

IV. アジア

～成長ペースは鈍化するも、景気は堅調な回復が持続～

1. アジア経済全般

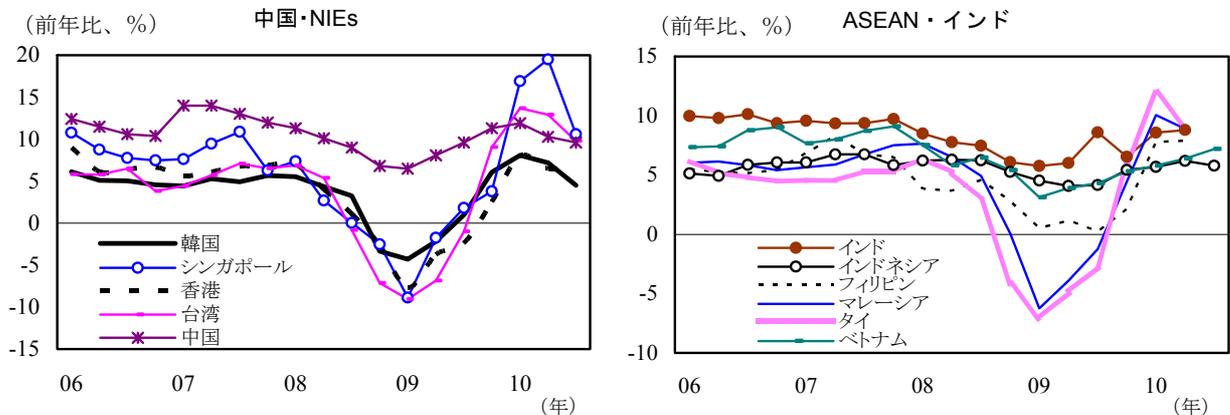
(1) 景気の現状

下半期に入り、成長ペースは鈍化

アジア主要国・地域の景気は、下半期に入り成長ペースは鈍化しているものの、堅調な回復が持続している。輸出は前年の反動要因が剥落しつつあることからピークアウトしているものの、内需は、景況感や雇用環境の改善などを追い風に、個人消費が底堅く推移していることに加え、高い稼働率や企業収益の拡大を背景に企業の設備投資が好調である。

2010年第3四半期の実質GDP成長率をみると、インドネシア（2Q：前年比6.2%→3Q：同5.8%）や中国（同10.3%→同9.6%）は減速したものの、内需主導で底堅い成長を維持した（第1図）。他方、外需依存度が高いシンガポール（同19.5%→同10.6%）や韓国（同7.2%→同4.5%）は減速幅が大きいものの、輸出を起点とした企業部門の回復が家計部門に波及しており、内需が下支えとなり堅調に推移した。

第1図：アジア各国の実質GDP成長率

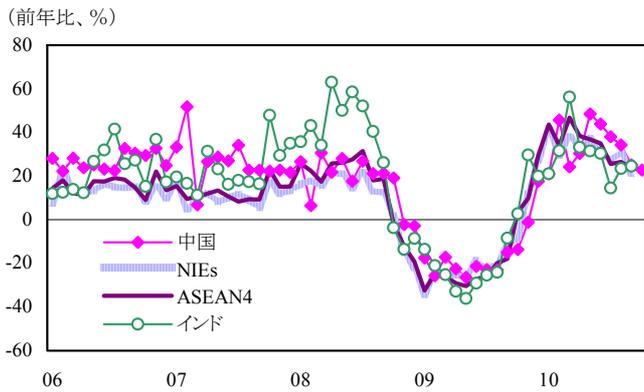


(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

輸出はピークアウトするも高い伸びを維持

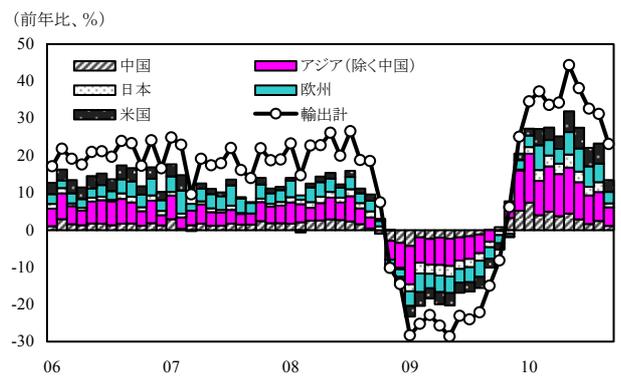
輸出は、前年の落ち込みの反動要因が剥落しつつあることから、第2四半期をピークに鈍化しているものの、第3四半期に入っても20%近傍の伸びを維持している（第2図）。仕向地別にみると、欧米向けに比べアジア域内向けの鈍化幅が相対的に大きい（第3図）。もっとも、これは輸出が「中国→ASEAN→先進国」の順で回復していることを反映したものにすぎず、アジア域内向けの輸出は引き続き堅調といえる。品目別にみると、エレクトロニクス関連は頭打ちしているものの、域内需要の拡大や先進国からの生産シフトなどを背景に高い伸びとなっている。また、アジア域内で販売が急増している自動車関連は好調を維持している。

第2図：アジア主要国の輸出動向



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：アジア主要国の仕向地別輸出



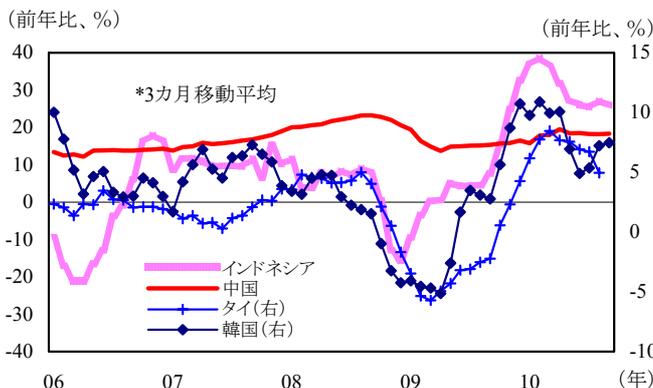
(注) 中国、韓国、台湾、シンガポール、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの合計
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

消費は堅調に推移

個人消費は引き続き堅調に推移している（第4図）。消費拡大の背景には、①景気回復の起点となった輸出の増加が、雇用や所得の拡大をもたらしていること（韓国、シンガポール）、②国際的な商品価格の上昇により、農業収入が拡大していること（インドネシア、マレーシア、タイ）、③政府の消費振興策が奏功していること（中国）、④多くの国・地域が利上げを実施しているものの、実質金利は依然低水準にとどまっていること、⑤株価や不動産価格の上昇による資産効果（香港）、などがある。

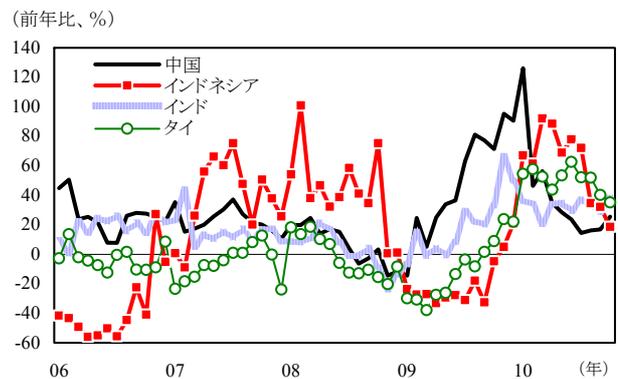
自動車販売をみると、ASEAN・インドは前年比3~5割伸びており、2010年の販売台数は、インドは10月時点で過去最高を更新した2009年通年の実績を上回ったほか、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンともに過去最高を更新する公算が大きい（第5図）。また、2009年に米国を抜いて販売台数が世界一となった中国は、2010年前半は小型車の減税幅縮小を受け低迷したものの、政府が6月に導入した低燃費小型車向けの購入補助金の効果もあり、10月時点で2009年通年の台数を超えた。

第4図：アジア主要国の小売売上



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：アジア主要国の自動車販売



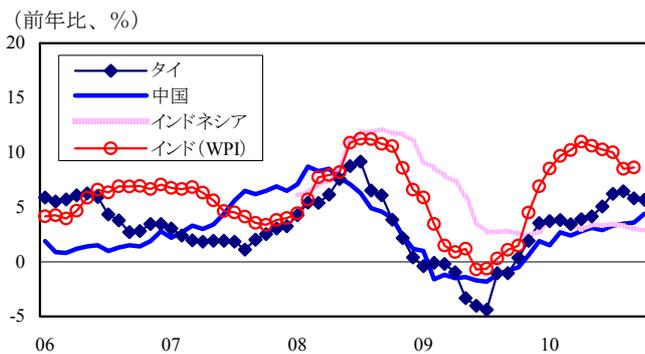
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**食品価格の上昇で
インフレ圧力が
徐々に高まる**

物価は上昇圧力が徐々に高まっている（第6図）。主因は食品価格の上昇であり、天候不順（水害、猛暑）の影響で野菜が高騰していることに加え、とうもろこしや大豆など国際的な穀物価格が上昇している。もっとも、通貨高により輸入物価が抑制されていることや、一部の国では政府が生活必需品の価格を統制していることもあり、物価上昇ペースは中国・韓国を除き政府・中銀の目標圏内にとどまっている。

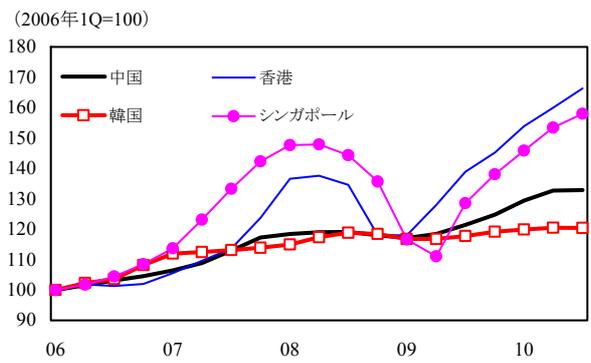
住宅価格は昨年以降、上昇傾向が顕著であった中国や香港、シンガポールでは、政府が住宅ローンの上限金額の引き下げなど規制を強化したことを受け、伸び率が鈍化している。もっとも、住宅価格は高水準にあり、シンガポールではアジア通貨危機前を超え過去最高を更新したほか、香港では高級物件が過去最高を更新している。また、上昇が頭打ちになっていた中国の住宅価格は、足元で再び上昇傾向に転じている（第7図）。

第6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7図：アジア主要国の住宅価格



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

**2011年後半以降、
成長ペースは加速**

今後のアジア経済を展望すると、2011年前半にかけては、前年の反動要因の一巡と先進国経済の減速により成長ペースは鈍化するものの、堅調な内需が景気を下支えすることが見込まれる。2011年後半以降は、米国を中心とした海外経済が回復に向かうことから、内外需ともに伸びが高まろう。2010年の成長率は、11カ国・地域全体で9.0%とグローバル金融危機前の平均（2003～2007年平均9.0%）まで加速すると予想する。2011年の成長率は7.7%へ鈍化するものの、堅調な成長が持続しよう。

個人消費は、所得の拡大や景況感の改善を背景に堅調が続く見込みである。また、企業収益の拡大や海外からの直接投資の増加を背景に企業の設備投資が活発化することやインフラ整備などの公共事業も景気を下支えしよう。

金融政策については、インフレ圧力の高まりを受け、韓国、タイなどは金利正常化（利上げ）を継続すると予想する。もっとも、米国の追加金融緩和策を受け、当面、低金利が続くことが見込まれるなか、アジア

が大幅な利上げに踏み切った場合、資本流入が加速し一段の通貨高を誘発するおそれ大きいことから、利上げペースは緩やかにとどまる見込みである。

他方、2010年3月から周辺国に先行して利上げに踏み切ったマレーシアやインドは、政策金利が中立近辺に達したことから、今後は景気及び物価動向をみながら、追加利上げの必要性を判断するであろう。

(3) 当面のリスク要因

① 海外マネー流入に伴う資産インフレリスク

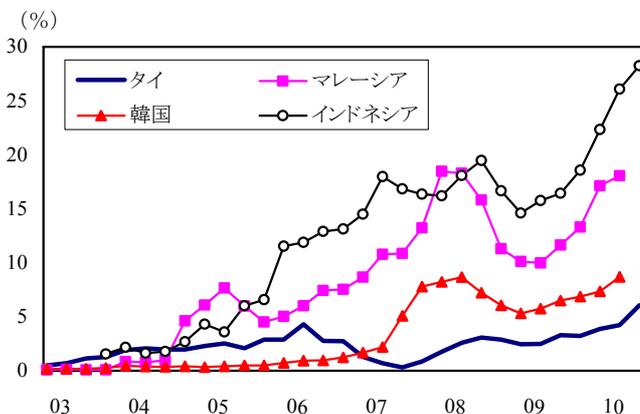
アジア経済の当面のリスク要因は2つあると考えられる。

一つは資産インフレである。11月に米国が量的緩和政策を決定したことを受け、新興国、とりわけアジアへの海外マネーの流入が続くことが見込まれるためである。

株式市場の動向をみると、史上最高値を更新したフィリピンやインドネシアのほか、13年ぶりの高値を更新したタイの株価は、年初来3~4割上昇している。とりわけ、米国の追加金融緩和観測が高まった9月以降、上昇ペースが加速している。外国人の株式買い越し額をみると、各国ともに9月は大幅に増加した。海外マネーの流入が株価押し上げの原動力になったと考えられる。

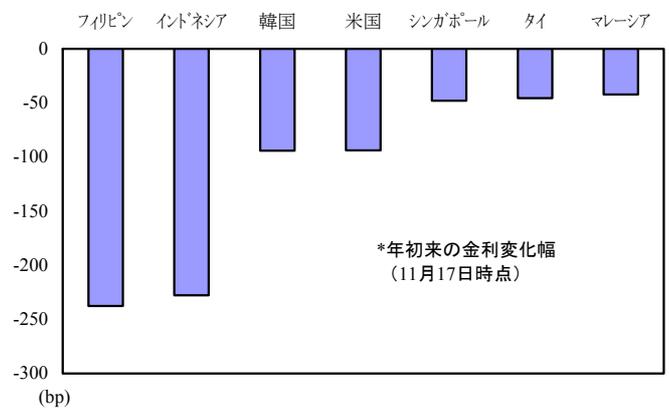
海外マネーは債券市場にも流入している。外国人の国債保有比率をみると、各国ともに上昇傾向にある(第8図)。とりわけ、インドネシアは、外国人の国債保有比率が2010年1月の19.5%から9月には28.3%まで上昇した。海外マネーの流入を受け、長期金利は低下傾向にある。年初来の10年物国債金利の変化幅をみると、利上げを実施していないインドネシアやフィリピンの金利低下幅は米国を上回っている(第9図)。既に金融引き締めへ転じているタイ、マレーシア、韓国の長期金利も低下している。

第8図：アジア主要国の外国人国債保有比率



(資料) ADBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：アジア主要国の10年物国債金利変化幅



(資料) アジア開発銀行より三菱東京UFJ銀行経済調査室作

タイやインドネシアなどが緩やかな資本規制を実施

アジア各国・地域は、加速する資本流入への警戒を強めている。タイは、2010年9月に海外不動産投資の上限額引き上げや海外関連会社向け投資の上限額撤廃など資本流出規制の緩和策を発表、翌10月には海外投資家の国債投資に係るキャピタルゲイン税の免税措置廃止（国内投資家と同様に15%課税）を決定した（第1表）。また、インドネシアは6月に中銀短期証券（SBI）の1カ月間の保有義務化を打ち出したのに続き、11月にはSBI3カ月物の発行を停止、海外マネーを期間が長い債券へ誘導する方針を打ち出した。

これらの施策の多くは、海外投資家のみならず国内投資家も対象にしたものであり、海外マネーの流入を厳格に規制することを目的としたものではない。持続成長を実現するためには海外マネーの流入が不可欠であり、各国は海外投資家の信認を損なわないような緩やかな規制にとどめていこうと考えられる。もっとも、11月にソウルで開催されたG20の共同声明では、新興国への急激な資本流入を抑制する規制導入を容認することが盛り込まれた。資本流入が更に加速する局面では、アジア各国がより厳格な資本規制を導入する可能性はあろう。

予防的措置として住宅ローン規制を導入する動きが相次ぐ

米国が追加金融緩和を決定した11月初旬以降、予防的な措置として、住宅向けの融資規制を導入する動きが相次いでいる。住宅価格は前述の中国、香港、シンガポール以外でも上昇傾向にあり、現時点でこれらの国・地域の住宅市場は過熱しているとまでは言い切れないが、放置すればバブルに発展する可能性がある。インドは、都市部の住宅価格がリーマンショック前の水準まで上昇したことを受け、住宅価格に対する融資比率（Loan To Value, LTV）の上限を80%に規制、マレーシアは、3軒目以降の住宅取得に際し、LTVの上限を70%に設定した。また、タイは、住宅ローンのLTVに応じて銀行資産のリスクウェイトを高める措置を導入することを発表した。

海外からの資本流入は、経済成長を加速させる半面、資産インフレや将来の資本流出リスクを高める。短期的には、足元の株式・債券の急上昇で一時的に下落するリスクが高まっていることに加え、2011年以降、米国の低金利政策の修正を市場が織り込む局面では、資本流出リスクが高まることには留意が必要であろう。

第1表：最近のアジアの資本規制

国・地域	導入時期	主な内容
台湾	2009/11	・海外投資家の定期預金を禁止
韓国	2010/6	・為替取引(先物、通貨スワップ、NDFなど)の持高規制を導入(国内銀行は自己資本の50%、外国銀行は同250%が上限) ・銀行の外貨借入の使途規制強化
インドネシア	2010/6	・中銀短期証券(SBI)の1カ月保有の義務化(対象は国内外の投資家) ・SBIの9カ月、12カ月物を新設(従来は6カ月物が最長)
	2010/11	・中銀短期証券(SBI)の3カ月物の発行停止
フィリピン	2010/10	・居住者による外貨購入限度額の引き上げ(3万ドル→6万ドル) ・居住者による海外投資限度額の引き上げ(年間3千万ドル→6千万ドル)
タイ	2010/9	5項目の資本流出規制を緩和 ①海外不動産投資の上限額の引き上げ(年間500万ドル→1000万ドル) ②国内外貨預金上限額の引き上げ(法人30万ドル→50万ドル、個人10万ドル→50万ドル) ③海外の関連会社向けの投資上限額撤廃 ④海外の非関連会社向けの貸付は年間5000万ドルまで申請不要 ⑤輸出企業の海外の外貨保有上限額の引き上げ(2万ドル→5万ドル)
	2010/10	3項目のバーツ高対策を発表 ①海外投資家の国債・中銀債・公営企業債に係るキャピタルゲイン税免除措置を廃止(国内投資家と同様に15%課税) ②政府・国営企業の外貨建て投資予算の執行加速、外貨の先物予約の促進 ③中小輸出企業向けの為替先物予約取引の促進、低利融資の提供

(資料)各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②食品インフレ

もう一つのリスクは食品インフレである。前述の通り、近年、食品価格の上昇がアジアの物価を押し上げている。食品の中で最も上昇幅が大きいのは野菜であり、これは猛暑や洪水など天候不順が主因である。こうした天候不順による野菜価格の上昇は一時的なものにとどまる可能性もあるが、足元で大豆やとうもろこしなど穀物を中心とした国際食品価格も上昇ペースを速めている。世界的に穀物価格が上昇している要因は、①米国やブラジルの天候不順、②中国を中心とした新興国の旺盛な需要による需給タイト化観測、③過剰流動性を背景にした投機資金の流入、などがある。国際通貨基金(IMF)が発表している食品価格指数をみると、足元では過去最高を記録した2008年半ばの9割近い水準まで上昇している(第10図)。

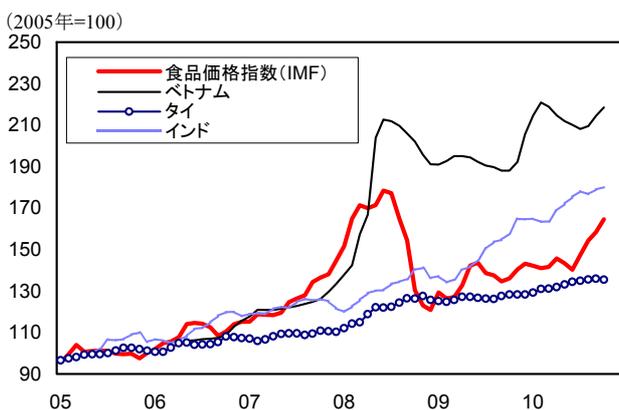
このトレンドが続いた場合、アジア各国は消費支出に占める食品のウェイトが高いことから、食品インフレに直面するリスクがある。消費者物価指数に占める食品の割合をみると、インド(47.1%)を筆頭に、フィリピン(46.6%)、インドネシア(43.4%)、ベトナム(42.7%)は40%を超え、タイ(36.1%)、マレーシア(33.8%)、中国(33.6%)は30%を超えている。シンガポール、韓国などのNIEs諸国は20%台にとどまっているものの、総じて見れば、15%前後にとどまる欧米などの先進国と比べ大幅に高く、アジア諸国は食品インフレの影響を受けやすい経済構

造といえる。

アジアの中で、特にインフレに対する注意が必要な国は、インド、ベトナム、である。インドは旺盛な需要が価格を押し上げるダイヤモンド型のインフレが生じている。他方、ベトナムは、需要の拡大に加え、通貨が下落傾向にあることからインフレ圧力が高まっている。また、インドネシア、フィリピンは、足元の物価は安定しているものの、食品価格上昇の影響を受けやすい。例えば、フィリピンは世界最大の米の輸入国であり、2008年の米価高騰時には消費者物価上昇率が前年比12%台へ上昇した。

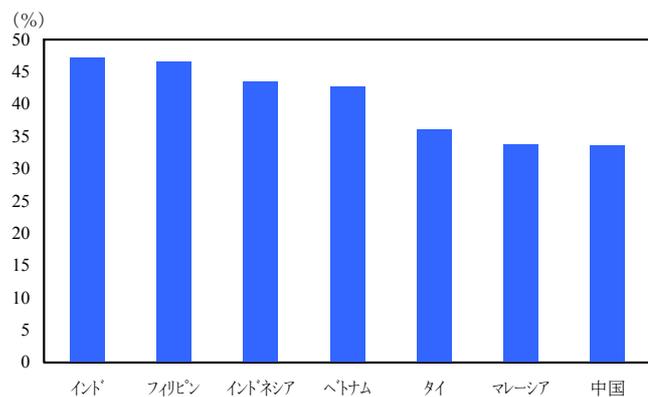
また、アジアの場合、食品価格の高騰は経済のみならず、社会への影響があることにも留意が必要であろう。物価上昇により国民の不満が高まり、社会の不安定化要因にもなるためである。

第10図：アジア主要国の食品物価



(資料) IMF, CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：消費者物価指数に占める食品の割合



(資料) ADB、インド統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 加速するアジア域内の経済連携

FTAは本格運用期へ

ASEANをハブとしたFTAが本格運用期を迎えている。2010年1月、ASEAN自由貿易地域(AFTA)において、ASEAN先行加盟6カ国^(注1)が、一部の除外品目を除き関税を撤廃した。さらに、ASEAN・中国FTAではASEAN先行加盟6カ国と中国との間で関税が撤廃されたほか、ASEAN-インド、ASEAN-豪州・ニュージーランドのFTAが相次いで発効した。

日系企業のFTA利用率は上昇

FTAネットワークの拡大により、企業のFTA利用率は高まっている。ジェトロが2010年8~9月に実施した「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査」によると、FTA/EPAを利用している在ASEAN日系企業は、輸出が40.3% (前年差+10.6%)、輸入が35.0% (同+10.9%)と、いずれも前年から上昇した(第12図)。AFTAの関税撤廃によるASEAN域内の輸出増加は、統計上でも確認できる。2010年の上半期のタイの自動車輸出は、インドネシア向けが前年比4.5倍、フィリピン向けが2.3倍、

マレーシア向けが同 2.2 倍といずれも急拡大した。

近年、ASEAN を核とした FTA を拡大する動きも強まっている。ASEAN+3（日中韓）、ASEAN+6（日中韓+印豪 NZ）、FTAAP（アジア太平洋自由貿易協定）など、ASEAN を核とした広域経済連携が実現に向けて動いている。

FTA が成長率を押し上げ

FTA の拡大によるマクロ経済の押し上げ効果も見込まれる。日本経済研究センターの試算によると、ASEAN+ 3 が完成した場合、中国の GDP を 0.69%、タイを 0.57%、マレーシアを 0.53%押し上げる。さらに広域 FTA である FTAAP が完成した場合の GDP 押し上げ効果は、中国が 1.46%、タイ 0.79%、マレーシア 0.74%と、自由貿易経済圏が広がるにつれて経済効果も拡大する。

域内のヒトの動きも活発化

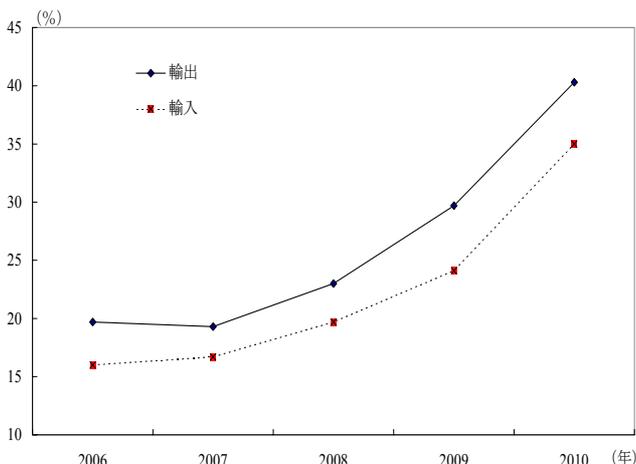
FTA の活用が広がり、モノの動きが盛んになると、ヒトの動きも活発化する。世界主要地域の航空利用者数をみると、2008 年時点のアジア域内の航空利用者は、2000 年比 2.2 倍に拡大した（第 13 図）。欧米が伸び悩むなか、アジア域内のヒトの動きは活発化している。

2015 年 1 月には ASEAN 新規加盟国^(注2)も関税が撤廃され、ASEAN 域内のヒトやモノの動きがより活発化する。さらに ASEAN を核とした FTA が拡大することで、アジア域内の経済連携は一層緊密化し、経済成長を押し上げることが期待されよう。

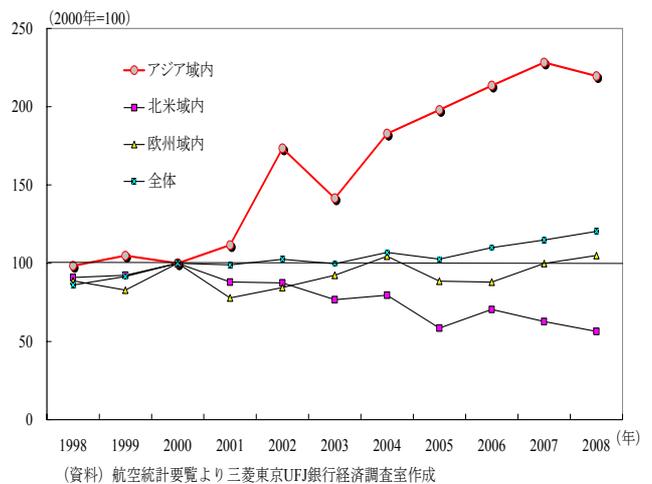
(注1) インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ブルネイ

(注2) ラオス、ミャンマー、カンボジア、ベトナム

第 12 図：在 ASEAN 日系企業の FTA 利用率



第 13 図：世界主要地域の航空利用者数



(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

中国の第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比 9.6%と前期（同 10.3%）から減速した。輸出の拡大が続く一方、投資過熱の抑制が進み、安定成長軌道に向かいつつある。他方、住宅価格が再び上昇していることや 7 月以降、消費者物価上昇率が 3%を超えインフレ懸念が高まっている。政府は 10 月以降、預金準備率と貸出金利の引き上げに踏み切り、インフレを抑制するスタンスを鮮明にした。

2011 年は、前半は国内外の景気対策効果の減退とインフレ抑制を主眼とした政策運営により若干の減速が予想されるものの、後半以降はスムーズな政権交代に向けた成長志向の政策転換と米国の景気回復による好影響が相まって加速に転じ、2011 年の成長率は 9.1%と 2010 年の 10.1%から小幅の低下にとどまろう。

②NIEs

輸出依存度が高い NIEs 諸国・地域では、輸出の鈍化に伴い成長ペースは鈍化しているものの、堅調が続いている。シンガポールの第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比+10.6%と3四半期連続で二桁増となったほか、香港や台湾経済も堅調に推移している。

2011 年にかけては、前年の反動要因の一巡などから成長ペースは鈍化するものの、2011 年後半には輸出回復に伴う投資の拡大や、雇用・所得環境の改善に伴う民間消費の回復などを追い風に、景気は堅調を維持しよう。2010 年の実質 GDP 成長率は 7.9%、2011 年は 4.5%を予想する。

③ASEAN

ASEAN4 カ国の経済は、内需の拡大により堅調に回復している。第3四半期の実質 GDP 成長率は、インドネシアが前年比 5.8%と前期から鈍化したものの、消費や投資など内需は堅調であった。今後、ASEAN 経済は内外の需要回復を追い風に景気は堅調に推移し、2010 年の実質 GDP 成長率は 6.6%、2011 年は 5.5%と予想する。

④インド

インド経済は、所得の拡大や景況感の改善などを背景に、内需を中心に回復基調が強まっている。こうしたなか、インフレ圧力の高まりを受け、中銀は 3 月以降 6 度にわたり利上げを実施した。今後、2011 年度にかけては、インド経済は内需の拡大を牽引役に 8%台半ばの高成長が見込まれる。

（竹島 慎吾、福永 雪子）

第2表：アジア経済見通し総括表

名目GDP規模 2009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)		
		2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
中国	4,909	9.1	10.1	9.1	▲0.7	3.3	2.8	2,971	2,878	2,812
韓国	833	0.2	6.0	4.3	2.8	3.0	3.2	427	307	185
台湾	379	▲1.9	9.9	4.8	▲0.9	0.9	1.3	421	429	374
香港	211	▲2.8	6.4	4.7	0.5	2.3	3.2	183	140	174
シンガポール	177	▲1.3	14.1	5.0	0.6	2.7	2.0	325	381	340
NIEs	1,599	▲0.9	7.9	4.5	1.4	2.4	2.6	1,356	1,257	1,073
インドネシア	539	4.5	6.1	6.2	4.8	5.1	5.5	107	68	33
マレーシア	191	▲1.7	7.0	5.3	0.6	1.7	2.5	320	334	320
タイ	264	▲2.2	7.5	4.5	▲0.8	3.3	3.5	203	123	96
フィリピン	161	1.1	6.4	4.8	3.2	3.8	3.7	86	73	68
ASEAN4	1,156	1.5	6.6	5.5	2.6	3.9	4.3	715	598	517
インド	1,236	7.4	8.5	8.4	12.4	9.5	6.5	▲384	▲423	▲458
アジア10カ国・地域	8,900	6.1	9.0	7.7	1.9	4.1	3.5	4,658	4,310	3,944
ベトナム	92	5.3	6.7	6.5	6.9	8.9	8.8	▲75	▲85	▲75
アジア11カ国・地域	8,992	6.1	9.0	7.7	2.0	4.1	3.5	4,583	4,225	3,869

→見通し

→見通し

→見通し

(注)インドは年度(4月～3月)ベース。

2. 中国

(1) 現状

1年振りに一桁の成長率まで減速

中国の第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比 9.6%と前期の同 10.3%から減速し、1年振りに一桁の成長率となった。内訳をみると、輸出は前年の大幅減少の反動もあり、前年比+32.3%と高い伸び率を維持する一方、出口政策の進展に伴い、投資過熱は抑制され、安定成長軌道に向かいつつあるようにみえる。

投資は貸出抑制や省エネ対応の下、安定成長

足元 10 月までの経済実績を詳細にみていくと、まず、輸出については、依然として好調といえる。5 月の前年比+48.5%をピークに低下傾向にあるとはいえ、10 月時点でも同+22.9%という水準を保っている。6 月に人民元の対ドル相場は再上昇を開始したものの、上昇率は 3%足らずにとどまり、目立った悪影響は顕在化していない。

投資は、前年のような輸出不振を補うための過熱気味の拡大は収まり、7 月以降は同+22~23%台で安定推移している。新規貸出額が 1 月の急増（1.4 兆元）後、当局が預金準備率の引き上げ、窓口指導など引き締めを強化したため、7 月以降は 5,000 億元台に抑制されたことが奏功している。また、本年を最終年とする第 11 次 5 カ年計画における単位 GDP 当りエネルギー消費量▲20%削減という省エネ目標は年前半時点で達成が危ぶまれる状況にあったことから、対応策の強化が鉄鋼、電力などエネルギー多消費型産業を中心に投資への下押し圧力となった。

高所得層の旺盛な購買意欲と振興策に基づき消費の堅調続く

消費は 3 月以降、前年比約+18%の堅調な拡大を続けている。インフレにより実質所得の伸びは限定的ながら、経済成長の恩恵をより多く受けている高所得層の旺盛な購買意欲は衰えておらず、牽引役を果たしている模様である。消費振興策の効果も強まっている。家電については、都市部の買い替え補助における対象地域の拡大、農村部の購入補助におけるシステム整備の効果の浸透があり、ともに販売額が大幅に増えている。自動車についても、6 月に導入された低燃費小型車向けの 3,000 元の購入補助金の効果により販売が盛り返してきた。

(2) 見通し

5 中全会を経て、インフレ抑制スタンス強化

こうした好調な景気拡大が続くなかで、政府は、先進国を中心とした海外景気の悪化に伴う景気後退リスクよりも、インフレによる経済・社会不安定化のリスクに重点を置くようになった。その流れを決定付けたのは、10 月 15~18 日に開催された共産党中央委員会第 5 回総会（5 中全会）であった。

5 中全会に先立つ 10 月 11 日、預金準備率が 0.5%引き上げられ、17.5%と過去最高に並んだが、対象は 4 大国有商業銀行、招商銀行、民生銀行

の6行で期間2カ月の暫定的な措置であった。このため、年内利上げはないとの市場観測が広がった。ところが、5中全会閉会翌日の19日、人民銀行(中央銀行)は2年10カ月ぶりの利上げを発表した(翌日実施)。利上げ幅は0.2~0.6%で、1年物では預金金利2.5%、貸出金利5.56%となった。その背景には、①天候不順に伴う食料品価格高騰を主因として、7月以降の消費者物価が通年目標の3%を上回って上昇していること、②4月の規制強化により歯止めがかかったかにみえた住宅価格が再上昇を始めたこと、③預金の実質マイナス金利が資産バブルを助長する恐れがあること、④米国の一段の金融緩和による過剰流動性の深刻化に対する懸念が高まったこと——などがある。さらに、11月10日には、再度、一部の銀行を対象とした預金準備率の引き上げが報道された後、結局、人民銀行から全銀行を対象とした預金準備率の0.5%引き上げが公表された。

こうした経済・金融情勢に加え、5中全会で決定された第12次5カ年計画(2011~2015年)の党中央の提案(計画骨子に相当)の内容も踏まえて、今後を展望する。

投資は、第12次5カ年計画期にかけても安定拡大

まず、投資については、少なからぬ下押し要因がある。金融引き締め強化に加え、4兆元対策は年内で終了となるうえ、省エネ・環境目標達成のための設備廃棄、生産能力過剰業種における企業統合・整理などは期に入っても継続されよう。

ただし、投資を下支えるファクターも少なくない。第12次5カ年計画においても、国際競争力の強化に向けての投資は重要視されよう。なかでも、政府は、省エネ・環境保護、新世代IT、バイオ、先端機械設備、新エネルギー、新素材、新エネルギー車を7大戦略的新興産業と位置付け、GDPに占めるシェアを2015年に8%、2020年には15%に引き上げるなど、産業の中核に育成する方針を明示している。また、内需拡大や地域格差是正の意味で、4兆元対策ほどの規模は望めないとしても、輸送を中心としたインフラ整備も継続すると考えられる。

消費振興は第12次5カ年計画期の中心課題に

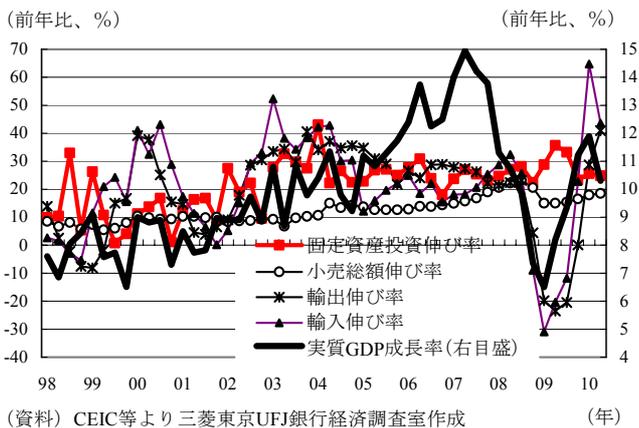
消費については堅調持続が予想される。第12次5カ年計画の中心課題は「経済発展パターンからの転換の加速」であり、これは輸出・投資への過度の依存からの脱却を意味し、その鍵を握るのは消費拡大である。このため、第12次5カ年計画の5つの経済・社会発展目標のうち、都市・農民の所得増が最重要の位置付けとなっている。また、医療改革を中心とした社会保障の整備、戸籍改革を通じた都市化の推進などにも一段と注力される予定である。なお、販売促進策については、家電関連の施策はいずれも来年も継続されるが、自動車関連では、小型車減税、買い替え補助、農村部の購入補助などが今年末に期限切れとなる。このため、年内の駆け込み購入と来年初頭の反動が予想されるが、自動車普及率の低さを考慮すれば、その後も一定のペースでの販売増は見込めよう。

輸出は、反動増の一巡、人民元・賃金の上昇などから減速

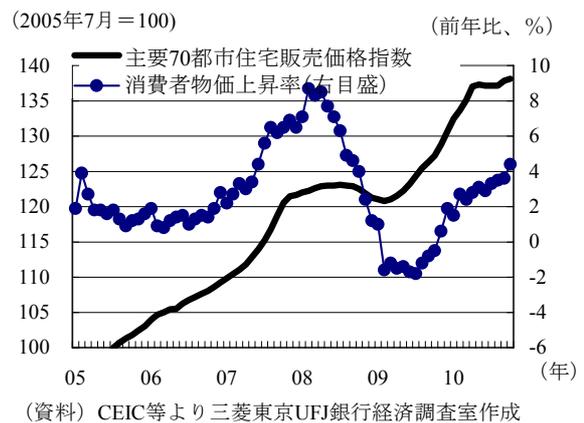
輸出は減速傾向が続こう。前年の輸出減少を受けた反動増が一巡するとともに、人民元ならびに賃金の上昇による競争力低下が予想される。人民元相場に関しては、米国を中心に海外からの切り上げ圧力が強まるなか、来年にかけても通年で5%程度の上昇は避けられまい。また、賃金上昇への政治的圧力は極めて強いものになるはずである。第12次5カ年計画の提案段階では、一部で予想された所得倍増論は盛り込まれなかったものの、所得拡大は最重要目標に掲げられている。

以上を総合すれば、2010年は前年比10.1%の成長が見込まれる。2011年には、前半は国内外の景気対策効果の減退とインフレ抑制を主眼とした政策運営により若干の減速が予想されるものの、後半以降はスムーズな政権交代に向けた成長志向の政策転換と米国の景気回復による好影響が相まって加速に転じ、通年では9.1%と小幅の成長率低下にとどまろう。

第14図：中国の成長関連指標



第15図：中国の物価と住宅価格



(3) トピックス：第12次5カ年計画期におけるビジネス環境の変化

5中全会で採択された第12次5カ年計画に関する党中央の提案は、第11次5カ年計画で打ち出した「経済発展パターンの転換」をさらに加速させることを主眼に据え、以下のような基本方針を示した。

第3表：第12次5カ年計画の基本方針

- * 経済発展パターンの転換加速
 - 経済・社会発展目標：経済成長、経済構造調整、所得拡大、社会体制整備、改革開放の深化
- * 内需拡大戦略の堅持と経済の安定的かつ比較的速い発展の維持
- * 農業近代化の推進と社会主義新農村建設の加速
- * 現代産業体系の発展とコア競争力の強化
- * 地域の協調的発展と都市化の推進
- * 資源節約型で環境にやさしい社会の建設加速
- * 科学技術・教育による国家振興戦略と人材強国戦略の深化とイノベーション型国家建設の加速
- * 社会建設の強化と健全な基本的公共サービス体系の構築
- * 改革加速と社会主義市場経済体制の整備

注視すべきビジネス環境の変化

これに伴うビジネス環境への影響を整理すると、まず、プラス面としては、第一に、省エネ、環境、循環経済という日本企業が得意分野と自認する領域におけるビジネスチャンスが一段と拡大する。もっとも、この分野でも、中国企業が先進国からの技術移転を受けて低価格化に驚異的なスキルを発揮している点は念頭に置く必要がある。第二に、所得向上、都市化に伴う市場としての魅力が増してくる。

一方のマイナス面として、第一に、賃金上昇に伴うコスト増による「世界の工場」としての魅力の低下がある。中国企業ですら、すでに、価格競争力のみを追求して、ASEAN 諸国に移転するところもある。第二は、中国企業の競争力強化に向けての技術・産業保護主義の強化である。技術移転要求、政府調達における中国企業製品の優遇、レアアースの輸出規制、自国技術の国際標準化など多方面からの動きが激しさを増し、諸外国との軋轢も強まろう。

政府は、中国企業の技術水準の向上に伴い、先端産業における外資の市場支配を変革しようと試み、外資の一人勝ちを許容しないと考えられる。ちなみに、7 大戦略的新興産業に関する外資系企業の取り扱いをみると、投資や研究開発センターの設立の奨励に加え、中国の企業や研究機関と共同で国家科学研究プロジェクト申請可能などとなっている。こうした状況を踏まえつつ、中国市場をターゲットとするならば、中国企業とのパートナーシップ、中国人材の活用の重要度は飛躍的に高まっていよう。

外資系企業の負担増につながる政策

なお、足元では、内外無差別の原則に基づくものの、外資系企業の負担増につながる制度が相次いでいる。12月1日以降、外資系企業に対し、従来は免除されていた都市維持建設税（所在地により 7%、5%、1%）及び教育費付加税（3%）が付加価値税、消費税、営業税の合計額を課税ベースとして適用されることになった。これにより、外資優遇税制は全廃となる。

また、2011年7月1日から外国人の社会保障加入も義務化される。標準的なケースで、企業負担 28%、個人負担 11%と負担は大きい。政府は、海外の有能な人材確保のためとしているが、従来、社会保障負担がないことが外国人採用のインセンティブになっていた面もあり、むしろ、採用を阻害する恐れがある。加えて、日本の社会保障でカバーされている日本からの派遣社員における二重払いの問題もあり、先行きについては注視を要する。

（萩原 陽子）

3. NIEs

(1) 韓国

①現状：景気は内需主導で堅調に推移

韓国経済は、成長ペースは鈍化しているものの、内需主導で堅調に推移している。第3四半期の実質GDP成長率（速報値）は前年比4.5%と前期（同7.2%）から鈍化したものの、堅調を維持した。雇用環境の改善を追い風に民間消費（同+3.3%）が底堅く推移したことに加え、半導体を中心に設備投資（同+25.2%）が高い伸びを維持した。民間消費は自動車や携帯電話など耐久消費財を中心に伸びた。他方、外需は輸出入ともに鈍化したものの、輸入の伸びが輸出を上回ったことから、外需の寄与度はマイナスとなった。

雇用環境は改善傾向が持続

雇用環境は改善傾向が持続している。10月の就業者数は前年比+31.6万人とグローバル金融危機前（2005～2007年）の月間平均（+29.2万人）を上回った。業種別にみると、製造業（同+24.0万人）が牽引役となっており、これまでの輸出の回復が雇用の増加につながっている。また、非正規雇用者数が減少する一方、正規雇用者数が増加しており、雇用の質は改善している。

インフレ圧力の高まりを背景に追加利上げ実施

物価は上昇圧力が高まっている。10月の消費者物価上昇率は前年比4.1%と韓国銀行の目標（3±1%）を上回った。これを受け、韓国銀行は、11月16日に0.25%ポイントの追加利上げに踏み切った（政策金利2.5%）。

②見通し：2010年は6.0%成長

今後の韓国経済を展望すると、2011年前半にかけては、前年の反動要因の剥落や先進国経済の鈍化を受け、輸出は減速するものの、民間消費や設備投資など内需が景気を下支えすることから、堅調が続くであろう。2011年後半以降は米国を中心とした海外経済が回復に向かうことから、外需は持ち直し、成長ペースは加速する見込み。2010年の成長率は6.0%、2011年は4.3%を予想する。

2011年にかけて利上げを持続

ウォン高への警戒感強いものの、物価上昇圧力が高まっていることから、韓国銀行（中銀）は2011年にかけても利上げを継続すると予想する。11月8日、政府は物価安定策として、48品目（ガソリン、テレビ、シャンプー、パン、卵など）を対象に価格動向を監視し、不当な値上げに対しては行政指導する方針を打ち出した。

③トピックス：低迷が続く住宅市場

住宅市場は低迷が続いている。住宅価格はリーマンショック後、下落が続いたが、中銀が2008年10月から2009年2月にかけて、合計325bpの大幅な利下げを実施、景気が回復に向かったことを受け、2009年4月以降、住宅価格は上昇に転じた。しかしその後、市場が過熱気味となったことから、2009年7月以降、政府は首都圏の住宅ローンの融資比率（LTV）の引き下げや債務比率（DTI）規制の適用地域の拡大などの抑制策を打ち出した。こうした抑制策に加え、2009年終盤以降、住宅供給

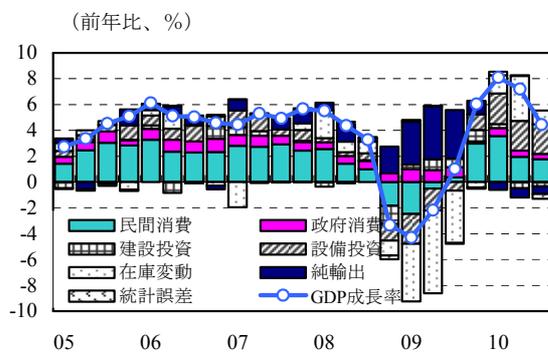
住宅価格は底打ちの兆し

が増加したこともあり市場は低迷した。

住宅市場の低迷は、建設業の業績悪化や銀行の不良債権の増加をもたらしている。また、資産運用手段としてマンションを購入する人が多いこともあり、家計債務への影響も懸念される。政府は、住宅市場を活性化させるため、8月に住宅支援促進策を打ち出した。こうした施策が奏功し、足元の住宅価格は、ソウルでは下落が続いているものの、その他の地域では上昇に転じるなど、総じて底打ちの兆しが生じている。政府は融資規制を堅持することで住宅バブル発生を回避する一方、実需取引を促進することで、住宅市場の安定的な拡大を図ることを目指している。

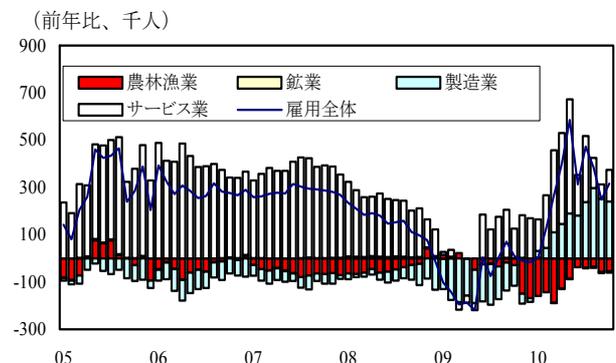
(竹島 慎吾)

第16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17図：韓国の雇用情勢



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作

(2) 台湾

①現状：成長は減速するも高水準を維持

台湾では、第3四半期の実質GDP成長率が前年比9.8%と前期(同12.9%)から減速した。輸出は前年の大幅減少の反動増による押し上げ効果が縮小しつつあり、前期の同+32.9%から同+20.1%まで伸び率が低下してきた。同様に、民間投資も反動増による2四半期連続の約4割の大幅拡大から同+34.3%へと伸び率が低下した。一方、消費は、雇用情勢の改善、株価・不動産価格上昇に伴う資産効果に加え、中国人観光客の増加などもあり、同+4.0%と堅調を維持した。

小幅の利上げ継続局面へ

減速とはいえ、依然、高水準の成長が続くなかで、中央銀行は利上げスタンスを明確に示し始めた。6月の政策決定会合で2年ぶりに利上げに踏み切ったのに続いて、9月30日の会合でも、公定歩合に相当する再割引率を0.125%引き上げ、1.5%とした。消費者物価上昇率は足元でも1%以下の低水準にあり、インフレ圧力の顕在化はみられない。しかし、台湾においても、周辺諸国同様、不動産価格の高騰が目立っており、中央銀行としても警戒は怠れまい。今後も四半期に1回の政策決定会合で0.125%の小幅利上げによる金融超緩和状態の修正が継続されると考えられる。

②見通し：反動増による押し上げ効果剥落から成長率低下へ

今後、成長率は一段と低下しよう。輸出は反動増による押し上げ効果の剥落により、さらなる減速が予想される。輸出減速に伴い、投資の伸びもこれまでのような高水準からの低下は避けられまい。消費については、失業率低下の余地は大きく、雇用情勢の改善が見込まれるとはいえ、景気減速下では勢いは限定されよう。

とくに、第4四半期については、前年同期に自動車減税の期限切れを控えた駆け込み需要で消費が盛り上がった反動が大きく、低成長を余儀なくされる可能性が高い。それでも、これまでの成長実績を考慮すれば、2010年の実質GDP成長率は前年比9.9%と前年の同▲1.9%からは顕著な回復となろう。2011年には、輸出、投資ともに大きく伸びが低下するものの、中台間の経済関係緊密化の好影響もあり、同4.8%と底堅い成長が見込まれる。

③トピックス：ECFA発効で促進される中台経済の緊密化

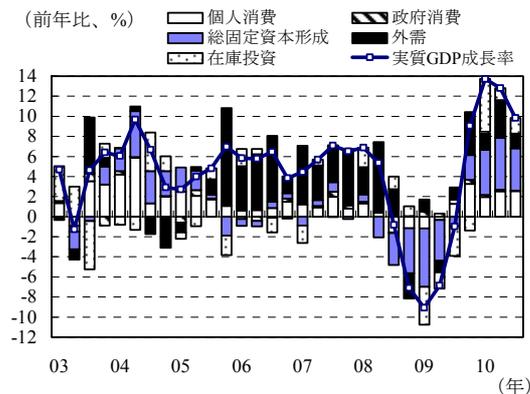
中国との経済協力枠組み協定（ECFA）は6月の締結を経て、9月12日に発効に至った。これに伴い、早期に市場開放されるアーリーハーベストとして、2011年初から、中国側は539品目（中国の対台湾輸入の16.1%）、台湾側は267品目（台湾の対中輸入の10.5%）の関税引き下げが開始され、最長2年間で撤廃となる。

また、ECFA発効直後の9月16日、中国の銀行業監督管理委員会は台湾土地銀行、第一商業銀行、合作金庫銀行、彰化商業銀行の4行に対して、台湾の銀行としては初めて中国における支店開設の認可を与えた。さらに、10月13日には、華南銀行、国泰世華銀行も認可を受けた。なお、ECFAに基づき、台湾の銀行に対しては支店開設から人民元業務開始までの期間が通常3年から1年に短縮される優遇措置が与えられる。

台湾内に中国との急速な経済交流強化を警戒する向きは少なくないが、仮にECFAを避けるとすれば、中国13億人市場を取り込む機会を逸するのみならず、アジア域内で急速に進展するFTA網から取り残されることにもなりかねない。ECFA締結を契機に他国ともFTA締結への展望が開け始めたことは事実であり、シンガポールと8月にFTA締結推進を共同発表し、協議を進めている。11月27日は台北を含む5大都市の市長選挙が行われる。馬英九政権の信任を問う位置付けであるが、そのなかにはECFAに対する市民の賛否も含まれると考えられ、結果が注目される。

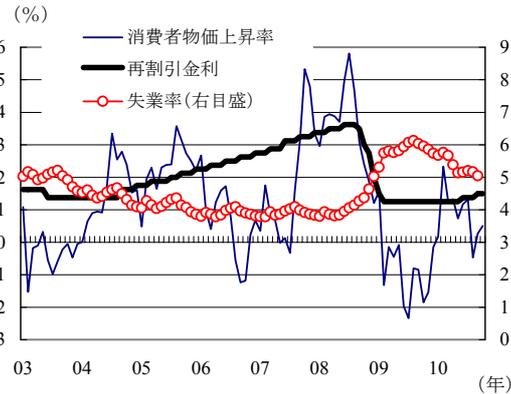
（萩原 陽子）

第 18 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 19 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・消費に牽引され、成長加速

香港では、第 3 四半期の実質 GDP 成長率が前年比 6.8%と前期（同 6.5%）から加速した。財輸出は先進国向け、途上国向けともに好調で、同+20.8%と 3 四半期連続の 20%超の勢いで成長を牽引している。また、個人消費も同+5.7%と前期（同+4.6%）からの加速が目立っている。これには、失業率が 4.2%と 2008 年末以来の低水準まで低下するという雇用環境の改善、株価・不動産価格の上昇に伴う資産効果に加え、アジアを中心とした海外旅行客の大幅増加も寄与している。一方、総固定資本形成は前期の同+15.6%から同+0.3%へと急減速した。公共投資の伸びは引き続き旺盛ながら、民間設備投資がこれまでの 3 四半期連続の二桁増で息切れし、同▲6.4%と減少に転じたことが大きかった。

総じてみれば、好調な景気拡大が続くなか、不動産バブル懸念が一段と膨らんできている。住宅価格は 2008 年末をボトムに約 50%の高騰となり、1997 年の過去最高値圏に近付いている。しかし、香港はドルペッグ制の下で米国に追随した低金利を余儀なくされており、激しい金利引き下げ競争のなかで住宅ローン金利はインターバンク金利に連動して 1%前後の低水準にある。

不動産バブルへの対策強化

こうした状況下、当局は、昨年 10 月以降、頭金比率や印紙税率の引き上げ等の規制強化、土地の供給拡大を通じた需給緩和など多方面からの不動産対策を進めている。曾蔭権行政長官は、10 月 13 日の施政方針演説でも、住宅政策を重点的に取り上げ、毎年 2 万戸の住宅地および 1 万 5,000 戸の公共賃貸住宅の供給方針、住宅購入支援プランの新設などを発表した。また、投資移民の急増が不動産価格高騰の一因になっているとの市民の不満に配慮し、居住権取得の要件となる投資資産の対象から暫定的に不動産を除外した。さらに、施政方針を受けて、当局は、翌 14 日から最低投資額も 650 万香港ドルから 1,000 万香港ドルに引き上げた。もっとも、投資移民資格取得のための不動産取引が全体に占めるシェアはわずか 1%であり、価格への影響力は小さい。今後も、実効ある不動産対策の追求は欠かせまい。

②見通し：中国の高成長持続の恩恵もあり、安定成長

今後は、前年のマイナス成長の反動増による押し上げ効果が剥落することから、成長減速が見込まれる。中国の輸出伸び率は6月以降、ピークアウトしており、勢い、中国製品の仲介貿易センターである香港の輸出も増加ペースの鈍化は避けられまい。ただし、中国が引き締め政策を強化するなかでも9%前後の成長を確保すると見込まれる以上、香港の内需に波及する経済効果は依然として大きい。これを前提とすれば、雇用情勢のさらなる改善に伴う所得効果や資産価格上昇による資産効果を見込むことができ、消費は堅調が予想される。また、中国と連結する高速鉄道などの大型プロジェクトを含む公共投資ならびに中国ビジネスを睨んだ民間投資の拡大も見込めよう。

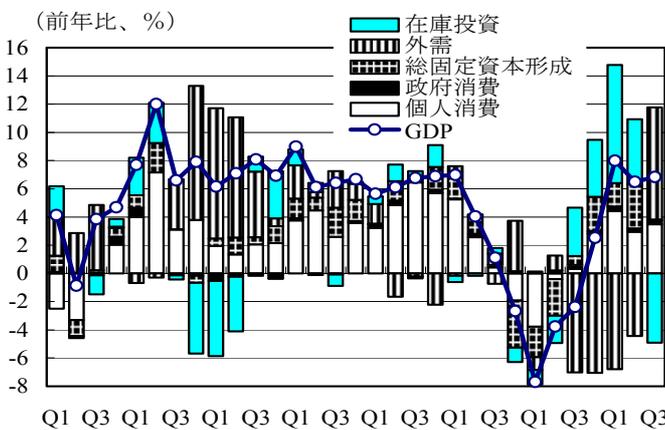
これらを考え合わせれば、2009年の前年比▲2.8%のマイナス成長に対して、2010年の実質GDP成長率は同6.4%と顕著な回復を示そう。2011年には、反動増による押し上げ効果の剥落に加え、中国の景気も減速するなかで香港の成長率も4.7%への減速が予想される。

③トピックス：最低賃金条例の導入

香港では、7月17日、最低賃金条例が議会を通過し、従来の自由放任主義の転換として注目された。最低賃金の水準については、労働組合が要求する時給33香港ドルに対し、雇用者団体では25香港ドルを主張し、議論は難航したが、最終的に、11月10日に当局は28香港ドルに決定、2011年5月から実施となる（金額は最低2年に1回見直し）。飲食業などでは時給20香港ドル程度といわれ、また、直近2009年第2四半期のデータでも労働者の下位10%に当たる27.7万人が時給27香港ドル以下で働いており、これら低所得層の底上げとなる。競争力低下を理由とした産業界の抵抗にもかかわらず、導入に至った背景には、中国政府が中国内同様、格差是正による社会安定化を志向していることが影響しているとみられており、ここにも香港の中国化の一端が垣間みえる。

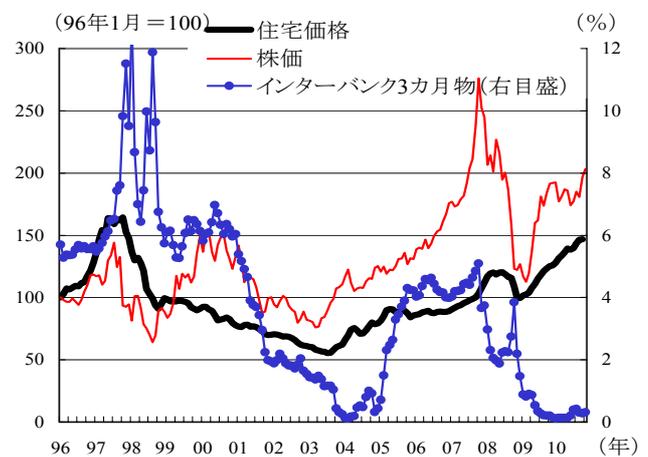
(萩原 陽子)

第20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21図：香港の資産価格



(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) シンガポール

①現状：成長ペースは鈍化しつつも堅調を維持

シンガポールでは、第3四半期の実質GDP成長率が前年比10.6%（前期比年率▲18.7%）へ鈍化した。もっとも、製造業（前期比年率▲53.6%）は、一部医薬品メーカーによる製造ライン変更や一時的なプラント閉鎖の影響などで落ち込みが目立った一方、サービス業（同+1.4%）は、内外の需要拡大を背景にプラスの伸びを確保するなど、堅調を維持している。また、第3四半期の非石油地場輸出（NODX）は、アジアを中心とした新興国におけるエレクトロニクス需要の拡大などを追い風に、前年比+23.8%と高水準を維持した。

景気回復と海外からの来訪者数の増加などを背景に、サービス業を中心に雇用拡大が続いており、9月末時点の失業率（季節調整値）は2.1%と2年半ぶりの水準まで低下している。

物価上昇圧力の強まりを受け、MASは引き締めを強化

物価は、これまでの自動車価格や不動産価格の上昇に加え、労働需給の逼迫などから、潜在的なインフレ圧力が強まっている。第3四半期の消費者物価上昇率は前年比3.3%と2009年第1四半期以来の水準まで上昇した。インフレ圧力の強まりを受け、シンガポール通貨庁（MAS）は、10月の金融政策（為替相場が操作手段）見直しで、4月以来の通貨高政策（「緩やか、かつ段階的な通貨高」を容認する政策）を踏襲しつつ、さらなる通貨高を容認することで引き締め策を小幅強化した。

②見通し：2010年の成長率は14%へ加速

今後、シンガポール経済は、前年の反動要因の一巡と先進国景気の減速などで成長ペースの鈍化が予想されるものの、2010年の成長率は14%に達し、2011年は、潜在成長率とされる5%程度の水準を確保しよう。輸出は、世界的なスマートフォン市場の拡大や企業のPC更新需要の回復などが下支えするほか、2011年にかけて世界石油大手のエチレンプラントの操業開始が予定されており、底堅い推移が見込まれる。また、雇用・所得環境の改善が民間消費拡大の追い風となろう。

物価については、2011年前半にかけて上昇基調が続くものの、MASの通貨高政策（引き締め政策）や賃金上昇ペースが相対的に緩やかであることなどから、2011年通年のインフレ率は2%台にとどまる見込みである。

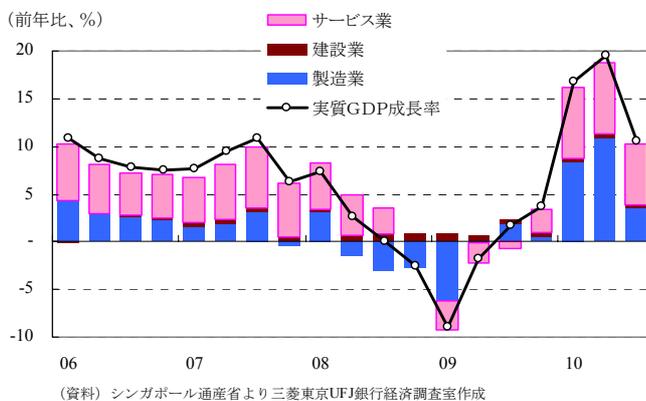
③トピックス：持続的な成長実現に向け不動産市場の過熱抑制策を強化

シンガポールの不動産価格は上昇傾向が続いている。第3四半期の民間住宅価格指数は前期比+2.9%（前期：同+5.3%）とアジア通貨危機前のピーク（1996年第2四半期）の水準を上回り過去最高値を更新した。もっとも、政府の価格抑制策の効果などから、価格上昇ペースは鈍化傾向にあり、特に、中心地区では同+1.6%（前期：同+5.4%）まで伸びが低下し、ピークに近づいているとの見方が多い。民間住宅販売件数も、政府が8月末に短期転売に対する印紙税課税強化や住宅ローンの融資額

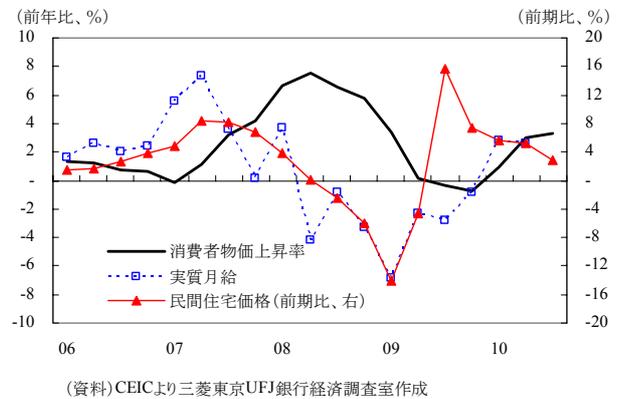
基準強化などを実施して以来、軟調に推移しており、今年前半にみられた発売即日完売のような過熱感は薄れつつある。一方で、回復が遅れていたオフィス価格は、第3四半期が前期比+6.2%（前期：同+4.6%）と上昇基調が強まっている。同価格指数は、アジア通貨危機前のピーク（1996年第3四半期）の6割程度の水準にとどまっているが、景気回復に加え、現時点では政府の価格抑制策の対象とされていないことなどから、投資目的の投資も価格押し上げ要因になっているとみられる。今後、不動産市場の過熱を抑制しつつ、持続的な安定成長が実現できるか、政府の難しい舵取りが求められているといえよう。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第22図：シンガポールの実質 GDP 成長率



第23図：シンガポールの物価と雇用



4. ASEAN

(1) インドネシア

①現状：第3四半期の成長率は5.8%へ鈍化

インドネシア経済は内需を牽引役に高成長が続いている。第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比 5.8%と前期（同 6.2%）から伸びが鈍化したものの、堅調を維持した。資源価格の上昇に伴う所得増加や旺盛な消費需要に加え、物価の安定や低金利などが追い風となり、民間消費（同+5.2%）が堅調を維持したほか、企業の設備投資の活発化を背景に総固定資本形成（同+8.9%）の伸びが高まった。また、輸出（同+11.3%）は、中国向けの石炭など資源輸出の好調などを背景に二桁増を維持した。

物価は総じて安定

物価は、天候不順に伴う食品価格の高騰などを背景に、年央にかけて上昇傾向がみられたが、足元は食品価格が落ち着きつつあることなどから 5%台に低下している。中銀は、物価が安定を維持するなか、中小企業向け貸出促進の目的などから、2009年9月以降、政策金利を 6.5%と過去最低水準で据え置いている。ただし、海外からの資本流入拡大に伴う過剰流動性を吸収するため、9月初めには、預貸比率規制（78~100%、2011年3月実施予定）導入と同時に、プライマリー預金準備率引き上げ（5%→8%、11月初め実施）を決定した。

中銀は金利を据え置く一方、流動性管理を強化

②見通し：内需を牽引役に6%前後の成長が持続

インドネシア経済は、2011年にかけて、内需を牽引役に6%台の成長が続こう。2010年の成長率は6.1%、2011年6.2%と予想する。良好なファンダメンタルズを背景にした海外からの資金流入拡大に伴う金利の低下が、消費や投資など内需の拡大の追い風となろう。

物価は、需給ギャップの縮小に伴いインフレ圧力が強まる可能性があるものの、ルピア高によるインフレ抑制効果が引き続き見込まれるほか、2011年度予算で電力料金引き上げが見送られたこともあり、総じて安定を維持しよう。消費者物価上昇率は2010年が前年比5.1%、2011年は同5.5%と中銀の目標圏内(4~6%)にとどまると予想する。

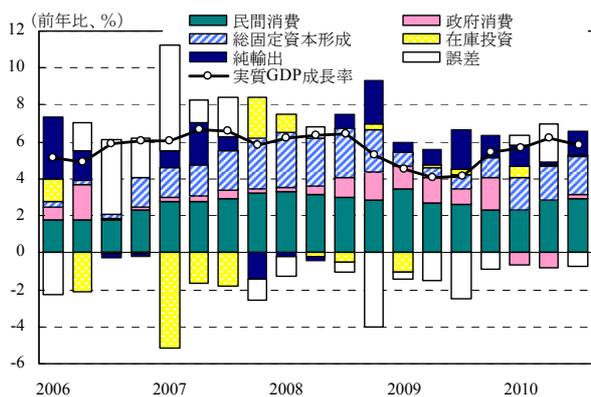
中銀は、利上げに伴うさらなる資本流入拡大に対する警戒もあり、早期利上げには慎重なスタンスを維持するとみられる。ただし、今後、期待インフレ率の高まりや過剰流動性に伴う資産価格の上昇など需要サイドからのインフレの兆候がみられるようになれば、利上げが視野に入ってくる公算が大きいとみられる。

③トピックス：産業基盤の多角化とインフラ整備が課題

2009年10月の第2次ユドヨノ政権発足から約1年が経過した。政治情勢は総じて安定しているほか、先進国経済の低成長が続くなか、内需を牽引役に中国やインドに次ぐ高成長をみせるインドネシアの成長に対する期待が高まっている。当面、豊富な人口と新興国向け資源輸出の拡大に支えられ、堅調な成長が見込まれる一方、中長期的に持続的な成長に向けて、資源輸出に依存した産業構造の多角化・高度化が求められている。また、足元の急速な自動車販売の増加や物流の拡大に伴い、交通渋滞が深刻化し、早ければ2011年末に首都ジャカルタにおける二輪車・乗用車の道路占有面積が道路の総面積を上回る可能性が指摘されるなど、インフラ・エネルギー面での脆弱性が顕在化しつつある。持続的成長の確保と産業競争力強化のためには、インフラを含めた投資・事業環境の改善による投資拡大が不可欠といえよう。

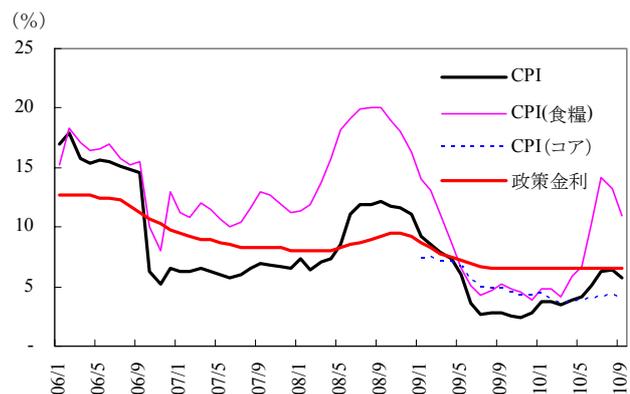
(シンガポール駐在 福地 亜希)

第24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25図：インドネシアの物価と金利



(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

①現状：成長ペースは鈍化傾向

マレーシアでは、急速な回復が一巡し、成長ペースは鈍化している。第3四半期の鉱工業生産指数は前年比+4.3%と、年前半の二桁の伸びから大きく低下した。また、輸出は、主力の電子・電機を中心に伸び悩みがみられる。輸出の先行きに対する慎重な見方を反映し、第3四半期の企業景況感指数(100超が「楽観」水準)は104.9ポイントと前期(119.6)から大幅に低下した。一方、良好な雇用・所得環境などを背景に、消費者信頼感指数は115.8ポイント(前期:110.4)と、2007年第3四半期以来の高水準を記録した。製造業雇用者数は、2009年6月以降前月比増加が続いており、失業率は6月の3.7%から8月には3.1%まで低下した。

物価は安定推移、中銀の金利正常化局面は概ね終了

消費者物価上昇率は、7月にガソリンや砂糖など価格統制品目の価格が引き上げられた影響などから、緩やかな上昇傾向がみられるものの、前年比2%前後で総じて安定している。中銀は、景気の急回復を受け、3月以降7月までに3度にわたり合計0.75%ポイント(2.0%→2.75%)の利上げを実施したが、その後は政策金利を据え置いており、金利正常化局面は概ね終了したとの見方が強い。

②見通し：2010年の成長率は7%に達する公算

2011年にかけて、マレーシア経済は、反動要因の一巡と先進国経済の減速に伴い、成長ペースの鈍化が見込まれる。もっとも、民間消費や投資など内需の拡大により景気は堅調を維持すると予想する。消費は、良好な雇用・所得環境が下支えしよう。実質GDP成長率は、6年ぶりの高成長だった2010年通年の7.0%から、2011年は5.3%へ鈍化しよう。

物価は、食品や燃料価格の上昇に加え、2011年にはサービス税の引き上げ(5%→6%)、最低賃金引き上げなどが上昇圧力となるとみられる。もっとも、いずれも上昇幅は限定的であるため、消費者物価上昇率は、2010年は前年比1.7%、2011年は同2.5%と2%前後の水準を維持しよう。中銀の金融政策は、景気と物価の動向を見極めつつ、必要に応じて追加的な利上げの可能性をみておく必要がある。

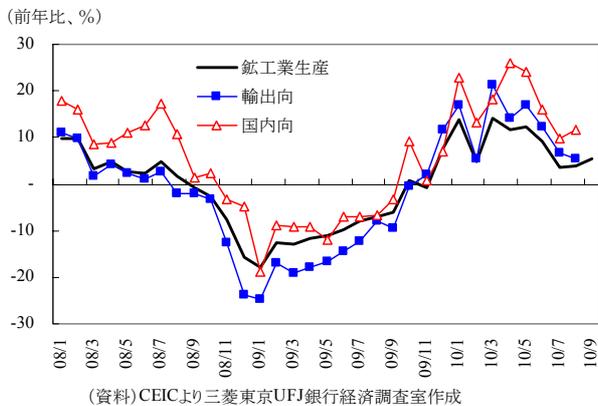
③トピックス：2011年以降は民間投資活用による成長を目指す

政府は、10月に歳出総額2,120億リンギ(前年度比+10.7%)の2011年度予算案を発表した。グローバル金融危機後の大規模な景気対策で悪化した財政の再建に取り組んでおり、開発支出の抑制などで、財政赤字(対名目GDP比)は▲5.4%と、2009年度(実績)▲7.0%、2010年度(見込み)▲5.6%からの縮小を目指す。ただし、近く実施の可能性がある総選挙を睨み、財政基盤拡充を目的とした「物品サービス税(GST)」は、導入が先送りされた。2011年は、民間部門主導の成長を目指す5カ年計画「第10次マレーシア計画(2011~15年)」の初年度にあたり、2011年度予算案の重点戦略の一つとして民間投資の活発化を掲げている。民間主導の内需拡大と産業競争力強化に向けて、計画されている高速道路や発電所、鉄道の建設、大型の地域開発などにおける官民パート

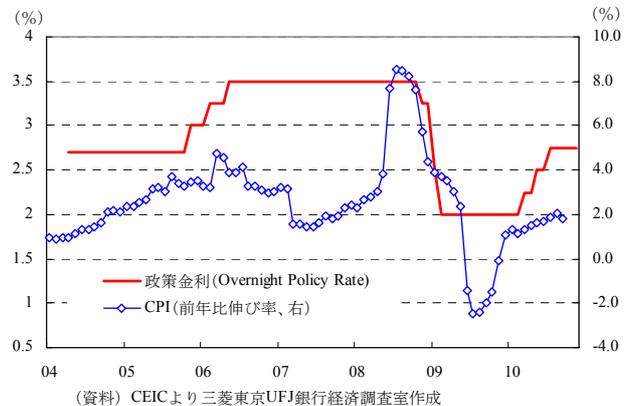
ナーシップ（PPP）導入の成否が鍵となろう。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第 26 図：マレーシアの生産



第 27 図：マレーシアの物価と金利



(3) タイ

①現状：内外需ともに堅調

タイ経済は内外需ともに堅調である。第 2 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 9.1%と約 15 年ぶりの高成長を記録した前期（同 12.0%）から鈍化したものの、高い伸びが続いた。第 3 四半期に入り、成長ペースは鈍化しているものの、内外需ともに堅調に推移している。

9 月の民間消費指数は前年比+3.1%と前月から伸びが鈍化した。自動車販売は前年比 4 割近い伸びが続いている。消費が堅調な背景には、農業収入の拡大や失業率の低下など雇用環境の改善に加え、政局の安定を背景に消費者マインドが回復していることがある。9 月の消費者信頼感指数は約 4 年ぶりの高水準に達した。また、9 月の民間投資指数は前年比+20.0%と 5 カ月連続で 20%台を維持した。

他方、輸出はピークアウトしているものの、高い伸びが続いている。9 月の輸出は農産物や自動車などの輸出拡大を背景に同+21.8%と前月（同+23.6%）から伸び率は鈍化した。輸出額は過去最高を記録した。

物価は安定している。9 月の消費者物価上昇率は前年比 2.8%と 11 カ月ぶりに 3%を下回った。中銀はインフレ圧力の高まりを受け、7 月、8 月と 2 カ月連続で合計 0.5%ポイントの利上げを実施したものの、その後は物価が低下したこと、9 月以降、急速なパーツ高が進行したことから金利を据え置いている（現行政策金利 1.75%）。

中銀は 8 月以降、金利を据え置き

②見通し：2010 年の成長率は 7.5% へ加速

今後のタイ経済を展望すると、2011 年前半にかけては、先進国経済が鈍化することから輸出は減速するものの、消費を中心とした内需が景気を下支えすることから、引き続き堅調に推移しよう。2011 年後半以降は、米国を中心とした海外経済の持ち直しに伴い輸出が回復することに加え、内需が力強さを増すことから成長ペースは加速しよう。また、2010 年 1 月より ASEAN を中心とした自由貿易協定 (FTA) ネットワークが

拡充したことに伴い、ASEAN や中国など FTA 締結国向けの輸出増加が見込まれる。2010 年の成長率は 7.5% と 2003 年以来の高成長に達すると予想する。2011 年の成長率は 4.5% と前年の高成長の反動で伸びは鈍化するものの、底堅い成長が持続する見込みである。

中銀は利上げを 継続

足元の物価は落ち着いているが、今後は洪水の影響で食品価格の上昇が見込まれる。パーツ高が物価抑制要因となるものの、政府の生活費支援策が 2010 年 12 月末で終了することや堅調な内需を背景に、2011 年にかけて物価上昇圧力が高まるであろう。こうした状況を受け、中銀は利上げを継続すると予想する。

③トピックス：バ ーツ高対策を 発表

海外からの資本流入が加速していることを受け、パーツ高が進行している。米国の追加金融緩和観測が高まった 9 月以降、上昇ペースが速まり、10 月には約 13 年ぶりの高値となる 1 ドル=29 バーツ台まで上昇した。

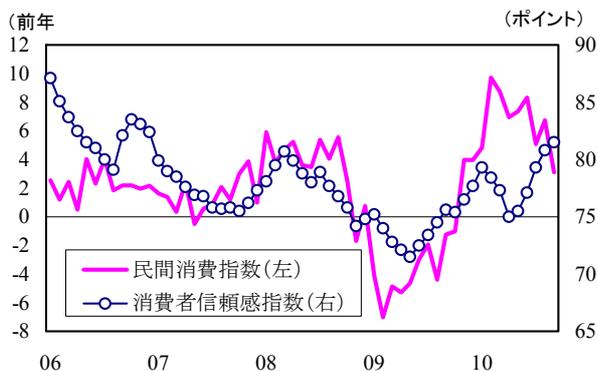
政府はパーツ高を抑制するために、9 月に海外不動産投資の上限額引き上げなど 5 項目の資本流出規制の緩和策を打ち出した。また、10 月には、海外投資家の国債投資にかかるキャピタルゲイン税の免税措置廃止（国内投資家と同様に 15% 課税）など 3 項目の対策を発表した。2006 年 12 月にパーツ高対策として導入された資本流入規制（流入資本の 30% を無利息の準備金として最低 1 年間中銀に積み立て）が、金融市場の混乱と海外投資家の信任低下を招いた経験から、政府は今回、対外投資の促進と緩やかな資本流入規制でパーツ高を抑制する方針を打ち出したとみられる。

資産インフレの 抑制が安定成長 の鍵

もっとも、パーツ高をもたらしている海外からの資本流入は、世界的な過剰流動性が主因であり、自国の資本規制でその潮流を変えることは困難である。従って、当面は資本流入圧力が続くと予想され、資産インフレの抑制が安定成長の鍵となる。

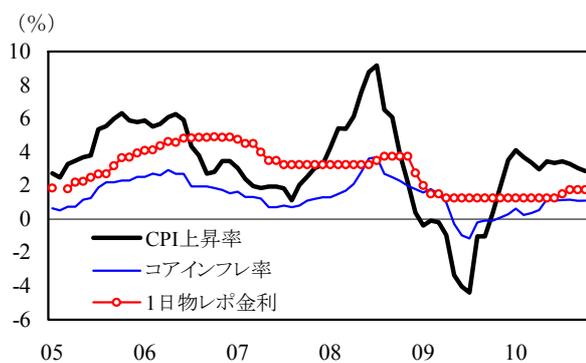
(竹島 慎吾)

第 28 図：タイの消費動向



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 29 図：タイの物価・金利動向



(資料) タイ中銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) フィリピン

①景気は回復基調が持続

フィリピン経済は回復基調が続いている。2010年第2四半期の実質GDP成長率は前年比7.9%と、前期(同7.8%)並みの高い伸びが続いた。

第3四半期以降の指標も、一部で伸びに鈍化がみられるが、概ね堅調な景気を示している。第3四半期の輸出は主力の電子機器を中心に、前年比+46.1%と前期(同+37.0%)の伸びを上回った。仕向け地別にみると、NIEsや中国向けが高い伸びをみせた。企業業績は改善しており、10月に公表された上場企業の上半期の純利益は、前年比約2割増となった。

内需は鈍化の兆しがみられるが、底堅く推移している。自動車販売台数は6月(前年比+39.2%)をピークに10月は同+12.2%となったが、依然、二桁の伸びを維持した。

物価は安定

物価は安定している。10月の消費者物価上昇率は前年比2.8%と、前月(同3.5%)から一段と低下した。昨年、大型台風による被害で食料品価格が上昇した反動で、ウェイトの大きい食料品価格の伸びが鈍化したことなどが、全体の伸びを抑制した。

金利は据え置き

中銀は11月の金融委員会で、物価の安定を背景に、政策金利(中銀借入金利:4%、同貸出金利:6%)を据え置いた。

株価は上昇基調

株価は上昇基調にある。フィリピン株価総合指数は9月に過去最高値(2007年10月、3873.5ポイント)を更新した。その後、欧州ソブリン問題の再燃などで若干調整したものの、足元(11/18)でも4100ポイント台と高水準を維持している。株価を押し上げているのは外国人投資家で、アジア各国に海外マネーが流入するなか、フィリピンの政治的安定、高い経済成長などが評価され、資本の受け皿となっている。

中銀は10月28日、為替取引規制に関する緩和策を発表した。内容は、事前承認を不要とする居住者による輸入決裁限度額の引き上げ(10万ドル→100万ドル)や、居住者による海外投資限度額の引き上げ(年間3千万ドル→6千万ドル)など、対外投資を促すことが狙いとなっている。

②2010年の成長率は6.4%、2011年は4.8%

景気は回復基調が持続しよう。2010年の成長率は前年比6.4%、2011年は同4.8%を予想する。2011年前半にかけて、米国を始めとする海外経済が踊り場局面入りすることで、輸出の伸びが鈍化するとみられるほか、選挙に伴う押し上げ効果の反動で、成長ペースは緩やかとなろう。2011年後半は、海外経済の回復に伴い、輸出が伸びを高めるとみられるほか、海外労働者送金の増加が個人消費を押し上げ、成長ペースは加速しよう。

来年央、利上げ開始を予想

物価は、通貨高による輸入物価の低下も手伝い抑制されるものの、2011年にかけて上昇しよう。中銀は、金利が史上最低水準にあることから、金利正常化を推進するであろう。利上げの開始時期は、物価が上昇し、景気の回復基調が鮮明になる来年央頃と予想する。

③トピックス：アキノ政権、まずまずの滑り出し

アキノ政権がまずまずの滑り出しをみせている。10月7日、アキノ大統領は就任100日演説を行い、良好な経済指標や株価の上昇、また汚職撲滅などの成果を強調した。国民の評価も上々で、10月に行われた民間調査機関による支持率調査では、約6割の国民が「満足」と回答した。

実際、アキノ政権はこれまでのところ一定の成果を挙げている。このところの株高は、海外投資家の新政権に対する期待の高さを反映したものである。また、財政赤字問題は、1～9月期、歳出が計画を下回ったことで、赤字幅が予想を下回った。

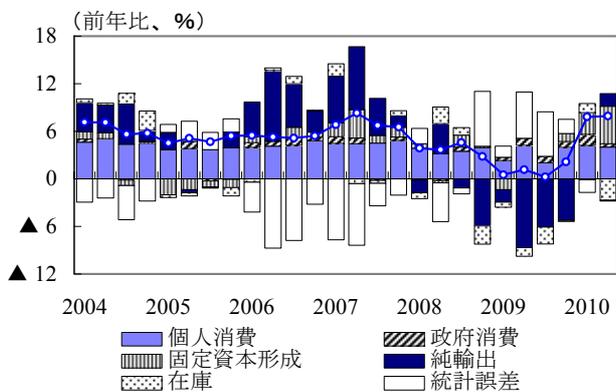
貧困層の支持拡大を狙うアキノ政権

アキノ政権は、安定した政権運営を維持するために、支持基盤の拡大を図っている。アキノ政権が初めて取り組む来年度予算は、貧困対策を重視しており、貧困世帯への現金給付の予算が大幅に増額されている。もともとアキノ大統領の支持基盤は、都市部の上・中流層が中心であることから、貧困層に手厚い政策で、貧困層の支持を拡大したい意図が垣間見える。

一方、肝心の財源は潤沢ではない。これまでの財政赤字の改善は、主に歳出削減で達成してきたが、歳入増加の鍵となる徴税率の改善は芳しくない。安定した政権運営を維持するためには、支持基盤の拡大と同時に、財政基盤の拡充の両立を図ることが求められよう。

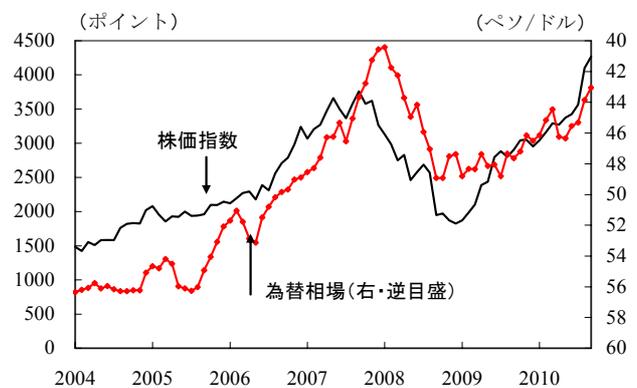
(福永 雪子)

第30図：フィリピンの実質GDP成長率



(資料) 統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第31図：フィリピンの株価と為替相場



(資料) Bloomberg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：景気は内需主導で拡大

インド経済は内需主導で拡大している。4-6月期の実質GDP成長率は前年比8.8%と前期(同8.6%)から加速、2年半ぶりの高成長となった。需要項目別の統計は公表されていないが、個人消費や企業の設備投資が景気を牽引したとみられる。

7月以降も、内需主導で景気の拡大基調は続いている。9月の鉱工業生産は前年比+4.4%と2カ連続で鈍化したものの、10月のPMI(製造

業購買担当者指数)は前月から持ち直した。生産活動は拡大ペースが鈍化しているものの、引き続き堅調といえる。

消費は好調を維持している。10月の乗用車販売は4カ月連続で20万台を超え、過去最高を更新した。車両価格の引き上げにもかかわらず、所得の拡大や実質金利が低水準にあることを背景に、販売は好調を維持している。他方、9月の輸出は前年比+23.2%と高い伸びが続いている。

物価はピークアウト

物価はピークアウトしているものの、依然高い水準にある。10月の卸売物価上昇率は、前年比8.6%と3カ月連続で8%台にとどまった。食品価格が高止まりしていることに加え、6月の国内販売価格の引き上げや国際価格の上昇により燃料価格は二桁増が続いている。

中銀は6度目の利上げ実施

インフレ圧力が根強いことを背景に、インド準備銀行(RBI、中央銀行)は、11月に今年6度目の利上げを実施した(現行:レポレート6.25%、リバースレポレート5.25%)。

②見通し:2011年度にかけて8%台の高成長が持続

インド経済は2011年にかけて、輸出先である先進国経済の拡大ペースが鈍化するものの、内需が牽引役となり8%台の高成長が続く見込みである。2010年度の成長率は8.5%、2011年度は8.4%に達すると予想する。消費は、所得の拡大や実質金利が低水準にとどまっていることを背景に、拡大傾向が続こう。他方、設備稼働率が高水準に達しており、需要に供給が追いつかず、部品等を輸入で調達する動きもある。こうした状況下、企業の設備投資は拡大が続く見込みである。

物価は、これまでの利上げの効果や通貨高による輸入物価の抑制により、鈍化するであろう。2011年度の消費者物価上昇率は6.5%と2010年度の9.5%から鈍化すると予想する。もっとも、食品価格は相対的に高い伸びが続く可能性がある。今年のモンスーン期(6~9月)の降雨量は例年並みで、収穫は安定していたものの、食品価格は高止まっている。近年、高たんぱく食品(卵・牛乳・肉など)の消費量が増加しており、中銀はこうした食生活の変化が食品価格の上昇圧力の一因になっているとみている。

中銀は11月の金融政策会合の声明文で、「短期的には追加利上げの可能性は低い」と述べ、これまでの利上げの効果を見極める姿勢を示した。こうした判断の背景には、金利が中立近辺に達し、物価がピークアウトしたことがある。今後、中銀は景気と物価動向を睨みつつ、追加利上げの必要性を見極めるであろう。

③トピックス:日印EPA締結で合意

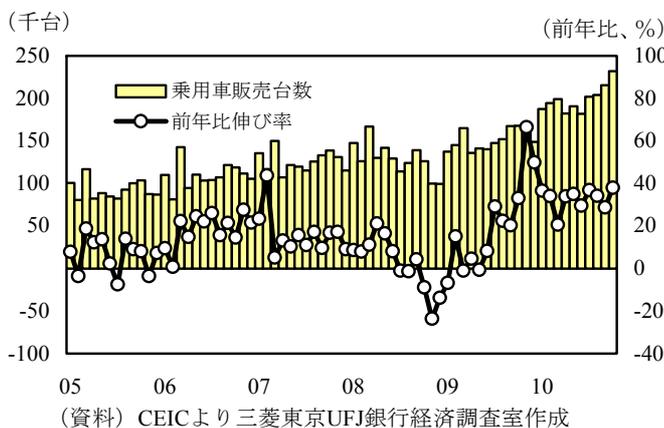
10月25日、シン首相は約2年ぶりに日本を訪問、菅首相と会談で、日印経済連携協定(EPA)の締結で合意した。日印EPAは2011年中に発効する見込みで、発効から10年間で両国の貿易総額の94%(日本の輸出品の約90%、インドの輸出品の約97%)の関税を撤廃する。日本

の輸出品では、自動車部品（現行関税 7.5～12.5%）、鉄鋼（同 5%）、DVD プレーヤー（同 10%）などの関税を撤廃、インドの輸出品では、ほぼ全ての鉱工業品やカレー（同 3.6%）、紅茶（同 2.5%）などの関税を撤廃する。なお、日本が輸出する完成車やインドが輸出するコメ、牛肉などは関税撤廃の対象外となった。他方、インドが要求していた後発医薬品の承認については審査を迅速化することで合意、インド人の看護師、介護福祉士の日本での就労については協定発効後、2 年以内に結論を出すことで合意した。

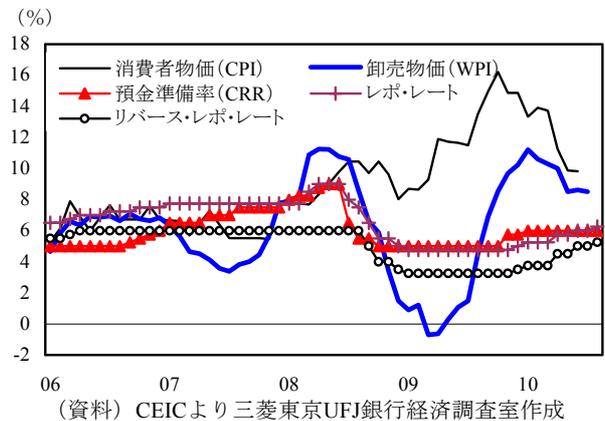
2009 年度の日印貿易額は約 100 億ドルと過去 5 年間で倍増したが、インドの貿易全体に占めるシェアは約 2%にとどまっている。EPA 締結により、両国の貿易が拡大することが期待される。

（竹島 慎吾）

第 32 図：インドの乗用車販売



第 33 図：インドの物価と政策金利



(2) ベトナム

①現状：第 3 四半期の成長率は 7.2%へ加速

ベトナム経済は堅調に推移している。2010 年 1～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.5%と、前年同期（同 4.6%）を上回った。また、第 3 四半期は前年比 7.2%と前期（同 6.4%）から加速した。

1～9 月期の産業別動向をみると、好調な製造業（同+8.3%）、建設業（同+10.3%）に支えられ、鉱工業・建設業（同+7.3%）が前期（同+6.5%）から伸びを高めたとともに、サービス業（同+7.2%）も前期（同+7.1%）から小幅加速した。

第 3 四半期の輸出は、繊維製品などの底堅い伸びに支えられ、前年より約 3 割増加した一方、輸入の伸びは鈍化したため、貿易赤字は前期より縮小した。政府は今年の貿易赤字の見通し額を、前年（129 億ドル）を上回る 140 億ドルとしているが、1～10 月期の貿易赤字累計額（95 億ドル）は、前年同期（105 億ドル）を下回った。政府は、貿易赤字を解消するため、贅沢品に輸入制限をかけるなどの対策を講じているためと考えられる。

物価は伸びが加速

物価はこのところ伸びが加速している。10 月の消費者物価上昇率は前年比 9.7%と、2 カ月連続で前月の伸びを上回った。ウェイトの大きい食

料品に加え、教育費、住宅・建築資材など幅広い品目の伸びが高まった。中銀は慢性的なベトナムドン安圧力を背景に、たびたび通貨を切り下げており、輸入インフレが起き易い環境にある。

中銀は11月、政策金利を1%ポイント引き上げ

中銀は11月5日、政策金利を1%ポイント（貸出基準金利8%→9%、再割引金利8%→9%、公定歩合6%→7%）引き上げた。今年前半、インフレが沈静化の兆しを見せるなか、中銀は貸出金利低下を通じた高成長を目指してきたが、インフレ再加速や10月以降のドン下落などを受け、通貨の安定とインフレ抑制を主眼とした利上げに踏み切った。

②見通し：2011年 にかけ6%台半ばの成長が持続

ベトナム経済は引き続き堅調に推移しよう。年内、輸出の伸びは鈍化するが、雇用の改善と所得の拡大から消費の拡大が続こう。2010年の成長率は6.7%と、前年（同5.3%）から加速すると予想する。2011年前半は主要輸出先である米国や中国の成長鈍化の影響が出るとみられるが、企業の設備投資や個人消費が下支えとなり、内需は堅調さを維持し、2011年の成長率は6.5%と小幅減速するにとどまろう。

中銀は来年前半、通貨防衛を主眼とした政策金利の引き上げを再度行う可能性がある。市中のドル不足から、ベトナムドンは根強い下落圧力に晒されている。政府は来年1月に5年毎の共産党大会を控え、当面、通貨を切り下げないことを明言しているが、外貨準備高は2009年12月末時点で輸入額の1.3カ月分と十分ではない。政策金利の引き上げは、政府にとって事実上、唯一の通貨防衛の手段となっており、ドン安圧力が高まる局面では、利上げカードを切らざるを得ないと考えられる。

③トピックス：ベトナム「中進国」へ格上げへ

ベトナム経済の成長ステージが、節目を迎えつつある。アジア開発銀行（ADB）は今年12月に開催される支援国会合の場で、ベトナムを従来の「後発途上国」（一人当たり国民総所得（GNI）995ドル以下）から「中進国」（同996ドル～3,945ドル）に格上げすることになった。

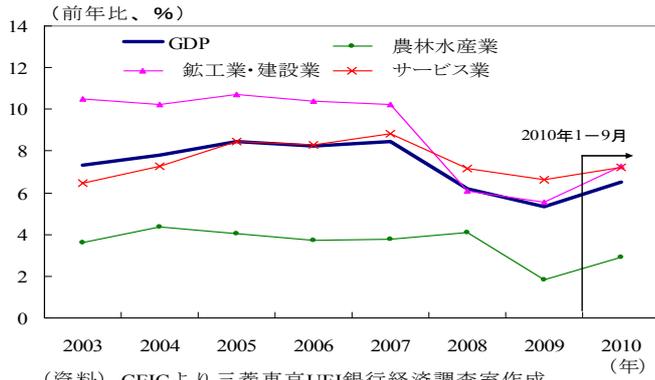
名実ともに後発途上国からの脱却を果たしつつあるベトナムであるが、政府は経済成長を一段と加速させる構えをみせている。2011年1月の共産党大会で採択される「社会経済発展戦略」には、政府の長期ビジョンである「2020年の工業国入り」実現に向けた政策が盛り込まれる予定となっている。原案によると、インフラ整備や国営企業改革、民間部門の法整備などが主な柱となるようだ。長期ビジョンの仕上げにあたるこれからの10年間、政府は掲げた政策を着実に実現していくことが求められる。

通貨安定、インフレ抑制も課題

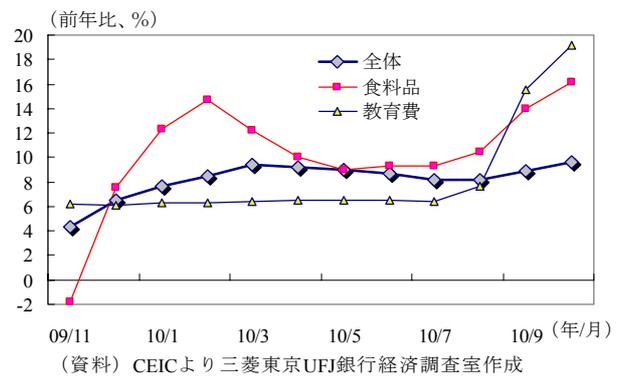
同時に、通貨の安定やインフレの抑制など、現在、ベトナム経済が抱える課題を克服することも重要であろう。

（福永 雪子）

第 34 図：ベトナムの実質 GDP 成長率



第 35 図：ベトナムの消費者物価動向



V. オーストラリア

～成長率は 2011 年に 3%台後半へ加速、RBA は利上げ再開で将来的なインフレに布石～

1. 景気の現状

豪州経済は拡大基調が持続

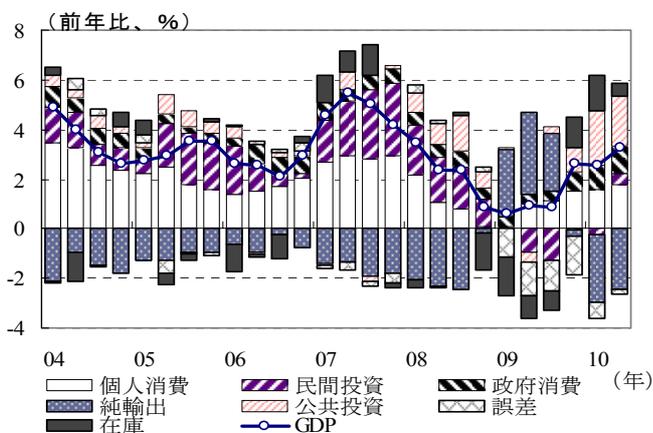
豪州経済は拡大基調が続いている。4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 3.3%と、前期（同 2.6%）から加速した（第 1 図）。成長の柱は個人消費（前年比+4.2%）と公共投資（同+38.4%）である。個人消費は雇用環境の改善に伴う所得の向上やマインドの改善が支えとなった。他方、公共投資はラッド前政権下の大型財政出動が漸次実行されていることで、3 四半期連続で二桁の高い伸びが続いた。

足元の指標も概ね良好な経済環境を示している。雇用は改善が続いており、10 月の雇用者数は前年比+3.4%と、2007 年 1 月以来の高い伸びとなったほか、労働時間は同+3.7%と、前月（同+3.3%）の伸びを上回った。雇用形態別にはフルタイム雇用者を中心に増加しており、所得の向上に繋がっている。こうした良好な雇用・所得環境を背景に個人消費は底堅く、7～9 月期の実質小売売上高は前年比+2.8%と前期（同+1.3%）の伸びを上回った（第 2 図）。

企業部門は総じて堅調、ただし業種によってバラつきも

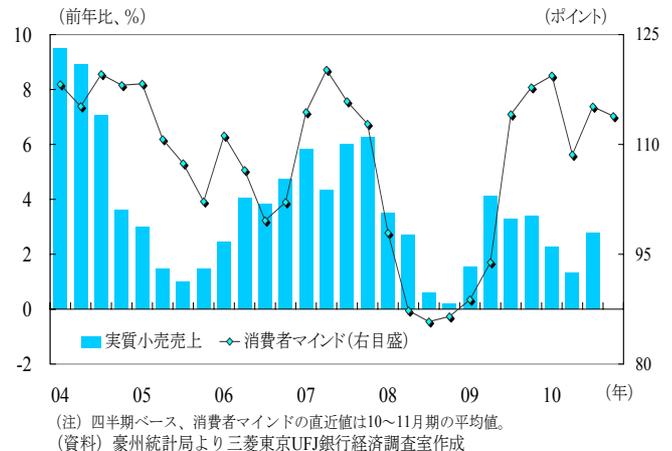
企業部門は総じて堅調で、10 月の企業マインドは 8 ポイントと、2000 年以降の平均（6.3 ポイント）を上回る水準で推移した（次頁第 3 図）。もっとも、鉱業分野が世界的な資源需要拡大を反映し好調である一方、

第 1 図：実質 GDP 成長率



(資料)豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：個人消費関連指標



(注) 四半期ベース、消費者マインドの直近値は10～11月期の平均値。
(資料) 豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

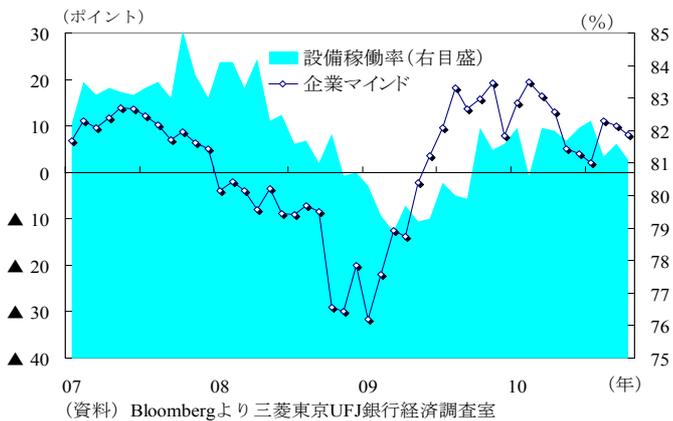
建設業が経済対策の反動要因で弱含んでいるほか、観光業はこのところの豪ドル高の影響で軟調となるなど、業種によるバラつきがある。

輸出はピークアウトするも、20%近傍の伸びが持続

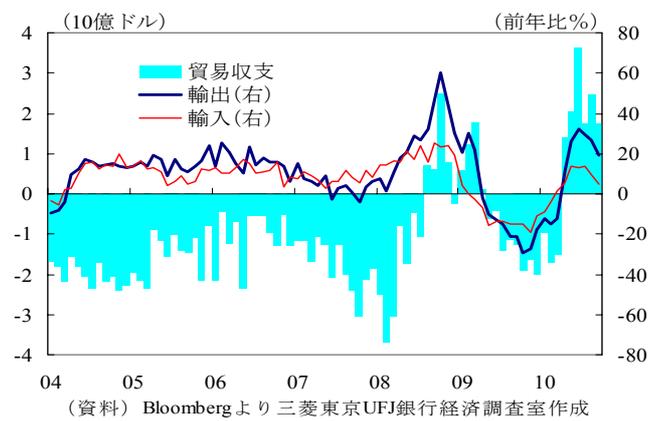
輸出は6月をピークに伸びが鈍化しているが、資源価格上昇が追い風となり、足元の9月も20%近傍の伸びが続いた(第4図)。仕向け地別には中国、日本向け、品目別には鉄鉱石、石炭が高い伸びとなっている。7~9月期の交易条件は、直近のピークである昨年10~12月期を上回る水準まで上昇しており(第5図)、企業収益を押し上げている。

物価は安定している。7~9月期の消費者物価上昇率は前年比2.8%と、前期(同3.1%)から鈍化した(第6図)。4月のタバコ税引き上げが押し上げ圧力となった一方、輸送費や住宅価格などが鈍化し、全体の伸びを抑制した。また、豪州準備銀行(RBA)が重視するコアインフレ率は2.4%と8四半期連続で鈍化した。ただし、RBAは労働需給のタイト化などから、コアインフレ率の低下基調は終わりに近づいているとみている。

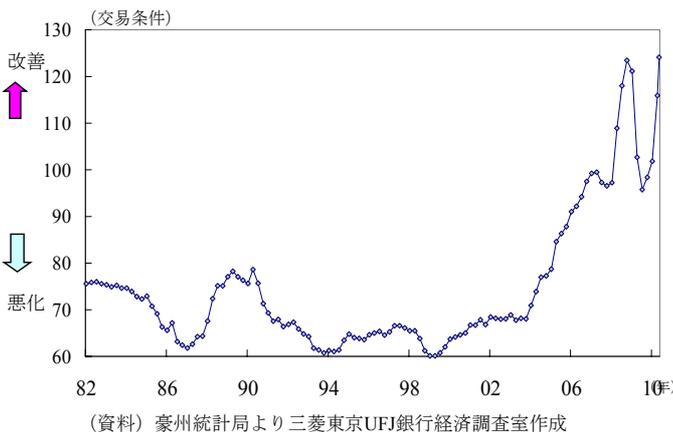
第3図：企業マインドと設備稼働率



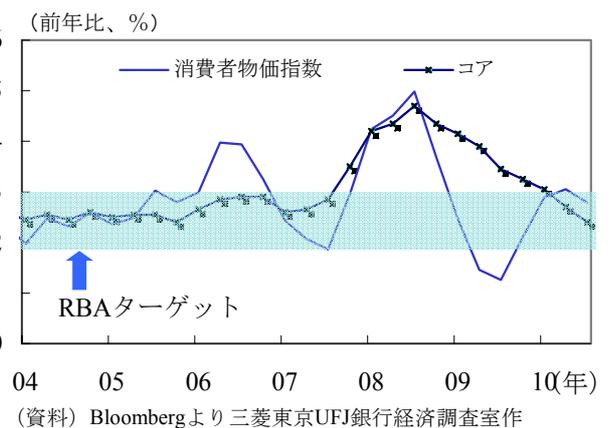
第4図：貿易統計



第5図：交易条件



第6図：消費者物価上昇率



2. 今後の見通し

2010年は3.3%、
2011年は3.6%へ

今後、豪州経済は底堅い資源需要を支えに安定的な拡大基調が続こう。2010年の成長率は3.3%、2011年は同3.6%を予想する(次頁第1表)。足元、成長の柱の一つとなっている公共投資は、事業の完了に伴い規模が徐々に縮小すると見込まれるが、代わって今後は企業部門が成長を押し上げよ

う。歴史的な高水準にある交易条件は企業収益を押し上げており、企業は設備投資に積極的な姿勢をみせている。現在、国内では72件、総額1,329.3億豪ドル（前年比+18.2%）の資源関連プロジェクトが進行中で、多年度に亘り景気を支えたと予想される。また、雇用の改善や賃金上昇を通じ、家計部門へ分配される動きが強まろう。4～6月期の総人件費は前年比+4.9%と、前期（同+0.2%）から加速した。今後も企業収益が家計へ分配される動きが続くことで、個人消費は底堅さを増すと考える。

2011年前半、先進国経済の踊り場局面の影響は限定的

2011年前半は、日米を始めとする先進国経済の踊り場局面入りが予想されるが、豪州経済への影響は限定的と考える。豪州の輸出相手国のうち、90年に全体の52%を占めていた日米欧のシェアは、2009年には33%まで低下した一方、アジア新興国（中国、インド、ASEAN）のシェアは15%から39%へ拡大しており、豪州経済はアジア経済への依存度を高めている（第7図）。2011年前半、堅調なアジア経済を背景に、豪州経済の成長ペースは小幅減速するにとどまろう。2011年後半は、米国を中心とした海外経済が回復に向かうとみられることから、内外需ともに伸びが加速し、成長率は3%台後半へ高まろう。

消費者物価上昇率はRBAのインフレターゲット（2～3%）の上限近傍で推移すると予想する。持続的な経済成長に伴う物価上昇圧力は、RBAによる金融引き締めや、豪ドル高による輸入物価の低下により抑制されると考える。

リスク要因は賃金インフレなどアップサイドに

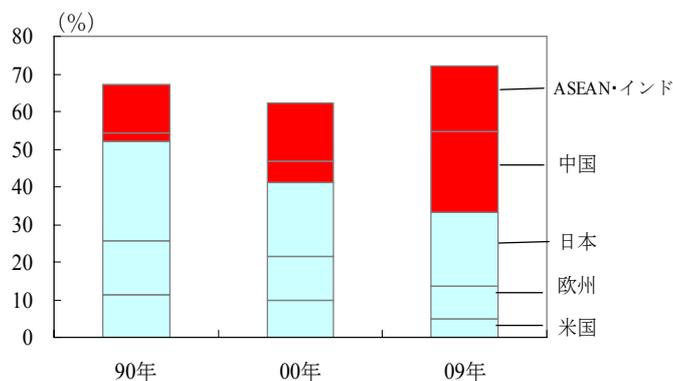
今後のリスク要因として、豪ドル高による輸出低迷などダウンサイドもありうるものの、アップサイドの方がより重要であろう。最も懸念されるのは、資源部門が予想以上の事業拡大に転じ、資源部門を起点とする賃金インフレが起きる可能性である。資源部門の熟練労働者は養成に時間とコストがかかるため慢性的に不足しており、賃金の上昇要因になり易い。7～9月期の賃金上昇率は前年比+3.5%と前期（同+3.0%）から加速しており、労働需給にタイト化の兆しが窺える。今後の動向には注意が必要となろう。

第1表：豪州経済の見通し

	2009年	2010年	2011年
実質GDP成長率 (%)	1.2	3.3	3.6
消費者物価上昇率 (%)	1.8%	2.9%	3.1%
経常収支(億ドル)	▲ 410	▲ 504	▲ 415

→ 見通し

第7図：輸出に占める国・地域別シェア



(注) 欧州はEU27カ国。
(資料) 統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. トピックス～豪州債券市場に流入する海外マネー

活況を呈する債券市場

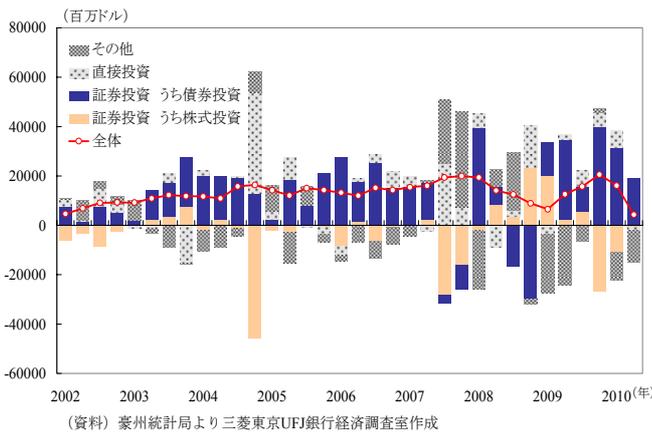
豪州への海外マネーの流入が続いている。豪州の資本収支は資本流入超過となっているが、内訳をみると証券投資、なかでも債券投資への資本流入が目立つ（第8図）。実際、債券市場における外国人（非居住者）の保有比率は、2010年4～6月期で約7割を占めており、株式市場の同比率（約4割）を大幅に上回っている。こうした活発な債券投資は、豪ドル高の一因ともなっている（第9図）。米国の当面の金融緩和が見込まれるなか、高格付け、かつ相対的に高金利である豪州の債券市場が、海外投資家を惹きつけているとみられよう。

高格付け、高金利が魅力

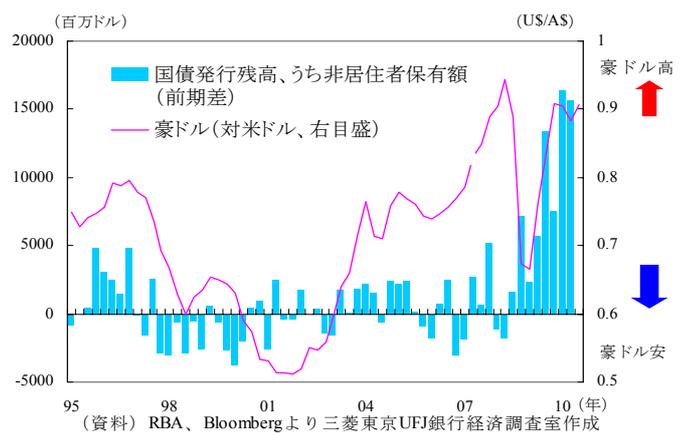
ただし、米国の金融緩和終焉に伴う調整には注意

今後についても、豪州の良好なファンダメンタルズや相対的に高い金利水準を背景に、豪州の債券市場への海外資本流入が予想される。ただし2011年後半、米国の金融緩和の出口戦略が視野に入ってくると、世界的な海外マネーに潮目の変化が生じると予想され、豪州への債券投資も調整を迎える可能性がある点は注意が必要だ。

第8図：資本収支



第9図：非居住者保有額と対ドル相場



4. 金融動向

(1) 金利動向

RBAは6カ月ぶりに金利を引き上げ、4.75%へ

RBAは11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6カ月ぶりに4.75%に引き上げた（次頁第10図）。会合に先立ち公表された7～9月期の国内の物価関連指標が、事前の市場予想を下回る落ち着いたものであったことから、市場は据え置きを織り込んでいた。

声明文は、①成長ペースは潜在成長率近辺にあること、②雇用の改善が続いており、労働需給のタイト化が視野に入ってきていること、③コアインフレ率の鈍化基調に終わりの兆しがみられ、中期的にはインフレリスクが存在するとして、緩やかな引き締めが適切として、インフレ予防的な利上げに踏み切った。

さらに中銀は、11月5日に公表した四半期毎の金融政策報告書で、商品価格の上昇と資源セクターでの投資の増加を理由に、2010年度か

ら 2011 年度にかけての経済見通しを上方修正したほか、コアインフレ率の底入れの時期を、従来の来年後半から来年前半に前倒した(第2表)。

RBA は今後利上げを断続的に実施

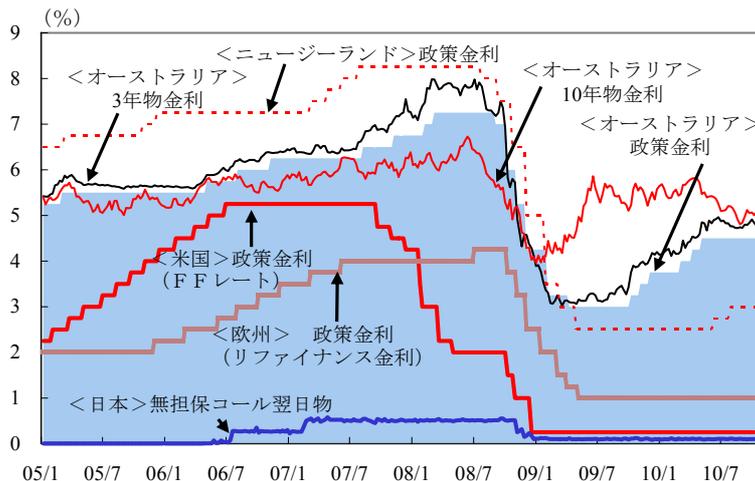
これらの材料から、RBA の目下の懸念は景気上振れによるインフレ圧力の高まりであり、政策の軸足をインフレ圧力の抑制にしていることが読み取れる。そのため、今後も利上げを断続的に実施しよう。

次回利上げは 2 月会合か

問題は次回の利上げのタイミングだが、2 月会合と予想する。12 月の連続利上げという選択肢もあるものの、足元の景気関連指標に急速な過熱感は見られないなか、RBA は 1 月末に公表される 10~12 月期の物価指標を判断材料とする可能性が高いと考える。

市場金利についてみると、長期金利(10 年物国債利回り)は 5.3%と前月(5.0%)から小幅上昇した。引き続き豪州の債券市場への資本投資が見込まれるなか、上昇余地は限定されよう。一方、短期金利(90 日物 BA 利回り)は 5.0%と前月(4.8%)から上昇した。追加利上げが見込まれるなか、緩やかな上昇基調を辿ると予想する。

第 10 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

	2010年前半	2010年後半	2011年前半	2011年後半	2012年前半	2012年後半	2013年前半
10年8月時点	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	3.00%	3.00%	
10年11月時点	2.75%	2.50%	2.50%	2.75%	2.75%	3.00%	3.00%

※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

**豪ドルはパリティ
近辺で推移**

豪ドルはパリティ(ドルと等価)近辺で推移している(次頁第 11、12 図)。9 月中旬以降、米国の追加緩和観測の高まりから上昇基調が加速していたが、11 月 2 日の RBA による追加利上げと、3 日の米 FRB の量的緩和を受け一気にパリティを突破した。その後は欧州ソブリン問題の再燃や中国の金融引き締めなどからやや下落したものの、下値は概ね 1 豪ドル=0.98 ドルを維持している。

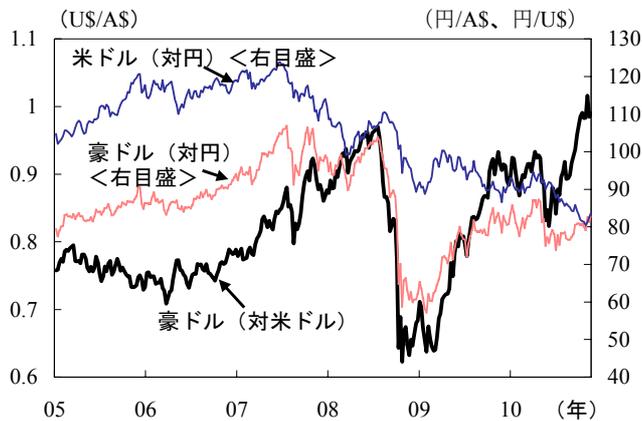
**豪ドルは引き続き
パリティ近辺で推
移**

豪ドルは引き続きパリティ近辺で推移しよう。米国の量的緩和を受け、当面のドル安基調が見込まれる一方、豪ドルは豪州経済の良好なファンダメンタルズや追加利上げ期待など、上昇圧力がかかり易い地合いにある。

もっとも、足元の実質実効為替相場は2000年以降の平均(95ポイント)を上回っており、他の主要な資源国通貨と比較しても、ブラジル・リアルに次ぐ高水準にある(第13図)。投机筋の豪ドルの買いポジションも積みあがっていることから(第14図)、一時的に下落する可能性はみえておく必要があるだろう。

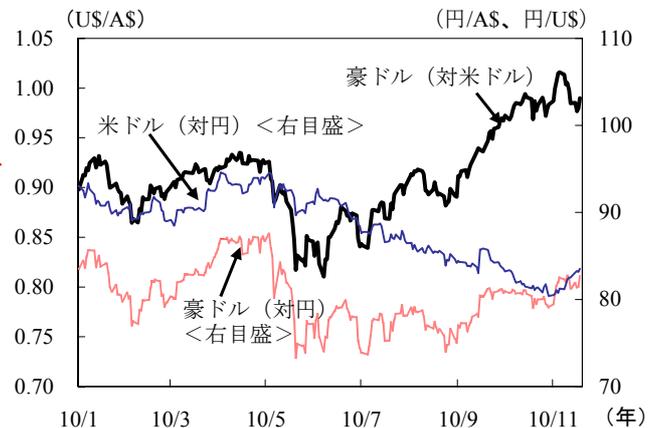
豪ドルの対円相場は、対ドル相場と同様、足元で上昇している。対ドル相場と同じく、当面堅調な推移を予想するが、一時的な調整リスクには注意が必要であろう。

第 11 図：為替相場の推移（週次平均）



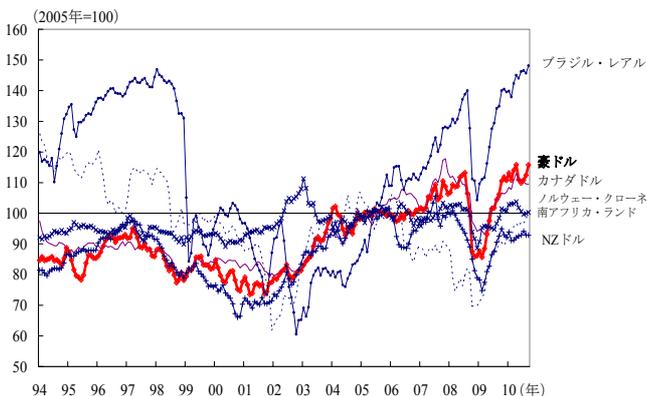
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 図：足元の為替相場の推移（日次終値）



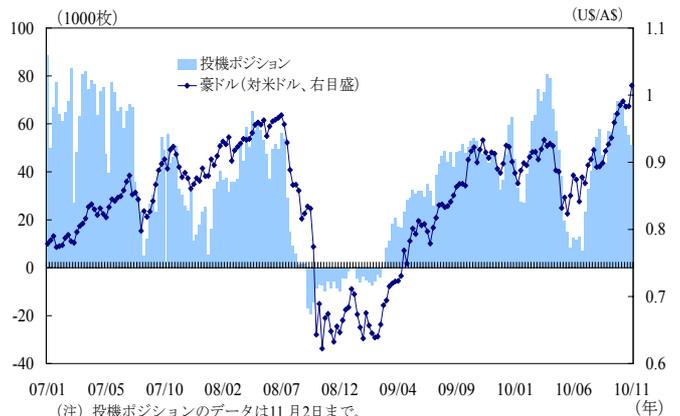
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**第 13 図：豪ドルとその他資源国通貨
（実質実効為替相場）**



(注) 消費者物価ベース
(資料) BISより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 14 図：豪ドル相場と投机ポジション



(注) 投机ポジションのデータは11月2日まで。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福永 雪子)

VI.中南米

～景気は本格回復から安定的拡大局面へ～

1. 中南米全般

2010年に入ってから景気は順調に推移

主要国では2009年第4四半期には既に景気回復の兆しが見られていたが、2010年に入ってからそれは基調として定着している。

ブラジルは、2009年第4半期に4.3%のプラス成長（前年同期比）に転じたが、2010年に入ってから第1四半期が9.0%、第2四半期が8.8%と大幅なプラス成長を記録した。10月に行われた大統領選挙では、現職のルーラ大統領の後継者であるルセフ氏が大方の予想の通り選出された。最近と同国への資金流入がレアル相場を押し上げる中で、当局は市場介入・金融取引税の引き上げなどの通貨高抑制措置を取ってきたが、依然としてレアル高が続いている。

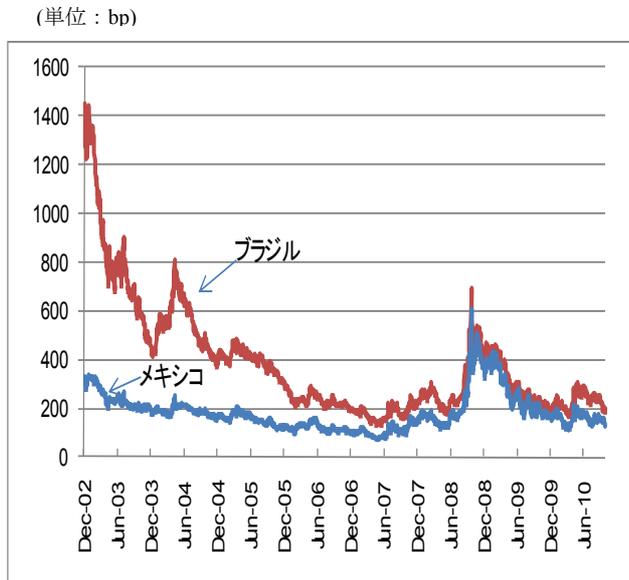
アルゼンチンは、過去の債務再編の際に未解決となっていた民間債務について本年6月に交換の募集を実施するなど、国際金融界への復帰に向けて一定の進展が見られた。一方で、公的債務問題の解決はIMFとの合意が条件であるため、交渉の難航が予想される。

メキシコは、2009年には景気が大きく後退したが、2010年に入ってから米国景気の本格的な回復を背景に順調に回復しており、今後も安定して推移することが見込まれている。

地域全体ではグローバル金融危機の影響で2009年はマイナス成長となったが、2010年に入ってから主要国の景気が本格的な回復を見せており、今後はグローバル金融危機前の4～5%の安定したペースで成長することが見込まれている。

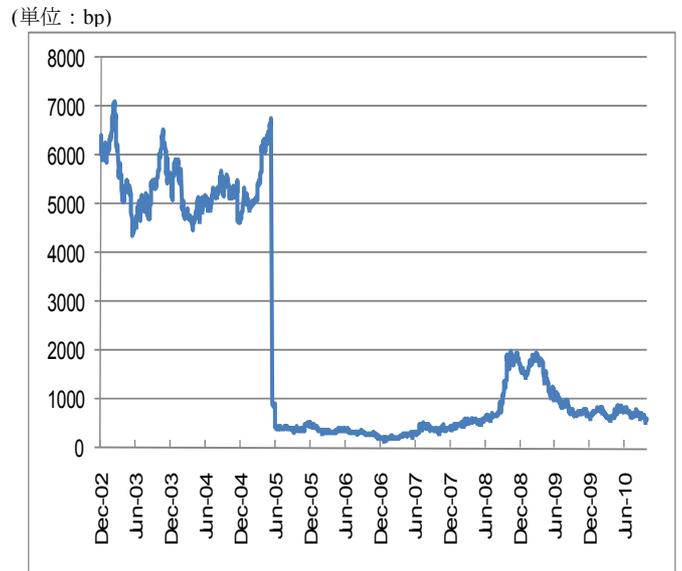
2000年代半ば以降の中南米では、グローバル金融危機までは一次産品価格の高騰や外需の伸びを背景にファンダメンタルズが改善し、内需が安定して成長を続けるといった好循環が見られた。現在はこの好循環が戻っている状況にあるが、一方で地域全体の輸出は依然として一次産品への依存度が高いため、一次産品の価格変動は中長期的なリスク要因として引き続き留意が必要である。

第1図：ソブリン・スプレッドの推移
(ブラジル・メキシコ)



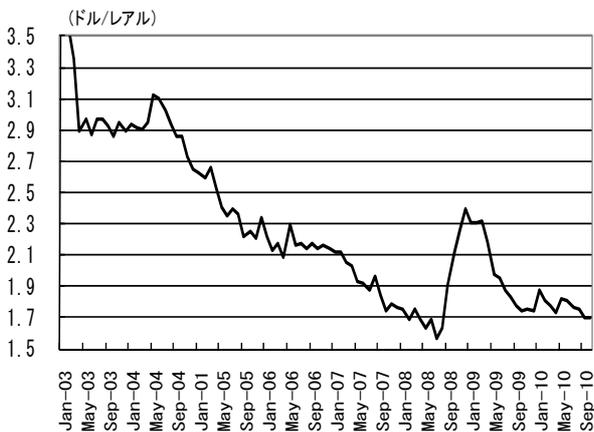
(資料) JP Morgan Chase (EMBI+)

第2図：ソブリン・スプレッドの推移
(アルゼンチン)



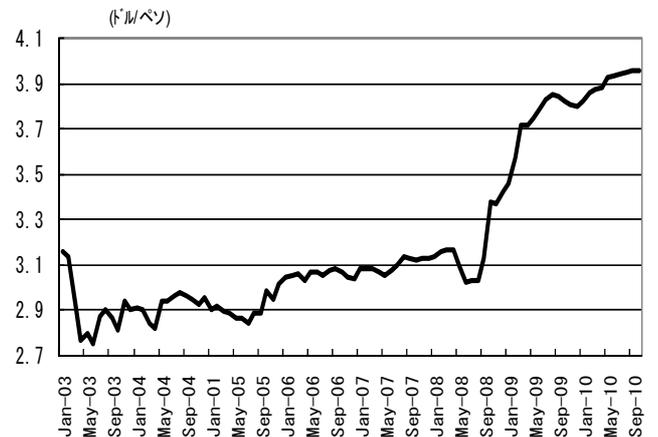
(資料) JP Morgan Chase (EMBI+)

第3図：ブラジル・リアル相場の推移



(資料) IMF(IFS)、ブラジル中央銀行

第4図：アルゼンチン・ペソ相場の推移



(資料) IMF(IFS)、アルゼンチン中央銀行

2. 主要国動向

(1) ブラジル

①現状

レアル高への対応
が焦点に

2009年は通年でマイナス0.2%の成長となったが、2010年に入ってから個人消費・輸出・設備投資の回復に牽引されて、第1四半期は9.0%、第2四半期は8.8%（前年同期比）と大幅なプラス成長を記録した。

政策金利は、2009年7月以降は8.75%の水準で据え置かれてきたが、本年に入ってから景気の本格的な回復を背景に、中銀は本年4月と6月に政策金利を0.75%ずつ引き上げた。その後景気の過熱感が落ち着く中で、7月の政策金利の引き上げ（0.5%）以降は金利は据え置き（現在の政策金利は10.75%）となっている。

対外的には、2009年は貿易収支の黒字は前年並みの253億ドルであったが、外資の本国向け利益・配当送金の増加を背景に所得収支が大幅な赤字（▲337億ドル）となったため、経常収支は▲243億ドルと2年連続の赤字となった。本年に入ってから、国内景気の本格的な回復を背景とした輸入増加で貿易黒字が縮小している。

為替相場は本年に入ってから強含みで推移してきたが、最近、同国のペトロブラスの大型増資などを背景とした資金流入の加速や世界的なドル安基調で1ドル=1.7レアル近辺の水準で推移している。これに対して、当局はレアル売り介入などを実施して通貨高抑制を図っており、10月には、債券の金融取引税引き上げの措置（従来の2%から2回に分けて6%にまで引き上げ、尚、株式は従来の2%の税率で据え置き）が取られた。

②今後の見通し

ルセフはルーラ政権の政策を基本的には踏襲の見通し

世界経済の回復のなかで、個人消費を中心とする内需に支えられて2010年は7%台半ばの経済成長が予想されるが、2011年も4%台のペースで堅調に推移することが予想される。

本年に入ってから景気の急速な回復で一時的に大きく高まっていたインフレ圧力も現在は落ち着いていることや、レアル高が続いている局面でもあるため、当面の間中銀は政策金利を据え置くと見られている。

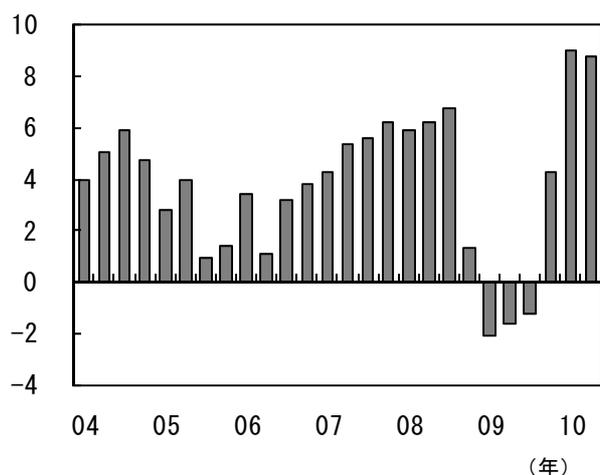
国際収支面では、2010年は国内景気の本格的な回復と輸入の増加で前年比で貿易収支の黒字幅が縮小したため、経常収支の赤字幅が

大きく拡大しており、2011 年もこの基調が続くことが予想される。現在は資本流入が続いていて経常収支赤字のファイナンスには支障は生じていないが、内需の拡大を背景に今後は貿易収支も赤字に転じることが予想される中で、経常収支赤字の問題は中期的なリスク要因として留意が必要である。

現職のルーラ大統領の後継者であるルセフ氏が勝利し、ルーラ政権の政策の基本的な方向性は維持される見込みだが、財政支出の削減など一部の政策でルーラ政権の政策が軌道修正される可能性は有り得る。また、同国への資金流入の加速とレアル高の持続に対しては、当局が金融取引税の引き上げ措置を取ってきたが、現時点ではレアル高の抑制効果が顕著に出ていないことから、今後更なる追加措置が打ち出されることも予想されている。

第 5 図：ブラジル実質 GDP 成長率

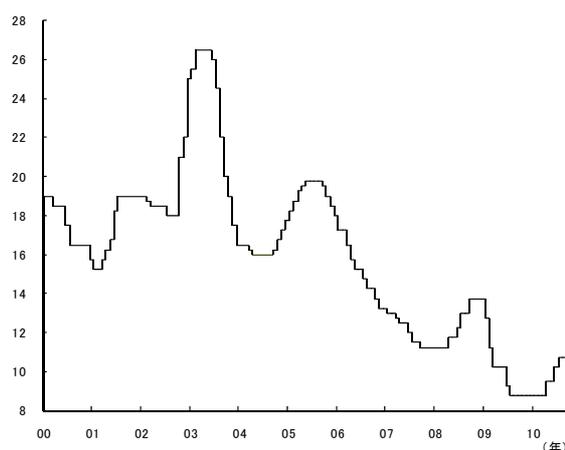
(前年同期比、%)



(資料) ブラジル国家統計局

第 6 図：ブラジル政策金利の推移

(%)



(資料) ブラジル中央銀行

(2) アルゼンチン

①現状

国際金融界への復帰に向けて進展

グローバル金融危機の影響で 2009 年は通年で 0.9%の成長に留まったが、2010 年に入ってから、個人消費・投資・輸出が本格的に回復したことを背景に第 1 四半期は 6.8%、第 2 四半期は 11.8% (いずれも前年同期比) の成長を記録した。一方、グローバル金融危機後の景気的大幅な減速で 2009 年のインフレ率は 6%台の水準に留まったが、景気の回復を背景に本年に入ってからインフレ圧力が再び高まっており、インフレ対策が再び重要な政策課題となっている。

国際収支面では、2009年はグローバル金融危機の混乱の影響で、輸出が2割落ち込む一方、輸入も3割減少したことで、貿易黒字は170億ドルに増加した。本年に入ってから、景気回復に伴って輸入の伸び（前年同期比で第1四半期は3割の増加、第2四半期は5割の増加）が、輸出の伸びを大きく上回っており、貿易黒字は縮小している。

現在のフェルナンデス政権は、2009年6月の総選挙での敗北以降は、国際金融界への復帰を模索してきた。本年6月には未解決であった民間債務の交換の募集が実施されるなど、進展が見られた。7月にはフィッチが格付をデフォルトからBへ引き上げたことで、大手格付機関3社全てがデフォルト扱いを解除した形となった。

また、10月には、2011年の大統領選挙への出馬が有力視されていた前大統領のネストル・キルチネル氏が死去した。同国の政策運営へのIMFの関与に強く反対してきたキルチネル氏の逝去は市場に好感された形となっているが、一方で2011年の大統領選挙は有力候補者不在という意味での不透明感も高まっている。

②今後の見通し

今後は、公的債務問題の解決とIMFとの関係が焦点に

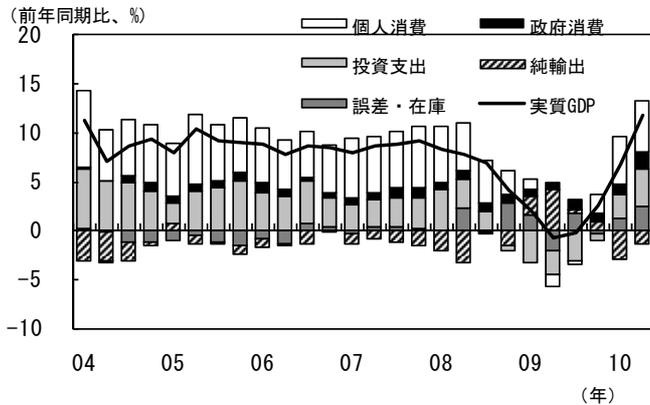
2010年以降は、景気は本格的に回復に向かうが、グローバル危機前の年率8%程度の高成長に戻るのには難しく、今後は3~4%程度の成長率で推移することが予想される。

インフレ圧力は、景気の大規模な減速を背景に2009年はかなり緩和されたが、2010年に入ってから再び高まってきており、今後政府がどのような形でインフレ圧力を抑制していくかが注目される。

国際収支は、従来は輸出・輸入両面でバランスの取れた伸びが続いて経常黒字を確保してきた。今後は、景気回復の中で輸入が回復に向かう一方、世界経済全般の持ち直しの中で輸出が回復するため、経常黒字を維持することが予想される。

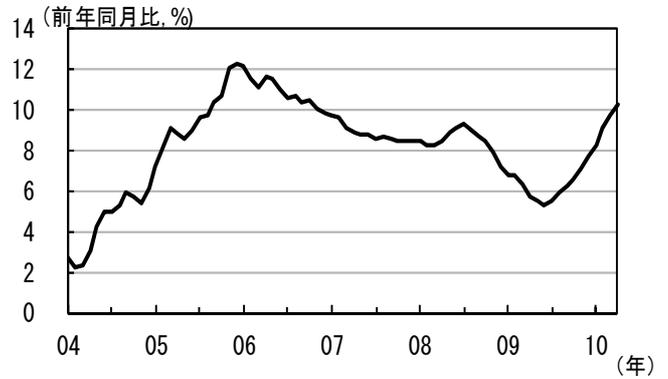
本年に入ってから、未解決であった民間債務の交換の募集が実施されるなど国際金融界への復帰に向けて一定の進展が見られた。政府は今後は公的債務（パリクラブ）問題の解決に注力していく方向性だが、IMFのモニタリングが前提となっている。IMFの関与を回避しようとするアルゼンチン側の意向もあって決着は難航することが予想されるが、国際金融界への復帰に向けての不可欠な条件であるだけに、今後の動向が注目される。

第7図：アルゼンチン実質 GDP 成長率



(資料) アルゼンチン経済省

第8図：アルゼンチンの消費者物価



(資料) アルゼンチン国家統計局

(3) メキシコ

①現状

景気は2010年以降
は順調に推移

米国への経済の依存度が高い同国は、域内でグローバル金融危機の影響を最も受け、2009年の成長率は通年で▲6.5%と大きく後退した。しかしながら、2010年に入ってから、輸出や個人消費の本格的な回復に支えられ、第1四半期は4.3%、第2四半期も7.6%（いずれも前年同期比）のプラス成長に転じている。

中銀は2009年半ばまでは機動的に金利を引き下げてきたが、2009年8月以降は金利引き下げを見送ってきた。景気は2010年に入ってから順調に回復してきているが、当面は金利据え置きスタンスが維持されると見られている。

国際収支面では、2009年は、グローバル金融危機や米国の景気後退の影響もあって、通年での輸出入ともに前年比で2割以上も減少した。本年に入ってから輸出入共に大きく回復（前年同期比で第1四半期は約3割、第2四半期は約4割の増加）している。輸入が輸出を恒常的に上回っているため、2010年は貿易赤字が前年比で増加する見込みとなっている。

為替相場は、2009年は景気の大規模な後退を背景に一時は1ドル=14ペソ台まで下落するなど弱含みで推移していたが、本年に入ってから景気の本格的な回復を背景に概ね1ドル=12ペソ台の水準で推移している。

②今後の見通し

国内の治安改善が
政権の大きな課題
に

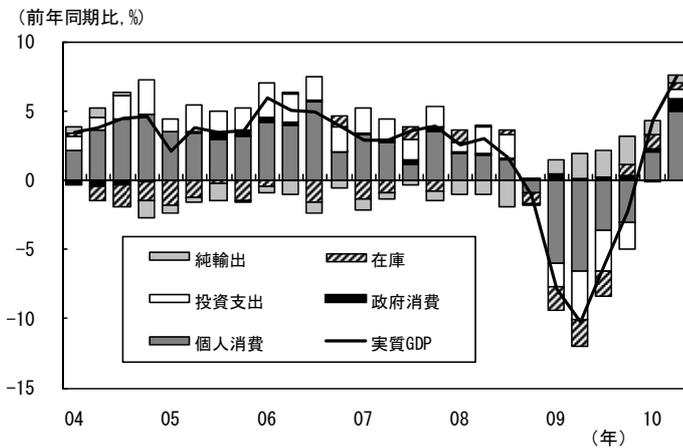
内需・外需の本格的な回復を背景に 2010 年は 4%台後半の成長率まで回復し、2011 年も堅調に推移することが予想される。

今後景気が持ち直す中でインフレ圧力が徐々に強まることが予想されるが、中銀の機動的な対応でインフレ率は 4%程度で安定的に推移することが見込まれる。

国際収支面では 2010 年は景気の回復による輸入の伸びで経常赤字は前年より拡大し、2011 年は赤字幅が更に拡大することが予想される。

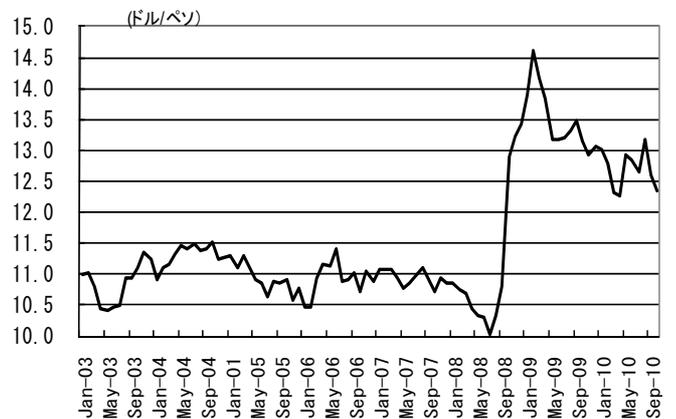
景気回復の結果、経済面での懸念が大きく低下する中で、今後は懸案となっていた財政改革など改革の行方が注目される。一方で、麻薬組織の武力行使を背景に最近是国内の治安悪化が著しく、同国の治安への内外の信認が揺らぎつつある中で、治安改善が政府にとって大きな課題になっている。

第 9 図：メキシコ実質 GDP 成長率



(資料) メキシコ国家統計局

第 10 図：メキシコ・ペソ相場の推移



(資料) IMF(IFS)、メキシコ中央銀行

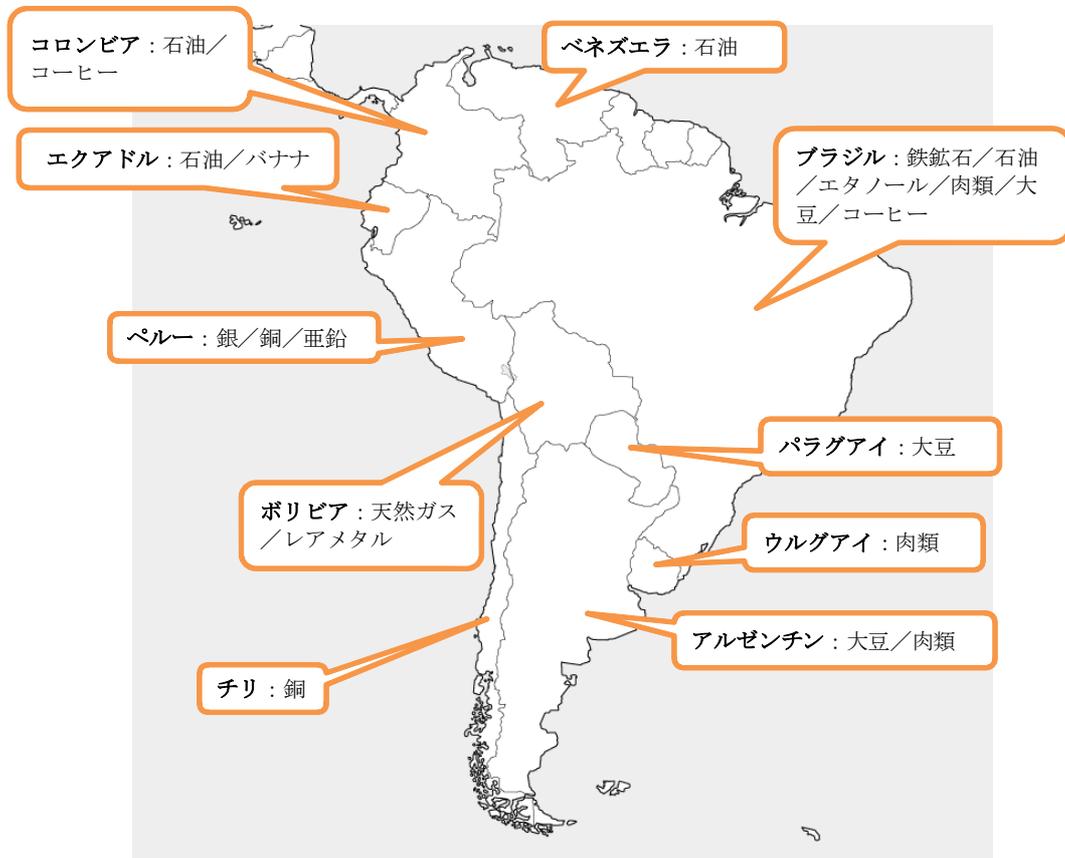
第1表：中南米諸国の経済見通し

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支(億米ドル)		
	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
ブラジル	▲0.2	7.5	4.5	4.9	5.0	4.8	▲243	▲481	▲556
アルゼンチン	0.9	7.8	4.4	6.3	10.8	12.0	113	73	33
メキシコ	▲6.5	4.7	3.6	5.3	4.2	3.5	▲52	▲84	▲144
中南米全体(注)	▲2.0	5.8	4.1	5.2	5.3	5.1	▲144	▲428	▲645

(注)全体の数値は14か国の統計に基づく(各国の比重は2007年の名目GDP値をベース)、消費者物価上昇率は3か国の加重平均値

(2009年実績値、2010・2011年は予想値)

第11図：南米地域の主要な鉱物資源・食糧資源



(資料) 南米の白地図 (http://www.sekaichizu.jp/atlas/south_america/positon.html) に加筆して作成

Ⅶ. ロシア・中東欧 ～2011 年も安定成長が続くロシア中東欧経済～

1. 概況

ハンガリーは景気回復に遅れ

ロシア中東欧経済の現状をみると、ロシア、チェコ、ポーランドについては、回復傾向が鮮明になる一方、ハンガリーの回復が遅れている。

ロシア経済は 2009 年第 3 四半期以降、原油価格の上昇とともに、回復傾向を強めている。今年の第 3 四半期は猛暑の影響で減速した模様だが、足元では堅調に推移している。

チェコ、ポーランド経済は底堅く推移

チェコについては、ドイツ向け輸出を起点に回復傾向を強めているほか、ポーランドは、輸出以外に個人消費も底堅く、回復が続いている。しかし、ハンガリーについては、外貨建債務の問題から民間需要が低迷しており、今年に入っても依然として低水準での横ばいを続けている。

来年の成長率は総じて加速

今後は、ロシアについては、原油価格の緩やかな上昇に合わせ、堅調に推移しよう。チェコはユーロ圏景気の減速により、輸出が弱含みとなることから、2011 年の実質 GDP 成長率は 2%台にとどまろう。ポーランドも輸出は弱含みだが、個人消費が安定して推移することから、3%台の成長を維持するとみられる。景気回復が最も遅れているハンガリーも、新政権の減税効果などで、来年の成長率は 2.3%まで持ち直すであろう。

2. 主要国動向

(1) ロシア

①景気の現状

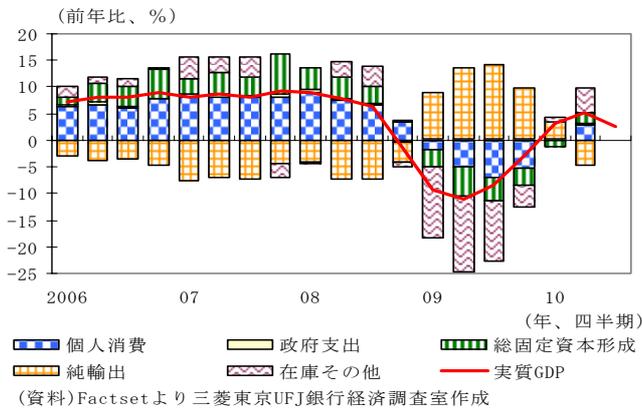
第 3 四半期の実質 GDP 成長率は 2.0%前後

ロシア経済は 2009 年第 2 四半期を底として、回復傾向にある。今年第 1 四半期からは実質 GDP の前年比の伸び率もプラスに転じ、第 2 四半期は前年比 5.2%に達した（第 1 図）。直近第 3 四半期（速報値）は同 2.7%に減速したが、この背景には、夏の猛暑及び旱魃がある。旱魃のなか森林火災により生じたスモッグの被害が都会にも及び、生産・消費活動全般が抑制された。特に、穀物収穫が約 3 割減となるなど、農業生産が大幅に減少したことが成長率低下の要因であると考えられる。

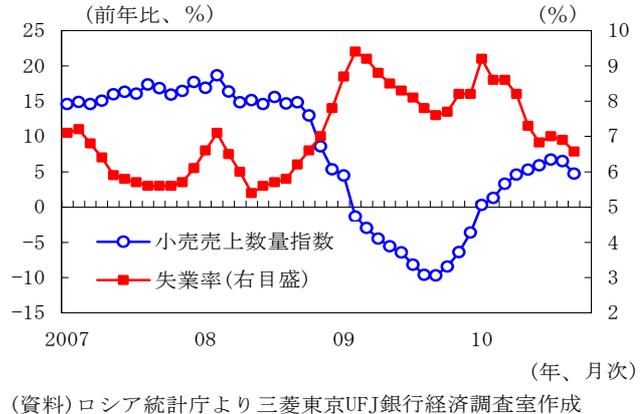
雇用は改善傾向

家計部門をみると、製造業部門が堅調であることを反映し、雇用情勢は改善傾向にある。1月の9.2%をピークに失業率は低下している（第3図）。7、8月と下げ止まりの兆候を示したが、9月には6.6%まで低下した。その結果、個人消費も持ち直している。実質小売売上は、9月こそ旱魃による食料品価格の上昇などで、前年比+6.6%と前月の同+6.9%より減速したものの、増加傾向にある、既に水準は2008年秋のグローバル金融危機前の水準まで回復してきた。

第1図：実質 GDP 成長率



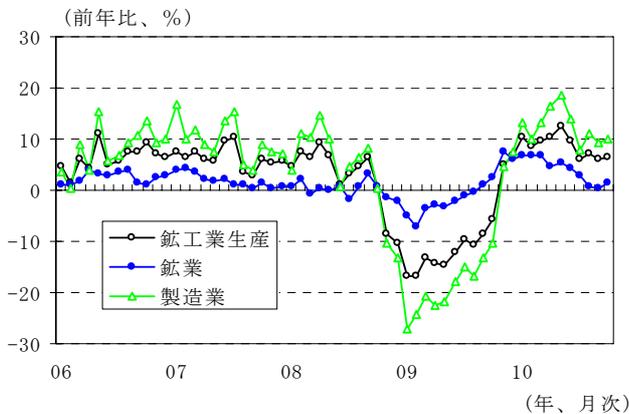
第2図：小売売上及び失業率



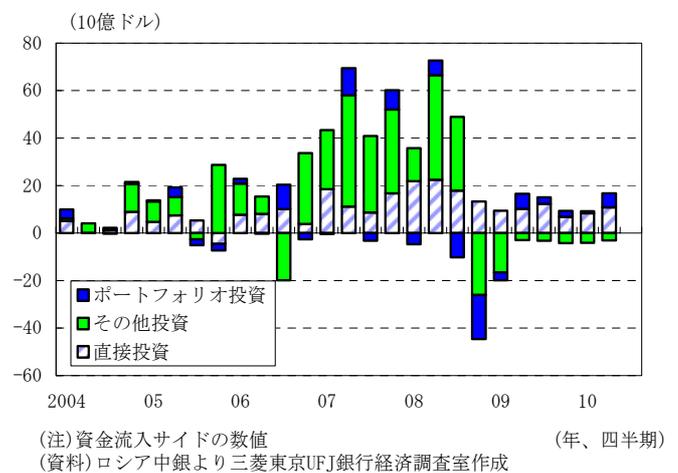
鉱工業生産の伸びは鈍化

鉱工業生産指数は、前年水準を上回る状況が続いているが、その勢いは鈍化している（第3図）。製造業は、自動車生産が好調なこともあり、10月に前年比9.9%の伸びを示した一方、鉱業は同1.4%と弱めの伸びにとどまった。生産水準は、まだグローバル金融危機前の水準に戻っていない。

第3図：鉱工業生産指数



第4図：資本収支



②金融動向

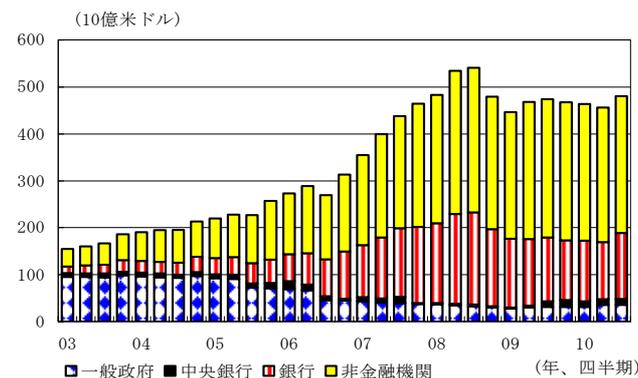
資金の流入傾向は続く

ロシアへの資金流入の状況をみると、直接投資は比較的安定して流入している。また、今年の第2四半期には、ポートフォリオ投資の流入額も増加しており、証券市場への資金流入が進んでいることがうかがえる。一方、対外借入などのその他投資は、2008年秋以前と比べると少ない(第4図)。これは、2008年秋までが過剰な額の流入であったといえ、足元は、むしろ健全な調整といえる。

対外債務残高をみると、2009年第4四半期から今年第2四半期まで減少していたが、第3四半期には4,800億ドル台へと増加した(第5図)。銀行部門が前期より180億ドル残高を増やしたことが主因だが、その他全ての部門もわずかながら残高を増やしている。

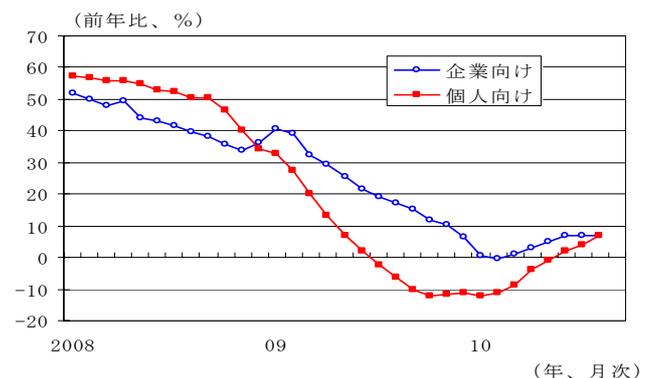
ロシアの海外からの資金調達は、2008年秋の金融危機以前と比べれば、低い水準にあるが、緩やかな回復傾向にあるといえよう。

第5図：対外債務残高



(資料)ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：銀行貸出残高の動向



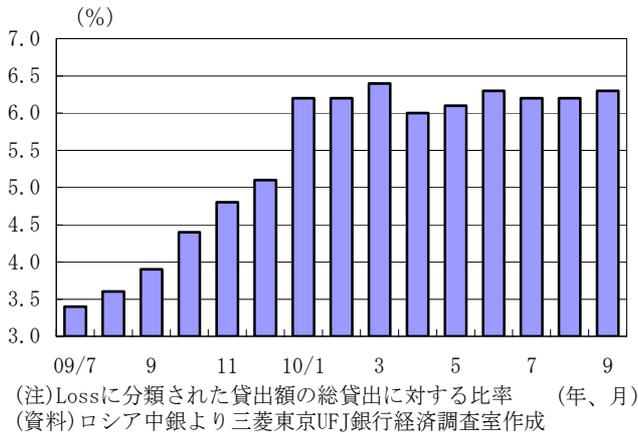
(資料)ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国内の銀行貸出は持ち直し

銀行貸出については、持ち直している。企業向け、個人向け、それぞれ8月には前年比+6.8%、+7.8%と前年水準を上回った(第6図)。ただし、このまま銀行貸出が2009年初め頃までのように前年比+20%を上回るようなスピードで増加していくことはないであろう。貸出の分類で「Loss」と分類された額の総貸出に占める比率をみると、今年9月には6.3%と、1月以降高止まりしている(第7図)。不良債権処理は、ロシアの金融システムの大きな課題である。不良債権処理を一層進め、金融システムの健全化を進めることが必要であろう。

不良債権比率は高止まり

第7図：不良債権比率



第8図：株式相場の動向



株価は足元、上昇傾向

株式相場は、今年に入り、ギリシャのソブリンリスク問題が大きく動いた5月に急落したが、以降持ち直し、足元では、ほぼ4月の水準に戻している(第8図)。欧州全般の株価動向に合わせた動きを示している。

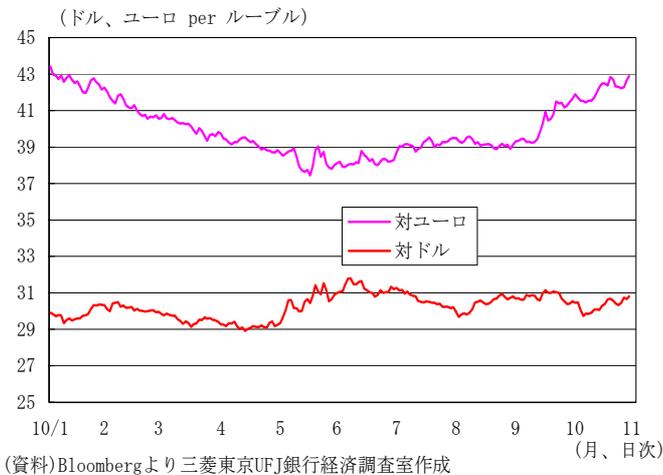
ルーブルは、足元、対ドルで安定、対ユーロで下落

ルーブル相場をみると、対ドルでは、足元安定した動きを続けている一方、対ユーロでは、ユーロ相場が対ドルで上昇していることから、安くなっている(第9図)。原油価格の上昇が、ロシアの外貨資金繰に対する懸念を和らげたほか、ロシア経済の回復がルーブル相場の足元の落ち着きにつながっている。

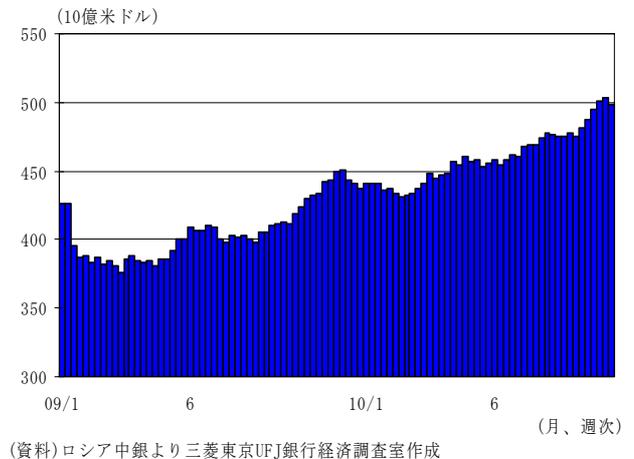
外貨準備は5千億ドルまで回復

外貨準備については、2008年の8月に6千億ドル近くあったものが、ルーブル買いのために外国為替市場へ介入した結果、一時3,700億ドル台まで減少したものの、足元ほぼ5千億ドル程度まで回復してきた(第10図)。ロシアについては、外貨に対する懸念は払拭されたといえよう。

第9図：為替相場の動向



第10図：外貨準備の動向



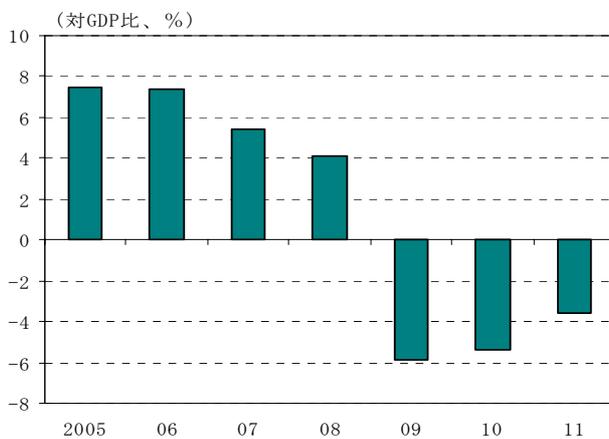
③財政収支

2010年の財政赤字対GDP比は縮小

歳入面での原油関連収入依存度は上昇

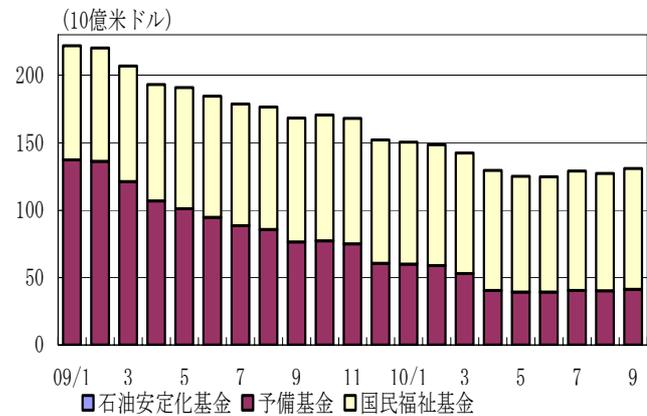
ロシアの連邦政府予算の財政赤字の対GDP比をみると2009年に5.9%へと急速に悪化した後、政府予測によれば、2010年には5.3%へと低下する見込みである(第11図)。ただし、歳出総額は2009年よりも増額されるものの、対GDP比は2009年の24.7%から22.7%へと低下する。一方、歳入面では、原油価格の上昇に伴い、原油、天然ガス関連収入が増加したことから、歳入総額も増加する。原油・天然ガス収入が歳入総額占める割合は、2009年の40.7%から2010年には、48.1%へと上昇する。まだ、景気が本格回復に転じていないなか、その他の税収の伸びは限定的なものにとどまっていることも影響していよう。

第11図：連邦政府予算の財政赤字の動向



(注) 2010、11年は政府予測
(資料) EIUより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：予備基金・国民福祉基金



(注) 各月1日現在の残高
(資料) ロシア財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2013年に財政赤字の対GDP比は3%未満に

財政赤字の補填には、主に原油販売収入を積み立ててきた予備基金の資金が使われるが、予備基金の残高は、2009年以降、財政資金への繰り入れのため急減し、足元では、400億ドル程度となっている(第12図)。ただし、2011年以降は、予備基金からの繰り入れは大幅に削減される計画となっている。

ロシア政府は連邦政府予算の赤字の対GDP比を2011年には3.6%まで低下させ、さらに、2013年には3%を下回る水準にする計画を立てているが、今後も原油価格の動向が、ロシアの財政には大きな影響を与えるであろう。

④見通し

実質 GDP 成長率は 2010 年 3.7%、
2011 年 3.9%

2010 年は、夏場の猛暑及び早魃により、第 3 四半期の成長率は急減速したものの、第 4 四半期には持ち直しに転じることから、年間の実質 GDP 成長率は 3.7%と 2009 年の▲7.9%からプラス成長に転じる。

2011 年については、原油価格が緩やかに上昇していくことから、引き続き安定した成長が続く見込みで実質 GDP 成長率は 3.9%となる。

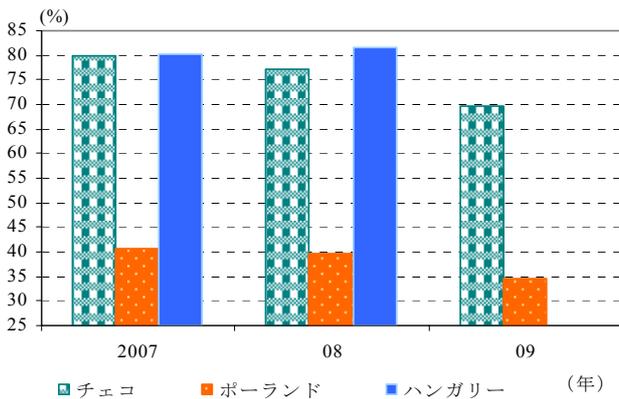
(2) チェコ

①景気の現状

ドイツへの輸出増に支えられ、回復は続く

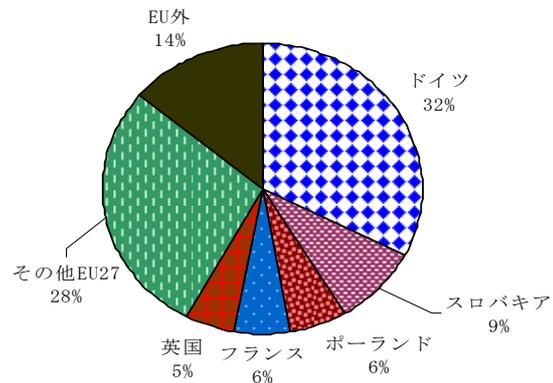
輸出主導型のチェコ経済の回復は続いている。チェコの輸出の GDP に占める割合は約 70%、ドイツへの輸出が輸出全体に占める割合は 32%となっており、予想以上に回復したドイツ経済の恩恵を受けたことも大きい(第 13、14、15 図)。

第 13 図：輸出の GDP に占める割合



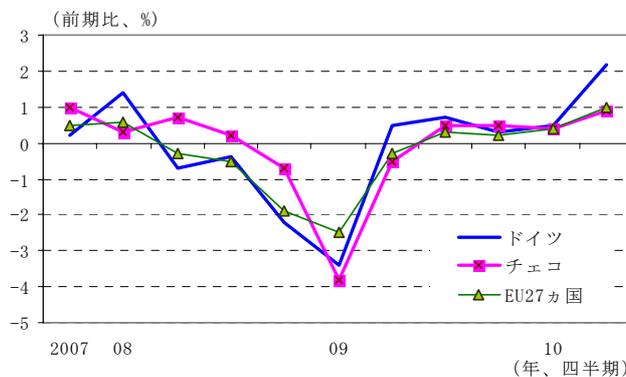
(資料) 世銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 14 図：輸出先 (2009 年)



(資料) EIUより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 15 図：実質 GDP 成長率比較

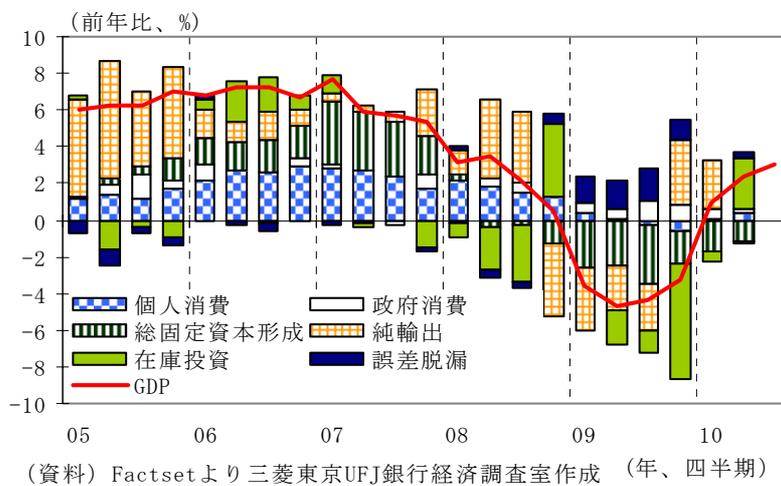


(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

実質 GDP も、2年ぶりの高い伸び率

チェコの実質 GDP は昨年を底に改善してきている（第 16 図）。実質 GDP 成長率を寄与度別にみると、今年第 1 四半期には主要輸出先であるドイツを含めた EU 諸国の景気回復に沿う形で純輸出が伸び、前年比 1.0%と前期の同▲2.9%から大きく改善した。第 2 四半期は在庫調整の進展により、在庫投資が増加したことで回復が続き、直近第 3 四半期（速報値）は前年比 3.0%と、主に製造部門および貿易部門に支えられ、およそ 2 年ぶりの高い水準を記録した。

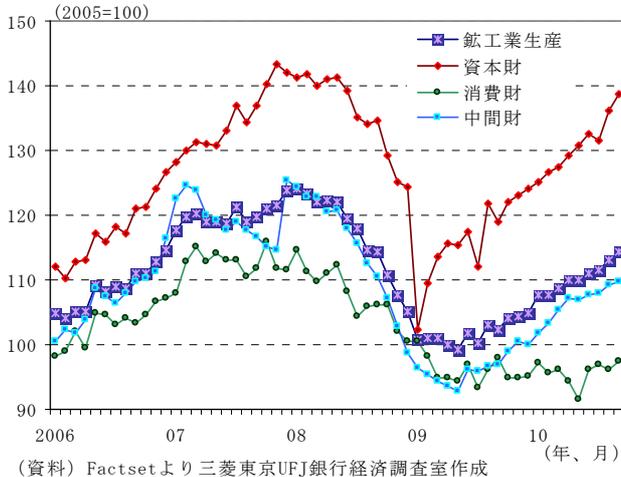
第 16 図：実質 GDP 成長率



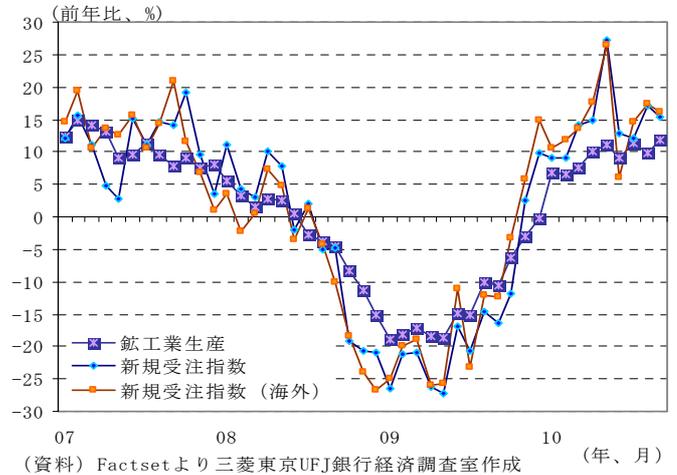
鉱工業部門の回復傾向も鮮明

輸出の増加を受けて、鉱工業部門の回復傾向が鮮明になってきた。新規受注が伸びたほか、在庫調整の進展を受け、鉱工業生産も増加傾向にある（第 17 図）。生産水準はグローバルな景気後退前のピークを 9.4%下回っているものの、2009 年 5 月の底から 13.7%増加した。家計の需要は弱含みであることから、消費財は依然として伸び悩んでいるものの、下げ止まっている。一方で資本財は 2009 年 1 月の底から 30%戻すなど、急速な拡大傾向にあるほか、中間財も昨年 5 月以降は増加傾向にある。先行指標である 9 月の鉱工業新規受注指数は前年比+15.5%、海外新規受注はこれを上回る同+16.2%と輸出向けの生産に支えられているとみられる（第 18 図）。また、鉱工業部門の景況感指数もリーマンショック直前の水準まで戻した（第 19 図）。

第 17 図：鉱工業生産指数



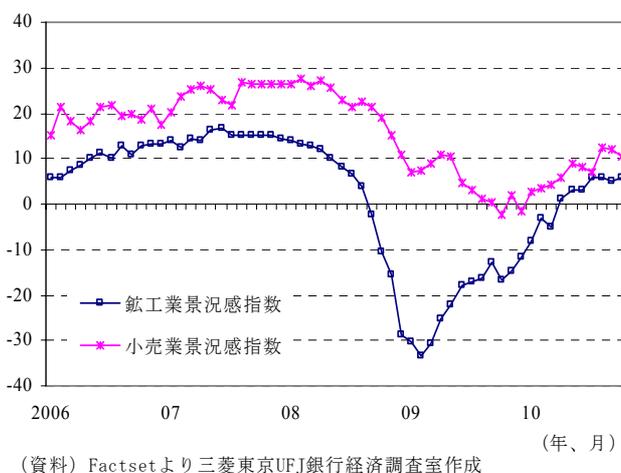
第 18 図：鉱工業生産・新規受注



財政緊縮の本格化は、需要回復への重しに

鉱工業生産の回復を反映し、雇用情勢など家計部門を取り巻く環境も改善しつつある。実質賃金上昇率はプラスの伸びを維持しており、失業率は2月をピークに既に低下傾向にある（第20図）。小売売上の伸び率は月々の振れが大きいですが、前年比マイナスが続いた昨年と比較すると、今年に入り、総じて売上減少には歯止めがかかってきているとみられる。ただし、先行きについては、主要輸出先では2011年から財政緊縮が本格化し、国内でも公共部門の雇用削減などが実施されることから、失業率が再び上昇し、家計の需要回復の重しとなることが予想される。

第 19 図：景況感指数



第 20 図：小売売上と失業率



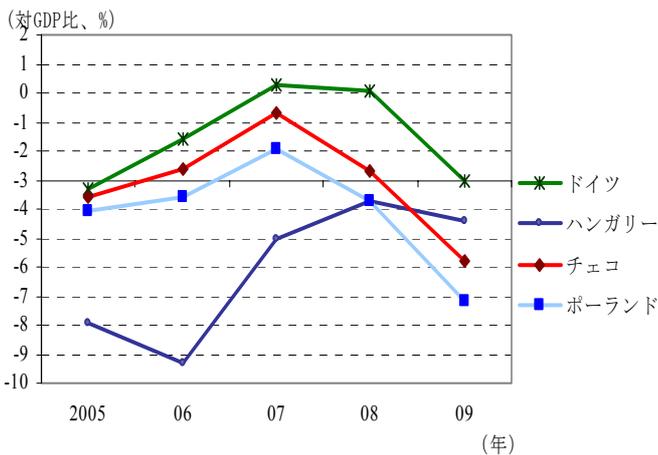
②財政収支

財政赤字の目標達成へ

2009年は景気対策で財政支出が増加した一方で、金融危機により税収は減少したことから、チェコの財政赤字は対GDP比5.9%と2008年の同2.9%から拡大した(第21図)。今年の財政赤字目標は対GDP比率で5.3%とされている。しかし、ネチャス首相が7月に、現状のままでは今年の財政赤字の対GDP比率は5.8%となると危惧したことから、各省庁の支出を追加で削減するという対策が講じられることになった。結果、現時点では、財務省は今年の財政赤字は、目標上限を下回る対GDP比5.1%となると見込まれている。なお、政府債務残高の対GDP比は、昨年35.3%(第22図)、今年は39.3%になると予測されており、これはマーストリヒト条約で定められている上限60%を下回ることから、当面、財政面の大きなリスクはないと考えられる。

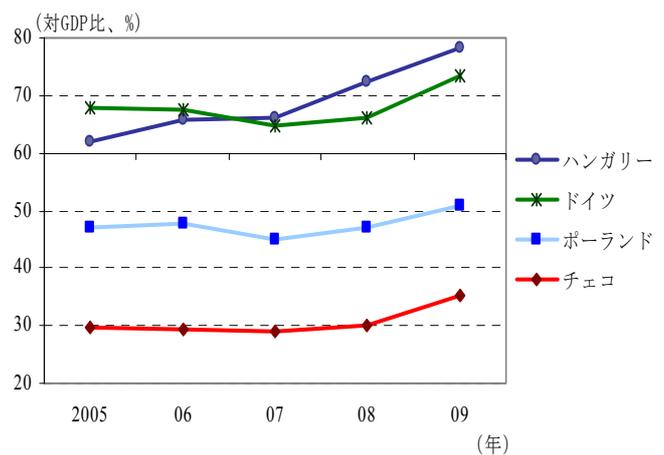
財政面で大きなリスクは、当面なし

第21図：財政赤字



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第22図：政府債務残高



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③見通し

実質 GDP 成長率は、2010年1.8%、2011年2.3%へ

輸出主導型であるチェコ経済は、2010年はドイツをはじめとしたEU諸国の予想を上回る輸出需要に支えられるとみられる。また、在庫調整の進展を受けた在庫投資の増加も年内は持続すると考えられる。よって、2010年の実質GDP成長率は前年比1.8%となろう。2011年は、実質賃金の上昇が家計消費の支えとなる一方で、ユーロ圏のソブリン危機の対策としてEU主要国の財政緊縮が本格化し、輸出需要が減少することから、実質GDP成長率は前年比2.3%となろう。

(3) ハンガリー

①景気の現状

他の中欧国に遅れた景気回復

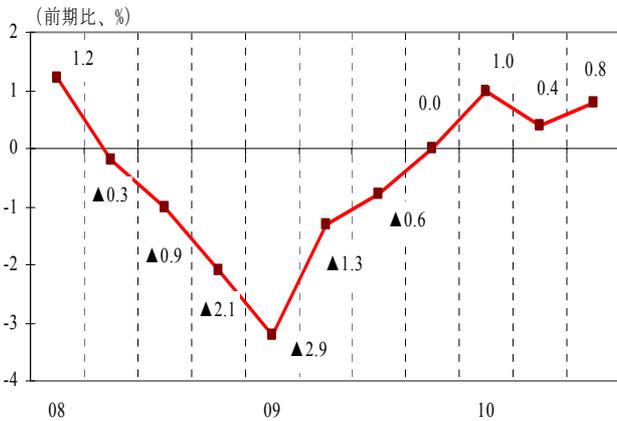
企業や家計のローン残高は下げ渋る可能性

ハンガリー景気は、2008年第2四半期以降実質GDPの減少が続いていたものの、2009年第4四半期に実質GDP成長率が前期比横ばい、2010年第1四半期には同1.0%となり、ようやく景気後退局面を脱した(第23図)。その後は内需の回復が遅れるなか、ドイツの輸出需要の増加を反映し、外需が牽引役となり、プラスの伸びが続いた。

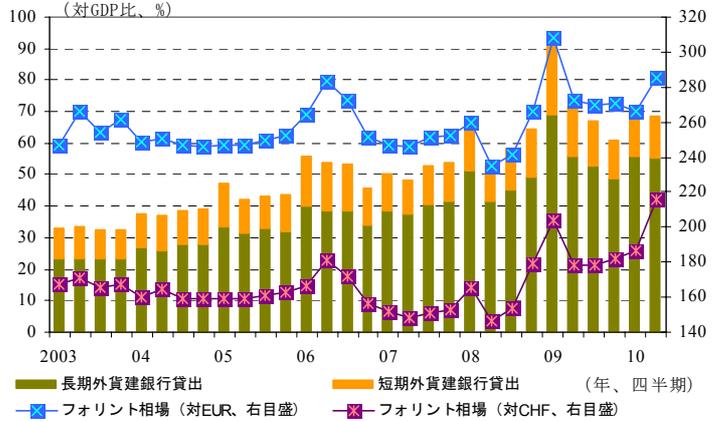
民間需要の回復にはこれまで外貨建て債務負担という障害があった。金融危機以前にスイスフランやユーロなどの外貨建てのローンを増やした結果、フォリント安により、外貨による収入源のない家計の負担は2009年第1四半期に急増した(第24図)。その後、企業や家計はバランスシートの改善に取り組んできた。しかし、足元でフォリントは対ユーロおよび対スイスフランで下落、特に対スイスフランでは過去最低水準まで下落するなど、企業や家計のローン残高の早急な減少は難しいとみられる。依然、投資や消費の本格的な回復に至るまでの道のりは長いといえよう。一方でフォリント安は短期的には輸出を促進するため、主要輸出先の景気回復も相まって、輸出促進に貢献していると考えられる。

第23図：実質GDP成長率

第24図：銀行貸出とフォリント相場



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年、四半期)



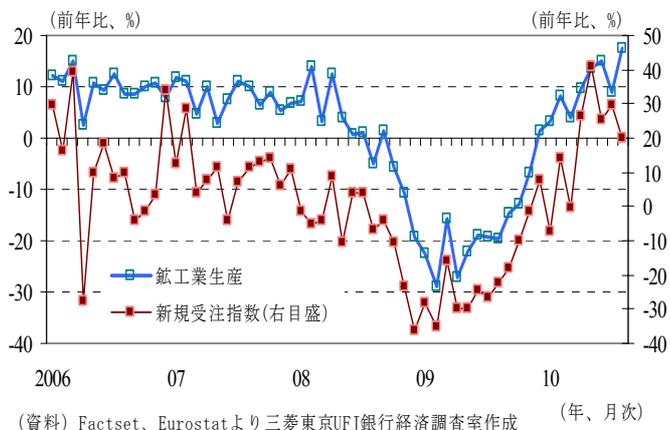
(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

雇用面での改善はみられはじめるが

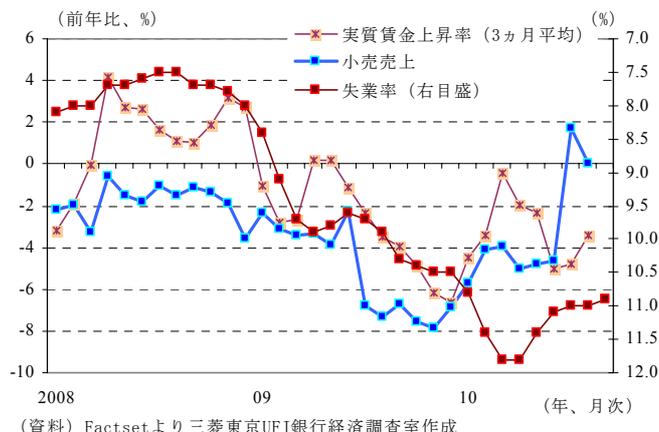
小売売上の回復は遅れる

外需依存型経済であるハンガリーでは、ユーロ圏の回復を受けて鉱工業製品の輸出も増加してきており、鉱工業生産は、足元では前年比で二桁の伸びがみられるようになってきた(第25図)。生産面での持ち直しを受けて、失業率も4月の11.8%をピークに緩やかな低下傾向にある(第26図)。また、EUサーベイによる消費者信頼感指数も▲20.0と改善傾向にはあり、1990年以降の長期平均である▲33.0より高い。家計部門でも、これまで2年以上も前年比マイナスを記録してきた小売売上が7月に前年比+1.7%とプラスに転じたが、8月には前年比横ばいに低下した。7月は好天やワールドカップ効果という一時的な押し上げ効果による加速と考えられる。

第 25 図：鉱工業生産



第 26 図：小売売上と失業率



②財政・政治リスクが混在

昨年は社会党の厳しい財政緊縮策

結果、ポピュリズムに走ったフィデス・ハンガリー市民連盟が勝利

しかし政府高官の発言が問題に

IMF との協議は中断、ただし、当面融資の必要性はなし

ハンガリーは厳しい債務・財政状況に直面し、昨年は前社会党政権・バイナイ前首相のもと、IMF からの融資にも支えられ、財政緊縮策に取り組んだ。財政赤字は前年から増加したものの、対 GDP 比 4.4%にとどまった。しかし、深刻な景気後退の中での財政緊縮は既に外貨建ローンの負担増を強いられた企業や家計にとって厳しく、投資、消費はともに低迷した。当然の帰結として、厳しい政策を断行した社会党の支持は低迷し、今年 4 月の総選挙では野党でポピュリズムに走ったフィデス・ハンガリー市民連盟が定数の 3 分の 2 以上の議席を獲得し、与党であった社会党に勝利した。

新政権では、政府高官が「自国の財政がギリシャと同様のリスクにさらされており、前政権が財政データを改竄した」と発言し、今年の財政赤字を対 GDP 比 3.8%に収めるといふ財政目標を同 7.0%まで緩めようと画策した。しかし、金融市場はギリシャ問題を契機に既に緊張状態にあったことから、フォロントは下落、リスクプレミアムは上昇した。この状況を受けて、政府は発言を撤回し、市場の信頼を回復するための財政緊縮は不可避となった。

一方で、今年 7 月に IMF との協議が中断され、今後は融資を受けないことが決定された。協議の中断の原因は、ポピュリズム寄りの政府が歳出削減よりも、銀行をターゲットにした追加課税に重点を置いたことである。銀行税は、銀行の利益を減らし、自己資本の蓄積を妨げることから、厳しい経済情勢のもとでは、企業や家計への貸出を抑制し、結果として投資・消費が弱含み、景気回復を遅らせるリスクがあるため、IMF は銀行税よりも歳出削減策が必要であるということを示唆した。

これに対して、ハンガリー政府は当面追加融資を必要とせず、9 月には、市場からの資金確保は可能であると判断した。今後は EU のみと協議を行うとしている。ただし、金融市場に残る不安感を払拭するために、9 月の EU の閣僚会議では 2011 年までに財政赤字を対 GDP 比 3.0%以内に抑える姿勢を改めて示した。

金融・産業部門への増税には懸念も

10月3日の地方選挙では、フィデス・ハンガリー市民連盟が再び大勝し、政府はその後13日に4月から待たれていた財政緊縮策の具体案をようやく発表した。主な政策としては、既に実施されている銀行に対する特別税に加えて、小売、通信、エネルギー部門へも3年間の特別課税を実施するとしている。金融・産業部門への増税は、企業の景況感回復を遅らせる可能性もあり、結果的に歳入自体を下押しする懸念もある。

また、これまで年収の9.5%が年金保険料として徴収され、そのうち同1.5%相当が国で運用、同8.0%が民間で運用されていたが、政府は今年11月から14ヵ月間、保険料全てを国民の選択により国が運用することを可能にすることで、政府資金の増加を図っている。

③見通し

2010年1.0%、
2011年2.3%成長

政府がようやく10月に示した追加の財政緊縮策が実施されることで、2011年までに財政赤字を対GDP比で3.0%以下に抑えるという短期的な目標は達成可能とみられる。しかし、銀行に3年間に渡って特別税を課すことで、銀行貸出が減少し、実体経済に影響を及ぼす可能性はある。また、小売、通信、エネルギー部門への追加課税は消費者への価格転嫁を引き起こしインフレ率が上振れるリスクもあろう。一方で、EU諸国向けの輸出の拡大に加えて、個人所得税率の引き下げ、中小企業の法人税減税措置により、景気は下支えされるとみられることから、2010年の実質GDP成長率は前年比+1.0%、2011年は同+2.3%となると予想される。

(4) ポーランド

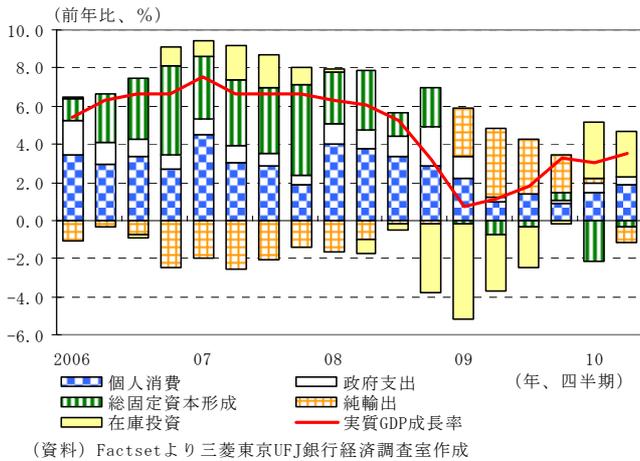
①景気の現状

景気回復ペースは
加速

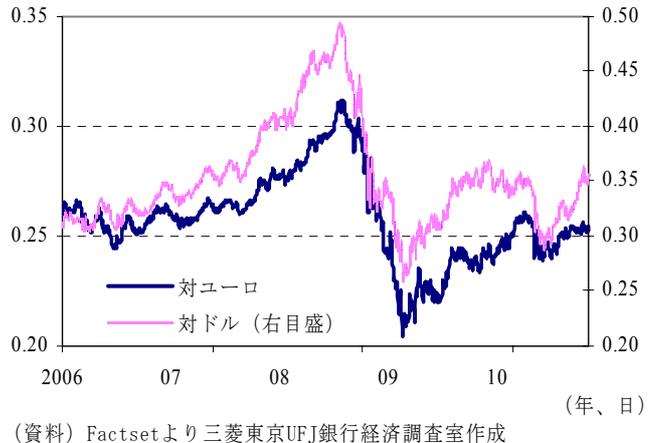
ポーランドの景気回復ペースは加速した。第2四半期の実質GDP成長率は、前年比3.5%と、前期から0.5%ポイント上昇した(第27図)。他の中欧諸国とは異なり、外需依存度が他の中欧国と比較して低めであるポーランドでは金融危機の実体経済への影響は限定的であった。個人消費の水準をみても、それほど低下しておらず、緩やかな回復が続いている。また、今年前半は在庫調整の進展を受けて在庫投資も増加したことで、成長が続いた。一方で、主要輸出先であるEU諸国の景気回復が続いているほか、ズロチが弱含みであることが支えとなり(第28図)、輸出も当面は堅調に増加すると考えられる。今後は2012年にウクライナとの欧州サッカー選手権を共催するため、インフラ投資などが活発化することが予想される。

今後はインフラ投資も活発化

第 27 図：実質 GDP 成長率



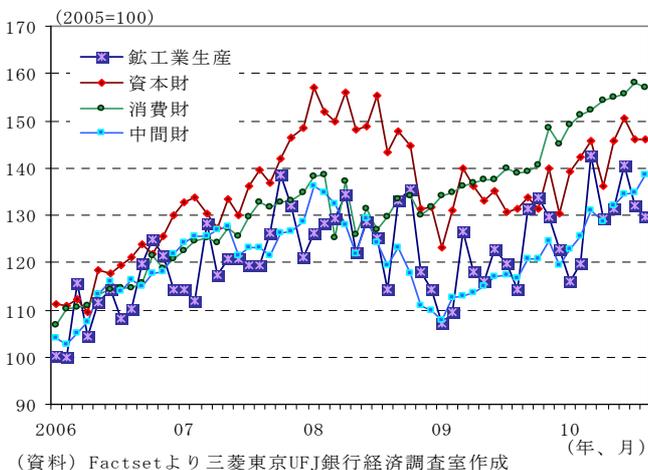
第 28 図：ズロチ相場



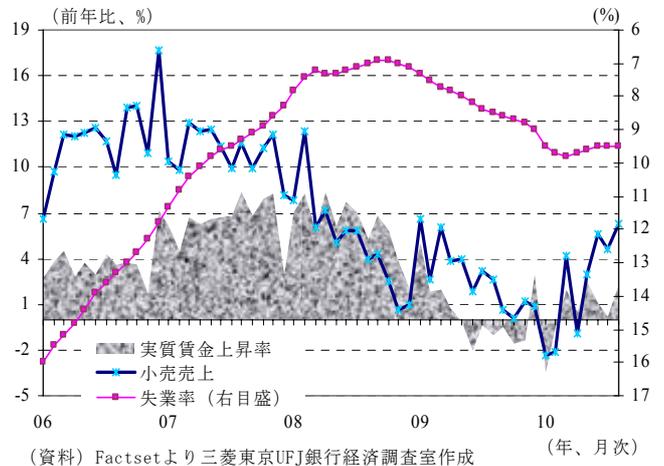
鉱工業生産については、金融危機後に資本財および中間財の生産は縮小した一方で、消費財は 2009 年以降は生産の拡大傾向が続いている（第 29 図）。また、家計を取り巻く環境をみると、実質賃金上昇率は弱含みではあるものの、失業率は 2 月をピークに低下傾向にあることなどから、個人消費は今後も底堅く推移しよう（第 30 図）。

失業率も 2 月以降
低下傾向

第 29 図：鉱工業生産



第 30 図：小売売上と失業率



②財政収支

財政赤字が目標を
超える可能性

政府は 9 月に発表した来年度の予算案において、歳入面については、付加価値税率、タバコ税率などの引き上げを承認した。しかし、来年 10 月の国会選挙を控え、公務員の給与据置きを除いて、目立った歳出削減策はない。足元では、トゥスク首相は今年の財政赤字は対 GDP 比 7.0%を超える可能性に言及し、当初の 2012 年に同 3.0%以内に収めるという目標の達成が難しくなったことを示唆した。ただし、ポーランドは、景気が悪化した際の緩衝材としての IMF 融資枠を持っていることもあり、金融市場で

IMF 融資枠もあることから、財政面のリスクは回避へ

のネガティブな反応はみられなかった。このように、ポーランドは早急に財政赤字を削減する必要性に駆られていないため、財政赤字目標の達成は2013年にずれ込む可能性が高くなっている。政府債務残高については、昨年は対GDP比51.0%と当面のリスクはないが、マーストリヒト条約で定められている同60.0%に近づいている。また、国内の定義での政府債務残高は対GDP比49.9%となっているが、国内の法律では同定義で50%を上回るようなことがあれば、財政に制約が課されることになっている。すなわち、政府債務残高が急激に増加するようなことがあれば、自動的に財政緊縮策の遂行が義務付けられるため、財政面のリスクは回避されよう。

③見通し

2010年3.3%、
2011年3.6%成長

個人消費の回復と在庫投資が進んだ今年の実質GDP成長率は、前年比3.3%と高めの伸び率となることが予想される。2011年については、主要輸出先であるユーロ圏の財政緊縮が進み、輸出需要は減少する可能性もあるが、引き続き個人消費は底堅く推移すると考えられる。この結果、2011年の実質GDP成長率は2010年よりやや加速し、前年比3.6%になると予想される。

表：ロシア東欧経済の見通し

	名目GDP 2008年 (10億ドル)	実質GDP成長率(前年比%)			消費者物価上昇率(前年比%)			経常収支(億米ドル)		
		2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)
ロシア	1,675	▲7.9	3.7	3.9	11.7	6.8	7.0	490	788	702
チェコ	216	▲4.1	1.8	2.3	1.0	1.5	2.3	▲21	▲35	▲44
ハンガリー	154	▲6.3	1.0	2.3	4.2	4.8	3.5	▲1	7	▲9
ポーランド	529	1.7	3.3	3.6	3.5	2.5	3.1	▲72	▲124	▲144
ロシア・中東欧	2,575	▲5.5	3.3	3.6	8.7	5.4	5.6	396	636	505

(ロンドン駐在、本多 克幸、コウバーン 弘華)

Ⅷ. 原油価格

～原油価格は緩やかな上昇基調を辿る見込み～

1. 価格動向

原油価格は11月に
87ドル台と約2年
振りの高値

原油価格（WTI 期近物）は70～80ドル近辺でのレンジ相場が続いている（第1図）。

10月は、米中の堅調な経済指標や米ガソリン在庫減少のほか、年金改革に反対するフランスの主要石油港のストライキが原油価格の上昇要因となった一方、中国の利上げや成長率鈍化が嫌気され、原油価格は80ドル台前半の狭いレンジで推移した。

11月に入ると、米国での追加金融緩和政策が決定されたことを受けて米景気先行き懸念が後退し、さらに米原油在庫減少もあって原油価格は上昇、11月10日に87.81ドルと約2年振りの高値となった。しかしその後、欧州ソブリン問題再燃や中国利上げ観測を受けて、再び世界景気先行き懸念が広がったことから原油価格は下落、17日には80.44ドルと1ヵ月振りの安値となった。

第1図：原油価格（WTI 期近物、終値）の推移

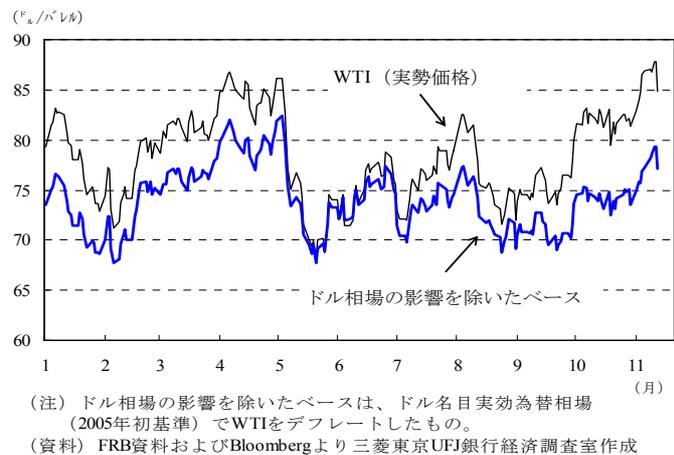


(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年/月)

ドル安の影響を除けば、原油価格上昇による世界経済への影響は限定的

最近の原油価格の上昇は、ドル安が一因といわれている。ドル安が原油価格上昇につながる経路として、①他通貨からみた割安感により買いが入る、②ドルの代替資産として実物資産が選好される、③産油国にとってドル建て原油収入が減価するため、価格上昇へのインセンティブが高まる等が挙げられる。ドル相場下落を勘案した原油価格をみると(第2図)、ドル安が進んだ9月以降、実勢価格との乖離幅が拡大しており、ドル安による原油価格押し上げの影響が強かったと推測される。ドル安の影響を除けば依然80ドルを下回っており、世界経済へ与える影響は限定的とみられる。

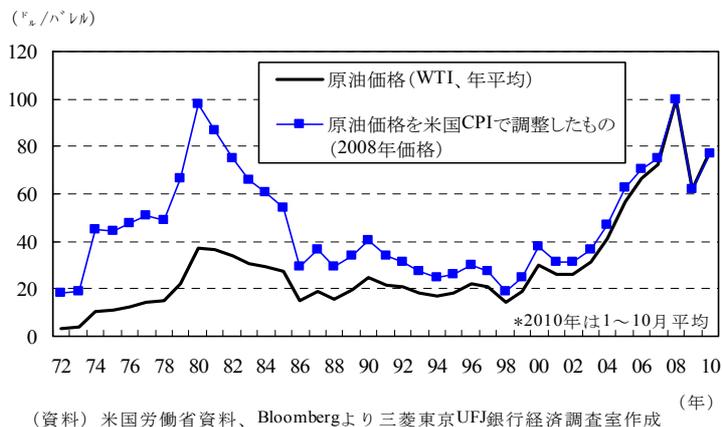
第2図：ドル相場の影響を除いた原油価格



実質ベースでは100ドル近辺が最高値

また、物価上昇分を勘案した実質ベースでみると(第3図)、第二次石油危機時(1980年)の原油価格37.4ドルは、2008年価格に換算すると97.6ドルと2008年の原油価格(99.6ドル)に匹敵し、同水準が実質ベースでの最高値となっている。足元の価格(1~10月平均78.1ドル)は2008年価格でもほぼ変わらず、実質ベースでの最高値より約20ドル低い水準にある。

第3図：実質ベースでみた原油価格



2. 需要動向

7～9 月期は大幅な 需要超過

IEA（国際エネルギー機関）によれば、世界の原油需給は2009年以降ほぼ均衡していたが、7～9月期には2007年以来の大幅な需要超過となった（第4図）。前期から供給が小幅増加したが、先進国を中心として需要の増加が大きかったためである。

2010年の世界の原油需要は2007年 以来のプラスに転じる 見込み

需要についてみると、2010年の先進国（OECD諸国）の原油需要は1.0%と、小幅ながらも2005年以來のプラスの伸びに転じる見込みだ。世界の原油消費量の約4分の1を占める米国の原油需要の伸びが1.8%とプラスに転じる影響が大きい。一方、欧州については回復基調をたどっているものの、▲0.9%と引き続きマイナスの伸びとなる見込みだ。

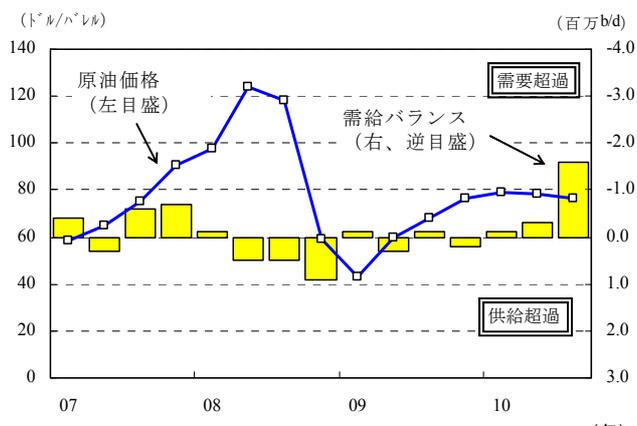
一方、新興国（非OECD諸国）の原油需要は4.8%と、前年（2.5%）から伸びを高めると見込まれている。地域別にみると、中東欧の需要回復は遅れているが、昨年からの需要増加が続いているアジアと中東に加え、今年には中南米や旧ソ連諸国も堅調な伸びとなると予想されている。

この結果、2010年の世界の原油需要の伸びは2.8%と、2007年以來のプラスの伸びに転じる見込みだ（第5図）。

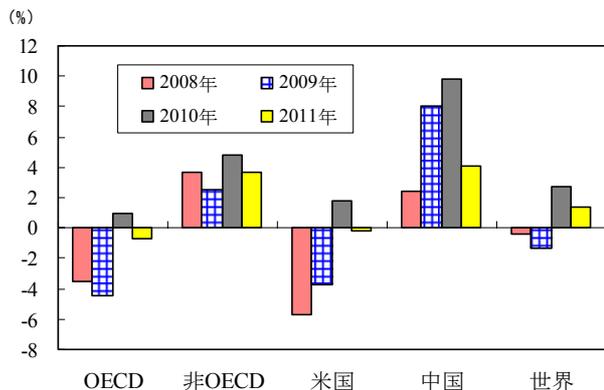
2011年の世界の原油需要は伸び低下 の予想

2011年は世界景気の回復ペース鈍化に伴い、世界の原油需要の伸びも鈍化するとみられる。先進国については景気減速に伴い、原油需要は▲0.7%と再び前年比マイナスに転じるとみられている。一方、新興国については、景気は堅調を維持しつつも減速が見込まれることから、原油需要の伸びは3.6%に低下する見込みだ。この結果、2011年の世界の原油需要は1.4%にとどまると予想されている。

第4図：世界の原油需給バランス



第5図：地域・国別の原油需要の伸び



(注) 2010年および2011年はIEAによる見通し。
(資料) IEA, Oil Market Report より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 供給と在庫動向

供給サイドについてみると、7～9月期の原油生産量は、石油輸出国機構（OPEC）が増加し、非 OPEC は小幅減少した結果、世界全体で日量 8,694 万バレルと、前期比同 26 万バレル増加した。

非 OPEC 生産量は
2011 年も増加見込み

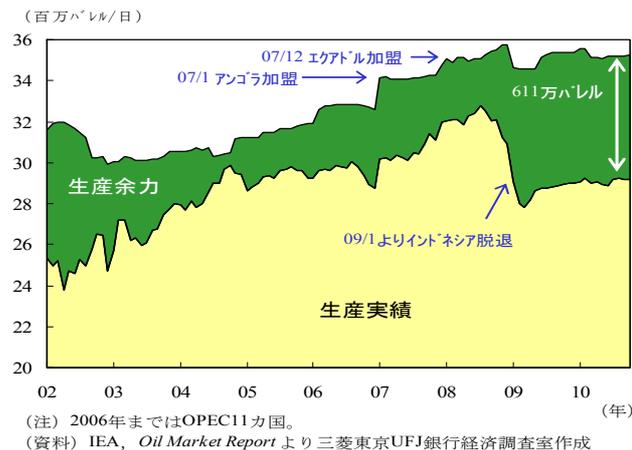
非 OPEC では、英国やノルウェーなど北海油田の生産が減少した一方、北米と旧ソ連諸国、中国やインドなどアジア地域の生産は増加するなど、引き続き原油生産動向は二極化している。IEA によれば、来年にかけてもこうした傾向が続くと見込まれ、非 OPEC 全体では 2010 年と 2011 年ともに前年比増加が予想されている。

12 月 11 日の
OPEC 総会では生産
目標据え置きの見込み

OPEC についてみると、10 月 14 日の OPEC 総会では生産目標の据え置きが決定された。OPEC11 カ国の 10 月の減産順守率は 55%と低水準にとどまっているが、OPEC 全体の生産余力は 611 万バレルと、過去に比べて高い水準にある（第 6 図）。

次回 OPEC 総会は 12 月 11 日に予定されている。OPEC 加盟国の大半が望ましいとする価格水準は 70～80 ドルとみられているが、11 月初め、サウジアラビア石油相が「70～90 ドルが消費者にとって心地よい水準」と発言、続いて OPEC 事務局長も「90 ドルに達したとしても世界経済の成長を阻害しないだろう」と発言するなど、一段の上昇を許容する見解が示されており増産は見込み難い。こうした見解と、世界の原油需要の緩やかな増加ペースも踏まえると、生産目標は据え置かれるとみられる。

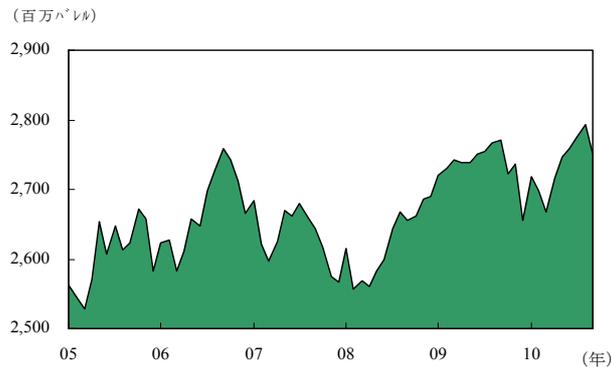
第 6 図：OPEC の原油生産実績と生産余力



OECD 原油・石油
製品在庫は高水準

在庫についてみると、OECD の原油および石油製品在庫は、2008 年のグローバル金融危機以降、需要減少を受けて急増した。足元でも高水準に積み上がっている（第 7 図）。また、米国の原油在庫は高水準で推移しており、中間留分（暖房油・軽油）とガソリン在庫も、減少傾向にあるとはいえ水準は高く、在庫の過剰感は払拭されていない。

第 7 図 : OECD 原油・石油製品在庫



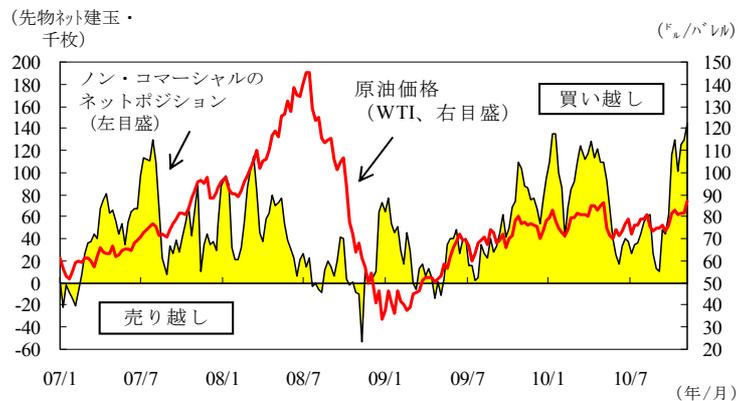
(資料) IEA, *Oil Market Report* より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. 原油市場を巡る資金動向

投機筋の買い越し額は過去最大

原油先物市場における投機筋の買い越し額は、9月半ば以降、急速に拡大傾向にあり、最新11月9日時点では144,107枚と過去最大となった(第8図)。この背景には、投資家のリスク選好姿勢や、10月中のフランス主要石油港のストライキによる供給懸念の高まりがあろう。

第 8 図 : 原油先物市場における投機筋のネットポジション



(注) ノン・コマーシャルとは、原油生産や精製に従事しない業者のこと。
1枚=1,000バレル。

(資料) 米国商品先物取引委員会、ニューヨーク・カンタイル取引所 (NYMEX) 資料より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

5. 価格の見通し

原油価格は緩やかな上昇基調をたどる見込み

世界景気の回復に伴い、原油価格は上昇基調を辿ると予想される。ただし、①世界景気の回復ペースは2011年にかけて緩やかな減速が見込まれること、②先進国の原油在庫は依然高水準にあること、③OPECの生産余力は大きいこと、を踏まえると、需給面から価格が押し上げられる状況にはない。四半期平均で見れば、2011年末にかけて90ドル台と緩やかな上昇ペースとなろう。

投機資金流入により原油価格上昇の可能性

また、足元では、先進国の金融緩和政策やドル相場動向を背景に商品市場への投機資金流入が増加しており、特に穀物については需給タイト化を材料に投機資金流入が顕著である。原油についても、目先で供給懸念が生じた場合、投機資金流入により価格が大幅上昇する可能性は否定できない。

(篠原 令子)

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	78.9	82.1%
10/2Q	78.1	30.5%
10/3Q	76.2	11.7%
10/4Q	82	7.7%
11/1Q	83	5.2%
11/2Q	85	8.9%
11/3Q	88	15.5%
11/4Q	90	9.8%
12/1Q	90	8.4%
	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	26.9%
2011年	87	9.8%

見通し
↓

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)		
	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
日本 (年度ベース)	▲5.2 (▲1.8)	3.6 (2.6)	0.8 (1.0)	▲1.3 (▲1.6)	▲1.0 (▲0.9)	▲0.3 (▲0.1)	1,423 (1,698)	1,832 (1,753)	1,809 (1,839)
米国	▲2.6	2.7	2.4	▲0.4	1.6	1.3	▲3,784	▲4,999	▲5,857
ユーロ圏16カ国	▲4.0	1.5	1.1	0.3	1.5	1.4	▲784	▲110	▲12
ドイツ	▲4.9	3.3	1.8	0.2	1.1	1.0	1,633	1,922	1,830
フランス	▲2.2	1.5	1.4	0.1	1.6	1.5	▲513	▲485	▲463
イタリア	▲4.8	0.9	0.8	0.8	1.6	1.4	▲672	▲585	▲511
英国	▲5.0	1.7	1.5	2.2	3.1	2.7	▲276	▲458	▲429
アジア11カ国・地域	6.1	9.0	7.7	2.0	4.1	3.5	4,583	4,225	3,869
中国	9.1	10.1	9.1	▲0.7	3.3	2.8	2,971	2,878	2,812
NIEs	▲0.9	7.6	4.5	1.4	2.4	2.6	1,356	1,257	1,073
ASEAN 4カ国	1.5	6.6	5.5	2.6	3.9	4.3	715	598	517
インド	7.4	8.5	8.4	12.4	9.5	6.5	▲384	▲423	▲458
オーストラリア	1.2	3.3	3.6	1.8	2.9	3.1	▲410	▲504	▲415
中南米	▲2.0	5.8	4.1	5.2	5.3	5.1	▲144	▲428	▲645
ブラジル	▲0.2	7.5	4.5	4.9	5.0	4.8	▲243	▲481	▲556
ロシア・中東欧	▲5.5	3.3	3.6	8.7	5.4	5.6	396	636	505
ロシア	▲7.9	3.7	3.9	11.7	6.8	7.0	490	788	702

(注) 2009年は実績値、2010、2011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。
- 「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、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp/> でもご覧いただけます。