

アジア経済の見通し

～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

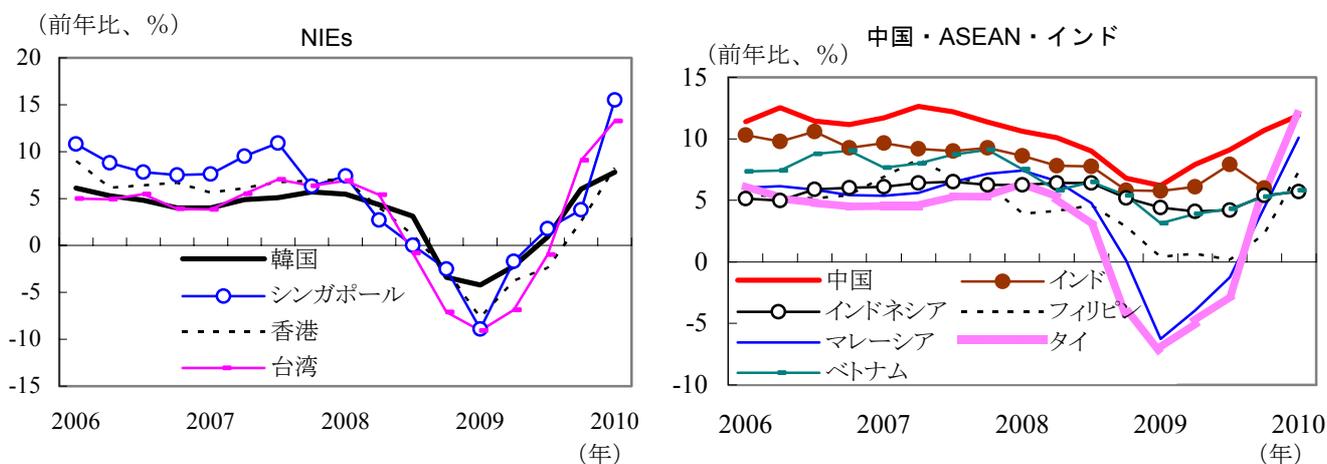
(1) 景気の現状

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

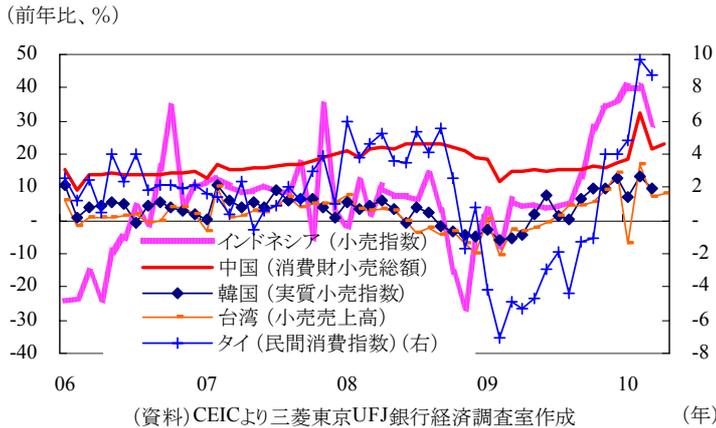


(資料) CEIC より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

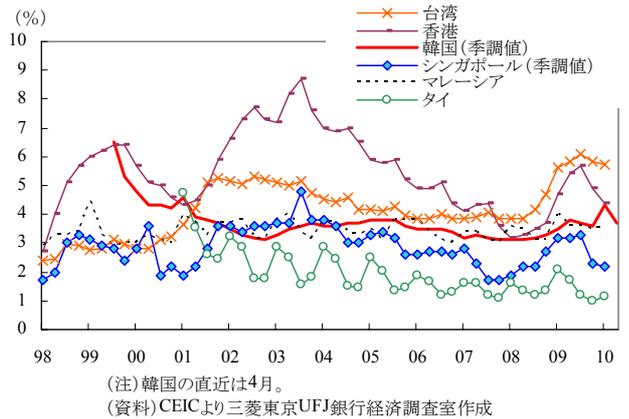
**消費は堅調な拡大
基調を維持**

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



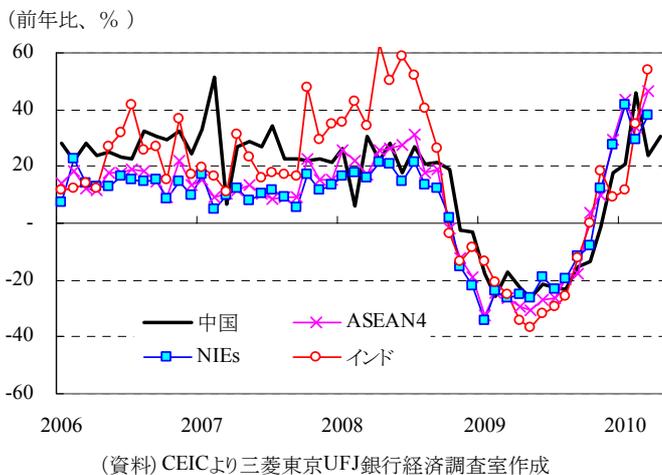
**輸出はアジア域内
向けに加え欧米向
けも回復**

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。

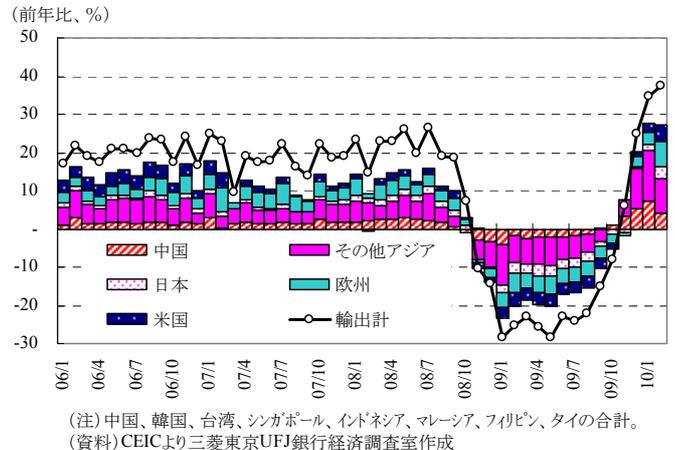
**生産は危機前の水
準までV字回復**

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

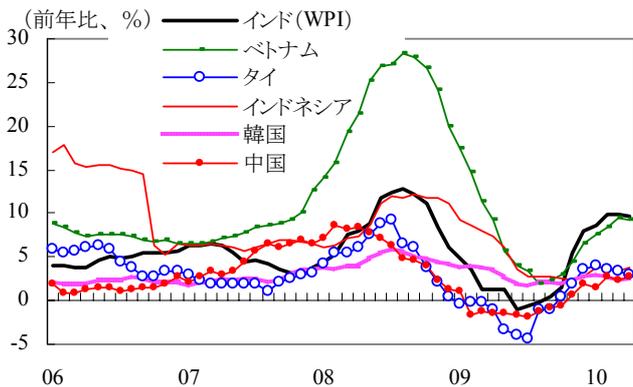


**インフレ圧力は
徐々に高まる方向**

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。

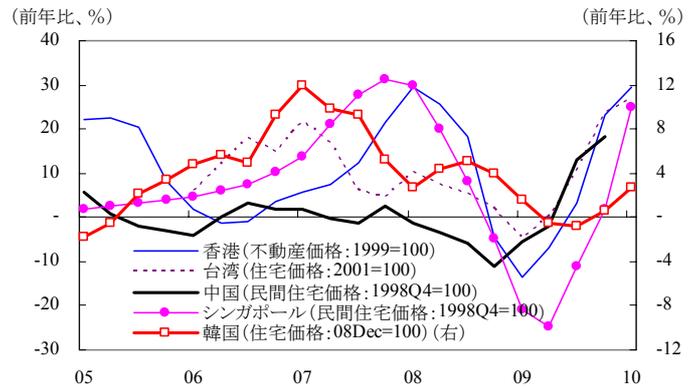
加えて、中国やNIEsでは、これまでの大幅な金融緩和や投資資金の流入などを背景に不動産価格が上昇傾向にあり、昨年以降、各当局は、住宅ローンの頭金比率引き上げや減税幅縮小などにより規制を強化している。

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に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。

(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。

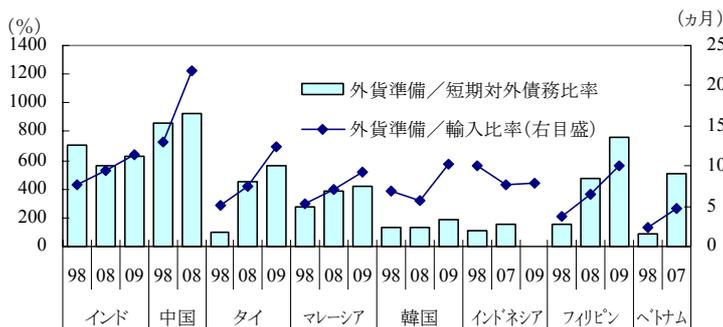
インフレ加速リスク

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。

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

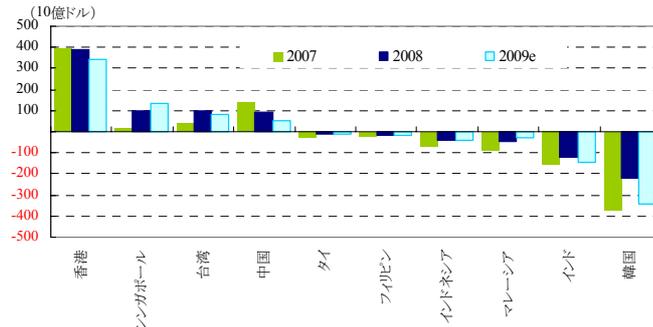
一方、欧州ソブリン問題の影響については、足元、朝鮮半島における地政学的リスクの高まり等と相俟って、リスク回避の動きなどから、アジアでも主要株価や為替相場の調整がみられる。アジア各国とも1997-98年のアジア通貨危機当時やリーマンショック前と比べ、債務削減や外貨準備の蓄積などにより対外支払い能力は総じて良好であり、対外支払い能力上の不安は小さい。ただし、2009年以降、世界的にみて総じて良好なパフォーマンスをみせているアジアでは、海外からの投資資金流入が拡大し、とくに韓国やインドなどでは、海外からの資本流入拡大を背景に民間部門のネットポジションがやや悪化している。急激な資本流出の際には流動性逼迫などを通じ、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。

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辿る一方、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。

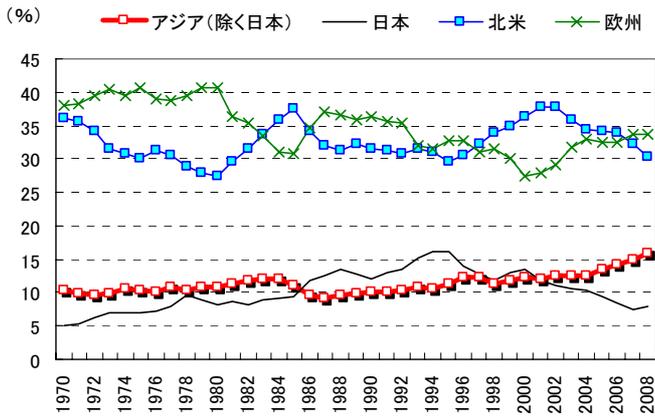
アジアでは今後10年間で総額8兆ドルのインフラ需要

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

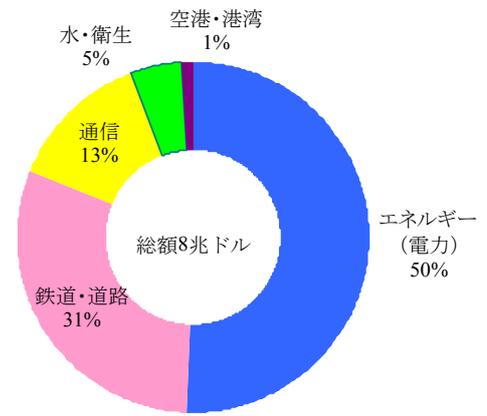
広域インフラ開発で先行するメコン地域では、東西・南北・南部の各経済回廊とも主要な区間については約7割程度完成しているほか、沿線では工業団地や経済区などの開発が始まっており、輸送時間の短縮化や周辺地域経済への波及効果に期待が高まっている。具体的には、東西回廊を利用すれば、海上輸送で通常2週間程度を要するバンコク～ハノイ間が3～4日程度、バンコク～ヤンゴン(ミャンマー)間が、海上輸送で3週間から3日程度への短縮が見込まれる。しかし、実際には、国境での積荷の積み替えや煩雑な通関手続きなどから、輸送時間短縮実現にはまだ課題が多い。今後、中長期的なアジア内需の拡大に向け、ハードインフラの整備にとどまらず、「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 2008/bilUS\$		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
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向けの伸びは、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、地場メーカー車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

住宅価格高騰を筆頭に懸念されるインフレ圧力

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、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ろう。

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

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

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公表している。

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

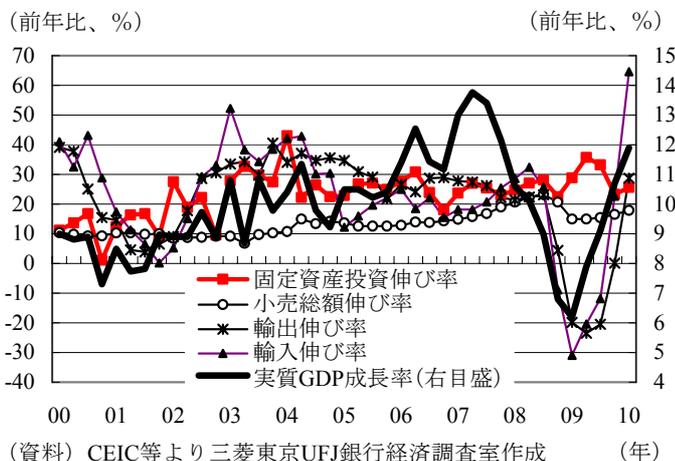
欧州ソブリン問題が深刻化し、欧州域外の実体経済にもダメージが広がるような局面では、中国の輸出が再び悪化する可能性は否定できない。リーマンショック後の展開を回想すれば、当然、成長を下押そうが、その場合でも、中国には財政政策を通じた内需拡大で下支える余地はある。

もともと、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。

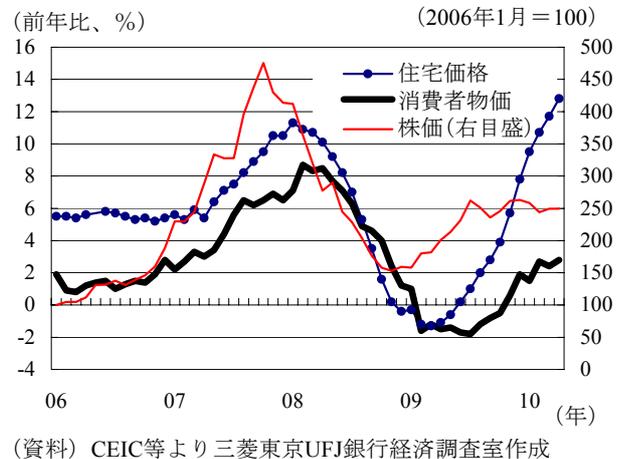
輸送等のインフラ整備に投下され、将来的な発展の基盤整備に寄与する部分もあろうし、中国は相対的に財政の健全性が高いことから、仮に7.38兆元を財政でカバーした場合でも、政府債務残高はGDP比40%前後とOECD平均(80%)を大幅に下回ると推測される。しかし、内需下支えのための過剰投資を繰り返せば、財政で尻拭いする余力がなくなっていくことは論を待たない。

(萩原 陽子)

第12図：中国の成長関連指標



第13図：中国の物価と資産価格



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、昨年の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

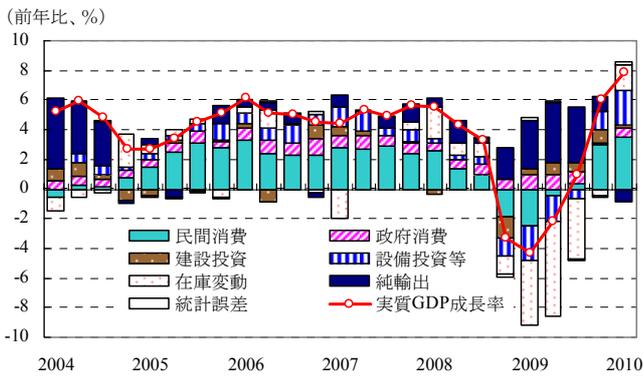
今後、韓国経済は、前年の大幅な落ち込みの反動要因の一巡などから、成長ペースは低下が予想されるものの、内外の需要回復を追い風に拡大基調が続き、2010年通年では前年比5%台の成長率が見込まれる。個人消費は、自動車購入支援策の効果の一巡などが下押し圧力となる可能性があるものの、景況感や雇用・所得環境の改善、景気に配慮した財政政策の継続などが下支えしよう。2011年には、中国や米国など主要国の景気拡大ペース鈍化に伴う輸出の伸びの低下により、成長率は4%台へ低下しよう。

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が予想されるため、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。

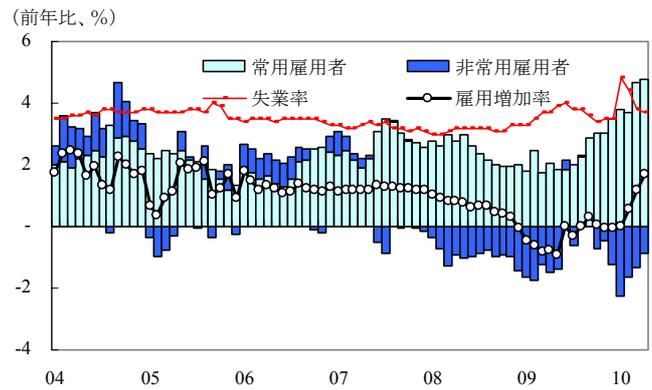
（福地 亜希）

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。

住宅バブルの懸念あるも、雇用情勢の不冴えが利上げを牽制

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。

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。

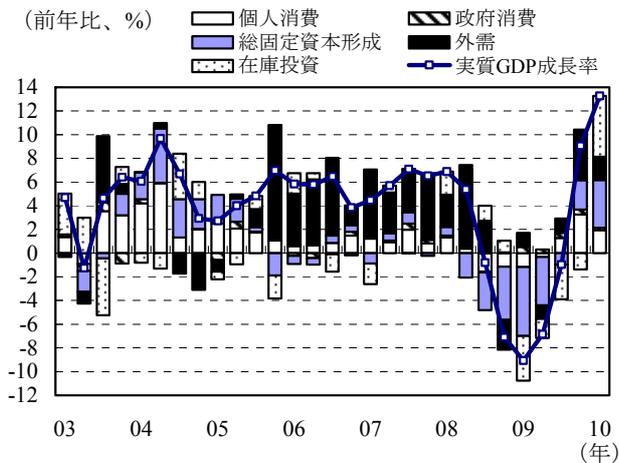
以上を踏まえれば、2010年の実質GDP成長率は前年比6.4%と前年の同▲1.9%から顕著な回復が予想される。2011年には、前年に比べ、輸出の推進力が低下し、これに伴い、投資も減速に向かうことから、同4.2%までの低下が見込まれる。

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。

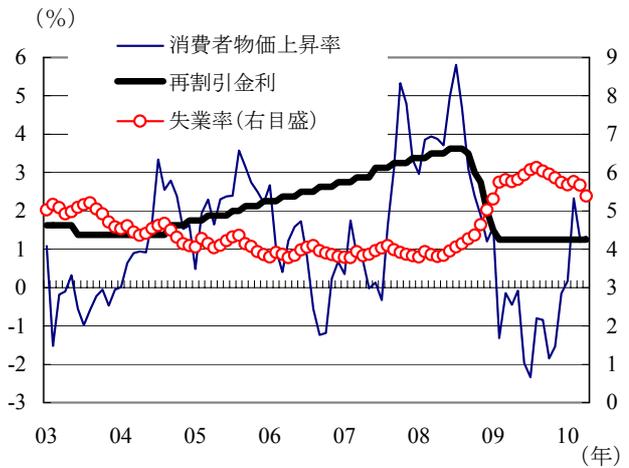
（萩原 陽子）

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。

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。

不動産バブルへの対策は不十分

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、安定回復は続くと予想される。中国の輸出の急回復基調

**見通し：中国効果
と政策効果の下、堅
調に成長**

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。

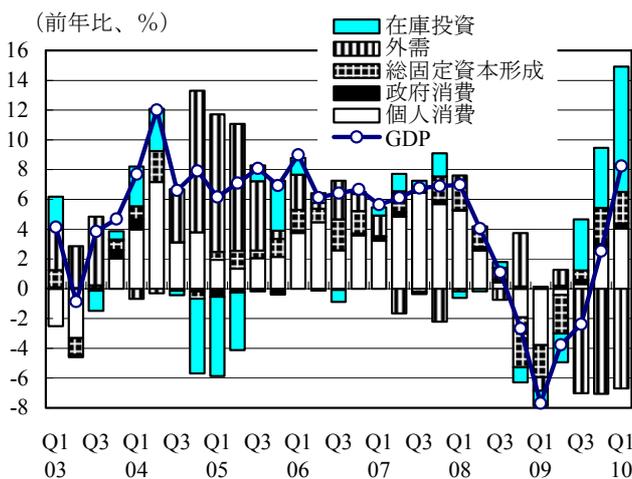
また、2010年度予算では、回復の基盤固めや経済発展を念頭に、インフラ投資や減税措置が拡充され、景気・所得を下支える計画となっている。さらに、中国经济との一体化も一段と進展する見込みである。香港が2004年に初めて中国と経済協力協定(CEPA)を締結して以来、毎年、中国市場開放策が拡充されているが、加えて、4月には、広東省との間でも連携枠組み協定を締結し、インフラ、産業、医療、教育など多方面での連携を通じて、広東省、香港、マカオで形成される大珠江デルタの競争力強化を目指すこととなった。

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。

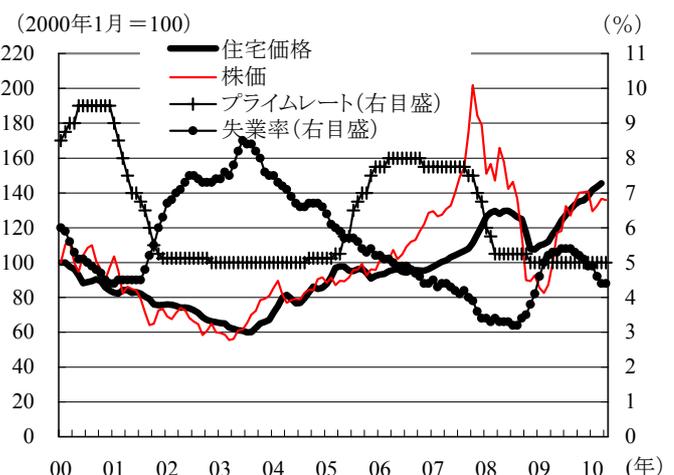
(萩原 陽子)

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、シンガポール通貨庁（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。

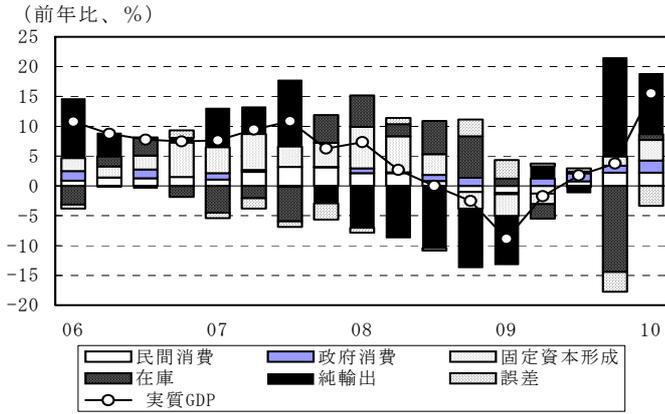
住宅バブルに発展する可能性は大きくない

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。

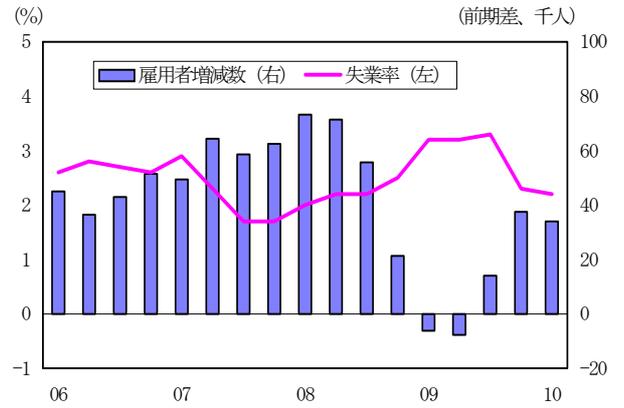
（シンガポール駐在 竹島 慎吾）

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。

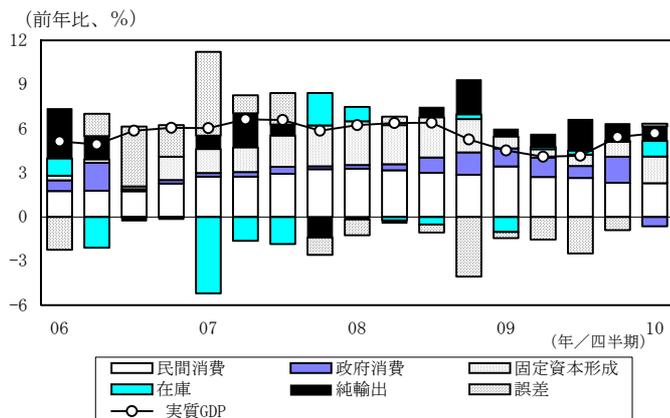
消費は良好な消費者マインドを背景に堅調が持続する見込みである。4月の消費者信頼感指数は110.7ポイントと「楽観」と「悲観」の分岐点である100ポイントを13カ月連続で上回った。なかでも、6カ月先の所得の見通しを示す期待指数が高水準を維持しており、所得の先行きに対する楽観的な見方が続いている。この背景には、①失業率が低下傾向にあること（2月の失業率は7.41%、昨年8月の7.87%から低下）、②商品価格が高値圏で推移していることから、農村部を中心に農業収入の拡大期待が高いこと、などがある。また、投資は生産・輸出の回復傾向が鮮明となっていることから、企業の設備投資は勢いを増すであろう。

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。

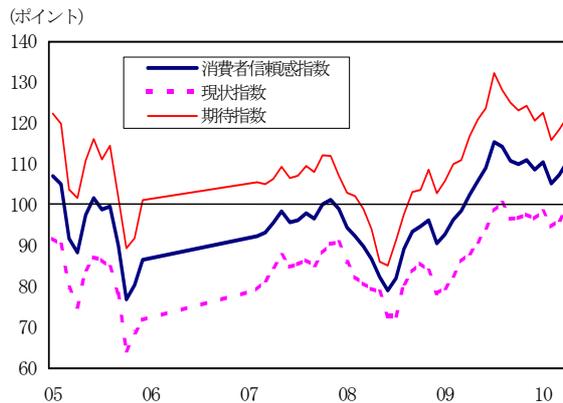
（シンガポール駐在 竹島 慎吾）

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。

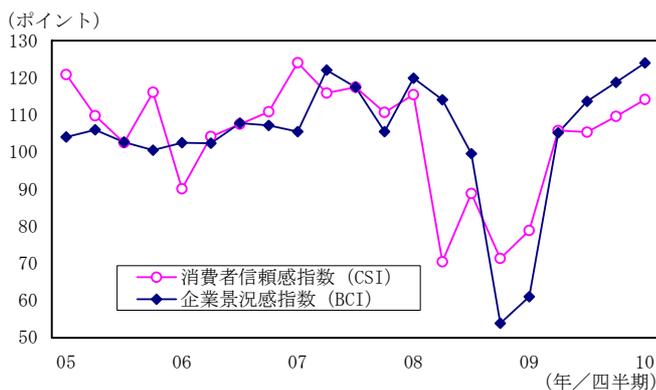
他方、輸出は世界的なエレクトロニクス需要の回復を受け、これまで低迷が続いていた先進国向けや高成長が見込まれる中国を中心としたアジア向け共に増加傾向が続くであろう。

「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。

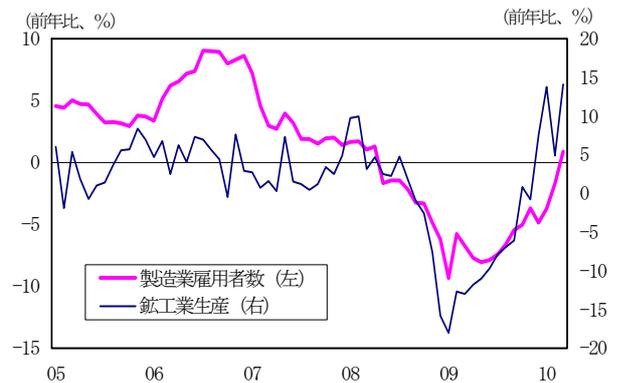
（シンガポール駐在 竹島 慎吾）

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。

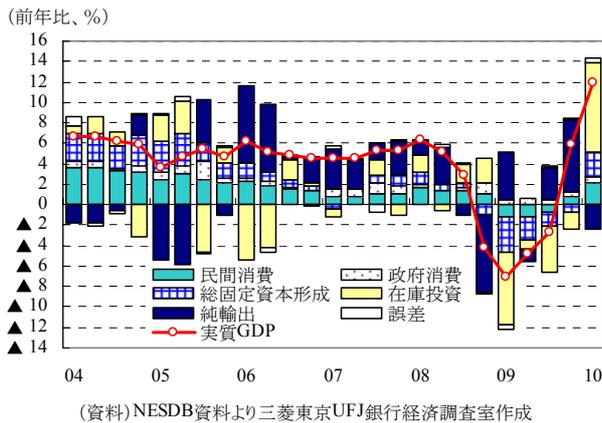
物価は、景気回復と資源価格の上昇、政府の生活費支援策の終了などに伴い、上昇圧力が高まると予想する。タイ中央銀行は、2009年4月以降、政策金利の1日物レポレートをもとに1.25%で据え置いているが、今後、景気と物価、政治的混乱の経済への影響を見極めつつ、利上げのタイミングを模索する展開となろう。

政治的混乱の長期化は引き続き下振れリスク

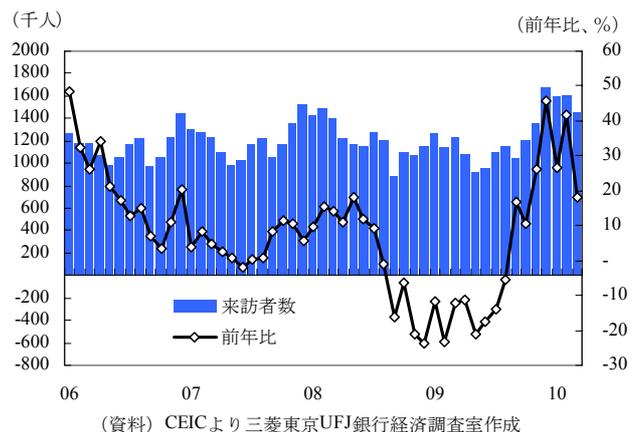
今回、UDDによる占拠が行われた商業区周辺では、小売・飲食店舗・ホテルなどの営業停止やオフィスの仮移転など、ビジネス上、深刻な打撃を受けた。今後、商業区を中心に経済機能の回復や、総選挙実施に向けた環境整備が進められるとみられるものの、政治的混乱の長期化は、消費マインドの悪化による民間消費の伸び悩みや観光収入の低迷などを通じて内需への一段の下押し圧力となる可能性があるほか、海外からの直接投資にもマイナスの影響が及びかねず、留意が必要である。

(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みられるほか、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、金融引き締めに転じよう。

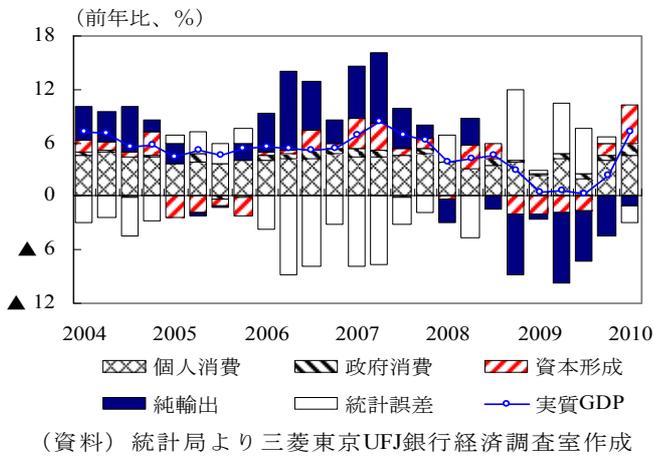
大統領選はアキノ候補の勝利、電子投票システム導入も成功

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。

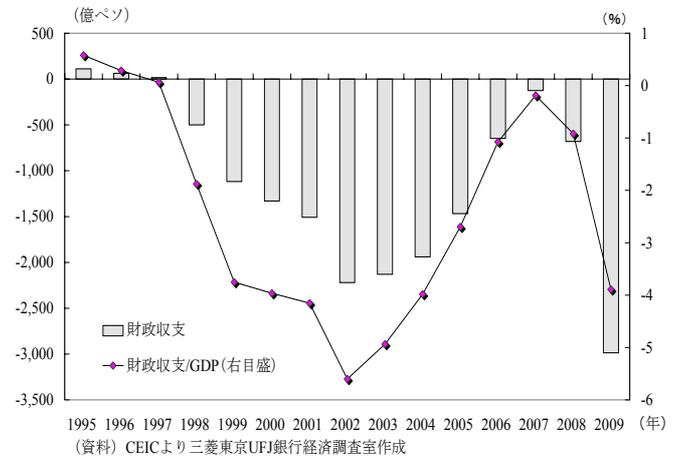
アキノ新政権は6月30日に発足する。アキノ氏は故コラソン・アキノ元大統領の長男という抜群の知名度と、政治の腐敗一掃、それに伴う増税不要論で幅広い層からの支持を得たが、アキノ氏自身、政治家としての実績に目ぼしいものがあるわけではない。一方、フィリピンの長年の課題である財政赤字は、グローバル金融危機への財政出動や、台風被害支援などでこのところ急拡大しており、2009年は対GDP比3.9%と5年ぶりの高水準を記録した。早急な財政立て直しが求められるなか、今後、アキノ氏の政権運営の舵取りとリーダーシップは、大いに注目されよう。

注目はアキノ新大統領の舵取りとリーダーシップ

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。

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

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%）。

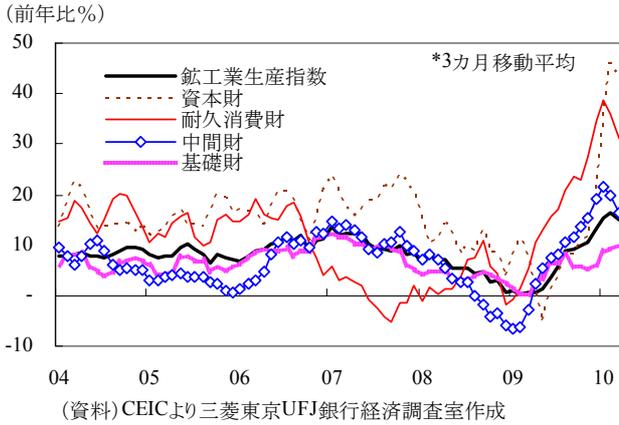
見通し：成長率は8%台へ加速

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。

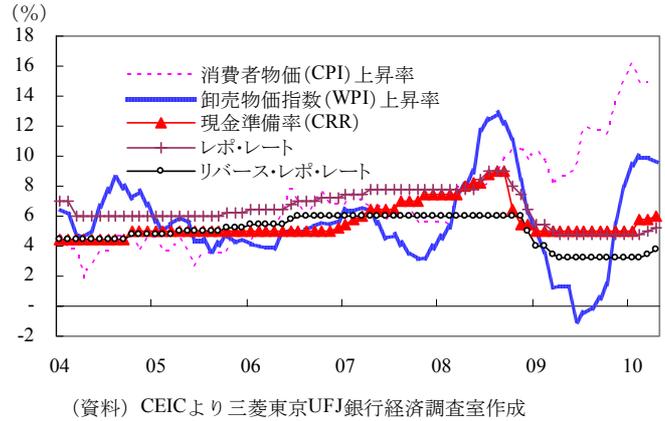
物価は、食料品価格の安定が見込まれる一方、景気拡大と原油など資源価格の上昇に伴いインフレ圧力が続くことが予想されるため、安定成長に向け、今後も引き締めスタンスが維持されよう。

（福地 亜希）

第 30 図：インドの鉱工業生産指数



第 31 図：インドの物価と政策金利



(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

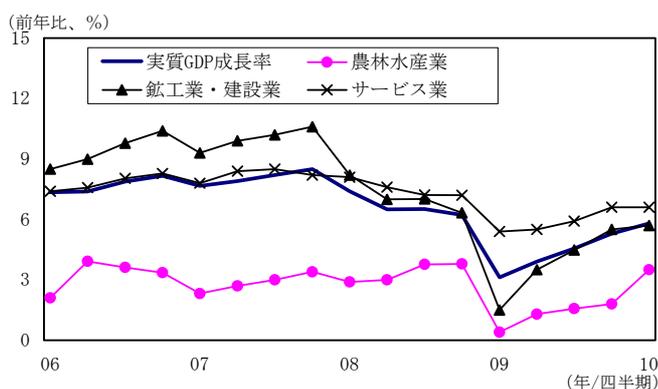
しようとしているが、インフレが大幅に加速するような状況に陥れば、2008 年前半のような金融市場の混乱を招く可能性がある。

為替の二重相場は 解消

足元のベトナムドンに対するドル市場レートは、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。

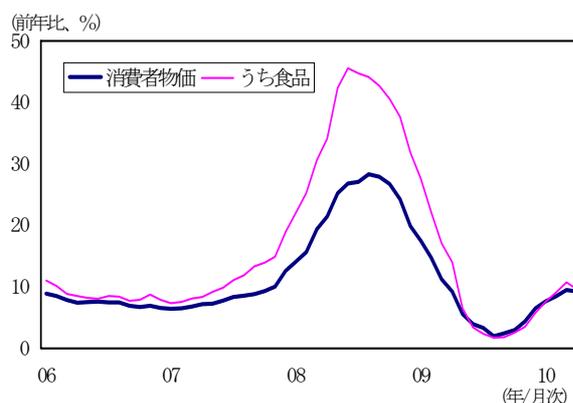
(シンガポール駐在 竹島 慎吾)

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

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、金融商品の売買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。