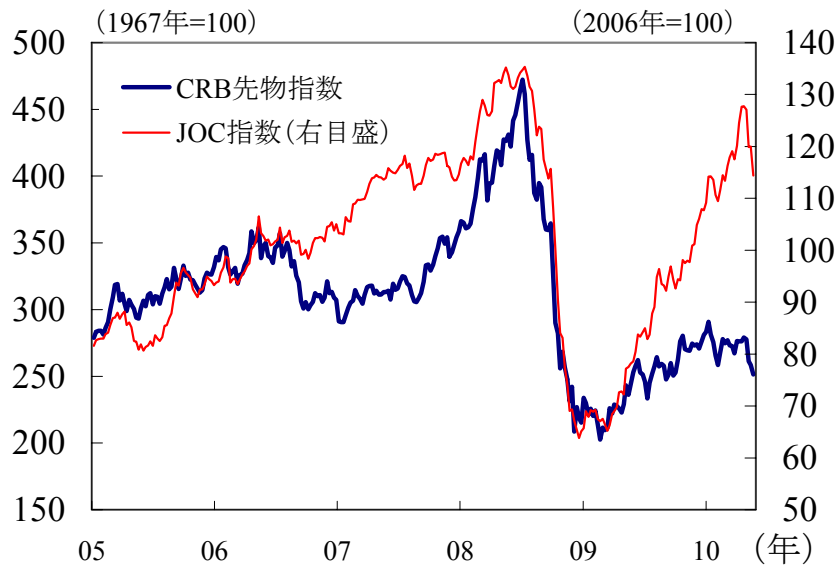
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：足元の為替相場の推移（日次終値）



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：商品市況の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

VI.中南米

～ブラジルを中心に景気は堅調に推移～

1. 中南米全般

2009年第4四半期
に回復基調が鮮明
に

中南米主要国の経済は、グローバル金融危機の影響で2009年は第3四半期までは厳しい状況が続いていたが、第4四半期に入ってから景気回復基調が鮮明となった。

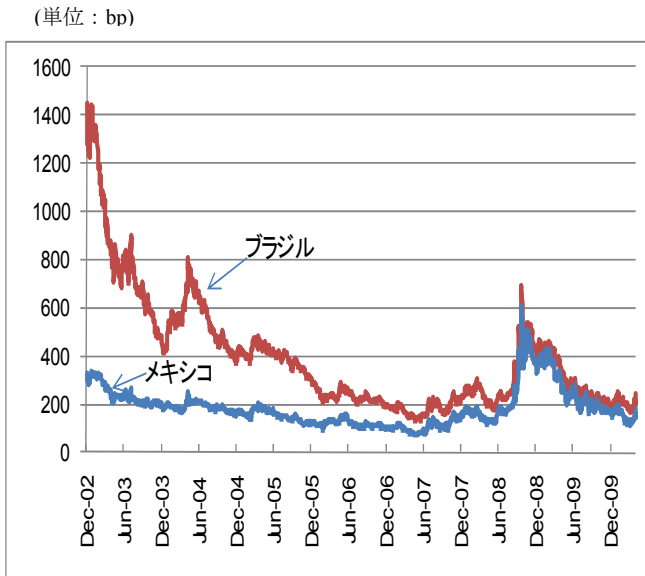
ブラジルは、2009年に入ってからマイナス成長への対応のために、大幅な利下げや需要喚起策など財政・金融政策を総動員して対応した。このような政策対応の効果もあり、2009年の第2四半期以降は成長率のマイナス幅が縮小し、第4半期は前年比4.3%のプラス成長にまで回復した。景気が本格的に回復する中で、中銀は本年に入ってから、預金準備率・政策金利の引き上げなど出口戦略の動きに転じている。

アルゼンチンは、グローバル金融危機の影響や国際的な食糧価格下落などの要因もあり、2009年は成長率が0.9%と大きく減速した。同国は、2001年末の債務危機以降、国際金融界からの孤立路線を続けてきた。しかしながら、昨年6月の総選挙で政府・与党が敗北した後は、政権の手詰り感が強まる中で方向転換を余儀なくされた。昨年の夏以降は、国際金融界への復帰に向けた模索の動きが続いている状況にある。

メキシコは、2009年に入ってから、第2四半期に前年比10.3%の戦後最大のマイナス成長を記録するなど、第3四半期までは非常に厳しい状況が続いてきた。第4四半期は個人消費や輸出の持ち直しで成長のマイナス幅が減少、2010年以降は米国景気の本格的な回復を背景に同国の景気も堅調に推移することが見込まれている。

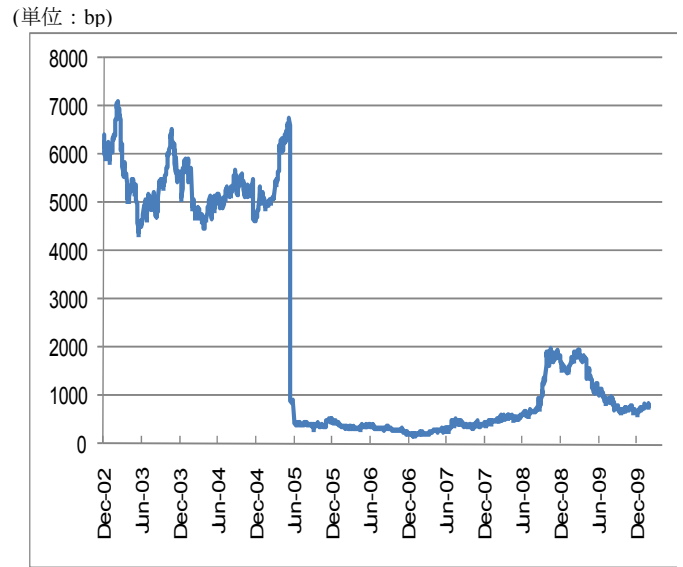
このような主要国での景気の本格的な回復を背景に、地域全体も2010年以降の成長率は4%程度と、景気は堅調に推移することが見込まれている。但し、地域全体の輸出は依然として一次産品の価格変動の影響を受けやすいこと、ブラジルで経常赤字が大きく拡大していることなどのリスク要因への留意が必要である。

第1図：ソブリン・スプレッドの推移
(ブラジル・メキシコ)



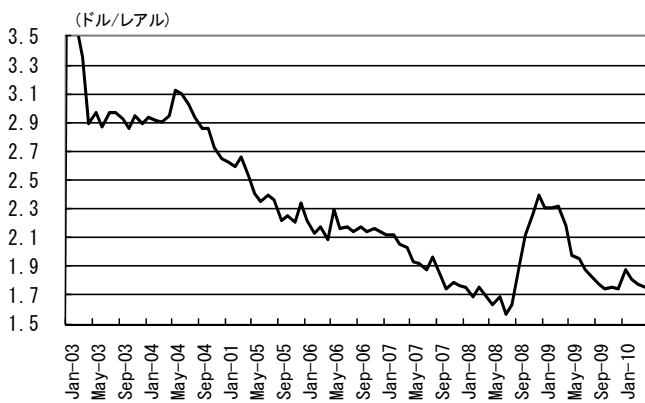
(資料) JP Morgan Chase (EMBI+)

第2図：ソブリン・スプレッドの推移
(アルゼンチン)



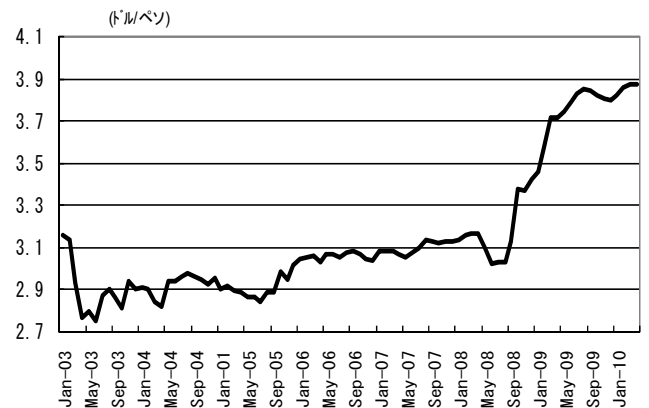
(資料) JP Morgan Chase (EMBI+)

第3図：ブラジル・レアル相場の推移



(資料) IMF(IFS)、ブラジル中央銀行

第4図：アルゼンチン・ペソ相場の推移



(資料) IMF(IFS)、アルゼンチン中央銀行

2. 主要国動向

(1) ブラジル

①現状

2009年第4四半期
に大きく回復

同国は、グローバル金融危機の影響を背景に、2009年第1半期にマイナス成長に転じて以降、第3四半期までマイナス成長が続いた。2009年に入ってからは、グローバル金融危機後の急激な景気減速へ対応するために中銀は大幅な金融緩和へ転じ、政策金利は半年の間に合計で5%引き下げられた。財政面でも2009年には個人所得税の減税や自動車関連の税金引き下げによる需要喚起策が取られた。

これらの政策総動員の効果もあり、個人消費や投資が持ち直したことで、2009年の第4半期は前年比4.3%のプラス成長を記録した。中銀は、昨年9月以降は金利引き下げを見送ってきたが、このように景気が本格的な回復を見せる中で、本年に入ってからは、預金準備率・政策金利の引き上げなど金融引き締め転じている。

対外的には、2004年以降2007年まで好調な輸出を背景に貿易収支は大幅な黒字を計上してきた。2008年は好調な国内消費を背景とした輸入の増加で、貿易収支の黒字幅は縮小し、経常収支は赤字に転じた。2009年は景気減速で、赤字幅は減少したものの、経常収支の赤字基調は依然として続いている。

為替相場は、グローバル金融危機の影響で大きく下落したが、2009年に入ってからは概ね上昇基調で推移した。2009年後半以降は、1ドル=1.7~1.9レアルの水準で推移している。

②今後の見通し

2010年以降は堅調
に推移の見込み

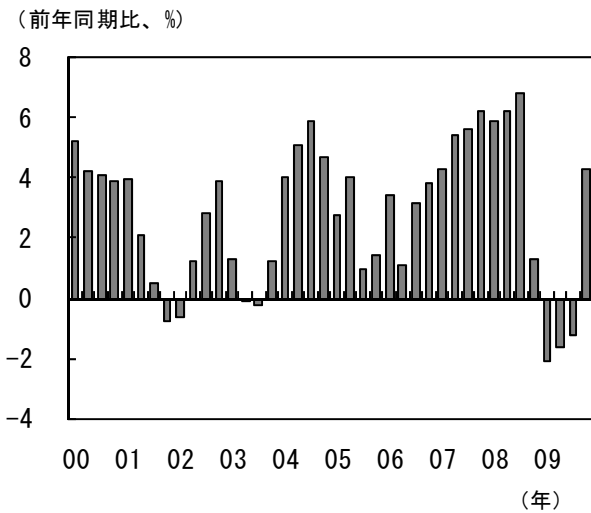
2009年は通年では0.2%のマイナス成長となったが、個人消費を中心とする内需の底堅い推移や世界経済全般の回復を背景に、2010年は6%程度、2011年も4%を上回る成長率で堅調に推移することが予想される。

中銀は、本年に入ってから2月に預金準備率を引き上げ、更に4月には政策金利の引き上げに踏みきった。今後もこのような形で中銀が機動的な対応を行いながらインフレ圧力のコントロールをしていくことが予想され、今後のインフレ率は4%程度で安定して推移することが見込まれる。

国際収支面では、2010年は国内景気の本格的な回復と輸入の増加で、前年比で貿易収支の黒字幅が縮小、経常収支の赤字幅が拡大することが予想されるが、2011年もこの基調が続くことが予想される。

本年10月の大統領選挙は、現時点で事実上セーラ（野党候補）とルセフ（与党候補）の2人の争いとなっているが、どちらが勝っても政策の一貫性は維持されると見られている。外交面では、中国を中心とするBRICsとの間で連携強化やエタノールを軸とした関係強化が見られる。その一方で、国連のイラン制裁への反対、中東和平仲介への関与模索などの独自路線の動きも見られる。

第5図：ブラジル実質GDP成長率



(資料) ブラジル国家統計局

第6図：ブラジル政策金利の推移



(資料) ブラジル中央銀行

(2) アルゼンチン

①現状

景気は2009年第4
四半期に持ち直し

同国は、2003年から2008年までは年率7~9%程度の高い成長を続けてきた。グローバル金融危機の影響で、2009年の第2・第3四半期は前年比マイナス成長となったが、第4四半期は個人消費の回復と在庫調整の進展を背景に前年比2.6%のプラス成長に転じた。

2000年代の後半は高成長下でのインフレ圧力の抑制が重要な政策課題となってきたが、政府と業界団体との協定による価格統制措置でインフレ率は辛うじて10%程度の水準に抑制されてきた。

グローバル金融危機後の景気的大幅な減速で2009年のインフレ率は6%台の水準に留まったが、景気の回復を背景に本年に入ってからインフレ圧力が再び高まっており、インフレ対策が再び重要な政策課題となっている。

国際収支面では、グローバル金融危機以前の数年は、毎年70～80億ドル程度の経常黒字を計上してきた。2009年は、グローバル金融危機の混乱の影響で、輸出が2割落ち込んだが、輸入も3割減少したため、経常黒字は113億ドルに増加した。

同国では、2000年代の半ば以降、政府が民間の経済活動への介入を強めてきたが、グローバル金融危機の影響による景気減速のマイナス要因もあって、政府・与党は昨年6月の中間選挙で敗北した。このように政策面での手詰まり感が強まる中で、フェルナンデス政権はIMFとの対話再開や債務危機の未解決債務問題への対応など国際金融界への復帰を模索してきた。

②今後の見通し

同国の国際金融界への復帰の道程は未だ不透明な状況

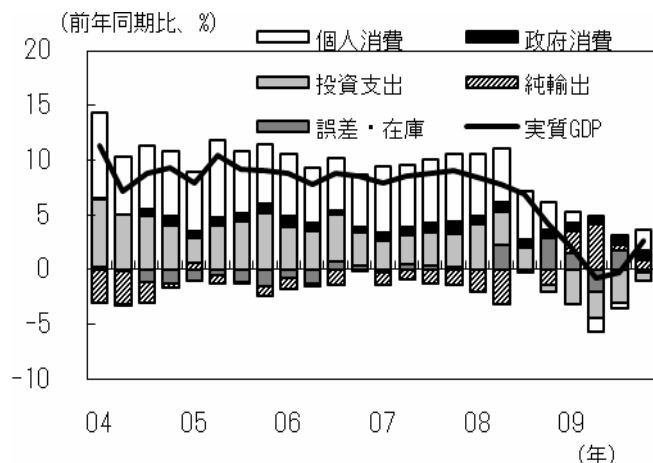
2010年以降は、景気は本格的に回復に向かうが、グローバル危機前の年率8%程度の高成長に戻るのには難しく、今後は3～4%程度の成長率で推移することが予想される。

インフレ圧力は、景気的大幅な減速を背景に2009年はかなり緩和されたが、2010年に入ってから再び高まってきており、政府は今後どのような形でインフレ圧力を抑制していくかが注目される。

国際収支は、従来は輸出・輸入両面でバランスの取れた伸びが続いて経常黒字を確保してきた。今後は、景気回復の中で輸入が回復に向かう一方、世界経済全般の持ち直しの中で輸出が回復するため、経常黒字を維持することが予想される。

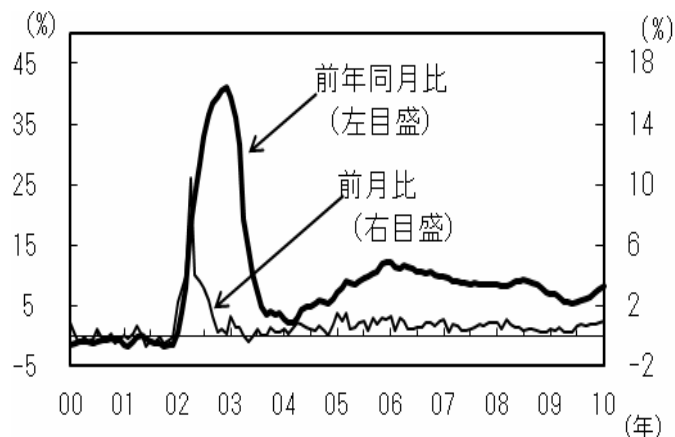
本年に入ってから、外貨準備の使用を巡る対立の中で大統領が中銀総裁を解任したり、フォークランド諸島の領有権を巡って英国との緊張が高まるなどの不安定要因が表面化した。同国は未解決債務(200億ドル)の解決の模索を続けてきているが、国際金融界への復帰への道程は未だ不透明な状況にある。

第7図：アルゼンチン実質 GDP 成長率



(資料) アルゼンチン経済省

第8図：アルゼンチンの消費者物価



(資料) アルゼンチン国家統計局

(3) メキシコ

①現状

2009年第4四半期にマイナス成長幅が大幅に縮小

米国への経済の依存度が高い同国は、域内でグローバル金融危機の影響を最も受けた。このような中で、政府は雇用対策・中小企業支援・インフラ投資促進などの財政支出拡大策、中銀の大幅な金融緩和策(2009年の1月～7月までに合計3.75%の金利引き下げ)など、政策を総動員して対応してきた。

2009年の前半は、第1四半期は前年比▲8.2%、第2四半期は前年比▲10.3%(マイナス幅は戦後最大)と非常に厳しい状況となっていたが、政策総動員の効果もあって、2009年の後半は第3四半期は前年比▲6.2%、第4四半期は前年比▲2.3%と成長率のマイナス幅が縮小してきた。

国際収支面では、経常赤字が恒常的に続いてきたが、2009年は、グローバル金融危機の影響もあって輸出・輸入共に前年同期比で3割程度減少したことを背景に、経常赤字は52億ドルと前年比で赤字幅が100億ドル近く縮小した。

為替相場は、グローバル金融危機後は1ドル=14ペソ台まで大きく下落し、2009年に入っても景気的大幅な後退を背景に弱含みで推移していた。本年に入ってから景気の本格的な回復を背景に1ドル=12ペソ台の水準で概ね強含みに推移している。

②今後の見通し

今後は 4%程度の成長率で堅調に推移の見込み

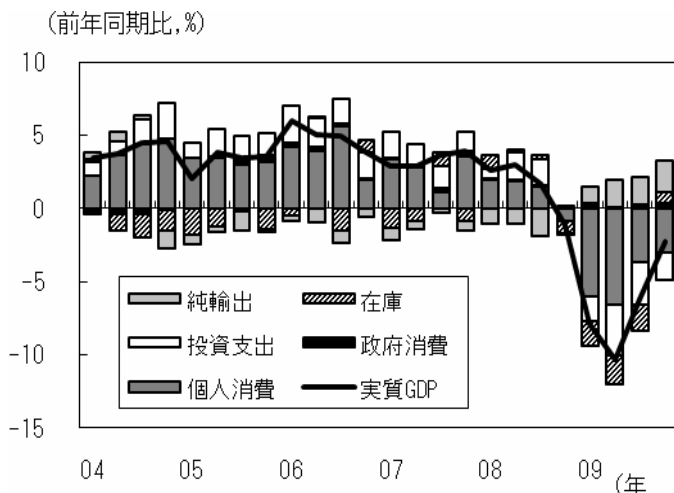
2009 年は米国経済の後退の要因に加えて、新型インフルエンザの影響などもあって通年で▲6.5%のマイナス成長と厳しい年になったが、米国景気の本格的な回復を背景に今後は 4%程度の成長率で堅調に推移することが見込まれる。

中銀は昨年 8 月以降は金利引き下げを見送ってきており、現時点でもこの金利維持のスタンスを続けている。今後景気が持ち直す中でインフレ圧力は徐々に強まっていくことが予想されるが、中銀の機動的な対応でインフレ率は安定的に推移することが見込まれる。

国際収支面では経常赤字基調は今後も続く見込みで、2010 年は景気の回復による輸入の伸びで経常収支の赤字幅が前年比で拡大することが予想される。

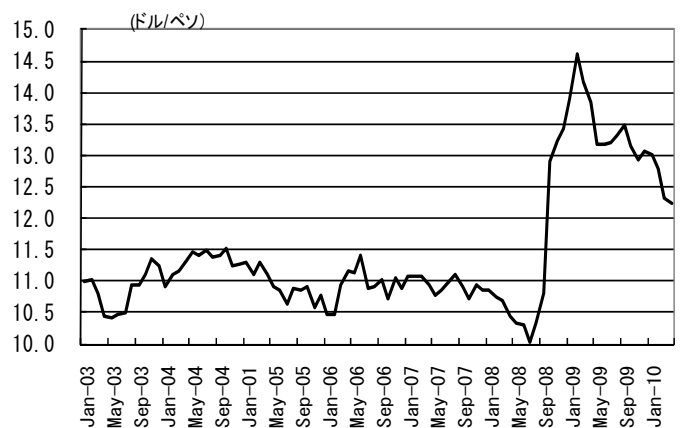
現在のカルデロン政権は、2009 年は景気が大きく後退する中で厳しい状況を迎えていたが、2010 年以降は米国経済の本格的な回復を主因に、当面の経済面での懸念は低下した。その一方で、政府の麻薬取り締まり強化とそれに対する麻薬組織の武力行使を背景に、国内の治安悪化が深刻になっており、当局も今後抜本的な対応を迫られる状況となっている。

第 9 図：メキシコ実質 GDP 成長率



(資料) メキシコ国家統計局

第 10 図：メキシコ・ペソ相場の推移



(資料) IMF(IFS)、メキシコ中央銀行

第1表：中南米諸国の経済見通し

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支(億米ドル)		
	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
ブラジル	▲0.2	6.0	4.3	4.9	5.0	4.8	▲243	▲449	▲467
アルゼンチン	0.9	4.0	3.0	6.3	10.0	9.5	113	73	34
メキシコ	▲6.5	4.2	4.0	5.3	4.5	4.0	▲52	▲104	▲147
中南米全体(注)	▲2.0	4.4	3.9	5.2	5.4	5.0	▲144	▲404	▲529

(注)全体の数値は14か国の統計に基づく(各国の比重は2007年の名目GDP値をベース)、消費者物価上昇率は3か国の加重平均値

(2009年は実績値、2010・2011年は予想値)

(国際通貨研究所 松井 謙一郎)

Ⅶ. ロシア・中東欧

～緩やかな回復が続くが、西欧経済の動向次第では再減速も～

1. 西欧の財政問題の影響

ギリシャ問題の影響は、現状、軽微

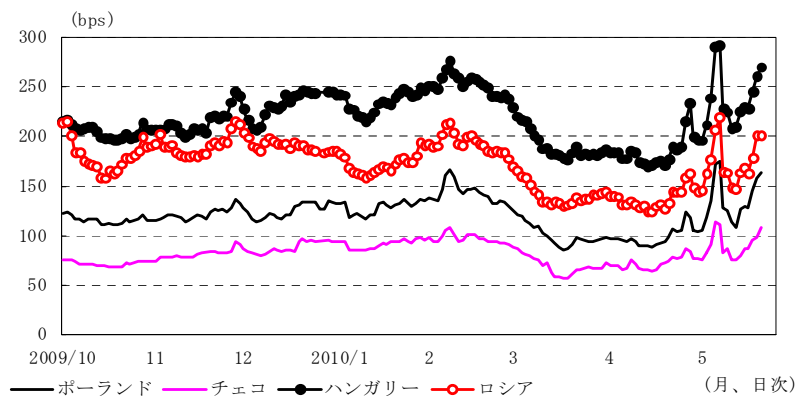
ロシア中東欧の対ギリシャ貿易は小さい

ギリシャ問題の西欧経済への波及がさらにロシア中東欧に拡大するリスクに留意

ギリシャを起点とする西欧の財政問題が中東欧諸国に与える影響は今のところ、軽微なものにとどまっている。CDS スプレッドの推移をみると、ハンガリーが昨年 10 月半ば時点より 70bp 程度、そのほかの国々も 30～50bp 程度の上昇にとどまっており、ギリシャの危機が波及するといった状況には至っていない（第 1 図）。また、実体経済面においても、ロシア中東欧諸国とギリシャとの貿易は小さなものにとどまっていることから、現状、影響はほとんどない。全輸出額に占めるギリシャ向けのシェアをみると、ロシアが 0.9%、ハンガリーが 0.1%、チェコが 4.8%、ポーランドが 0.5%と、チェコがやや大きいものの、全般的に小さなものにとどまっている。

ギリシャ国債については、1,100 億ユーロの救済策及び 7,500 億ユーロの欧州金融安定化基金の設立により、当面、デフォルトの危機は遠のいた。しかし、急激な財政緊縮策の実施により、さらに景気が悪化すれば、ギリシャ向け貸出の多い銀行を抱える西欧諸国の金融システム不安、それらの国々の景気悪化を通じ、ロシア中東欧諸国の輸出及びロシア中東欧に進出している外国銀行の貸出に影響を与え、景気が悪化するリスクのある点には留意する必要がある。

第 1 図：ロシア中東欧諸国の CDS スプレッド



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 主要国動向

(1) ロシア

① 景気の現状

第4四半期の実質
GDP 成長率は
▲3.8%

ロシア経済は2009年第2四半期を底として、回復傾向にある。昨年第4四半期の実質 GDP 成長率は前年比▲3.8%と2四半期連続してマイナス幅が縮小した(第2図)。世界的に景気が回復傾向にあることから原油及び天然ガス等資源生産が増加、それがロシアの実質 GDP を押し上げている。需要項目別にみると、純輸出が全体の成長率を押し上げる一方、個人消費や総固定資本形成などの内需はマイナスの伸びが続いており、弱い動きが続いている。

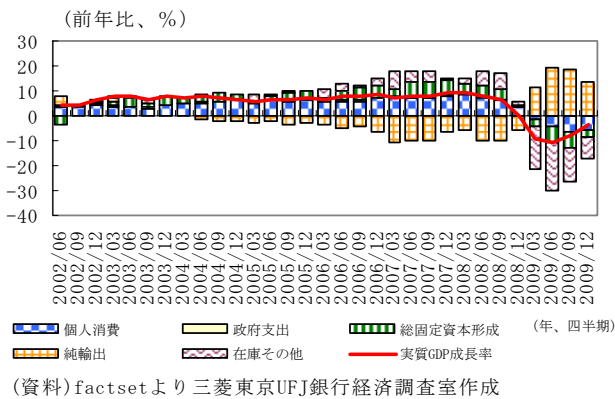
家計部門の回復の
足取りは重い

家計部門についてみると、失業率は4月に8.1%へと低下したものの、依然高い水準にあり、雇用情勢は厳しい(第3図)。小売売上数量指数は、2月には前年比+1.4%と2ヶ月連続して前年水準を上回った。しかし、回復の足取りは重く、水準は低い状態にある。

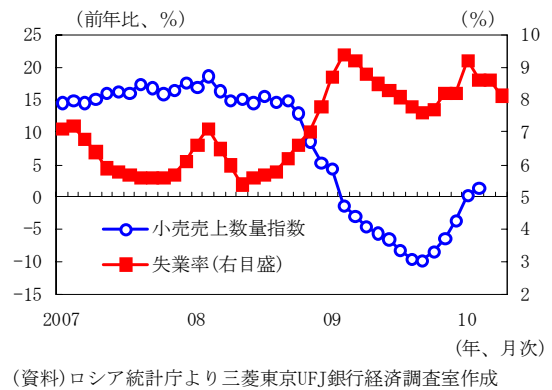
鉱業生産は回復傾
向

企業部門について、まず、鉱工業生産をみると、2008年秋のグローバルな金融危機を契機に、急速に落ち込んだが、昨年11月以降、前年水準を上回る状況が続いている(第4図)。世界的な景気回復を受け、原油、天然ガスを含む鉱業の生産が伸びているほか、製造業も持ち直して

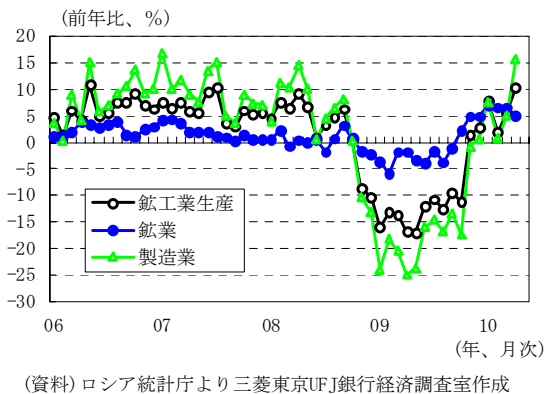
第2図：実質 GDP 成長率



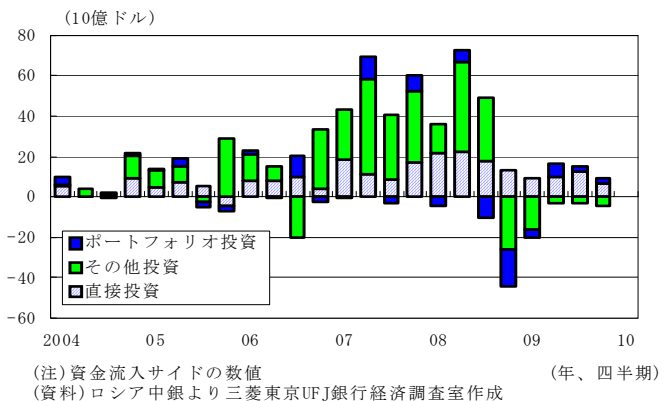
第3図：小売売上及び失業率



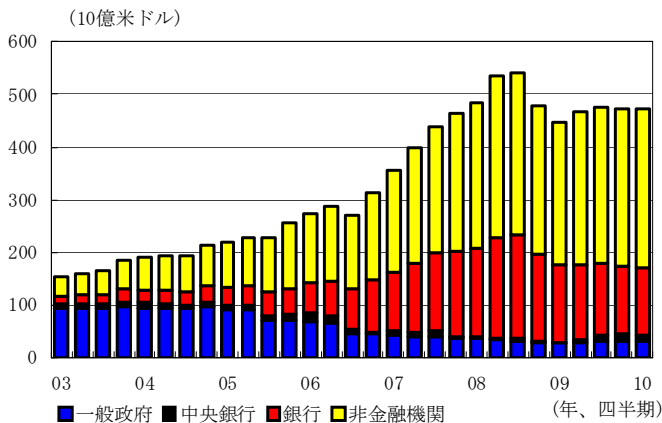
第4図：鉱工業生産指数



第5図：金融収支

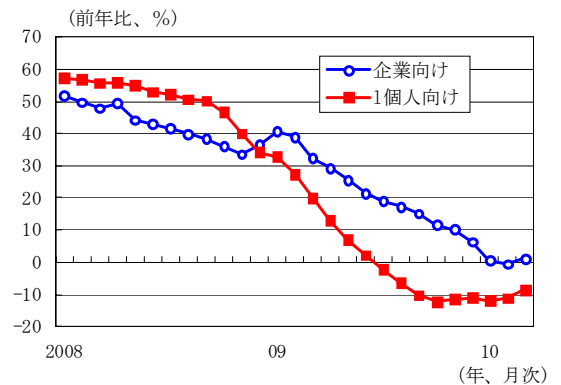


第6図：対外債務残高



(資料) ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：銀行貸出残高の動向



(資料) ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

インセンティブで自動車生産は持ち直し

いる。特に、製造業では、自動車販売に対し、インセンティブが導入されたことから、自動車生産が急速に増加しており、それが生産水準全体の押し上げに寄与している。

②市場動向

資金の流入傾向は続く

ロシアへの資金流入の状況をみると、直接投資については、2008年第3四半期以降、減少したものの、その後盛り返し、安定して流入しているといえよう(第5図)。資源関連企業向け等の直接投資の流入が続いているとみられる。また、株式等のポートフォリオ投資も、昨年第2四半期以降、資金流入が続いている。その結果、ロシアの株価上昇につながっている。一方、海外からの借入を中心とするその他投資は、依然、流出が続いている。確かに、2008年第4四半期、2009年第1四半期に比べれば、落ち着いてきたが、依然、流出が多い状況にある。

対外債務残高をみても、2009年第2四半期以降、ほぼ横ばいで推移している(第6図)。民間非金融機関は緩やかに残高を増やしているが、銀行は残高の減少傾向が続いている。

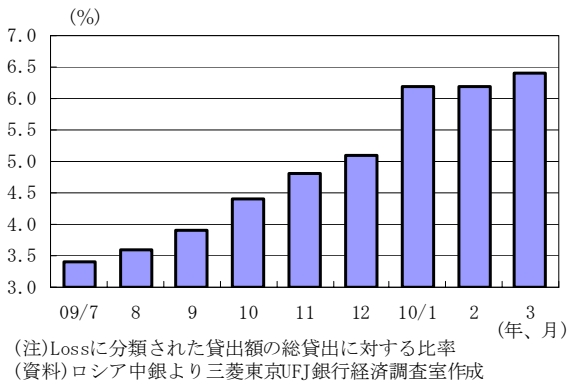
ロシアの海外からの資金調達とは、2008年秋の金融危機以前と比べれば、低い水準にあるが、緩やかな回復傾向にあるといえよう。

銀行貸出は低迷

銀行貸出については、低迷している。企業向け、個人向け、いずれも3月には前年比+1.2%、▲8.6%と低い伸びにとどまっている(第7図)。こうした貸出低迷の主因は不良債権の増加である。貸出の分類で「Loss」に分類された額の総貸出に占める比率をみると、昨年7月の3.4%から今年3月には6.4%まで上昇している(第8図)。ただし、1月以降は減速しており、頭打ち傾向にある。ロシア経済が本格的に回復に転じるには、銀行の不良債権問題に解決の道筋が付き、銀行貸出が回復に向かうことが必要である。

不良債権比率は高止まり

第 8 図：不良債権比率



第 9 図：株式相場の動向



株価は足元、下落

株式相場は、2009年1月下旬を底に上昇傾向にあったものの、ギリシャの財政問題を契機に、世界的にリスク回避の動きが広がり株価が下落している動きに合わせ、ロシアにおいても、4月半ば頃より、株価は下落している（第9図）。

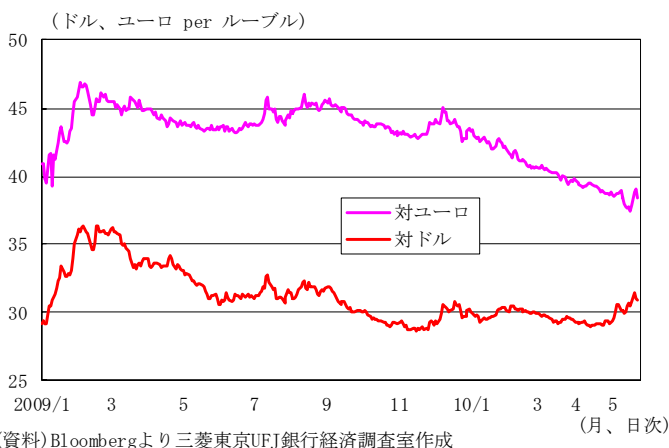
ルーブルは、足元、対ドルで下落、対ユーロで上昇

ルーブル相場については、2008年12月から1月にかけて原油価格の急落に伴い、下落した後、徐々に上昇し、足元、落ち着いた動きを示している（第10図）。原油価格の上昇が、ロシアの外貨資金繰に対する懸念を和らげたほか、ロシア経済の回復がルーブル相場の足元の落ち着きにつながっている。しかし、欧州諸国の財政問題に対するリスク回避の動きから対ドルではやや下落する一方、対ユーロでは上昇傾向にある。

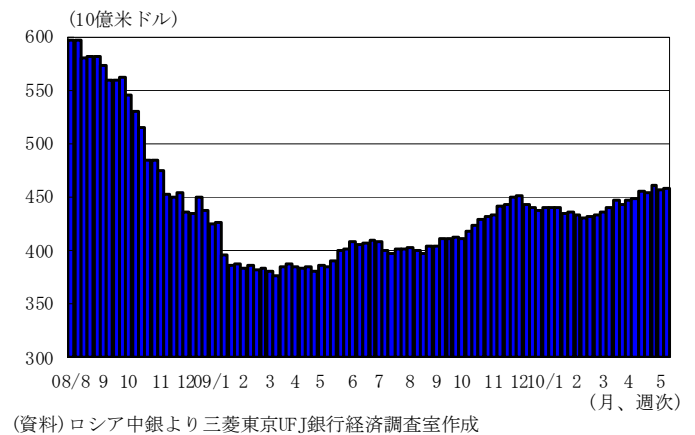
外貨準備の回復傾向は続く

外貨準備についても2008年の夏場から年末にかけて、ルーブル買いのために外国為替市場へ介入した結果、外貨準備は一時3,700億ドル台まで減少したものの、足元、4,600億ドル程度まで増加してきている（第11図）。ロシアについては、外貨資金繰に対する懸念は払拭されたといえよう。

第 10 図：為替相場の動向



第 11 図：外貨準備の動向



③財政収支

財政赤字の対GDP比率は高水準

予備基金残高は急減

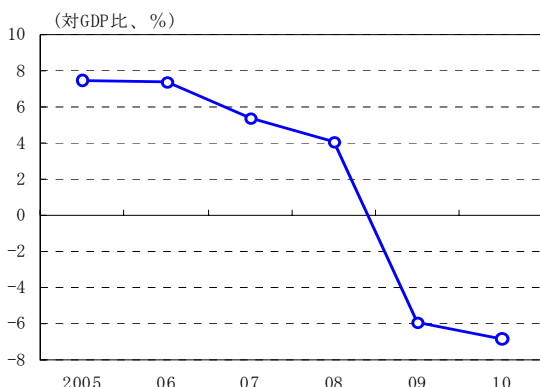
ロシアの財政赤字の対GDP比をみると2009年に5.9%へと急速に悪化した後、2010年も、政府予測によれば、6.8%へと拡大する見込みである(第12図)。ただし、歳出総額は2009年よりも減額される。公共投資等は削減されるものの、年金支給額の引き上げなどにより、歳出の減額幅が限定的なものになるほか、税収も前年より減少するため、結果的に財政赤字は拡大することになる。財政赤字を補填するのが石油ガス販売収入を積み立ててきた2つの基金のうちの予備基金である。予備基金の残高は、2009年2月1日の1,373億ドルから今年5月1日には406億ドルまで減少している(第13図)。原油価格が1バレル80ドル台まで上昇してきているものの、ロシア経済が本格的な景気回復に転じていないなかでは、予備基金の残高減少が続く可能性はある。一方で、国際金融市場での資金調達には問題なく、ロシアの財政赤字のファイナンスについての懸念はない。

④見通し

実質GDP成長率は2010年4.2%、2011年3.9%

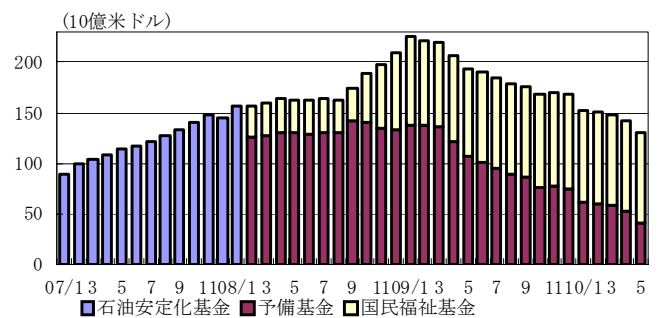
2010年は、原油、天然ガスの生産が牽引し、実質GDP成長率は4.2%へと回復するであろう。ただし、個人消費や設備投資等国内需要の回復の足取りは緩やかなものにとどまる。2011年については、欧州各国の経済対策の効果が剥落することに伴い、輸出の勢いも低下することなどから、引き続き、景気は拡大するものの、実質GDP成長率は3.9%へと減速するであろう。

第12図：財政赤字の動向



(注)2010年は政府予測
(資料)EIUより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：予備基金・国民福祉基金



(注)各月1日現在の残高
(資料)ロシア財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

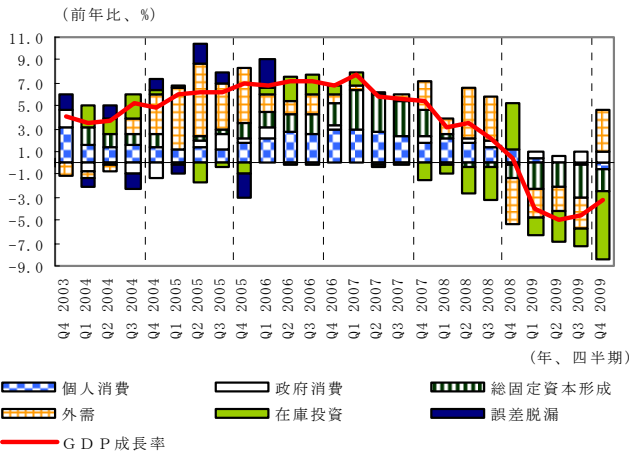
(2) チェコ

①景気の現状

昨年第3四半期から緩やかに回復

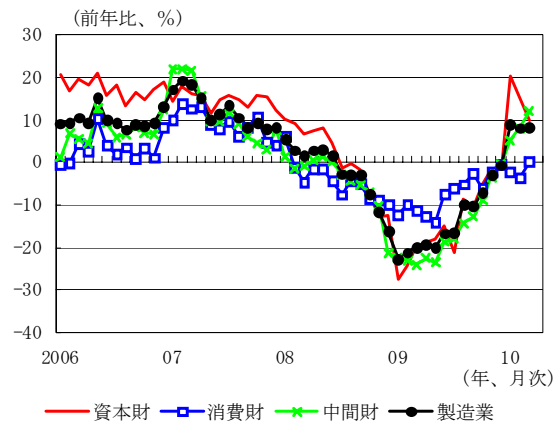
チェコ経済は昨年第3四半期から緩やかな回復を続けている。政府消費に加え、西欧景気の回復に合わせ、外需が第4四半期にはプラスの寄与に転じ、全体の成長率を押し上げている(第14図)。ただし、個人消費や設

第 14 図：実質 GDP 成長率



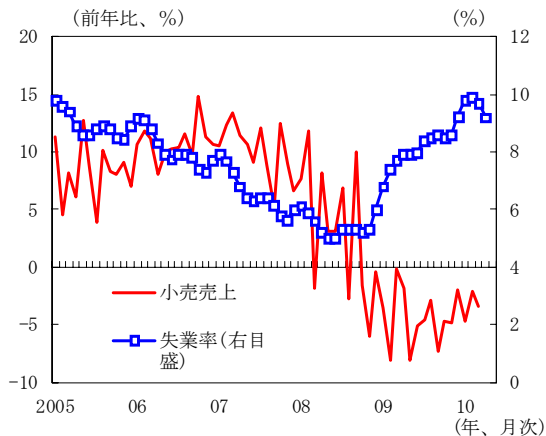
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 15 図：鉱工業生産指数



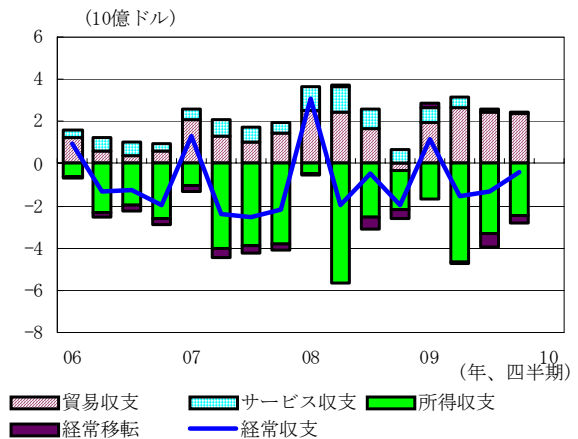
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 16 図：小売売上と失業率



(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 17 図：経常収支



(資料)チェコ中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

備投資については、前年水準を下回る状況が続いているほか、在庫調整の進展に伴い、在庫の削減幅が拡大していることが、成長率を押し下げている。

鉱工業生産は徐々に回復

鉱工業生産も同様に、昨年半ば頃を底に徐々に回復している。3月には、全ての財が前年水準を上回っている(第15図)。ただし、水準は、2008年初めのピーク時よりも15%程度低く、回復の足取りは重い。

失業率はやや低下

家計部門についてみると、失業率は3、4月と連続して低下しているものの、依然9%台と高い水準にあり、雇用情勢は芳しくない(第16図)。ただし、今後、生産水準の上昇に合わせ、徐々に改善傾向が鮮明になっていくとみられる。実質小売売上は、2008年8月以降、前年水準を下回る状況が続いており、未だ回復の兆しがみられない。雇用の改善が遅れていることから、個人消費の回復にも時間がかかるであろう。

実質小売売上はマイナス成長が続く

②国際収支及び財政収支

経常収支の赤字は
続く

チェコの国際収支をみると、財の貿易黒字が配当金や借入金の利子の支払による所得収支の赤字で相殺されるという構造は、2008年秋のグローバルな金融危機を経た後も変わっていない（第17図）。足元は、西欧の景気回復に伴う輸出の増加が高水準の貿易黒字につながっている一方、チェコの子会社の業績低迷で海外への配当金が抑制されていることから、2007年よりも経常赤字の水準はやや小さくなっている。

政府債務残高の規模は小さく、財政
への不安はなし

チェコの2009年の財政赤字は対GDP比で5.9%まで悪化した。2月に提出した安定と成長プログラムでは、2012年までに、対GDP比で4.2%まで財政赤字が削減されることになっている。ただし、チェコの場合、これまで健全な財政運営が行われてきたことから、政府債務残高の対GDP比は、2009年末で35.4%にとどまっているほか、2012年まで対GDP比4%以上の赤字が続いても、政府債務残高の同比率は42.0%であることから、チェコの財政収支については、懸念する必要はないと考えられる。

③見通し

2010年は1.3%、
2011年は2.5%成長

2010年は西欧景気のリバウンドに合わせ、輸出が増加、輸出を起点にチェコ経済も回復に向かうとみられる。2010年の実質GDP成長率は1.3%とプラス成長に転じるであろう。生産の増加は年後半には雇用情勢の改善につながり、徐々に、設備投資、個人消費も持ち直してくるとみられる、その結果、2011年の実質GDP成長率は2.5%となろう。

(3) ハンガリー

①景気の現状

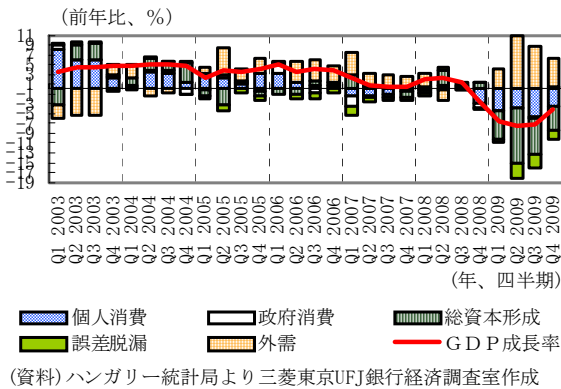
第4四半期の実質
GDP成長率は前
期比▲0.4%

2009年第4四半期の実質GDP成長率は前期比▲0.4%と7四半期連続してマイナス成長となっており、EUの中でも最も景気回復の遅れている国の1つになっている。前年比でも第4四半期は▲4.0%と第3四半期の▲7.1%よりはマイナス幅が縮小したものの、依然、前年水準を下回る状況にある（第18図）。政府最終消費支出と外需以外は、依然、マイナスの伸びを示しており、民間需要の回復は遅れている。雇用情勢が悪化していることから、個人消費が低迷しているほか、生産水準が低いと、設備投資も回復が遅れている。純輸出は、最大の輸出先であるユーロ圏の景気が回復していることから、プラスの寄与が続いている。

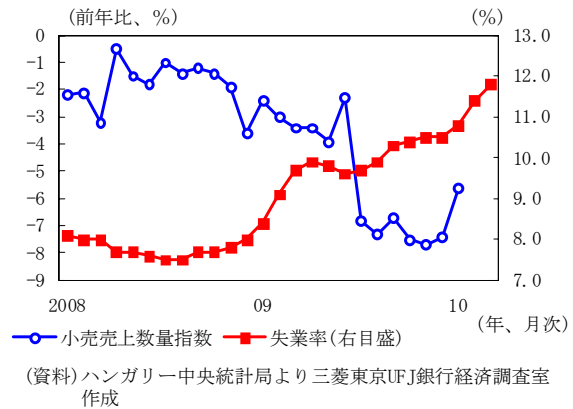
失業率は11.8%へ
と上昇

家計部門をみると、失業率は、3月に11.8%まで悪化した（第19図）。失業率は上昇傾向にあることから、今後も上昇する可能性が高い。小売売上数量指数の推移をみても、前年水準を下回る状況が続いている。1月には前年比▲5.6%とやや下落幅は縮小したが、過去2年間前年水準を下回る状況が続いていることから、引き続き厳しい状況が続いているといえよう。

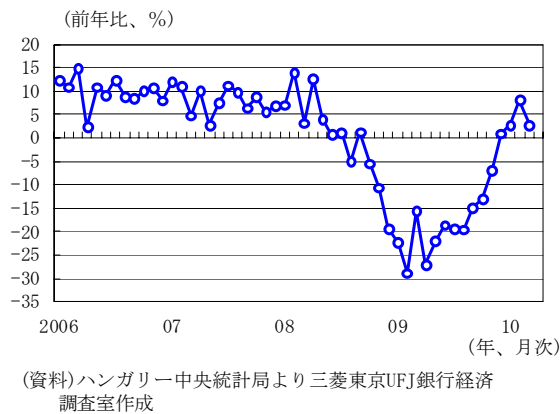
第 18 図：実質 GDP 成長率



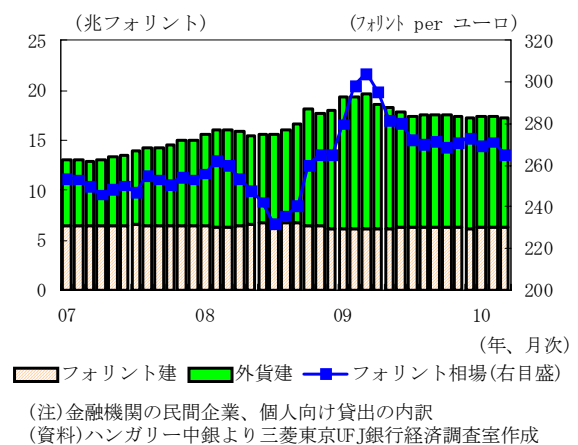
第 19 図：小売売上と失業率



第 20 図：鉱工業生産



第 21 図：銀行貸出とフォリント相場



鉱工業生産の水準は低い

企業部門については、輸出が持ち直しているほか、鉱工業生産も 3 月には前年比+2.8%と 3 ヶ月連続して前年水準を上回った(第 20 図)。しかし、前年に大幅に減少したベース効果が大きく、水準は依然低いままである。その結果、設備投資も低迷している。

ハンガリー経済に大きな打撃を与えた家計や企業の外貨借入についても、足元、フォリント相場が安定してきたことから、ピーク時より残高は減少したものの、安定した動きを示している(第 21 図)。

②見通し

4 月の総選挙で政権交代

財政赤字削減の動きを緩める可能性

ハンガリーでは、4 月 11 日と 25 日に国会議員選挙が行われ、与党の社会党が敗れ、野党で中道右派のフィデス・ハンガリー市民連盟が定数の 3 分の 2 以上の議席を獲得し、勝利した。フィデス・ハンガリー市民連盟のオルバン党首は、支援を受けている IMF と協力して長期的な債務削減に取り組むことを表明しているが、短期的には、選挙公約である減税を景気刺激策として実施するとしている。そのため、財政赤字の対 GDP 比が悪化する可能性が出てきている。

2010年▲0.3%、
2011年+2.2%
成長

減税等の効果もあり、2010年の景気は持ち直しに向かうが、実質GDP成長率は▲0.3%と2年続けてのマイナス成長となろう。2011年は輸出主導で景気は回復し、同2.2%と3年ぶりのプラス成長を記録するとみられる。

(4) ポーランド

①景気の現状

景気は底堅く推移

EU27カ国の中で、唯一、2009年もプラス成長を維持したポーランド経済は足元も、個人消費を中心に底堅く推移している。昨年第4四半期の実質GDP成長率は前年比3.1%へと加速した(第22図)。個人消費が前年比+2.0%であったほか、2期連続して前年水準を下回っていた設備投資を含む総固定資本形成が3期ぶりに前年比+1.6%とプラス成長に転じた。

2月の鉱工業生産
は前年比+9.0%

鉱工業生産をみると、2月には前年比+9.0%と高い伸びを示している(第23図)。前年水準が低かったベース効果の影響が大きいが、西欧諸国で実施されてきた経済対策に伴う輸出需要が生産を押し上げてきた面もある。今後、西欧諸国における経済対策の効果が剥落していくにつれ、ポーランドの鉱工業生産にも影響が及ぶ可能性がある。

3月の失業率は低
下

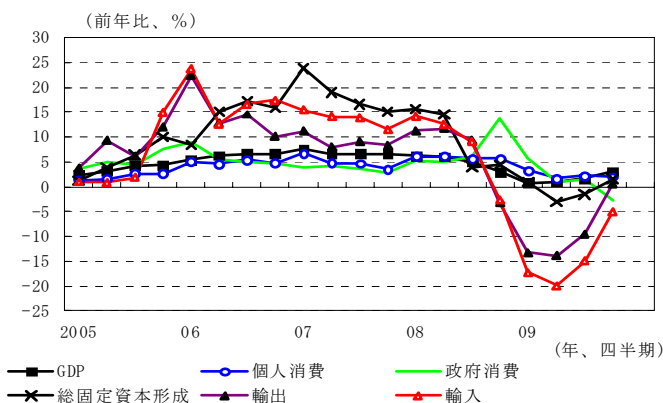
2008年以降、上昇傾向にあった失業率は、3月に12.9%と3ヶ月ぶりに低下した(第24図)。雇用情勢の悪化に歯止めがかかるか、注視する必要がある。厳しい雇用情勢を反映し、実質小売売上は1、2月と2ヶ月連続して前年水準を下回るなど、これまで、底堅く推移してきた個人消費にも陰りがみられるようになってきた。

②見通し

2010年の実質
GDP成長率は
2.5%、2011年は
3.2%

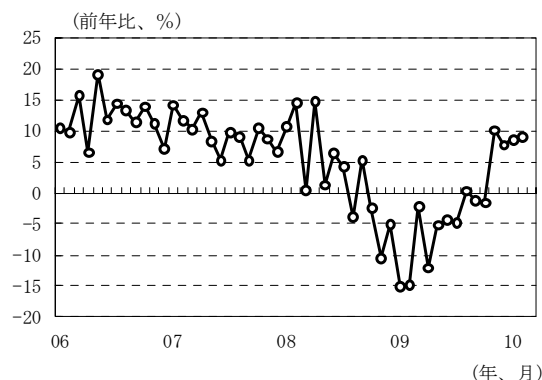
2010年のポーランド経済は、個人消費が底堅く推移するほか、西欧景気の緩やかな回復に合わせて、輸出の増加も見込めることから、実質GDP成長率は前年比2.5%と2009年の同1.7%からやや加速する見込みである。2011年の成長率はさらに加速し前年比3.2%となろう。

第22図：実質GDP成長率



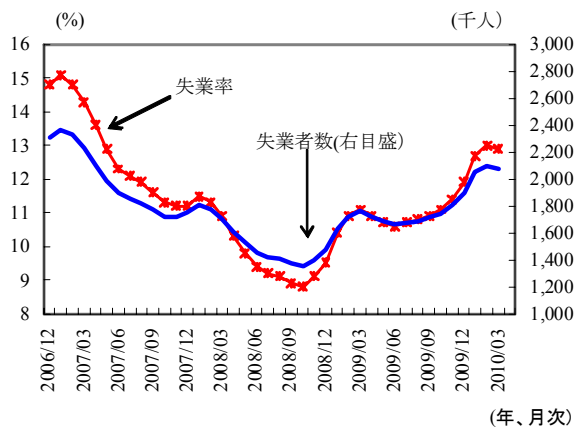
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第23図：鉱工業生産



(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第24図：失業率



(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

表：ロシア東欧経済の見通し

	名目GDP 2008年 (10億ドル)	実質GDP成長率(前年比%)				消費者物価上昇率(前年比%)				経常収支(億米ドル)			
		2008年 (実績)	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)	2008年 (実績)	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)	2008年 (実績)	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)
ロシア	1,675	5.6	▲7.9	4.2	3.9	14.1	11.7	6.8	6.0	1,037	490	788	702
チェコ	217	2.3	▲4.1	1.3	2.5	6.3	1.0	1.5	2.0	▲1,255	▲2,146	▲1,867	▲2,050
ハンガリー	155	0.6	▲6.3	▲0.3	2.2	6.1	4.2	4.5	3.0	▲110	4	▲14	▲24
ポーランド	529	5.0	1.7	2.5	3.2	4.2	3.5	2.4	2.5	▲269	▲72	▲110	▲160
ロシア・中東欧	2,576	4.9	▲5.5	3.3	3.5	10.9	8.7	5.3	4.8	▲597	▲1,725	▲1,203	▲1,532

(ロンドン駐在、本多 克幸)

VIII. 原油価格

～欧州ソブリン問題や規制強化への警戒感から上値は重い見込み～

1. 価格動向

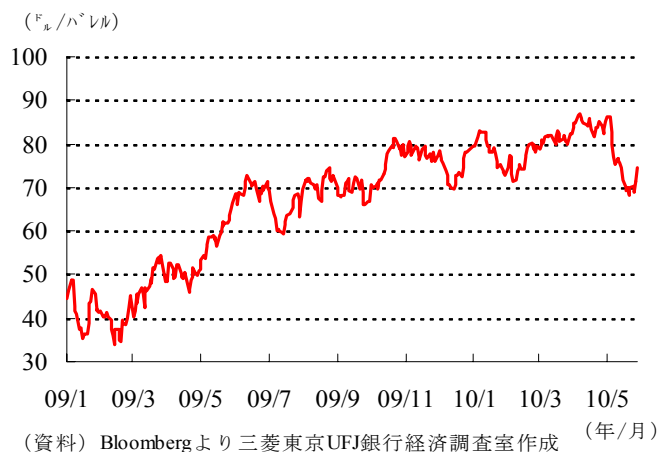
欧州ソブリン問題を契機にリスク回避的動き強まり、原油価格は大幅下落

原油価格は、欧州ソブリン問題への懸念が広がる中、投資家のリスク回避的な動きが強まり、大きく下落している（第1図）。

4月から5月初めにかけては、米国や中国の経済指標が事前予想よりも良好な結果だったことから、原油需要増加期待が高まり、原油価格（WTI期近物）は4月6日には87ドル台と1年半振りの高値をつけた。その後も80～85ドルのレンジで推移し、5月3日には好調な米経済指標を受けて、再び87ドル台をつけた。

しかし、4月末のギリシャ国債格下げを契機に、欧州ソブリン問題への懸念が急速に広がる中、投資家のリスク回避的な動きが強まり、原油価格は大幅に下落、5月5日には80ドル割れとなった。その後も、欧州経済の先行き不透明感から世界の原油需要後退観測が台頭し、さらに高水準の米原油在庫も嫌気されたことから、原油価格は軟調に推移し、5月20日には68ドル台と8ヵ月半振りの安値となった。その後70ドル台前半へ値を戻している。

第1図：原油価格（WTI期近物、終値）の推移



2. 需要動向

1～3 月期は供給超過

IEA（国際エネルギー機関）によれば、1～3 月期の世界の原油需給バランスは日量 70 万バレルの供給超過となった（第 2 図）。前期から需要が小幅に増加した一方、OPEC（石油輸出国機構）、非 OPEC ともに供給量が増加したためだ。

先進国の需要は米国を中心に回復傾向

需要サイドについては、4～6 月期の世界の原油需要は前年比+2.3%と、前期（+2.0%）からさらに伸びが高まると見込まれている。

先進国（OECD 諸国）の原油需要は+0.7%と 2005 年以来のプラスの伸びに転じる見込みだ。世界の原油消費量の約 4 分の 1 を占める米国の原油需要の伸びがプラスに転じる影響が大きい、欧州や日本も回復基調にある。

新興国の需要は引き続き好調

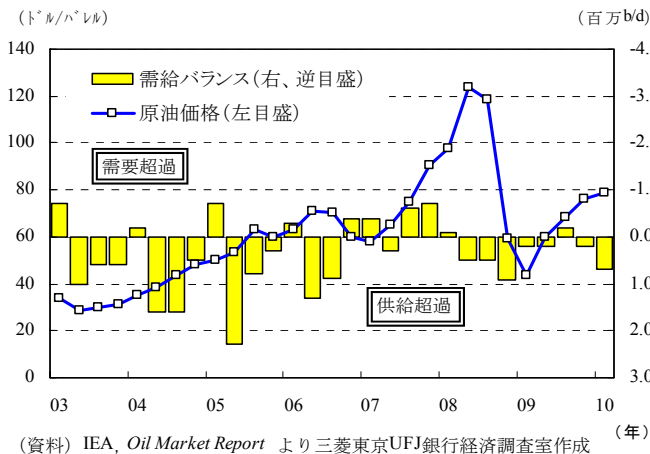
一方、新興国（非 OECD 諸国）の原油需要は+4.2%と、前期（+6.3%）を下回るものの、引き続き好調な伸びが見込まれている。地域別にみると、中東欧の需要回復は遅れているが、アジア地域を始めとして底堅い伸びが予想されている。

なお、4 月のアイスランドの火山噴火に伴い、多数の航空便が欠航した。IEA によれば、この影響によりジェット燃料需要は約 1,000 万バレル減少した。ただし、車や船舶といった代替交通手段が選択されたため、需要の一部はディーゼル等にシフトした、と分析している。

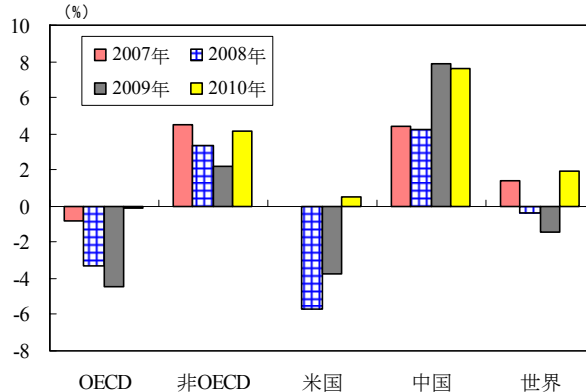
今年の世界の原油需要は 3 年振りの増加に転じる見込み

年ベースでも、今年の世界の原油需要は、世界景気の回復に伴い、緩やかながら 3 年振りの増加に転ずる見込みである（第 3 図）。先進国全体の原油需要の伸びは、引き続きマイナスとはいえ、小幅にとどまるとみられる。一方、新興国については、原油需要は 2009 年から伸びを高める見込みだ。IEA によれば、世界の原油需要は前年比+1.9%と、3 年振りに増加に転じると予想されている。

第 2 図：世界の原油需給バランス



第 3 図：地域・国別の原油需要の伸び



(注) 2010年はIEAによる見込み。
(資料) IEA, Oil Market Report より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 供給動向

1～3 月期の原油生産は前期比増加

供給サイドについてみると、1～3 月期は OPEC、非 OPEC ともに生産量は増加した結果、世界の原油生産量は日量 8,658 万バレルと、前期比 70 万バレル増加した。

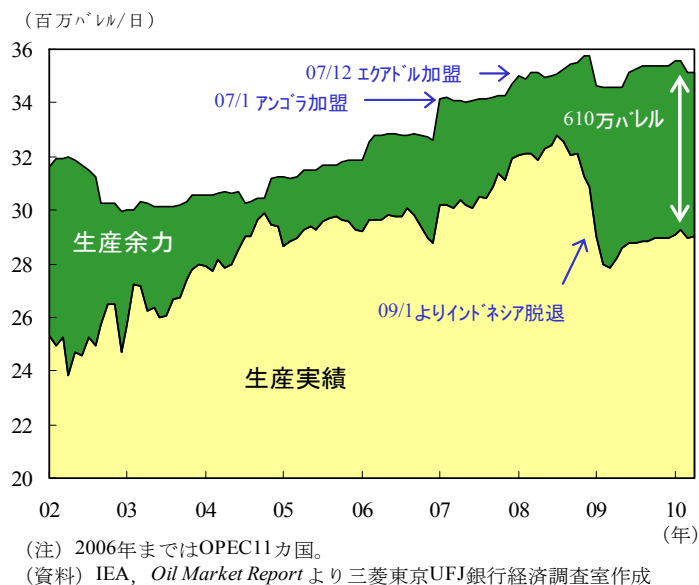
非 OPEC 生産量は二極化

非 OPEC では、英国やノルウェーなど北海油田の生産が減少した一方、北米と、中国やインドなどアジア地域の生産は増加するなど、原油生産動向は二極化している。IEA によれば、今年も北海油田の生産減少が見込まれるものの、旧ソ連諸国や中南米地域、中国などアジアの生産が増加するとみられ、非 OPEC 全体では前年比増加が予想されている。

OPEC 生産量は増加傾向ながらも、生産余力は大きい

OPEC についてみると、これまでの減産決定の順守が加盟国に求められているものの、価格上昇を背景に OPEC11 カ国の原油生産量は増加傾向にある。昨年 3 月に 83%に達していた減産順守率は、4 月に 54%へ低下した。ただし、OPEC 全体の生産余力は約 610 万バレルと、過去に比べて高い水準にある（第 4 図）。

第 4 図：OPEC の原油生産実績と生産余力



次回 OPEC 総会は 10 月 14 日の予定

次回 OPEC 総会は 10 月 14 日に予定されている。5 月に入り原油価格が急落したことを受けて、OPEC 関係者は「原油価格がさらに急落した場合に OPEC は臨時会合を開く必要がある」との考えを示している。70～80 ドルは、OPEC 加盟国の大半が望ましいとする価格水準とみられているが、仮に 70 ドルを大きく下回る推移が続けば、臨時会合において減産が決定される可能性も否定できない。

4. 原油市場を巡る資金動向

CFTC 持ち高規制
最終案は検討中の
模様

CFTC（米商品先物委員会）は1月、原油その他エネルギー先物市場における持ち高規制案を発表し、「スワップディーラー」についての制限付き適用除外や生産者など「当業者」についての適用除外などが盛り込まれた。本案への意見公募は4月26日に締め切られたが、規制導入に関する今後の詳細は未定となっている。最終決定されるまではその行方を注視する必要があるだろう。

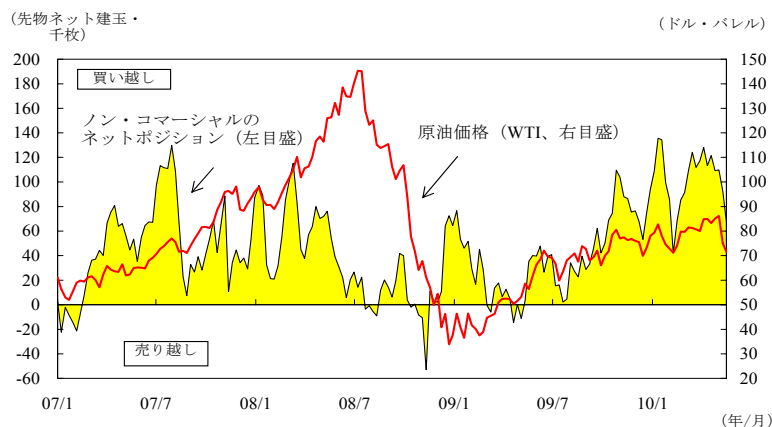
ボルカー・ルール
やデリバティブ規制
が盛り込まれた
米金融規制改革法
案を上院可決

また、同じく1月に発表されたオバマ政権による米金融機関に対する規制強化案、通称「ボルカー・ルール」では、①銀行、もしくは傘下に銀行を有する金融機関について、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドの保有・投資・運営を禁止、②自己勘定取引を禁止、等が盛り込まれた。上院銀行委員会の金融規制改革法案に、ボルカー・ルールが取り入れられたほか、デリバティブ規制（当局による監督権限強化等）も盛り込まれ、5月20日に米上院で可決された。下院では独自に法案を可決していることから、今後、上下院案が調整される予定である。本案が実現すれば、流動性低下とそれに伴う価格変動の増幅リスクが懸念される。

投機筋の買い越し
額は大幅縮小

原油先物市場における投機筋の買い越し額は、2月後半以降拡大が続き、高水準に達していたが、欧州ソブリン問題や欧米の金融規制強化を受けて、リスク資産回避の動きが強まり、5月中旬には大幅な縮小に転じている（第5図）。

第5図：原油先物市場における投機筋のネットポジション



(注) ノン・コマーシャルとは、原油生産や精製に従事しない業者のこと。1枚=1,000バレル。
(資料) 米商品先物取引委員会、ニューヨーク・カンティル取引所 (NYMEX) 資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

5. 価格の見通し

世界景気回復に伴い、原油価格は緩やかな上昇基調をたどる見込み

世界景気回復を背景に、原油需要は緩やかな回復傾向にあり、これに伴い原油価格は上昇基調を辿ると予想される。ただし、先進国の原油在庫は依然高水準にあること、OPECの生産余力は大きいことを踏まえると、需給面から価格が押し上げられる状況にはない。また、規制強化を巡る動きも、上値を抑える要因である。四半期平均で見れば、今年下

欧州ソブリン問題
の影響にも留意

半期に 80 ドル台前半と緩やかな上昇ペースとなろう。

一方、原油市場独自の要因に加え、欧州ソブリン問題の影響にも留意する必要がある。欧州ソブリン問題への懸念が払拭されない中で、投資家のリスク回避的な動きや世界景気下振れ観測が強まる可能性があり、原油価格は当面、値動きが大きい展開が予想される。

(中村 明、篠原 令子)

原油価格の見通し

	WTI先物 (ドル/バレル)	前年同期比 (%)
08/1Q	97.8	67.9%
08/2Q	123.8	90.4%
08/3Q	118.2	57.3%
08/4Q	59.1	▲34.7%
09/1Q	43.3	▲55.7%
09/2Q	59.8	▲51.7%
09/3Q	68.2	▲42.3%
09/4Q	76.1	28.9%
10/1Q	78.9	82.2%
10/2Q	78	30.5%
10/3Q	81	18.7%
10/4Q	83	9.0%
11/1Q	83	5.2%
11/2Q	85	9.0%
11/3Q	88	8.6%
11/4Q	90	8.4%
12/1Q	90	8.4%
	WTI先物 (ドル/バレル)	前年比 (%)
2008年	99.8	37.9%
2009年	62.1	▲37.8%
2010年	80	29.2%
2011年	87	7.8%

見通し

世界経済見通し総括表

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
日本 (年度ベース)	▲5.2 (▲1.9)	3.1 (2.3)	1.4 (1.5)	▲1.3 (▲1.6)	▲1.1 (▲0.9)	0.1 (0.3)	1,420 (1,682)	1,766 (1,701)	1,693 (1,694)
米国	▲2.4	3.1	2.6	▲0.4	2.0	1.7	▲4,199	▲5,248	▲5,894
ユーロ圏16カ国	▲4.0	0.6	0.9	0.3	1.2	1.4	▲783	▲72	15
ドイツ	▲4.9	1.0	1.3	0.2	1.0	1.1	1,606	1,765	1,830
フランス	▲2.2	1.3	1.4	0.1	1.3	1.5	▲591	▲534	▲520
イタリア	▲4.8	0.6	1.0	0.8	1.5	1.7	▲713	▲585	▲563
英国	▲4.9	0.8	1.3	2.2	3.0	1.7	▲289	▲335	▲314
アジア11カ国・地域	5.8	8.6	7.6	2.0	3.9	3.1	4,714	4,001	3,720
中国	8.7	10.2	9.1	▲0.7	3.0	2.6	2,971	2,551	2,449
NIEs	▲0.8	5.9	4.2	1.4	2.6	2.6	1,356	1,196	1,092
ASEAN 4カ国	1.4	5.7	5.2	2.6	4.3	4.1	715	605	540
インド	6.9	8.4	8.2	12.3	8.2	4.5	▲253	▲266	▲287
オーストラリア	1.3	3.1	3.3	1.8	3.0	3.2	▲410	▲480	▲409
中南米	▲2.0	4.4	3.9	5.2	5.4	5.0	▲144	▲404	▲529
ブラジル	▲0.2	6.0	4.3	4.9	5.0	4.8	▲243	▲449	▲467
ロシア・中東欧	▲5.5	3.3	3.5	8.7	5.3	4.8	401	645	497
ロシア	▲7.9	4.2	3.9	11.7	6.8	6.0	490	788	702

(注) 2009年は実績値、2010、2011年は予想値。

- ・日本の消費者物価は生鮮食品を除く総合ベース。経常収支は、円建ての経常収支実績・見通しを円ドル相場(銀行間中心・期間平均)実績・見通しにより換算したもの。
- ・「ユーロ圏」は、ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、スペイン、ポルトガル、オーストリア、フィンランド、アイルランド、ギリシャ、スロベニアの13カ国に、2008年からはマルタ、キプロスが加わり15カ国。2009年からはスロヴァキアが加わり16カ国。
- ・ユーロ圏及び英国の消費者物価は、EU統一基準インフレ率(HICP)。
- ・インドは年度(4月～3月)ベース。
- ・「中南米」は、実質GDP成長率と経常収支については14カ国の数値。消費者物価上昇率についてはメキシコ、ブラジル、アルゼンチン3カ国の加重幾何平均値。
- ・「ロシア・中東欧」は、ロシア、ポーランド、チェコ、ハンガリーの4カ国。

照会先：経済調査室 (次長 佐久間) TEL:03-3240-3204

E-mail: koji_sakuma@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp/> でもご覧いただけます。