

アジア経済の見通し

～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

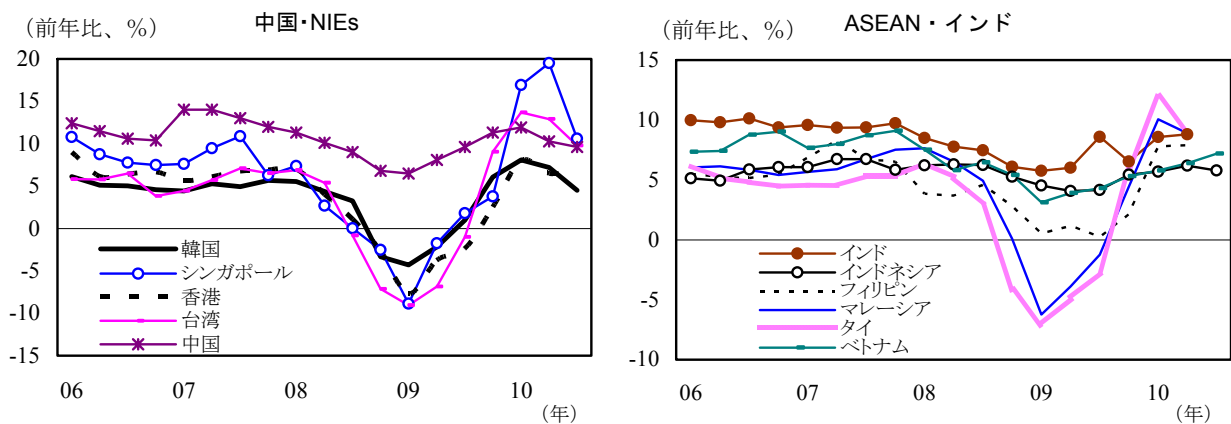
(1) 景気の現状

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

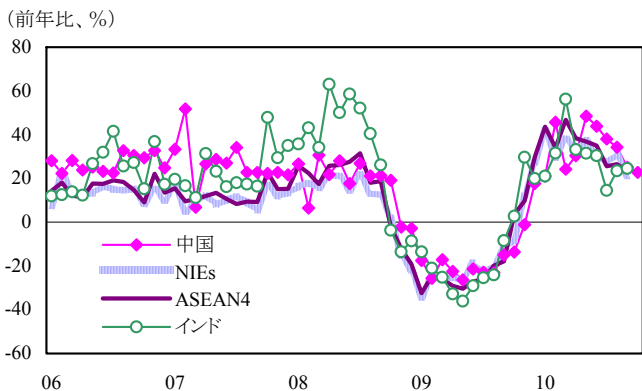


(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

輸出はピークアウトするも高い伸びを維持

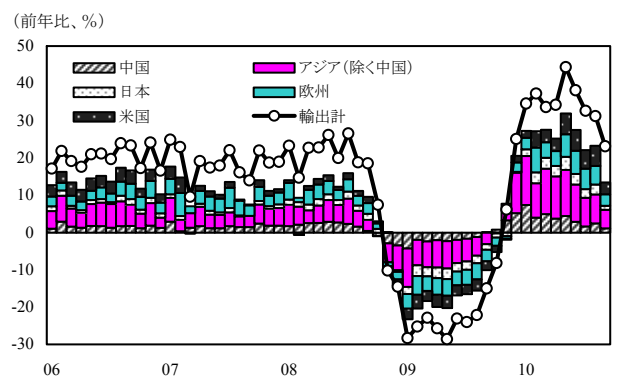
輸出は、前年の落ち込みの反動要因が剥落しつつあることから、第2四半期をピークに鈍化しているものの、第3四半期に入っても20%近傍の伸びを維持している（第2図）。仕向地別にみると、欧米向けに比べアジア域内向けの鈍化幅が相対的に大きい（第3図）。もっとも、これは輸出が「中国→ASEAN→先進国」の順で回復していることを反映したものにすぎず、アジア域内向けの輸出は引き続き堅調といえる。品目別にみると、エレクトロニクス関連は頭打ちしているものの、域内需要の拡大や先進国からの生産シフトなどを背景に高い伸びとなっている。また、アジア域内で販売が急増している自動車関連は好調を維持している。

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



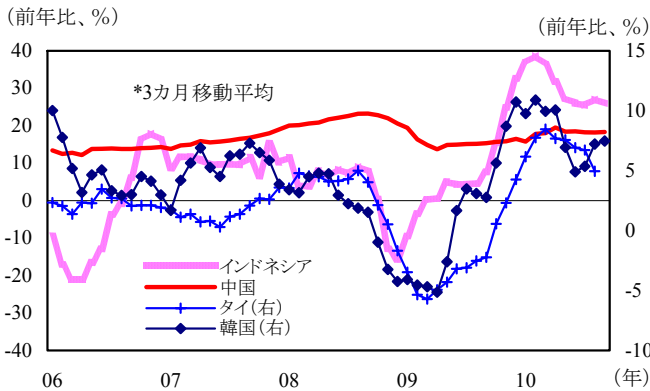
(注) 中国、韓国、台湾、シンガポール、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの合計
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

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。

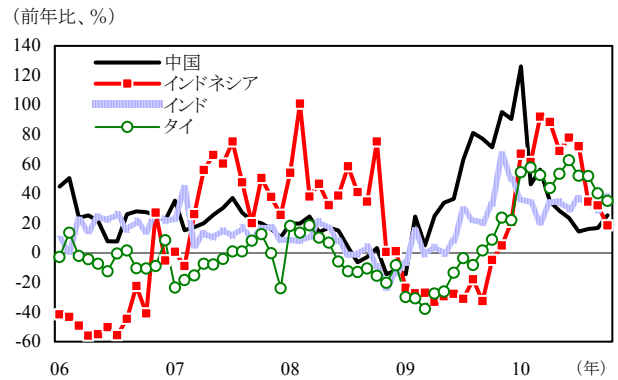
自動車販売をみると、ASEAN・インドは前年比3~5割伸びており、2010年の販売台数は、インドは10月時点で過去最高を更新した2009年通年の実績を上回ったほか、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンともに過去最高を更新する公算が大きい（第5図）。また、2009年に米国を抜いて販売台数が世界一となった中国は、2010年前半は小型車の減税幅縮小を受け低迷したものの、政府が6月に導入した低燃費小型車向けの購入補助金の効果もあり、10月時点で2009年通年の台数を超えた。

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



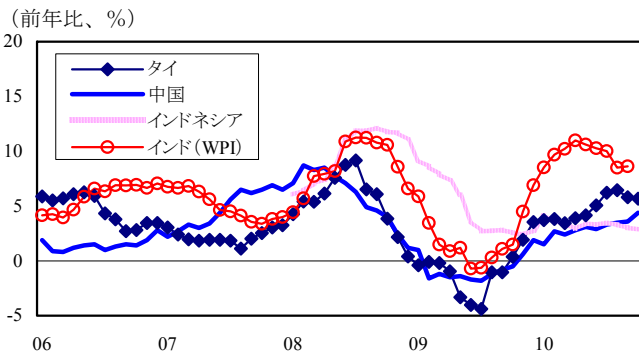
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

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。

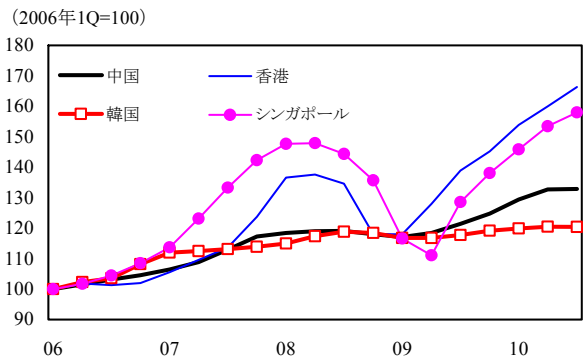
住宅価格は昨年以降、上昇傾向が顕著であった中国や香港、シンガポールでは、政府が住宅ローンの上限金額の引き下げなど規制を強化したことを受け、伸び率が鈍化している。もっとも、住宅価格は高水準にあり、シンガポールではアジア通貨危機前を超え過去最高を更新したほか、香港では高級物件が過去最高を更新している。また、上昇が頭打ちになっていた中国の住宅価格は、足元で再び上昇傾向に転じている（第7図）。

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が大きいことから、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。

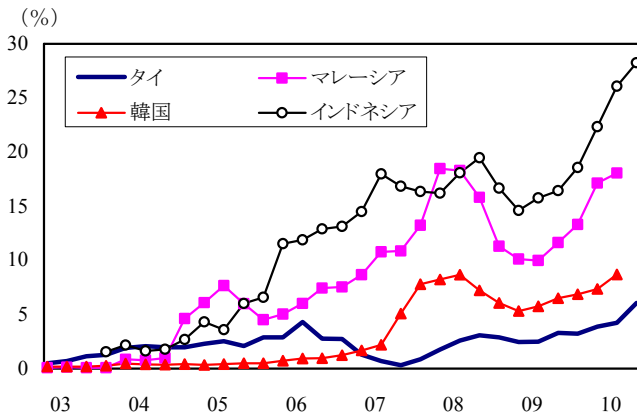
一つは資産インフレである。11 月に米国が量的緩和政策を決定したことを受け、新興国、とりわけアジアへの海外マネーの流入が続くことが見込まれるためである。

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

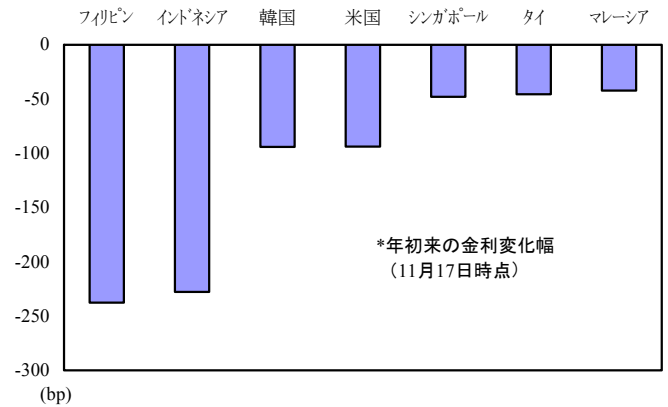
引き締めに転じているタイ、マレーシア、韓国の長期金利も低下している。

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たいと考えられる。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) ・銀行の外貨借入の用途規制強化
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項目のパーツ高対策を発表 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

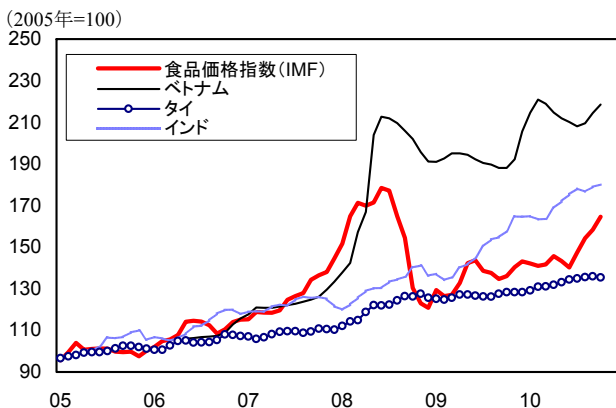
もう一つのリスクは食品インフレである。前述の通り、近年、食品価格の上昇がアジアの物価を押し上げている。食品の中で最も上昇幅が大きいのは野菜であり、これは猛暑や洪水など天候不順が主因である。こうした天候不順による野菜価格の上昇は一時的なものにとどまる可能性もあるが、足元で大豆やとうもろこしなど穀物を中心とした国際食品価格も上昇ペースを速めている。世界的に穀物価格が上昇している要因は、①米国やブラジルの天候不順、②中国を中心とした新興国の旺盛な需要による需給タイト化観測、③過剰流動性を背景にした投機資金の流入、などがある。国際通貨基金 (IMF) が発表している食品価格指数をみると、足元では過去最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

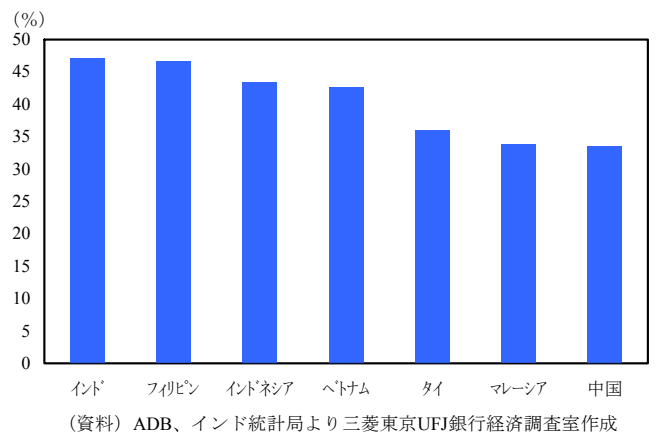
アジアの中で、特にインフレに対する注意が必要な国は、インド、ベトナム、である。インドは旺盛な需要が価格を押し上げるディマンドプル型のインフレが生じている。他方、ベトナムは、需要の拡大に加え、通貨が下落傾向にあることからインフレ圧力が高まっている。また、インドネシア、フィリピンは、足元の物価は安定しているものの、食品価格上昇の影響を受けやすい。例えば、フィリピンは世界最大の米の輸入国であり、2008年の米価高騰時には消費者物価上昇率が前年比12%台へ上昇した。

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



第11図：消費者物価指数に占める食品の割合



(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

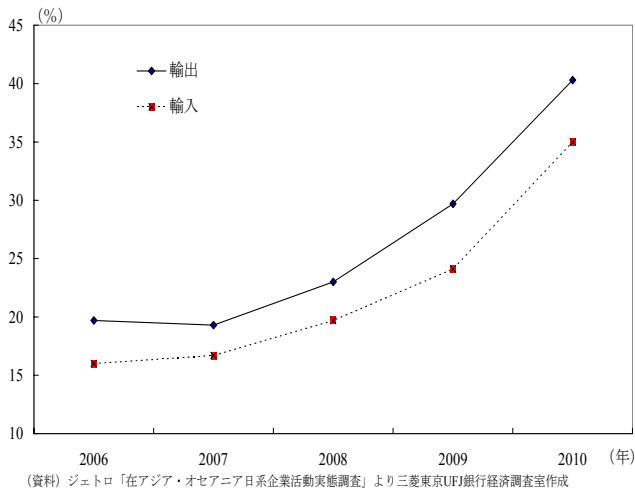
FTA の活用が広がり、モノの動きが盛んになると、ヒトの動きも活発化する。世界主要地域の航空利用者数をみると、2008 年時点のアジア域内の航空利用者は、2000 年比 2.2 倍に拡大した (第 13 図)。欧米が伸び悩むなか、アジア域内のヒトの動きは活発化している。

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。

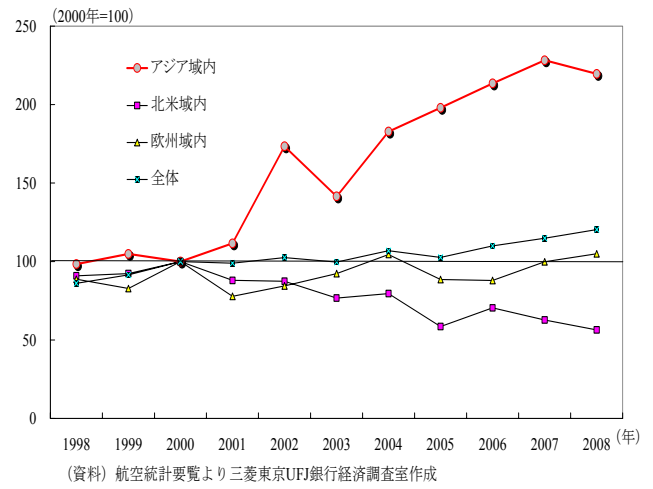
(注1) インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ブルネイ

(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、通年では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

(注) インドは年度(4月～3月)ベース。

→見通し

→見通し

→見通し

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見える。

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。

投資は貸出抑制や省エネ対応の下、安定成長

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・整理などは来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

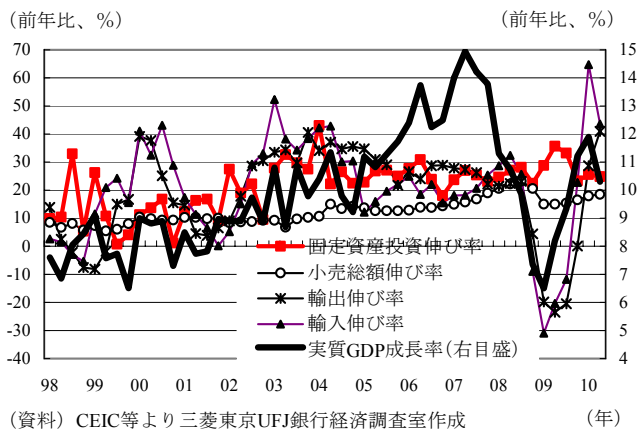
輸出は、反動増の一巡、人民元・賃金の上昇などから減速

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。

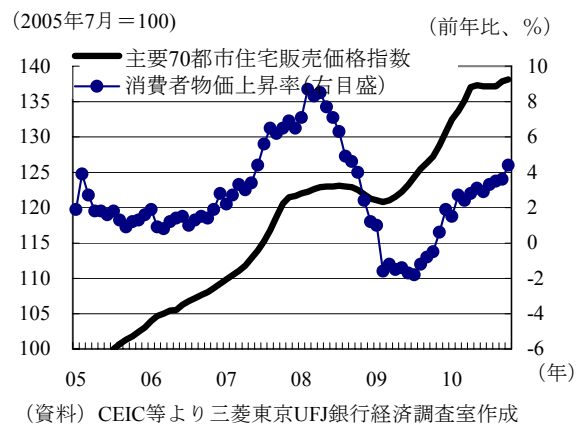
輸出は減速傾向が続こう。前年の輸出減少を受けた反動増が一巡するとともに、人民元ならびに賃金の上昇による競争力低下が予想される。人民元相場に関しては、米国を中心に海外からの切り上げ圧力が強まるなか、来年にかけても通年で5%程度の上昇は避けられまい。また、賃金上昇への政治的圧力は極めて強いものになるはずである。第12次5カ年計画の提案段階では、一部で予想された所得倍増論は盛り込まれなかったものの、所得拡大は最重要目標に掲げられている。

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

<p>* 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</p> <p>* 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</p> <p>* 農業近代化の推進と社会主義新農村建設の加速</p> <p>* 現代産業体系の発展とコア競争力の強化</p> <p>* 地域の協調的発展と都市化の推進</p> <p>* 資源節約型で環境にやさしい社会の建設加速</p> <p>* 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</p> <p>* 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</p> <p>* 改革加速と社会主義市場経済体制の整備</p>
--

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るよう。

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（ $3\pm 1\%$ ）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は強いものの、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

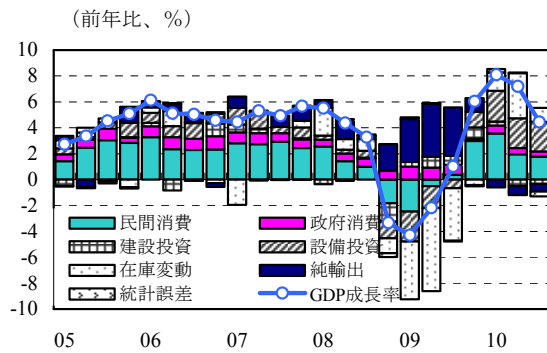
策を打ち出した。こうした抑制策に加え、2009年終盤以降、住宅供給が増加したこともあり市場は低迷した。

住宅価格は底打ちの兆し

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。

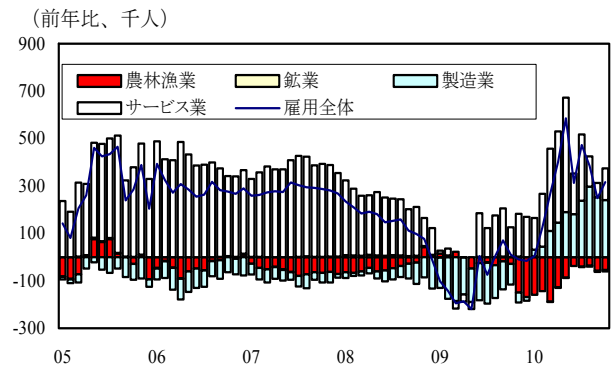
(竹島 慎吾)

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+4.5%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。

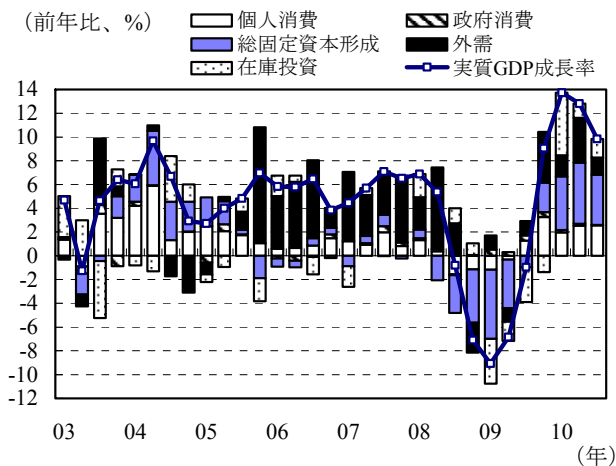
また、ECFA発効直後の9月16日、中国の銀行業監督管理委員会は台湾土地銀行、第一商業銀行、合作金庫銀行、彰化商業銀行の4行に対し

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。

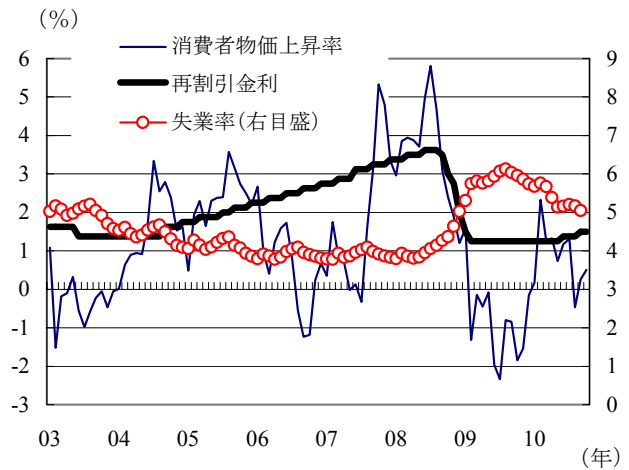
(萩原 陽子)

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

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。

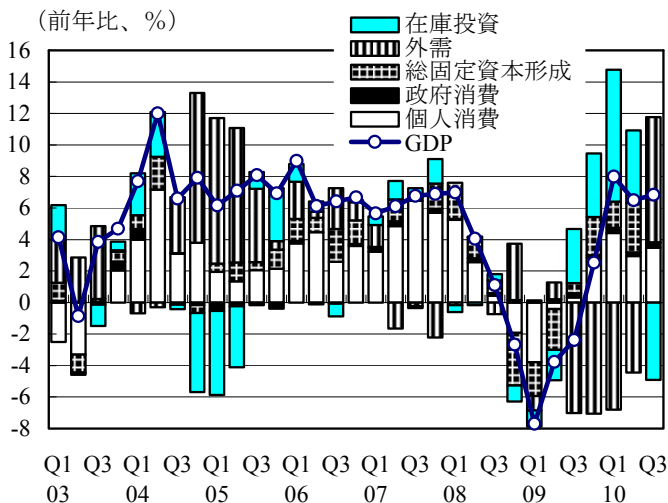
これらを考え合わせれば、2009年の前年比▲2.8%のマイナス成長に対して、2010年の実質GDP成長率は同6.4%と顕著な回復を示そう。2011年には、反動増による押し上げ効果の剥落に加え、中国の景気も減速するなかで香港の成長率も4.7%への減速が予想される。

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。

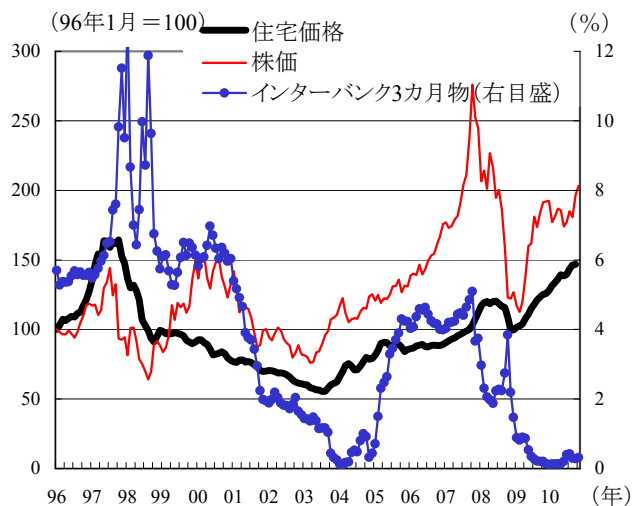
（萩原 陽子）

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年通年の成長率は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。

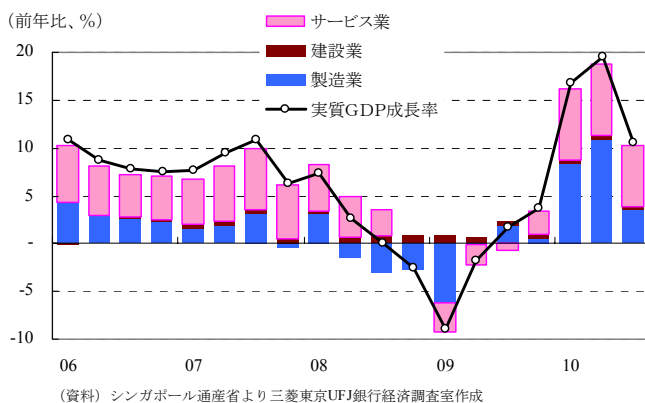
③トピックス：持続的な成長実現に向け不動産市場の過熱抑制策を強化

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

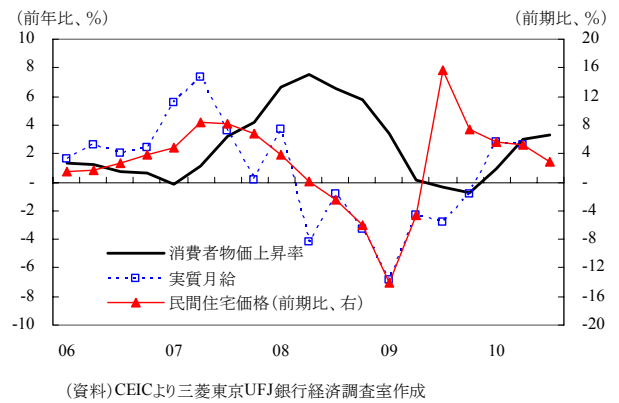
府が8月末に短期転売に対する印紙税課税強化や住宅ローンの融資額基準強化などを実施して以来、軟調に推移しており、今年前半にみられた発売即日完売のような過熱感は薄れつつある。一方で、回復が遅れていたオフィス価格は、第3四半期が前期比+6.2%（前期：同+4.6%）と上昇基調が強まっている。同価格指数は、アジア通貨危機前のピーク（1996年第3四半期）の6割程度の水準にとどまっているが、景気回復に加え、現時点では政府の価格抑制策の対象とされていないことなどから、投資目的の投資も価格押し上げ要因になっているとみられる。今後、不動産市場の過熱を抑制しつつ、持続的な安定成長が実現できるか、政府の難しい舵取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。

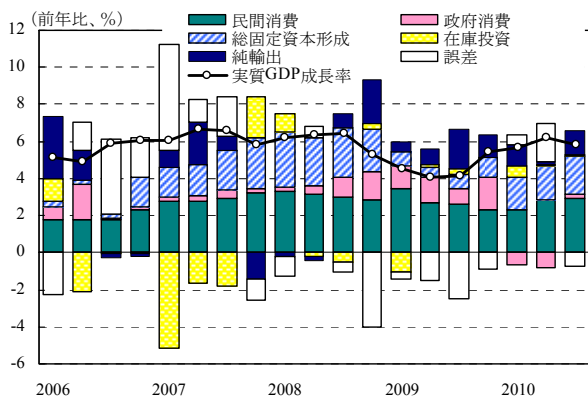
③トピックス：産業基盤の多角化とインフラ整備が課題

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。

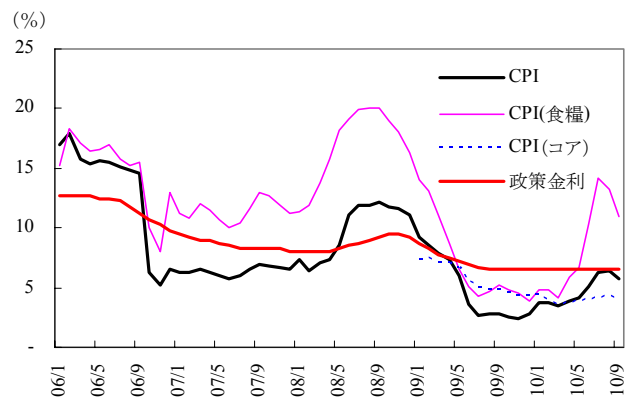
(シンガポール駐在 福地 亜希)

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。

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。

物価は安定推移、
中銀の金利正常化
局面は概ね終了

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。もともと、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。

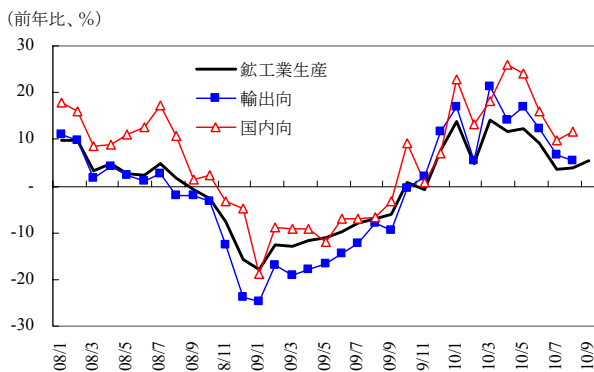
物価は、食品や燃料価格の上昇に加え、2011年にはサービス税の引き上げ(5%→6%)、最低賃金引き上げなどが上昇圧力となるとみられる。もともと、いずれも上昇幅は限定的であるため、消費者物価上昇率は、2010年は前年比1.7%、2011年は同2.5%と2%前後の水準を維持しよう。中銀の金融政策は、景気と物価の動向を見極めつつ、必要に応じて追加的な利上げの可能性をみておく必要がある。

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。

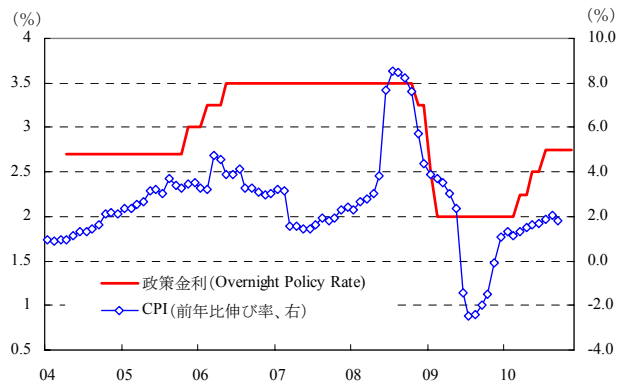
(シンガポール駐在 福地 亜希)

第26図：マレーシアの生産



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：マレーシアの物価と金利



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(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。

中銀は8月以降、金利を据え置き

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%）。

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、バ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。

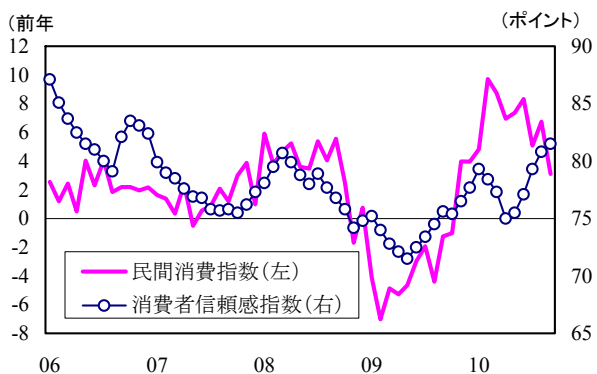
政府はバーツ高を抑制するために、9月に海外不動産投資の上限額引き上げなど5項目の資本流出規制の緩和策を打ち出した。また、10月には、海外投資家の国債投資にかかるキャピタルゲイン税の免税措置廃止（国内投資家と同様に15%課税）など3項目の対策を発表した。2006年12月にバーツ高対策として導入された資本流入規制（流入資本の30%を無利息の準備金として最低1年間中銀に積み立て）が、金融市場の混乱と海外投資家の信任低下を招いた経験から、政府は今回、対外投資の促進と緩やかな資本流入規制でバーツ高を抑制する方針を打ち出したとみられる。

資産インフレの
抑制が安定成長
の鍵

もっとも、バ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ろう。

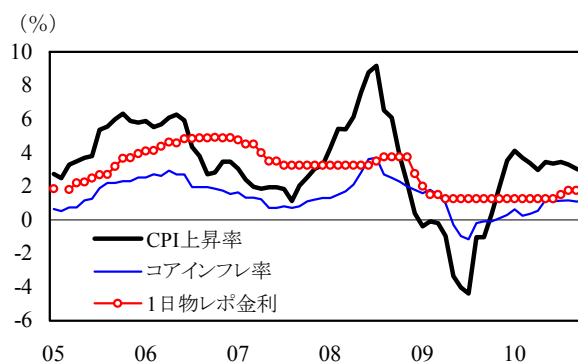
(竹島 慎吾)

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。

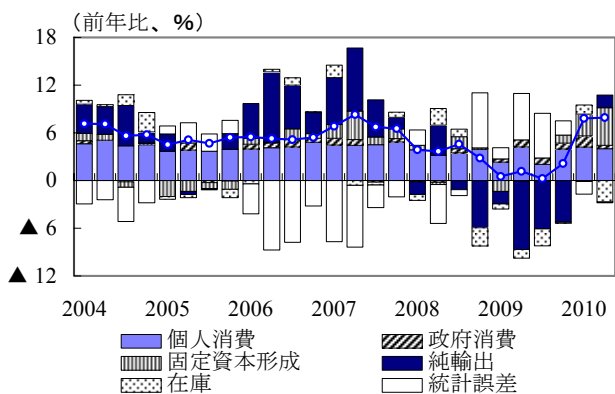
貧困層の支持拡大を狙うアキノ政権

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。

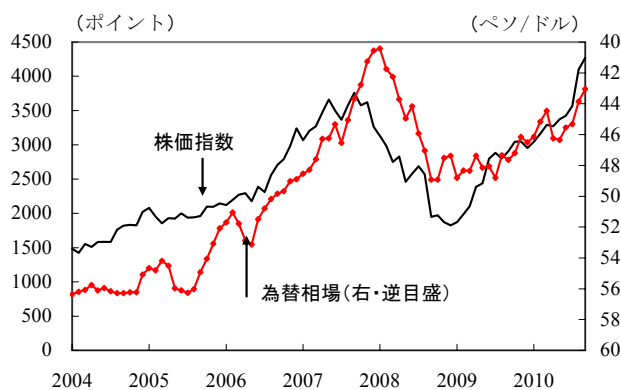
(福永 雪子)

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。

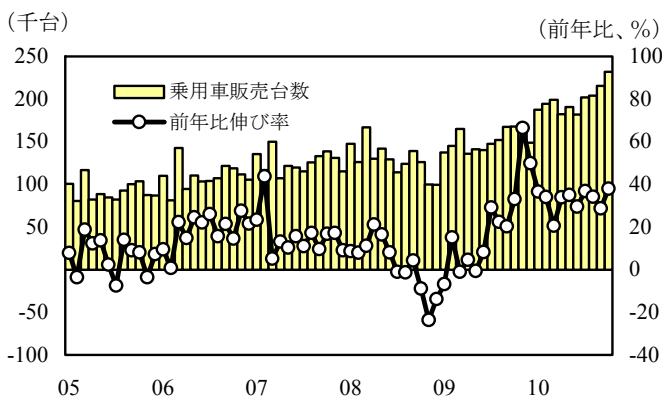
③トピックス：日印 EPA 締結で合意

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。

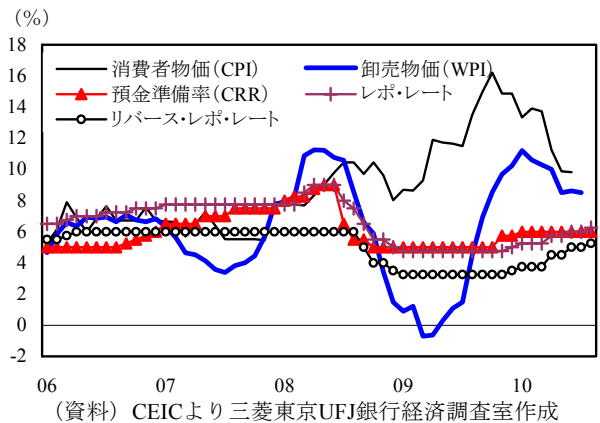
2009年度の日印貿易額は約100億ドルと過去5年間で倍増したが、インドの貿易全体に占めるシェアは約2%にとどまっている。EPA締結により、両国の貿易が拡大することが期待される。

（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%）から伸びを高めたほか、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年にかけて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。

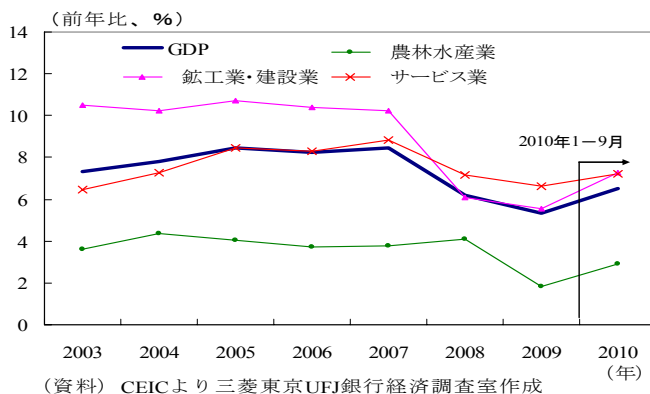
名実ともに後発途上国からの脱却を果たしつつあるベトナムであるが、政府は経済成長を一段と加速させる構えをみせている。2011年1月の共産党大会で採択される「社会経済発展戦略」には、政府の長期ビジョンである「2020年の工業国入り」実現に向けた政策が盛り込まれる予定となっている。原案によると、インフラ整備や国営企業改革、民間部門の法整備などが主な柱となるようだ。長期ビジョンの仕上げにあたるこれからの10年間、政府は掲げた政策を着実に実現していくことが求められる。

通貨安定、インフレ抑制も課題

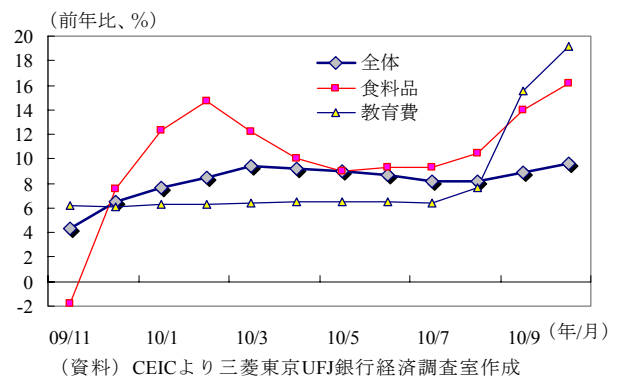
同時に、通貨の安定やインフレの抑制など、現在、ベトナム経済が抱える課題を克服することも重要であろう。

（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



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、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。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。