

## IV. アジア

### ～成長ペース加速に伴い、徐々に出口戦略が始動～

#### 1. アジア経済全般

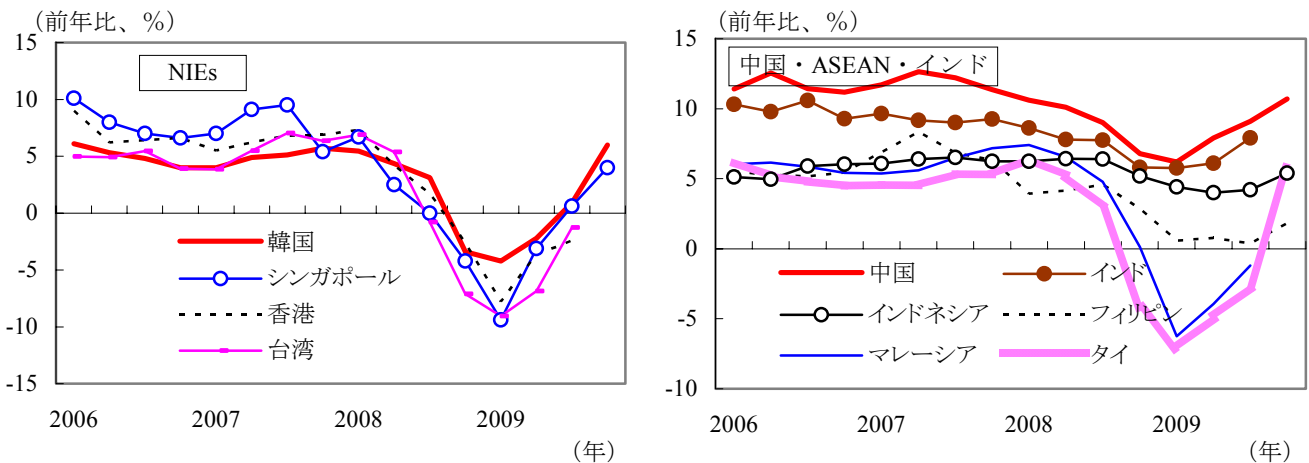
##### (1) 景気の現状

経済は回復基調が鮮明化

アジア主要国・地域（日本を除く）の景気は、総じて回復傾向が鮮明となっている。中国をはじめ各国における財政・金融両面からの景気刺激策に加え、景況感の改善などで個人消費の回復基調が強まっているほか、外需も漸く持ち直しの動きがあらわれてきた。

第4四半期の実質GDP成長率は、中国が前年比10.7%（前期：同9.1%）と6四半期ぶりに二桁成長を回復したほか、インドネシアも同5.4%（前期：同4.2%）へ加速した。また、NIEsでは、前年の大幅マイナス成長の反動もあり、シンガポールが同4.0%（前期：同0.6%）、韓国も同6.0%（前期：同0.6%）と伸びが高まっている。

第1図：アジア各国の実質GDPの推移



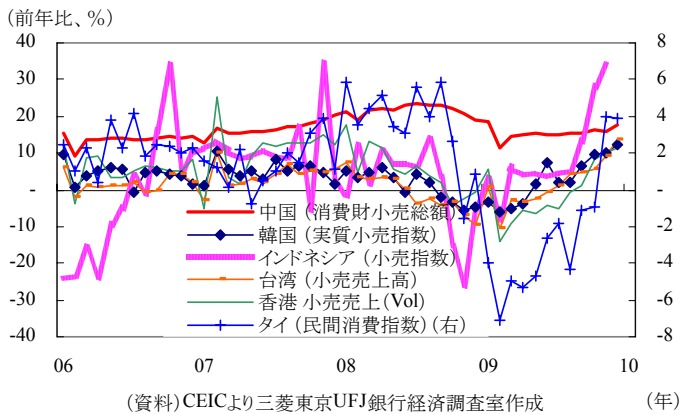
(資料) CEIC より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

消費は総じて回復傾向

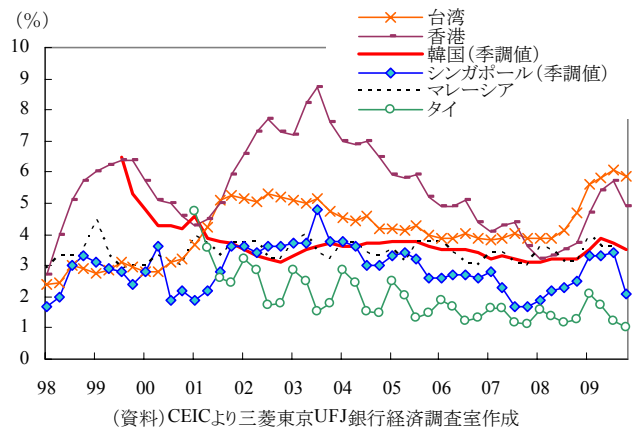
個人消費は、総じて回復傾向にある。一部では、政府の支援策などを追い風に、自動車販売が前年比二桁を上回る高い伸びが続いており、小売市場全体としてみても、低金利や景況感の改善などを背景に、持ち直しに転じている。

雇用・所得環境については、NIEsを中心に依然予断は許さないものの、失業率のピークアウトや生産の回復に伴う再雇用の動きなど、概ね回復局面に入ってきている。

第2図：アジア各国の消費動向



第3図：アジア主要国の失業率



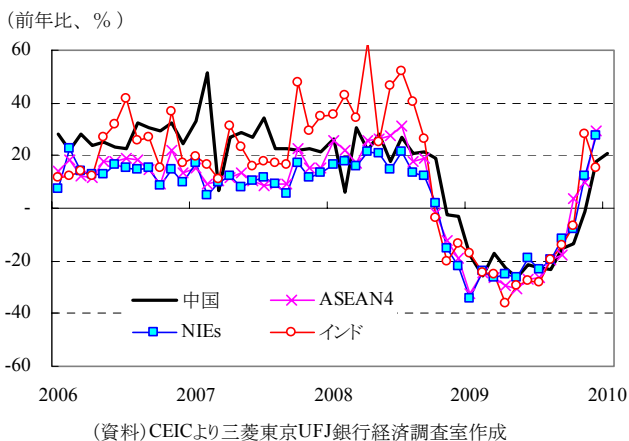
輸出はアジア域内  
向けを中心に二桁  
増

輸出は、前年の落ち込みの反動もあり、足元、軒並み前年比二桁の高い伸びとなっている。仕向地別にみると、中国をはじめとするアジア域内向けの拡大に加え、欧米・日本など先進国向けも漸くマイナス幅が縮小してきた。アジアでは、中国における総額 4 兆元の内需拡大策をはじめ各国の公共投資や、補助金・減税による自動車や家電の購入支援策などが、需要喚起につながっている。

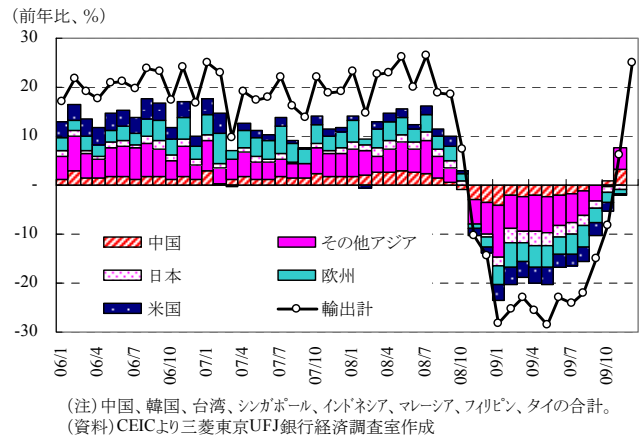
生産は危機前の水  
準を回復

内外の需要持ち直しを受け、各国の生産は回復基調が強まっており、設備稼働率も徐々に危機前の水準を取り戻しつつある。

第4図：アジア各国・地域の輸出動向



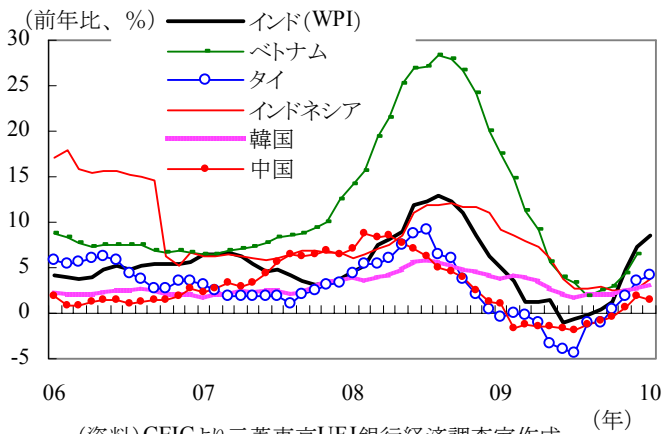
第5図：アジアの仕向地別輸出



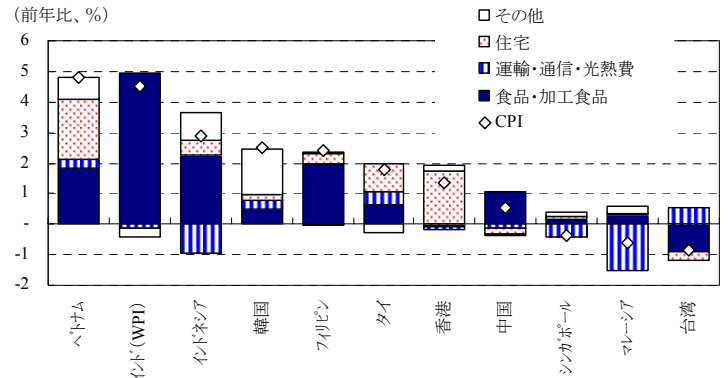
## 物価は上昇傾向

こうしたなか、物価は、原油・食品価格の上昇に加え前年要因の一巡もあり、マイナス圏を脱し、上昇傾向が強まっている。変動が大きい食品やエネルギーを除くコアインフレ率でみると、現時点では、多くの国・地域で比較的安定を維持しているものの、ベトナムでは、食品以外でも価格上昇がみられるほか、インドでも、食料および加工食品の価格高騰に加え、期待インフレ率の高まりが懸念材料となりつつある。

第6図：アジア各国の消費者物価上昇率



第7図：アジア各国のインフレ率（主要項目別寄与度）



## (2) 今後の見通し

### 2010年は3年ぶりの成長率へ加速

今後、アジア経済は、内需の拡大と先進国経済の持ち直しに伴う輸出増を追い風に、全体として成長ペースの加速が予想される。アジアでは、欧米諸国と異なり、金融危機による内需下押し圧力が限られていることも強みである。2010年の成長率は、10カ国・地域全体で7.8%と3年ぶりの水準へ加速しよう。とくに年前半は、前年の落ち込みの反動もあり高い成長率が予想される一方、年央以降は、反動要因の一巡などで、成長ペースは巡航速度へ回帰しよう。

### 財政による押し上げ効果は相対的に縮小するものの、内需は拡大基調を維持する見込み

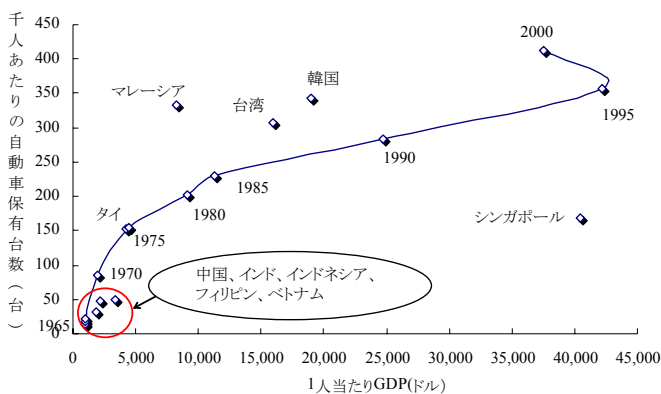
個人消費については、一部の国では、自動車購入支援策の終了などもあり、景気対策による押し上げ効果は徐々に薄れるものの、景況感の改善や雇用・所得環境の改善などが下支えしよう。なお、中国では小型車減税など消費振興策の継続、インドネシアでは公務員給与の5%引き上げ、タイでは公共サービス料金引き下げ期間の延長など、各国政府とも昨年からの規模は縮小しつつも、景気回復度合いに見合った財政面からのサポートを継続している。さらに輸出の拡大や企業業績の改善を受け、企業の設備投資の回復や、雇用・所得環境の改善による消費拡大の好循環が期待できよう。また、中国の4兆元対策（2009～2010年）や、韓国の4大河川改修事業を含む「グリーン・ニューディール政策」（2009～2011年）、タイの第2次景気刺激策（2010～2012年度）など多年度にわたる公共事業の継続などによる景気下支え効果が見込まれよう。

昨年、アジア各国で減税や補助金など政府の支援策を追い風に急回復をみせた自動車販売については、政策効果一巡によるある程度の反動減は避けられないものの、新車投入効果、販売金融環境の好転などで、底堅い推移が見込まれる。とくに、中国やインドのほか、インドネシアやベトナムなど ASEAN 諸国では、概ね自動車普及率が依然低水準にとどまっており、今後の市場拡大余地は大きいとみられる。また、ASEAN 諸国の多くでは、とくに自動車を対象とした消費振興策がとられなかったため、自動車販売の回復が遅れたが、2010 年については、景気回復に伴う持ち直しが期待される。

**景気と物価の動向  
を見極めつつ、  
徐々に出口戦略が  
始動**

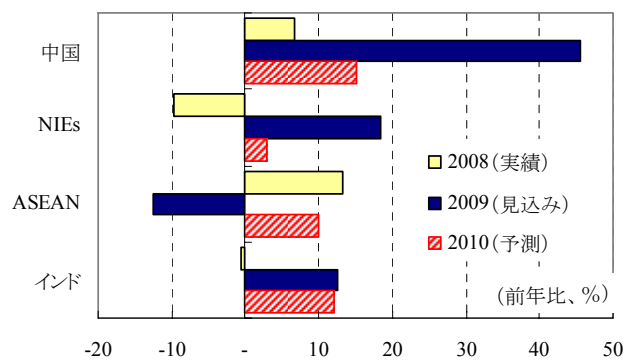
金融政策については、景気と物価の動向を見極めつつ、徐々に出口を模索する展開が予想される。アジア各国の金融当局は、グローバル金融危機後、金融市場の安定化と景気下支えを目的に、市場への大量の流動性供給や大幅な利下げなど積極的な金融緩和を行ったことから、政策金利は過去最低水準まで低下している。当面は、現行の金利水準を維持し、企業の資金調達の手軽化や家計の利払い負担の軽減を通じ、内需拡大をサポートする方針を維持しているが、金融市場の安定化や景気回復、潜在的なインフレ圧力の高まりなどを受け、過度の金融緩和状態からの修正が徐々に必要となってきた。実際、ベトナムでは12月に利上げに踏み切ったほか、中国やインドでも1月以降、預金準備率の引き上げなど、一部では出口に向けた動きが徐々に始動している。今後、持続的な安定成長に向け、金利引き上げのタイミングを窺う展開となろう。

第8図：アジア各国の自動車普及率



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

第9図：アジア各国の自動車市場予測



(注)NIEsは韓国、台湾、ASEANはインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム。2010年は業界予測。  
(資料)各国統計などより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 当面のリスク要因

#### インフレ加速リスク

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、インフレ加速があげられる。

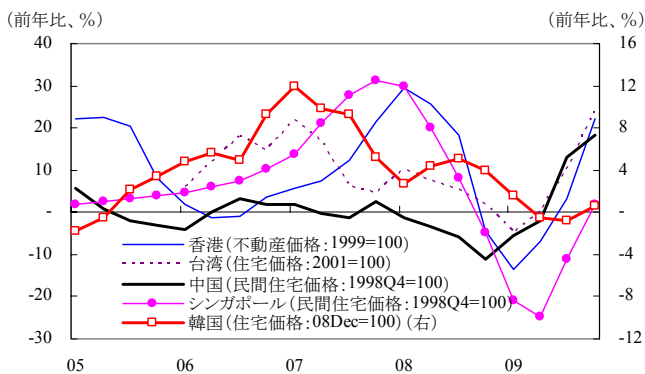
物価については、前年要因の剥落、原油価格の上昇などを背景に、2010年は上昇率の加速が予想される。とくにインドやベトナムなどASEANの一部では、原油や食料品など一次産品価格の上昇に加え、景気回復に伴う期待インフレ率の高まりなどが、一段のインフレ加速につながり易く、留意が必要である。

また、引き続き、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リスク要因としてみておきたい。中国では、大幅な金融緩和を背景に、住宅価格が前年比二桁の伸びに達するなど、資産バブル懸念が高まっており、昨年12月から中央政府の対策が相次いでいる。また足元、香港でも高級物件を中心に資産バブルが懸念されているほか、シンガポールや台湾などNIEsやベトナムなどでも住宅価格は上昇傾向を辿っており、当局は資産インフレの動向を注視し始めている。今後、各国金融当局は、出口戦略を模索するなか、早期引き締めによる景気腰折れリスクと、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、難しい舵取りが求められよう。

#### 海外からの投資集中リスク

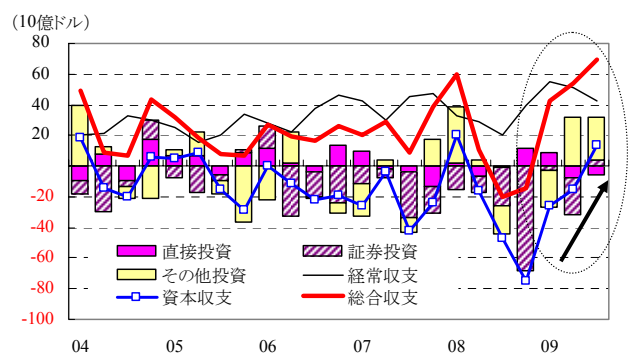
また、世界的にみて早い段階での景気持ち直しに成功し、2010年にも比較的良好的なパフォーマンスが期待できるアジアについては、海外からの投資資金が集中するリスクがある。アジア各国では、リスク選好度の回復に伴う海外からの投資資金回帰などで、2009年後半以降、資本収支が大幅に改善している。足元、欧州における信用不安などを背景に、株価や為替相場の調整がみられるものの、ファンダメンタルズ面からアジアへの投資が選好され易いことには変わりはなく、海外からの投資資金集中による株や不動産など資産バブルには留意する必要がある。

第10図：アジア主要国の不動産価格の推移



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：アジアの国際収支



(注)ASEAN4(インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ)およびNIEs(韓国、香港、台湾、シンガポール)の合計。

(資料)CEIC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

##### アジア域内の FTA が大きく進展

今年、アジア域内の FTA を通じた市場統合が新たな局面を迎えた。ASEAN 自由貿易地域 (AFTA) では、ASEAN 原加盟 6 カ国 (ブルネイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ) が、1 月 1 日から 7,881 品目に対する域内関税を撤廃、一部 (除外品目やセンシティブ品目 487 品目) を除く 5 万 4,457 品目 (99.1%) の関税率が無税となり、6 カ国の域内平均関税率は 0.05% まで低下した。さらに、ASEAN と中国の FTA に基づき、ASEAN 原加盟 6 カ国と中国の間で約 9 割の品目に対する関税率が撤廃されたほか、ASEAN-インド、ASEAN-豪州・ニュージーランド、韓国-インドの FTA が相次いで発効した。

AFTA が、関税撤廃という点ではほぼ完成に近づくなか、今後は、2015 年の「ASEAN 経済共同体 (AEC)」構築に向け、輸入品に対する数量制限や課徴金、規準・認証制度などの非関税障壁や、サービス貿易、投資、人の移動に関わる障壁の削減・調和などが課題となる。

##### 広域インフラ整備 による物流面での 市場一体化

また、アジアでは、物流面での市場一体化に向け、「メコン総合開発」、「デリー・ムンバイ産業大動脈 (DMIC)」、「BIMP 広域開発」(注)、「メコン・インド産業大動脈」など広域インフラ開発計画が動き出しつつあり、とくにメコン地域では、南北、東西、南部など各経済回廊の開発で進展がみられる。日本政府は、昨年 11 月の日メコン首脳会議での合意に基づき、「日メコン官民対話」を設置、ハードインフラの開発にとどまらず、通関業務の迅速化など国境を越える物流に関わるソフトインフラの整備、中小企業や新産業の育成などを通じた域内格差の是正など、同地域の総合的な開発を目指している。アジア域内の物流の円滑化による域内貿易の拡大と域内格差の是正は、中長期的なアジア内需の拡大を後押ししよう。

(注) BIMP (ビンプ) は、ブルネイ (B)、インドネシア (I)、マレーシア (M)、フィリピン (P) の 4 カ国が対象国。

#### (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 4 四半期の実質 GDP 成長率が前年比 10.7% と 1 年半振りに二桁成長に回帰した。世界景気の持ち直しを反映して、輸出回復の兆しがあらわれる一方、金融の超緩和の修正に伴い、過熱気味の投資拡大には歯止めがかかり、これまで輸出減少を内需過熱で補うという歪な構造が解消されてきた。

政府は積極財政を掲げつつも、輸出回復を踏まえ、投資過剰業種に対する規制強化などで投資加熱の調整に取り組んでいる。金融当局も、1 月以降、2 度にわたり預金準備率の引き上げ (合計 1.0%) を決定するなど、

金融超緩和路線からの修正を着実に進めている。

今後を展望すると、海外景気の持ち直しによる輸出拡大が見込まれる一方、過熱気味の投資は抑制されるため、2010年の実質 GDP 成長率は9.8%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、12月に打ち出された小型車減税の期限延長など消費振興策の拡充、所得・雇用環境の改善、上海万博による浮揚効果などから、堅調を維持しよう。

## ②NIEs

輸出依存度が高い NIEs 諸国・地域でも、財政出動や金融緩和による内需の改善に加え、中国の内需拡大策の影響による輸出の拡大などを追い風に、景気回復傾向が鮮明となっている。シンガポールや韓国などでは、前年の落ち込みの反動もあり、第4四半期の実質 GDP 成長率は大幅なプラス成長を記録した。もっとも、前期比ベースでみると、成長率は鈍化しており、回復ペースは V 字回復モードから巡航速度へシフトしつつある。

2010年は、内外の需要回復と雇用・所得環境の改善などが、景気回復を後押ししよう。実質 GDP 成長率は、2009年通年の前年比▲1.1%と1998年（同▲3.4%）以来のマイナス成長に対し、2010年は同4.5%へ回復すると予想する。

## ③ASEAN

ASEAN4 カ国の経済は、景気刺激策や金融緩和の効果により、内需を中心に持ち直しに転じている。インドネシアでは、第4四半期の実質 GDP 成長率が前年比5.4%へ加速したほか、輸出依存度の高いマレーシアやタイでも、第4四半期についてはプラス成長が見込まれる。

2010年は、内需の回復に加え、先進国経済の持ち直しに伴う輸出の拡大などで、景気回復基調が強まろう。ASEAN4 全体の実質 GDP 成長率は、2009年通年の前年比1.1%から同4.8%へ成長ペースが加速しよう。

## ④インド

インド経済は、物品税引き下げなどの景気刺激策や、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。食料品価格の高騰を主因としたインフレ懸念もあり、中銀が預金準備率を引き上げるなど、出口戦略が徐々に始動している。

2009年度（2009年4月～2010年3月）については、少雨による農業生産の落ち込みや輸出の低迷もあり、実質 GDP 成長率は、7%前後にとどまるものの、2010年度には、内需の回復の本格化や世界経済の持ち直しなどを追い風に、成長ペースは7%台後半まで高まると予想する。

（中村 明、福地 亜希）

第1表：アジア経済見通し総括表

GDP規模		実質経済成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支(億ドル)		
		2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年
2008/bilUS\$										
中国	4,402	9.6	8.7	9.8	5.9	▲0.7	3.0	4,261	2,841	3,057
韓国	947	2.2	0.2	4.5	4.7	2.8	3.4	▲58	427	308
台湾	393	0.7	▲2.6	4.2	3.5	▲0.9	1.2	251	389	373
香港	216	2.4	▲3.0	3.8	4.3	0.5	2.7	305	214	240
シンガポール	182	1.4	▲2.0	6.0	6.6	0.6	3.0	362	340	350
NIEs	1,738	1.8	▲1.1	4.5	4.6	1.4	2.8	860	1,370	1,271
インドネシア	512	6.1	4.5	5.6	10.3	4.8	6.5	1	105	80
マレーシア	222	4.6	▲2.5	4.8	5.4	0.6	2.5	389	315	290
タイ	273	2.5	▲2.3	4.0	5.5	▲0.8	3.7	16	203	128
フィリピン	169	3.8	0.9	3.9	9.3	3.2	5.0	39	78	54
ASEAN 4	1,176	4.7	1.1	4.8	8.1	2.5	4.9	445	701	552
インド	1,210	6.7	6.9	7.8	9.1	11.2	7.0	▲298	▲240	▲212
アジア10カ国・地域	8,526	6.9	5.4	7.8	6.4	1.9	3.8	5,268	4,672	4,668
ベトナム	90	6.2	5.3	6.5	23.1	6.9	9.8	▲92	▲75	▲85

(注)インドは年度(4月~3月)ベース。

## 2. 中国

### (1) 現状

第4四半期は1年半振りに二桁成長に回帰

輸出は世界的な景気持ち直しを反映して、12月には増加へ

投資は金融超緩和路線の修正に伴い、過熱に歯止め

中国では、2009年第4四半期の実質GDP成長率が前年比10.7%と1年半振りに二桁成長に回帰した。この結果、2009年通年の成長率は8.7%と政府目標の8%を上回った。内訳をみると、第4四半期には、世界景気の持ち直しを反映して、輸出回復の兆しが現われる一方、金融の超緩和の修正に伴い、過熱気味の投資拡大には歯止めがかかっており、これまでの輸出減少を内需過熱で補うという歪な構造が解消されてきた。

輸出は第4四半期には前年比+0.2%と四半期ベースでは1年振りに増加に転じた。月次でみると、前年比増加に転じたのは12月であったが、同+17.7%と伸びが高く、四半期全体を押し上げる結果となった。主要輸出先別では、11月からすでに大幅増に転換していたASEAN、NIEs向けに加え、12月には欧米向けも二桁増となり、世界的な景気持ち直しの好影響が鮮明である。なお、2009年通年でみると、輸出は前年比▲16.0%と過去に例のない大幅減少となったが、それでも、水準はドイツを上回って世界最大の輸出国に浮上した。

一方、投資は第4四半期には前年比+23.3%と前期(同+33.2%)に比べ、過熱気味の拡大が収まってきた。当局はグローバル危機に対応すべく、2009年前半には大幅な貸出増加を容認したが、年後半には窓口規制、資金吸収オペレーションなどを通じて修正した結果、月平均の貸出増加額は年前半の1兆2,777億元から年後半には3,684億元まで抑制され、その効果が窺われる。業種別では、投資過剰を指摘された業種を中心に総



じて伸びが鈍る一方、危機後、低迷を続けていた繊維・電子情報などが海外需要の持ち直しに伴い、回復に向かい、正常化が進んできた感がある。

### 消費は自動車販売に牽引され、安定成長続く

消費は前年比+16.5%と前期（同+15.4%）から小幅加速となり、引き続き、安定的に景気の下支え役を果たした。とくに都市部では所得の伸びは鈍っているにもかかわらず、消費の好調が堅持されている。これには、自動車販売台数が前年比+85.7%にも達する盛り上がりを呈していることが大きく貢献している。前期に続いて、減税対象である小型車（同+104.6%）のみならず、中・大型乗用車（同+58.2%）、商用車（同+79.8%）も大幅に伸びている。2008年時点で都市部の自動車保有率が100世帯当たり8.8台にとどまっていたフロンティア市場だけに、一般市民の購買意欲に火がついた感がある。結局、2009年通年の自動車販売台数は前年比+46.2%の1,364万台と、グローバル危機下とは思えない勢いで伸び、米国を抜いて世界最大の自動車市場に躍り出るという強烈なポジティブサプライズを実現した。

## (2) 見通し

### 積極財政・金融緩和を掲げつつもインフレ対策強化

中央経済工作会議で提起された2010年の経済政策の基本方針は、積極財政と適度な金融緩和路線を堅持して、経済成長を維持しつつも、構造調整、インフレ期待の管理を進めるというものであった。

### 人民元上昇や対中輸入規制はあるも、海外需要の持ち直しに伴い、輸出回復

輸出は昨年12月に続き、1月も前年比+21.0%と高い伸びとなっており、こうした増加基調への回帰は政府方針に従った政策運営を容易にするものである。むろん、人民元相場が2008年7月以来、ドル・ペッグに回帰したかのような安定水準を続けていることに対しては、海外の不満が強まっており、また、当局のインフレ懸念も踏まえれば、年内には緩やかな切り上げの再開が予想される。加えて、世界的な対中輸入規制の急増という懸念材料もあるものの、海外需要の持ち直しのプラス効果を考慮すれば、今後も、堅調な輸出拡大が見込まれよう。

輸出回復を踏まえて、政府は投資過熱の調整を着実に推進しよう。2010年の貸出増加額の目標値は7.5兆元に設定され、前年の目標（5兆元）よりは大きいとはいえ、実績（9.6兆元）に比べれば相当に抑制された水準になっている。最大の危機対策である4兆元の内需拡大策は2010年にかけてのものであるが、中央政府の支出額は1.18兆元にとどまり、残りは地方政府・企業の支出が見込まれている以上、これを支える意味からも妥当な水準といえよう。

こうしたなか、銀行は将来的な引き締め強化への警戒感から貸出を急ぎ、2010年1月第1週には早くも貸出増加額が6,000億元に達した。これが当局の対応策を誘発し、1月12日には、預金準備率の0.5%引き上げが決定した。さらに、貸出額を急増させた一部銀行に限定して貸出停

政策調整による過剰抑制の一方、輸出産業の回復があり、投資は安定成長

止、貸出回収、預金準備率引き上げなどの措置が導入されたとの報道が相次いだ。最終的に、1月の貸出増加額は1兆3,900億元に達した。すると、この統計発表の翌日、かつ、旧正月前の銀行の最終営業日となる2月12日には預金準備率の再引き上げ(0.5%)が決定された。

投資過剰業種については、鉄鋼における中小メーカーの統廃合、石炭化学における一部製品の3年間設備増強禁止など、規制を強化している。しかし、4兆元対策に基づくインフラ整備、重点産業発展のための投資などは必要不可欠として奨励されており、また、海外需要の持ち直しを受けた輸出産業の投資の回復傾向も続くことからすれば、投資の安定成長は見込むことができよう。

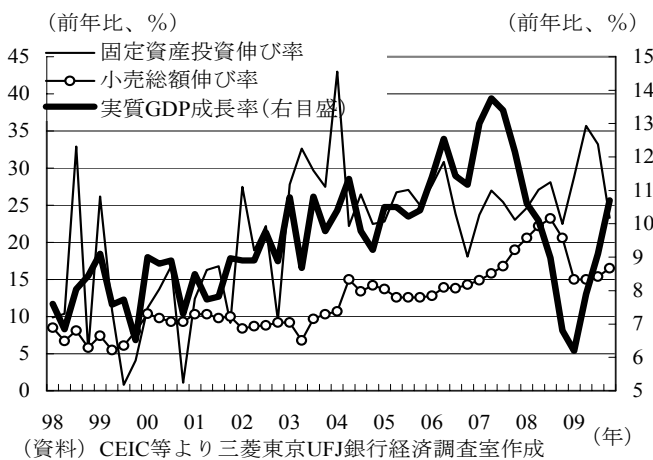
消費についても堅調を維持するとみられる。12月9日に消費振興の追加対策が打ち出され、小型車減税と農村部の自動車・バイク購入補助については、2009年末の期限を延長、自動車買い替え補助については補助金引き上げ、家電購入補助については農村部では、対象品の価格上限引き上げ、都市部では対象地域拡大など、多方面から見直された。また、所得環境をみても、出稼ぎ農民の雇用情勢は華南を中心に逼迫が広がり、各地で最低賃金の二桁引き上げが再開されるなど、明るさを増している。

消費振興策の拡充、所得増、万博の浮揚効果などから消費は堅調維持

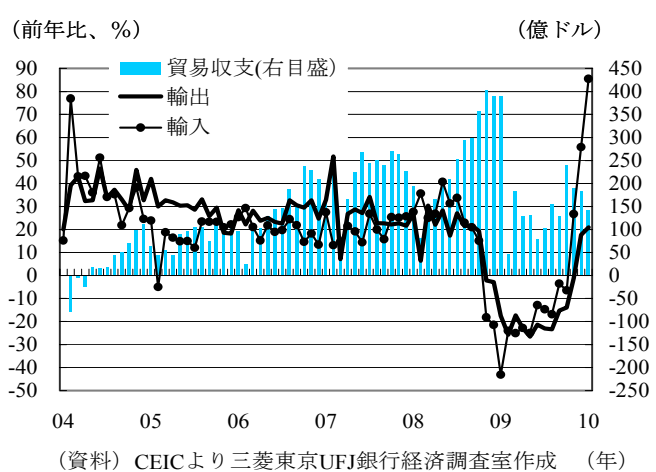
なお、5~10月に開催される上海万博では、来客数見込みが当初の7,000万人から1億人にまで引き上げられ、大きな浮揚効果が期待されている。70年の大阪万博で6,422万人という実績からすれば、それも過大評価とはいえない。

以上を総合すれば、今後、海外景気の持ち直しに伴う輸出回復の一方、過熱気味の投資は抑制される形で、2010年の実質GDP成長率は9.8%と前年の8.7%に比べ、若干の景気加速が予想される。

第12図：中国の成長、投資、消費の推移



第13図：中国の貿易動向



### (3) リスクシナリオ

#### 内需過熱に伴うインフレリスク

むろん、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は熾っている。製品価格については、原材料価格の上昇傾向が見込まれるなかでも、投資拡大に伴う供給過剰が上昇圧力を抑えると考えられる。しかし、2007～2008年同様、食料品価格や住居費は上昇傾向にあり、これらに主導された物価上昇のリスクは高まっており、消費意欲の低減や低所得層の不满には注意を要する。

さらに、より深刻なのは資産インフレである。もともと、株価については、2009年8月初頭まで急騰したとはいえ、以降は引き締め警戒感から伸び悩み、2007年10月の史上最高値圏からみれば半分程度にとどまっている。これに対し、住宅価格は、株価ほどの落ち込みがないまま、再度上昇し、2009年後半以降は史上最高値の更新を続けている。このため、中央政府は12月から住宅投機の抑制を主眼に、個人の住宅売却時の免税条件の厳格化、不動産開発業者への金融規制強化などの対策を相次いで導入した。上海、北京など独自に対策を導入する地方政府もあるが、公有地の売却代金は地方政府の主要財源であるだけに、歳入の地方への配分増などの財政改革も同時に進めなければ、実効を挙げることは難しいとの見方もある。

ただ、一般国民にとって住宅を入手できないという不満は大きいものの、多額のローンに依存して高額物件を取得するケースは少ないことから、住宅バブル崩壊により家計がダメージを被るリスクは低いという点は不幸中の幸いというべきであろう。むろん、不動産市況は多額の貸出資金の流入で押し上げられている以上、不良債権化のリスクは残る。一方、バブルをつぶすために極端な引き締めや不動産増税というショック療法に走れば、それもまた、大きなリスクを孕んでいることも忘れられてはなるまい。

#### 警戒すべき政府間対立の余波と自国企業優先主義

仮に、こうしたマクロ面でのリスクが顕在化せず、中国が安定成長を続けた場合でも、ビジネス面で警戒すべき要素はある。政府主導の迅速な対応で危機を巧みに乗り切ったため、政府の自信は高まり、独自の姿勢をより強く打ち出すことで欧米を中心に他国との緊張関係が高まる兆しがある。米インターネット検索大手のように自発的に中国ビジネスからの撤退の可能性を打ち出すケースは稀で、通常、外国企業は受動的に政府間の軋轢の余波を受ける恐れがある。

また、これまで、中国は、外資を積極的に受け入れることで急速な資本・技術の蓄積に成功したが、その結果、中国企業の発展の余地を拡大するために、外国企業の国内市場におけるプレゼンスを制限しようとする動きも垣間見える。加えて、政府は自動車、鉄鋼をはじめとする基幹産業を国有大企業を中心に再編成し、国際競争力の高いグローバル企業を育成しようとしており、そこでは外国企業のみならず地場の民間企業

すら伸張を阻まれかねない状況であることも念頭に置く必要がある。  
(萩原 陽子)

### 3. NIEs

#### (1) 韓国

現状：内外需ともに回復傾向

韓国経済は、回復傾向が続いている。第4四半期の実質GDP成長率(速報値)は前年比6.0%と前期(同0.9%)から加速、2009通年では+0.2%と小幅プラス成長を確保した。もっとも、2009年度予算案の前倒し執行の影響や外需急回復の一服などにより、前期比ベースでは+0.2%と前期(同+3.2%)から回復ペースは鈍化した。

足元、月次の指標をみると、12月の製造業稼働率が100%超と危機前の水準を回復したほか、設備投資の先行指標とされる国内機械受注(除く船舶)が、前年比二桁の高い伸びをみせるなど、回復基調が鮮明となっている。また、輸出は、前年の落ち込みの反動もあり、中国をはじめアジア域内向けを中心に11月以降前年比二桁増が続いている。

雇用回復に遅れ

他方、雇用環境は回復が遅れている。雇用者数は、常用雇用者が増加する一方、公共部門における職場創出事業の終了などもあり非常用雇用者の減少が続くなど、全体として一進一退の動きとなっている。1月の失業率(季節調整値)は、景気回復に伴う求職活動人口の増加などもあり、4.8%と前月の3.5%から急上昇し、約10年ぶりの高水準となった。

物価は上昇基調

消費者物価上昇率は、上昇傾向が続いており、1月は寒波や原油価格上昇などの影響で前年比3.1%と、9カ月ぶりに3%台に達した。不動産価格は、首都圏を中心に上昇傾向がみられるものの、昨年半ば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。

見通し：成長率は4%台へ加速

今後、韓国経済は、景況感の改善に伴う内需の回復や、公共事業の継続、先進国経済の持ち直しに伴う輸出の拡大などで回復基調が続こう。2010年の成長率は前年比4%台への加速を予想する。個人消費は、自動車購入支援策の効果の一巡や雇用回復の遅れなどが下押し圧力となるものの、政府は2010年度予算案の約7割を年前半に前倒しで執行し、中小企業や低所得層を対象とした減税や雇用対策など景気に配慮した政策を維持する方針であり、内需の下支えが見込まれる。

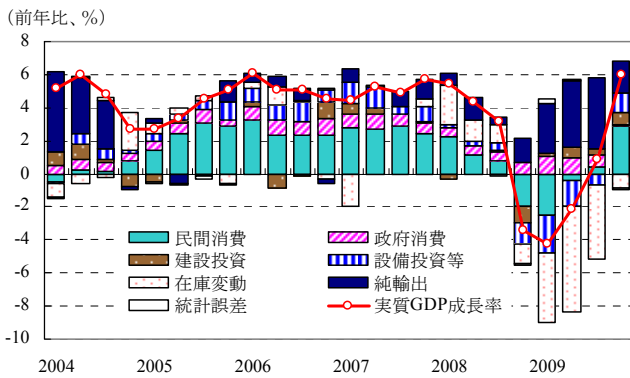
中銀は慎重に出口を模索

韓国銀行(中央銀行)は、2008年10月以降、昨年2月までに合計3.25%の利下げを実施して以来、政策金利を2.0%と過去最低水準で据え置いている。足元は、ギリシャなどの財政悪化を発端とする国際金融市場の不安定化もあり、当面は景気に配慮した金融政策を維持する方針である。しかし、年後半には、インフレ率が、中銀の物価安定目標(3.0%±1.0%) (注)の上限に達する可能性があり、今後、景気と物価、金融市場の動向などを見極めながら、慎重に出口を模索する展開となる。

(注) 韓国銀行(中央銀行)は、2010~2012年のインフレターゲットの物価安定目標を従来の3.0±0.5から3.0%±1.0%へ拡大した。

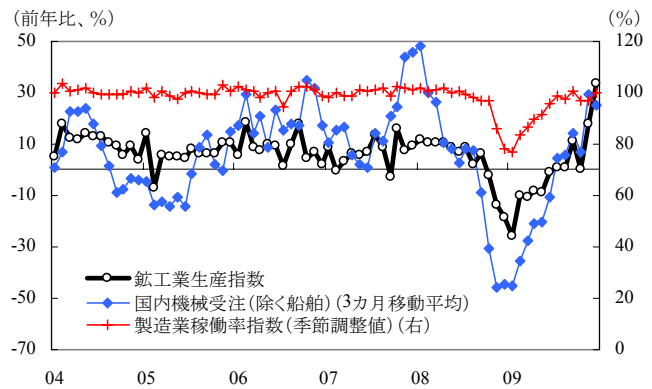
(福地 亜希)

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：韓国の生産動向



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 台湾

現状：輸出急増により生産活動活発化

台湾では輸出主導の景気回復が進んでいる。輸出は昨年 11 月以降、前年比で大幅な増加基調にあり、1 月には+75.8%に達した。なかでも、最大の輸出先である中国向けの勢いは同+187.8%と際立っている。輸出急増を反映して、工業生産も顕著な回復をみせ、12 月には同+47.3%でほぼリーマンショック前の水準に戻ってきた。

小売売上高も昨年 7 月に前年比増加に復して以来、加速を続け、12 月には+13.8%まで高まった。失業率のピークアウト、株高基調に加え、小型車購入に対する物品税免税の年末期限切れを前にした駆け込み需要による押し上げ効果も大きかった。

中国効果がグローバル危機のダメージを限定

なお、馬英九政権は、台湾の成長の切り札として、中国との経済交流強化を進めており、その経済効果がグローバル危機の打撃を限定した側面は否定できない。2008 年 7 月の中台間の直接渡航解禁に伴い、2009 年の中国人の来訪者数は 97 万人と従来から首位を続けてきた日本人来訪者数の 100 万人に拮抗する水準まで一気に急増し、来訪者数全体を前年比+14.6%まで押し上げた。また、中国は 2009 年中に 8 度の大型買い付けミッションを通じて 150 億ドルにのぼる購買契約を成立させるなど、強大な購買力をみせつけ、台湾の輸出企業のダメージを和らげる役割を果たした。

見通し：輸出拡大により堅調な景気回復

2010 年は輸出の好調な拡大に伴う景気回復が見込まれる。昨年の輸出が前年比▲20.4%の大幅減少となった反動から、すでに、先進国・途上国を問わず、急速な回復が始まっている。輸出回復に加え、中国との経済交流強化の動きは IT 企業を中心に投資意欲を喚起しており、2 年連続で大幅減少を続けてきた民間投資は顕著な増加が期待される。一方、景気拡大に伴い、雇用情勢の改善が進もうが、自動車減税の期限切れに伴うマイナスのインパクトを考慮すれば、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4.2%と前年の同▲2.6%から回復が予想される。一方、消費者物価上昇率は1月には前年比0.3%と1年振りにデフレを脱却した。今後も原材料価格の上昇などから上昇を続ける見込みであるが、消費の盛り上がりを欠くなかで上昇圧力は限定されることから、2010年通年で1.2%の物価上昇を予想する。もっとも、住宅ローン金利低下に伴い、2009年秋から住宅価格の上昇が目立っており、住宅バブル懸念には中央銀行も警戒感を募らせている。

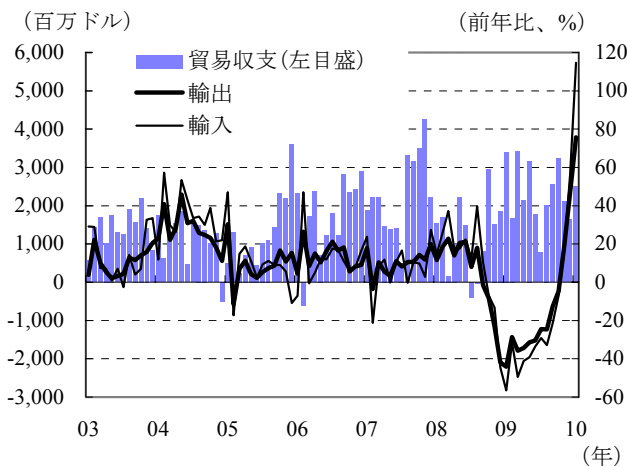
### 中国との経済緊密化で広がるチャンスと不安

なお、中台関係については、2010年1月に、経済協力枠組み協定の交渉が開始され、年前半の調印を目指している。同協定に基づき、関税が撤廃されれば、台湾は主力であるIT分野の対中輸出において、競合する日本・韓国に比べ、優位に立つ。このようにメリットが大きい協定の早期締結に弾みをつけるべく、台湾当局は、2月には、第6世代以降の大型液晶パネルなどの対中投資を解禁する規制緩和に踏み切った。

ただし、与党・国民党は2009年12月の統一地方選挙では、首長ポストを2つ減らし、2010年1月の議会補欠選挙では3議席全てを野党・民進党に奪われるなど、馬政権に対する市民の支持は揺らいでいる。この背景には、台風被害への対応の遅れ、米国産牛肉の輸入解禁など、世論の批判を招く事態が相次いだことに加えて、中台関係の緊密化を急ぐ動きに対する不安も指摘されている。巨大市場参入のメリットと中国にのみ込まれるリスクをいかに調整していくのかは台湾経済にとって中長期的にも大きな課題といえよう。

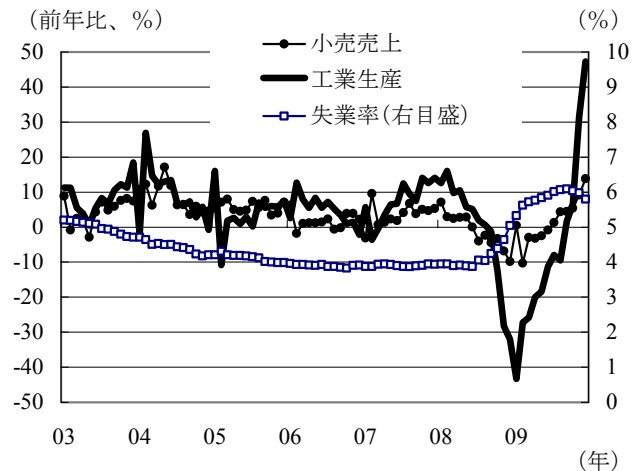
(萩原 陽子)

第16図：台湾の貿易動向



(資料) CEIC より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：台湾の生産と消費



(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：内需先行で  
景気は持ち直すも、  
不動産バブル懸念

香港経済は内需先行で持ち直してきた。10～12月には小売売上高が平均で前年比+10.0%と急回復している。この背景には、まず、経済政策の効果があり、公共工事の大幅増加や雇用補助金支給などの雇用対策、ならびに、減税や低所得者向け補助金などの生活支援策を通じて、雇用・所得環境の改善が進んだ。また、同期間には、中国人旅行客が前年比+16.6%も増えて、その旺盛な購買力を発揮した。加えて、世界的な金融緩和の下で、堅調な中国経済の好影響を期待する海外資金が香港に流入し、株価・不動産価格を押し上げ、資産効果を高めた。

ただし、不動産に関してはバブル懸念が生じており、10月に金融当局は、1戸当り2,000万香港ドル以上の物件に対しては頭金比率を30%から40%に引き上げた。これにより、ペースは緩和されたとはいえ、価格上昇は続いている。

一方、輸出は11月から前年比増加に転じたが、中国向けの増加によるもので、欧米向けは依然として減少が続いていることから、勢いを欠くものとなっている。

見通し：輸出回復  
の波及効果と公共  
事業で緩やかな成  
長へ

香港経済は今後も回復を続けよう。中国の輸出は急回復しており、勢い、中国製品の仲介貿易センターである香港の輸出も出遅れている欧米向けを含め、改善に向かう可能性が高い。その波及効果は内需回復にも弾みをつけよう。

加えて、景気・雇用対策として公共事業が一段と拡大される見込みである。2007年に曾蔭権行政長官が施政方針で打ち出した10大インフラ・プロジェクトの一つである香港－珠海－マカオ大橋建設が2009年12月からようやく着工に至ったのみならず、10大プロジェクト外の地下鉄延伸工事やバイパス敷設工事なども計画されている。

中国経済との緊密化進展による経済効果も続こう。グローバル危機を経て、中国当局は人民元国際化に注力するようになり、人民元オフショアセンターとして香港の国際金融市場の魅力は増している。中国・香港間の経済協力協定(CEPA)に基づく中国市場開放策は毎年拡充されている。

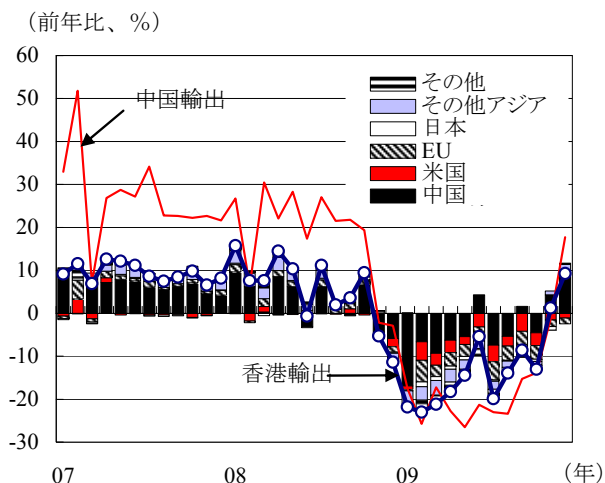
これらを考え合わせれば、2010年通年の実質GDP成長率は前年比3.8%と前年の▲3.0%のマイナス成長から回復する見込みである。

なお、12月時点で消費者物価上昇率は前年比1.3%にとどまっているものの、危機対策の一つである固定資産税免税が3月には期限切れとなることから、物価上昇が目立ってこよう。景気回復ペースは緩やかと想定されることから、2010年通年の物価上昇率は2.7%と予想されるが、さらに中国から輸入する食料品価格や不動産価格の高騰があれば、2008年のようにインフレリスクが高まる。一方、諸外国が金融緩和路線を修正する出口戦略に踏み切れれば、これに伴い、海外資金が流出に転じ、不動産バブルがはじ

けるリスクについても注意を要する。

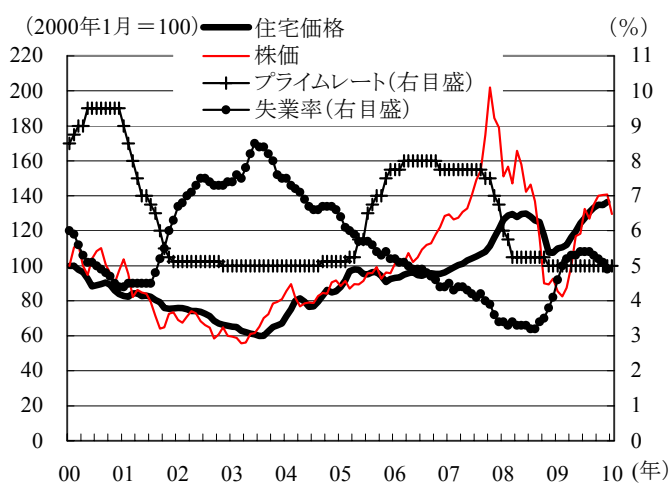
(萩原 陽子)

第 18 図：香港の地域別輸出の推移



(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の推移



(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 4 四半期の成長率は 2 四半期連続のプラス

雇用環境の改善を受け、消費は回復

シンガポール経済は回復傾向が鮮明になっている。2009 年第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 4.0%と前期(同 0.6%)から伸びが高まった。産業別にみると、製造業(同+2.2%)は前期(同+7.6%)から鈍化したものの、サービス業(同+4.1%)が 5 四半期ぶりにプラスに転じたほか、建設業(同+11.2%)が 12 四半期連続で二桁増を維持した。

需要項目別にみると、民間消費は雇用環境の改善を背景に前年比 4.3%と前期(同+0.8%)から伸びが加速した。第 4 四半期の失業率(季節調整値)は 2.1%と前期(3.4%)から大幅に低下した。雇用者数が前期比+38.7 千人と前期(+14.0 千人)から増加する一方、解雇者数は 1.5 千人と前期(2.5 千人)から減少した。他方、低迷が続いていた外需は回復傾向が鮮明になっている。第 4 四半期の非石油地場輸出(NODX)は前年比+8.2%と 7 四半期ぶりにプラスに転じた。医薬品など非電子部門に加え、低迷が続いていた電子部門も回復傾向にある。

第 4 四半期の民間住宅価格は前期比+7.4%と上昇が続いているが、昨年 9 月に政府が打ち出した市場安定化策(不動産投機を誘発する住宅ローンの禁止など)を受け、前期(同+15.8%)から鈍化した。

物価は上昇に転じつつある。12 月の消費者物価上昇率は前年比横ばいと 9 カ月ぶりにマイナスから脱した。



**見通し：2010年は6.0%成長、サービス業が牽引**

シンガポール経済は、世界経済の持ち直しに伴い回復傾向が鮮明となり、2010年の成長率は6.0%まで高まると予想する。とりわけ、年前半は前年の大幅な落ち込みの反動で成長率は大幅に加速する見込みである。

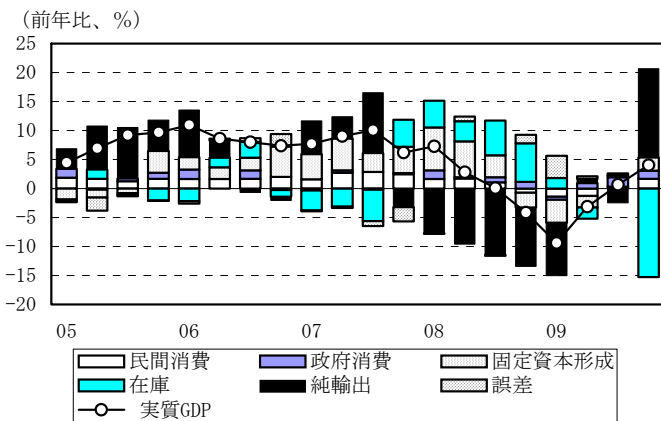
需要項目別にみると、シンガポール経済の柱である外需が回復に向かうことに加え、雇用環境の改善を受け民間消費の持ち直しが期待できる。産業別にみると、先進国の需要に左右される製造業の回復ペースは緩やかにとどまる一方、域内の堅調な需要に支えられサービス分野が経済の牽引役となろう。国内2カ所の総合カジノリゾートの開業による観光業の拡大もサービス業の回復を後押しすると考えられる。他方、これまで好調であった建設業は、公共投資が下支えするものの、民間の大型プロジェクトが一巡することから伸びは鈍化する見込みである。

**MASは年前半は中立的な為替政策を維持**

物価は、公団住宅（HDB）の評価額引き上げや賃金の上昇が見込まれることから、消費者物価上昇率は2009年の0.2%から2010年は3.0%へ大幅に加速すると予想する。シンガポール通貨庁（MAS）は、4月の金融政策方針では中立的な為替政策を維持しよう。

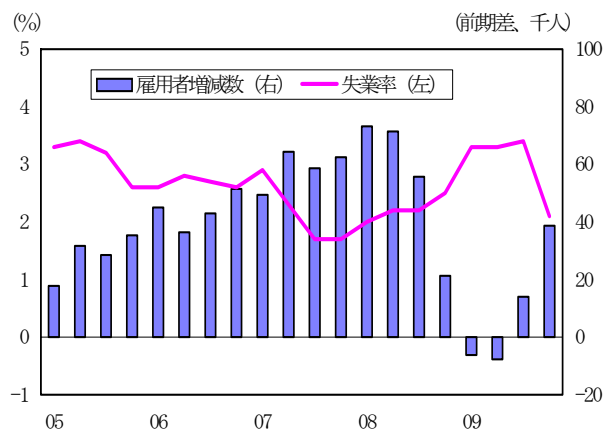
（シンガポール駐在 竹島 慎吾）

第20図：シンガポールの成長率動向



（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第21図：シンガポールの消費動向



（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 4 四半期の成長率は 5.4% へ加速

インドネシア経済は内需主導で回復ペースが加速している。2009 年第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 5.4% と前期（同 4.2%）から伸びが高まった。この結果、2009 年の成長率は 4.5% と前年（6.1%）から減速したものの、タイやマレーシアなどの ASEAN 諸国と比べ高い成長率を達成した。

内需は良好な消費者マインドを背景に民間消費（同+4.0%）が底堅く推移したことに加え、建設投資を中心に総固定資本形成（同+4.2%）の伸びが高まった。また、景気刺激策を受け、政府消費（同+17.0%）は 6 四半期連続で二桁増となった。他方、外需は海外経済の回復を受け、輸出（同+3.7%）、輸入（同+1.6%）ともにプラスに転じた。

消費者物価上昇率は昨年 7 月以降、2% 台で推移してきたが、1 月はコメなど食品価格の上昇で同 3.7% と伸びが高まった。中銀はコメ価格の上昇は一時的で、3~4 月の収穫期に入れば価格は落ち着くとみている。

中銀は昨年 9 月以降、政策金利を据え置き

中銀は 2008 年 12 月以降 9 カ月連続で政策金利を 9.5% から 6.5% まで引き下げてきたが、景気が回復に向かう中、物価が落ち着いていることから昨年 9 月以降は 6 カ月連続で政策金利を 6.5% で据え置いている。

見通し：2010 年の成長率は 5% 台へ加速

インドネシア経済は、消費を中心に内需が堅調なことに加え、海外景気の回復により輸出が持ち直すことから、2010 年の成長率は 5.6% まで高まると予想する。

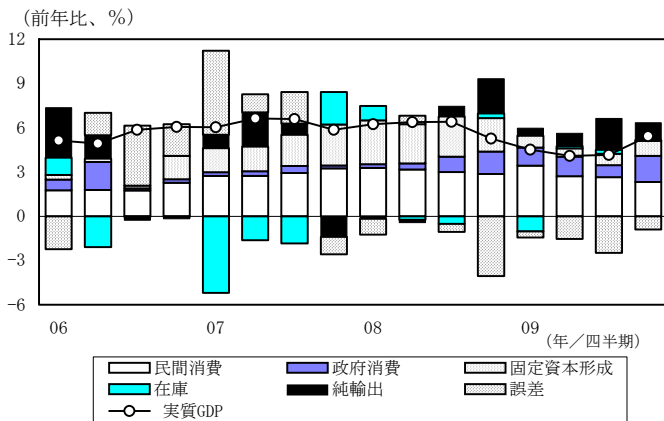
消費は良好な消費者マインドを背景に堅調が持続する見込みである。1 月の消費者信頼感指数は 110.5 ポイントと「楽観」と「悲観」の分岐点である 100 ポイントを 10 カ月連続で上回った。中でも、半年先の所得の見通しを示す期待指数が上昇しており、所得の先行きに対する楽観的な見方が増加している。これは、商品価格が高値圏で推移していることから、農村部を中心に農業収入の拡大期待が高いことが一因と考えられる。また、投資は生産・輸出の回復を受け、企業の設備投資が持ち直すことが見込まれる。

中銀は早期利上げに慎重な姿勢

物価は国内景気の回復と国際商品価格の上昇でインフレ圧力が高まるであろう。2010 年の消費者物価上昇率は前年比 6.5% と 2009 年（同 4.8%）から上昇すると予想する。中銀は物価の先行きについて、少なくとも年前半はインフレ圧力は高まらないとみており、早期利上げに慎重な姿勢を示している。もっとも、政策金利は歴史的な低水準にあること、ルピア相場が安定していることから、インフレの兆しが生じた場合、金利正常化に向け早めに利上げに転じる可能性があるだろう。

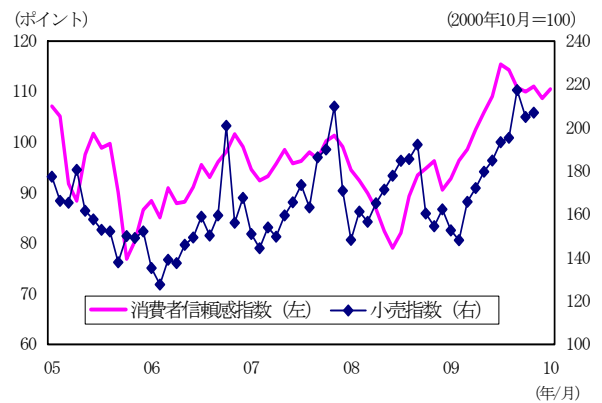
（シンガポール駐在 竹島 慎吾）

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動向



(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：景気は回復傾向が鮮明に

マレーシア経済は回復傾向が鮮明になっている。2009年第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比▲1.2%と前期（同▲3.9%）からマイナス幅が縮小した。外需は低迷が続いたものの、低金利や雇用環境の安定を背景に民間消費（同+1.5%）が持ち直したことに加え、大型景気刺激策を受け政府支出（同+10.9%）が二桁増となった。

足元の指標は回復傾向を維持しており、第4四半期の成長率はプラスに転じたとみられる。第4四半期の輸出は前年比+9.8%と5四半期ぶりにプラスとなったことに加え、内需は企業、消費者マインドともに改善が続いており、企業の設備投資、家計の消費活動共に上向いている。第4四半期の設備稼働率は81.4%と前年比+6.7%と大幅に上昇、自動車販売台数は前年比+17.6%と二桁増となった。他方、第4四半期の輸出は前年比+9.8%と5四半期ぶりにプラスに転じた。先進国向けの低迷が続く一方、中国を中心としたアジア域内向けが大幅増となった。

消費者物価は7カ月ぶりのプラス

物価は上昇に転じている。2008年6月のガソリン価格引き上げの反動で前年割れが続いていたが、12月の消費者物価上昇率は前年比1.1%と7カ月ぶりにプラスに転じた。中銀は景気回復を確実なものにするために、1月の金融政策委員会で翌日物金利を2.0%で据え置いた。

見通し：2010年の成長率は4.8%

2010年のマレーシア経済は、海外景気の持ち直しや在庫調整の一巡に伴い、回復が続く見込みである。2010年の成長率は4.8%まで高まると予想する。

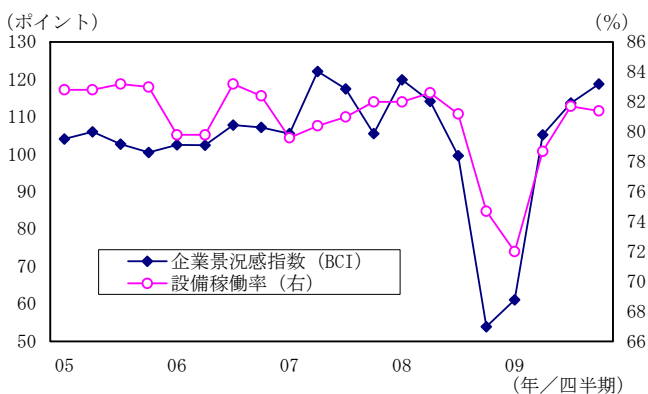
2010年度の予算案は緊縮型で、景気よりも財政規律を重視したものとなったが、①昨年3月に打ち出された総額600億リング規模（GDP比約9%）の追加景気刺激策が引き続き景気を下支えすること、②雇用環境の改善を背景に、消費は堅調に推移すること、などから内需は持ち直し傾向が続く見込みである。他方、輸出は先進国の回復は緩やかにとどまるものの、高成長が見込まれる中国向けの増加が牽引役となろう。

中銀は政策の軸足を景気に置く一方、インフレへの警戒感も

中銀は 2010 年の消費者物価上昇率は緩やかな上昇にとどまるとみており、政策の軸足をインフレよりは景気に置く方針を示している。2010 年の消費者物価上昇率は前年比 2.5%と 2009 年（同 0.6%）から上昇する見込みである。中銀が利上げに踏み切るのは第 4 四半期と予想するが、1 月の金融政策委員会の声明文で、低金利の長期化がもたらす副作用について言及しており、インフレの兆しが生じた場合は早期利上げに踏み切る可能性もあろう。

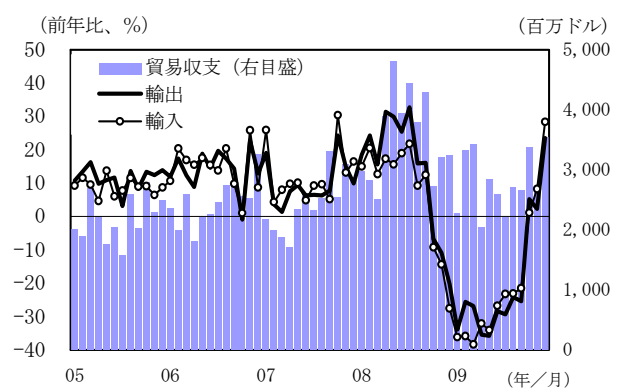
（シンガポール駐在 竹島 慎吾）

第 24 図：マレーシアの企業活動



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 25 図：マレーシアの貿易



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) タイ

現状：景気は回復傾向が鮮明化

タイでは、第 4 四半期の実質 GDP 成長率が、前年比 5.8%（前期：同▲2.7%）と 5 四半期ぶりにプラス成長を回復、前期比では 3.6%（前期：同 1.7%）と伸びが加速するなど回復傾向が鮮明となっている。

足元の経済指標でも、景気は回復基調が強まっている。民間消費指数は、農産物価格の上昇に伴う農村所得の増加や失業率の低下、消費者マインドの改善などを背景に、第 4 四半期には前年比+2.3%とプラスに転じたほか、民間投資指数も、商用車販売や資本財輸入の拡大などを背景に同▲6.4%へマイナス幅が縮小した。また輸出は、中国をはじめアジア域内向けを中心に同+12.2%と二桁の伸びを記録した。政治情勢の不安定化などで低迷していた観光セクターでも、12月の来訪者数が168万人（前年比+45.2%）と過去最高を記録するなど、回復傾向が鮮明となっている。

物価は上昇基調

物価は、公共バスや電気・水道料金の一部無料化など政府による生活費支援策の影響の一巡や、食品価格の上昇などを背景に上昇基調が強まっている。1月の消費者物価上昇率は、前年比4.1%と1年4カ月ぶりの水準まで上昇、コアインフレ率（生鮮食品・エネルギーを除く）は低水準ながらも同0.6%と3カ月連続で伸びが高まり、中銀のターゲット（前年比+0.5~3.0%）の圏内に達した。

見通し：2010 年は  
4%前後の成長へ  
回復

タイ経済は、内外の需要回復により、2010 年は 4%前後の成長が期待できよう。公共サービスの料金引き下げなど政府による生活費支援策の期限延長（2010 年 3 月末まで）や、昨年は据え置かれた最低賃金の引き上げなどが当面の景気回復をサポートするほか、第 2 次景気対策（2010～2012 年度までの 3 年間で総額 1 兆 4,357 億バーツ）の実施により大型インフラ事業を中心に景気の下支え効果が期待できよう。また、観光客の回復も観光収入の増加を通じて成長の追い風となろう。

物価は、景気回復と国際商品価格の上昇により上昇圧力が強まり、消費者物価上昇率は、2009 年の前年比▲0.8%から 2010 年は同 3.7%へ高まると予想する。年後半には、中銀による利上げが視野に入ってくる。

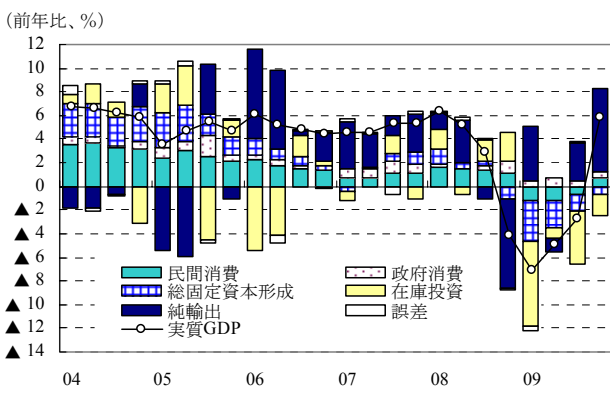
引き続き政治情勢  
はリスク要因

当面の成長を下振れさせるリスク要因としては、引き続き政治情勢の不安定化には留意する必要があるだろう。目先、2 月下旬には、タクシン元首相一族の資産没収に関わる最高裁判決が予定されており、反政府運動が激化すれば、回復基調にある観光業にとって冷や水となりかねない。

また、環境問題を理由に、昨年 9 月末に行政裁判所から開発差し止めの仮処分が下されたマプタプット工業団地の問題については、問題の長期化による悪影響が避けられない情勢となりつつある。12 月に最高行政裁判所は、開発プロジェクト 76 事業のうち 11 事業について、事業凍結の仮処分を撤回したものの、残り 65 事業については依然として凍結されたままとなっており、開発停止による投資・生産の減少にとどまらず、中長期的な外国直接投資へのマイナスの影響が懸念される。

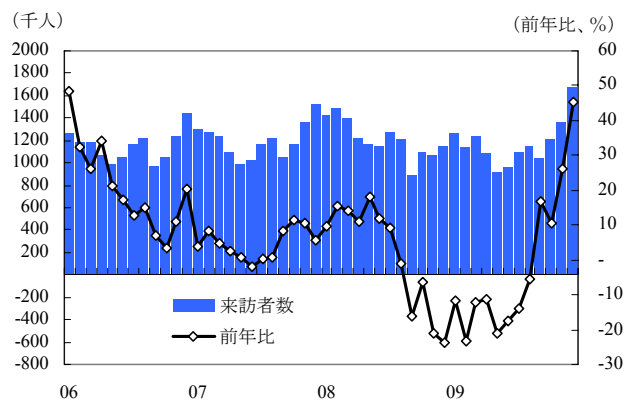
（福地 亜希）

第 26 図：タイの実質 GDP 成長率



(資料) NESDB 資料より三菱東京UFJ 銀行経済調査室作成

第 27 図：タイへの来訪者数の推移



(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

フィリピンは回復基調、2009年はプラス成長を維持

フィリピン経済は回復基調にある。昨年第4四半期の実質GDP成長率は前年比1.8%と、前期(同0.4%)から伸びを高めた。昨秋、フィリピンを襲った2つの大型台風の影響が懸念されたが、復興需要による押し上げ効果もあり、全体で見れば成長は加速した。通年の成長率は同0.9%と、前年(同3.8%)から鈍化したものの、ASEAN主要国のなかではインドネシア、ベトナムと並びプラス成長を維持した。

足元の景気は、堅調な個人消費が牽引している。昨年の海外労働者送金は前年比+5.6%と、中銀予想(2~3%)を上回るペースで流入し、消費を支えたほか、台風で水没した車の買い替え需要で、自動車販売は第4四半期に同+28.8%と高い伸びをみせた。また、台風の被災地支援や5月の選挙を睨み政府支出が拡大し、景気にプラスとなった。

輸出は欧米やNIEs向けを中心に主力の電子機器が持ち直し、昨年12月は前年比+23.1%と、約4年ぶりの高い伸びとなった。つれて生産も回復基調で、11月の製造業生産指数は13カ月ぶりにプラスの伸びに転じた。

消費者物価上昇率は1月に前年比4.3%と、食料品価格の上昇などから振れを伴いながら上昇基調にある。中銀は昨年7月以降、翌日物借入金利を4.0%、翌日物貸出金利を6.0%に据え置いているが、1月の決定会合では「世界的な金融危機が波及するリスクが著しく低下している」として、短期貸出金利の一部である再割引金利を3.5%から4.0%に引き上げ、出口戦略の一步とした。

中銀は1月に短期貸出金利の一部を引き上げ

2010年の実質GDP成長率は3.9%へ上昇

今後、世界的な需要の回復に伴い、景気の回復ペースは高まろう。2010年の実質GDP成長率は前年比3.9%を予想する。個人消費は引き続き海外労働者送金に支えられ堅調に推移しよう。世界的な需要の回復に伴い輸出は増加基調を強め、企業部門の回復に波及しよう。また、台風被害からの復興需要や、5月の選挙に向けた政府支出等が景気を押し上げよう。

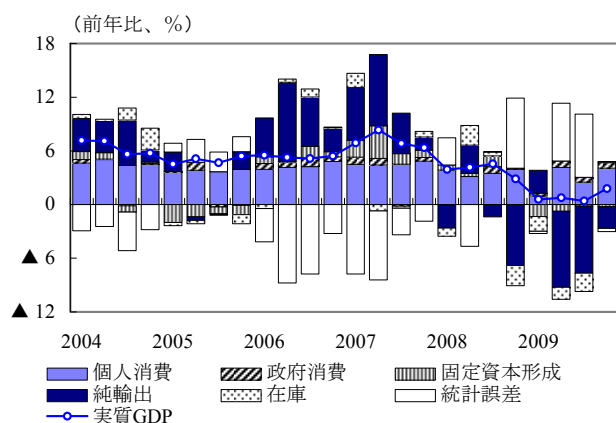
消費者物価上昇率は2010年は前年比5.0%へ上昇すると予想する。昨秋の台風では穀倉地帯が被害を受けたことから、今後、食料インフレの高まりに注意が必要である。中銀は景気が回復基調を強め、選挙が終了する2010年中盤、金融引き締めへ転じると予想する。

中銀は年央に金融引き締めへ

リスク要因としては、5月の大統領選挙が挙げられる。選挙は事実上、アキノ、ビリヤル両上院議員の2候補による一騎打ちとなる公算が大きい。足元、二人の支持率は拮抗しており接戦が予想される。一方、今回から電子投票システムが導入されるが、集票機の試運転では高い誤読率が報告されるなど準備の遅れが懸念されている。政治的混乱は外国直接投資を含む国際的資金の流入にマイナスの影響を与える可能性があり、留意が必要だ。

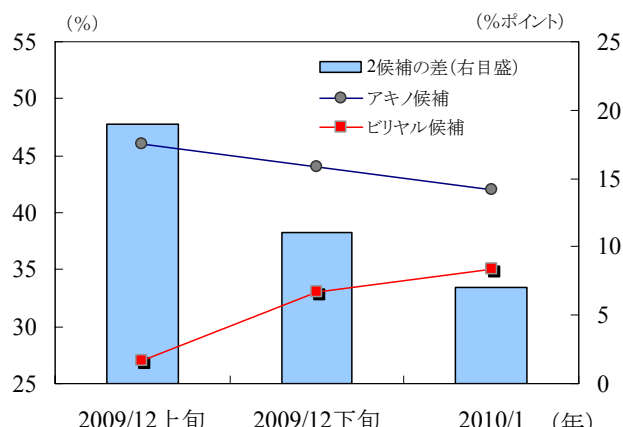
(福永 雪子)

第 28 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 29 図：大統領選挙有力候補者支持率推移



(資料) Social Weather Station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

現状：景気は回復傾向が鮮明化

インド経済は、物品税引き下げなどの景気刺激策や、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。2009年7-9月期の実質GDP成長率は、前年比7.9%（前期：同6.1%）へ大きく加速、約1年半ぶりの高い伸びとなった。

12月の鉱工業生産指数は、全般的に伸びが高まり前年比16.8%と約16年ぶりの高い伸びを記録したほか、国内自動車販売台数は、低水準にとどまった前年の反動に加え、物品税引き下げなど政府の支援策やメーカー各社の新車投入効果などを追い風に、前年比50%前後の高水準で推移している。外需も回復傾向がみられ、輸出は11月には前年比プラスの伸びを回復した。

インフレ圧力は上昇傾向

こうしたなか物価は、昨年のモンスーン期（6～9月）の少雨に伴うカリフ作（秋作、初夏に種を蒔き秋に収穫する作物）の収穫減少の影響などで、食品価格を中心に上昇傾向が続いている。1月の卸売物価上昇率は、前年比8.6%と1年3カ月ぶりの水準まで上昇した。このため政府は、白砂糖に対する輸入税免税（期限：2010年12月末）や、食糧備蓄の放出などでインフレ沈静化を図っている。

中銀の出口戦略が徐々に始動

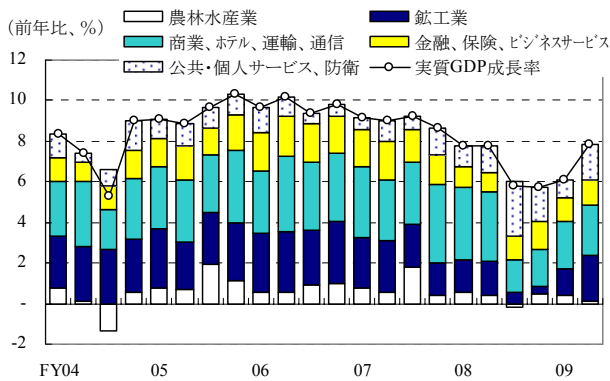
インド準備銀行（RBI、中央銀行）の金融政策は、景気に配慮しつつも、インフレ抑制に軸足がシフトしている。1月の金融政策会合では、主要政策金利を据え置く一方、預金準備率（CRR）の0.75%ポイント引き上げ（5.0→5.75%）を決定、昨年10月の「法定流動性比率（SLR）」（市中銀行が預金総額のうち国債購入等に充てる比率）の引き上げ（24%→25%）に続き、徐々に出口に向けた動きが始動している。

**見通し：成長率は7%台へ加速**

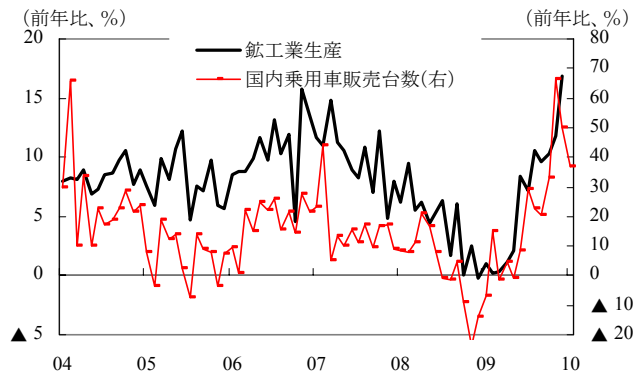
今後、インド経済は比較的速いペースでの拡大が続こう。2009年10-12月期の成長率は、農業生産の落ち込みの影響が下押し圧力となる公算が高いものの、製造業やサービス業を中心に景気回復基調が強まっており、2009年度（2009年4月～2010年3月）通年では、7%前後の成長が見込まれる。2010年度は、内需回復の本格化や10月のコモンウェルスゲーム開催に向け急ピッチで進められている地下鉄や高速道路など都市インフラ整備、輸出の拡大などを追い風に、成長ペースは7%台後半に高まろう。物価は、例年並みの収穫が見込まれているラビ作（春作、初冬に種を蒔き春に収穫する作物）により、年央には食品価格の安定が期待される一方、景気回復と原油など国際資源価格の上昇によりインフレ圧力が高まることが予想され、今後、安定成長に向け、政策金利の引き上げが視野に入ってくる。

（福地 亜希）

第30図：インド実質GDP成長率の推移



第31図：生産と消費の動向



**(2) ベトナム**

**現状：第4四半期の成長率は6.9%へ加速**

ベトナム経済は回復ペースが加速している。2009年第4四半期の実質GDP成長率は前年比6.9%と前期（同6.0%）から伸びが高まった。この結果、2009年の成長率は同5.3%と前年（同6.2%）から鈍化したものの、政府目標（5.2%）は達成した。

2009年の成長率を産業別にみると、農林漁業（同+1.8%）は低迷したものの、サービス業（同+6.6%）及び鉱工業・建設業（同+5.5%）が堅調であった。サービス業では、運輸・通信・観光業（同+8.5%）や金融・銀行・保険業（同+8.7%）が高い伸びとなり、鉱工業・建設業では建設業（同+11.4%）が好調であった。需要項目別の成長率は未発表であるが、2009年の実質小売売上高が前年比+11.0%と前年（同+6.5%）を上回ったことから、民間消費が牽引役となったと考えられる。他方、外需は2009年の輸出は前年比▲9.7%と18年ぶりに前年割れとなったが、第4四半期は前年比+7.0%と3四半期ぶりにプラスに転じ、足元では回復傾向が鮮明とな



っている。

### 利上げとベトナム ドンの切り下げを 実施

物価は上昇傾向にある。1月の消費者物価上昇率は、食品や建材価格の上昇を背景に前年比7.6%と前月（同6.5%）から加速した。インフレ圧力の高まりを受け、中銀は2009年11月に利上げを決定、12月から貸出基準金利を7%から8%へ引き上げた。また、為替の安定を図るため、ベトナムドンの対ドルレートを11月に5.4%、2月に3.4%切り下げた。

### 見通し：2010年 の成長率は6.5% へ加速

2010年のベトナム経済は、海外景気の持ち直しに伴い輸出が回復することに加え、景気刺激策を背景に内需の拡大が続くことが見込まれることから、2010年の成長率は6.5%へ加速すると予想する。

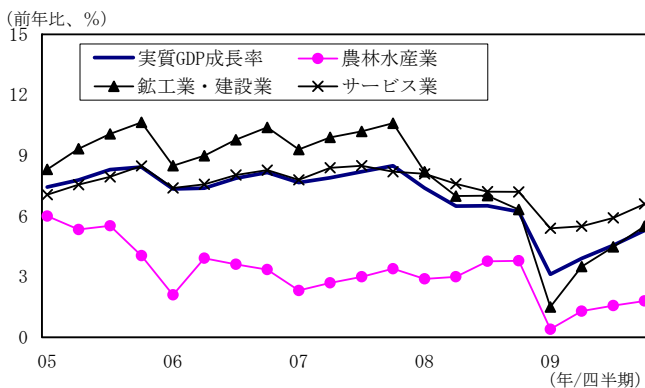
懸念材料はインフレである。景気対策の一環として昨年から実施している利子補給ローン制度は企業の資金繰り安定化に寄与した一方、本制度を利用した貸出が急拡大（2009年末の貸出残高は前年比+37.7%）、貸出の一部が不動産や株式などに流入したことから、資産インフレ懸念が高まっている。また、今年1月からの最低賃金引き上げ（最高約20%）やベトナムドン切り下げによる通貨安もインフレ要因となりうる。2010年の消費者物価上昇率は前年比9.8%と前年（同6.9%）から加速すると予想する。

### インフレ抑制のため、 中銀は段階的 に利上げを実施す る見込み

政府は利子補給ローン制度を2010年末まで延長したが、2010年から金利補助を4%から2%へ縮小、短期融資を対象外とするなど、景気に配慮しつつ、貸出の急拡大を抑制する方針を示している。利上げ効果も手伝い、1月末の貸出残高は前月比+1%にとどまったが、中銀はインフレを抑制するため段階的に利上げを実施するであろう。

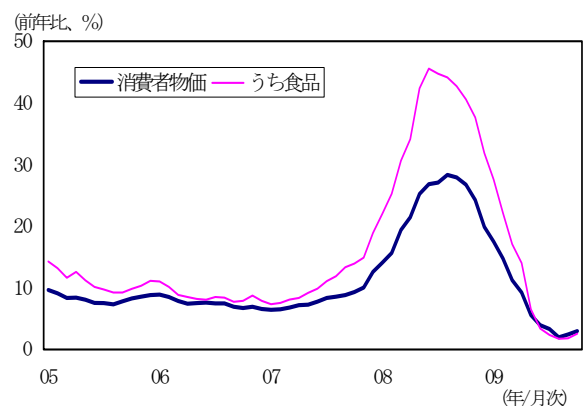
（シンガポール駐在 竹島 慎吾）

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

## V. オーストラリア

### ～ 景気回復基調のなか、RBAは2月の金利を据え置くも継続利上げを示唆 ～

#### 1. 景気の現状

##### 豪州経済は回復基調

豪州経済は回復基調を辿っている。昨年7-9月期の実質GDP成長率は前年比0.6%のプラス成長を維持し、先進国の中で相対的な強さをみせた。好調な個人消費と、中国を中心とした底堅い資源需要に伴う外需が成長を支えた。

##### 足元の経済指標は、総じて景気回復を示す内容

足元の経済指標も、総じて景気回復を示している。個人消費は、マインドの改善を支えに堅調で、10-12月期の小売売上高は前年比+5.0%と、前期(同+5.6%)並みの伸びを維持した。12月単月では同+2.1%と、前月(同+7.1%)から急速に鈍化しており、利上げの悪影響が懸念されるが、一昨年12月は、景気対策による一度目の一時金支給が行われたことを割り引いてみる必要がある。RBA(豪州準備銀行)の試算によると、2008年後半以降、減少していた家計資産額(注)は、金融資産や住宅価格の評価額の回復を主因に、足元では前年比約+10%の高い伸びをみせており、マインドの改善を牽引したとみられる。

##### 労働市場は、はっきりとした改善の動き

景気に遅行する労働市場には、このところはっきりとした改善の動きがみられる。1月の雇用統計で、失業率は5.3%と3カ月連続で低下したほか、雇用者数は前年比+1.7%と、2008年10月以来の高い伸びとなった。

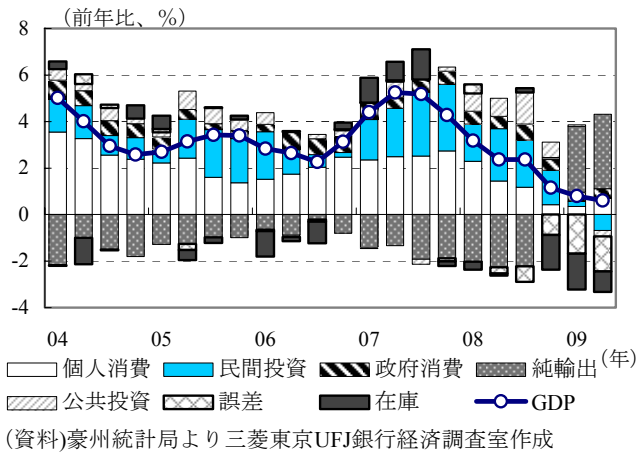
今回、景気の下押し要因となった企業部門も緩やかな回復基調を辿っており、12月の設備稼働率は81.6%と、3カ月連続で前年水準を上回った。また、企業マインドは金利上昇や初回住宅購入者への補助金縮小といった下押し要因から、12月に8ポイントと、前月(19ポイント)から急低下したが、内外の底堅い需要を支えに、1月は15ポイントと、概ね低下前の水準を取り戻した。

外需に目を向けると、輸出は12月に前年比▲18.9%と、10月をボトムに回復に向かっている。仕向け地別には、夏場にかけて伸びが鈍化していた中国向けが再び伸びを高め、品目別には、主力の鉄鉱石、石炭が持ち直した。

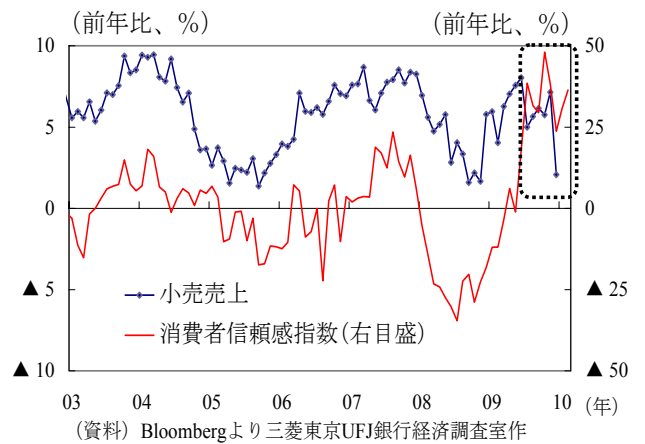
消費者物価上昇率は10-12月期に前年比2.1%と、前期(1.3%)から加速し、3四半期ぶりにRBAのターゲット圏(2~3%)へ浮上した。また、RBAが重視するコアインフレ率は同3.4%と、RBAの昨年11月時点の見通し(同3.25%)から小幅上振れた。

(注) 家計資産額(ネット) = 耐久財 + 住宅 + 金融資産 - 負債

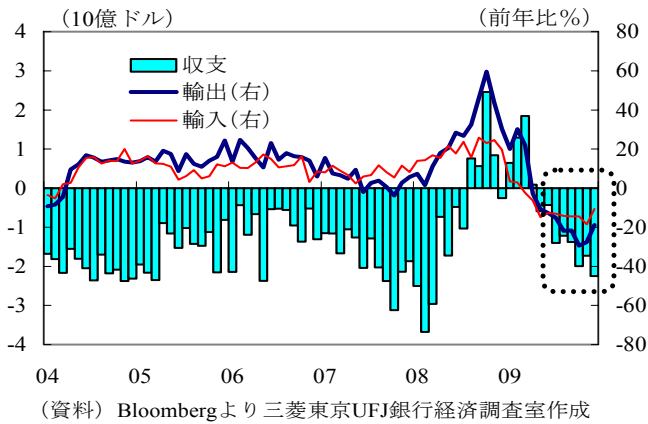
第1図：実質 GDP 成長率



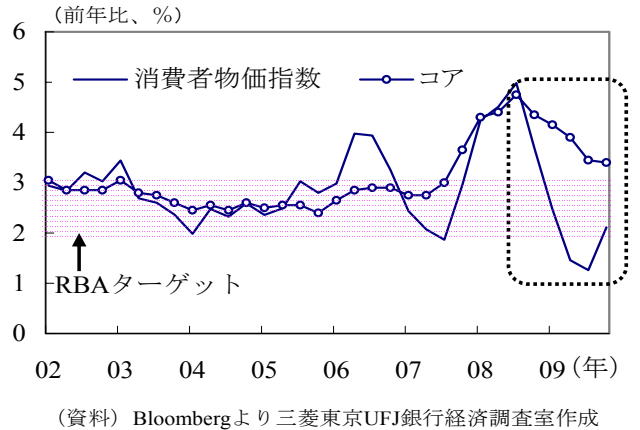
第2図：小売売上高と消費者マインド



第3図：対外貿易



第4図：消費者物価上昇率



## 2. 今後の見通し

2010 年の実質  
 GDP 成長率は  
 2.8%

今後、豪州経済は世界的な需要の持ち直しに伴い、回復ペースが加速しよう。2010年の実質 GDP 成長率は前年比 2.8%を予想する。

個人消費は、金融資産や住宅価格の上昇や、雇用の好転を背景に、改善基調が続こう。企業部門は、世界的な資源需要の持ち直しに伴う資源セクターの回復や、経済対策で販売契約件数が増加した住宅の着工が本格化することで、改善ペースを強めよう。つれて足元で低迷している設備投資も、徐々に持ち直しに向かうと予想する。政府の経済対策も、景気の底支え役として期待される。2度に亘る一時金や、初回住宅購入者への補助金の支給といった目玉政策は既に終了したが、2011年度にかけて実行される各種インフラ投資案件が、成長を加速させよう。

消費者物価は、金利の上昇が内需回復に伴う物価上昇圧力を抑制し、RBA のインフレターゲット圏内 (2~3%) で推移しよう。また、コアインフレ率は 2010 年央にかけて底打つものの、その後も緩やかに推移すると予想する。労働需給の緩和から、足元の賃金は低下傾向にある。労働市場が改善に向かったとはいえ、賃金の上昇が物価の上昇圧力となるのは、今しばらく先となる。

**ダウンサイドリスクは利上げによる景気の冷え込み、総選挙での政治の混乱**

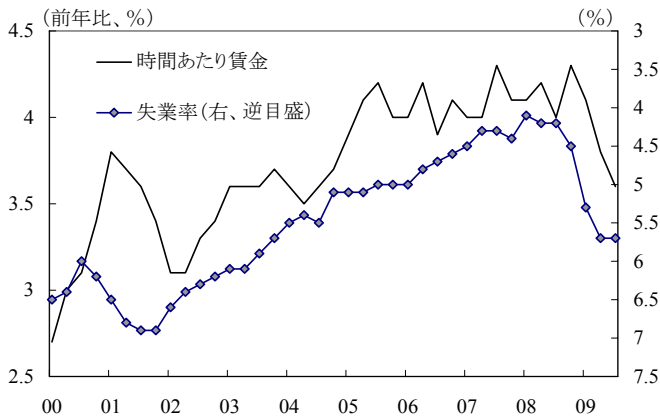
なお、今後のダウンサイドリスクとしては、利上げによる景気の冷え込み、また可能性は低い総選挙での与党敗北による政治の混乱が挙げられる。2007年に発足したラッド政権には、①3年間の任期満了に伴い2010年8月～2011年4月の間に下院全議席と上院の半数を改選する、②排出権取引法案に絡んで、前倒しで解散総選挙を実施する(注)、という2つの選択肢がある。いずれの場合も労働党及びラッド首相の続投がメインシナリオだが、一時は70%と史上最高を記録した首相支持率は、足元で就任後最低水準である50%台半ばまで低下しており、予断を許さない。人気の陰りは、政権発足時、公約としていた地球温暖化対策の具体策の進捗が思わしくないことも一因であろう。万一政権交代となれば、財政赤字を批判している野党が、経済対策を縮小することも考えられる。

**アップサイドリスクは賃金インフレ**

一方、アップサイドリスクとしては、資源価格高騰の余波で資源部門での賃金が上昇し、インフレが加速する可能性をみておく必要がある。

(注) ラッド首相は温暖化対策の一環として排出権取引法案の成立を目指しているが、野党の厳しい反対により、これまで上院で2度否決された。規定で上院で法案が2度否決された場合、首相は上下両院を解散し総選挙を実施することが出来る。

第5図：賃金と失業率の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：オーストラリア経済の見通し

	実質GDP成長率 (%)	消費者物価上昇率 (%)	経常収支 (億ドル)
2008年	2.3	4.4	▲ 462
2009年	1.0	1.8	▲ 333
2010年	2.8	2.4	▲ 404

(注) 2009年以降は見通し値(消費者物価上昇率を除く)。

**3. 金融動向**

**(1) 金利動向**

**2月は金利据え置きで、市場にサプライズ**

RBAは2月2日の金融政策決定会合で、政策金利(翌日物インターバンク金利であるキャッシュレート)の目標値を3.75%に据え置いた。RBAは他の先進国に先駆け、昨年10月から12月にかけて、RBAとしては異例の3カ月連続の利上げを実施しており、1月の夏季休会を経て、2月も実質的に4回連続となる利上げが行なわれるか注目されていた。会合に先立ち公表された小売売上高や失業率などの経済指標は、いずれも強目の結果だったことから、事前の市場予想(Bloomberg)では20人全員が利上げを予想しており、結果はサプライズとなった。

声明文や後日公表された議事録では、据え置きに至った経緯として、①

RBA は利上げの影響に関する情報が限定的であること、また、最早、異例の緩和状態ではない点を指摘

今後は金利上昇の影響を探りつつ、段階的な利上げを実施

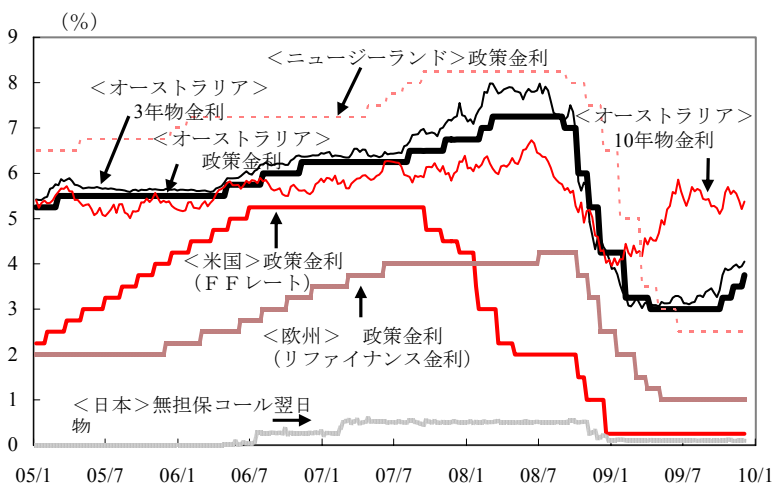
これまでの利上げの影響に関する情報は限定的で、今しばらくは見極めが必要であること、また、②これまでの3回の利上げや、政策金利以上に貸出金利が上昇している現状を踏まえると、金融政策は最早異例の緩和状態ではないこと、を指摘した。利上げによる豪ドル高が、輸出企業へ与える悪影響を考慮した面などもあったとみられる。

今後については、「中銀の景気見通しの改善は、会合ごとの利上げを意味しない」と、市場の早期利上げ期待を牽制しつつ、「経済が予想通り回復した場合、物価をインフレーターゲット内に抑制するための金利調整が必要」として、追加利上げの可能性を示唆した。

以上を踏まえると、今回の利上げ見送りは、休止であり中止ではない。金利水準は緩和状態こそ脱しているが、RBA が目指す中立水準にはもう一段の利上げが必要である。今後は経済指標から利上げの影響を見極めつつ、段階的な利上げが行なわれよう。

市場金利をみると、足元で短期金利は4.2%と横這い、長期金利は5.6%と、前月から小幅低下した。今後も利上げ継続が予想されるなか、長短金利ともに、振れを伴いつつも緩やかな上昇基調を予想する。

第6図：金利動向



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：RBA コアインフレ率見通し

	2009年前半	2009年後半	2010年前半	2010年後半	2011年前半	2011年後半
09年8月時点	3.75%	3.25%	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%
09年11月時点	3.75%	3.25%	2.50%	2.25%	2.25%	2.50%
10年2月時点	3.75%	3.25%	2.50%	2.50%	2.50%	2.75%

※網掛け部分は底入れの時期を示す。

(資料) RBAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 為替動向

豪ドルは底堅く推移

豪ドルは底堅く推移している。このところ、リスク回避の動きの高まりから一時的に軟調に推移するも、大幅な調整は回避し、再び上昇する下値の固さをみせている。

1月上旬の中国当局による預金準備率引き上げや、一部金融機関に対する融資規制といった一連の金融引き締めに関する報道、また21日のオバ

マ大統領の金融規制強化案を受け、リスク回避の動きから高利回り資産への投資意欲が減退し、それまでの1豪ドル=0.92ドル台から0.89ドル台へ下落した。さらに2月4日、ニュージーランドの雇用統計の悪化を受け、先行き不透明感が広がると1豪ドル=0.86ドルと、昨年9月以来の安値をつけた。

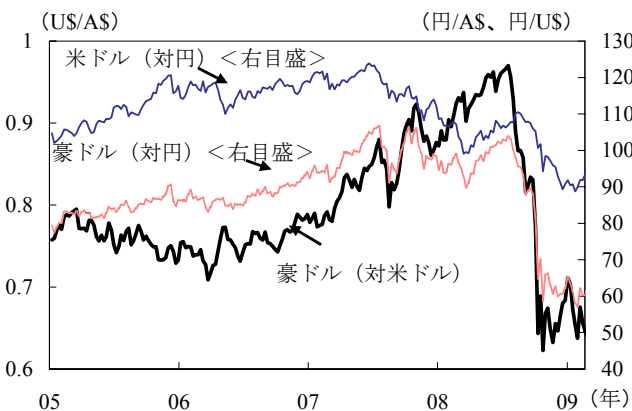
しかし下落基調はここままで、9日、EUがギリシャに財政支援を行なう可能性が報道されると、景気への楽観的な見方が広がり1豪ドル=0.87ドルへ反発、さらに豪州の雇用統計、RBAの2月の議事録公表に伴う追加利上げ期待から上昇基調となり、16日には1豪ドル=0.90ドル台を回復した。

### 目先、豪ドルは下値の固い動き

目先、豪ドルは振れを伴いつつも下値の固い展開となろう。豪州の相対的に高い金利水準や良好なマクロ経済、また世界的な需要回復に伴う資源価格の上昇などが豪ドルの上昇圧力となり、大幅な調整に陥る可能性は小さい。さらに、足元のリスク回避の動きが一服した後や、RBAの追加利上げから、一時的に強含む局面も想定される。ただし、米国が年後半の利上げを示唆し始めると、内外金利差の縮小観測から、足元の上昇圧力はやや弱まろう。

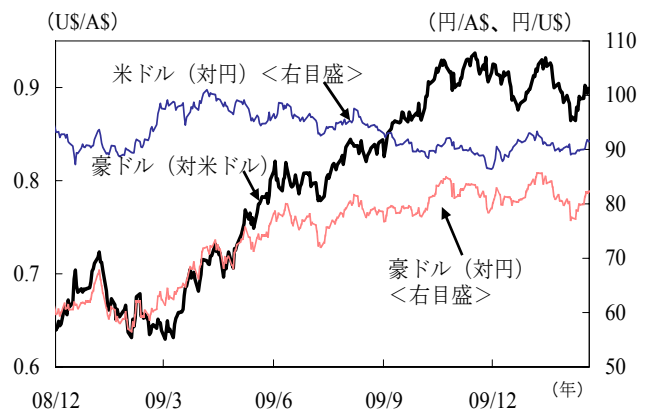
一方、豪ドルの対円相場は、対米ドルの円相場が小幅な値動きにとどまっていることから、このところの豪ドル（対米ドル）の持ち直しに伴い上昇基調にある。当面は豪ドル（対米ドル）と同様、底堅い動きとなろう。

第7図：為替相場の推移（週次平均）



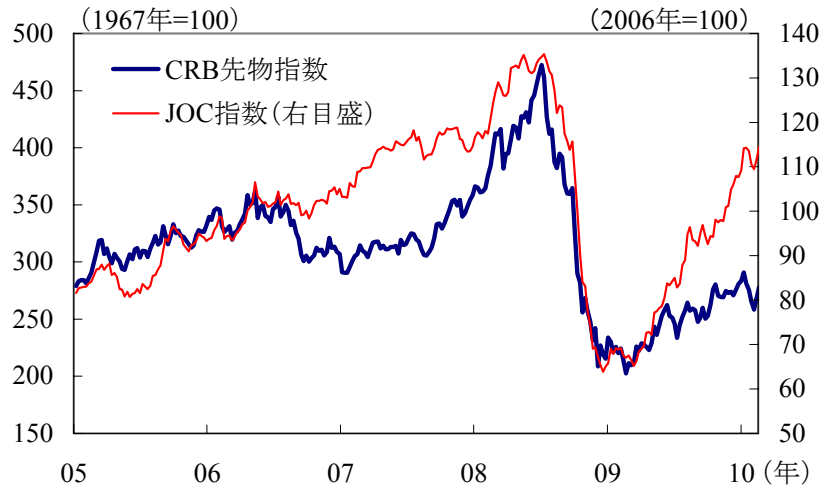
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：足元の為替相場の推移（日次終値）



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：商品市況の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(中村 明、福永 雪子)

## VI. 原油価格

～緩やかな上昇が続くが、規制への警戒感から上値は重い見込み～

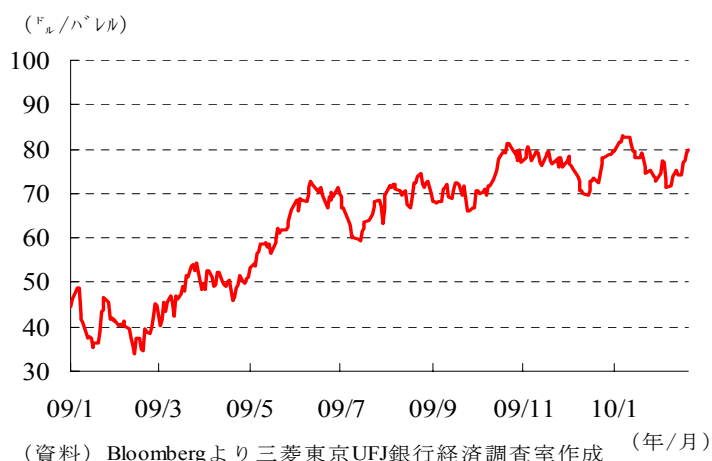
### 1. 価格動向

年初に 83 ドル台に  
上昇したが、リスク  
回避的動きから、  
2 月には一時 70 ド  
ル割れ

原油価格（WTI 期近物）は昨年末以降、米経済指標の改善や米エネルギー在庫の大幅減少、米国における寒波襲来などを受けて原油需要増加期待が高まったことから上昇が続く、1 月 6 日には 83 ドル台と 1 年 3 ヶ月振りの高値となった（第 1 図）。

しかし、中国の金融引き締め策や米国の金融規制案、欧州のソブリン・リスクの高まり等を受けて、投資家のリスク回避的な動きが強まり、2 月 5 日には一時 70 ドル割れと約 1 ヶ月半振りの安値となった。その後は、IEA（国際エネルギー機関）や EIA（米エネルギー情報局）による世界原油需要見通しの上方修正や、米東部の豪雪による暖房油需要の増加を受けて、原油価格は反発。さらに、イランの高濃縮ウラン製造開始を巡る中東情勢の緊迫化といった地政学的リスクも意識され、70 ドル台後半へ上昇した。

第 1 図：原油価格（WTI 期近物、終値）の推移





## 2. 需要動向

2009 年は小幅な需要超過

先進国の需要は引き続き減少ながらも改善傾向

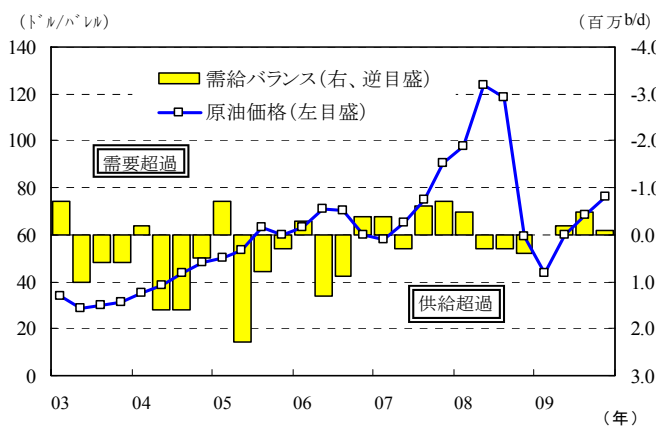
新興国のうち、アジア諸国だけが原油需要の伸び高まる

IEA によれば、2009 年の世界の原油需給は小幅な需要超過となった（第 2 図）。新興国の需要が増加した一方、年前半に OPEC の供給が大きく減少したためだ。

2009 年の世界の原油需要は、前年比▲1.5%と前年（▲0.3%）からさらに減少し、第二次石油危機後の 1982 年以来の落ち込みとなった。先進国（OECD 諸国）の原油需要は▲4.4%と前年（▲3.3%）からさらに減少したが（第 3 図）、米国や日本を中心として 4～6 月期をボトムに回復傾向にある。

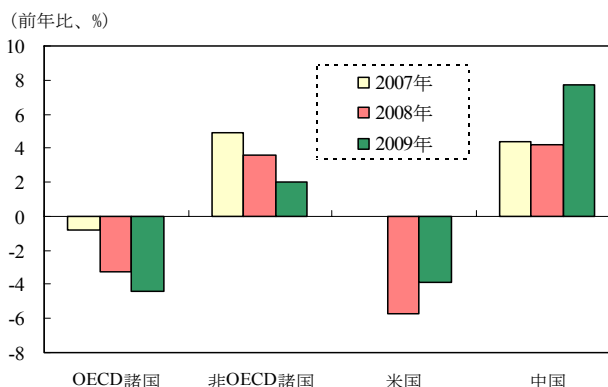
新興国（非 OECD 諸国）の原油需要は、+2.0%と増加ペースが前年（+3.6%）を下回ったものの、4～6 月期以降はプラスの伸びが続いている。地域別にみると、中南米、中東アフリカ、新興欧州、旧ソ連諸国の原油需要は、前年から減少または伸びが鈍化した一方、中国を中心にアジア諸国は伸びを高めた。特に、中国は+7.7%と高い伸びとなり、世界の原油需要を下支えした格好となった。

第 2 図：世界の原油需給バランス



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

第 3 図：地域・国別の原油需要の伸び



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

2010 年の世界の原油需要は 3 年振りの増加が見込まれる

2010 年は、世界景気の回復に伴い、世界の原油需要も緩やかながら増加に転ずる見込みである。日米欧の景気は回復基調をたどるものの、そのペースは緩やかであり、先進国全体の原油需要は小幅な伸びにとどまるとみられる。一方、新興国については、アジア諸国を中心として原油需要は 2009 年から伸びを高める見込みだ。IEA によれば、世界の原油需要は前年比+1.8%と、3 年振りに増加に転じると予想されている。

### 3. 供給動向

2009年の原油生産は前年比減少

供給サイドについてみると、2009年は、非 OPEC の生産量は増加した一方、OPEC の生産量は減少した。この結果、世界の原油生産量は日量 8,474 万バレルと、前年比▲161 万バレル減少した。

非 OPEC 生産量は二極化

非 OPEC では、英国やノルウェーなど北海油田の生産が減少した一方、米国と、ロシアやアゼルバイジャンなど旧ソ連地域の生産は増加するなど、原油生産動向は二極化している。IEA によれば、今年も北海油田の生産減少が見込まれるものの、旧ソ連や、中国などアジア、中南米地域の生産が増加するとみられ、非 OPEC 全体では前年比増加が予想されている。

OPEC 生産量は増加傾向ながらも、生産余力は大きい

OPEC についてみると、これまでの減産決定の順守が加盟国に求められているものの、価格上昇を背景に OPEC11 カ国の原油生産量は増加傾向にある。昨年 3 月に 83% に達していた減産順守率は、1 月に 58% へ低下した（第 1 表）。ただし、OPEC 全体の生産余力は 600 万バレル台と、過去に比べて高い水準にある。

第 1 表：OPEC の原油生産実績と生産余力

(日量：百万バレル)

	生産実績 (1月)	生産能力	生産余力	削減目標	生産削減 順守率
サウジアラビア	8.20	12.00	3.80	1.318	95%
イラン	3.70	4.00	0.30	0.562	20%
UAE	2.29	2.70	0.41	0.379	95%
ナイジェリア	2.00	2.60	0.60	0.319	0%
クウェート	2.29	2.65	0.36	0.374	86%
ベネズエラ	2.22	2.40	0.18	0.364	41%
アンゴラ	1.89	2.10	0.21	0.244	0%
リビア	1.52	1.70	0.18	0.252	71%
アルジェリア	1.25	1.40	0.15	0.200	60%
カタール	0.80	0.90	0.10	0.122	49%
エクアドル	0.46	0.50	0.04	0.067	57%
OPEC-11	26.62	32.95	6.32	4.201	58%
イラク	2.45	2.60	0.15	—	—
Total OPEC	29.07	35.55	6.47	—	—

(注1) 生産能力は、30日以内に生産可能かつ90日以上持続可能であること。

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

3月17日総会では生産目標据え置きの可能性が高い

次回 OPEC 総会は 3 月 17 日に予定されている。昨年 12 月の前回総会以降、原油の需給動向に大きな変化はみられない。また、現水準の 70～80 ドルは、OPEC 加盟国の大半が望ましいとする価格水準とみられており、OPEC 関係者達からは、生産目標据え置きを示唆する発言がなされている。これらを踏まえると、次回総会では生産目標が据え置かれる可能性が高い。

#### 4. 原油市場を巡る資金動向

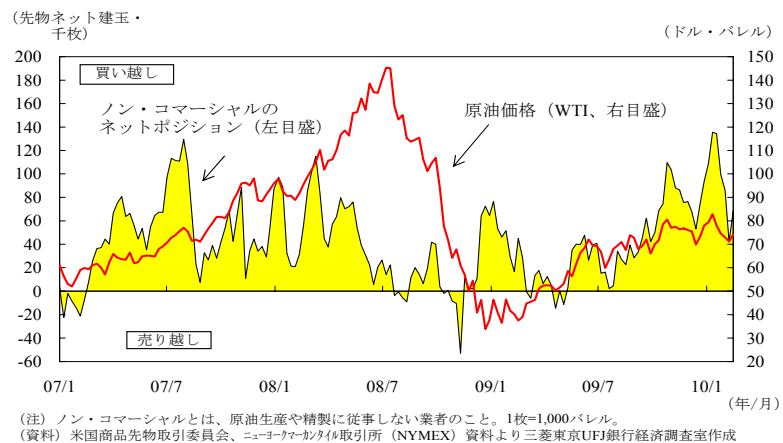
CFTC 持ち高規制案発表が原油価格へ与える影響は限定的

CFTC（米商品先物委員会）は1月14日、原油その他エネルギー先物市場における持ち高規制案を発表した。「スワップディーラー」についての制限付き適用除外や生産者など「当業者」についての適用除外などが盛り込まれ、発表以降90日の意見公募期間を経て、規制導入が最終決定される予定である。昨年以降、持ち高規制の導入が市場参加者に警戒されてきたが、懸念されていたほど厳格な内容ではなかったことから、本発表が原油価格へ与える影響は限定的だった。

ボルカー・ルールが実現すれば、原油価格への影響大きい

続いて1月21日に発表された、オバマ政権による米金融機関に対する規制強化案、通称「ボルカー・ルール」では、①銀行、もしくは傘下に銀行を有する金融機関について、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドの保有・投資・運営を禁止、②自己勘定取引を禁止、等が盛り込まれた。本案が実現すれば、流動性低下とそれに伴う価格変動の増幅リスクが懸念される。なお、価格を低下させる効果の有無や、効果が一時的か長期的かについては見方が分かれている。ボルカー・ルール発表を受けて、市場では投機資金流出への警戒感から、原油価格は74ドル台と1ヵ月振りの安値となった。また、高水準に達していた投機筋の買い越し額も、本発表以降は大幅な減少が続いている（第4図）。

第4図：原油先物市場における投機筋のネットポジション



#### 5. 価格の見通し

世界景気回復に伴い、原油価格は緩やかな上昇基調をたどる見込み

世界景気回復を背景に、原油需要は緩やかな回復に向かうと見込まれ、これに伴い原油価格は上昇基調を辿ると予想される。ただし、先進国の原油在庫は依然高水準にあること、OPECの生産余力は大きいことを踏まえると、需給が大きく引き締まる状況にはなく、上値は限られよう。四半期平均で見れば、今年下半期に80ドル台前半と緩やかな上昇ペースとなろう。

**規制案の行方に注視が必要**

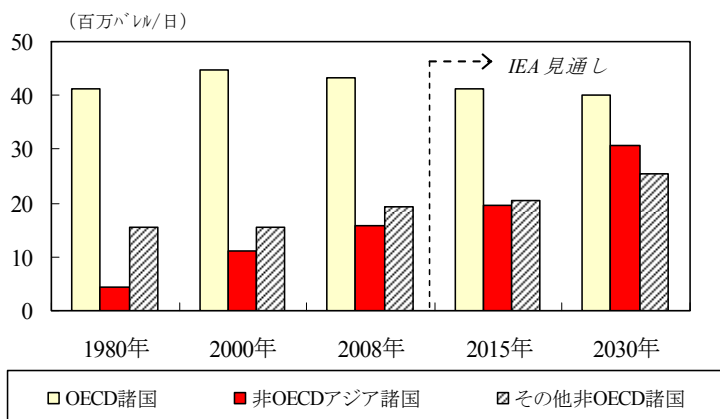
CFTCによるエネルギー先物規制案は懸念されていたほど厳格な内容ではなかったが、最終決定されるまではその行方を注視する必要がある。また、ボルカー・ルールは、審議難航が予想されているものの、仮に導入が実現すれば原油先物市場へ与える影響は大きいとみられており、本規制への警戒感は続くと思込まれる。こうした規制強化を巡る動きは、原油価格の上値を抑える要因となろう。

**中期的に価格上昇リスクが存在**

以上のように、当面は原油価格の急騰リスクは小さいものの、中期的には、新興国の需要増加を背景とした価格上昇リスクが存在する。新興国では、経済成長や所得水準向上を背景に、モータリゼーションとそれに伴う自動車燃料需要の増加が続くとみられている。IEAによれば、アジア諸国が牽引役となり、2015年には新興国の原油需要が先進国とほぼ同じ水準、2030年には上回ると見込まれている（第5図）。需給逼迫に伴う価格上昇が、世界景気に与える影響について留意する必要がある。

(中村 明、篠原 令子)

**第5図：2030年までの原油需要見通し**



(資料) IEA, World Energy Outlook 2009 より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**原油価格の見通し**

	WTI先物 (ドル/バレル)	前年同期比 (%)
08/1Q	97.8	67.9%
08/2Q	123.8	90.4%
08/3Q	118.2	57.3%
08/4Q	59.1	▲34.7%
09/1Q	43.3	▲55.7%
09/2Q	59.8	▲51.7%
09/3Q	68.2	▲42.3%
09/4Q	76.1	28.9%
10/1Q	76	75.5%
10/2Q	77	28.8%
10/3Q	80	17.2%
10/4Q	82	7.7%
11/1Q	83	9.2%
	WTI先物 (ドル/バレル)	前年比 (%)
2008年	99.8	37.9%
2009年	62.1	▲37.8%
2010年	79	26.8%

見通し ↓

(注) 期中平均価格

## 世界経済見通し総括表

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年
日本 (年度ベース)	▲1.2 (▲3.7)	▲5.0 (▲2.2)	1.8 (1.3)	1.5 (1.2)	▲1.3 (▲1.6)	▲1.3 (▲1.1)	1,585 (1,228)	1,418 (1,464)	1,438 (1,459)
米国	0.4	▲2.4	3.1	3.8	▲0.3	2.2	▲7,061	▲4,319	▲5,120
ユーロ圏16カ国	0.5	▲4.0	1.1	3.3	0.3	1.2	▲2,107	▲792	▲67
ドイツ	1.0	▲4.9	1.7	2.7	0.2	1.0	2,435	1,689	1,921
フランス	0.3	▲2.2	1.6	3.2	0.1	1.3	▲643	▲571	▲534
イタリア	▲1.0	▲4.8	0.8	3.5	0.8	1.7	▲788	▲697	▲592
英国	0.5	▲4.8	0.8	3.4	2.2	2.3	▲382	▲208	▲345
アジア10カ国・地域	6.9	5.4	7.8	6.4	1.9	3.8	5,268	4,672	4,668
中国	9.6	8.7	9.8	5.9	▲0.7	3.0	4,261	2,841	3,057
NIEs	1.8	▲1.1	4.5	4.6	1.4	2.8	860	1,370	1,271
ASEAN 4カ国	4.7	1.1	4.8	8.1	2.5	4.9	445	701	552
インド	6.7	6.9	7.8	9.1	11.2	7.0	▲298	▲240	▲212
オーストラリア	2.3	1.0	2.8	4.4	1.8	2.4	▲462	▲333	▲404
中南米	4.2	▲2.0	3.2	5.8	5.1	3.9	▲264	▲380	▲500
ブラジル	5.1	0.1	5.0	5.7	4.8	4.0	▲283	▲160	▲300
ロシア・中東欧	4.9	▲5.8	1.7	10.9	7.7	6.5	595	274	255
ロシア	5.6	▲8.1	2.0	14.1	10.3	8.7	1,024	440	420

(注) 2008年は実績値、2009、2010年は予想値。

- ・日本の消費者物価は生鮮食品を除く総合ベース。経常収支は、円建ての経常収支実績・見通しを円ドル相場(銀行間中心・期間平均)実績・見通しにより換算したものの。
- ・「ユーロ圏」は、ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、スペイン、ポルトガル、オーストリア、フィンランド、アイルランド、ギリシャ、スロベニアの13カ国に、2008年からはマルタ、キプロスが加わり15カ国。2009年からはスロヴァキアが加わり16カ国。
- ・ユーロ圏及び英国の消費者物価は、EU統一基準インフレ率(HICP)。
- ・インドは年度(4月～3月)ベース。
- ・「中南米」は、実質GDP成長率と経常収支については14カ国の数値。消費者物価上昇率についてはメキシコ、ブラジル、アルゼンチン3カ国の加重幾何平均値。
- ・「ロシア・中東欧」は、ロシア、ポーランド、チェコ、ハンガリーの4カ国。

照会先：経済調査室 (次長 佐久間) TEL:03-3240-3204

E-mail: koji\_sakuma@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp/> でもご覧いただけます。