

アジア経済の見通し

～底堅い内需が下支えするものの、外需の伸び悩みが成長ペースを抑制～

1. アジア経済の現状と見通しの概要

(1) 現状

アジア経済は総じて力強さを欠く状況が続いており、1-3 月期は多くの国・地域で成長ペースが鈍化した。域内最大の経済規模を持つ中国では、過去の過剰投資の調整を起点とした景気への下押しが続いており、直近 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.7%（10-12 月期：同+6.8%）へ減速し、月次の主な経済指標も一進一退の動きが続いている。

中国以外のアジアについては、外需依存度の高い NIEs は輸出の低迷を背景に低めの成長が続いている。1-3 月期は韓国が前期比+0.4%（10-12 月期：同+0.7%）、シンガポールも前期比年率+0.2%（10-12 月期：同+6.2%）と減速、台湾も前期比年率こそ+3.1%（10-12 月期：同+0.8%）と加速したものの、前年比では▲0.7%と 3 四半期連続でマイナス圏に止まった。香港でも、資産価格の下落による個人消費の伸び悩みや来訪者数の減少によるサービス輸出の落ち込みなどが響き前期比▲0.4%（10-12 月期：同+0.2%）とマイナスに転じている。他方 ASEAN については、輸出低迷の影響を受けつつも、資源安に伴う実質所得の改善や政府の景気刺激策などもあり、内需を中心に底堅い成長を続けている。内需主導国の代表であるフィリピンをみると、堅調な個人消費に加え設備投資の拡大が輸出の不振を補い、前年比+6.9%（同+6.5%）とアジア主要国・地域のなかでも高い伸びを示した。外需依存型のタイについては、財輸出や個人消費の伸び悩みなどにより他の ASEAN 主要国に比べ低めの成長が続いているが、景気刺激策の実施に伴う政府支出の拡大や来訪者数の増加によるサービス輸出の拡大などを支えに同+3.2%（同+2.8%）と緩やかに加速している。他方、資源依存度の高いインドネシアやマレーシアでは、個人消費は底堅い成長を維持したものの、資源部門の投資抑制などが下押しし、インドネシアが同+4.9%（同+5.0%）、マレーシアも同+4.2%（同+4.5%）と、それぞれ前期から成長ペースを鈍化させた。インドは同+7.9%と内需を中心に高めの成長を続けている。

(2) 見通し

先行きを展望すると、まず中国では「新常态」への移行により構造調整が続くなか成長率の低下傾向が続く見込みである。投資については、政府が重点政策として掲げる「供給側改革」の実施に伴い、鉄鋼業や石炭業など重工業における過剰生産能力の削減による下押し圧力が続くと思われる。但し、都市化に伴うインフラ投資拡大やサービス業を中心に総じて安定している雇用・所得環境を背景とした家計部門の需要拡大などがサポート要因となろう。成長率は 2017 年にかけて前年比+6%近辺への減速に止まると予想する（第 1 表）。

その他のアジア諸国・地域では、中国経済の減速の影響が引き続き成長ペースを抑制するものの、個人消費を中心に内需が底堅さを維持するほか、財政・金融政策による下支えもあり、2016年については略昨年並みの成長率が見込まれる。2017年にかけても資源価格の持ち直しに加え、先進国向けを中心とした輸出拡大を支えに緩やかな拡大が期待できる。このため外需依存度の高いNIEsの実質GDP成長率は、2016年の前年比+2.2%から2017年は同+2%台半ばに緩やかな持ち直しを予想する。ASEANについても、雇用・所得環境の安定に加えて減税や補助金などの景気刺激策による下支えもあり、個人消費を中心に内需が総じて底堅く、2017年にかけて同+4%台後半の成長を維持すると予想する。タイでは、政府支出や来訪者数（サービス輸出）の増加による景気下支えが続くとみられることに加え、輸出の持ち直しを起点に成長率は小幅ながらも高まっていく見通しである。インドネシアでは、資源部門の低迷こそ長引くとみられるものの、政府によるインフラ投資や非資源部門での投資拡大に加えて、利下げの効果（2015年2月以降、累積100bp）もあり緩やかな成長加速が見込まれる。インドでは物価の安定が見込まれるなか、政府の農村部対策や公務員給与引き上げも個人消費拡大の支えとなり、2017年度にかけて同+7%台後半と高めの成長率を維持しよう。

当面のリスクとしては、中国経済の不安定化が挙げられる。仮に、企業のデフォルト急増や住宅バブルの崩壊などに伴う金融機関の不良債権の増加が景気失速懸念を強め、株価や通貨の大幅下落に繋がると、他のアジア諸国もマイナス影響は免れないだろう。また、米国の追加利上げに伴う世界的なリスク・オフの動きの強まりなどで金融市場が再び不安定化し、資産市場に打撃を与える展開となれば、域内全体が大きな調整局面に陥ることにもなりかねず留意が必要である。

第1表：アジア経済見通し総括表

	名目GDP(2015年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	シェア、%	2015年	2016年	2017年	2015年	2016年	2017年	2015年	2016年	2017年
			実績	見通し	見通し	実績	見通し	見通し	実績	見通し	見通し
中国	10.98	62.4	6.9	6.5	6.0	1.5	2.0	1.9	3,306	3,752	3,562
韓国	1.38	7.8	2.6	2.6	2.8	0.7	1.3	1.9	1,059	1,143	1,040
台湾	0.52	3.0	0.8	1.4	2.3	▲0.3	1.2	1.3	762	733	702
香港	0.31	1.8	2.4	1.6	1.9	3.0	2.6	2.4	97	151	169
シンガポール	0.29	1.7	2.0	2.1	2.3	▲0.5	▲0.2	0.6	575	545	572
NIEs	2.50	14.2	2.1	2.2	2.5	0.6	1.3	1.7	2,493	2,571	2,483
インドネシア	0.86	4.9	4.8	5.0	5.1	6.4	4.1	4.6	▲178	▲179	▲221
マレーシア	0.30	1.7	5.0	4.8	4.5	2.1	2.0	2.3	90	91	98
タイ	0.40	2.2	2.8	3.0	3.4	▲0.9	0.5	1.8	316	318	209
フィリピン	0.29	1.7	5.8	6.0	5.8	1.4	2.0	3.1	84	53	29
ベトナム	0.19	1.1	6.7	6.3	6.2	0.6	3.0	4.2	77	54	31
ASEAN5	2.03	11.5	4.8	4.8	4.9	3.1	2.7	3.5	389	336	146
インド	2.09	11.9	7.6	7.9	7.7	4.9	5.0	5.5	▲185	▲218	▲332
アジア11カ国・地域	17.61	100	6.1	5.9	5.6	2.0	2.3	2.5	6,003	6,442	5,859

(注)インドは年度(4月～3月)ベース。

(資料)各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 見通しのキーポイント

(1) 中国経済：過剰調整下にありながらも政策効果が下支え

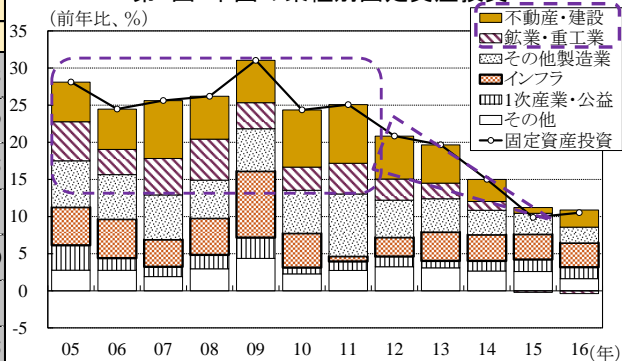
中国経済は、投資の抑制を起点とした減速傾向が続くなか、昨年来の金融緩和やインフラ投資など景気下支え策の効果の発現もあり、短期的には経済安定化の兆しも窺われる。4月の主な経済指標は3月に比べ全般的に弱めの動きとなったが、製造業PMI（国家統計局公表値）は景気判断の節目となる50を上回る水準を維持したほか、生産や投資についても1-2月期の平均を上回っている（第2表）。固定資産投資の業種別内訳をみると、過剰な生産設備を抱える鉱業や重工業などを中心に減速が続くなか、インフラ投資や不動産投資の再拡大などが下支えし（第1図）、足元、鉄鋼やセメントなど建設関連資材の生産増などが観察される。

第2表：中国の主な月次経済指標の推移

	2015年	2016年			
	12月	1月	2月	3月	4月
輸出(前年比、%)	▲1.7	▲18.4		11.5	▲1.8
輸入(前年比、%)	▲7.6	▲16.4		▲7.6	▲10.9
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	10.0	10.2		10.7	10.5
小売売上高(前年比、%)	11.1	10.2		10.5	10.1
工業生産(前年比、%)	5.9	5.4		6.8	6.0
製造業PMI	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1
非製造業PMI	54.4	53.5	52.7	53.8	53.5

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家統計局発表の指標。
 2. 色掛け部分は、伸び率/指数が前月から低下したものを。
 3. 『輸出』、『輸入』、『固定資産投資』、『小売売上高』、『工業生産』の1月と2月は平均値。
 (資料) 中国国家統計局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：中国の業種別固定資産投資



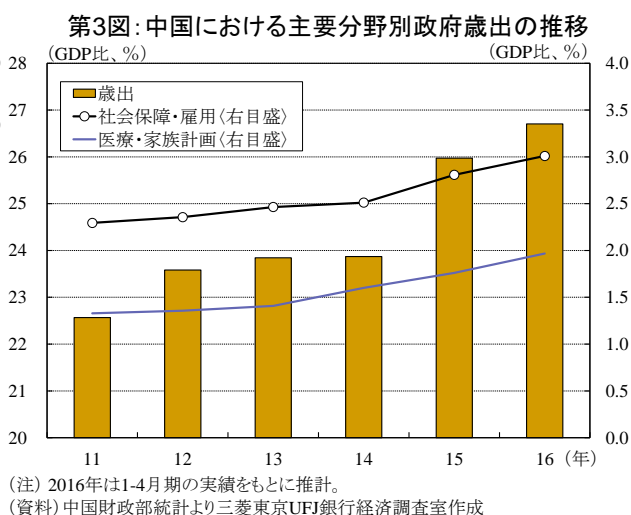
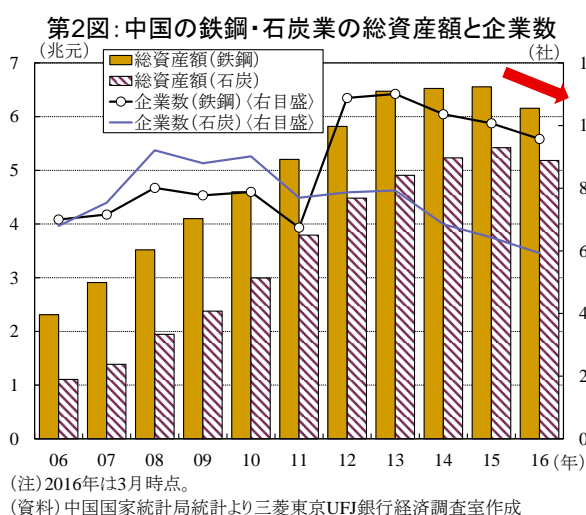
(注) 1. 『2016年』は4月まで。
 2. 『鉱業・重工業』は、鉱業、石油精製、化学品、金属製品、非金属鉱物、鉄鋼、非鉄金属等。
 3. 『インフラ』は、運輸・倉庫と水利・環境・公共施設。
 (資料) 中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

先行きを展望すると、過剰な資本ストックや債務の調整余地は依然大きく、重工業を中心とした投資の減速による景気下押しが続く見込みである。政府は今年については鉄鋼・石炭業でのリストラを重点的に推進する方針を示しており、金融当局も規律に違反する生産能力増強については融資を厳格に抑制する方針を強めている。実際、2016年に入り該当産業における企業の総資産額が減少に転じるなど、過剰生産能力の削減が動き出したとみることができる（第2図）。これに対し、不動産投資については、金利低下や不動産仲介業者やデベロッパー、P2P業者などによる「首付貸」（頭金ローン）の活用なども相俟って大都市を中心に住宅販売や投資が再活発化しており、上海市や深圳市などの政府は3月以降、頭金比率規制の強化や住宅購入要件の厳格化、「首付貸」の利用禁止など経済全体の減速が続くなかで敢えて住宅市場の過熱抑制に乗り出しているほどである。今後も人口流入に伴う需要増期待などが支えになるとみられるが、リーマン・ショック以降の不動産投資の推移を振り返ると、過熱抑制策などにより投資拡大期間は1年前後で一旦鈍化に転じるパターンが窺われる。足元、政府が都市部における不動産バブルや金融面での過剰

なレバレッジ拡大を抑制したい方針であることや深圳など一部の大都市でも在庫が増加に転じつつあることなどからも、来年にかけて投資拡大ペースが再び鈍る可能性をみておく必要がある。

このように過剰投資の調整圧力が長期化するなか、政府の景気対策は経済の減速ペースをコントロールする上で極めて重要となってくる。例えば、重工業への依存度が高い東北地方を中心に景気への下押し圧力が強まっていることを受け、政府は東北振興策として今後3年間でインフラや産業振興等に総額1.6兆元（遼寧省・吉林省・黒龍江省のGDP比28%）を投じるとしている。また過剰生産能力の削減を進める過程でも従業員の再雇用先の確保や年金支援などを通じて経済・社会の安定を維持する強調しており、これらの政策総動員を考えると、景気の失速は阻止されるとみて良いだろう。加えて、個人消費についても、所得の伸びこそやや鈍化がみられるものの、雇用はサービス業を中心に総じて安定が見込まれることから引き続き景気を下支えすることが期待できる。社会保障制度の拡充や雇用対策に重点を置いた歳出配分なども個人消費のサポート材料である（第3図）。

但し、中国経済の不安定化リスクには引き続き目配りが必要だ。足元にかけて国有企業を含む社債のデフォルトが増加しつつあり、不採算企業に対する政府の支援が弱まっている可能性が示唆される。社債による資金調達総額（約16兆元、16年3月末）からみると、これまでの社債デフォルトの規模は限定的ながら、低格付け社債利回りの上昇等を受け、足元では起債計画の中止が相次いでおり、企業の資金調達環境の悪化や金融機関の与信コスト上昇等を通じた景気への悪影響には留意しておきたい。



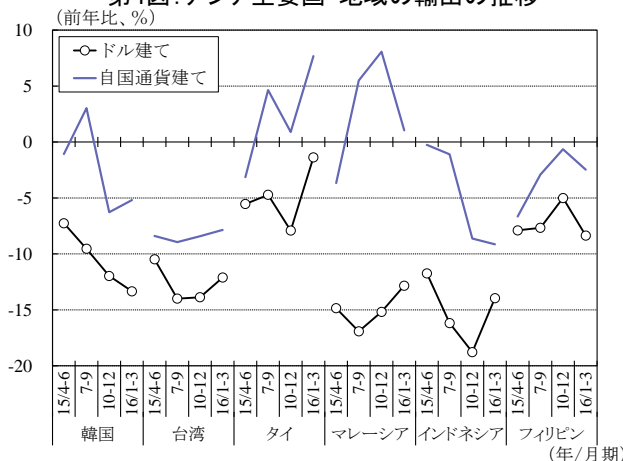
(2) その他アジア：輸出不振が重石も雇用・所得環境安定や景気刺激策が内需を下支え

① 輸出：価格要因の剥落や先進国需要の拡大が下支え

中国以外のアジアでは輸出の不振が続いており景気の重石となっている。輸出額の減少は資源安を背景とする価格要因に因るところが大きいが、中国を中心とする新興国経済の需要減少に加え、資源関連投資の落ち込みや資源国景気の低迷など世界的な財需要の鈍化

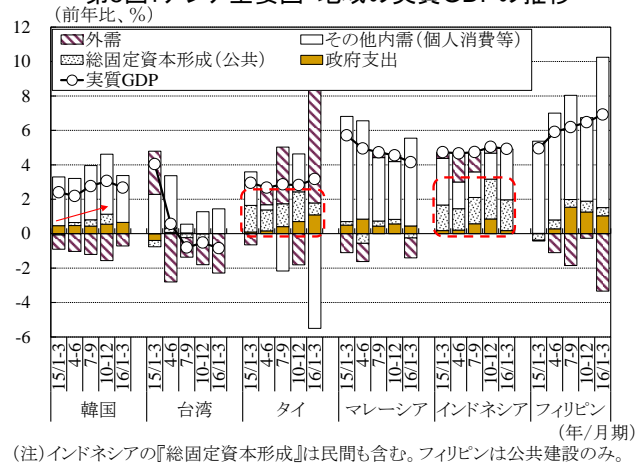
も各国の輸出を押し下げている。但し、足元にかけては先進国の需要拡大が支えとなり輸出に底入れや持ち直しの動きがみられる（第4図）。加えて、マレーシアやタイでは自国通貨換算の輸出が前年比プラスに転じている。特に大幅な通貨安が進展したマレーシアでは、先進国向けに主要輸出品目であるエレクトロニクス輸出が好調であることを鑑みると、通貨安による価格競争力改善も輸出の支えとなっていると推察される。先行き、資源価格の持ち直しによる価格要因の剥落や、先進国需要の拡大がアジアの輸出の支えとなろう。

第4図: アジア主要国・地域の輸出の推移



(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図: アジア主要国・地域の実質GDPの推移



(注) インドネシアの『総固定資本形成』は民間も含む。フィリピンは公共建設のみ。
(資料) 各国地域統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

② 内需：雇用・所得環境の安定や政府の財政政策が下支え

輸出の不振が続くなか、各国それぞれが外需の影響を受けやすい経済構造であるかどうか、景気の明暗の分かれ目の一つであるといえよう。例えば、NIEs やタイといった経済規模に対する輸出額が相対的に大きい外需依存型の経済構造を持つ国・地域では、主要輸出品目の減産が全体の生産の重石となり、投資の見送りにも繋がり景気全体を下押ししている。一方、インドネシアやフィリピンといった内需主導の経済構造を持つ国の生産や投資は、比較的底堅さを維持している。そして、外需依存型の国・地域においても、内需向けの品目は底堅さを維持していることから、アジア全体としては、今後各国で内需が底堅さを維持できるかがポイントと言える。この点、まず消費の鍵を握る雇用や賃金は各国増勢を維持しており消費のサポート要因となろう。また消費の内訳をみても、「外食・宿泊」や「娯楽・文化・健康・教育」といったサービス関連項目に底堅さがみられ、所得水準上昇に伴う消費の多様化、裾野拡大が消費の支えとなることが見込まれる。

加えて各国政府は昨年より景気刺激策を相次いで発表しており、インフラ投資や政府支出拡大も内需を支えよう。実際、インドネシアやタイでは公共投資が成長率押し上げ要因として発現してきており、民間投資の伸び悩みをカバーしている（第5図）。今後も政府予算執行による内需下支えが見込まれるほか、財政黒字国である韓国や財政赤字の縮小傾向が続くタイなどでは歳出拡大の余地がある。資源安に伴う歳入減を主因に財政赤字が拡大しているインドネシアやマレーシアでは、積極的な歳出拡大は望めないまでも追加の財

政出動を伴わない規制緩和や手続き加速などにより内需を下支えするとみられる。

③ 金融政策：景気に配慮した政策運営が継続

緩和的な金融政策の継続も内需の支えとなろう。最近では台湾で3月に追加利下げ、インドネシアで年初から3ヵ月連続の利下げ、インドで4月に7ヵ月ぶりの利下げが実施されたほか、シンガポール通貨庁も4月に金融引き締めから中立に転換した。更に利下げ後も実際の銀行の貸出金利低下に至っていないなどの現状を踏まえ、より実効性を重視した政策運営への移行がみられる。具体的には4月にインドネシア中銀が政策金利を現行のBIレート（翌日物金利の誘導目標）から7日物リバースレートへ変更するなど政策金利体系を変更する方針を発表した（実施は8月19日～）。実際の市場金利がBIレートから大幅下方乖離するなどBIレートが政策金利として形骸化している実態を踏まえ、中銀が実際のオペレーションを通じて管理可能な金利を政策対象とすることで、金融政策の実効性を高める狙いがあるとみられる。景気が力強さに欠けるなか、インフレ率の落ち着きにより利下げ余地があることや、米国の利上げペースが緩やかになる見込みであることから、各中銀は今後も景気に配慮した金融政策運営を続けるとみられる。

(3) タイ経済：内需刺激策と観光による景気下支えが継続

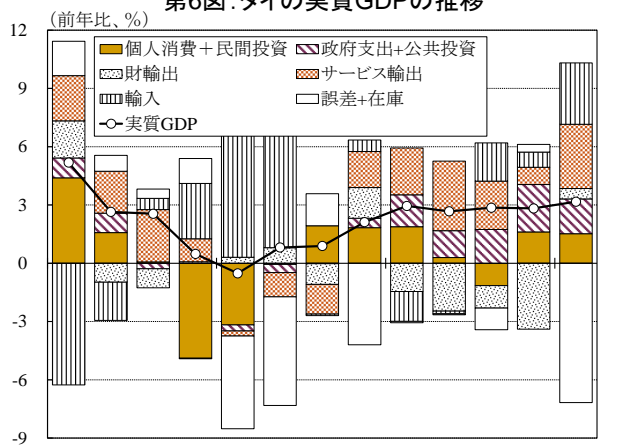
タイ経済は他のASEAN諸国と比較して低めの成長が続いているが、1-3月期の実質GDPは前年比+3.2%と10-12月期（同+2.8%）から加速した（第6図）。

内訳をみると、政府の景気刺激策に伴う政府支出（同+8.0%）に加え、外国人来訪者数の増加を反映しサービス輸出（同+18.8%）が大きく伸び、全体を支えた。他方、財輸出は同+1.0%と5四半期ぶりにプラスとなったが、月次貿易統計で確認できる金など一部品目の押し上げ効果を割り引くと、伸びは極めて緩やかなものに止まったとみられる。個人消費（同+2.3%）は農家所得の減少や非農業部門賃金の伸びが依然緩やかなであることを背景に引き続き勢いを欠いたほか、民間投資（同+2.1%）も企業収益の伸び悩みなどから前期から小幅な加速に止まった。

先行きを展望すると、内需刺激策と観光による景気下支えが続くなか、緩やかな輸出の持ち直しが徐々に成長を押し上げよう。まず内需については、大規模インフラ投資や法人・個人所得減税、干ばつ被害を受けている農家や低所得者向けの補助金などといった政府の景気刺激策の実施により、引き続き公共投資や政府支出の拡大、個人消費の下支えが見込まれる。加えて、中小企業向けの低利融資などの金融支援策を受けて、足元で企業の投資マインドには改善がみられており、今後の民間投資への寄与拡大が期待出来る。4月に主要地場銀行が相次いで金利引下げに踏み切ったことも投資の追い風となろう。また、観光セクター（観光収入は名目GDPの1割の規模）も、政府の各種誘致策もあり来訪者数の高めの伸びが続いており、引き続き景気下支えが見込めよう。輸出（パーツ建て）については、為替下落も支えに価格効果でプラス基調を維持しているが（第7図）、今後も

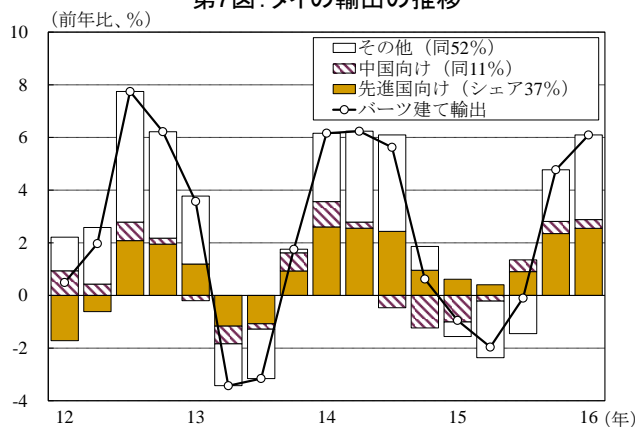
全体の4割を占める先進国向けを中心に緩やかに持ち直していくとみられる。さらに輸出の回復は企業の収益改善を受けた投資マインド回復や非農業部門労働者の所得改善を通じ、徐々に成長を押し上げよう。

第6図：タイの実質GDPの推移



(資料)タイ国家経済社会開発局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：タイの輸出の推移



(注)1.『輸出』は通関ベース。『先進国向け』は、NIEs4ヵ国・地域を含まず。
2.それぞれ3四半期移動平均。

(資料)タイ中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希、土屋 祐真、前原 佑香、中村 逸人)

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 竹島 慎吾 shingo_takeshima@mufg.jp
 福地 亜希 aki_fukuchi@mufg.jp
 土屋 祐真 yuuma_tsuchiya@mufg.jp
 前原 佑香 yuka_maehara@mufg.jp
 シンガポール駐在 中村 逸人 hayato_nakamura@sg.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、弊行ホームページでもご覧いただけます。