

# アジア経済の見通し

～景気は一段と減速、各国中銀は金融緩和へ軸足をシフト～

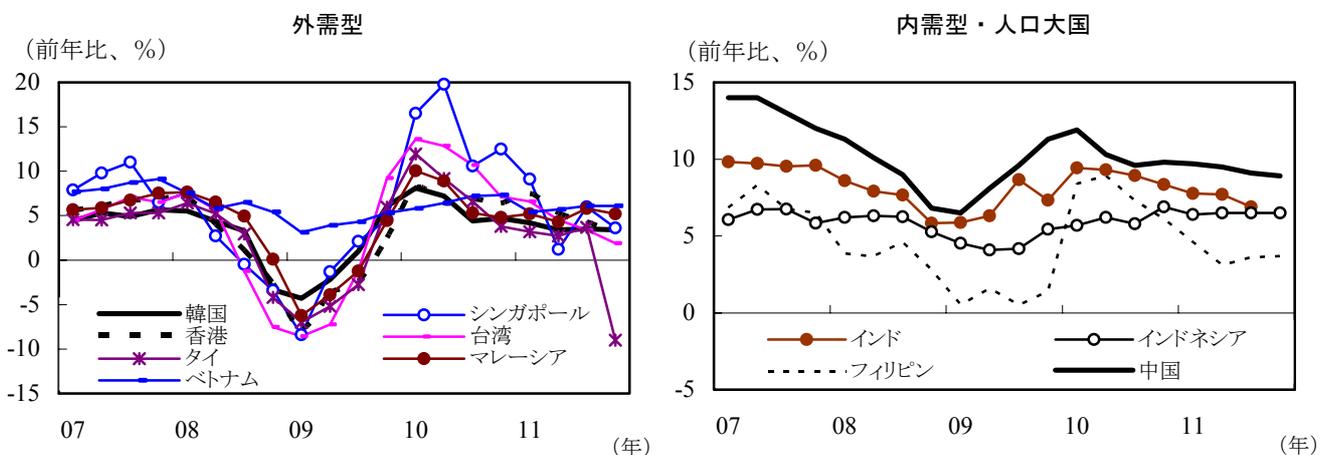
## 1. アジア経済全般

### (1) 景気の現状

欧州経済の減速を受け、成長ペースは一段と鈍化

米国経済は低調とはいえ比較的底堅い成長を維持しているものの、欧州経済の失速が鮮明になったことを受け、アジア経済の成長ペースは一段と鈍化している。アジア主要国・地域の第 4 四半期の実質 GDP 成長率は、外需依存度が高い台湾（3Q：前年比 3.4%→4Q：同 1.9%）やシンガポール（同 6.0%→同 3.6%）など NIEs が軒並み減速したほか、大規模な洪水被害に見舞われたタイ（同 3.7%→同▲9.0%）が大幅なマイナス成長となった（第 1 図）。また、中国（同 9.1%→同 8.9%）は相対的に高い伸びを保ったものの 2 年半ぶりに 8% 台へ減速、第 3 四半期に 6% 台まで減速したインドは、統計は未発表ながらインフレ高進に伴う金融引き締めの影響で消費や投資を中心に成長率は一段と減速したとみられる。一方、内需型のインドネシア（同 6.5%→同 6.5%）やフィリピン（同 3.6%→同 3.7%）は比較的堅調を維持した。

第 1 図：アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 今後の見通し

2012 年を展望すると、米国経済は比較的底堅い成長を維持するとみられるものの、欧州経済の低迷が重石となり、アジアの景気を下押ししよう。もっとも、中国やインド、インドネシアなどの人口大国を中心に内需が景気を下支えし、アジア経済は大幅な減速を回避するであろう。

### 2012 年のアジアの成長率は 7.1% へ減速

2012 年のアジア 11 カ国・地域全体の成長率は 7.1% と 2011 年の 7.3% (見込み) から小幅減速すると予想する。特に年前半は減速感が強いとみられる。年半ば以降は、堅調な雇用環境を背景に内需が回復に向かい、成長ペースは緩やかに持ち直すとみる。もっとも、年間を通じ 7% 台半ばと目される潜在成長率をやや下回る見込みである。

国・地域別にみると、政権交代を迎える中国、内需主導の安定成長が見込まれるインドネシアや洪水の復興需要が期待できるタイなど ASEAN は比較的底堅い成長が期待できる一方、輸出依存度が高い NIEs は大幅な減速を余儀なくされるであろう。インドは、インフレ沈静化に伴い内需が回復に向かうものの力強さに欠け、7% 台前半の成長にとどまる見込みである。

### 依然大きい下ブレリスク

目下のアジア経済の下ブレリスクは、①欧州債務問題の深刻化に伴い景気の下押し圧力が一段と強まること、②アジア各国・地域の財政赤字は概ね適正水準にとどまっているが、財政赤字に対する視線が世界的に厳しくなる中、景気減速時に財政出動が遅れること、などがある。

他方、上ブレリスクとしては、世界的に低金利が長期化する環境下、アジアへの資本流入が加速し、景気が過熱気味になることが考えられる。もっとも、各国ともインフレへの警戒感を解いておらず、インフレの芽が生じた場合は迅速な対応が期待できる。従って、アジア経済は依然下ブレリスクの方が大きいといえる。

## <欧州債務問題の影響>

欧州債務問題はアジア経済にどの程度の影響を与えているだろうか。以下で、実体経済（①輸出減速、②消費減速）及び金融（③資本流出、④欧州銀行の資産圧縮）の両面から考察する。

### <実体経済面>

#### ①輸出への影響

まず、輸出をみると、欧州債務問題が深刻化した7-8月期をピークに減速傾向が鮮明となり、11月以降は多くの国・地域で伸び率が一桁もしくは前年割れに転じた。第4四半期の伸び率を確認すると、中国（3Q：前年比+20.6%→4Q：同+14.3%）、NIEs（同+17.1%→同+7.7%）、ASEAN4（同+22.8%→同+2.4%）ともに前期から減速した<sup>1</sup>（第2図）。

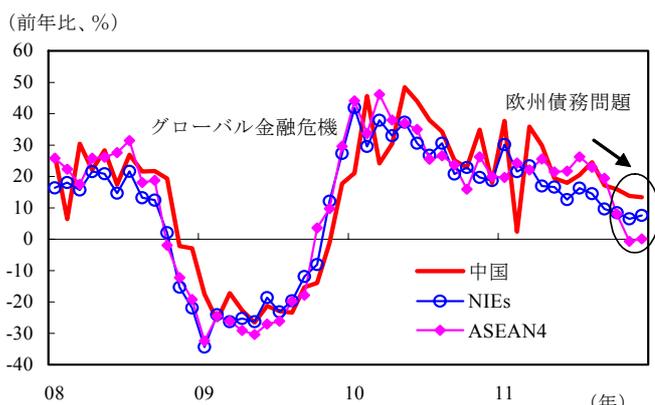
#### 欧州向けの減速が顕著

仕向地別にみると、欧州向けの減速が顕著であったほか、米国向けは中国からの輸出が加速したものの、ASEAN及びNIEsからの輸出は減速しており基調は弱いといえる。また、これまで堅調であったアジア域内貿易は、石炭やパーム油を中心に中国向け輸出が底堅さを維持したものの、NIEs向け輸出は減速しており、欧州経済減速の影響が浸透しているといえる（第1表）。

#### 輸出は特に前半は減速基調が持続する公算大

輸出の先行きをみると、ISM製造業指数が足元で持ち直すなど米国経済が底堅い動きを示していることが明るい材料である。もっとも、輸出の先行指標となる韓国及び台湾の電子関連の出荷在庫バランスが低下基調にあることもあり、2012年前半は輸出の減速基調が続く公算が大きい（第3図、第4図）。

第2図：アジア主要国・地域の輸出



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

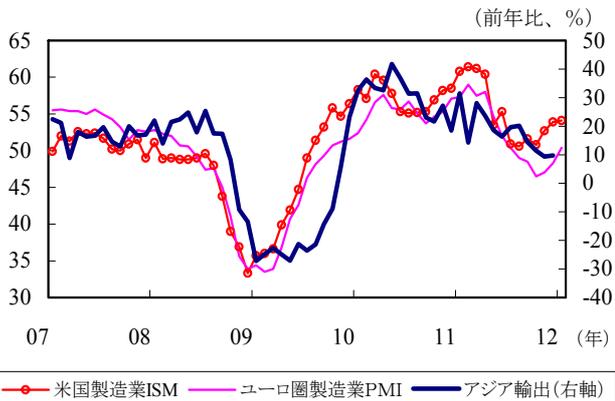
第1表：アジア主要国・地域の仕向地輸出

		(前年比、%)							
輸出元	仕向地	2011	輸出全体	中国	NIEs	ASEAN	米国	欧州	日本
中国	1Q		26.5		34.4	27.1	21.4	17.1	28.0
	2Q		22.1		27.3	24.4	13.3	16.6	19.9
	3Q		20.6		17.2	27.6	11.2	18.1	26.1
	4Q		14.3		9.0	25.0	14.3	6.5	17.4
NIEs	1Q		25.4	17.8	24.6	23.8	20.0	28.5	26.0
	2Q		18.0	12.6	18.3	22.1	19.5	10.7	25.1
	3Q		17.1	17.4	15.5	23.8	3.9	4.5	20.7
	4Q		7.3	8.6	9.2	15.7	1.0	▲13.0	14.2
ASEAN4	1Q		22.0	20.3	22.6	25.0	14.5	16.8	26.4
	2Q		22.9	31.2	22.5	14.4	9.9	20.2	37.0
	3Q		22.8	47.4	18.8	24.1	2.8	13.1	26.9
	4Q		2.4	15.7	▲1.3	6.7	▲5.8	▲8.5	7.8
アジア計	1Q		25.2	18.4	29.1	24.9	20.0	19.9	27.0
	2Q		20.8	16.5	23.8	21.1	14.3	15.6	26.0
	3Q		20.6	24.2	17.0	24.9	8.6	14.4	25.0
	4Q		9.8	10.3	6.8	16.5	9.3	▲0.3	14.4

(注) 4Qの対象期間：輸出全体は10-12月期、それ以外は10-11月期実績。  
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

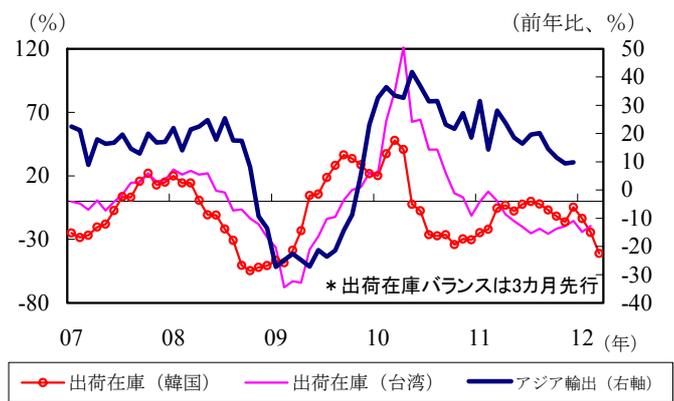
<sup>1</sup> ASEANの減速幅が大きいのは、大規模な洪水被害に見舞われたタイの影響があるため。

第3図：欧米の製造業景況感とアジアの輸出



(資料) CEICなどより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：韓国・台湾の電子関連出荷在庫バランス



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②消費への影響

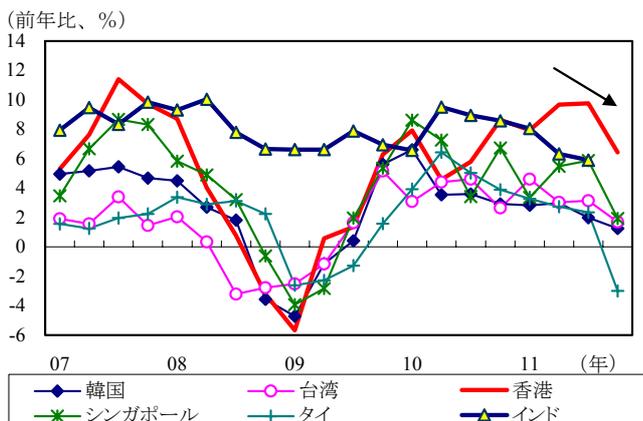
中国・ASEAN が  
堅調な一方、NIEs  
は減速

次に消費をみると、足元で二極化が進展している。中国や ASEAN（インドネシア、マレーシア、フィリピン）が総じて堅調を維持する一方、NIEs（香港、台湾、韓国、シンガポール）やタイでは減速傾向が鮮明となっている（第5図）。

タイの減速は洪水被害が主因といえるが、NIEs の低迷は実質賃金の伸びが低いためと考えられる（第6図）。この背景には、中国・ASEAN の賃金上昇率が物価上昇率を上回った一方、NIEs の賃金上昇率は概ね物価上昇率の範囲に抑制されたことがある。また、家計の株式保有比率が高い NIEs では、昨年8月以降の株価下落が消費者マインドの低下を通じ、消費抑制の一因となったと考えられる（第7図）。

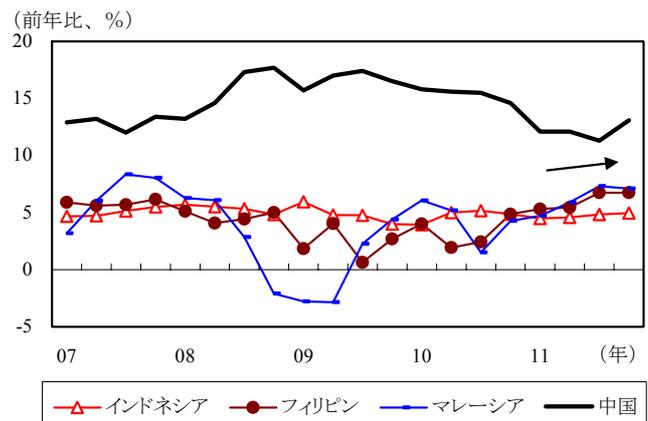
第5図：アジア主要国・地域の実質消費

<消費が減速している国・地域>

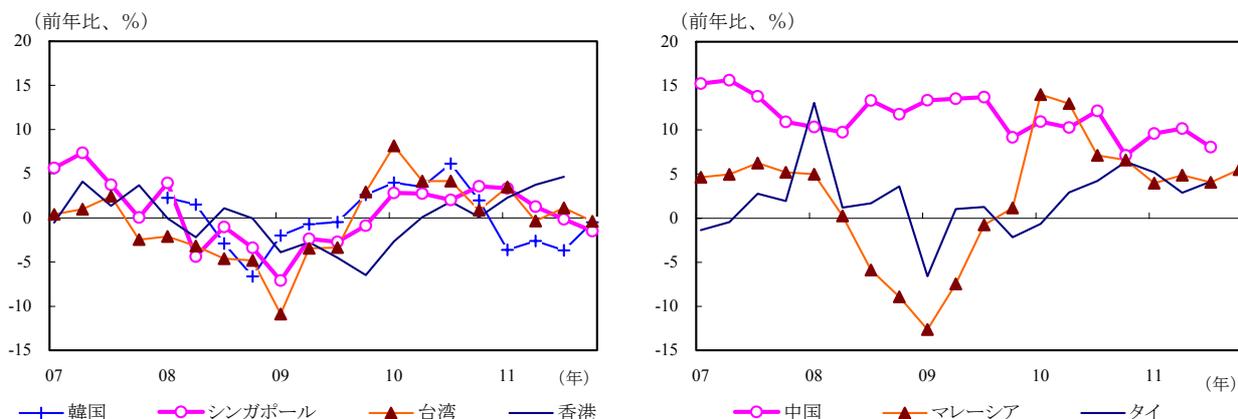


(注) 中国は名目社会消費品小売総額を小売物価で実質化  
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<消費が堅調な国>

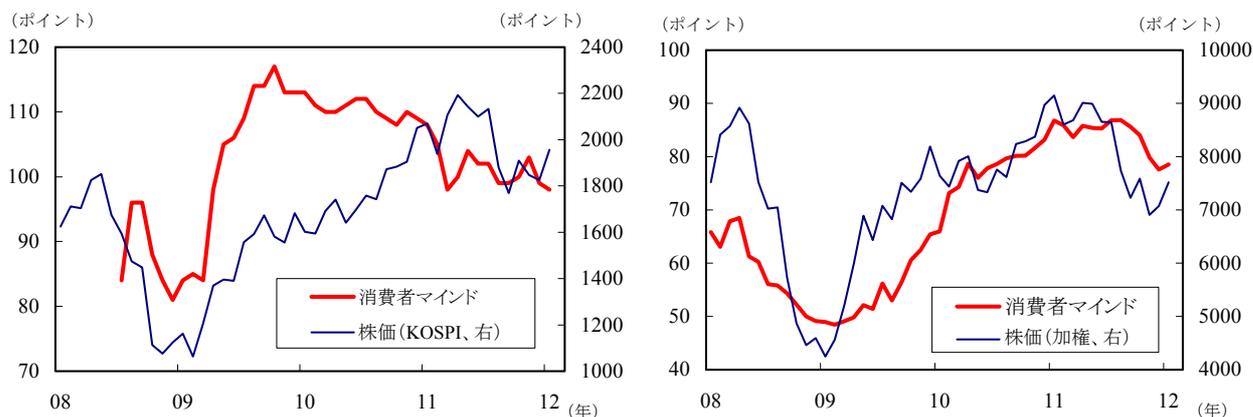


第6図：アジア主要国・地域の実質賃金



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：韓国・台湾の消費者マインドと株価  
<韓国> <台湾>



(注) 株価は月末値

(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

もつとも、失業率は低下傾向が足元まで持続していることから（第2表）、輸出を起点とした景気減速スパイラル（輸出減→雇用減→消費減）は顕在化していない。

今後を展望すると、足元の欧州経済失速の影響が雇用の悪化を通じて消費に波及する面もあるが、以下の2つの理由で年後半にかけて消費は持ち直すと考える。

### インフレ緩和に伴い実質賃金は上昇へ

一つは、インフレ緩和に伴い実質賃金の上昇が見込まれることである。食料インフレの沈静化に伴い、2012年のアジア11カ国・地域の消費者物価上昇率は4.3%と前年の5.6%から低下する見込みである（物価の分析については後述）。NIEsは引き続き実質賃金の大幅な伸びが期待しにくいものの、2012年も二桁台の最低賃金上昇率が見込まれる中国やASEANを中心に実質賃金は全体として堅調な伸びが見込まれ、消費を下支えするであろう。

サービス業を中心に雇用の裾野が拡大

二つめは、今後も雇用は底堅い推移が見込まれることである。失業率の低下が続いている背景には、サービス業を中心に雇用の裾野が拡大していることがある。四半期データの入手が可能なタイ、フィリピン、シンガポール、韓国の業種別雇用者数をみると、卸・小売を中心としたサービス業が一貫して増加している。タイ、フィリピンでは内需拡大を背景に小売業が拡大、シンガポールは2010年に大型カジノ施設が開業したことがサービス業の雇用増加に寄与したと考えられる。内需の拡大期待を背景に、サービス業の雇用は拡大傾向が続くとみる。

また、リーマンショック以降、減少傾向が続いていた製造業の雇用が足元でリーマンショック前の水準を回復している。更に、タイやフィリピンでは雇用者全体の3~4割を占める農業も底堅く推移している<sup>2</sup>（第3表）。

第2表：アジア主要国・地域の失業率

	2007	2008	2009	2010	11/3	11/6	11/9	11/12
中国	4.1	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1
台湾	3.9	4.1	5.8	5.2	4.6	4.4	4.3	4.3
香港	4.1	3.4	5.2	4.4	3.4	3.6	3.5	3.2
韓国	3.3	3.2	3.7	3.7	3.9	3.4	3.2	3.1
シンガポール	2.1	2.3	3.0	2.2	1.9	2.1	2.0	2.0
タイ	1.4	1.4	1.5	1.1	0.8	0.6	0.6	0.7
マレーシア	3.2	3.3	3.7	3.4	3.1	3.0	3.1	3.1
フィリピン	7.3	7.4	7.5	7.4	7.4	7.2	7.1	6.4
インドネシア	9.4	8.4	8.0	7.3	6.8	6.8	6.6	6.6
ベトナム	4.6	4.7	4.6	4.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
インド	N.A.	N.A.	N.A.	3.7	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

(注) 中国、インド、ベトナムは都市部の失業率、シャドローは2007年と比べ失業率が低下している国・地域  
2007~2010年は年平均値  
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：アジア主要国の雇用者数（業種別）

		(2006年4Q=100)					
		06/4Q	07/4Q	08/4Q	09/4Q	10/4Q	11/4Q
タイ	雇用全体	100	102	104	106	106	107
	農業(39.9%)	100	101	104	98	104	102
	製造業(13.7%)	100	102	98	98	97	100
	サービス業(41.1%)	100	103	105	115	112	116
フィリピン	雇用全体	100	102	105	108	111	117
	農業(33.4%)	100	101	102	100	102	107
	製造業(8.2%)	100	102	96	98	102	106
	サービス業(53.0%)	100	103	108	115	119	126
シンガポール	雇用全体	100	109	118	120	124	129
	製造業(16.7%)	100	110	113	105	104	101
	サービス業(70.3%)	100	108	116	120	126	134
韓国	雇用全体	100	101	101	101	103	105
	製造業(16.6%)	100	99	97	95	102	100
	サービス業(77.1%)	100	102	103	104	105	108

(注) ( )は雇用者全体に占める比率(2011年)  
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>2</sup> リーマンショック後、製造業で雇用調整が進展した際、農業が雇用の受け皿となった。その後、製造業が回復するにつれ、農業から製造業へ回帰したものの、足元では農産物価格の上昇を受け、農業の雇用も底堅く推移している。

<金融面>

③資本取引への影響

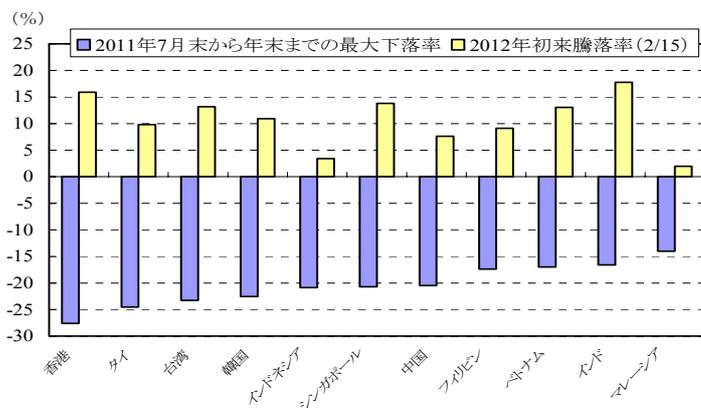
昨夏以降、株価・通貨ともに大幅下落

欧州債務問題が深刻化した昨年8月以降、世界的なリスク回避の動きの強まりを背景に、アジアでも資本流出が生じたと見込まれる。株価の動向をみると、昨年7月末から年末までの最大下落率は、14.0~27.6%を記録した(第8図)。株価下落に伴い通貨(対ドル)も下落、直近までの最大下落幅はインド(15.2%)を筆頭に、韓国(7.9%)、インドネシア(6.3%)が大きかった(第9図)。

国債市場でも債券を売却する動きが顕著となった。とりわけインドネシアでは短期債を中心に売りが加速、昨年12月末時点の外国人国債保有比率は30.8%と6月末の34.0%から低下した(第10図)。

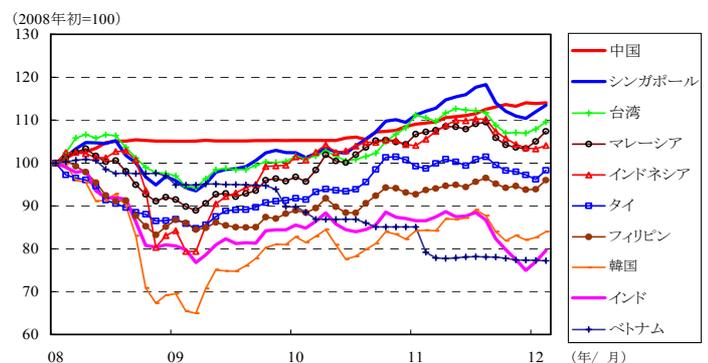
ただし、年明け以降は欧州債務問題の深刻化に歯止めがかかったとの見方が広がったことに加え、米国の低金利長期化観測を受け、株価・通貨は下げ止まり、一部では再び上昇に転じている。また、アジア主要国のCDSは昨年9月から10月にかけて一時上昇したが、その後は落ち着きを取り戻し、リーマンショック直後と比べ低水準にとどまっている(第11図)。

第8図：アジア主要国・地域の株価騰落率



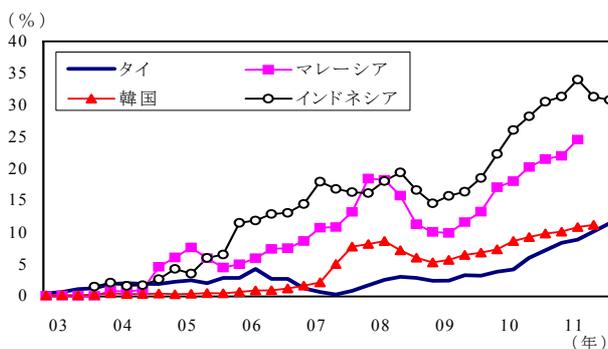
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：アジア主要国・地域の為替変動率



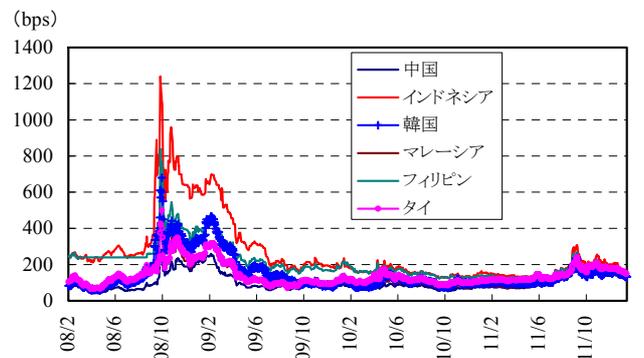
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：アジア主要国の国債の外国人保有比率



(資料) ADB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CDS (5年)



(資料) ADBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

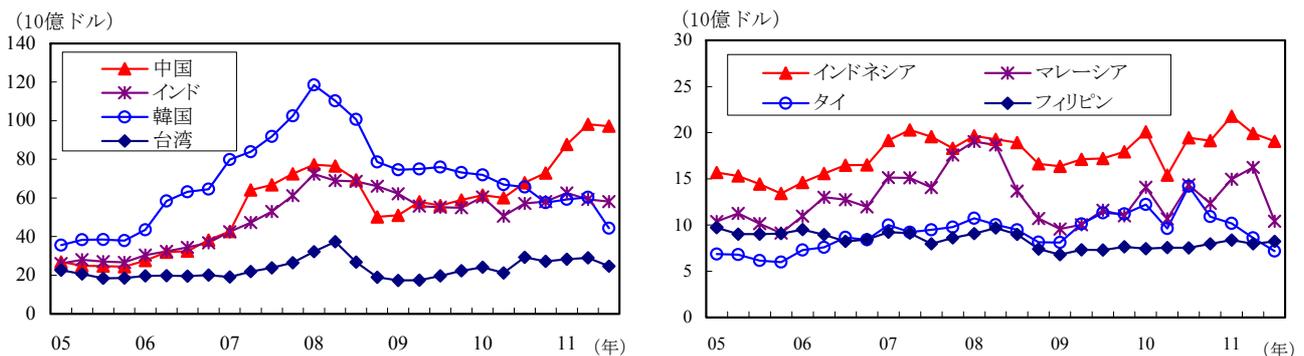
④ユーロ圏銀行の  
資産圧縮の影響

韓国、台湾、マレーシアの与信残高の減少幅大

BIS（国際決済銀行）が発表した昨年9月末時点のユーロ圏銀行のアジア向けの国際与信残高をみると、フィリピンを除き減少しており、ユーロ圏銀行がアジアから資金を引き上げたことが示唆されている（第12図）。中でも減少幅が大きいのは、韓国、台湾、マレーシアで、アジア向けクロスボーダー与信の対国内与信比率の変化（2011年6月末→9月末）をみると、これらの国・地域では1～2%程度低下している（第4表）。ユーロ圏銀行以外の動きをみると、英銀、スイス銀や米銀でも低下している一方、邦銀はマレーシアを除き比率が上昇している。

目下のところ、ユーロ圏銀行の資産圧縮は緩やかであり、アジア域内の金融機関がユーロ圏銀行の資産を肩代わりする動きもみられることから、資産圧縮の影響が顕在化するには至っていない。もっとも、欧州の金融機関はシンジケート・ローンや貿易金融などでアジアにおいて一定のプレゼンスを有しており、今後の動きには留意が必要である。

第12図：ユーロ圏銀行のアジア向け国際与信残高



(注) 所在地ベース。クロスボーダー与信+現地向け与信（現地通貨建て+非現地通貨建て）  
 現地向け与信…外国銀行の現法・支店から居住者に対する与信。  
 クロスボーダー与信…非居住者外国銀行から居住者に対する与信（現地通貨+非現地通貨）及び現法・支店からの外貨建て与信。  
 (資料) BISより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4表：アジア向け国際与信（国内与信比）の変化（2011年6月末→9月末）

	全世界	ユーロ圏	英国	スイス	米国	日本
フィリピン	0.5	0.1	0.6	▲0.2	▲0.1	0.1
インドネシア	▲0.9	▲0.4	▲0.1	▲0.2	▲0.6	0.1
インド	▲0.1	▲0.0	0.0	0.0	▲0.2	0.1
韓国	▲1.9	▲1.1	▲0.4	▲0.1	▲0.5	0.1
台湾	▲1.1	▲0.5	▲0.2	0.3	▲0.9	0.1
マレーシア	▲1.4	▲1.3	▲0.7	▲0.1	0.1	▲0.0
タイ	▲0.7	▲0.3	▲0.1	▲0.0	0.0	0.2
中国	▲0.1	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.1	0.0
ベトナム	0.0	N.A.	N.A.	▲0.1	▲0.0	0.2

(注) 所在地ベース。クロスボーダー与信+現地向け与信（現地通貨建て+非現地通貨建て）  
 国内与信比率=（クロスボーダー与信+現地向け与信）／（クロスボーダー与信+国内与信）  
 国内与信は現地向け与信を含む。与信対象は貸出のほか株式及び債券を含む。  
 (資料) BISより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

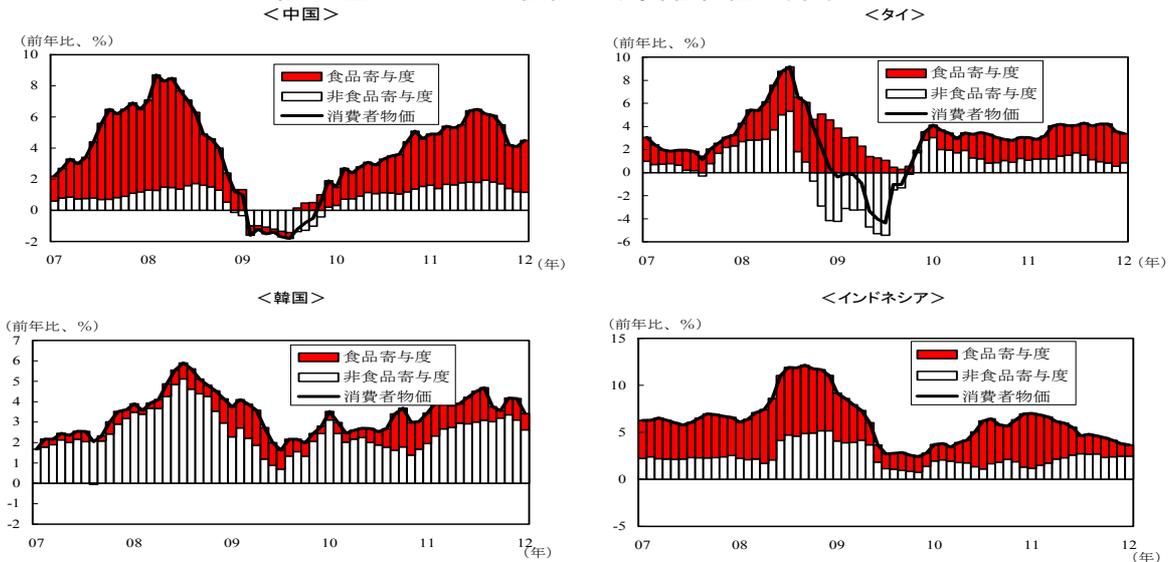
## インフレはピークアウト

物価は食料インフレの緩和を受けピークアウトしている（第13図）。他方、非食品物価の上昇率は小幅な鈍化もしくは横這いとどまり、政府・中銀の目標を上回る水準で推移している。今後を展望すると、前半は食料インフレの緩和でインフレ圧力は弱まるものの、同後半は最低賃金引き上げの影響が顕在化することから、物価は再加速が見込まれる（第14、15図）。

## 各国中銀は政策の軸足をインフレから景気へシフト

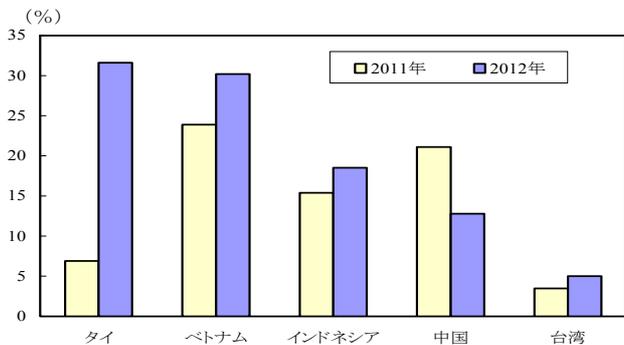
金融政策に目を転じると、景気減速とインフレ緩和に伴い、各国中銀は政策の軸足をインフレ抑制から景気下支えへシフトしている。インドネシア、フィリピン、タイは利下げを実施、中国、インドは預金準備率を引き下げた。その他の国・地域も金融緩和のタイミングを模索している。もともと、物価の大幅な低下は見込みにくいこと、インドやベトナムを除き金利の引き下げ余地が大きいことから、今局面の利下げは小幅にとどまる公算が大きい。

第13図：アジア主要国の消費者物価上昇率



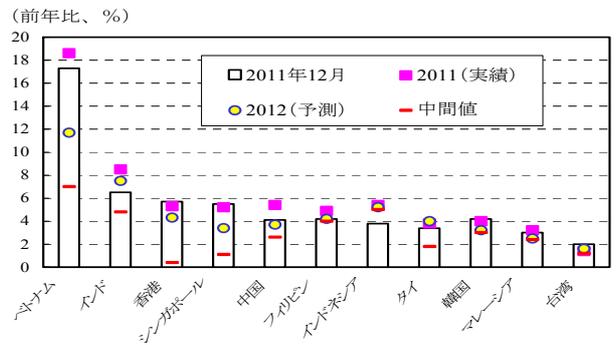
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：アジア主要国・地域の最低賃金上昇率



(注) インドネシアはジャカルタ、フィリピンはマニラ、その他は全国もしくは主要都市の平均値、ベトナムは外資系企業の平均値  
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：アジア主要国・地域の物価見通し



(注) 中間値…インドネシア、韓国、フィリピン、タイは中銀のインフレ目標の中間値、その他の国・地域は2003-07年平均  
(資料) IMF、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5表：アジア経済見通し総括表

名目GDP規模 2010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)			
	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	
<b>中国</b>	<b>5,878</b>	<b>10.4</b>	<b>9.2</b>	<b>8.8</b>	<b>3.3</b>	<b>5.4</b>	<b>3.7</b>	<b>3,054</b>	<b>2,011</b>	<b>1,888</b>
韓国	1,007	6.2	3.6	3.5	3.0	4.0	3.2	294	277	264
台湾	430	10.7	4.0	3.0	1.0	1.4	1.6	399	413	406
香港	225	7.0	5.0	2.8	2.4	5.3	4.3	139	116	122
シンガポール	223	14.8	4.9	2.2	2.8	5.2	3.4	555	570	530
<b>NIEs</b>	<b>1,885</b>	<b>8.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.1</b>	<b>2.4</b>	<b>3.7</b>	<b>3.0</b>	<b>1,387</b>	<b>1,375</b>	<b>1,322</b>
インドネシア	707	6.1	6.5	6.2	5.1	5.4	5.2	51	21	▲6
マレーシア	238	7.2	5.1	3.9	1.7	3.2	2.5	273	320	301
タイ	319	7.8	0.1	5.5	3.3	3.8	4.1	132	119	70
フィリピン	189	7.6	3.7	4.0	3.8	4.9	4.2	85	73	71
<b>ASEAN4</b>	<b>1,452</b>	<b>6.9</b>	<b>4.5</b>	<b>5.4</b>	<b>4.0</b>	<b>4.6</b>	<b>4.4</b>	<b>541</b>	<b>532</b>	<b>436</b>
インド	1,538	8.4	7.0	7.3	10.5	8.5	7.5	▲460	▲552	▲609
ベトナム	104	6.8	5.9	6.1	9.2	18.6	11.7	▲56	▲62	▲54
<b>アジア11カ国・地域</b>	<b>10,857</b>	<b>9.3</b>	<b>7.3</b>	<b>7.1</b>	<b>4.3</b>	<b>5.6</b>	<b>4.3</b>	<b>4,466</b>	<b>3,305</b>	<b>2,983</b>

見込み →見通し 見込み →見通し 見込み →見通し

(注) インドは年度(4月～3月)ベース。

(竹島 慎吾)

## 2. 中国

### (1) 現状

#### 第4四半期の成長率は8%台へ低下

中国では景気減速が続いており、第4四半期の実質GDP成長率は前年比8.9%と前期(同9.1%)から低下した。成長率が8%台となったのは2年半振り、輸出には欧州の債務問題の拡大、内需には引き締め政策の浸透がともに下押し圧力となった。この結果、通年の成長率も前年の同10.4%から同9.2%へと低下した。

#### 輸出は欧州、NIEs向けの不振が目立つ

足元までの実績をより詳細にみていくと、輸出の伸びは2011年9月以降、漸減傾向にある。12月の前年比+13.4%に続き、2012年1月には同▲0.5%まで落ちこんだが、旧正月休暇が前年の2月から1月にずれたことによる稼働日数の相違を調整すれば、同+10.3%と推計されている。地域別にみると、欧州向けならびに輸出依存度が高いNIEs向けの悪化が目立つ一方、復興需要を背景とする日本向けに加え、ASEANを中心とする新興国向けは底堅く、米国向けも持ち直してきた。

#### 投資は金融引き締めの効果が浸透し、急減速

投資は年末にかけて急減速した。10月の前年比+24.9%から11月には同+21.2%、さらに12月には同+18.3%まで伸びが低下し、ほぼ4年振りに20%を割り込んだ。2010年10月以降強化されてきた金融引き締め政策は2011年7月の利上げを最後に打ち止めとなったが、それまでに預金準備率が過去最高水準を8回も更新したことなどによる引き締め効果が浸透したものと考えられる。マネーサプライ(M2)は4月以降、通年目標(前年比+16%)を下回る水準で推移し、年末には同+13.6%となった。

こうしたなか、中小企業が銀行からの資金供給を受けられず、高利の民間金融に依存した結果の経営不振が大きな問題として浮上した。このため、10月には温家宝首相が国慶節の大型連休中という異例のタイミングで同問題の中心地を視察し、中小企業対策に本腰を入れるに至った。

一方、消費者物価上昇率は7月のピーク(同+6.5%)から11月以降、同+4%台に収まり、金融緩和の余地は広がってきた。当局は12月に市場予想よりも早く3年振りの預金準備率引き下げに踏み切り、さらに2012年2月に2度目の引き下げを行った(ともに引き下げ幅は0.5%)。

#### 消費にはインフレ緩和と家電販売振興策終了前の駆け込み需要が好影響

消費は持ち直しに転じている。インフレ緩和による消費意欲の改善に加え、家電販売振興策の期限切れを前にした駆け込み需要も窺われた。11月には農村向け購入補助策の先行実施地域(四川、山東、河南各省、および青島市)における期限切れに伴う駆け込み購買があり、翌12月にはその反動減があったものの、これを上回る勢いで、12月に期限切れとなる都市部の買い替え補助策に基づく駆け込み購買が現れた。

なお、自動車販売については2011年を通じ、大型販売振興策の期限

切れの影響が払拭できず、通年で前年比+2.5%にとどまった。とはいえ、2009年（同+45.4%）、2010年（同+32.4%）と2年連続の大幅増加ペースから2011年には減少を危ぶむ声もあったこと、また、振興策の恩恵が小さかった中・大型乗用車については年後半に前年比二桁増に復していることなどを考えると、過度の悲観論には違和感を禁じ得ない。

## (2) 見通し

政権交代の年ながら、構造調整路線を堅持

2012年は政権交代の年に当たる。大規模な党・政府人事異動に絡み、実績作りのために投資拡大意欲が発揮されると見込まれる。ただし、胡錦濤現政権が率いる中央政府は持続的成長に向けて構造調整路線を堅持するとみられ、リーマンショック後のように輸出悪化を補うほどの投資過熱が再来する可能性は低い。

新興国向けや政策効果を通じて輸出安定拡大

詳細をみていくと、まず、輸出については減速とはいえ、安定成長を維持すると考えられる。欧州の景気低迷の悪影響は続くものの、これまで先進諸国との貿易摩擦などを踏まえて市場開拓に注力してきた新興国向けの堅調が底支え要因として寄与しよう。また、政府の所得拡大方針からも需給逼迫という側面からも賃金上昇は避けられないが、すでに2011年9月頃から、人民元の上昇はペースダウンしており、通貨上昇面からのコスト競争力低下は限定されつつある。加えて、政府は輸出企業向け融資対策を中心に輸出拡大策も検討している。

投資については、政府が構造調整路線を堅持しつつも、底割れを回避すべく、肌理細かく、多様な政策を投入するなかで堅調な拡大が見込まれる。

投資も重点分野を中心に堅調な拡大持続

産業政策面では、昨年12月に開催された中央経済工作会議において、本年は、低所得層向け住宅、発展の遅れた地域、技術革新、省エネ・環境保護、戦略的新興産業（省エネ・環境保護、次世代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）など重点分野への投資が政策支援対象とされ、これらを中心に適度な投資規模を維持する方針が示された。また、同会議では、建設中の水利・鉄道・重大装置等のプロジェクトに対する資金確保を通じ、中断を回避するとし、とくに鉄道工事が全国的に中断されている事態の打開を図ろうとしている。中小企業については、2月の国务院常務会議において、150億元規模の中小企業基金創設、税費用の減免、融資拡大、技術支援、公共サービスの強化など対策が拡充された。

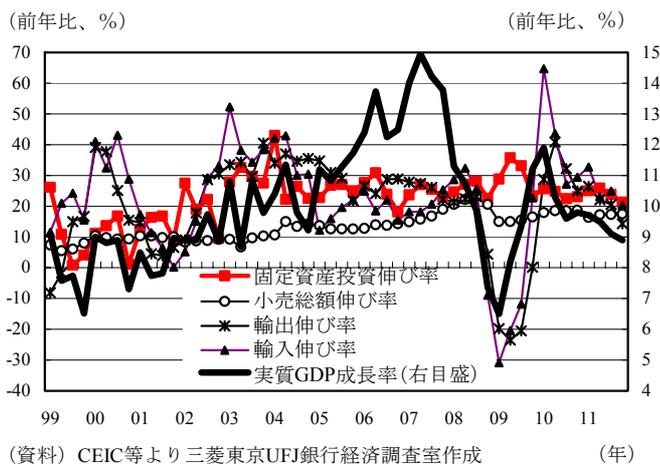
金融政策面では、依然として20.5%と高水準にある預金準備率の引き下げを中心に金融の引き締め過ぎを緩和する一方、リーマンショック前の水準より相当に低い金利については、景気悪化が深刻化しない限り、据え置く可能性が高い。また、金融当局は銀行に対し、産業政策面で支援対象となっている分野には貸出を傾斜配分するよう促している。

**消費はインフレ緩和と所得拡大を背景に底堅く推移**

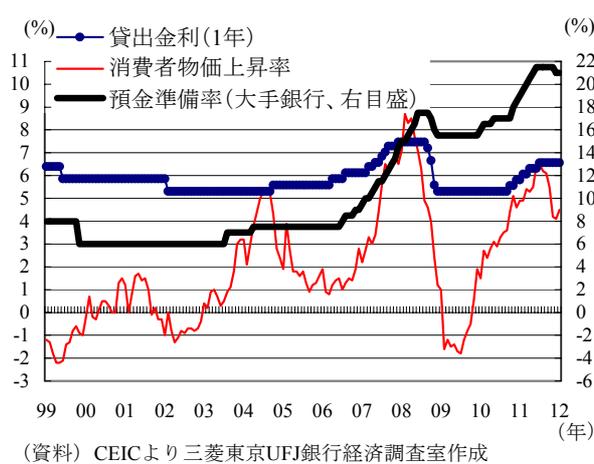
消費については、インフレ圧力が緩和するなか、所得の安定拡大を背景に底堅く推移しよう。政府は2月に第12次5カ年計画期(2011~2015年)の雇用促進計画を公表し、そのなかで、最低賃金の年平均13%以上の上昇、平均賃金の40%の水準への引き上げという目標を提示している。また、商務部の5カ年計画では年平均15%の消費拡大を目標に掲げ、家電販売振興策の経験を総括し、省エネ・リサイクルへのリンクも考慮に入れつつ、新たな消費振興策を模索している。自動車販売については、小型車減税などの振興策の期限切れによる下押し圧力は昨年で一巡しよう。都市部の世帯保有率は2割程度と普及率が低いこともあり、2012年には拡大ペースが再加速してくると予想される。

以上を総合すれば、2012年の実質GDP成長率は前年の前年比9.2%から一段の低下は避けられないものの、同8.8%と底堅い水準を維持するものと予想される。一方、消費者物価については、食料インフレの緩和に伴い、2011年通年の同+5.4%という高水準からは低下するものの、賃金の上昇による押し上げ圧力により同+3.7%程度の上昇が見込まれる。

第16図：中国の成長関連指標



第17図：中国の物価と金融情勢



**(3) リスクファクター**

このように、中国は景気減速とはいえ、安定成長を維持するというのがメインシナリオであるが、内外にはこれを脅かすリスクファクターも少なからず存在する。

**海外要因には、経済・金融危機の再来と米中貿易戦争**

最も懸念すべきは、当然ながら、欧州の債務問題が再度グローバルな経済・金融危機を引き起こす場合であり、IMFは、中国でも、財政出動がなければ4%程度にまで成長率が低下する可能性を提示している。また、貿易黒字のGDP比は2007年の7.6%から2011年には2.1%と、貿易不均衡は急速に是正されているにもかかわらず、米国大統領選挙を睨んで、オバマ大統領が一般教書演説で不公正貿易国として中国を名指し

するなど、チャイナバッシング激化の兆しをみせており、米中貿易戦争のリスクにも注意を要する。

一方、国内要因としては地価急落があろう。価格抑制策と金融引き締めがともに強化されるなかで10月頃から地価が下落に転じる都市の数は急増している。ただし、これまでのところ下げ幅は小さく、また、銀行業監督管理委員会・劉明康主席（当時）によれば、ストレステストの結果では不動産価格が50%下落しても、銀行への影響は限定的とのことである。確かに、現在の銀行の不良債権比率は0.9%と低水準にあり、危険ラインとされる5%に達するとすれば、住宅ローンが10%、不動産開発ローンが43%ともに不良債権化するという極端なケースを想定しなければならない。

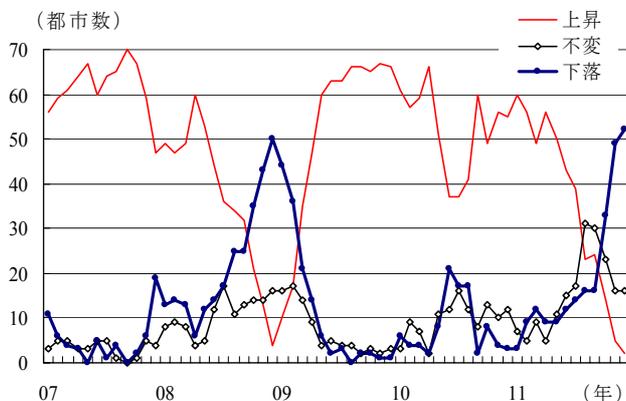
### 地価急落には地方 債務問題深刻化の リスク

もっとも、グローバル危機後の積極財政に伴い急増した地方政府債務を考慮すれば事情は異なってくる。地方政府向けが貸出全体に占めるシェアは16%であるが、収益性の低いプロジェクトへの投下が少なくないといわれる。このため、返済原資として土地譲渡収入への依存が高まろうが、地価下落はこれを急減させる要因となる。また、不動産投資は投資全体の25%を占め、しかも他の産業にも波及するだけにその失速による経済成長への影響も軽視できない。

株価については過去4年間に渡る低迷においても実体経済への目立った悪影響は認められないが、不動産価格が下落した場合の実体経済へのインパクトはそれに比べれば相当に大きくなると予想される。経済成長と都市化進展に伴う実需の底堅さからすれば、購入規制緩和等の政策変更により暴落回避は可能と考えられる。しかし、政府がストレステストを踏まえ、大幅下落を容認した場合、政府の想定以上のマイナス効果が顕在化する可能性にも留意する必要があるだろう。

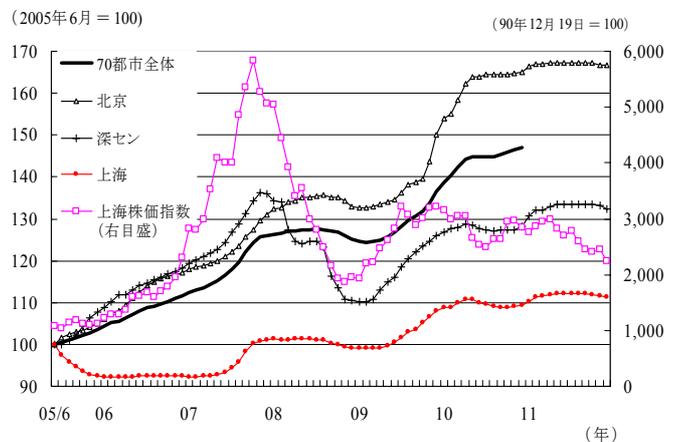
（萩原 陽子）

第18図：住宅価格の騰落状況



（注）70都市中、住宅価格が上昇、下落、不変の都市数。  
（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：中国の住宅価格と株価



（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. NIEs

#### (1) 韓国

##### ① 現状：現状：景気は緩やかに減速

韓国経済は緩やかに減速している。第4四半期の実質GDP成長率は前年比3.4%と、前期（同3.5%）を下回る伸びとなった。中身をみると、欧州経済の減速の影響で企業部門が低調で、外需が減速するなか在庫が積み上がり、設備投資は減少に転じた。また、不動産市場の低迷を反映し建設投資は前年割れが続いた。他方、GDPの約5割を占める個人消費は、マインドの悪化などから翳りがみられた。

足元の指標に目を向けると、1月の輸出（前年比▲6.6%）が2年3カ月ぶりに前年割れとなった。これは旧正月が前年の2月から1月にずれ込んだ影響によるものであるが、この要因を割り引いてみても、12月（同+10.8%）から減速したとみられる。また、消費者マインド指数は98ポイントと10カ月ぶりの低水準となるなど、内外需ともに基調は総じて弱い。

##### インフレは緩和

インフレは、食料品やエネルギーを始めとする幅広い品目の落ち着きを反映し緩和している。1月の消費者物価上昇率は前年比3.4%と、前月（同4.2%）から鈍化し、3カ月ぶりに中銀の目標（同2~4%）圏内に収まった。また、コア物価上昇率（同3.2%）も3カ月連続で低下した。こうしたなか、中央銀行は2月9日の定例会議で、政策金利を8カ月連続で3.25%に据え置いた。国内需要の鈍化がインフレ緩和に寄与しているとの見方を示しつつ、エネルギー価格の上昇や地政学的リスクなど、将来的なインフレ圧力の高まりへの警戒も緩めなかった。

##### 中銀は1月会合で政策金利を据え置き

##### ②見通し：2012年の成長率は前年比3.5%へ鈍化

2012年の韓国経済は、内外需の鈍化により4%程度とみられる潜在成長率を下回る伸びにとどまろう。実質GDP成長率は前年比3.5%と、前年（同3.6%）を小幅下回ると予想する。

2012年前半は、欧州経済減速の影響が輸出を下押ししよう。もっとも、韓国の輸出先は中国、ASEANを中心とする新興国が全体の約7割を占めていることから、相対的に堅調な新興国経済を支えに輸出の大幅な減速は回避され、景気は底堅さを維持すると考える。年後半は外需の減速に歯止めがかかることに加え、雇用が底堅く推移することから消費が持ち直し、景気の回復基調が強まる展開を予想する。

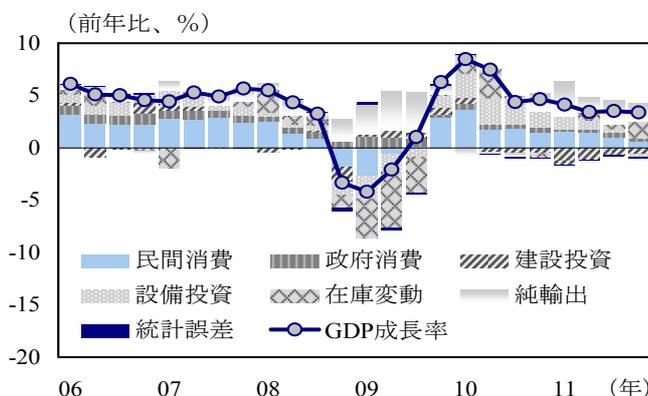
物価は安定的に推移しよう。成長ペースが潜在成長率を下回るなか、消費者物価上昇率は前年比3.2%と、前年（同4.0%）の伸びを下回ると予想する。

##### 中銀は当面金利を据え置き

中銀は政策金利を当面据え置こう。欧州問題の深刻化などで想定以上に景気の下振れリスクが強まる場合には、利下げに踏み切る可能性もあると考える。

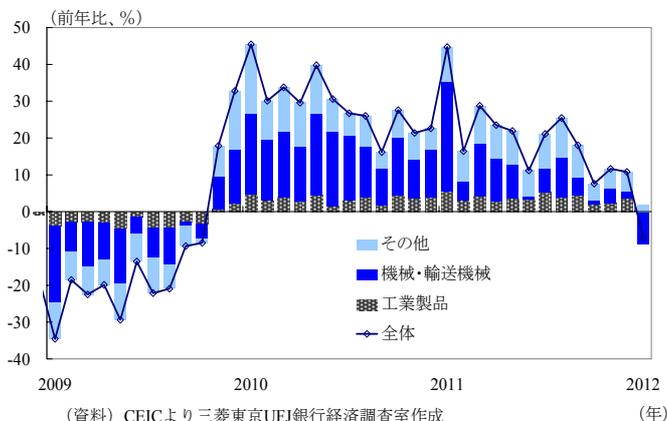
（福永 雪子）

第 20 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 21 図：韓国の輸出動向



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 台湾

### ①現状：第 4 四半期には景気減速目立つ

台湾では、第 4 四半期の実質 GDP 成長率が前年比 1.9%と景気減速が目立ってきた。前期比ベースでは▲0.15%と二期連続で減少している。この結果、2011 年通年では同 4.0%と前年の同 10.7%から大幅低下となった。

第 4 四半期の動きを需要項目別にみると、内外需ともに不冴えとなっている。輸出は主力のエレクトロニクスを中心に前年比+0.8%と前期(同+2.1%)から一段と低迷してきた。海外需要の減退を受けて、設備投資も落ち込み、同▲12.4%と 2 四半期連続の大幅減少となった。消費も同+1.0%と前期(同+3.2%)から大幅に伸びが低下した。失業率の上昇はみられないものの、無給休暇という形での雇用調整が広がりつつあり、株価も低迷したことが響いた模様である。

### 政策金利は 2 度目の据え置き

世界経済の先行きにさらなる減速リスクが広がっていることを踏まえて、中央銀行は 12 月の金融政策決定会合(3 カ月毎)では 9 月に続いて政策金利を据え置いた。こうしたなか、1 月の消費者物価は前年比+2.4%とほぼ 2 年振りの高水準に達したが、天候不順による生鮮食品の値上がりや旧正月要因によるところが大きく、本格的なインフレの到来は予想し難い。

### ②見通し：外部環境悪化が輸出主導型経済に強い逆風

今後も、輸出主導型の台湾経済には欧州景気の失速が強い逆風となる厳しい外部環境が予想される。そこで、新たな危機到来に対応すべく、1 月の総統(大統領)選挙で再選を果たした馬英九総統は、新行政院長(首相)として陳冲・行政院副院長を指名し、陳氏を中心とした新内閣には経済の専門家が名を連ねた。

馬総統は陳院長の起用に当たり、雇用対策や格差是正を強調したが、

台湾の主力産業である IT 産業においては海外需要の減退のみならず、海外企業との競争激化にも晒されており、産業再編も含めた競争力強化策も喫緊の課題となっている。

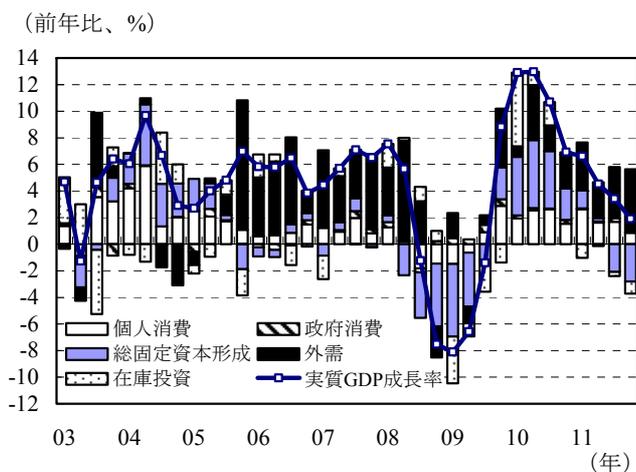
### 対中関係強化の恩恵を取り込むための有効策に期待

また、中国との経済緊密化を通じて巨大市場の恩恵を取り込むための有効策も欠かせまい。中国との経済協力枠組み協定（ECFA）による市場開放は 539 品目と中国の対台湾輸入額の 16.1%にとどまっている。ASEAN と中国との間では FTA に基づき、2010 年に一部のセンシティブ品目を除き、関税撤廃に至っているのに比べれば、大きく水をあけられており、ECFA の拡充は急務といえよう。加えて、産業界では、中台間で連携して競争力の強化を図る産業協力の推進にも期待が高まっている。

むしろ、経済政策を駆使しても、輸出環境の悪化に伴う台湾経済への下押し圧力に抗しきことは難しく、2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 3.0%と前年の同 4.0%からの減速は避けられまい。一方、消費者物価は景気が減速するなか、通年で 1%台の安定推移が見込まれる。

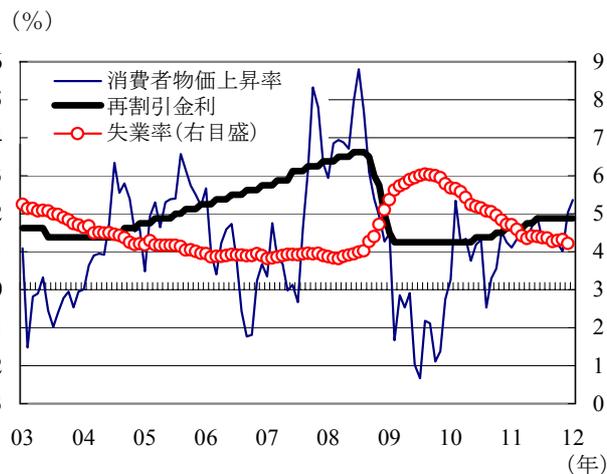
（萩原 陽子）

第 22 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 23 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：輸出が低迷するなか、内需も減速へ

香港では景気減速基調が続いている。第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 3.0%と前期（同 4.3%）からさらに低下した。この結果、2011 年通年でも同 5.0%と前年の同 7.0%から減速となった。

2011 年半ば以降、財輸出は失速が目立ち、第 3 四半期には同▲2.2%と下落し、第 4 四半期には増加に復したとはいえ、同+2.0%と低い伸びにとどまっている。とくに欧州向けは悪化が目立っている。

内需に目を転じると、消費の伸びは前 2 四半期には前年比+10%近い高

水準であったが、第4四半期には同+7.1%まで低下してきた。失業率は12月時点でも3.3%と良好な雇用環境が持続し、中国人旅行客の増勢にも陰りはみられない。しかし、輸出不振に伴う先行き不透明感に加え、規制強化の影響で不動産価格は下落に転じ、世界的な株安局面を受けて、株価の下落も目立つなど資産市況の悪化が影響したと考えられる。一方、総固定資本形成は同+8.8%と前期の同+11.2%から減速したとはいえ、低金利が続くなかで高い伸びを維持した。

**インフレ対策による押し下げ効果を除くと物価は高止まり**

消費者物価は7月の前年比+7.3%というピークから12月には同+5.7%と低下しているように見えるが、電力料金の引き下げ、固定資産税の減免などインフレ対策による押し下げ効果を除くと同+6.4%という高水準が4カ月続いており、食料品価格や家賃の上昇圧力に目立った改善はみられない。当然ながら、2011年通年では同+5.3%と前年の同+2.3%からの大幅上昇は避けられなかった。

**②見通し：政策効果、中国効果を含めても、景気は減速**

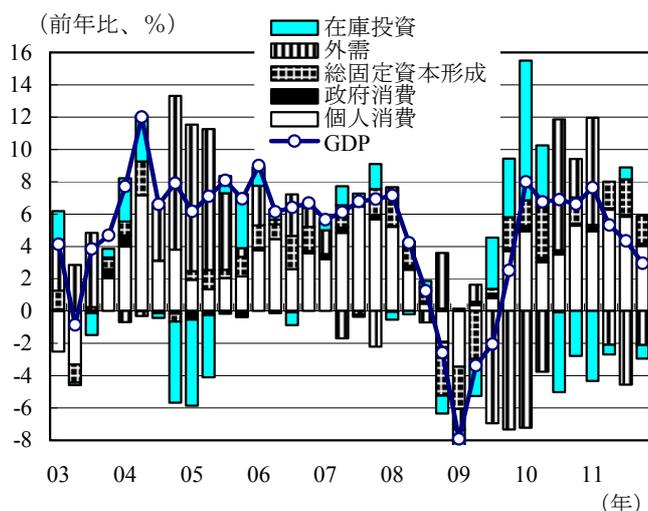
2012年には一段の景気減速が見込まれる。欧州では債務問題が長期化しており、輸出のさらなる低迷は避け難い。こうした状況下、最新の事業動向調査によれば、多くの大企業において先行きの見通しは悪化しており、堅調な実績を示してきた消費・投資にその影響が波及する可能性を示唆している。

先行き不安の広がりに対応すべく、当局は2012年度予算案にGDP1.5%の下支え効果を見込む800億香港ドルの景気対策を盛り込んだ。香港の財政余剰は潤沢であり、状況に応じて、より対策を拡充する余力は十分ある。また、中国経済が相対的には堅調を維持すると予想されるなか、中国人旅行客の購買に加え、急速に進展する人民元の国際化の中心地としての金融・貿易ビジネスなどには安定成長が期待できよう。

欧州景気の失速が予想されるなかでは、これらの政策効果、中国効果を考慮しても、2012年の実質GDP成長率は前年比2.8%と前年の同5.0%から大幅低下は避けられまい。一方、物価については、税・公共料金の減免を始めとするインフレ対策が継続されるとはいえ、国際的な食料品価格ならびに香港の不動産価格の安定化が物価に反映されるには若干の時間を要する見込みである。このため、消費者物価上昇率は前年の同+5.3%から同+4.3%へと小幅の低下にとどまろう。

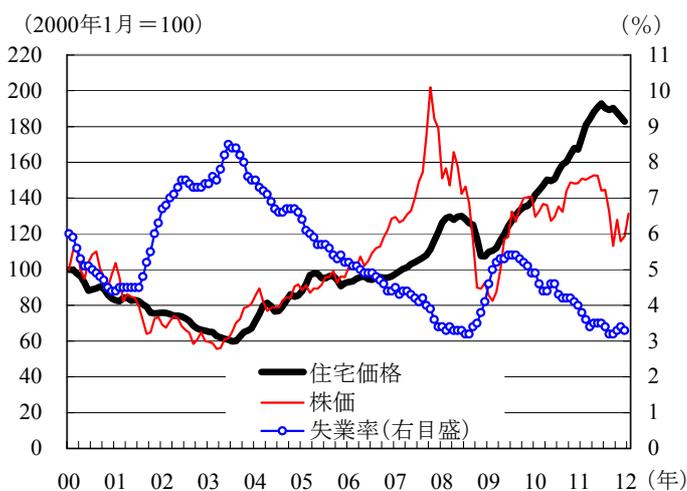
(萩原 陽子)

第 24 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 25 図：香港の資産価格と雇用情勢



(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

##### ①現状：景気は外部環境悪化を主因に減速傾向

シンガポール経済は減速している。第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 3.6% (前期：同 6.0%) へ低下した。この結果、2011 年通年の成長率は前年比 4.9% と建国以来最高を記録した 2010 年 (同 14.8%) から大幅に鈍化した。

減速の主因は、外需の低迷や欧州債務問題の深刻化を受けた資本市場の低迷など外部環境の悪化である。製造業 (前年比+9.2%) は、世界的な半導体需要の冷え込みを背景にエレクトロニクス部門の不振が続いたほか、サービス業 (同+2.1%) は卸小売や銀行貸出が拡大したものの、株式市場の低迷に下押しされた。建設業 (同+2.9%) も民間住宅建設の減少などで低い伸びにとどまった。

需要項目別では、輸出 (同+0.9%) の減速により外需のプラス寄与度が縮小した。他方、民間消費 (同+1.9%) は、前年の高水準の反動もあり低い伸びにとどまった。また、総固定資本形成 (同▲0.2%) は、民間住宅建設の減少などで前年を小幅下回った。

##### 物価は依然高水準

第 4 四半期の消費者物価上昇率は、住居費や自動車購入費用の高止まりなどを背景に、前年比 5.5% と高水準で推移した。不動産価格は、依然として過去最高値圏にあるものの、当局の過熱抑制策などを受け上昇ペースは徐々に鈍化しており、第 4 四半期の民間住宅価格指数は前期比 +0.2% (前期：同+1.3%) へ伸びが低下した。

##### ②見通し：2012 年の成長率は一段と低下

2012 年のシンガポール経済は、輸出の低迷などで年前半の成長ペースは減速するとみられる。2012 年通年の実質 GDP 成長率は潜在成長率 (3~5%) を下回る前年比 2.2% 程度を予想する。民間消費は、総じて良好

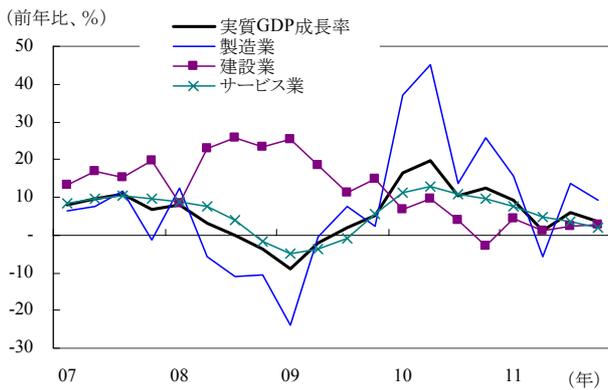
な雇用環境が下支えしよう。政府が外国人雇用税の引き上げや外国人就業許可証（EP）発給基準の厳格化などで外国人労働者の流入抑制策を強化するなか、ホテル・飲食、ビジネスサービスなどのサービス業を中心に雇用が拡大、失業率（2011年第4四半期）は2.0%と14年ぶりの低水準にある。2012年度予算案では、今年7月から産業別の外国人依存比率（Dependency Ratio Ceilings :DRCs）を引き下げる方針を表明、労働需給の逼迫が続く可能性がある。また、低所得層や高齢者に配慮した予算配分、公団住宅（HDBフラット）や公共交通機関の拡充などの公共投資も内需を下支えしよう。

## インフレ率は低下へ

物価については、前年のベース効果に加え、政府が12月に発表した追加の不動産投機抑制策もあり不動産市場の軟化が見込まれることなどから、インフレ率は低下へ向かおう。2012年の消費者物価上昇率は、前年比3.4%（前年：同5.2%）を予想する。

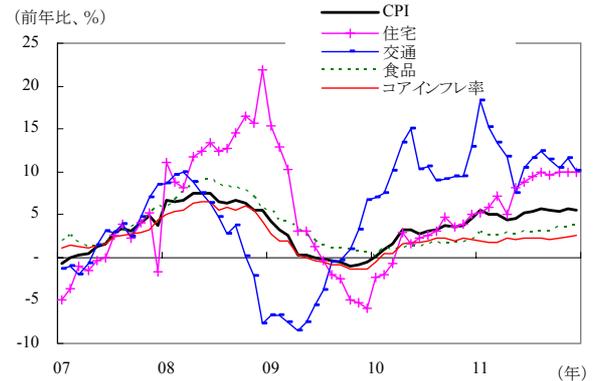
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第26図：シンガポールの実質GDP成長率



（資料）シンガポール通産省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：シンガポールの物価動向



（資料）CEIC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

#### ①現状：2011年の成長率は6.5%と15年ぶりの高成長

インドネシア経済は内需を牽引役に堅調な拡大が続いている。第4四半期の実質GDP成長率は前年比6.5%と年間を通じてほぼ同水準を維持、2011年通年でも同6.5%と1996年以来15年ぶりの高成長となった。第4四半期の内訳を見ると、物価の安定や消費者マインドの改善などを背景に民間消費（同+4.9%）が堅調を維持したほか、企業の設備投資拡大などで総固定資本形成（同+11.5%）が約3年ぶりの二桁増となった。他方、外需のプラス寄与度は縮小した。輸出（同+7.9%）は石炭、パーム油などの資源関連が堅調を維持したものの工業製品が伸び悩み、伸びが鈍化した。輸入（同+10.1%）は投資拡大に伴い資本財などが拡大した。

インフレ率低下を受け、中銀が利下げを積極化

物価は総じて安定を維持している。前年に高騰したコメやトウガラシなど食品の供給量増加による価格下落に伴い、1月の消費者物価上昇率は前年比3.7%と2010年3月以来の低水準まで低下した。こうしたなか中銀は、世界経済の先行き不透明感などに配慮し、金融緩和を積極化している。昨年10月と11月に続き今年2月にも利下げを実施(合計100bps)、政策金利(BIレート)は過去最低の5.75%まで低下した。

②見通し：内需を牽引役に6%台の成長が持続

2012年のインドネシア経済は、引き続き内需を牽引役に堅調が見込まれる。年央にかけて輸出の伸び悩みなどが下押し圧力となるものの、賃上げや資源価格の高止まりなどによる所得増加および緩和的な金融環境が民間消費を下支えしよう。2011年の1人当たりGDPは3,543ドルと耐久消費財の本格的な普及期に入っており、サービス分野への支出も拡大傾向にある。また、相対的に低コストの労働力や市場拡大を見込んだ外資による新規・拡張投資の活発化なども内需を後押ししよう。2012年通年の実質GDP成長率は同6.2%を予想する。

物価の安定を左右するエネルギー政策の行方には留意

経済安定の鍵となるインフレの動向については注意が必要である。今後、前年要因の一巡に加え、電力料金引き上げ、燃料価格引き上げまたは補助金付き燃料の販売制限(補助金削減)などによる物価上押しが懸念される。2012年通年の消費者物価上昇率は前年比5.2%を予想するが、補助金削減が見送られれば、インフレ率は予想を下回る一方、財政改革という点では課題を残すことになる。また、仮に、世界経済の急減速などによる資源価格の大幅下落があれば、補助金支出の抑制というプラスの面がある反面、輸出や所得の減少を通じて成長率の下振れにつながるリスク要因としてみておくべきであろう。

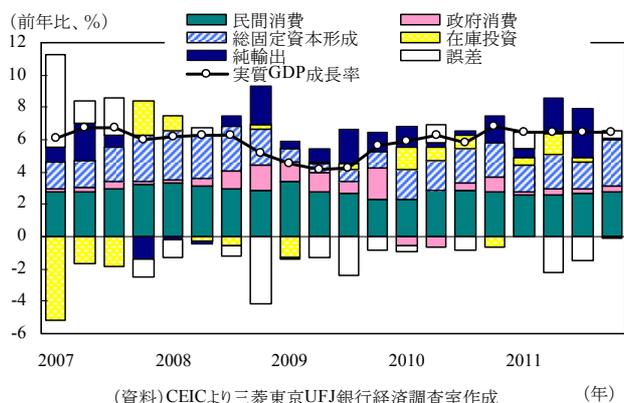
金融政策については、目先、インフレ率が低水準で推移するなか、欧州債務問題など不透明な外部環境などを踏まえ、追加利下げの可能性も否定できない。ただし、インフレの動向次第では、年央以降、利上げに転じるという選択肢もみておく必要がある。

14年ぶりの「投資適格」復帰を受け資本流入拡大基調が持続、ただし一時的な調整リスクには引き続き留意

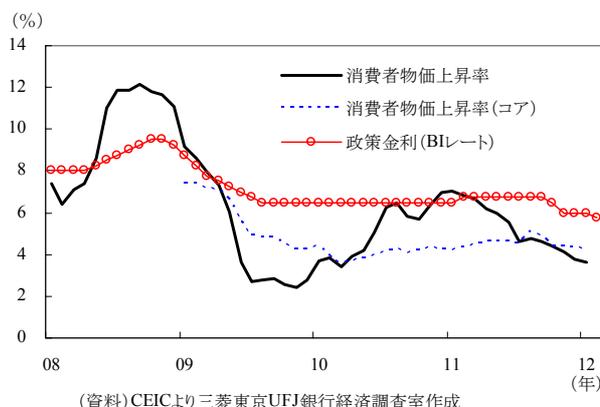
良好なファンダメンタルズや昨年以降の急激な資本流出への対応力などを踏まえ、昨年末から今年初めにかけて、大手格付け会社によるインドネシアのソブリン格付けの上方修正が相次ぎ、アジア通貨危機以来14年ぶりに「投資適格級」に復帰した。政府や企業の借入コストの低下、安定した資本流入の拡大などを通じて、成長の支えになることが期待できる一方、海外投資家の国債保有比率が30%程度と依然高水準にあるだけに、世界的なリスク回避の動きの強まり等に伴う一時的な調整リスクには引き続き留意する必要がある。

(シンガポール駐在 福地 亜希)

第 28 図：インドネシアの実質 GDP 成長率



第 29 図：インドネシアの物価と金利



## (2) マレーシア

### ①現状：成長ペースは外需を中心に鈍化傾向

マレーシア経済は減速している。第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 5.2%（前期：同 5.8%）へ低下した。需要項目別に見ると、外需が減速する中、内需は総じて堅調を維持している。輸出（同+4.9%）は石油やパーム油などの資源関連を中心に拡大したが、資本財などの輸入（同+7.0%）拡大により外需の寄与度がマイナスに転じた。

一方、民間消費（同+7.1%）は良好な雇用・所得環境を支えに小幅鈍化にとどまったほか、公務員給与などの政府支出（同+23.6%）が急拡大し成長を押し上げた。また、総固定資本形成（同+8.5%）も輸送機械などの設備投資や石油・ガスなど資源開発の活発化が追い風となった。

産業別では、製造業（同+5.2%）は電子・電機などの輸出向けが伸び悩む中、食品・飲料、輸送機器などの内需向けが下支えした。サービス（同+6.4%）では卸小売、通信、保険などが堅調を維持、建設（同+6.4%）も大型インフラプロジェクトなどを中心に拡大した。一方、鉱業（同▲3.3%）では、国営石油大手のプラント事故を受けた国内向け天然ガスの生産停止の影響が続いたが、マイナス幅は前期（同▲6.1%）から縮小した。

### 物価は総じて安定

物価は総じて安定している。第 4 四半期の消費者物価上昇率は、ガソリンやディーゼルなど燃料統制価格の引き上げが実施されなかったこともあり、前年比 3.2%（前期：同 3.4%）へ小幅低下した。

### ②見通し：2012 年は成長ペースが鈍化するものの、大幅失速は回避

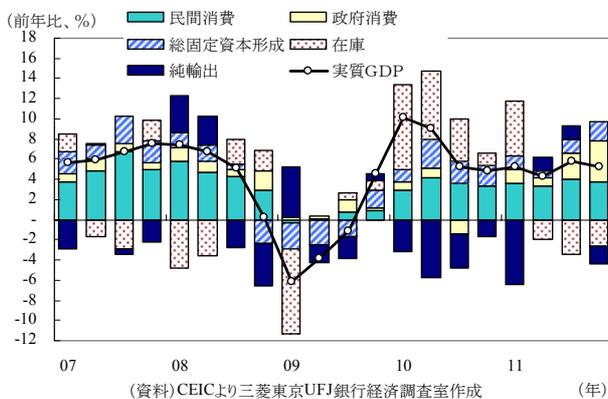
2012 年のマレーシア経済は、外需の低迷を受け、年前半は成長ペースの減速が続くものの、内需拡大を支えに大幅失速は回避しよう。実質 GDP 成長率は 2011 年の前年比 5.1%に対し、2012 年は同 3.9%を予想する。民間消費は、中銀による家計向け融資規制強化が下押し圧力となる

虞があるものの、安定した雇用・所得環境に加え、年央までに実施が見込まれる総選挙を意識した景気刺激措置（低所得者層への一時金支給や生活支援策、公務員給与の引き上げなど）が下支えしよう。投資については、首都における国際空港第2ターミナルのほか渋滞解消に向けた公共交通インフラ整備などの公共工事、サバ州におけるガス火力発電所建設などの大型プロジェクトを中心に拡大が見込まれる。また、イスラム金融と関連サービスの国際ハブ化を目指す「クアラルンプール国際金融地区」構想、サービス業17業種（病院、建築、エンジニアリング、会計・税務サービスなど）に対する外資規制撤廃なども、民間企業の投資拡大を後押ししよう。

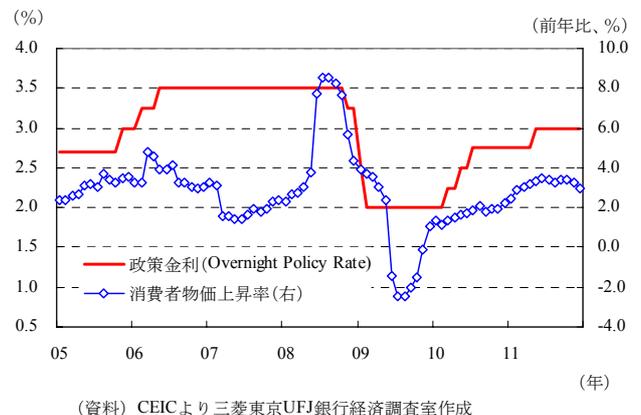
消費者物価上昇率は、生活必需品（コメ、砂糖、燃料など）に対する補助金支出の拡充や景気鈍化に伴う需要サイドからのインフレ圧力の緩和もあり、2012年は前年比2.5%（2011年：同3.2%）への低下を予想する。中銀は、2011年5月の利上げを最後に、政策金利（翌日物政策金利）を3.0%で据え置いている。欧州債務問題の深刻化などで予想以上に景気下振れのリスクが強まる場合には、利下げの可能性も視野に入ってくる。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第30図：マレーシアの実質GDP成長率



第31図：マレーシアの物価と金利



### (3) タイ

#### ①現状：第4四半期の成長率は前年比▲9.0%、アジア通貨危機以来の落ち込み

タイ経済は、欧州経済失速の影響に加え、国内の洪水被害が大きな打撃となっている。昨年第4四半期の実質GDP成長率は前年比▲9.0%と、アジア通貨危機時の98年第3四半期以来の大幅な落ち込みを記録した。中身をみると、全ての需要項目がマイナスとなったが、なかでも最も落ち込みが大きかったのは純輸出で、欧州経済減速の影響に加え、主要工業団地浸水による生産停止で、輸出（同▲6.5%）が大幅に減少した。また、企業マインドの悪化や投資案件の一時的な凍結などから固定資本

形成（同▲3.6%）が落ち込んだほか、日用品の品不足や耐久消費財を中心とした買い控えなどから個人消費（同▲3.0%）も低迷した。この結果、2011年通年の伸びは同0.1%と、前年（同7.3%）から急減速した。

指標は11月をボトムに持ち直し

もっとも足元の経済指標は、持ち直しの兆しがみえる。12月の製造業生産指数は前年比▲25.8%（11月：同▲47.2%）、民間消費指数は同+0.1%（11月：同▲1.6%）など、いずれも11月をボトムに反転しており、最悪期は脱しつつあると考えられる。

中銀は2会合連続で利下げ

インフレ圧力は緩和している。1月の消費者物価上昇率は前年比3.4%と、3カ月連続で鈍化した。中身を見ると、家財道具（同2.2%）など伸びが加速した項目もあったが、ウェイトの大きい食料品（同7.7%）が鈍化し、全体の伸びを抑制した。こうした中、タイ中銀は1月25日の金融政策委員会（MPC）で、政策金利の1日物レポ金利を0.25%ポイント引き下げ3.0%とした。利下げは、昨年11月に続き2会合連続で、インフレが一服する中、深刻な洪水被害や欧州経済減速の影響を考慮し、政府の財政出動とともに金融面からの景気下支えを意図している。

②見通し：2012年の成長率は前年比5.5%へ加速

2012年のタイ経済を展望すると、欧州経済減速の影響に伴う輸出の下押し圧力は避けられないものの、洪水からの復興需要や経済対策に押し上げられ、成長率は前年比5.5%へ加速すると予想する。

年後半、景気の回復ペース高まる

年前半は、欧州経済減速が重石となることに加え、生産活動は復興途上にあることから、回復ペースは緩やかにとどまると考える。進出企業の中には比較的洪水被害の少ない地域へ工業団地を移転する動きもあるほか、道路の補修作業などインフラの再構築にも今しばらく時間を要するとみられるためである。

景気回復を支えるのは復興対策

年後半は生産活動が本格的な回復局面を迎え、雇用・所得環境も改善しよう。また、4月の最低賃金引き上げ（39.5%）も個人消費の押し上げ要因となり、景気の回復ペースは高まると予想する。

年間を通して景気回復を牽引するのは、各種復興対策である。政府は昨年12月に9,000億バーツ規模（名目GDP比8.3%）の復興計画、「ニュータイランド」構想を打ち出した。このうち2011年度（2011年10月～2012年9月）については、1,200億バーツ（同1.1%）の財政出動が見込まれている。内訳は被災世帯への給付金、インフラ復旧費用、治水事業費などで、幅広い層が恩恵を被ることが見込まれる。また、民間企業への保険金の流入も、復興の助けとなる（注）。

インフレ急進は回避

消費者物価上昇率は前年比4.1%へ小幅上昇すると予想する。4月の最低賃金の引き上げといった物価の上昇圧力はあるものの、①景気回復に伴いパーツ高基調が予想されること、②年末にかけ、洪水被害を受けた昨年の物価高の反動が見込まれること、などが物価の伸びを小幅なもの

に抑制すると考える。

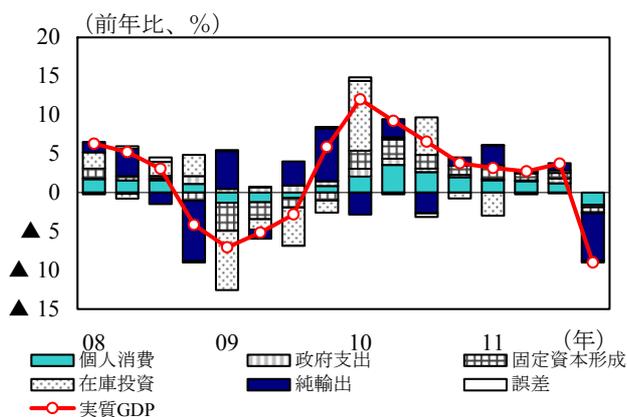
中銀は追加利下げの可能性も

中銀は物価動向を見極めつつ、景気回復ペースが想定以上に遅れる場合は、追加利下げを実施する可能性もあろう。

(注) 日系大手 3 損保グループが、タイの洪水で被害を受けた日系企業に支払う保険金総額は 4000 億円を超える見込み。これは同グループ史上 3 番目の支払い規模。

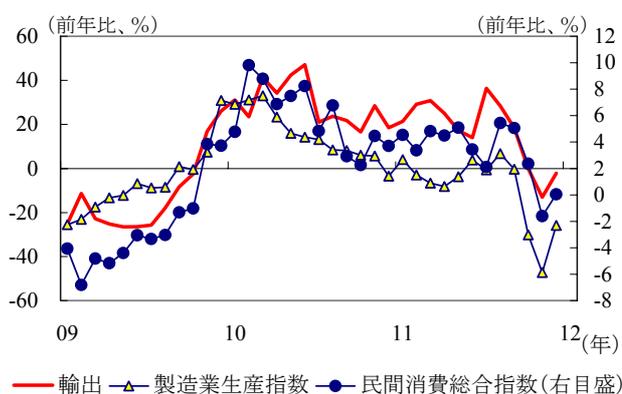
(福永 雪子)

第 32 図：タイの実質 GDP 成長率



(資料) NESDBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 33 図：タイの生産・輸出・民間消費



(資料) CEIC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：景気は底堅く推移

フィリピン経済は欧州経済失速の影響を受けつつも、内需が下支えとなり底堅く推移している。第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 3.7%と、前期 (同 3.6%) からやや持ち直した。

欧州経済失速の影響で、主力の電子機器類を中心に輸出 (前年比▲5.5%) は減少した。生産部門の低迷を反映し第 4 四半期の企業収益 (同▲13.2%) は低下しており、固定資本形成 (同▲4.3%) の低迷も景気を下押しした。一方、個人消費 (同+6.7%) は底堅い海外労働者送金 (OFW) に支えられ堅調に推移し、企業部門の低迷を緩和した。

##### 物価は安定

物価は安定している。1 月の消費者物価上昇率は前年比 3.9%と、13 カ月ぶりの低い伸びとなった。娯楽や教育など一部上昇している品目もあるが、ウェイトが高い食料品や交通費などの鈍化が全体の伸びを抑制した。

##### 中銀は 1 月に利下げを実施

インフレ圧力の緩和を受け、中銀は 1 月の金融理事会で、2011 年 5 月以来、据え置いていた政策金利を 0.25%ポイント引き下げた。この結果、翌日物借入金利と貸出金利はそれぞれ 4.25%、6.25%となった。1 月の物価上昇率が低水準にとどまったことで、市場は 3 月会合での追加利下げを織り込みつつある。

② 見通し：2012  
年の成長率は前  
年比 4.0%

2012年のフィリピン経済を展望すると、内需が下支えとなり、成長率は前年比 4.0%と 2011年（同 3.7%）を上回る伸びになると予想する。

欧州経済失速に伴う外需の低迷は、引き続き景気の重石となるものの個人消費や投資が景気を下支えしよう。フィリピンの欧州向け輸出比率は約 14%と、タイやインドネシア（いずれも約 11%）など周辺国と比べ高いことから、主力の電子機器類を中心に欧州経済失速の影響を受けることは避けられない。

個人消費、財政  
出動、PPP が  
内需の支えに

他方、内需は、①底堅い海外労働者送金に支えられた個人消費、②政府の財政出動、③官民パートナーシップ（PPP）事業の本格化が支えになると考える。

①の海外労働者送金は昨年第 4 四半期に前年比+7.7%と、前期（同 +8.6%）からペースダウンしたとはいえ、高い伸びを維持した。フィリピンの海外労働者は先進国だけでなく、アジアや中東など幅広い地域に派遣されており、近年では景気減速の影響を受けにくくなっている。先進国が軒並みマイナス成長に陥った 2009 年も同 5.6%と、底堅い伸びを維持した。2012 年についても伸びの鈍化は見込まれるが、底堅い海外労働者送金が引き続き個人消費の支えになると考える。

②の財政出動については、政府は昨年 10 月に打ち出した 721 億ペソ規模（名目 GDP 比 0.7%）の経済対策のうち、12 月に約 85%を拠出した。今年に入り、その本格的な波及効果と残額の拠出が見込まれる。

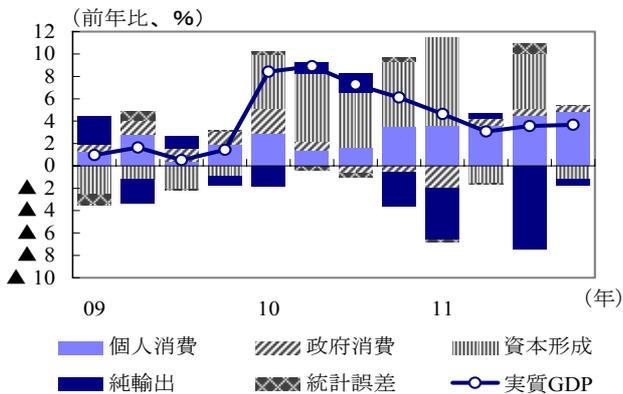
③の PPP 事業はアキノ政権発足直後からの目玉政策であったが、ここに来てようやく実行の見通しが立った。PPP 事業はインフラ整備計画から運営まで官民が協働で行うもので、政府は財政支出を抑制出来る一方、民間企業は事業運営による収益の恩恵を受ける利点がある。現在進行中の事業は 17 件、道路、鉄道、水供給施設など多岐にわたり、総事業費は 1,500 億ペソ（名目 GDP 比 1.5%）に上る。これらのプロジェクトが順次実行されることで、投資及び雇用の拡大が見込まれる。

追加利下げで  
景気をテコ入  
れ

中銀は政府と一体になり景気浮揚を狙っていることから、エネルギー価格の鈍化などでインフレ圧力が緩和する中、追加利下げで景気テコ入れを図ると考える。

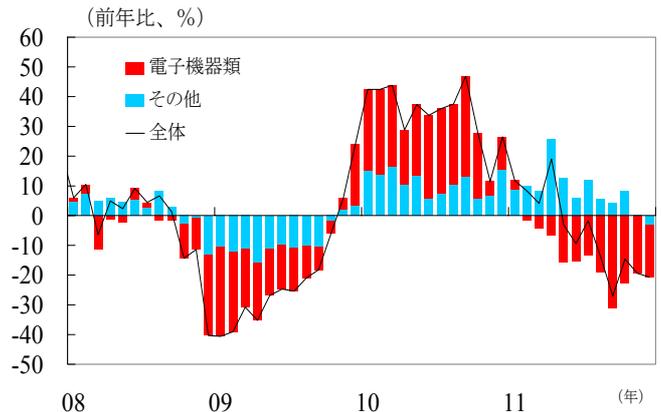
（福永 雪子）

第 34 図：フィリピンの実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 35 図：フィリピンの輸出



(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：成長ペースは鈍化が鮮明化、ただし足元は底打ちの兆し

インド経済は内需を中心に減速傾向が鮮明となっている。10-12 月期の鉱工業生産は前年比+0.9% (前期：同+3.2%) と低水準にとどまった。金融引き締めの影響による投資の落ち込みに加え、前年の高水準の反動もあり、資本財 (同▲16.2%) の不振が目立った。もっとも、1 月の製造業購買担当者指数 (PMI) は 57.5 ポイントと 11 月 (51.0 ポイント) をボトムに 2 カ月連続で改善するなど、足元は底打ちの兆しが見られる。

乗用車販売台数についても、金利高および燃料高に加え、一部メーカーにおけるストライキに伴う生産減の影響などもあり、10-12 月期は前年比▲2.1% (前期：同▲4.3%) と伸び悩んだものの、月次ベースで見ると 11 月以降は 20 万台超の高水準、前年比プラスの伸びを維持している。供給サイドの要因の剥落に加え、メーカー各社によるディーゼル車投入効果などが需要喚起につながっているとみられる。

#### インフレはピークアウトの動き

こうした中、1 月の卸売物価 (WPI) 上昇率は前年比 6.6% と約 2 年ぶりに 7% 以下の水準まで低下し、インフレ沈静化の兆しが窺える。野菜価格の下落などの季節要因の影響が大きいというえ、高たんぱく食品の価格上昇や燃料価格の高止まりが続くなど予断は許さないものの、コアインフレの代替指標として注目される工業製品価格の上昇ペースが鈍化しつつある点はプラスに評価できる。

#### 中銀は緩和方向に転換しつつも、引き続きインフレを警戒

インド準備銀行 (RBI、中央銀行) は、景気の先行き不透明感の強まりを受け、1 月の金融政策会合で現金準備率 (CRR) を 50bps 引き下げ 5.5% とした。ただし、需要サイドからのインフレ圧力に対する警戒などから、主要政策金利 (レポレート 8.5%、リバースレポレート 7.5%) の早期の引き下げには慎重スタンスを崩していない。

②見通し：インフレ沈静化を受け、緩やかに持ち直しへ

インド経済は、目先、金利の高止まりにより投資を中心に内需が伸び悩むほか、輸出の減速などが重石となるものの、年央以降は、インフレの沈静化を受け、内需を中心に緩やかに持ち直しに転じよう。2011年度の実質 GDP 成長率は前年比 7.0%（前年度：同 8.4%）、2012年度については同 7.3%を予想する。

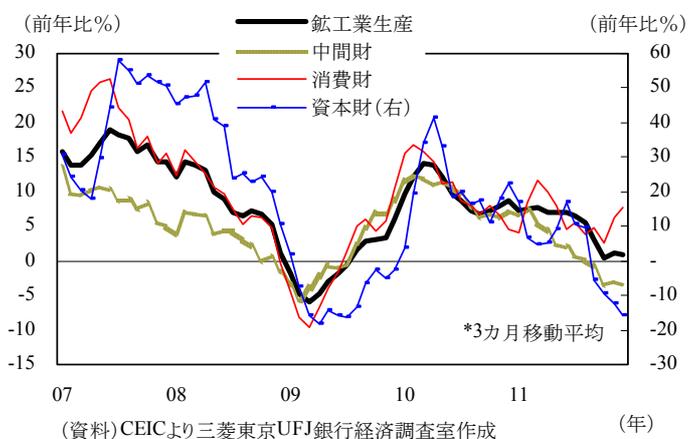
物価については、前年要因の剥落に加え、引き締め効果の浸透による期待インフレ率の低下などで、上昇ペースの鈍化が見込まれる。インフレの沈静化に伴い、徐々に金融緩和が視野に入ってくる。

財政再建に向けた道筋の提示が金融緩和の鍵

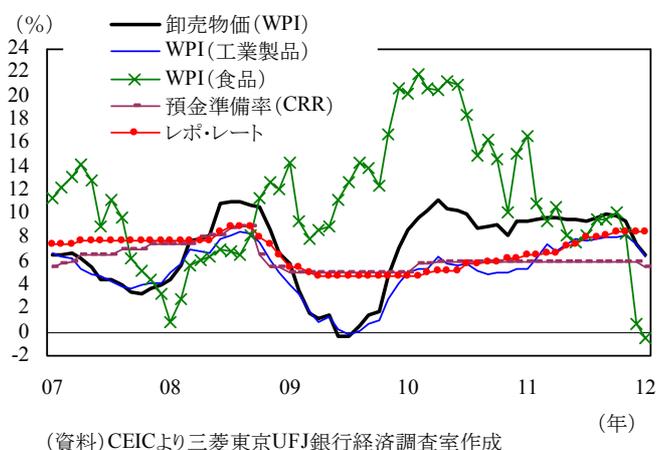
もっとも RBI は、利下げの前提条件として、政府による財政再建を挙げている。中央政府の財政赤字は、グローバル金融危機後の景気刺激策もあり 2009 年度には対名目 GDP 比▲6.4%まで拡大、2011 年度については同▲4.6%への縮小を見込んでいるが、利払い、補助金、公共サービスなど経常歳出の硬直化が財政赤字の主因となっており、中長期的な成長に不可欠なインフラ整備等の資本歳出向け支出は、近年一段と縮小している。特に、農村における雇用対策の拡充については、所得増加を通じ内需拡大の支えとなる反面、需要サイドからのインフレ圧力につながっているとみられる。また、財政赤字ファイナンスのための国債増発により国内金利が高止まり、低コストの海外からの借入への依存を強める一因にもなっている。対外債務残高や外貨準備高の水準に鑑み対外バランス上の不安は小さいものの、経常収支が赤字基調であるだけに、欧州債務問題などに絡むリスクマネーの流出時には通貨の下落や流動性逼迫など金融市場の不安定化を招き易く、留意する必要がある。

(シンガポール駐在 福地 亜希)

第 36 図：インドの生産動向



第 37 図：インドの卸売物価と政策金利



## (2) ベトナム

### ①現状：2011年の成長率は前年比5.9%、政府目標を下回る

ベトナム経済はインフレが重石となり、成長ペースが鈍化している。第4四半期の実質GDP成長率は前年比6.1%と、前期並みにとどまった。この結果、2011年の実質GDP成長率は前年比5.9%と、前年(同6.8%)の伸びを下回った。政府は年初来、通年の成長目標を段階的に下方修正し、最終的に同6.0%としていたが、その水準も小幅ながら下回る結果となった。業種別にみると、農林水産業は2年連続で加速したが、ウェイトの最も大きい鉱工業・建設業が同5.5%へ減速したほか、サービス業も同7.0%へ鈍化した。

#### 個人消費は大幅減速

需要項目別の内訳は未公表ながら、2011年の実質小売売上高は前年比4.7%と、2010年(同+14.0%)を大幅に下回っており、GDPの約7割弱を占める個人消費の伸び悩みが景気を下押ししたと考えられる。

#### 物価上昇率は鈍化しているが、依然高水準

インフレはピークアウトしているが、沈静化には至っていない。2月の消費者物価上昇率は前年比16.4%と、昨年8月以降、伸びは鈍化が続いているが、依然二桁台が続いた。中身をみると、ウェイトの大きい食料品(同14.0%)をはじめとする幅広い品目が、物価の上昇圧力となっている。

中銀は、インフレ抑制のため昨年10月に主要政策金利であるリファインランス・レートを14%から15%へ引き上げた。中銀の引き締め政策の効果が顕在化しており、2011年の貸出残高は前年比+12%程度と、過去10年間の平均(同+30%程度)を大きく下回った。

ズン首相は昨年12月、2012年の経済目標として、実質GDP成長率6%、インフレ率9%以下を掲げ、引き続きマクロ経済の安定化が最重要課題との方針を示した。

### ②見通し：2012年は6.1%へ小幅加速

2012年のベトナム経済を展望すると、インフレ緩和により個人消費はやや持ち直すが、①欧州経済の失速により外需が低迷すること、②政府は今年も需要抑制策を持続する方針を示していること、などが重石となり、成長率は前年比6.1%と前年から小幅加速するにとどまると予想する。

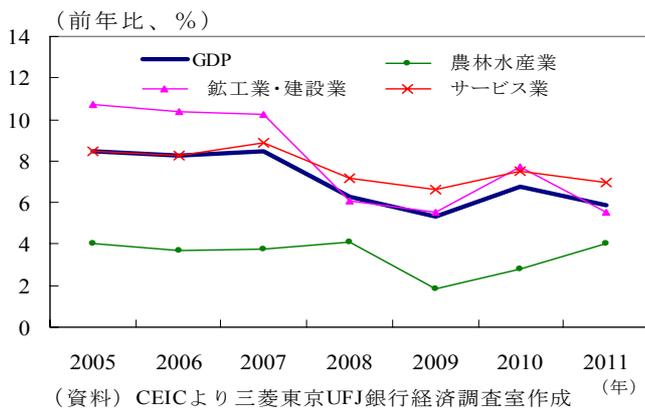
#### 根強いインフレ圧力は残存

政府の需要抑制策により、インフレ圧力は緩和しよう。ただし、2011年に実施された最低賃金の引き上げ(外資系企業・全国平均：約30%)、12月の電気料金の引き上げ(前年比+5.0%)、通貨安による輸入物価の上昇など根強い物価の押し上げ圧力が残存することから、2012年の消費者物価上昇率は前年比11%台と、引き続き二桁台の伸びになると予想する。

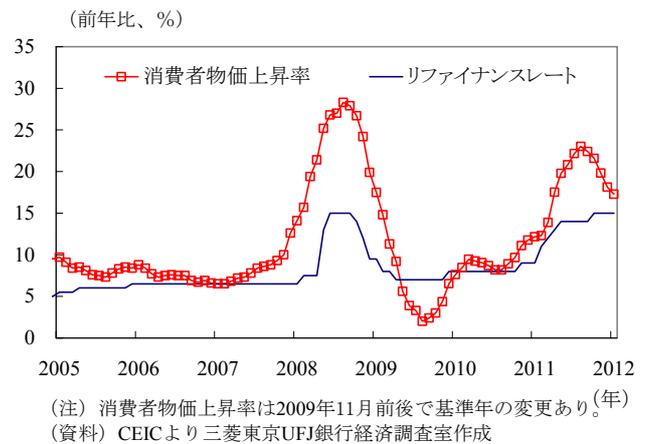
注目は中銀の出口戦略である。引き締め政策の結果、市中には資金繰りに窮する企業が多く、金融緩和を求める声も多い。こうしたなか中銀

は、インフレの緩和が予想される第2四半期にも利下げに踏み切るとの見解を示している。足元の物価上昇圧力の緩和は当面持続するとみられることから、年央にかけ実際に利下げが行われる公算は大きくなっている。もっとも、物価上昇率が二桁台にとどまるなかでの利下げは、インフレ圧力の高まりを助長させかねない。ビン総裁には、安定成長とインフレ抑制の両立を目指した難しい舵取りが求められている。  
(福永 雪子)

第 38 図： ベトナムの実質 GDP 成長率



第 39 図： ベトナムの消費者物価上昇率



照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 (次長 伊達)

TEL:03-3240-3204 E-mail:nobuo\_date@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すよう、宜しく願い申し上げます。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います。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。