

IV. アジア

～景気は堅調持続、政府はインフレ抑制スタンスを強化～

1. アジア経済全般

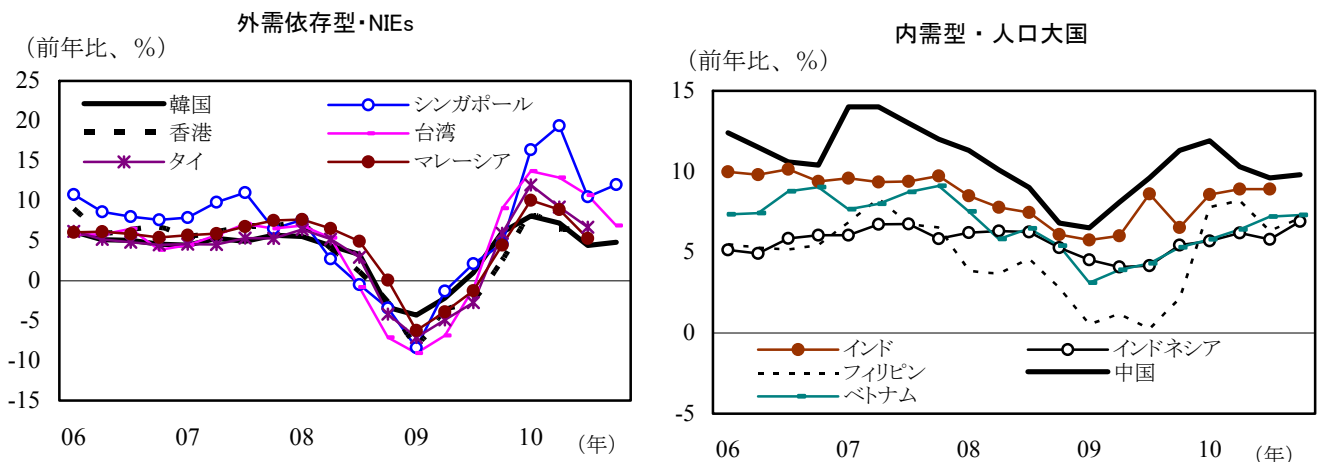
(1) 景気の現状

景気は内外需ともに堅調持続

アジア主要国・地域の景気は、内外需ともに堅調が持続している。米国を中心とした先進国経済の回復ペースが予想を上回ったことや域内需要の拡大を受け、輸出が堅調に推移したことに加え、雇用環境の改善を追い風に、個人消費が底堅く推移した。また、原材料高にもかかわらず企業収益の拡大が続いており、企業の設備投資も高い伸びが続いている。

第4四半期の実質GDP成長率は前期から鈍化すると予想していたが、実際には多くの国・地域で加速した。インドネシア（3Q：前年比5.8%→4Q：同6.9%）や中国（同9.6%→同9.8%）、ベトナム（同7.2%→同7.3%）など内需主導型の国で成長率が加速したほか、シンガポール（同10.5%→同12.0%）や韓国（同4.4%→同4.8%）など外需依存度が高い国の成長率も伸びが高まった（第1図）。この結果、2010年のアジア11カ国・地域の実質GDP成長率は9.2%とグローバル金融危機前の平均（2003～07年平均9.0%）を上回った見込みである。

第1図：アジア各国の実質GDP成長率



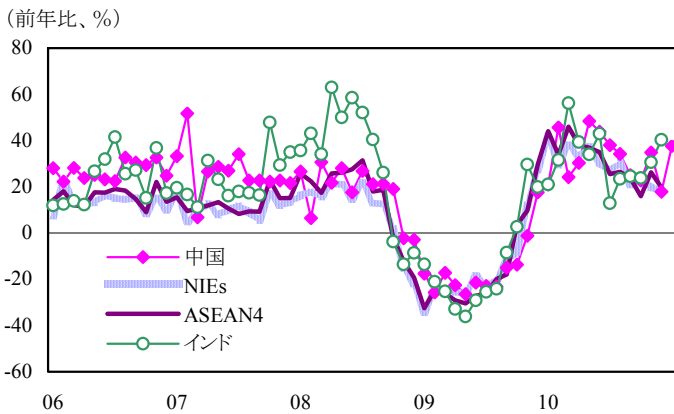
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

輸出は中国、インドを中心に底堅く推移

輸出は、前年の反動要因の剥落により、第2四半期をピークに鈍化しているものの、第4四半期は中国（前年比+24.9%）、インド（同+28.4%）が高い伸びとなったほか、NIEs（同+20.4%）、ASEAN（同+20.5%）も底堅く推移した（第2図）。仕向地別にみると、ホリデー商戦が良好であった米国など先進国向けが堅調であったほか、ASEANを中心としたFTA（自由貿易協定）の拡充や域内需要の拡大を背景にアジア域内向けも堅調であった（第3図）。

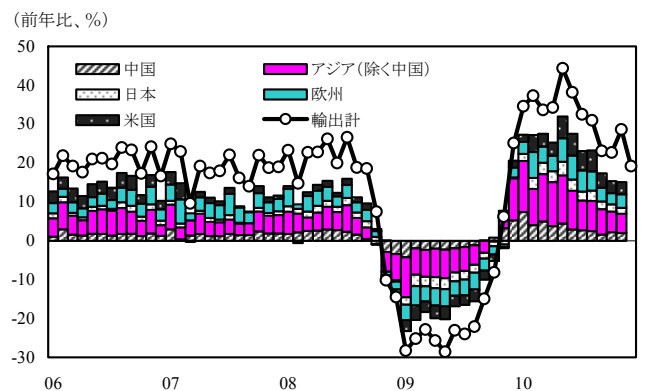
2000年と2009年のASEAN及びNIEsの輸出先シェアを比較すると、米国・日本・欧州向けのシェアが低下する一方、中国を中心としたアジア域内向けのシェアが大幅に上昇している（第4図）。アジアからの輸出品の最終需要地は、日米欧などの先進国が依然過半を占めているとみられるが、世界経済に占めるアジアのシェアは、2000年の約7%から2010年には約14%へ10年間で倍増しており、域内需要が輸出を支える構造にシフトしつつあると考えられる。

第2図：アジア主要国の輸出動向



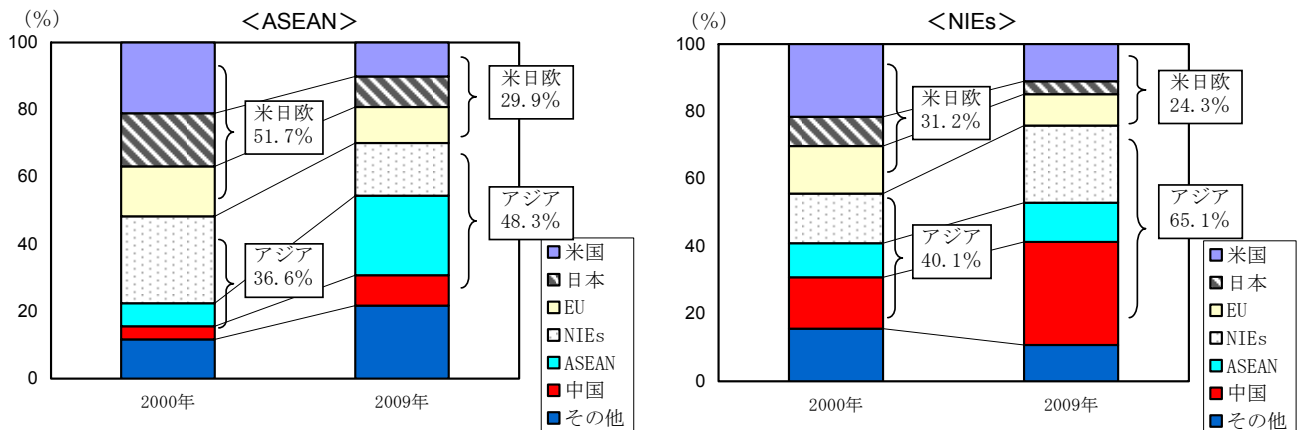
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：アジア主要国の仕向地別輸出



(注) 中国、韓国、台湾、シンガポール、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの合計
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：ASEAN・NIEsの輸出先別シェア推移



(資料) JETROより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

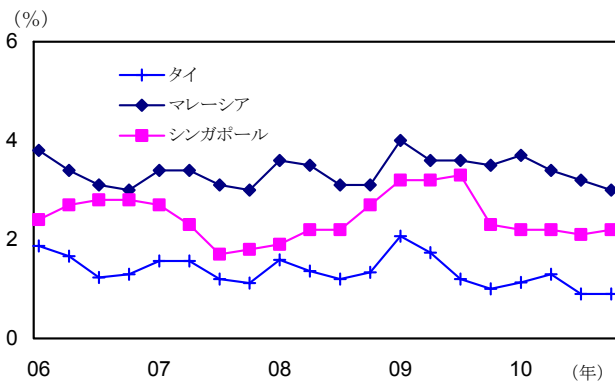
**雇用環境の改善を
背景に、消費は堅
調に推移**

個人消費は引き続き堅調に推移している。消費拡大の背景には、景気回復の起点となった輸出の増加が、雇用・所得環境の改善をもたらしていることがある。失業率は軒並み低下傾向にあり、シンガポール(12月2.2%)、タイ(12月0.7%)は、ほぼ完全雇用に近い水準まで低下している(第5図)。また、韓国では、雇用増が製造業からサービス業へ波及しており、雇用の裾野が拡大している。

賃金の動向をみると、名目賃金は2010年に入り上昇している(第6図)。中国、タイ、インドネシア、ベトナムでは最低賃金が約6~30%引き上げられていることも購買力の向上に結びついている(第7図)。

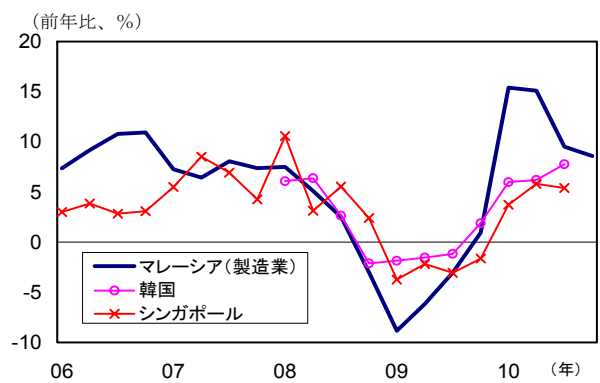
また、商品価格の上昇により、農業収入が拡大しており、インドネシア、マレーシア、タイなどでは都市部のみならず農村部の購買力が向上している。タイでは農業収入の増加が自動車販売の約半数を占めるピックアップトラックの販売増につながっている(第8図)。

第5図：アジア主要国の失業率



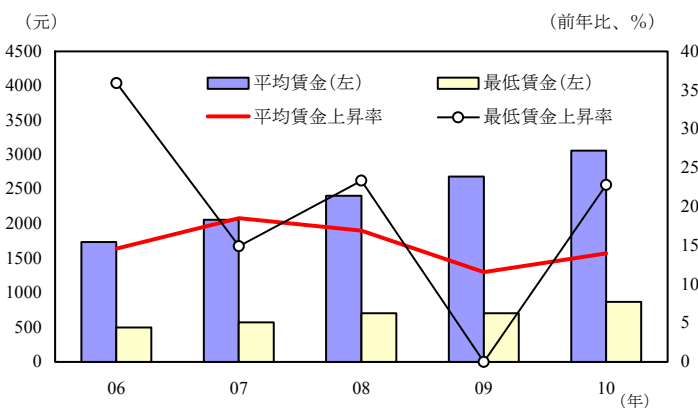
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：アジア主要国の名目賃金上昇率



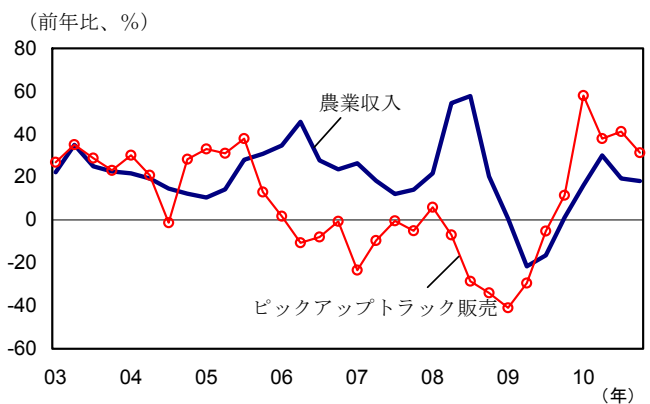
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：中国の月額賃金と上昇率



(注) 2010年の平均賃金は1~9月の上昇率に基づく推計値。
(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：タイの農業収入とピックアップトラック販売



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2010年の自動車販売は中国・インド、ASEANで過去最高を記録

アジアの消費拡大を象徴しているのが自動車販売である。2010年の販売台数は中国（1,806.2万台）、インド（304.0万台）、タイ（80.0万台）、インドネシア（76.5万台）、マレーシア（60.5万台）、フィリピン（16.8万台）にて過去最高を更新した（第1表）。

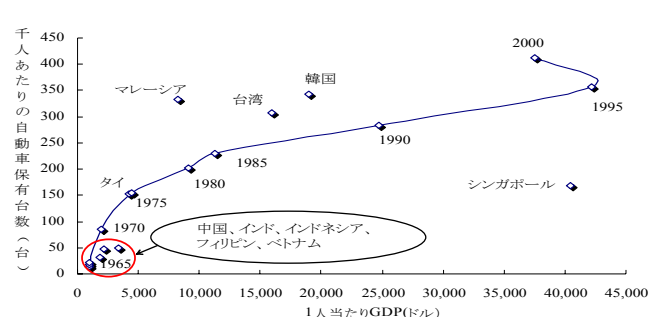
アジア主要国・地域（除く NIEs）の自動車普及率をみると、マレーシア、タイが比較的高いものの、2010年に一人当たり GDP が 3,000 ドルを越えたインドネシアや 2009年に 1,000 ドルを越えたインドは 1,000 人当たり 10 台程度に過ぎない。また、2 年連続で米国を抜き販売台数が世界一となった中国でさえも、普及率は 1,000 人当たり 52 台と日本の 1960 年代後半の水準にとどまっており、潜在的な購買需要は依然大きい（第 9 図）。

第 1 表：アジア主要国の自動車販売台数

	(万台)				
	中国	インド	タイ	インドネシア	マレーシア
2005	575.7	144.0	70.3	53.4	55.2
2006	718.4	175.1	68.2	31.9	49.1
2007	878.5	199.2	63.1	43.4	48.7
2008	938.1	198.4	61.5	60.8	54.8
2009	1364.5	226.6	54.9	48.6	53.7
2010	1806.2	304.0	80.0	76.5	60.5
05-10 伸び率	213.7%	111.0%	13.8%	43.2%	9.6%

(資料) CEIC、各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 9 図：アジアの自動車普及率



(注) 年表示は日本。アジア各国の1人当たりGDPおよび自動車保有台数は2008年時点。
(資料) 国連統計などより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

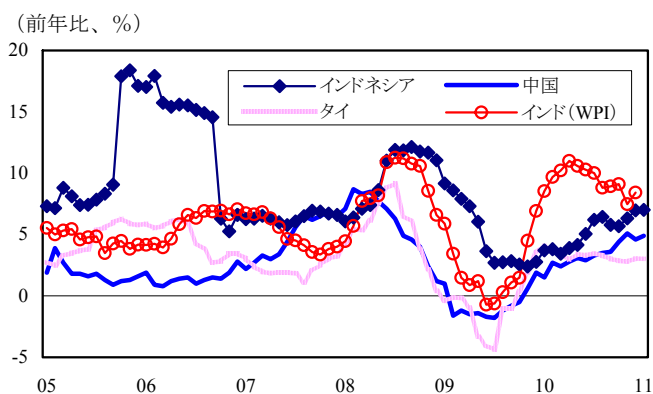
食品価格の高騰を背景にインフレ高進

インフレは加速している。消費者物価上昇率は 2010 年第 4 四半期以降、上昇ペースが加速している（第 10 図）。主因は食品価格の上昇で、天候不順（水害、旱魃）の影響で野菜が高騰していることに加え、投機マネーの流入も手伝い、とうもろこしや大豆など国際的な穀物価格が上昇している。国際通貨基金（IMF）が発表している食品価格指数をみると、2011 年 1 月には食品価格が高騰した 2008 年 6 月の水準を上回り、過去最高を更新した（第 11 図）。

各国は金融引き締め姿勢を強化

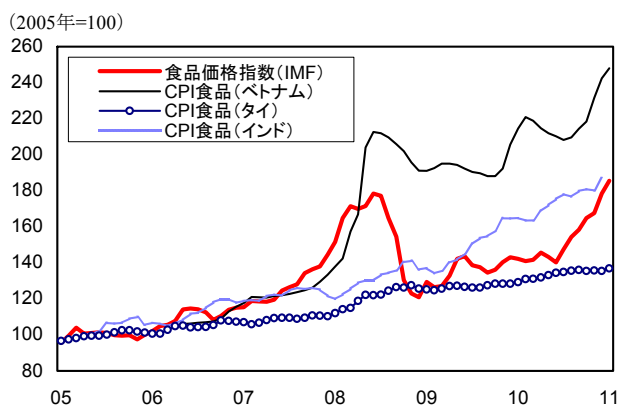
中国、インド、韓国、インドネシア、ベトナムの物価上昇率は、政府・中銀の目標水準を上回っており、これらの国では金融引き締め姿勢を強化している。中国は 2010 年 10 月以降、3 度にわたり合計 75bp の利上げを実施したほか、アジアの中でマレーシアと並び最も早く（2010 年 3 月）利上げに着手したインドは、12 月には利上げを見送ったが、インフレが再加速したことを受け、1 月に再び利上げを実施した。また、海外マネーの流入を警戒し、アジアの中では利上げに最も慎重であったインドネシアも、2 月に 2 年 4 カ月ぶりに利上げに踏み切った。

第 10 図：アジア主要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

第 11 図：アジア主要国の食品物価



(資料) IMF,CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

2011 年は 7% 台へ
成長ペースが鈍化
するも、堅調持続

2011 年のアジア経済を展望すると、前半は輸出が伸び悩むこと、これまでの引き締め効果が顕在化することから、成長ペースはやや鈍化するとみられる。しかし、後半は、2012 年の政権交代に向け中国の成長が加速に向かう上、海外経済の回復も鮮明になることから、その他アジア諸国・地域の成長率も加速が見込まれる。2011 年の成長率は、11 カ国・地域全体で 7.9% と高成長を記録した前年 (9.2% 見込み) から鈍化するものの、堅調な成長が持続しよう。

個人消費は、所得の拡大や景況感の改善を背景に堅調が続こう。企業部門は、原材料高が圧迫要因となるものの、需要拡大により企業収益は高水準が続く見込みである。また、中期的な域内需要の拡大や海外からの直接投資の増加を背景に企業の設備投資が活発化することや、インフラ整備などの公共事業も景気を下支えしよう。

金融政策については、インフレ圧力の高まりを受け、各国・地域ともに金融引き締め姿勢を強化するであろう。国・地域によって差はあるものの、年内に 50bp~100bp 程度の利上げが予想される。もっとも、米国の低金利政策が続くなか、米国との金利差拡大は、一段の通貨高を誘発するリスクがあることから、各国は物価と為替動向を睨みながらの対応になろう。

(3) 当面のリスク要因

①食糧インフレ

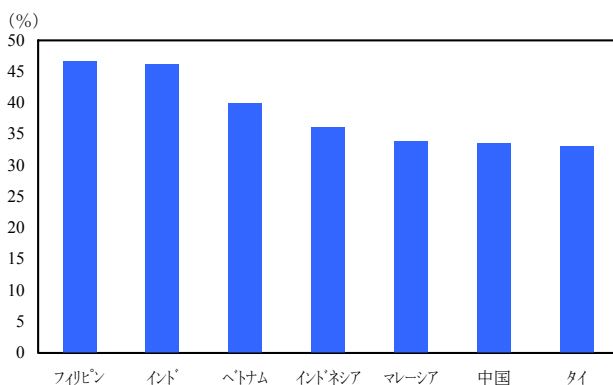
アジア経済の当面のリスク要因は、食糧インフレと資産インフレの2つあると考えられる。

食糧インフレは、目下のアジア経済にとって最も注視すべきリスクである。前述の通り、近年、食品価格の上昇がアジアの物価を押し上げている。例えば、インドの食生活にとって不可欠なタマネギの価格は、昨年12月には1kg当たり70～85ルピー（約140円）と従来の2倍以上に跳ね上がった。この他の国でも、ニンニク、唐辛子、コメなどの基本食材の価格が高騰した。1月に入り、供給増加により価格が下落した品目もあるが、価格は依然高止まっているものが多い。

消費者物価指数に占める食品の割合をみると、フィリピン（46.6%）を筆頭に、インド（46.2%）、ベトナム（39.9%）、インドネシア（36.1%）と15%前後にとどまる先進国と比べ大幅に高い（第12図）。このようにアジアではASEANを中心にエンゲル係数が高い国が多いことから、食品価格の経済に与える影響は大きい。2008年の食糧インフレ時の動向をみると、物価高騰が消費者マインドの低下をもたらした（第13図）。

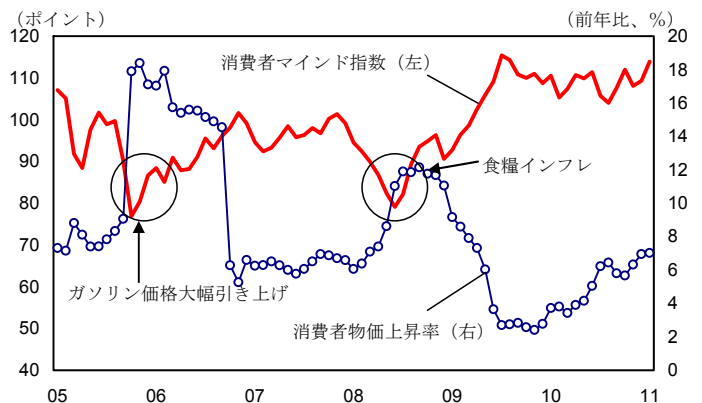
また、アジアの場合、食品価格の高騰は経済のみならず、社会への影響があることに留意が必要である。実際の物価上昇率は、統計以上に厳しいとの見方も多く、物価上昇により国民の不満が高まり、社会の不安定化要因にもなるためである。

第12図：アジア主要国のエンゲル係数



(注) エンゲル係数は消費者物価指数に占める食品のウェイト
 (資料) ADB、インド統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：インドネシアの物価と消費者マインド



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

食糧インフレに直面している政府は、金融引き締めを強化すると同時に、価格上昇が鮮明になった昨年12月以降、相次いで物価抑制策を打ち出した（第2表）。その内容を大別すると、①食品を含む生活必需品の輸入関税引き下げ（韓国、インドネシア、台湾）、②生活必需品及び公共料金の価格凍結（タイ、韓国）、の2点である。

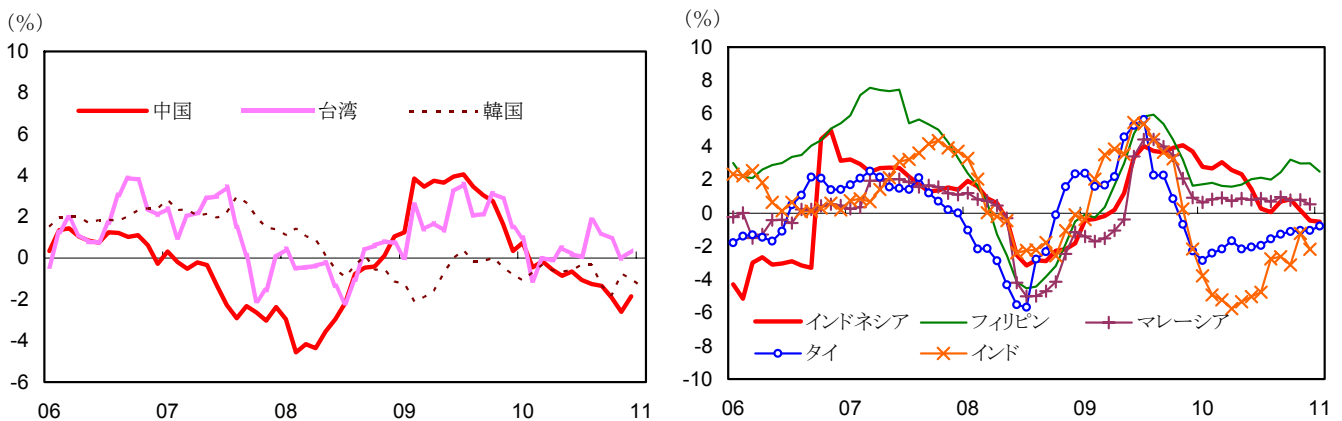
食品価格の高騰は、天候不順による「供給ショック」が主因であり、利上げで食品価格の上昇を抑制することは困難であることから、政府は利上げよりも直接的な物価抑制策に軸足を置いている。利上げについては、アジアの多くの国の実質金利がマイナスに陥っていることから、金利正常化を進めることで、インフレが食品以外の財・サービスに拡大することを防ぐ目的がある（第14図）。

第2表：アジア主要国・地域の物価抑制策

国・地域	導入時期	主な内容
韓国	2010/12	・18の生活必需品（ベビーカー、スナック菓子など）の関税引き下げ決定。
	2011/1	・公共料金（電気、ガス、水道、バスなど11種類）の凍結（1-6月期） ・食料品67品目（砂糖、食用油、とうもろこしなど）の関税引き下げ実施（1月より） ・白菜、ニンニクなど政府備蓄を放出（3~4月）
台湾	2011/1	・食料品の輸入関税を引き下げる方針を発表
タイ	2010/12	・主要消費財（牛乳、ナンプラー、植物油など）の価格凍結を3月末まで延長。 ・軽油価格を1リットル30バーツ未満に抑制（2月に期限を3月末から4月末へ延長）
インドネシア	2011/1	・コメ、小麦、大豆など食品57品目の輸入関税を一時的に免税
インド	2011/1	・砂糖の輸入免税措置を3月末まで延長 ・タマネギの輸出禁止、パキスタンからの輸入契約締結

(資料)各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：アジア主要国の実質金利



(注) 実質金利=政策金利-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

②海外マネー流入に伴う資産インフレ

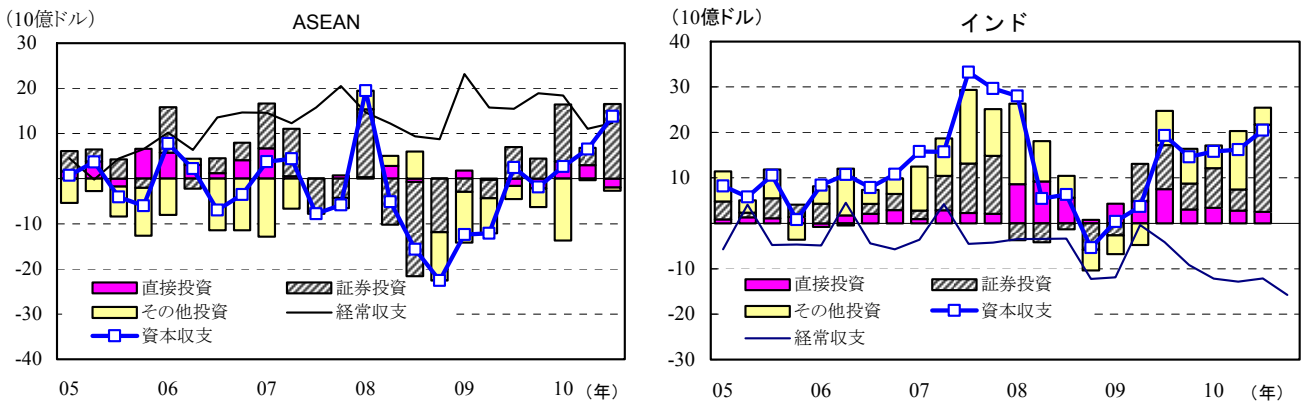
もう一つのリスクは海外からの資本流入に伴う資産インフレリスクである。世界的な過剰流動性の環境下、中期的な成長期待や米ドルとの金利差拡大から、アジアへ海外マネーが流入している。とりわけ、米国の追加金融緩和観測が高まった昨年9月以降、アジアの株式及び債券市場に資本流入が加速した。

2010年後半は資本流入が加速

アジアの中でも、ASEANとインドの証券市場への資本流入が顕著である。2010年第3四半期の証券投資流入額（ネット）をみると、ASEAN（タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン）は165億ドルとグローバル金融危機前に記録した2006年通年（151億ドル）を上回った。他方、インドの流入額は192億ドルと四半期ベースでは過去最高を記録、2009年通年（209億ドル）に匹敵する水準となった（第15図）。

第4四半期の統計は揃っていないが、9月以降、株価の上昇ペースが加速したことから鑑みると、第3四半期を上回る資本流入があったと推測される。

第15図：ASEAN・インドの資本収支



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

もっとも、インフレ懸念が高まった1月以降は、資本流入に変調の兆しがみられる。2010年に大幅上昇したASEAN・インドの株価は、1月はマレーシアを除き下落した。中でも、インドの1月の株価騰落率は前月末比▲10.6%と2010年通年の上昇率（17.6%）の半分超を1カ月で消した。これは、インドはアジアの他国よりもインフレが加速していることに加え、不動産融資や携帯電話の周波数割当を巡るスキャンダルが相次いだことも一因である。中国やNIEsの株価も1月以降、下落もしくは上昇が一服している。

2011年前半は、6月末に終了予定の米国の追加金融緩和策（QE2）を巡り、市場の金利観が交錯することから、アジアの証券市場が乱高下する可能性がある。

**住宅市場への資本
流入は持続**

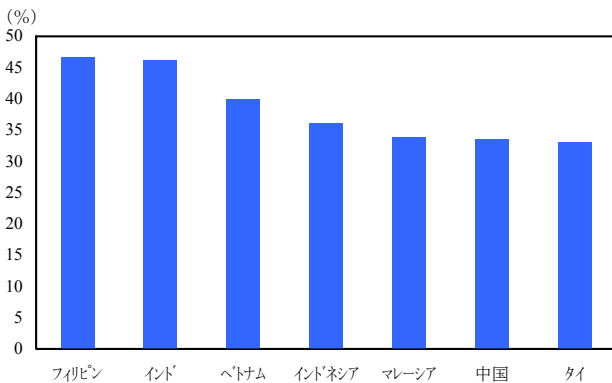
**政府の抑制策にも
かかわらず上昇持
続**

株式市場への資本流入ペースが鈍化する一方、住宅市場への資本流入は続いている。アジアの中でも、2009年以降、華人経済圏と称される中国、香港、台湾、シンガポールの住宅価格の上昇が顕著である。これらの国・地域の価格上昇が ASEAN・インドに比べ著しいのは、中国マネーが流入していることが一因であると考えられる。2010年以降は、政府の抑制策を受けて伸びは鈍化しているものの、上昇に歯止めがかかっていない（第16図）。

中国の住宅価格は、昨年4月の不動産価格抑制策を契機に急騰に歯止めがかかったものの、価格調整は起こらず、9月以降は再び上昇に転じた。シンガポールの第4四半期の住宅価格は前期比+2.7%と前期（同+2.9%）から小幅鈍化したものの、過去最高を記録した96年第2四半期の水準を約7%上回った。また、香港の住宅価格は、12月は前月比▲0.9%と小幅下落したものの、過去最高水準にある。

こうした状況を踏まえ、政府は住宅価格の抑制策を一段と強化している（第3表）。中国は1月に入り、①2軒目の住宅購入時の頭金比率の引き上げ、②上海市、重慶市を対象にした固定資産税の試験的導入、などの抑制策を立て続けに打ち出した。また、シンガポールや香港は短期転売に対する課税を強化した。

第16図：アジア主要国・地域の住宅価格



(注) エンゲル係数は消費者物価指数に占める食品のウェイト
(資料) ADB、インド統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：最近のアジアの住宅投資規制

国・地域	導入時期	主な内容
中国	2010/4	・1軒目の住宅購入時の頭金比率を30%以上に設定
	2010/9	・3軒目以上の住宅購入時のための貸付を一時停止
	2011/1	・2軒目の住宅購入時の頭金比率を引き上げ(50%→60%) ・購入後5年未満の住宅売却時の課税強化 ・地方政府に不動産価格抑制目標の設定と公表義務化
	2011/1	・固定資産税試験導入(上海市、重慶市)
香港	2010/11	・住宅の短期転売に対し最高15%の印紙税を従来の4.25%へ上乘せ
台湾	2011/1	・遊休地税の課税再開
インド	2010/11	・住宅価格に対する融資比率(Loan to Value, LTV)の上限を80%に設定
シンガポール	2010/8	・2軒目の以上のLTVの上限を80%から70%へ引き下げ
	2011/1	・4年以内の短期転売に対し最高16%の印紙税を課税
マレーシア	2010/11	・3軒目の以上のLTVの上限を70%に設定
タイ	2010/11	・住宅ローンのLTVに応じ、銀行資産のリスクウェイトを高める措置を導入

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

アジア各国は物価上昇を受け、金融引き締め姿勢を強化しているものの、当面、実質金利はマイナスもしくは低水準が持続することから、住宅市場にマネーが流入しやすい環境が続こう。とりわけ、米ドルペッグ制の為替制度を採っている香港では、香港ドル金利が米ドル金利に追随する仕組みになっていることから、2011年にかけて5%近い成長が見込まれるにもかかわらず、金融緩和が当面続く公算が大きい。また、金融政策を金利ではなく為替で操作しているシンガポールでは、シンガポールドル金利が米金利に追随する傾

向があり、香港同様に金融緩和が当面続くであろう。

中国については、住宅市場の大幅な調整は実体経済への影響が大きいことから、政府はソフトランディングに向けて綿密な政策運営を行うであろう。従って、住宅バブルの崩壊リスクは大きくないと予想する。仮に、調整局面入りした場合でも、潜在的な住宅需要が大きいこともあり、大幅な調整は回避できる見込みである。

他方、香港は、持ち家比率が低く、当面供給が低水準にとどまること、シンガポールについては、持ち家比率は高いものの所得拡大に伴い住み替え需要が高いこと、などから住宅の潜在的な需要は底堅い。従って、住宅価格は上昇傾向が続く可能性があるが、これらの国・地域は、中国マネーへの依存度が高いこと、金融政策が米国に連動することから、①中国が大幅な利上げに踏み切った場合、②米国の長期金利が急上昇する局面、では価格調整に見舞われるリスクがあることに留意する必要があるであろう。

(4) 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

中国の第4四半期の実質GDP成長率は前年比9.8%と前期（同9.6%）から加速した。輸出が高い伸びを維持する一方、投資は政府が引き締めを強化したにもかかわらず加速した。好調な景気拡大の一方、食料高によるインフレ抑制が最重要課題となっている。当局は、預金準備率と貸出金利の引き上げを持続する見込みである。2011年前半は引き締め策強化により減速するものの、年後半は2012年の政権交代に向け地方政府の投資意欲が高まる政治サイクル下、成長が加速に向かう。2011年の実質GDP成長率は9.4%と前年（10.3%）から小幅低下にとどまろう。

②NIEs

輸出依存度が高いNIEs諸国・地域では、内外需ともに堅調である。シンガポールの第4四半期の実質GDP成長率は前年比12.0%と4四半期連続で二桁増となったほか、台湾や韓国経済も堅調に推移している。

2011年は、前半は前年の反動要因の一巡と引き締め策の影響で成長ペースは鈍化するものの、年後半は海外経済の回復傾向が鮮明になることから成長率は加速しよう。2011年の実質GDP成長率は4.6%を予想する。

③ASEAN

ASEAN4カ国の経済は、内需の拡大により堅調に回復している。第4四半期の実質GDP成長率は、インドネシアが内需主導で前年比6.9%、内外需ともに堅調なフィリピンは同7.1%と各々前期から加速した。今後、内外の需要回復を追い風に景気は堅調に推移し、2011年の実質GDP成長率は5.5%を予想する。

④インド

インド経済は、成長ペースは鈍化しているものの、所得の拡大や景況感の改善などを背景に、内需を中心に堅調に推移している。こうしたなか、インフレ加速を受け、中銀は3月以降7度にわたり利上げを実施した。今後、2011年度にかけては、引き締め策の影響で成長率は鈍化するものの、内需の拡大を牽引役に2011年度の実質GDP成長率は8.4%と高成長が続くことを予想する。

（竹島 慎吾）

第4表：アジア経済見通し総括表

名目GDP規模 2009年/10億ドル		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
中国	4,909	9.2	10.3	9.4	▲0.7	3.3	4.5	2,971	3,062	2,812
韓国	833	0.2	6.1	4.3	2.8	3.0	3.6	328	282	185
台湾	379	▲1.9	10.8	5.0	▲0.9	1.0	1.3	429	392	352
香港	211	▲2.8	6.5	4.7	0.6	2.4	3.7	183	142	201
シンガポール	177	▲0.8	14.5	5.0	0.6	2.8	3.2	349	494	462
NIEs	1,599	▲0.8	8.2	4.6	1.4	2.4	3.0	1,289	1,310	1,200
インドネシア	539	4.6	6.1	6.2	4.8	5.1	6.4	102	63	35
マレーシア	191	▲1.7	7.2	5.2	0.6	1.7	2.7	320	334	316
タイ	264	▲2.3	7.6	4.5	▲0.8	3.3	3.8	219	148	96
フィリピン	161	1.1	7.3	5.3	3.2	3.8	4.1	86	91	73
ASEAN4	1,156	1.5	6.8	5.5	2.6	3.9	4.9	727	636	520
インド	1,236	8.0	8.6	8.4	12.4	10.4	7.5	▲384	▲527	▲568
アジア10カ国・地域	8,900	6.2	9.2	7.9	1.9	4.2	4.7	4,603	4,481	3,964
ベトナム	92	5.3	6.8	6.6	6.9	9.2	12.0	▲75	▲74	▲72
アジア11カ国・地域	8,992	6.2	9.2	7.9	2.0	4.3	4.8	4,528	4,407	3,892

→見通し

→見通し

→見通し

(注) インドは年度(4月~3月)ベース。

2. 中国

(1) 現状

2010年は3年振りに二桁成長

人民元再上昇するも、輸出への影響は限定的

投資は引き締め強化の下でも小幅加速

中国の市場パワーを印象付けた販売振興策の効果

中国では高成長が続いている。2010年第4四半期の実質GDP成長率は前年比9.8%と前期の同9.6%から加速し、通年では10.3%と3年振りの二桁成長となった。名目GDP成長率は16.7%に達し、日本を抜いて世界第2位の経済大国となったことは世界的にも大きく報じられた。

第4四半期の詳細をみていくと、まず、輸出については、前期の同+32.2%から同+24.9%へ減速したとはいえ、高い伸びを維持した。反動増による押し上げ効果は剥落してきたものの、欧米の12月のホリデー商戦を含め、海外需要の好調に支えられた。6月に、人民元の対ドル相場はほぼ2年振りに再上昇を開始し、年末までの上昇率は3.5%となったが、12月下旬の1.0%上昇で嵩上げされた面もあり、実体的な上げ幅はさらに小さく、影響も限定的であった。

投資は、第4四半期に、預金準備率引き上げ3回、利上げ2回と引き締め政策が強化されたにもかかわらず、同+23.1%と前期(同+22.4%)から加速した。経済成長ペースが速く、しかも、貸出金利が実質的に極めて低い状況では、投資意欲は容易に衰えないことがわかる。

第11次5カ年計画の最終年ゆえに、単位GDP当りエネルギー消費量▲20%削減という省エネ目標達成のために電力供給停止のような極端な対応策が導入された地域もあり、エネルギー多消費型産業向けの投資には厳しい抑制圧力がかかった。しかし、自動車・家電販売振興策の恩恵を受けた輸送機器、電気機器、電子情報向けの投資は、前年比+50%前後と好調な伸びであった。

消費については、小売売上高の実質的な伸び率が前期の同+15.4%から同+14.6%と低下し、インフレに伴う購買意欲の減退が窺われた。もっとも、自動車販売台数は同+23.2%と前期(同+15.9%)に比べ伸びが加速し、小型車減税など販売振興策の年末期限切れを前にした駆け込み購入が下支え効果を発揮した模様である。

最後に、2010年の販売振興策の効果を総括しておきたい。まず、自動車販売台数は前年比+32.4%の1,806万台と、前年に続き、世界第1位となった。また、農村部の家電購入補助に基づく販売額は1,732億元で前年比2.7倍に達した。都市部の家電買い替え補助に基づく販売額は1,211億元となった。2009年には6月導入から同年末までで143億元にとどまったが、2010年6月に対象地域が拡大し、大幅増加となった。このように中国の市場としてのパワーを内外に印象付けた政策効果は極めて顕著なものであったといわざるを得ない。

(2) 見通し

食料品価格の高騰を踏まえ、インフレ対策がプライオリティに

こうした好調な景気拡大の一方、インフレリスクが最重要課題となっている。高騰が目立っていた野菜の価格が政策効果もあり、昨年12月には下落に転じたことから、食料インフレはピークアウトの期待もあったが、北部の旱魃の深刻化などから長期化の様相を呈してきた。構成品目の見直しにおいて食料品のウェイトが低下したこともあり、1月の消費者物価上昇率は4.9%と市場予想より低率となったが、かねてより、物価上昇率以上にインフレによる生活へのダメージは大きいとの市民の声は根強い。歴史的にインフレは社会不安を喚起し、混乱の引き金となり易いことから、政府としても軽視できない。

インフレの主因が天候不順に伴う農産物の供給ショックであることから、増産に向けた農業対策にも注力されているが、2011年については、金融政策方針が過去2年間の「適度な緩和」から中立を意味する「穏健」に切り替えられているなかで、引き締め強化はやむを得ない状況にある。実際、2011年に入るや、貸出が急増しているとの報道が相次ぎ、1月14日の預金準備率引き上げに続き、2月8日には旧正月休暇最終日というタイミングで利上げが決定された。利上げ後も1年物預金金利は3%と、インフレ率を大きく下回る実質マイナス金利状態であり、預金の取り崩しで、不動産市場や農産物などに流れ込む投機マネーの膨張に拍車をかけかねない。これらを踏まえれば、預金準備率はすでに過去最高の19%に達し、また、利上げについても、内外金利差拡大による資金流入が懸念されるなど、ともに制約要因はあるものの、今後も、複数回の預金準備率の引き上げならびに利上げは避けられない見通しである。

引き締めは強化されるも内需は堅調推移

ただし、引き締め強化から投資の腰折れにまで至るとは考えにくい。中国には、政府も支援する投資分野が少なからず存在するからである。4兆元対策は終了するが、本年から始動している第12次5カ年計画においても、①7大戦略的新興産業（省エネ・環境保護、新世代IT、バイオ、先端機械設備、新エネルギー、新素材、新エネルギー車）②内陸部のインフラ整備、③大規模な低所得層向け住宅建設——などの重点分野を中心とした投資拡大は期待できる。

消費については堅調持続が予想される。政府は、第12次5カ年計画で輸出・投資に依存した発展パターンの転換をメインテーマに掲げており、消費振興のための所得拡大は不可欠なものとして追求されよう。また、医療改革を中心とした社会保障の整備、戸籍改革を通じた都市化の推進なども深化が見込まれる。自動車については、一部の購入振興策の期限切れに加え、渋滞緩和のための規制導入、ガソリン価格の上昇などが下押し要因となり得るが、自動車普及率が1,000人当たり52台と圧倒的に低いこともあり、一定のペースでの販売増は想定できよう。また、家電購入振興策は継続され、効果の浸透が期待される。

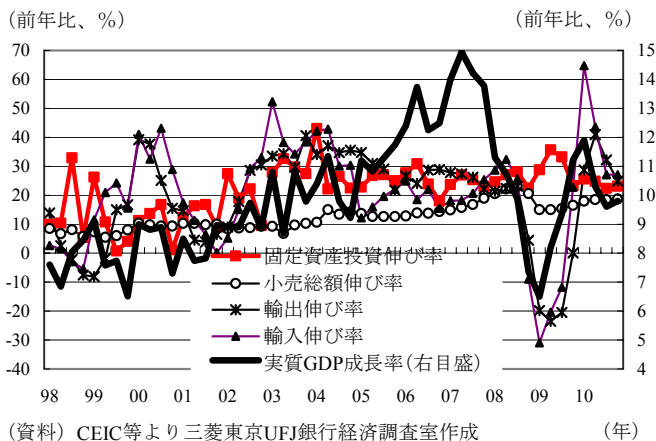
輸出は人民元・賃金の上昇などから減速へ

輸出は1月には前年比+37.7%と大幅加速したが、旧正月休暇が2月初旬にあたったため、通関手続きが集中したという要因が大きかったとみられている。今後については、以下の二つの要素から競争力低下は避けられまい。まず、人民元相場に関しては、米国を中心に海外からの切り上げ圧力が強まるなか、通年で5%程度は上昇しよう。また、賃金についても、法定最低賃金の大幅上昇や労働需給の逼迫を受けて相当の上昇が予想される。ただし、米国・アジアの景気堅調を考慮すれば、15%前後の輸出の伸びを維持することは可能と考えられる。

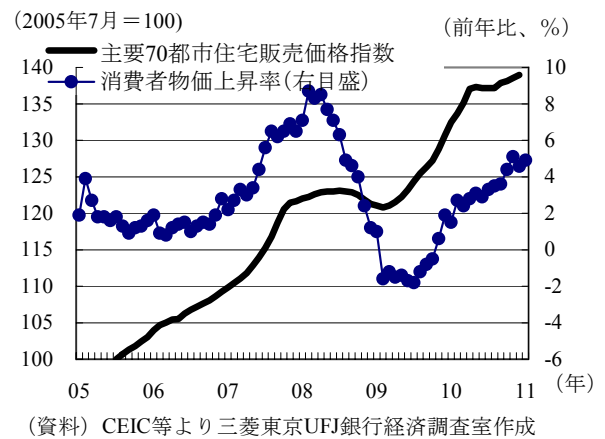
以上を総合すれば、年前半はインフレ抑制を主眼とした引き締め政策強化により成長減速が予想される。ただし、後半以降は、食料インフレがピークアウトするとともに、来年の共産党大会における人事異動を念頭に地方政府の実績作りに向け、投資が喚起されるという政治サイクルの下で景気加速に向かおう。この結果、2011年通年では9.4%と前年の10.3%から小幅の成長率低下にとどまろう。

(萩原 陽子)

第17図：中国の成長関連指標



第18図：中国の物価と住宅価格



3. NIEs

(1) 韓国

①現状：景気は内需主導で拡大

韓国経済は、内需主導で堅調に拡大している。第4四半期の実質GDP成長率（速報値）は前年比4.8%と前期（同4.4%）から加速した。輸出増加を背景に半導体や機械などの生産が増加、企業の設備投資は堅調に拡大した。また、雇用環境の改善を追い風に、GDPの約半数を占める民間消費（同+3.2%）が底堅く推移した。消費の中身をみると、食料品が鈍化する一方、自動車など耐久消費財、百貨店販売が増加した。他方、外需は輸出が加速し、輸入の伸びを上回ったことから、外需の寄与度はプラスに転じた。この結果、2010年の成長率は前年比6.1%と2002年（7.2%）以来の高成長を記録した。

雇用環境は改善が持続

雇用環境は改善傾向が持続している。1月の就業者数は前年比+33.1万人とグローバル金融危機前（2005～2007年）の月間平均（+29.2万人）を4カ月連続で上回った。業種別にみると、製造業（同+22.4万人）に加え、サービス業（+21.0万人）が牽引しており、雇用の裾野が拡大している。また、非正規雇用者数が減少する一方、正規雇用者数の増加が持続しており、雇用の質も改善している。

インフレ圧力の高まりを背景に追加利上げ実施

物価は上昇圧力が高まっている。1月の消費者物価上昇率は前年比4.1%と10月に続き韓国銀行の目標（3±1%）を上回った。これを受け、韓国銀行は、1月に0.25%ポイントの追加利上げに踏み切った（現行の政策金利2.75%）。

②見通し：2011年は4.3%成長、潜在成長率近辺の底堅い成長

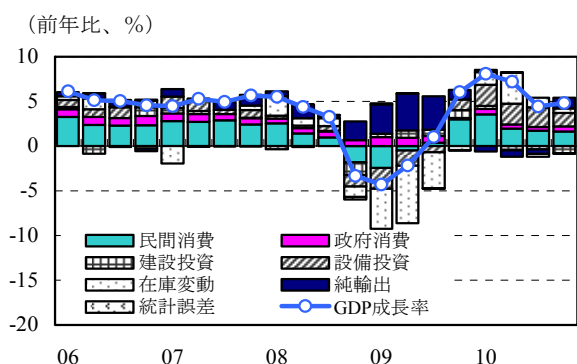
2011年の韓国経済は、前年の高成長の反動で成長率は鈍化するものの、内外需の堅調を背景に4%台と目される潜在成長率近辺の底堅い成長を予想する（2011年の成長率予測4.3%）。韓国の輸出先は、新興国向けが約6割と先進国向けを上回っており、堅調が予想される新興国経済の恩恵を受けやすい。加えて、米国など先進国経済の回復ペースが速まることから、輸出は底堅い推移が見込まれる。この結果、輸出を起点とした雇用環境の改善が持続し、消費は堅調な拡大が続くであろう。

追加利上げを継続

食品価格を中心に物価上昇圧力が高まっていることから、韓国銀行（中銀）は2011年前半にかけて50bpの追加利上げを実施すると予想する。もっとも、物価上昇の主因である食品価格の高騰を利上げで抑制することは困難であることから、インフレ対策は公共料金の凍結や輸入関税引き下げなどの物価抑制策が主眼となる。政府は、12月に生活必需品18品目（スナック菓子、ベビーカーなど）の関税引き下げに加え、1月には公共料金の凍結や食品67品目（砂糖、食用油、とうもろこしなど）の輸入関税引き下げを決定したが、物価の動向をみながら、対象品目の拡大などの追加策を打ち出す可能性があるだろう。

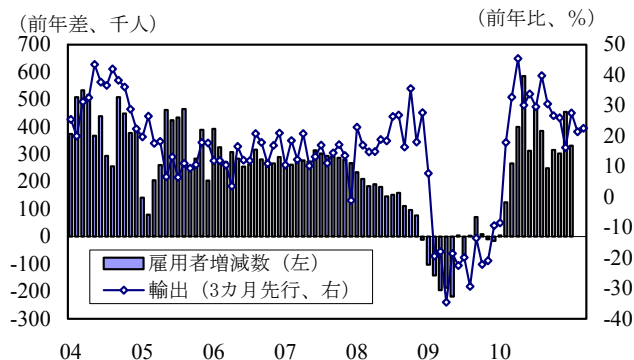
（竹島 慎吾）

第 19 図：韓国の実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 20 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

①現状：成長は減速するも予想以上の好結果

台湾では、第 4 四半期の実質 GDP 成長率が前年比 6.9%と前期 (同 10.7%) から低下した。ただし、前年同期にすでに同 9.2%まで急回復し、反動増による押し上げ効果が剥落していたという要素を考えれば、相当の好結果ということができ、実際、市場予想も上回っていた。この結果、2010 年通年では 10.8%成長と 24 年振りの高水準に達した。

第 4 四半期における需要項目の内訳を確認すると、輸出は同+14.9%、設備投資は同+13.0%と、前期に比べれば伸び率は大幅に低下したとはいえ、依然として高水準を維持した。一方、消費は同+2.9%と前期 (同+4.6%) から大きく減速した。雇用情勢の改善、株価・不動産価格上昇に伴う資産効果、中国人観光客の大幅増加などのプラス要因に変わりはないものの、自動車販売が前年同期に減税の期限切れを前にした駆け込み需要で盛り上がった反動で同▲14.5%と落ち込んだため、足を引っ張ったとみられる。

小幅利上げ継続により金融正常化へ

なお、他のアジア諸国で急速にインフレリスクが顕在化しつつあるなかで、台湾では、本年 1 月に入っても、消費者物価上昇率が 1.1%と低水準に収まっている。ただし、中央銀行は、国際的な商品市況の高騰を踏まえ、今後の輸入インフレに対し警戒感を示している。このため、昨年 6 月の金融政策決定会合 (四半期に 1 回開催) で 2 年振りに公定歩合に相当する再割引率の 0.125%引き上げに踏み切ったのに続いて、9 月、12 月と同会合毎に 0.125%の利上げを続けた。現在の再割引率は 1.625%となっている。今後も政策決定会合の度に 0.125%の小幅利上げによる金融正常化を継続すると考えられる。

②見通し：反動増効果は剥落するも、中国要因が下支え

2010年には前年のマイナス成長の反動で二桁成長にまで押し上げられた以上、2011年の成長率の低下は避けられまい。とはいえ、世界経済の順調な拡大を前提とすれば、輸出主導型の台湾経済も底堅い成長が望めよう。さらに、中国との経済協力枠組み協定（ECFA）を契機とした経済交流強化によるプラス効果も加わる。

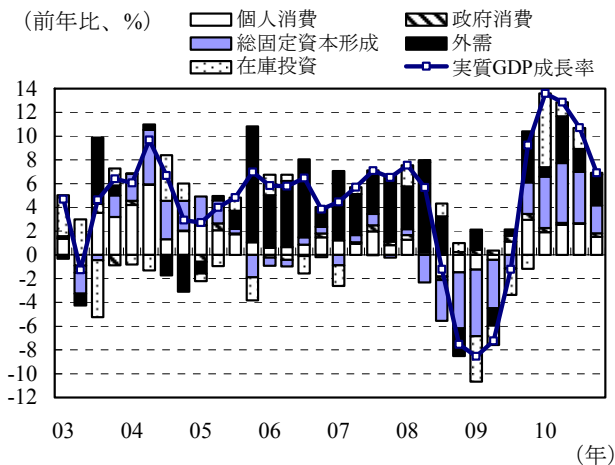
ECFAに基づき、2011年初から関税引き下げ開始（最長2年間で撤廃）となる対象は、台湾側の268品目（台湾の対中輸入の10.5%）に対し、中国側は557品目（中国の対台湾輸入の16.1%）となっている。そのなかには、石油化学、工作機械、自動車部品なども含まれており、台湾企業は競合する日韓企業に対し優位に立つ。サービス業でも、台湾の9業種に対し、中国は金融、会計、コンピュータ関連サービスなど11業種を開放対象とした。

また、中国人旅行者については、2008年の団体旅行解禁に続き、2011年には個人旅行の解禁が予想されている。中国人旅行者数はすでに2010年時点で前年比+67.7%の163万人と急増し、それまで最大であった日本人旅行者数を上回っているだけに、2011年には一段と台湾の観光、小売、飲食、輸送などに幅広く恩恵をもたらすと期待が高まっている。

これらを考え合わせれば、2011年の実質GDP成長率は前年比5.0%と前年（同10.8%）からは大幅に低下するとはいえ、底堅い成長が見込まれる。

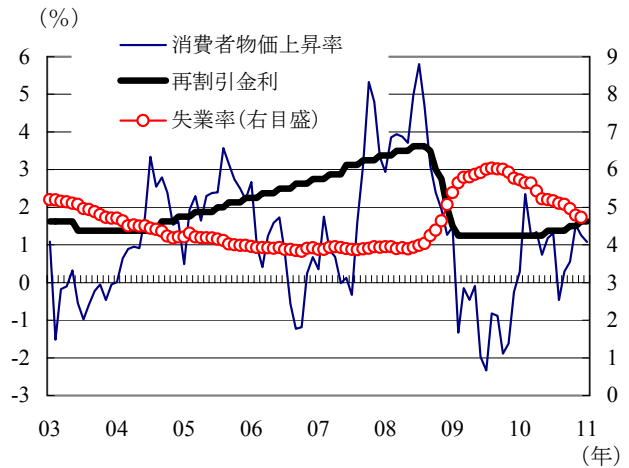
（萩原 陽子）

第21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22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

①現状：反動増効果は剥落するも、底堅い成長を維持

香港においても反動増効果は剥落してきたが、底堅い成長を維持している。第4四半期の小売売上高は前年比+16.9%と前期(同+15.6%)を上回った。雇用環境の改善、株価・不動産価格の上昇に伴う資産効果に加え、中国からの旅行客が引き続き大幅増加し、旺盛な購買力を発揮している。一方、輸出は同+14.4%と前期の同+27.7%からは半減したとはいえ、堅調な伸びを維持した。ここからすれば、第4四半期も前年比5%前後の成長を確保し、2010年通年の実質GDP成長率は6.5%と前年の▲2.8%から顕著に回復したと見込まれる。

こうしたなか、不動産バブルが大きな懸念材料となっている。住宅価格は2008年末から5割以上も急騰し、1997年の過去最高値圏に近付いている。しかし、香港はドルペッグ制を採用していることから、金融政策の面では米国に追随せざるを得ず、独自の対応をとることはできない。

不動産バブル対策は強化されるも、効果には疑問符

そこで、当局は、2009年秋頃から不動産対策を強化し、2010年11月19日には、保有2年以内の転売に対し、特別印紙税(5~15%、保有期間が短いほど高率)を従来の印紙税(不動産価格によって異なり、最高4.25%)に上乗せする増税措置を導入した(翌日実施)。同日、香港金融管理局(中央銀行に相当)も高級物件に対する頭金比率の引き上げを発表した(800万香港ドル以上1,200万香港ドル未満;30→40%、1,200万香港ドル以上;40→50%)。これに伴い、12月の住宅価格は前月比▲0.9%と小幅下落したが、金融緩和が続く状況では、効果は限定的との見方もあり、先行きは予断を許さない。

②見通し：中国の高成長持続の波及効果で安定成長

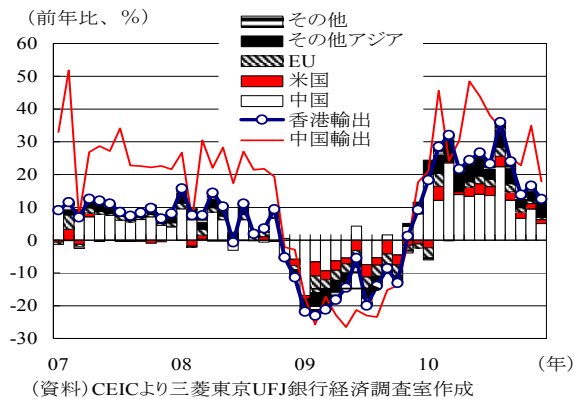
2011年は前年に比べ、ペースダウンは避けられないものの、底堅い成長は維持できると考えられる。中国の輸出においても反動増効果は一巡してきたが、世界的な需要拡大の下では通年で15%前後の増加は見込み、勢い、中国製品の仲介貿易センターである香港の輸出も一定の成長は期待できよう。また、中国経済が減速とはいえ、9%台の成長を確保すると想定される以上、香港への波及効果は依然として大きい。中国人旅行客の購買や雇用情勢のさらなる改善などから、消費は堅調が予想される。また、中国と連結する高速鉄道などの大型プロジェクトを含む公共投資、ならびに、中国ビジネスを睨んだ民間投資の拡大も見込みよう。これらを考え合わせれば、2011年の実質GDP成長率は4.7%と予想される。

なお、消費者物価上昇率は食料品価格や不動産価格の高騰の影響により、12月時点で前年比3.1%と2年振りの高水準に達した。こうしたなか、曾蔭権行政長官は強い物価上昇圧力を受けているとの認識を示し、必要に応じて、生活支援策を打ち出す意向を表明している。このため、3月に期限切れとなる固定資産税免税の延長などの対応策が予想されるが、それでも、2011年の消費者物価上昇率は前年の2.4%から3%台後半へと上

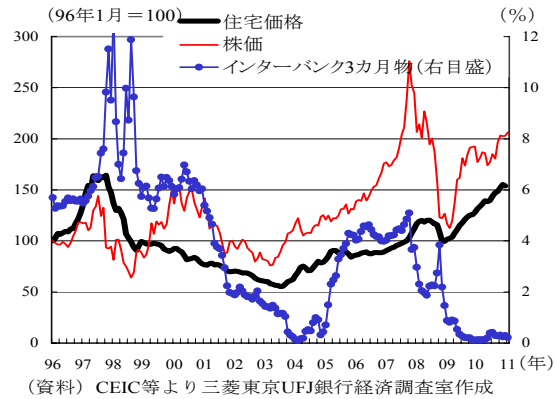
昇が見込まれる。

(萩原 陽子)

第 23 図：香港の地域別輸出の推移



第 24 図：香港の資産価格



(4) シンガポール

①現状：2010年の成長率は前年比14.5%と過去最高を記録

第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 12.0% (前期比年率 3.9%) へ加速した。製造業 (前年比+25.5%) が、バイオ医薬部門の拡大を主因に伸びを高めたほか、サービス業 (同+8.8%) は、貿易拡大や金融取引の活発化、外国人来訪者数の増加に伴うホテルや小売、飲食など観光関連サービスの拡大などを背景に堅調を維持した。第 4 四半期の非石油地場輸出 (NODX) は、エレクトロニクスが伸び悩む一方、医薬品、石油化学などが下支えし、前年比+17.6%と堅調を維持した。また、2010年の来訪者数は、景気回復や総合リゾート (IR) 開業などを追い風に 1,160 万人と過去最高を更新、観光収入は前年比+49%と大幅な増加をみせた。この結果、2010年の成長率は前年比 14.5%と過去最高の伸びを記録した。

景気回復と海外からの来訪者数の増加などを背景に、サービス業を中心に雇用拡大が続いており、12 月末時点の失業率 (季節調整値) は 2.2% とほぼ完全雇用とも言える低水準で推移している。

景気が好調に推移する中、自動車や不動産の価格上昇、燃料価格の上昇などを背景に物価は上昇傾向にある。第 4 四半期の消費者物価上昇率は前年比 4.0%と 2 年ぶりの水準まで上昇した。シンガポール通貨庁 (MAS) は、2010 年 4 月以降、通貨高政策 (「緩やか、かつ段階的な通貨高」を容認する政策) を通じて金融引き締め (為替相場が操作手段) を継続している。不動産価格については、所得の増加や低金利、海外からの資本流入などを背景に、民間住宅価格指数が過去最高を更新するなど上昇基調が続いている。もっとも、短期転売に課す印紙税課税強化や不動産購入に対するローン上限比率 (LTV) の引き下げなど、政府・当局による過熱抑制策により上昇ペースは鈍化しつつある。

インフレ圧力の強まりを背景に、MAS は引き締め策を継続

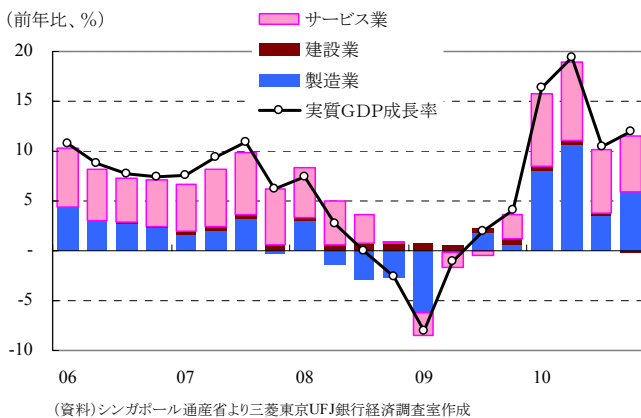
②見通し：2011年
は5%前後の安定
成長へ

2011年のシンガポール経済は、前年の反動要因の一巡と引き締め政策の影響などで成長ペースは鈍化するものの、潜在成長率とされる5%程度の水準を確保しよう。輸出は、世界的なスマートフォン市場の拡大や企業のPC更新需要の回復などが下支えすると予想する。また、雇用・所得環境の改善に加え、株式や不動産など資産価格の上昇、周辺アジア諸国からの来訪者数の増加なども内需拡大を下支えしよう。

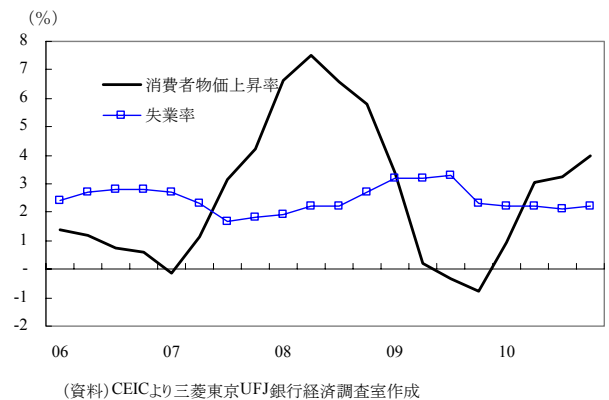
物価については、労働需給の逼迫や資源価格の上昇などを背景に、年央にかけて上昇基調が続こう。もともと、賃金上昇ペースは相対的に緩やかであるほか、MASの通貨高政策（引き締め政策）による輸入インフレ抑制効果が見込まれること、自動車や不動産の価格上昇ペースは徐々に鈍化するとみられることなどから、2011年通年のインフレ率は前年比3.2%と3%台に着地すると予想する。

(シンガポール駐在 福地 亜希)

第25図：シンガポールの実質GDP成長率



第26図：シンガポールの物価と雇用



4. ASEAN

(1) インドネシア

①現状：第4四半期の成長率は6.9%と6年ぶりの高成長

インドネシア経済は内需を牽引役に高成長が続いている。第4四半期の実質GDP成長率は前年比6.9%と前期（同5.8%）から加速、6年ぶりの高成長を記録した。民間消費（同+4.4%）は、食品価格の高騰などを受け、拡大ペースがやや鈍化したものの、建設投資や企業の設備投資など総固定資本形成（同+8.7%）が内需拡大を下支えした。また、輸出（同+16.1%）は、石炭など資源輸出の好調が続く、外需のプラス寄与度拡大に繋がった。この結果、2010年通年の成長率は同6.1%（前年：同4.6%）と2年ぶりに6%台の水準を回復した。

食品価格の高騰を背景にインフレが再加速

物価は、昨年央以降、一旦沈静化の兆しが見られたものの、年末以降、天候不順に伴うコメやトウガラシなど食品価格の高騰などを背景に、再び上昇基調が強まっている。2011年1月の消費者物価上昇率は、前年比7.0%と2009年4月以来の水準に達した。

中銀は2年4カ月ぶりの利上げを実施

インドネシア中銀は、2009年9月以降、政策金利を過去最低の6.5%で据え置いてきたが、2011年2月、2年4カ月ぶりに0.25%ポイントの利上げを実施した。これまで中銀は、コアインフレやインフレ期待の安定に加え、中小企業向け貸出促進、利上げに伴う更なる海外からの投資資金流入に対する警戒などから、利上げに対しては慎重な姿勢を堅持、食品価格の高騰に対しては、政府がコメの輸入関税撤廃や輸入拡大などで対応してきた。しかし、今回、利上げに踏み切った背景としては、国内の食品価格高騰に加え、原油など国際商品価格の上昇に伴い、インフレ期待が高まりつつあることなどが挙げられる。また、今年に入り、当局がインフレ対応で後手に回っていると懸念から投資資金が流出、ルピア安が進行したため、海外投資家の信認回復とルピア高値維持による輸入インフレ抑制への思惑なども利上げ決定を後押ししたと考えられる。

②見通し：内需を牽引役に6%台の成長が持続

2011年のインドネシア経済は、内需を牽引役に6%台の成長を維持すると予想する。2010年の1人当たりGDPは3,005ドルと3,000ドルの大台を突破、自動車や家電など耐久消費財の本格的な普及期に入ってきている。資源価格の上昇に伴う所得増加なども内需拡大の支えとなる。

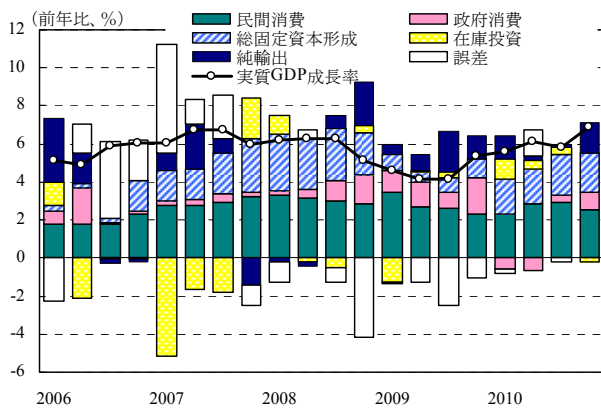
物価は、ルピア高による輸入インフレ抑制効果が引き続き見込まれるものの、食品や燃料価格を中心に、年央にかけて上昇基調が続く、通年の消費者物価上昇率は2010年の前年比5.1%から2011年は同6.4%へ高まると予想する。中銀の金融政策は、内需への悪影響が懸念される大幅な引き締めは考え難いものの、食品や原油価格など供給面からのインフレ圧力に加え、需給ギャップの縮小に伴う期待インフレ率の高まりなど需要面からのインフレ圧力を見極めつつ、年央にかけて追加利上げのタ

イミングを模索する展開となろう。

海外からの資本流入については、中銀短期証券（SBI）の1カ月保有義務や短期（1、3、6カ月物）の発行停止に加え、銀行の海外からの短期借入に関する規制強化（自己資本の30%以内、2011年1月28日から実施）、外貨建て預金準備率の段階的な引き上げ（現行1%、3月に5%、6月に8%へ引き上げ）などにより、2010年に比べて流入は抑えられよう。もっとも、高成長や政治の安定など良好なファンダメンタルズ、大手格付け機関によるソブリン格付けの上方修正などを追い風に堅調な推移が続くと予想する。

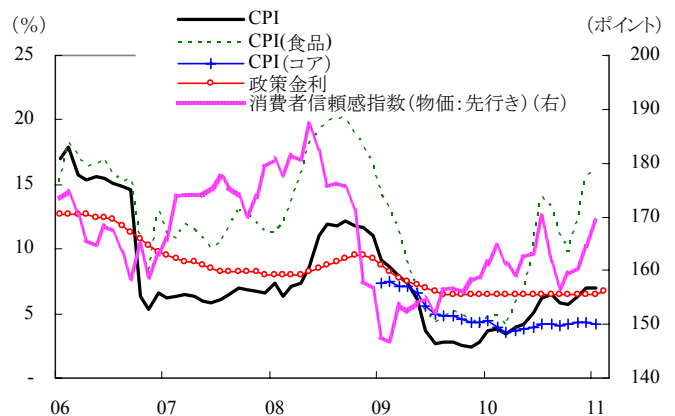
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第27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28図：インドネシアの物価と金利



（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

①現状：成長ペースは鈍化傾向ながらも、内需を中心に堅調を維持

マレーシアでは、急回復の一巡と、外需の伸び悩みに伴い成長ペースは鈍化しているものの、内需を中心に堅調を維持している。第4四半期の鉱工業生産指数は前年比+4.2%と前期（同+4.3%）並みの水準を維持、製造業の設備稼働率も82.9%と約4年ぶりの水準へ高まった。輸出は、主力の電子・電機を中心に伸び悩みがみられる一方、石油製品や化学品などの工業品のほか、パーム油、天然ガスなどの資源関連の好調が続いている。一方、良好な雇用・所得環境などを背景に、消費者信頼感指数は117.2ポイント（前期：115.8）と2007年第3四半期以来の高水準を回復した。製造業雇用者数は、年央に増加が一服したものの、10月以降は再び前月比3,000人ペースでの増加が続いており、11月の失業率は3.1%と低水準にとどまっている。

物価上昇は緩やか、中銀は金利の据え置きを継続

物価は、政府が2010年7月に続き12月にもガソリンや砂糖など統制品目の補助金を削減した影響などで上昇傾向がみられるものの、2010年12月の消費者物価上昇率は前年比2.2%と緩やかな上昇にとどまっている。中銀は、景気の急回復を受け、2010年3月に金利正常化に着手、7月ま

で段階的に合計 0.75%ポイントの利上げを実施したが、その後は政策金利を 2.75%で据え置いている。

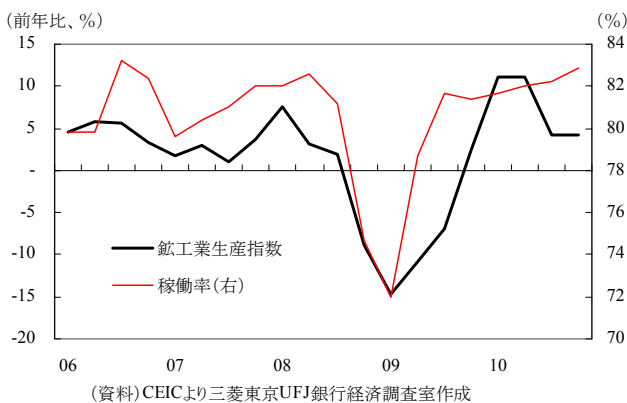
②見通し：2011 年の成長率は 5%台に鈍化へ

マレーシア経済は、反動要因の一巡と外需の伸びの鈍化などから、成長ペースの鈍化が予想される。実質 GDP 成長率は 2010 年の前年比 7.2% (見込み) に対し、2011 年は同 5.2%へ低下しよう。輸出は、年央にかけて伸び悩みが続くものの、年後半には先進国経済の回復に伴い再び拡大に転じることが見込まれる。内需については、安定した雇用環境に加え、資源価格の上昇に伴う所得増加、実質金利の低下などが民間消費の拡大を下支えしよう。また、投資については、高水準の設備稼働率に伴う製造業での拡張投資のほか、クアラルンプール国際空港 (KLIA) 第 2 空港や第 2 ペナン橋などの大型の公共工事、2020 年の先進国入りに向けた「経済改革プログラム (ETP)」に基づく資源・エネルギー、その他の投資計画の実施などで拡大基調が続こう。

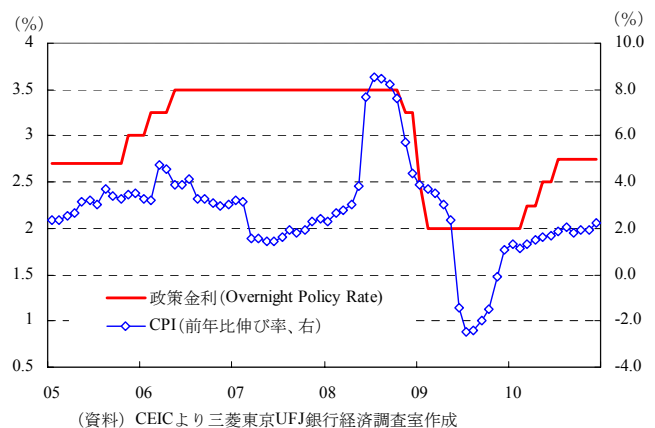
物価は、食品や燃料価格の上昇に加え、最低賃金引き上げなどが上昇圧力になるとみられ、消費者物価上昇率は、2010 年の前年比 1.7%から 2011 年は同 2.7%へ高まると予想する。中銀の金融政策は、景気と物価の動向を見極めつつ、必要に応じて追加利上げの可能性をみておく必要がある。

(シンガポール駐在 福地 亜希)

第 29 図：マレーシアの生産



第 30 図：マレーシアの物価と金利



(3) タイ

①現状：内外需ともに堅調が持続

タイ経済は内外需ともに堅調である。第3四半期の実質GDP成長率は前年比6.7%と前期(同9.2%)から鈍化したものの、底堅い伸びとなった。第4四半期に入り、成長ペースは鈍化しているものの、内外需ともに堅調に推移している。

10-12月期の民間消費指数は前年比+3.5%と前期(同+4.9%)から鈍化したが、自動車販売は前年比+33.8%と高い伸びが続いており、総じて消費は堅調を維持しているといえる。この背景には、農産物価格の上昇による農業収入の拡大や失業率の低下など、雇用環境の改善を背景に消費者マインドが良好なことがある。1月の消費者信頼感指数は81.5ポイントとなり、昨年8月以降、2006年以来の高水準(80ポイント前後)で推移している。

他方、輸出は伸びが鈍化しているものの、前年の反動要因が剥落したことを勘案すると堅調に推移しているといえる。12月は前年比+18.6%と、農産物や自動車などを中心に伸びた。

物価は上昇傾向にある。12月の消費者物価上昇率は前年比3.0%と2カ月連続で3%台に達した。コアインフレ率は同1.3%と中銀のターゲット(0.5~3.0%)に収まっているものの、食品価格を中心にインフレ圧力が高まっていることから、中銀は12月、1月と2カ月連続で合計0.5%ポイントの利上げを実施した(現行の政策金利2.25%)。また、昨年12月、政府はインフレ対策として、主要消費財(牛乳、ナンプラーなど)の価格凍結を3月末まで延長することを決定した。

中銀は12月、1月と2カ月連続で利上げ実施

②見通し：2011年は4.3%成長、堅調持続

2011年の成長率は、前年(7.6%見込み)の高成長の反動で4.5%へ鈍化するものの、底堅い成長が持続しよう。1月の最低賃金の引き上げ(平均約6%)や4月の公務員給与の引き上げ(5%)に加え、年内に実施される総選挙関連の支出も見込まれることから、消費は底堅く推移しよう。また、海外直接投資(FDI)の増加や高い稼働率を背景に、企業の設備投資も堅調な伸びが期待できる。

他方、輸出は高い伸びを記録した前年から鈍化するものの、米国を中心とした先進国経済の回復を背景に堅調に推移するであろう。また、ASEANを中心とした自由貿易協定(FTA)ネットワークの拡充に伴い、中国やASEANなどアジア域内向けの輸出増加が続くことが見込まれる。

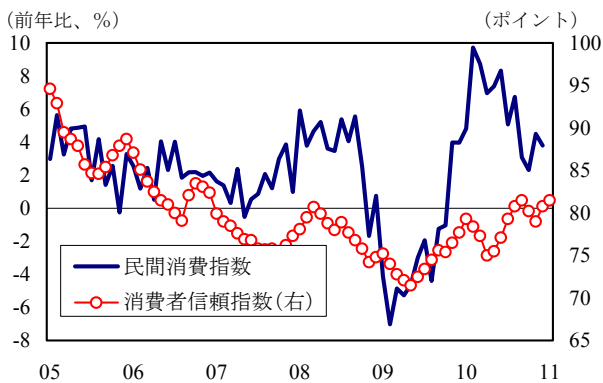
インフレ圧力の高まりを受け、中銀は利上げを継続しよう。2011年の消費者物価上昇率は、前年比3.8%と前年(3.3%)から加速する見込みである。1月27日に初公開された金融政策委員会の議事録(1月12日分)では、政策委員7名の全員一致で0.25%ポイントの利上げを決定した。会合では0.5%ポイントの利上げも検討されており、中銀はインフレ抑制スタンスを強めている。

中銀は利上げを継続

政府は、今後のインフレ抑制策として、食品価格の上昇に対しては、輸入関税の引き下げや価格凍結などの価格抑制策で対応するであろう。と同時に、中銀は利上げによりマイナスに陥っている実質金利を是正することで、食品価格の上昇が食品以外の財・サービス価格の上昇へ波及することを防ぐであろう。

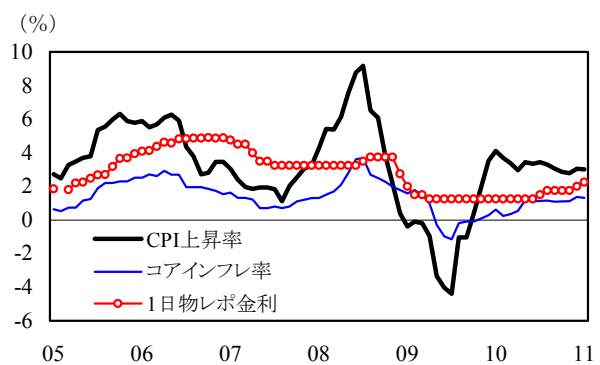
(竹島 慎吾)

第31図：タイの消費動向



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第32図：タイの物価・金利動向



(資料) タイ中銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) フィリピン

①現状：景気は回復基調が持続

フィリピン経済は回復基調が鮮明となっている。第4四半期の実質GDP成長率は前年比7.1%と、前期(同6.3%)から伸びを高めた。前期比では3.0%と、マイナス成長となった前期(▲0.8%)からプラスに転じた。この結果、通年の成長率は同7.3%と前年(1.1%)から大幅に加速し、1986年の民主主義体制の復活以来、最高の伸びを記録した。

第4四半期の動向を需要項目別にみると、個人消費が前年比+7.0%と、前期(同+4.1%)から加速し牽引役となったほか、固定資本形成(同+13.7%)が二桁増を維持し全体を支えた。個人消費は、景気回復期待から消費者マインドが改善していること、10-12月期の海外労働者送金(OFW)が前年比+9.3%と、前期(同+9.5%)に続き高い伸びとなったことが追い風となった。また固定資本形成は景況感の改善を背景に、企業が設備投資を積極化したことが押し上げ材料となった。

外需は底堅く推移している。第4四半期の輸出は前年比+21.4%と、前期(同+39.9%)から鈍化したものの、主力の電子機器類を支えに高い伸びを維持した。

物価は上昇傾向

物価は上昇傾向にある。1月の消費者物価上昇率は前年比3.5%と、前月(同+3.0%)から上昇ペースを高めた。押し上げ圧力となったのは食料品で、前年要因の剥落^(注)に伴い上昇ペースが高まった。

中銀は2月の金融委員会で政策金利(中銀借入金利：4%、同貸出金利：6%)を据え置いた。中銀は決定の背景として、物価の上昇ペースは高まっているが政府の通年目標(3~5%)の範囲内に収まっている点を挙げた。一方、消費者物価上昇率の見通しについては、原油や商品価格の上昇を背景に、2011年の予測値を従来の3.6%から4.4%へ、2012年は3.0%から3.5%へ、それぞれ上方修正した。

②見通し：2011年は5.3%

先行き、景気は回復基調が持続しよう。2011年の成長率は同5.3%を予想する。2011年前半は、輸出や海外労働者送金が伸び悩むとみられるほか、昨年の選挙に伴う押し上げ効果の反動で、成長ペースは緩やかになると考えられる。しかし年後半は海外経済の回復傾向が鮮明となることから、輸出や海外労働者送金の増加ペースが再び高まり、成長ペースは加速しよう。

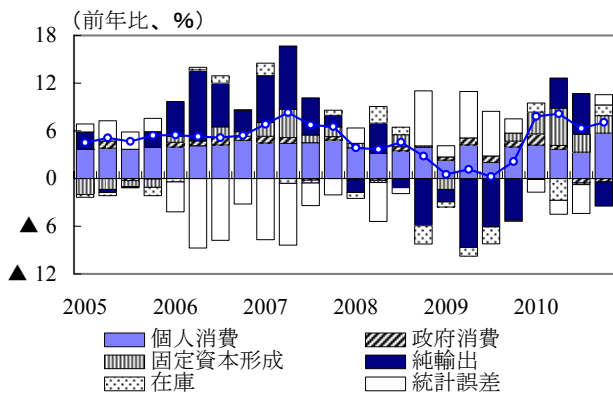
年央にかけ利上げ開始を予想

物価は食料品価格の上昇に伴い上昇しよう。こうしたなか中銀は、金利が史上最低水準にあることから、金利正常化を推進すると考える。利上げの開始時期は、景気再加速の兆しがみられ、物価の上昇基調が一段と高まる年央頃と予想する。

(注) 2010年第4四半期の食料品価格は、前年に大型台風による被害で青果や米価格等が上昇した影響で、比較的安定していた。

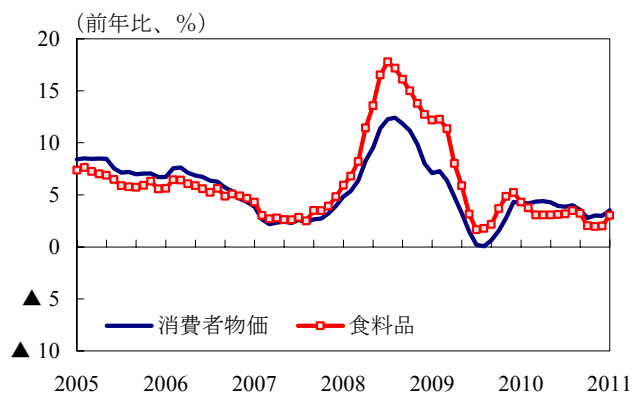
(福永 雪子)

第 33 図：フィリピンの実質 GDP 成長率



(資料) 統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 34 図：フィリピン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

5. その他アジア

(1) インド

①現状：成長ペースは鈍化するも堅調維持

インド経済は堅調に推移している。7-9月期の実質GDP成長率は前年比8.9%と前期（同8.9%）に続き高い伸びとなった。需要項目別にみると、民間消費（同+9.3%）及び総固定資本形成（同+11.1%）が景気を牽引した。

10月以降は、成長ペースは鈍化しているものの堅調を維持している。10-12月期の鉱工業生産は前年比+2.9%と高成長を記録した前年の反動で、前期（同+8.9%）から大幅に鈍化したが、10-12月期の企業決算は増収増益が続き、1月のPMI（製造業購買担当者指数）は前月から持ち直すなど、企業部門は引き続き堅調といえる。

消費は好調持続

消費は好調を維持している。2010年に過去最高を記録した乗用車販売は、今年に入っても好調で1月の販売台数は3カ月ぶりに月間過去最高台数を更新した。原材料高による車両価格の引き上げにもかかわらず、所得拡大を背景に販売は好調を維持している。他方、輸出は前年の反動要因が剥落した10月以降も高い伸びが続き、12月は前年比+36.4%と前月（+26.5%）から加速した。1月も30%台の伸びとなった模様である。

香辛料やタマネギが高騰

食品価格の上昇を受け、インフレ圧力が再び高まっている。12月の消費者物価上昇率は、前年比9.5%と前月（同8.3%）から加速した。とりわけ、香辛料やタマネギの価格が高騰しており、政府は1月にタマネギをパキスタンから輸入する契約を締結した。インド準備銀行（RBI、中央銀行）は、インフレがピークアウトしたとみて12月は利上げを見送ったものの、物価が再加速したことを受け、1月に昨年3月以降7度目の利上げを実施した（現行：レポレート6.5%、リバースレポレート5.5%）。

中銀は追加利上げ実施

②見通し：2011年度の成長率は8.4%

今後のインド経済を展望すると、物価の高止まりが続くことに加え、昨年来の利上げ効果が浸透することから、内需の拡大ペースは鈍化することが見込まれる。もっとも、所得拡大を背景に消費は底堅く推移することに加え、企業部門は原材料高が収益圧迫要因となるものの、中期的な需要増大を背景に、設備投資は拡大傾向が続くであろう。

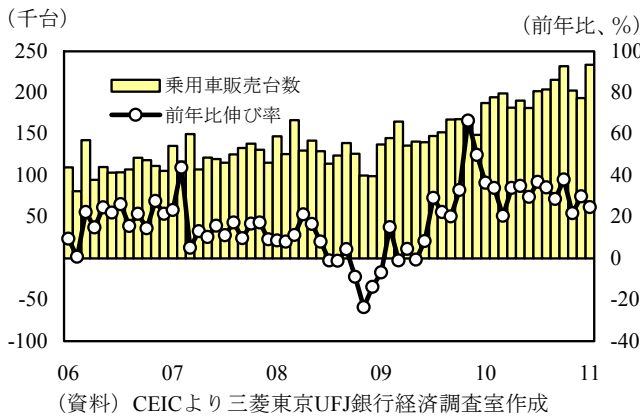
他方、外需は、米国を中心とした先進国経済の回復傾向が鮮明になることから、2011年度の輸出は前年度の30%台のペースから鈍化するものの、二桁増を維持する見込みである。このように、インド経済は内外需ともに底堅く推移することから、2011年度の成長率は8.4%と前年度（8.6%）からやや鈍化するものの、8%台の高成長が続くと予想する。

物価は、2011年前半にかけては、食品価格を中心に高止まりが続く公算が大きい。2011年度の消費者物価上昇率は7.5%と2010年度（10.4%）から鈍化するものの、高水準を予想する。食品価格は、天候要因による供給の減少に加え、消費の拡大が価格を押し上げている。中銀は、近年、

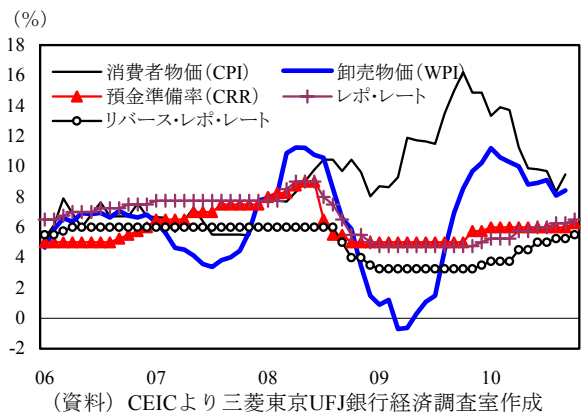
高たんぱく食品（卵・牛乳・肉など）の消費量が増加しており、こうした食生活の変化が食品価格の上昇圧力の一因となっているとみている。また、食品以外の物価も上昇していることから、中銀はインフレ抑制スタンスを強化、2011年中に50bpの追加利上げに踏み切ると予想する。

（竹島 慎吾）

第35図：インドの乗用車販売



第36図：インドの物価と政策金利



(2) ベトナム

①現状：2010年の成長率は6.8%へ加速

ベトナム経済は堅調に推移している。第4四半期の実質GDP成長率は前年比7.3%と、前期（同7.2%）から加速した。この結果、2010年の成長率は同6.8%と前年（同5.3%）を上回り、政府目標（同6.5%）を達成した。2010年の伸びを業種別にみると、好調な製造業（前年比+8.4%）などに支えられた鉱工業・建設業（同+7.7%）や、サービス業（同+7.5%）が伸びを高めた。

需要項目別の内訳は公表されていないが、2010年の実質小売売上高は前年比+14.0%と、前年（同+11.0%）から一段と加速しており、雇用、所得環境の改善を背景とする個人消費が成長を牽引したと考えられる。また外需も好調で、2010年の輸出は716.3億ドル（前年比+25.5%）と、マイナスに陥った前年から大幅に持ち直した。一次産品や縫製品、電子部品など幅広い品目の輸出が増加した。

インフレは加速

物価の上昇圧力は高まっている。2010年の消費者物価上昇率は前年比9.2%と、前年（同6.9%）から加速し、政府の目標（同8.0%）を上回った。また1月は同12.2%と、3カ月連続で二桁台の伸びが続いた。高成長に伴う内需の拡大、通貨安による輸入インフレの進行、食料品価格の上昇などが物価の上昇圧力となっている。

2月に2%ポイントの追加利上げ実施

中銀はグローバル金融危機後、通貨の安定とインフレ抑制を主眼に2009年12月、2010年11月の2回に亘り、政策金利（基準金利、再割引金利、公定歩合）をそれぞれ1%ポイント引き上げ、2011年2月には再割引金利のみを2%ポイント引き上げた。現行水準は基準金利9%、再割引金利

11%、公定歩合 7%となっている。

②見通し：2011 年
の成長率は6.6%

2011 年の成長率は 6.6%と、前年（同 6.8%）より小幅鈍化するものの堅調を維持しよう。年前半、雇用の改善と所得増加による内需の拡大が続く一方、外需の伸びの鈍化により成長ペースはやや緩やかになると考える。年後半は海外経済の回復基調が鮮明となると予想されることから、輸出の拡大を起点に成長ペースは再び加速しよう。

中銀、過去最大の
通貨切り下げを
実施

2月11日、中銀はドンの対ドル為替レートを9.3%切り下げを公表した。同時に①ドンの対米ドル許容変動幅をコアレート±3%から同±1%へ縮小すること、②コアレートを実勢レートに合わせて弾力的に調整することを決定した。

今回のドンの切り下げ幅は過去最大で、2009年以降の切り下げ幅は累計で約15%に達した。ベトナムでは根強いドル需要を背景に、公定レートと実勢レートが乖離する「二重相場」が度々発生しているが、特に昨年10月以降は追加切り下げ懸念などからドン売り圧力が高まり、実勢レートは11月末には過去最安値となる1ドル=21,520ドンを記録した。昨年後半、格付け機関3社がベトナムの長期債の信用格付けを相次いで引き下げたことも^(注)、ドンの信任を損なうものだったと考えられる。

中銀は従前より「年内（旧暦）の切り下げ」を否定していたことから、年明け直後の切り下げはある程度織り込まれていたが、切り下げ幅は市場の想定を上回るものだった。中銀は大幅切り下げで実勢レートに一気に近づけると同時に、追加切り下げ懸念を払拭することを狙ったとみられ、その点は評価できる。

しかし、肝心のドンの先安感の払拭には至っていない。今回、中銀が「コアレートを実勢レートに合わせて弾力的に調整する」としたことを市場は一層のドル高の容認と受け取り、切り下げ後も実勢レートはドン安傾向が続いている。

一段のドン安が
進行するとイン
フレ加速、再切り
下げの可能性も

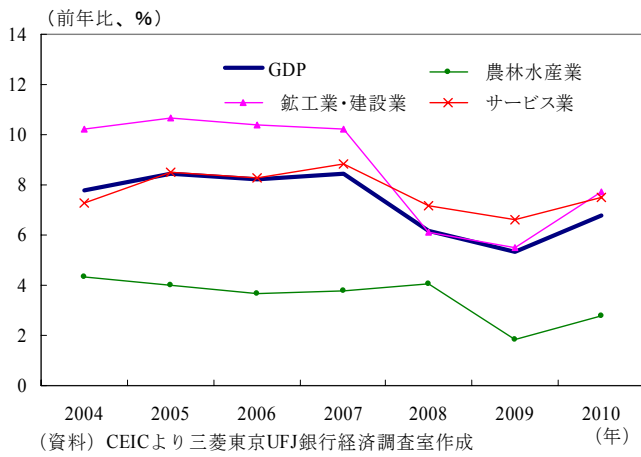
実勢レートは昨年11月以降、既に20,000ドンを越える水準で推移していたことから、今回の切り下げによるインフレへの影響は限定的とみられる。ただし、今後一段のドン安が進行すれば、インフレ加速の要因となり得るほか、中銀が再切り下げを迫られる可能性もあろう。

1月には5年に一度の共産党大会が開催され、2020年にかけての成長目標は7~8%に設定された。今後、高成長を持続するには外資の活用が不可欠となるなか、政府は通貨の安定への対応を迫られている。

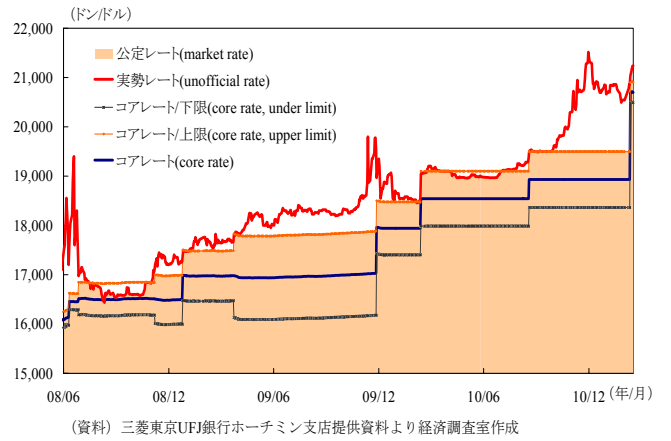
(注) 格下げ理由は、①経常赤字を主因とする国際収支バランスの悪化、②外貨準備高の減少、③インフレの加速、④経営危機に陥り昨年末に債務不履行を出したベトナム造船工業総公社（ビナシン）問題など。

(福永 雪子)

第 37 図：ベトナムの実質 GDP 成長率



第 38 図：ベトナムの為替動向



V. オーストラリア

～年後半、内需回復と洪水復興需要で景気は再加速へ、RBA は当面様子見の姿勢～

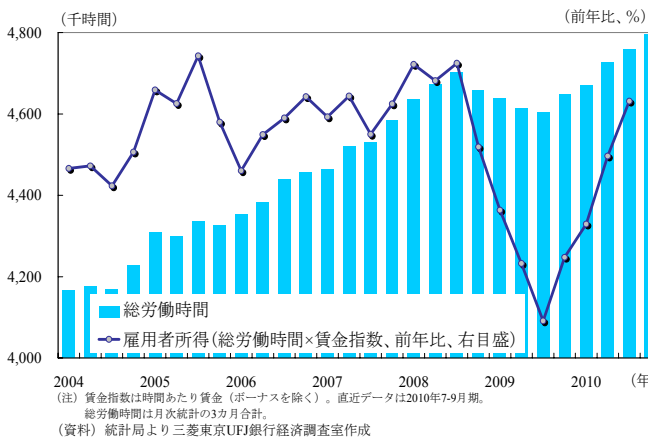
1. 景気の現状

豪州経済はやや軟調
個人消費は弱含み

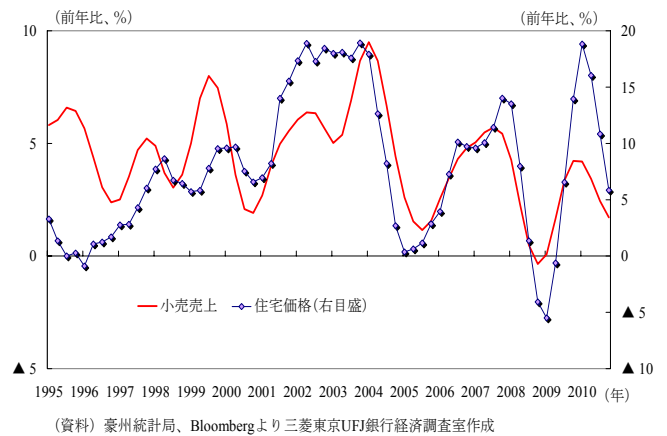
豪州経済は内需関連指標を中心に、やや軟調に推移している。雇用環境の改善を背景に、雇用者所得は増加基調にあるが（第1図）、10-12月期の実質小売売上高は前年比+1.1%と、前期（同+2.7%）から鈍化した。一連の利上げにより家計の金利負担が増加したことに加え、家計資産の約6割を占める住宅価格の伸びが鈍化したことで、消費者は慎重な姿勢を強めている（第2図）。さらに12月中旬以降のクイーンズランド州の洪水の被害も、消費者マインドの低下を通じ下押し圧力となっている。

企業部門のモメンタムは弱まりつつある。製造業のPMI指数は5カ月連続で拡大と縮小の分岐点である50ポイントを下回っており（第3図）、設備稼働率は過去10年間の平均である81%をやや下回る水準で推移している。業種別には観光業や製造業など、豪ドル高の影響を受けやすい業種の景況感が弱含んでいる。

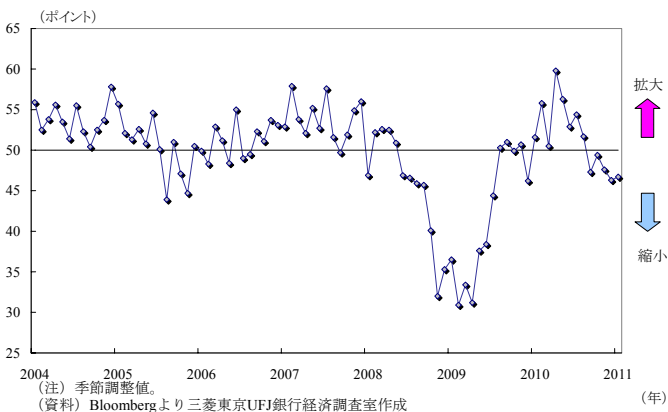
第1図：雇用者所得



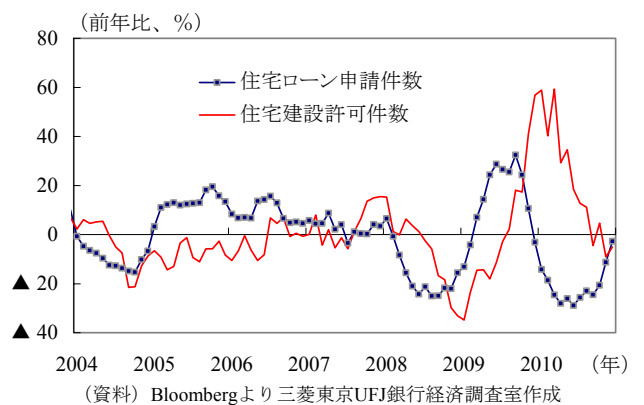
第2図：実質小売売上高と住宅価格



第3図：製造業PMI指数



第4図：住宅関連指標



住宅市場は持ち直し傾向

住宅市場は持ち直しつつある。住宅ローン申請件数は 2009 年末以降、政策効果の反動減^(注1)で前年比二桁減が続いていたが、2010 年 12 月は前年要因の剥落により前年比▲2.8%まで減少幅が縮小した(第4図)。

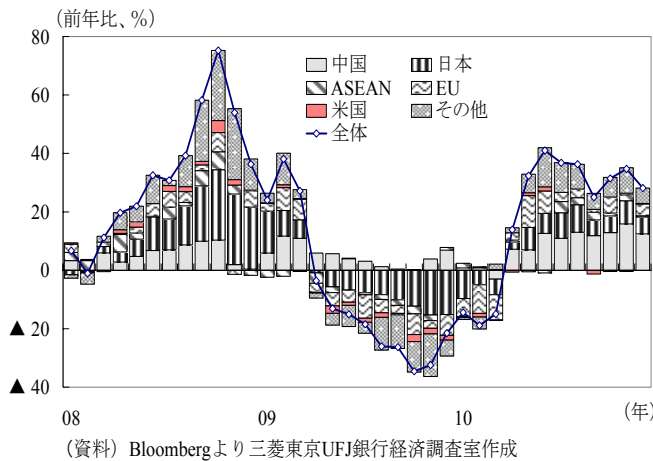
外需は堅調を維持

内需が軟調に推移する一方、外需は堅調を維持している。10-12月期の輸出は前年比+24.8%と、前期(同+25.9%)から小幅鈍化したものの、高水準の伸びを維持した(第5図)。仕向け地別にみると、日本、ASEAN 向けは前期よりやや鈍化した一方、中国や EU 向けが牽引役となった。特に中国向けは前年比 6 割増と好調に推移している。

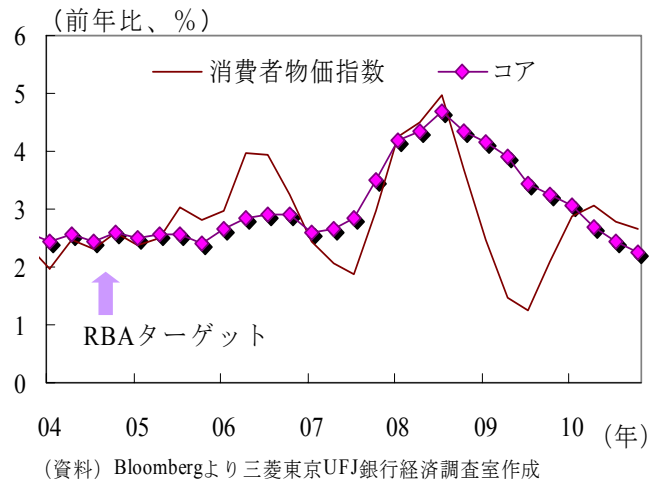
物価は安定して推移

物価は安定している。10~12月期の消費者物価上昇率は前年比 2.7%と、2 四半期連続で伸びが鈍化した(第6図)。また豪州準備銀行(RBA)が重視するコアインフレ率は 2.2%と 9 四半期連続で鈍化した。4月のタバコ税引き上げが引き続き押し上げ圧力となっているものの、通貨高の影響で輸入物価の下落が進行しているほか、賃金の上昇圧力が限定的であることが物価安定の背景と考えられる。

第5図：貿易統計(仕向け地別輸出)



第6図：消費者物価上昇率



2. 今後の見通し

2011 年の成長率は 3.2%

1~3月期の成長ペースは、クイーンズランド州の洪水被害による経済活動の停滞と、内需の低迷により緩やかなものになろう。もっとも、4~6月期以降は、洪水被害の復興需要と内需の持ち直しにより、景気は再加速するとみられることから、2011年の成長率は前年比 3.2%に達しよう(第1表)。

1~3月期の成長ペースは、クイーンズランド州の洪水被害による経済活動の停滞と、内需の低迷により緩やかなものになろう。もっとも、4~6月期以降は、洪水被害の復興需要と内需の持ち直しにより、景気は再加速するとみられることから、2011年の成長率は前年比 3.2%に達しよう(第1表)。洪水被害は鉱工業、サービス業など幅広い産業へダメージを与えたが、なかでも景気への下押し圧力が大きいのは石炭の生産量の低下である。同州は国内最大の石炭の埋蔵量を誇るが、石炭鉱の約

6割が露天掘りであるため、洪水による冠水で一時は約75%が操業停止となった。現在は復興に向かっているが、1～3月期の生産量は例年を約15%下回ると予想されている。石炭の減産は輸出や企業収益の減少などを通じ景気の下押し圧力となろう。4～6月期以降、生産ペースは回復し、年後半は洪水被害前の想定を上回る生産ペースまで高まるとみられ、景気にプラスに働こう。

内需のうち、住宅市場は、前年比2%弱の人口増加と所得環境の改善を支えに、持ち直しに転じよう。また住宅の資産価格の持ち直しにより消費者マインドが改善し、個人消費は回復に向かうと予想する。

なお年後半、洪水復興支援策の財源確保のため増税が行われる可能性があるが（詳細後述）、追徴額は小幅であることから影響は限定的と考える。

リスクは年前半、ダウンサイド、年後半はアップサイド

今後のリスク要因のうち、年前半はダウンサイドに注意が必要だろう。洪水被害によるマイナスの影響が長期化し、景気を想定以上に冷え込ませる可能性があるほか、サイクロンシーズンは4月頃まで続くことから新たな被害が生じる可能性も残されている。一方、年後半はアップサイドをより重視しておく必要があるだろう。復興需要で労働需給がタイト化すれば、賃金上昇ペースが高まり、インフレ圧力が強まる可能性がある。

政府は56億豪ドルの洪水復興支援策を発表

クイーンズランド州の洪水被害を受け、政府は56億豪ドルの復興支援策を打ち出した。財源は①歳出削減、②歳出計画の後倒し、③増税、の3本柱である（第2表）。このうち増税は2011年度の1年間で、年間50,000豪ドル以上の中高所得者（被災者を除く）を対象に、所得に応じ0.5～1.0%が追徴される。

今回、景気が軟調にもかかわらず、政府が増税案を出した背景には、消費下押しリスクよりも、財政黒字化の先送りの方が、政権の支持基盤を揺るがすおそれ大きいとの判断があったと考えられる。政府の財政収支はグローバル金融危機直後の大型財政出動で赤字に転じており、現政権は昨年9月の発足時、2012年度（注2）の黒字転換を目標の一つに掲げていた。

第1表：豪州経済の見通し

	2009年	2010年	2011年
実質GDP成長率 (%)	1.3	2.7	3.2
消費者物価上昇率 (%)	1.8%	2.8%	3.0%
経常収支(億ドル)	▲ 423	▲ 345	▲ 322

→ 見通し

第2表：豪州政府の水害復興計画

単位：億豪ドル

災害復興費用総額（政府拠出分）		56
財源	歳出削減	28
	インフラ計画の後倒し	10
	新規課税 （年間50,000豪ドル以上の中高額所得者）	18
復興費用の用途内訳		56
	クイーンズランド州災害復興費用	39
	周辺州災害復興費用	10
	被災者生活保障	6
	小規模企業、農家向け補助金	1

（資料）豪州政府財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

民間の世論調査では有権者の 55%が増税案を支持するなど概ね好感触であるが、野党・保守連合は反対を表明している。与党労働党は単独では議席の過半に満たないため、国会で増税法案を成立させるには、連立を組む 4 名の無所属議員の賛同が不可欠である。

(注 1) 住宅市場は 2009 年末、景気刺激策の一環として初回購入者への一時金を支給する経済対策が終了した後、反動による低迷が続いていた。

(注 2) 豪州の年度は当該年 7 月から翌年 6 月まで。

3. 金融動向

(1) 金利動向

RBA は 2 回連続で
金利据え置き

RBA (豪州準備銀行) は 2 月 1 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 4.75%で据え置いた (第 7 図)。会合に先立ち公表された 10~12 月期の国内の物価関連指標が安定したものであったことに加え、1 月の洪水被害で景気減速懸念が広がっていたことから、据え置きは市場の予想通りだった。

洪水被害が経済に
与える影響は限定的

会合の声明文は国内経済について、交易条件が 1950 年代初頭以来の高水準にあり、企業の設備投資に拡大の兆しがある一方、家計部門は借入・消費に対し慎重で、貯蓄率が上昇している点を指摘した。また、洪水被害が経済に与える影響は一時的であり、復興需要は今後 1~2 年の需要を緩やかに押し上げるが、インフレへの影響は限定的であるとした (第 3 表)。

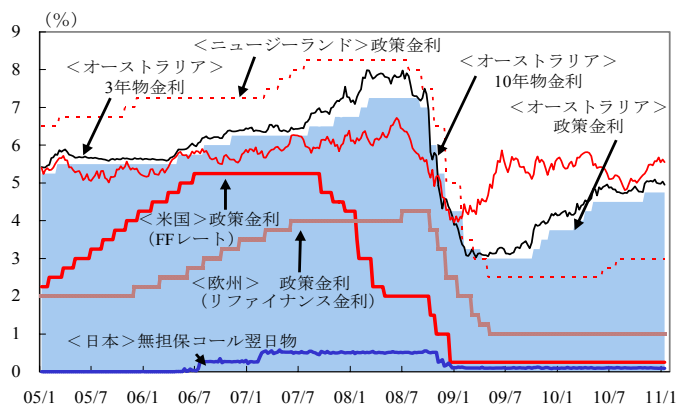
中銀はこれらの経済環境を踏まえ、現行の金利水準が適切としたと説明したが、一方で豪州経済の長期見通しについては、世界的な資源需要や資源分野への投資が成長を支えるという強気な見通しを崩していない。その点で引き締めバイアスは維持しているとみられよう。

年央にかけて利上
げを再開

RBA が第 2 四半期以降に景気が再加速するとみていること、また景気回復後に大幅利上げを迫られるリスクを回避したい意向があることを踏まえると、国内の消費や物価関連指標を確認しつつ、RBA は年央にかけて利上げを再開すると考える。

市場金利についてみると、長期金利 (10 年物国債利回り) は 5.7%と前月 (5.5%) から小幅上昇した。高格付け、高金利の豪州の債券市場への投資が続くと予想されるなか、当面、上昇余地は限定されよう。一方、短期金利 (90 日物 BA 利回り) は 4.9%と前月 (5.0%) から小幅低下した。根強い追加利上げ期待があるなか、短期金利は振れを伴いながらも緩やかな上昇基調を辿ると予想する。

第 10 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 2 表：RBA コアインフレ率見通し

	2010年 6月末	2010年 12月末	2011年 6月末	2011年 12月末	2012年 6月末	2012年 12月末	2013年 6月末
10年11月時点	2.75%	2.50%	2.50%	2.75%	2.75%	3.00%	3.00%
11年2月時点	2.75%	2.25%	2.25%	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

豪ドルは引き続き
パリティ近辺で推
移

豪ドルはパリティ（ドルと等価）近辺で推移している（第 8、9 図）。2010 年 6 月、豪ドルは欧州ソブリン問題などで下落した 1 豪ドル=0.81 ドルをボトムとして、年後半は RBA の追加利上げ期待などから上昇基調を辿り、11 月には RBA の追加利上げと、米 FRB の量的緩和を受け、一気にパリティを突破した。その後、欧州ソブリン問題の再燃や中国の金融引き締めにより一時的に下落する局面があったものの、1 豪ドル=0.96~0.98 ドル近辺での下値の堅い展開が続いた。1 月以降はクイーンズランド州の洪水被害があったものの、RBA が洪水被害の景気に与える影響は一時的で、中期的な物価見通しへの影響も限定的としたことが安心材料となり、堅調を維持した。

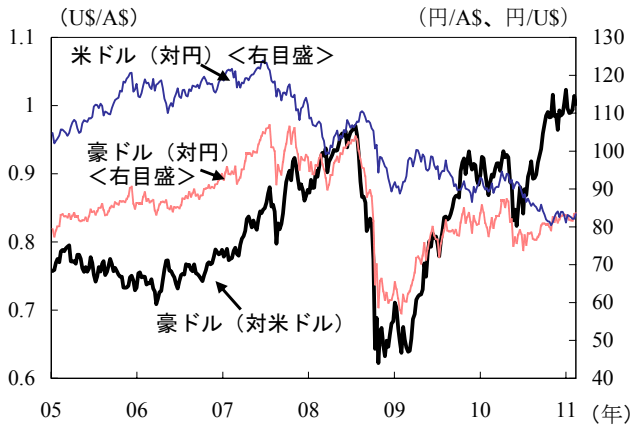
豪ドルは当面、高値圏で推移しよう。米国の量的緩和を受け、当面のドル安基調が見込まれるなか、RBA による追加利上げへの根強い期待、資源価格の上昇が（第 10 図）、豪ドルの上昇圧力となろう。投機筋の豪ドル買いドルポジションが積みあがっており、一時的な下落は想定されるものの（第 11 図）、高金利・高格付けである豪州債券市場への資本流入の持続が豪ドルのサポート要因となり、大幅下落は回避しよう。

米国の利上げが視
野に入ると調整局
面入りの可能性も

ただし年後半、米国の利上げが視野に入ってくると、豪ドルは調整局面を迎える可能性があるだろう。

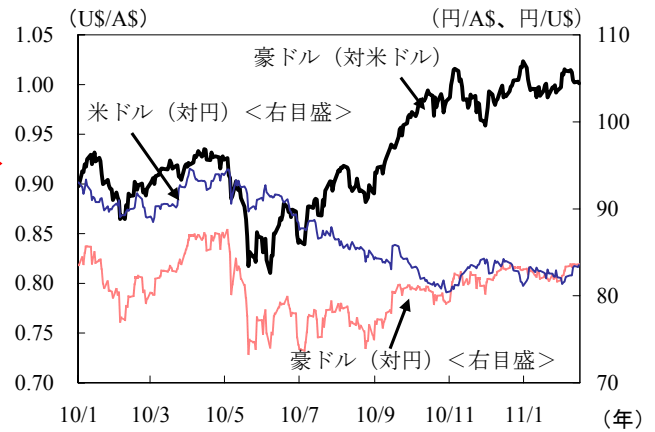
豪ドルの対円相場は、対ドル相場と同様、足元で上昇している。対ドル相場と同じく、当面は堅調な推移を予想する。

第 8 図：為替相場の推移（週次平均）



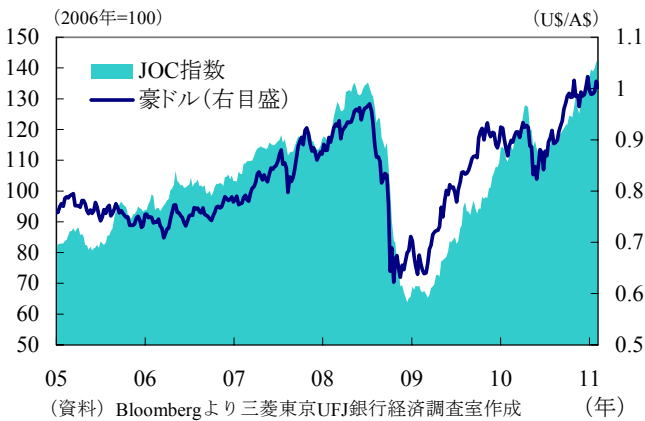
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 9 図：足元の為替相場の推移（日次終値）



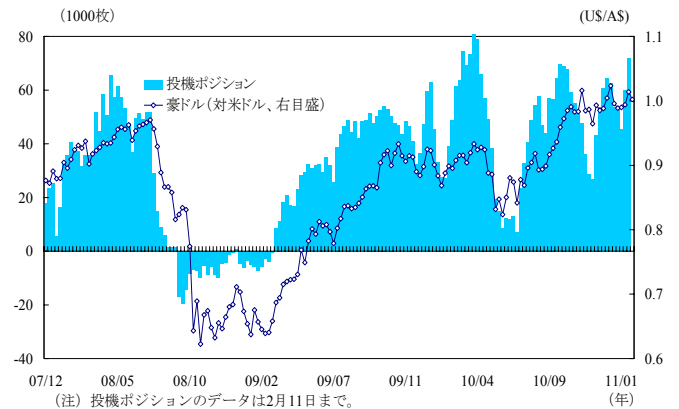
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 10 図：豪ドル相場と商品価格



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 図：豪ドル相場と投機ポジション



(注) 投機ポジションのデータは2月11日まで。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福永 雪子)

VI. 原油価格

～中東情勢緊迫化による供給懸念が当面続く見込み～

1. 価格動向

WTI はエジプト情勢緊迫化を受け 92 ドルへ急騰後、同国情勢一服に伴い反落

原油価格（WTI 期近物）はエジプト情勢緊迫化を受けて供給懸念が高まり 92 ドルへ急騰したが、ひとまず同国情勢が落ち着いたのに伴い 85 ドル近辺へ下落している（第 1 図）。ただこれは、WTI の現物受け渡し拠点である米オクラホマ州クッシングの在庫の過去最高水準という局地的な在庫過剰感を強く反映しており、客観的な原油を取り巻く情勢をより正確に反映しているといわれる北海ブレントは 100 ドル台へ急騰している。これは、エジプト情勢はひとまず収まったものの、新体制の姿は見えて来ず、また、ヨルダン、イエメン、さらにバーレーンまでも社会的不安定化が広がる動きがあることを反映している。

第 1 図：原油価格の推移



2. 需要動向

2010 年は需要超過

IEA（国際エネルギー機関）によれば、2010 年の世界の原油需給バランスは 2007 年以来の需要超過となった（第 2 図）。供給は増加したが、新興国を中心として需要の増加が大きかったためだ。

2010 年の世界の原油需要の伸びは 2007 年以来のプラス

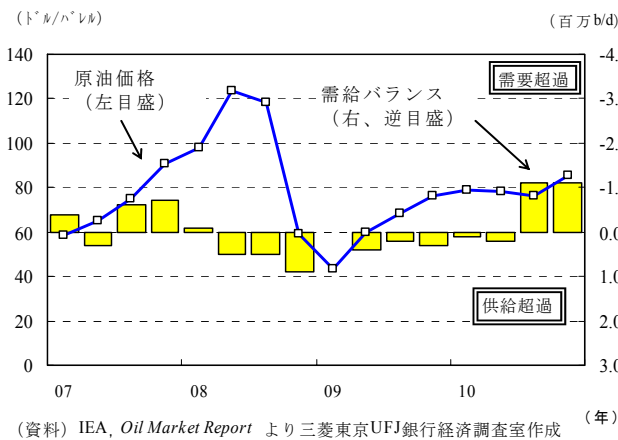
2010 年の世界の原油需要は、前年比 3.3%と前年（▲1.3%）から増加に転じ、2007 年以来のプラスの伸びとなった。先進国（OECD 諸国）は年後半に原油需要の増加が鮮明となり、通年では 1.5%と前年（▲4.5%）から持ち直した。また、新興国（非 OECD 諸国）の原油需要は+5.5%と前年（+2.5%）を上回る好調な伸びとなった。需要低迷が続いた中東欧を除いて、いずれの地域も前年の伸びを上回ったが、特にアジアは中国（+12.2%）が牽引役となり、地域全体で+7.2%と高い伸びを示した。

2011 年については需要の伸び低下の見込み

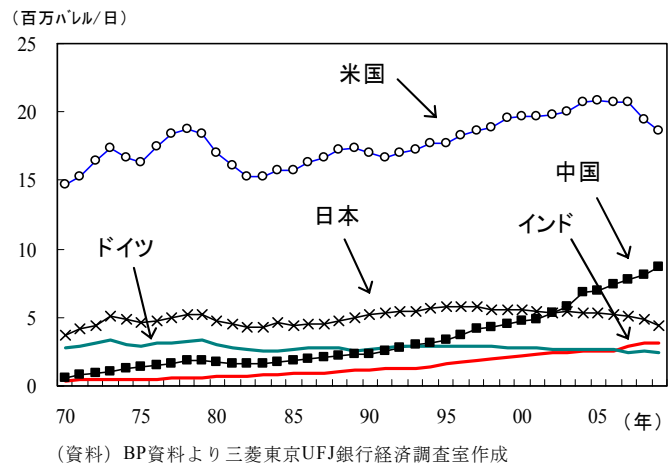
2011 年については、世界景気の拡大に伴い、世界の原油需要も緩やかながら増加する見込みだが、その伸びは小幅にとどまるとみられる。米国景気が堅調維持の一方、欧州景気は減速するとみられ、先進国全体の原油需要は前年から小幅減少が見込まれている。新興国については堅調な原油需要増加が見込まれるが、アジア諸国の需要は経済成長ペースの鈍化に伴い、前年の伸びを下回ることとなろう。IEA によれば、世界の原油需要は前年比+1.7%と予想されている。

中期的な観点でみると、日米欧の原油需要は 2000 年代に入り緩やかな減少基調を辿っている（第 3 図）。景気要因のほか、高いエネルギー効率や環境対策など構造的要因もあろう。一方、中国の原油需要は増加が顕著であり、インドも増加傾向にある。2010 年実績と 2011 年予想を踏まえると、先進国と新興国の原油需要の差は縮小傾向が続く見込みだ。

第 2 図：世界の原油需給バランス



第 3 図：主要国の原油需要の推移



3. 供給・在庫動向

2010年の原油生産は増加

2010年の原油生産量は、OPECと非OPECともに前年から増加したが、非OPECの増加幅がOPECを上回った。世界の原油生産量は日量8,732万バレルと前年から214万バレル増加した。

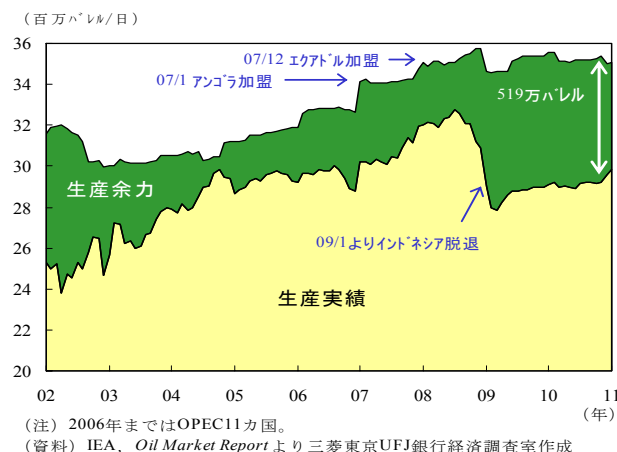
非OPEC生産量は二極化

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、ロシアやアゼルバイジャンなど旧ソ連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、旧ソ連やアジア、中南米地域の生産が増加するとみられ、非OPEC全体では引き続き前年比増加が予想されている。

OPEC生産余力は大きい

OPECについてみると、生産量は増加傾向にある。最新1月はイラクの増産を受けてOPEC全体の生産量も増加したため、生産余力は縮小したものの、519万バレルと依然高い水準にある（第4図）。

第4図：OPECの原油生産実績と生産余力



エジプト情勢緊迫化に伴う供給不安の高まり

1月下旬以降、反政府デモによるエジプト情勢緊迫化を受けて供給懸念が高まり、原油価格は急騰した。原油市場にとっての最大の懸念は、紅海から地中海への原油や液化天然ガス（LNG）の輸送経路であるスエズ運河とスメド・パイプラインの運航に支障が生じるか否かだったが、これまでのところ平常通り運航されており、供給への影響はみられていない。なお、エジプトの産油量は日量74万バレル（2009年）と比較的小規模であり、その大半は国内消費に充てられていることから、石油輸出面での影響は小さい。

引き続き中東・北アフリカ情勢緊迫化への警戒感強い

エジプト情勢はひとまず落ち着いたものの、情勢安定化に向けて予断を許さない状況が続いている。また、チュニジアとエジプトに続き、イランやイエメン、バーレーン、リビア、アルジェリアといった中東・北アフリカ産油国においてもデモが発生しているが、これらの国々は高い若年層失業率、所得格差の大きさ、長期政権などチュニジアやエジプトと共通点があり、情勢緊迫化への警戒感が強い。特にイランはOPECの

中でサウジアラビアに次いで産油量が大きいことから、情勢を注視する必要がある。

第1表：中東・北アフリカ諸国の反政府デモの動きと産油量、1人あたりGDP

政 権 交 代 へ	最近の動き	産油量 (千バレル/日)	1人あたりGDP (ドル)
	チュニジア	デモ拡大、大統領が1月14日辞任	86
エジプト	デモ拡大、ムバラク大統領が2月11日辞任	742	6,114
ヨルダン	デモを受け、2月1日内閣総辞職	-	5,548
イエメン	デモ拡大、2月2日大統領退陣意向表明	298	2,454
イラン	2月14日、デモ発生	4,216	10,939
バーレーン	2月14日、デモ発生	48	27,214
アルジェリア	1月下旬以降、デモ頻発	1,811	6,885
リビア	2月15～16日、デモ発生	1,652	13,599

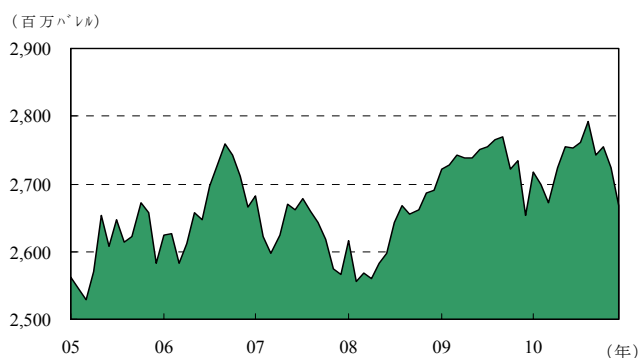
(注) 産油量は2009年データ。1人あたりGDPは購買力平価ベース、2009年データ。
ヨルダンの産油量は日量90バレルと小規模。

(資料) 各種報道およびIMF、BP、EIA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

先進国の原油在庫 は高水準

在庫についてみると、OECDの原油および石油製品在庫は、2008年のグローバル金融危機以降、需要減少を受けて急増した。足元では季節要因もあり減少しているが、水準は依然として高い（第5図）。

第5図：OECD原油・石油製品在庫



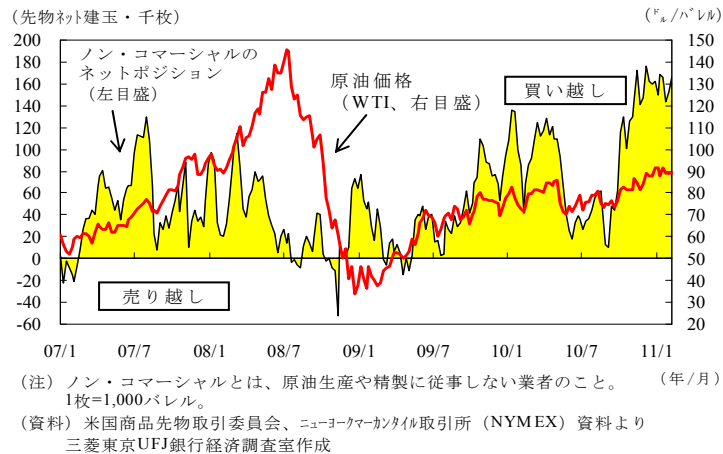
(資料) IEA, Oil Market Report より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. 原油市場を巡る資金動向

投機筋の買い越し 額は過去最大規模

原油先物市場における投機筋の買い越し額は、昨年12月に過去最大を記録した後も、高水準が続いている（第6図）。この背景には、エジプト情勢緊迫化に伴う供給懸念の高まりや暖房油需要増加による原油需要増加観測等をきっかけに、米量的緩和政策を背景とした潤沢な投資資金が流入していることがあるとみられる。

第6図：原油先物市場における投機筋のネットポジション



5. 価格の見通し

原油価格は緩やかな上昇基調をたどる見込み

世界景気の拡大に伴い、原油価格は上昇基調を辿ると予想される。ただし、①世界景気の拡大ペースは緩やかなこと、②OPECの生産余力は大きいこと、③先進国の原油在庫は依然高水準にあること、を踏まえると、需給面から価格が大きく押し上げられる状況にはない。WTIベースでは、2011年末にかけて四半期平均で95ドル台と緩やかな上昇ペースとなろう。

中東情勢悪化の場合には原油価格急騰のおそれ

なお、中東・北アフリカで反政府デモが相次いでいることから、原油供給懸念が払拭されない状況が続くとみられる。仮にデモや情勢悪化により原油供給に影響が出た場合には、OPECは増産、IEA加盟国は戦略備蓄活用により迅速に対応すると予想されるが、イランやサウジアラビアといったOPEC主要国の情勢悪化の場合には、原油価格が急騰するおそれが残る。

(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	82.1%
10/2Q	78.1	30.5%
10/3Q	76.2	11.7%
10/4Q	85.2	12.0%
11/1Q	90	14.1%
11/2Q	91	16.6%
11/3Q	93	22.0%
11/4Q	95	11.5%
12/1Q	95	5.6%
	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	79.6	28.2%
2011年	92	15.9%

見通し
↓

(注) 期中平均価格

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)	▲6.3 (▲2.4)	3.9 (3.0)	1.5 (1.5)	▲1.3 (▲1.6)	▲1.0 (▲0.8)	▲0.3 (▲0.2)	1,423 (1,698)	1,938 (1,895)	2,064 (2,113)
米国	▲2.6	2.9	3.1	▲0.4	1.6	1.9	▲3,784	▲4,719	▲5,560
ユーロ圏16カ国	▲4.0	1.7	1.3	0.3	1.6	2.2	▲784	▲71	▲12
ドイツ	▲4.9	3.5	2.2	0.2	1.1	1.8	1,633	1,727	1,830
フランス	▲2.2	1.5	1.5	0.1	1.7	2.3	▲513	▲541	▲495
イタリア	▲4.8	1.1	0.9	0.8	1.6	2.2	▲672	▲657	▲571
英国	▲5.0	1.4	1.8	2.2	3.3	3.6	▲373	▲475	▲473
アジア11カ国・地域	6.2	9.2	7.9	2.0	4.3	4.8	4,528	4,407	3,892
中国	9.2	10.3	9.4	▲0.7	3.3	4.5	2,971	3,062	2,812
NIEs	▲0.8	8.2	4.6	1.4	2.4	3.0	1,289	1,310	1,200
ASEAN 4カ国	1.5	6.8	5.5	2.6	3.9	4.9	727	636	520
インド	8.0	8.6	8.4	12.4	10.4	7.5	▲384	▲527	▲568
オーストラリア	1.3	2.7	3.2	1.8	2.8	3.0	▲423	▲345	▲322
中南米	▲2.0	5.8	4.1	5.2	5.3	4.7	▲144	▲498	▲758
ブラジル	▲0.2	7.5	4.7	4.9	5.0	4.6	▲243	▲473	▲650
ロシア・中東欧	▲5.5	3.6	3.8	8.7	5.4	7.0	377	516	533
ロシア	▲7.8	4.0	4.0	11.7	6.9	9.1	494	726	738

(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せよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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。