

アジア・豪州経済の見通し

～堅調な内需と輸出の回復を支えに、底堅い成長が持続～

1. アジア・豪州経済の現状と見通しの概要

(1) 現状

域内最大の経済規模を持つ中国は、昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率が前年比+6.8%と小幅加速、2017 年に入っても、PMI が製造業・非製造業ともに 50 を上回る水準を保ち続けるなど、底堅い成長を維持している。

中国以外のアジア諸国・地域については、物価の低位安定が続くなか、堅調な内需に加え、輸出の回復や景気対策の効果発現もあり、総じて緩やかな成長軌道を辿っている。もちろん、国別には個別の要因により濃淡があり、10-12 月期の実質 GDP 成長率をみても、NIEs では、台湾が前年比+2.9%（7-9 月期：同+2.1%）、香港も前年比+3.1%（7-9 月期：同+2.0%）へ加速した一方、韓国は、昨年 9 月末の「不正請託および金品等授受の禁止に関する法律」の施行に伴う高額消費の抑制や政局不安定化に伴う消費者マインド悪化などを背景とした個人消費の低迷を受け、前年比+2.3%（7-9 月期：同+2.6%）へ鈍化した。ASEAN のうち内需主導国では、フィリピンが昨年中央に観察された選挙に伴う景気浮揚効果の剥落や食品価格の上昇などの影響で前年比+6.6%と前期の同+7.0%から鈍化こそしたものの、個人消費を中心に引き続き高い伸びを維持している。外需依存型のタイでは、昨年 10 月の前国王崩御後の個人消費の抑制や外国人来訪者数の減少によるサービス輸出の伸び悩みなどが下押ししたものの、財輸出の回復や公共投資の拡大が下支えし、前年比+3.0%と底堅い成長を維持した。マレーシアでは、財政健全化に向けた政府支出の抑制が下押しするなか、堅調な個人消費や輸出の回復を受け前年比+4.5%へ加速した。他方、インドでは、昨年 11 月に政府が実施した高額紙幣廃止の影響で、年末にかけて景況感の悪化や高額耐久財など裁量的消費の抑制がみられ、目先、成長ペースの鈍化は避けられない情勢である。

豪州は、昨年 7-9 月期の実質 GDP 成長率が前期比▲0.5%と 5 年半ぶりのマイナス成長となったが、一時的な要因の影響が大きく、個人消費は相対的に底堅さを維持している。

(2) 見通し

先行きを展望すると、中国の景気は緩やかな減速が続くため、アジア全体としては力強さを欠きつつも、ASEAN、NIEs では個人消費を中心に内需が底堅さを維持するほか、輸出の回復も成長を押し上げる方向に働き、底堅い成長を維持すると予想する。

まず中国では、構造調整が続くなか成長率の低下傾向が続く見通しである。鍵となる投資については、昨年 12 月に開催された中央経済工作会議で 2017 年の経済政策方針として「供給側改革」の深化が掲げられ、鉄鋼・石炭を中心とした過剰生産能力の解消や非効率

ながら政府保護や銀行融資で延命を続ける「ゾンビ企業」の処理といった構造調整路線が堅持されており、重工業を中心に投資への下押し圧力の継続は避け難い状況にある。但し、財政出動については一段の積極化を明示しており、インフラ投資による景気下支えや雇用・所得環境及び消費の安定が見込まれ、2017年についても前年比+6%台半ばの成長は維持するものと予想する（第1表）。

その他のアジア諸国・地域では、安定した雇用・所得環境に加えて景気に配慮した財政・金融政策の継続もあり、個人消費を中心に内需が底堅さを維持するほか、輸出は先進国需要の拡大を起点に緩やかな回復が見込まれる。このため2017年の実質GDP成長率は、外需依存度の高いNIEs全体で前年比+2%台前半、ASEAN全体についても同+4%台後半での推移が続こう。タイでは、政府の景気刺激策や大型インフラ投資の実施などによる景気の下支えが続くなか、輸出の緩やかな回復もあり成長率は小幅ながら高まる見通しである。インドネシアでは、財政面からの景気浮揚が当面見込み難いものの、物価の低位安定や緩和的な金融環境の継続を背景とした個人消費の拡大を中心に同+5%台での成長が続くとみられる。インドでは、年明け以降、落ち込んでいた乗用車・二輪車販売が持ち直しに転じており、高額紙幣廃止を受けた景気下振れの最悪期は既に脱したとみられ、新紙幣不足の解消が見込まれる新年度以降は、消費の反動増や企業の投資回復などにより徐々に内需を中心とした成長軌道への復帰が見込まれる。

豪州は、個人消費が底堅さを維持するなか、資源価格の底入れを受け鉱業部門の下押し圧力が徐々に弱まることで、景気は引き続き回復軌道を辿る見通しである。

第1表：アジア・豪州経済見通し総括表

	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
アジア11カ国・地域	17.69	100	6.1	5.9	5.8	1.9	2.3	2.6	5,856	4,732	4,397
中国	11.06	62.5	6.9	6.7	6.4	1.4	2.0	2.2	3,306	2,104	2,010
インド(年度ベース)	2.09	11.8	7.9	6.8	7.6	4.9	4.9	5.3	▲221	▲199	▲299
NIEs	2.50	14.2	2.1	2.3	2.2	0.6	1.1	1.8	2,450	2,413	2,474
韓国	1.38	7.8	2.6	2.7	2.4	0.7	1.0	2.0	1,059	987	1,030
台湾	0.52	3.0	0.7	1.5	1.8	▲0.3	1.4	1.4	752	709	740
香港	0.31	1.8	2.4	1.9	1.9	3.0	2.4	2.2	101	152	127
シンガポール	0.29	1.7	1.9	2.0	2.1	▲0.5	▲0.5	0.6	538	565	576
ASEAN5	2.03	11.5	4.8	4.9	4.9	3.1	2.3	3.3	321	414	212
インドネシア	0.86	4.9	4.9	5.0	5.1	6.4	3.5	4.2	▲175	▲163	▲224
マレーシア	0.30	1.7	5.0	4.2	4.4	2.1	2.1	2.4	89	61	77
タイ	0.40	2.2	2.9	3.2	3.3	▲0.9	0.2	1.6	321	464	306
フィリピン	0.29	1.7	5.9	6.8	6.1	1.4	1.8	3.0	77	33	38
ベトナム	0.19	1.1	6.7	6.2	6.2	0.6	2.7	4.3	9	19	15
オーストラリア	1.22	-	2.4	2.5	2.7	1.5	1.3	1.9	▲582	▲531	▲478

(資料)各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

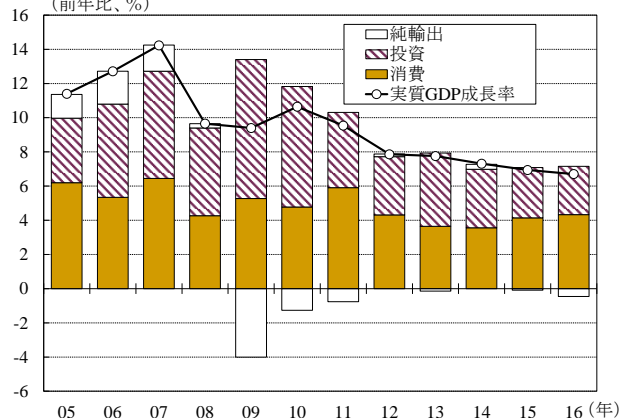
2. 見通しのキーポイント

(1) 中国経済

中国経済は L 字型とはいえ、安定成長を維持している。2016 年を通じて、過剰生産能力の削減は、習近平政権が経済政策の中核に据える「供給側改革」の最重要課題として追求され、景気に対し下押し圧力となった。しかし、これをインフラ投資の拡大によって埋め合わせ、雇用・所得環境の安定を保った結果、消費は若干ながら加速し、外需が悪化するなかでも実質 GDP 成長率は前年比+6.7%と前年（同+6.9%）からわずかな減速にとどまった（第 1 図）。2017 年に入っても、1 月の PMI は製造業・非製造業ともに 50 を上回る水準を続け、輸出も前年比+7.9%と市場予想よりも大幅に高い伸びとなるなど良好な実績を示している（第 2 表）。

こうして中国の実体経済はほぼ政府のシナリオ通り、底堅い成長を維持している。それでも、景気減速が続いていることは事実であり、過剰投資・過剰債務などの構造問題とも相まって人民元安と資本流出が収まらず、世界的に中国リスクと目されている。これを憂慮した政府は昨年末から関係官庁を総動員して対策に本腰を入れ、足元では資本流出ペースは鈍化、人民元も対ドルで前年末比 1%程度の元高水準にある。

第1図：中国の実質GDP成長率と需要項目別寄与度
(前年比、%)



(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：主な月次経済指標の推移

	2016年				2017年
	9月	10月	11月	12月	1月
輸出(前年比、%)	▲ 10.4	▲ 7.9	▲ 1.5	▲ 6.1	7.9
輸入(前年比、%)	▲ 1.6	▲ 1.6	5.5	3.1	16.7
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	8.2	8.3	8.3	8.1	n.a.
小売売上高(前年比、%)	10.7	10.0	10.8	10.9	n.a.
工業生産(前年比、%)	6.1	6.1	6.2	6.0	n.a.
製造業PMI	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3
非製造業PMI	53.7	54.0	54.7	54.5	54.6
消費者物価(前年比、%)	1.9	2.1	2.3	2.1	2.5
生産者物価(前年比、%)	0.1	1.2	3.3	5.5	6.9

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家统计局発表の指標。

2. 色掛け部分は、伸び率/指数が前月から低下したものを示す。

(資料) 中国国家统计局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

先行きを展望するにあたっては、まず、政府の政策方針を確認しておく必要がある。昨年 12 月に開催された中央経済工作会議（同年の回顧と翌年の経済政策方針を決定する重要会議）では 2017 年について「供給側改革」の深化の方針に基づき、鉄鋼・石炭を中心とした過剰生産能力の解消や非効率ながら政府保護や銀行融資で延命を続ける「ゾンビ企業」の処理といった構造調整路線が堅持された。ここからすれば、重工業を中心に投資への下押し圧力の継続は避け難い。過剰生産能力の削減は 2016 年には鉄鋼・石炭をモデルケースとして先行実施され、目標（鉄鋼 4,500 万トン、石炭 2.5 億トン）を上回ったとされている。鉄鋼、石炭に関しては 2020 年にかけて一段の削減が要求されており（鉄鋼 5,000 万～1 億トン、石炭 5.5 億トン）、さらに、セメント、ガラスなど他業種も設備淘汰の対象に加わるといわれている。

また、不動産投資も政策に伴う逆風に晒されている。2015 年以降の住宅購入規制緩和

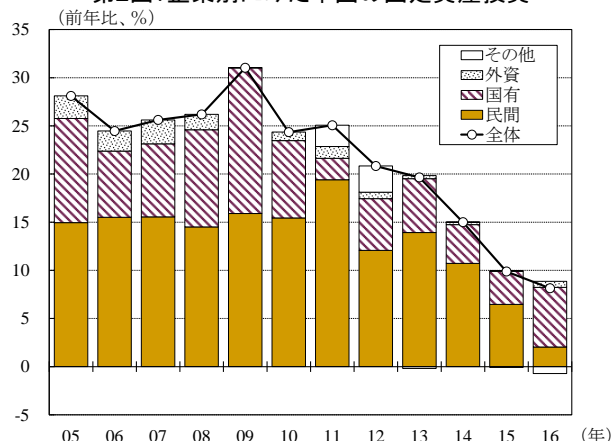
の結果、主要都市で価格高騰を招いたため、昨秋頃から規制強化の動きが全国的に拡大し、住宅販売の勢いが急速に失われてきている。中央経済工作会議で、不動産を投機の対象とする風潮に警鐘を鳴らし、バブル抑制のスタンスを強く打ち出したことも踏まえると、不動産投資の伸びは低下すると予想される。

こうして政策上、鉱工業向け投資、不動産投資ともに減速が見込まれるなかで、中央経済工作会議は、財政出動については一段の積極化を明示しており、インフラ投資による景気下支えを持続する政府の意志をうかがわせる。投資の拡大が確保されれば、雇用・所得環境及び消費の安定にも寄与しよう。消費には小型車減税の減税幅引き下げ（5%→2.5%）や住宅購入規制強化などの下押し圧力があるが、都市化推進や EC を通じた農村部の消費の掘り起こしなど息長く消費を底支えるファクターを考え合わせると、引き続き底堅い成長が予想される。

2017年秋の共産党大会（5年に1度の最重要会議）という一大イベントからすればインフラ投資主体の安定成長維持は習政権の主要命題であり、実現の可能性も高い。ただし、中長期的な懸念材料は残る。インフラ投資の担い手はリーマン・ショック後の大型投資拡大策と同様、専ら国有企業であり、PPP（官民連携）においても参加の主体は国有企業となっている。一方で、ニューエコノミーやサービス業を中心に中国経済を牽引してきた民間企業の投資は盛り上がりを欠いている（第2図）。また、過剰生産能力と同様に削減が目標とされていた過剰債務については、GDP比でみた債務残高が一段と膨らんでおり、金融・不動産市場に資金が流入する一方、中国経済の生産性向上を促す実物投資に十分な資金が投入されていない恐れが指摘されている。

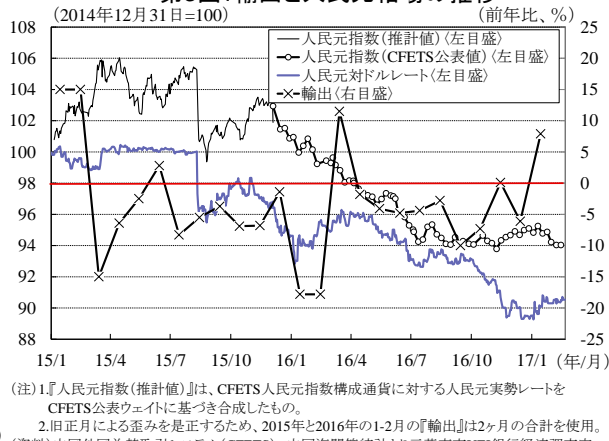
加えて、米国新政権の政策という不確定要因もある。人民元相場は2015年半ばのピークに比べ、対ドルでも、通貨バスケット指数でも約▲10%下落しており、過去2年連続で減少した中国の輸出は下げ止ってもおかしくない（第3図）。しかし、トランプ政権は選挙キャンペーンで為替操作国認定や45%関税といった極端な措置を主張するなど、過去の米政権と異なり高い貿易障壁を築き、中国の対米輸出にマイナスのインパクトを与えるリスクがある。他方、米政権が厳しい市場開放を要求してくる可能性についても注視を要する。

第2図：企業別にみた中国の固定資産投資



(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：輸出と人民元相場の推移

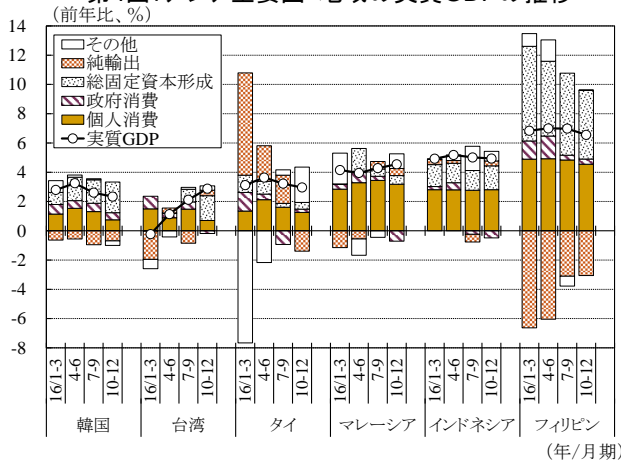


(注) 1.『人民元指数(推計値)』は、CFETS人民元指数構成通貨に対する人民元実効レート
CFETS公表ウェイトに基づき合成したもの。
2.旧正月による歪みを是正するため、2015年と2016年の1-2月の『輸出』は2ヶ月の合計を使用。
(資料) 中国外国為替取引システム(CFETS)、中国海関等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) その他アジア諸国・地域

中国以外のアジア諸国・地域では、内需が底堅く推移している（第4図）。まず、個人消費は、良好な雇用・所得環境や物価の安定を背景に堅調な状態が続いている。また、政府の景気刺激策やインフラ投資の拡大、中銀の緩和的な金融政策の継続も内需を下支えしている。さらに、輸出の回復も成長率の押し上げに寄与している（第5図）。国・地域別にみると、米国や欧州など先進国向けに加え、中国をはじめとする域内向けについても回復傾向が鮮明となっている。また、品目別では、スマートフォンなどエレクトロニクス製品の高機能化やIoT向けの半導体需要の拡大、商品市況の改善などを反映し、電子・電機や石油・化学製品の伸びが目立つ。

第4図：アジア主要国・地域の実質GDP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

この先も、内需の底堅さが続くなか、輸出の緩やかな回復が徐々に景気を押し上げる構図が続くと予想する。まず個人消費は、安定した雇用・所得環境を背景に引き続き堅調な拡大が見込まれる。加えて、景気に配慮した財政政策の継続も内需拡大のサポート要因となろう。財政黒字国であるフィリピンは2017年度予算案でインフラ支出をGDP比5.4%まで拡充している。インドネシア・マレーシア・インドなどの財政赤字国では、財政面からの大幅な押し上げは期待し難いものの、低所得層やインフラ投資に重点を置いた予算配分により内需を下支えする方針である。各国中銀の金融政策については、経済の安定化や先行き見通しの改善、インフレ率の反転などを受け、追加利下げは一旦打ち止めとなっている。但し、先行きインフレ圧力は総じて小さく、米国の追加利上げペースも過去に比べ緩やかとなる見込みであることから、引き続き景気に配慮した金融政策運営を続け得るとみられる。こうしたなか、輸出の増加に伴う企業収益の改善が、民間投資の持ち直しや家計所得の増加を通じた個人消費の拡大に波及し、輸出依存度の高いNIEsやタイ、マレーシアを中心に徐々に景気を押し上げていく見通しである。

米国のトランプ政権による政策運営の影響については、依然不透明な部分が多いが、貿易の保護主義化が進めばアジア経済にマイナスの影響を与え得るほか、米大統領選以降、アジアの多くの国が通貨安に直面しており、実体経済への悪影響が懸念されている。今回の米ドル高・新興国通貨安は、米新政権の拡張的財政政策による景気押し上げや米金利上

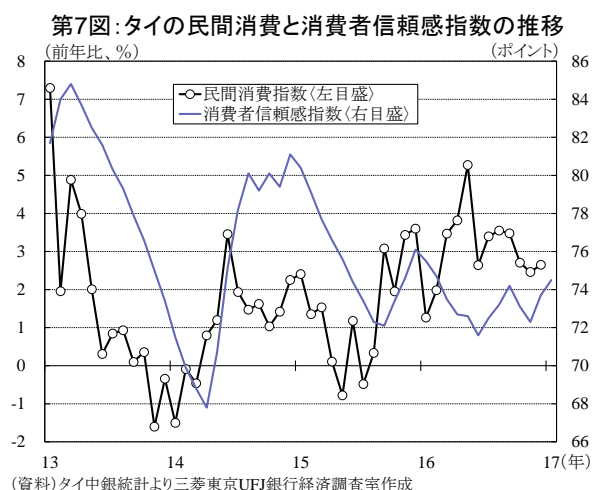
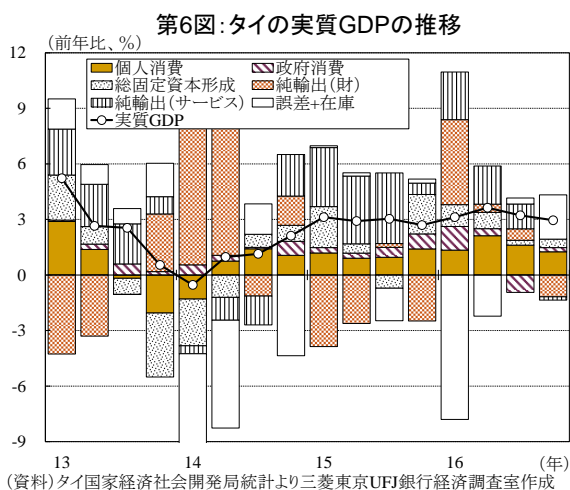
昇への期待を背景とした米国への資金還流が主因であり、過去の危機時のように、新興国自体に大きな構造的な問題があり通貨が売り込まれた局面とは本質的に異なる。また、一定程度の通貨安には、輸出競争力向上や観光、海外労働者送金の自国通貨建て受取額増加等、景気にプラスの面もある。各国のファンダメンタルズ・リスク耐性は総じて改善しているほか、多くの国が変動相場制に移行していること、通貨スワップ協定などのセーフティネットの拡充が進展していることから、通貨危機のようなテール・リスクの顕現は回避される公算が高い。但し、一部、外貨準備があるべき水準を下回っていると考えられる国、経常赤字や財政赤字国、或いは貿易・雇用面などで米国経済への依存が相対的に高い国では通貨価値の戻りが鈍く、注視が必要である。

(3) タイ経済

昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+3.0%と前期から伸び率が縮小したものの、底堅い成長を維持した（第 6 図）。内訳をみると、前国王崩御後の個人消費の抑制や外国人来訪者の減少を反映したサービス輸出の伸び悩みが下押ししたものの、財輸出の回復や公共投資が下支えした。月次の経済指標をみると、政府の消費刺激策もあり消費者マインドや民間消費は年末にかけて持ち直しの動きが窺われるほか（第 7 図）、中国人向け違法ツアー摘発の影響で一時期前年割れとなった来訪者数も、到着ビザの発給料値下げ等で悪化に歯止めがかかっている。

先行き、鉄道や高速道路など大型のインフラ投資の実施（2017 年度予算分が約 5,480 億バーツ、GDP 比 3.7%）に加え、地方振興策などに重点を置いた今年度補正予算（1,900 億バーツ、GDP 比 1.3%）もあり、引き続き景気の下支えが見込まれる。輸出は、集積回路などの電子部品や家電製品のほか、石油化学製品などを中心に緩やかな拡大が続くとみられ、民間投資の持ち直しや個人消費の拡大などを通じ成長率の押し上げに繋がろう。

なお、民政復帰に向けた軍政のロードマップ（行程表）によると、今年 2 月上旬までに新憲法が新国王の署名を経て公布され、年内には総選挙を実施する計画となっていたが、新憲法の修正案が 2 月下旬に新国王に再提出されたこともあり、総選挙の実施が 2018 年初めにずれ込み、民政移管がやや遅れる可能性がある。



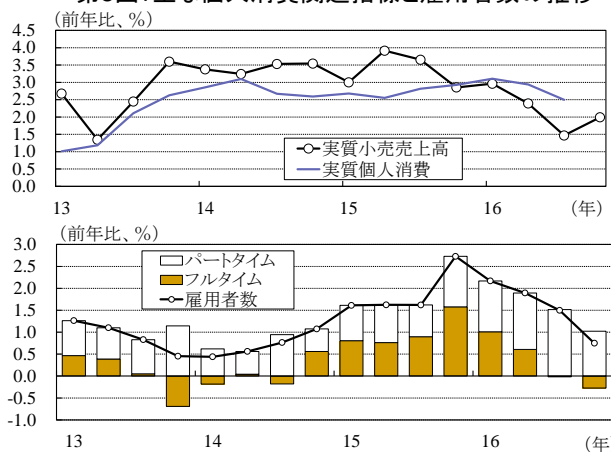
(4) 豪州経済

豪州経済は、昨年 7-9 月期の実質 GDP 成長率が前期比▲0.5%と 5 年半ぶりにマイナスとなったが、前期に大幅増となった公的需要の反動減と悪天候による住宅投資の落ち込みなど一時的な要因の影響が大きく、個人消費などの内需を中心とした緩やかな回復基調は維持している（10-12 月期の GDP 統計は 3 月 1 日に発表予定）。個人消費関連では、昨年 10-12 月期の実質小売売上高が増加基調を維持したほか（第 8 図）、輸出も鉄鋼石や天然ガスなどの資源を中心に増加が続いている。

先行き、個人消費が底堅さを維持するなか、資源価格の上昇を受け鉱業部門の下押し圧力が徐々に弱まることで、景気は引き続き回復軌道を辿る見通しである。但し、個人消費は、物価の低位安定や豪州準備銀行（中銀）による緩和的な金融政策の継続などが支えになるとみられるものの、足元の雇用者数の増加がパートタイム中心となっているため賃金の伸びが抑制されており、当面、緩やかな回復に止まる公算が高い。他方、設備投資については、鉱業部門の設備稼働率の持ち直しが続いていることから、企業収益の改善につれて、減少幅は徐々に縮小に向かうことが予想される。

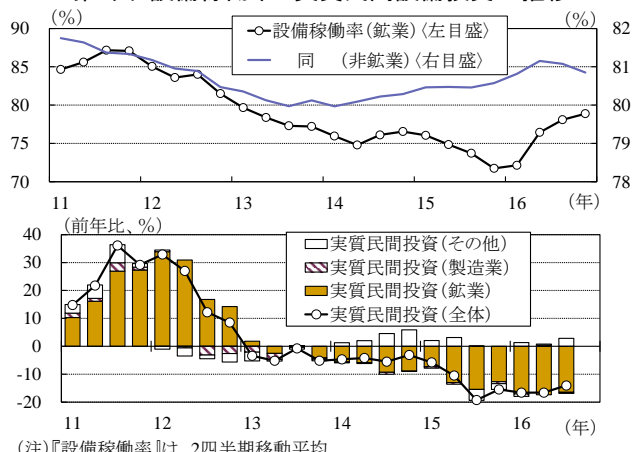
金融政策については、中銀は 2 月の会合において市場の予想通り政策金利の据え置きを決定した。今回の声明では、10-12 月の実質 GDP は妥当な水準へ戻るとの見方を示したほか、豪ドルの対ドル相場の水準については特段の懸念は示されなかった。他方、住宅価格については、地域毎にバラつきが大きいものの、一部地域でさらに上昇している点について警戒を示している。インフレ率が概ね見通しに沿った動きとなることが見込まれるなか、当面は政策金利の現状維持が続く公算が大きい。

第8図: 主な個人消費関連指標と雇用者数の推移



(資料) 豪州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図: 設備稼働率と実質民間設備投資の推移



(注) 『設備稼働率』は、2四半期移動平均。

(資料) NAB、豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希、萩原 陽子、土屋 祐真)

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 福地 亜希 aki_fukuchi@mufg.jp
萩原 陽子 youko_hagiwara@mufg.jp
シンガポール駐在 土屋 祐真 yuma_tsuchiya@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すよう、宜しくお願ひ申し上げます。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、弊行ホームページでもご覧いただけます。