

IV. アジア

～成長ペースはやや鈍化するも堅調持続、政府・中銀はインフレ抑制スタンスを継続～

1. アジア経済全般

(1) 景気の現状

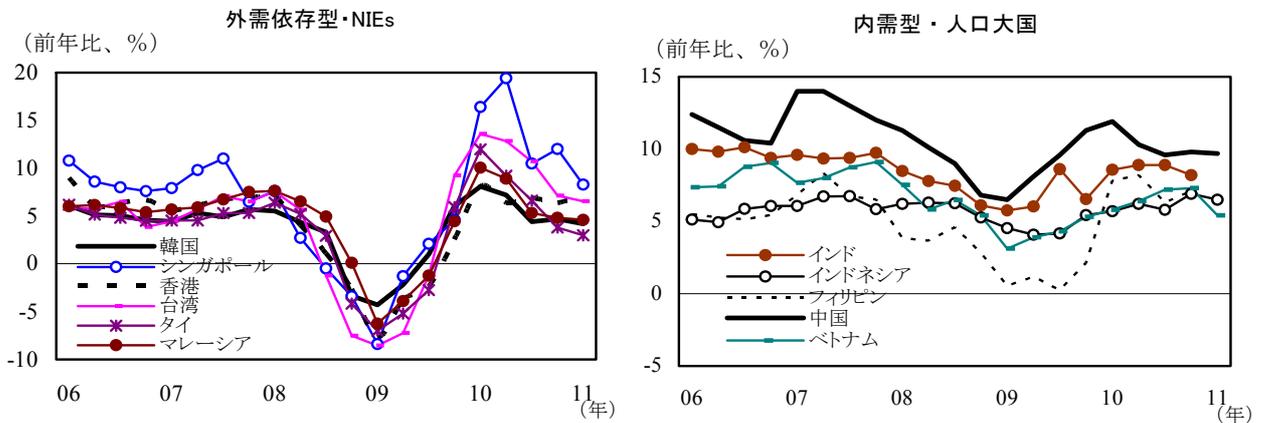
成長ペースはやや鈍化するも、堅調持続

アジア主要国・地域の景気は、前年の高成長の反動や物価上昇を受け、成長ペースはやや鈍化しているものの、総じて堅調が持続している。雇用環境の改善を追い風に、個人消費が引き続き底堅く推移したことに加え、企業収益の拡大を背景に、企業の設備投資も高い伸びが続いている。

第1四半期の実質 GDP 成長率をみると、中国(4Q:前年比 9.8%→1Q:同 9.7%)が前期並みの高成長となったほか、インドネシア(同 6.9%→同 6.5%)も高い伸びを維持した。また、シンガポール(同 12.0%→同 8.3%)やタイ(同 3.8%→同 3.0%)など外需依存度が高い国の成長率は、減速幅がやや大きかったものの、内需が下支えとなり堅調を維持した(第1図)。

ただし、ベトナム(同 7.3%→5.4%)は例外的で、インフレ抑制を主眼とした政府の内需抑制策の影響で減速幅が大きくなった。

第1図：アジア主要国・地域の実質 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 2011 年に
入り持ち直し

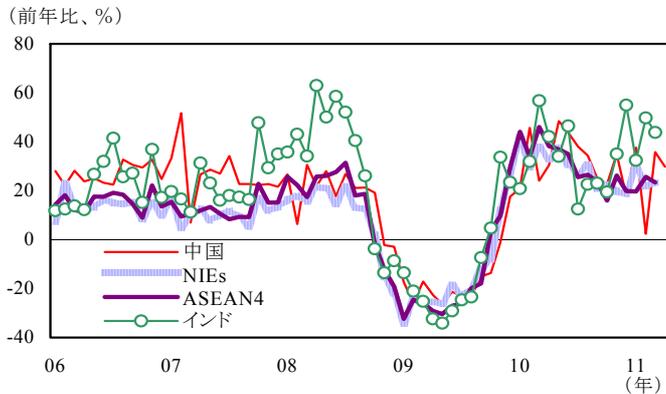
輸出は、前年の反動要因が剥落したことから、2010年第2四半期をピークに鈍化傾向にあったが、2011年に入り持ち直している。第1四半期の伸び率は、中国(前年比+26.4%)、インド(同+42.2%)、NIEs(同+25.2%)、ASEAN(同+22.9%)ともに伸びが高まった(第2図)。

アジア域内向けが
拡大

仕向地別にみると、米国・欧州など先進国向けが堅調であったことに加え、域内需要の拡大を背景にアジア向けが伸びた(第3図)。アジア開発銀行(ADB)の推計によると、2008年時点のアジアからの輸出品の最終需要地をみると、約7割は欧米などアジア域外で、域内向けは3割弱にとどまっている。もっとも、近年、アジアの消費市場の拡大に伴い、域内の

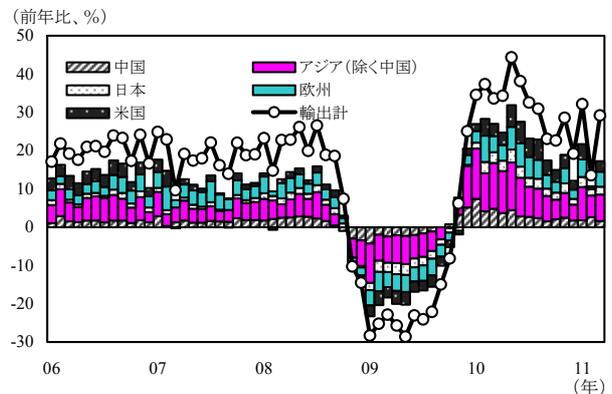
最終需要が占める割合は高まっていると考えられる。また、2010年1月より、ASEANを核としたFTAが拡充されたことも域内貿易拡大の一因といえる。

第2図：アジア主要国・地域の輸出動向



(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

雇用環境の改善を背景に、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1四半期の自動車販売をみると、2年連続で世界最大の自動車販売台数を記録した中国は、購入促進策の打ち切りやガソリン高の影響で減速しているが、2010年に過去最高の販売台数を記録したASEAN・インドは概ね高い伸びを維持している(第4図)。

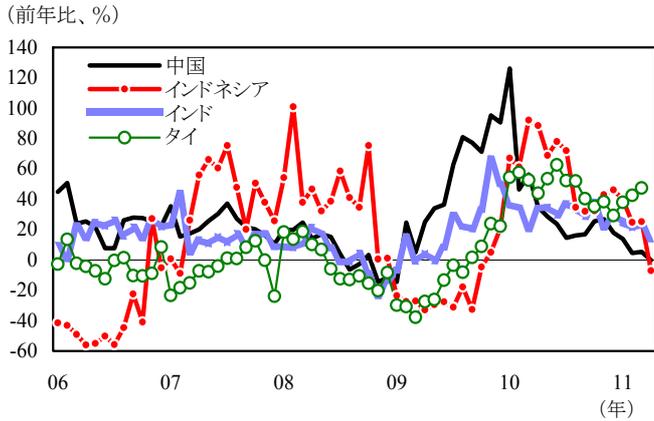
消費が堅調な背景には、景気回復の起点となった輸出の増加が、生産増を通じ、雇用・所得環境の改善をもたらしていることがある。失業率は低下傾向が続いており、シンガポール(3月1.9%)、タイ(3月0.8%)は、ほぼ完全雇用に近い水準まで低下している(第5図)。また、韓国では、雇用の増加が製造業からサービス業へ波及しており、雇用の裾野が内需型産業へ拡大している。

各国中銀は、インフレを背景に利上げを継続しているものの、実質金利はマイナス、もしくは若干のプラスにとどまっており、金融環境は依然緩和的といえる。こうした環境も消費の下支え要因と考えられる(第6図)。

農業収入の拡大により、農村部の購買力が向上

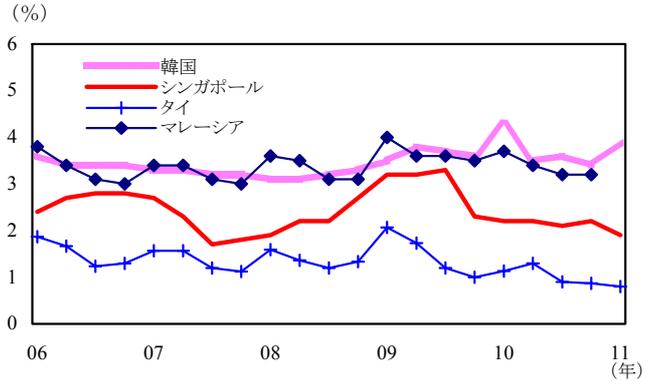
さらに、中国、タイ、インドネシア、ベトナムでは2011年に入り最低賃金が約6~30%引き上げられたこと、商品価格の上昇による農業収入の拡大を受け、インドネシア、マレーシア、タイなどでは農村部の購買力が高まっていることも消費堅調の要因といえる。商品価格の上昇は、インフレをもたらしているが、所得の増加を通じた購買力向上の恩恵の方が大きいと考えられる。

第4図：アジア主要国の自動車販売



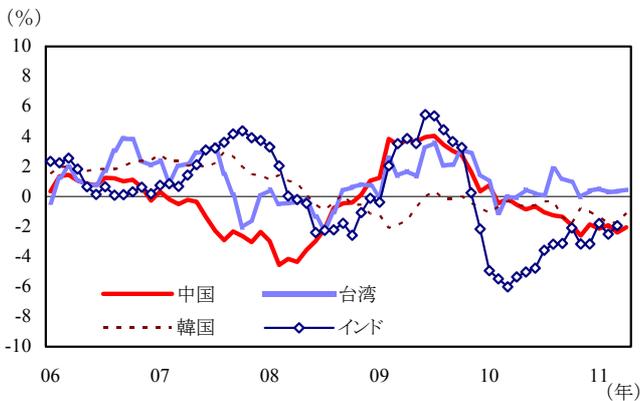
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：アジア主要国の失業率

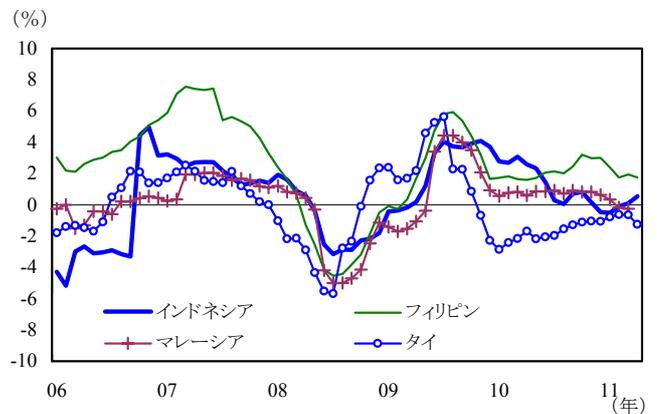


(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：アジア主要国・地域の実質金利



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



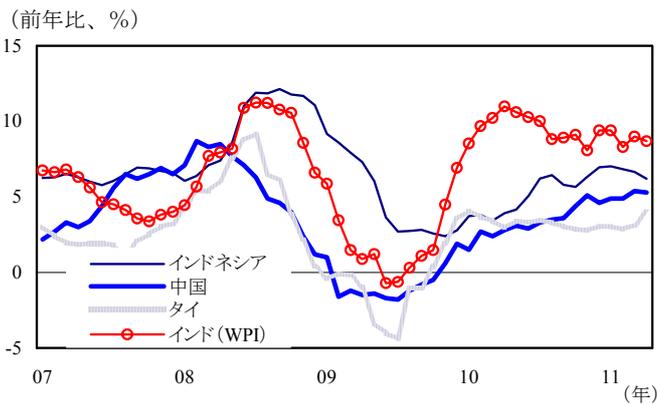
物価は上昇傾向

食品・エネルギー価格の上昇を背景に物価は上昇傾向にある(第7図)。国際通貨基金(IMF)が発表している食品価格指数をみると、2011年1月に過去最高を更新した後も上昇傾向が続いている(第8図)。他方、食品・エネルギーを除いたコア物価も上昇傾向にあり、需要拡大に伴いインフレ圧力が高まっている。

中国、インドなどの物価は政府・中銀の目標水準を上まわる

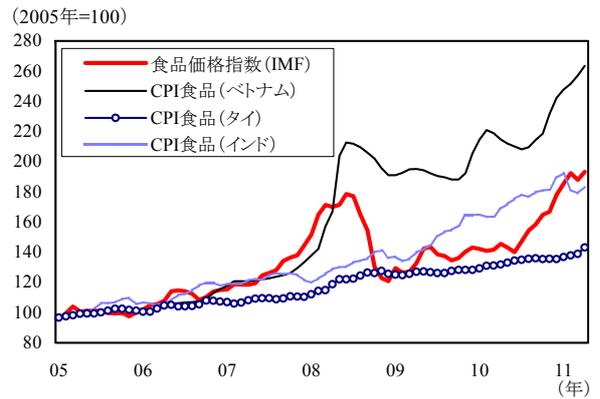
中国、インド、韓国、インドネシア、ベトナムの足元の物価上昇率は、政府・中銀の目標水準を上回っており、これらの国は金融引き締め姿勢を強化している。中国は2010年10月以降、4度にわたり合計100bpの利上げを実施したことに加え、預金準備率を過去最高水準まで引き上げた。また、インドは、2010年3月以降、9度にわたり合計250bpの利上げを実施したが、インフレが再加速したことを受け、5月の金融政策会合では50bpの大幅利上げに踏み切った。この他、2010年10月から二桁のインフレが高進しているベトナムは、2010年11月以降、政策金利の一つであるリファイナンス金利を合計600bp引き上げた。

第7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8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

東日本大震災により、生産減少

東日本大震災は、アジアにおいても、日本からの部品や原材料の調達難に伴う生産の減少などサプライチェーンへの影響が生じている。

対日貿易シェアは低下するも、基幹部品の日本への依存度は高い

アジア各国の仕向け地別貿易動向を2000年と2009年で比較すると、アジアにおける域内分業および現地調達の進展に伴い、輸出入における日本のシェアは縮小傾向にある(第9図)。アジア全体では、輸出に占める日本の割合は2000年時点の13%から2009年には8%へ、輸入は20%から12%へそれぞれ縮小している。

もっとも、アジアでは、生産に不可欠な素材や基幹部品など中間財を日本からの輸入に依存している点は軽視できない。対日輸入全体に占める素材・中間財の比率(2009年時点)を見ると、いずれの地域についても7割を超えている(第10図)。特に、電気機械、化学、非鉄金属・金属製品などを中心に、日本からの素材・中間財に依存している構造が窺える。

現地進出日系企業の原材料・部品の調達状況を見ると、現地調達比率が高まる一方、日本からの調達は総じて低下傾向にあり、2010年時点の日本からの調達は、マレーシア、タイ、インドネシアは概ね3割程度にとどまっている。他方、フィリピンやベトナムでは、日本からの調達率が4~5割と現地調達を上回る水準となっており、サプライチェーン停滞の影響をより受け易いと考えられる。

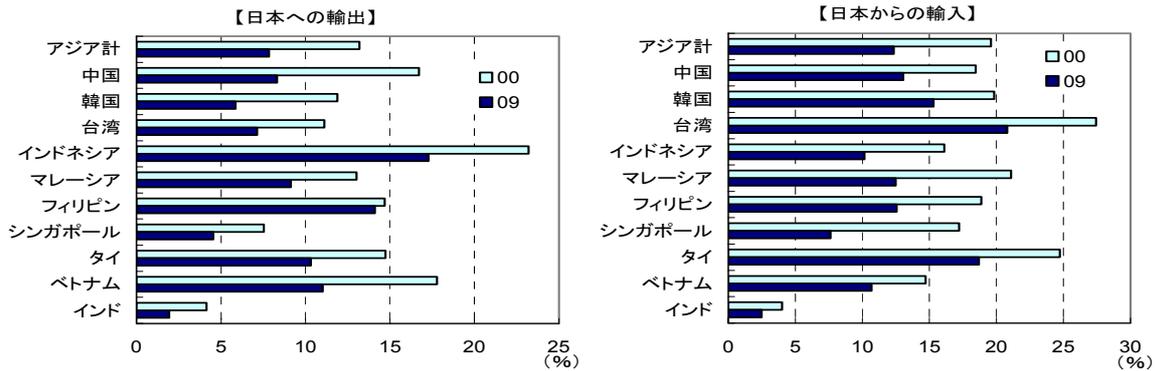
自動車、電子関連への影響大

産業別では、精密機械、鉄・非鉄・金属、輸送機械、電気機械などの順に日本からの調達の割合が高い。特に、エレクトロニクス関連や自動車関連への影響が大きいとみられる。

通年でみれば経済への影響は限定的

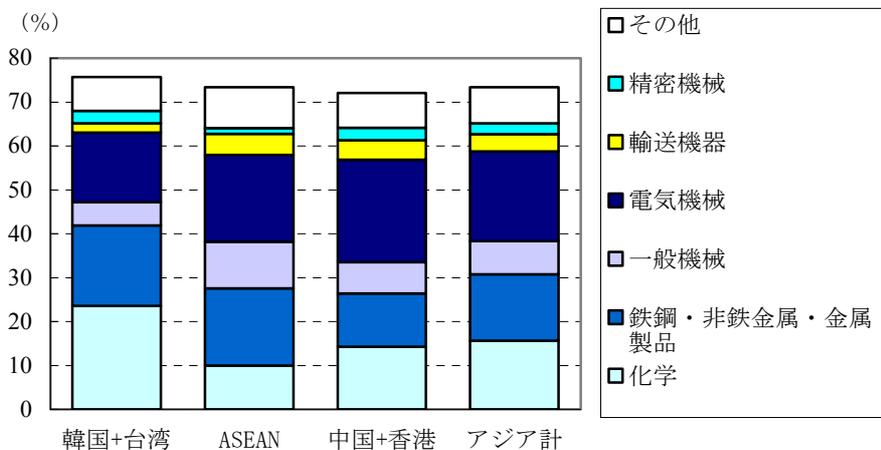
もっとも、一部の自動車工場では部品の調達に目途をつけ、通常生産体制へ回帰するなど、生産回復への道筋がつつある。年後半以降は、生産が概ね回復することが見込まれ、一時的な減産分を増産によりカバーできるとみられることから、通年でみれば経済への影響は限定的であろう。

第9図：アジア各国と日本との貿易規模



(資料)IMF, DOTより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：対日輸入に占める素材・中間財の割合（地域別、2009年）



(資料) 経済産業研究所 (RIETI) データより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

2011 年後半以降、 景気は加速

今後のアジア経済を展望すると、2011 年前半はこれまでの引き締め効果が顕在化し内需が鈍化することや、東日本大震災の影響で、自動車・電機を中心に減産を余儀なくされることから、成長率は鈍化するであろう。年後半以降は、インフレがピークアウトすることに加え、海外経済の回復傾向が鮮明になることから、内外需ともに伸びが高まろう。

2012 年にかけて は、8%台の成長を 維持

2011 年の成長率は、11 カ国・地域全体で 8.0%に達し、高成長を記録した前年 (9.2%) から鈍化するものの、堅調な成長を予想する。2012 年の成長率は 8.3%と巡航速度を維持しよう (第1表)。

個人消費は、所得の拡大を背景に堅調が続く見込みである。企業部門は、原材料高が圧迫要因となるものの、需要拡大により企業収益は拡大が続くであろう。また、中期的な域内需要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、インフレ圧力が高まっていることから、各国・地域ともに引き締め姿勢を維持するであろう。国・地域によって差はあるものの、年内に 25~50bp 程度の追加利上げを予想する。もっとも、米国の

低金利政策が続くなか、米国との金利差拡大は、一段の通貨高を誘発することから、各国・中銀は物価と為替動向を睨みながらの対応が続こう。

第1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)		
		2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
中国	4,909	10.3	9.6	9.9	3.3	4.8	3.2	3,054	2,498	2,764
韓国	833	6.2	4.3	4.8	3.0	3.6	3.5	282	125	145
台湾	379	10.9	5.5	5.8	1.0	1.5	1.8	399	391	404
香港	211	7.0	5.8	6.1	2.4	4.9	3.9	148	185	208
シンガポール	177	14.5	5.2	5.5	2.8	3.8	3.0	494	498	483
NIEs	1,599	8.3	4.9	5.3	2.4	3.3	3.1	1,323	1,199	1,240
インドネシア	539	6.1	6.2	6.4	5.1	6.4	5.8	63	45	21
マレーシア	191	7.2	5.2	5.4	1.7	3.2	2.5	334	320	334
タイ	264	7.8	4.3	5.0	3.3	3.8	3.5	148	154	140
フィリピン	161	7.6	5.1	5.3	3.8	4.4	3.5	85	83	90
ASEAN4	1,156	6.9	5.4	5.8	3.9	5.0	4.4	630	602	585
インド	1,236	8.6	8.0	8.5	10.5	7.5	7.8	▲489	▲568	▲580
アジア10カ国・地域	8,900	9.3	8.0	8.3	4.2	4.9	4.0	4,518	3,731	4,009
ベトナム	92	6.8	6.3	6.8	9.2	14.3	7.6	▲56	▲53	▲50
アジア11カ国・地域	8,992	9.2	8.0	8.3	4.3	5.0	4.0	4,462	3,678	3,959

(注)インドは年度(4月～3月)ベース。

(3) 当面のリスク要因

①最大のリスクは インフレ

アジア経済が直面している最大のリスクは、引き続きインフレである。前述の通り、足元のインフレの主因は食品・エネルギー価格の上昇であるが、インドや韓国では、非食品やサービス価格も上昇傾向にある。このことは、インフレ要因が、供給サイド（天候不順を背景にした供給減による食料インフレ）から需要サイド（需要拡大によるディマンドプルインフレ）へシフトしていることを示している。

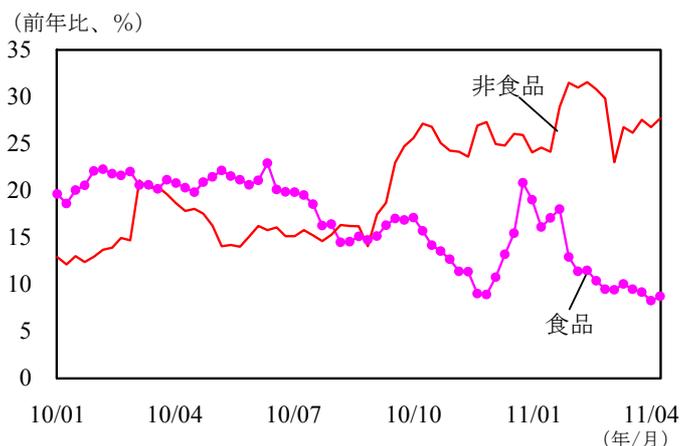
インドでは売り手が原材料価格の上昇を販売価格に転嫁しやすい環境にあることから、インフレ圧力が高まりやすい状況にあるといえる。また、ベトナムでは通貨下落に伴う輸入インフレに見舞われている。

相次ぐ最低賃金 引き上げの動き

その他の国・地域では、足元のインフレは供給サイドの要因が強く、需要が価格を押し上げるディマンドプルインフレの状況にはないが、物価防衛を目的として賃金上昇ペースが高まれば、インフレが一段と加速する懸念がある。実際、中国は最低賃金を年平均 13%引き上げるという目標を打ち出した。また、タイでは、今年1月に続き、年央にも最低賃金の引き上げを図る方針を打ち出すなど、賃金上昇圧力が高まっている。

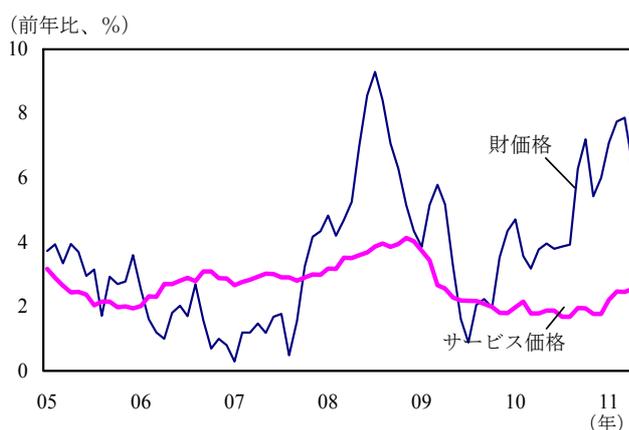
食糧インフレは、今年半ば以降ピークアウトするとみるが、予想に反してインフレが一段と加速した場合、各国・中銀は大幅な引き締めを迫られることになり、その結果、景気の減速（オーバーキル）を招くリスクがある点には留意が必要であろう。

第 11 図：インドの卸売物価（週次ベース）



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 図：韓国の財・サービス価格



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②住宅バブル懸念

政府の抑制策にもかかわらず上昇傾向持続

もう一つのリスクは、資産インフレである。とりわけ、資本流入が続く住宅市場ではバブル懸念が払拭されていない。アジア主要国・地域の中で、住宅価格の上昇が顕著なのは、華人経済圏と称される中国、香港、台湾、シンガポールである。2010年半ば以降は、政府の抑制策を受けて伸びは鈍化しているものの、価格水準は上昇傾向を継続している（第13図）。

中国の住宅価格は2010年4月の不動産価格抑制策を契機に急騰に歯止めがかかったものの、価格調整は起こらず高水準で推移している。住宅価格の年収倍率をみると、全国平均で約8倍、上海や北京などの大都市では10倍を超える水準にある。また、シンガポールの第1四半期の民間住宅価格は前期から鈍化したものの、過去最高を記録した96年第2四半期を約10%上回った水準にある。香港の住宅価格も過去最高水準を更新した。

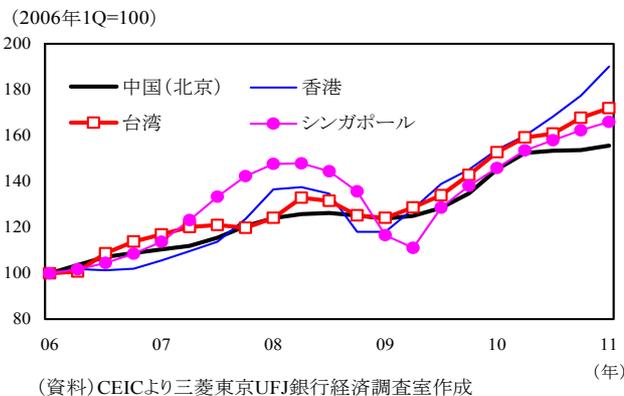
こうした状況を踏まえ、政府は短期売買に対する課税強化や頭金比率の引き上げなど住宅価格の抑制策を強化している（第2表）。直近では、台湾が、6月から居住目的以外の不動産の短期売買に対し10～15%の奢侈税を導入することを発表した。

住宅市場にマネーが流入しやすい環境が持続

今後の住宅価格を展望すると、アジア各国は物価上昇を受け、金融引き締め姿勢を継続しているものの、実質金利はマイナスもしくは低水準が持続しており、当面、住宅市場にマネーが流入しやすい環境が続くであろう。とりわけ、米ドルペッグ制の為替制度を採っている香港や、金融政策を金利ではなく為替で操作しているシンガポールは、金利が米ドル金利に追随することから、当面、低金利が続く公算が大きい。

これらの国・地域は、中国マネーへの依存度が高いこと、金融政策が米国に連動することから、①中国が大幅な利上げに踏み切った場合、②米国の長期金利が急上昇する局面、では価格調整に見舞われるリスクがあることに留意する必要がある。

第13図：アジア主要国・地域の住宅価格



第2表：最近のアジアの住宅投資規制

国・地域	導入時期	主な内容
中国	2010/4	・1軒目の住宅購入時の頭金比率を30%以上に設定
	2010/9	・3軒目以上の住宅購入時のための貸付を一時的に停止
	2011/1	・2軒目の住宅購入時の頭金比率を引き上げ(50%→60%) ・購入後5年未満の住宅売却時の課税強化 ・地方政府に不動産価格抑制目標の設定と公表義務化
	2011/1	・固定資産税試験導入(上海市、重慶市)
香港	2010/11	・住宅の短期転売に対し最高15%の印紙税を従来の4.25%へ上乗せ
台湾	2011/1	・遊休地税の課税再開
	2011/6	・居住目的以外の不動産の短期売買に対し10～15%を課税
インド	2010/11	・住宅価格に対する融資比率(Loan to Value, LTV)の上限を80%に設定
シンガポール	2010/8	・2軒目の以上のLTVの上限を80%から70%へ引き下げ
	2011/1	・4年以内の短期転売に対し最高16%の印紙税を課税
マレーシア	2010/11	・3軒目の以上のLTVの上限を70%に設定
タイ	2010/11	・住宅ローンのLTVに応じ、銀行資産のリスクウェイトを高める措置を導入

(資料)各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**中国の住宅市場
のバブル懸念は
残存**

中国については、住宅市場の大幅な調整は実体経済への影響が大きいことから、政府はソフトランディングに向けて綿密な政策運営を行うとみられるが、住宅価格の年収倍率は高水準にあり、バブル懸念は残る。仮に、調整局面入りした場合でも、潜在的な住宅需要が大きいこと、住宅ローンへの依存度が低いことから家計への影響は限定的とみるが、地方政府融資プラットフォーム企業向けの貸出が不動産市場に流入していることから、不良債権化リスクは注意が必要であろう。

(4) 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

中国経済は高成長を維持している。第1四半期の実質GDP成長率は前年比9.7%と前期（同9.8%）に続き二桁近い成長となった。消費はインフレによる購買力低下に加え、自動車販売振興策が昨年末で期限切れを迎えたことから減速したものの、投資は引き締め強化にもかかわらず高い伸びとなった。政府はインフレ抑制を最優先課題に掲げ、政策対応を進めてきたが、物価上昇には歯止めがかかっていない。2011年前半は引き締め策強化により景気は減速するものの、年後半は食糧インフレがピークアウトすることに加え、2012年の共産党大会における政府の人事異動を視野に入れた実績作りに関わる投資の盛り上がりが見込まれ、景気加速に転じよう。2011年の実質GDP成長率は9.6%、2012年には9.9%に高まると予想する。

②NIEs

輸出依存度が高いNIEs経済は、内外需ともに堅調である。シンガポールの第1四半期の実質GDP成長率は前年比8.3%と高い伸びを維持したほか、台湾や韓国経済も堅調に推移している。

2011年前半は前年の反動要因の一巡と引き締め策の影響で成長ペースは鈍化するものの、年後半以降はインフレがピークアウトすることに加え、海外経済の回復傾向が鮮明になることから成長率は加速しよう。2011年の実質GDP成長率は4.9%、2012年は5.7%を予想する。

③ASEAN

ASEAN経済は、内外需ともに堅調に推移している。第1四半期の実質GDP成長率は、インドネシアが前年比6.5%、マレーシアが同4.6%とほぼ前期並みの成長ペースを維持した。今後、内外の需要回復を追い風に景気は堅調に推移し、2011年の実質GDP成長率は5.4%、2012年は5.8%を予想する。

④インド

インド経済は、成長ペースは鈍化しているものの、所得の拡大や景況感の改善などを背景に、内需を中心に堅調に推移している。こうしたなか、インフレ加速を受け、中銀は3月以降9度にわたり利上げを実施した。2011年度は引き締め策の影響で内需が鈍化するものの、2012年度は物価が安定に向かうことや世界経済の回復を背景に景気は加速しよう。2011年度の実質GDP成長率は8.0%、2012年度は8.5%と高成長が続くことを予想する。

（竹島 慎吾）

2. 中国

(1) 現状

2011年に入っても
二桁近い成長維持

中国では2011年に入っても二桁近い経済成長が持続している。第1四半期の実質GDP成長率は前年比9.7%と前期(同9.8%)並みの高水準であった。投資を中心に内需が拡大する一方、輸出は好調ながらも、資源高を見越した輸入の勢いがこれを上回り、外需の寄与度は▲0.5%と小幅ながらマイナスとなった。

輸出にはアジアの
旺盛な需要が強い
牽引力を發揮

足元までの経済実績をより詳細にみていくと、まず、輸出については1~4月で前年比+27.4%の高い伸びとなった。昨年中に反動増による押し上げ効果が剥落した後も、NIEsを中心としたアジアの旺盛な需要が強い牽引力を發揮している。人民元の対ドル相場は昨年6月から再上昇を開始し、足元までの上昇率は5%超となっているが、これまでのところ、影響は限定的といえる。

投資は引き締め強
化の下でも好調に
拡大

投資も1~4月で前年比+25.4%と好調である。昨年10月に当局がインフレ抑制のための引き締め政策に本腰を入れて以来、本年4月までに預金準備率の引き上げは7回(引き上げ幅は毎回0.5%)、利上げは4回(引き上げ幅は1年物貸出・預金金利で毎回0.25%)に及んだ。しかし、本年は第12次5カ年計画の初年であり、かつ、来年の共産党大会は政権交代に加え、中央・地方を含めた政府の人事異動のタイミングである。このため、実績作りに向けた投資意欲を抑制することは難しかったと考えられる。

業種別でみると、電子情報(同+55.0%)、電気機器(同+54.1%)などが大幅に伸びており、家電販売促進策が継続されていること、ならびに、5カ年計画において戦略的新興産業に「次世代IT」が選定されていることなどが好影響を与えていると推測される。また、非金属(同+31.7%)、化学(同+21.1%)は加速に転じ、前5カ年計画における省エネ目標(単位GDP当りエネルギー消費量▲20%削減)達成のためのエネルギー多消費型産業に対する厳しい抑制圧力は、一旦緩和されたとみられる。

消費はインフレと
自動車販売振興策
の期限切れから減
速

小売売上高は実質ベースで昨年中はほぼ前年比+15%前後で推移してきたが、足元では同+12%台まで低下してきた。インフレによる購買力減退に加え、小型車減税を中心に多くの自動車販売振興策が昨年末で期限切れを迎え、消費への下押し圧力となった。自動車販売台数の伸びは昨年の第4四半期には駆け込み需要により前年比+23.2%に膨らみ、その反動が加わって、本年1~4月には同+6.1%まで減速した。一方、家電については、農村部の購入補助策ならびに都市部の買い替え補助策が、引き続き一定の底支えを続けている。

(2) 見通し

政策対応にもかかわらず、収まらないインフレ

こうして景気拡大が持続する反面、本年の最優先課題であるインフレ抑制に向けての政策対応は十分な効果を挙げていない。4月の消費者物価上昇率は前年比5.3%と通年の目標値である4%を大きく上回っている。高騰が目立っていた野菜の価格は政府の指示に基づく増産により値崩れを起こしているが、それ以外の食品は前年比で1~3割も上昇し、食料インフレは収まっていない。不動産価格高騰の影響を受けた住居費の上昇に加え、供給過剰状態から長くデフレ状況にあった製品価格にも資源・エネルギーおよび賃金の上昇による押し上げ圧力が顕在化している。

引き締めは強化されるも、オーバーキルは回避

こうした状況では、引き締め強化はやむを得まい。預金準備率は5月にも年内5回目の引き上げが実施され、過去最高の21%に達しているが、中国人民銀行（中央銀行）は預金準備率の上限はないと明言している。利上げについても相当に引き上げ余地があるように見える。1年物預金金利は3.25%とインフレ率を大きく下回る実質マイナス金利であり、1年物貸出金利は6.31%とグローバル危機前の引き締め期の最高値である7.47%に比べ依然として低い。

ただし、米国のゼロ金利政策が続くなかで、中国当局には内外金利差拡大による資金流入への根強い警戒感がある。また、すでに引き締め強化の下で民間企業の資金繰りの悪化、さらにはこれに伴う倒産などの問題が浮上している。今後も、複数回の預金準備率の引き上げならびに利上げが想定されるものの、当局はこれら引き締めに伴うリスクファクターにも目配りしており、景気のオーバーキルは回避されよう。

戦略的新興産業、低所得層向け住宅建設などが重点分野

加えて、4兆元の内需拡大策は前年で終了したとはいえ、第12次5カ年計画においても、産業高度化や格差是正に向けた重点政策があり、一定の底支え効果が見込まれる。まず、7大戦略的新興産業に指定された省エネ・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、新エネルギー車については、GDPに占めるシェアを現在の5%程度から2015年までに8%に引き上げるべく、手厚い政府支援が予想される。外資系企業にも一定の条件下で優遇を認める形で取り込みを図っている。また、低所得層向け住宅建設は5カ年計画期間中に3,600万戸の建設が必達目標となっており、2011年についてはうち1,000万戸の建設が予定され、投資額は1.3兆元と見込まれている。さらに、内陸部の開発もインフラ整備を中心に息長く注力されよう。

消費主導型経済への転換の鍵を握る所得拡大

消費については堅調持続が予想される。その最大の要因として所得拡大があり、5カ年計画が目指す輸出・投資主導型から消費主導型への経済成長パターンへの転換の鍵を握るファクターとして追求されよう。5カ年計画要綱に明記された所得目標は年平均伸び率で前計画期の5%から7%に引き上げられたに過ぎず、期待されていた所得倍増論（年平均+15%）の導入に比べ、大きく後退したかに見える。しかし、人力資源・社会保障

部の尹蔚民部長が最低賃金上昇率について年平均 13% という目標を提起するなど、実際の政府の目線は相当に高いと推定される。また、本年はすでに全国 31 省・直轄市・自治区のうち 13 地域で法定最低賃金が引き上げられ、その平均上昇率は 20.6% に達し、当然ながら賃金全般への波及が予想される。なお、外資系企業に対しては、北京市政府が最低賃金を中国企業の 1.5 倍以上に引き上げるよう指導を始めたと報じられるなど、より強い賃上げ圧力がかかる恐れがあり、注意を要する。

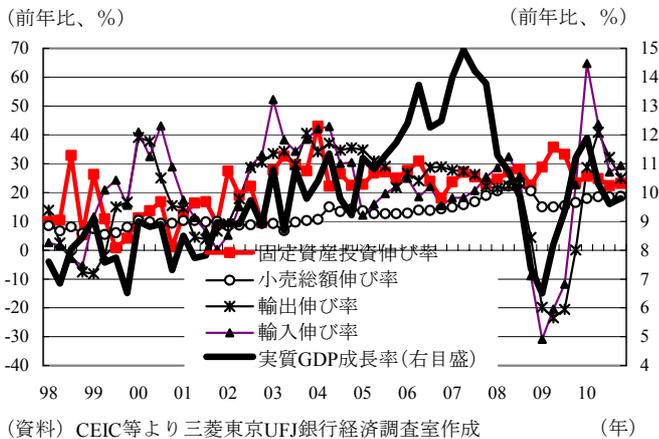
医療改革を中心とした社会保障の整備、戸籍改革を通じた都市化の推進、家電購入振興策などの要素も引き続き消費を底支えよう。自動車販売については、購入振興策の期限切れに加え、ガソリン価格の上昇などによる下押し圧力から当面の息切れは避けられないものの、2010 年時点でも自動車普及率は 1,000 人当り 58 台と低水準にあることからすれば、徐々に持ち直してくると考えられる。

輸出は人民元相場・賃金の上昇から減速基調

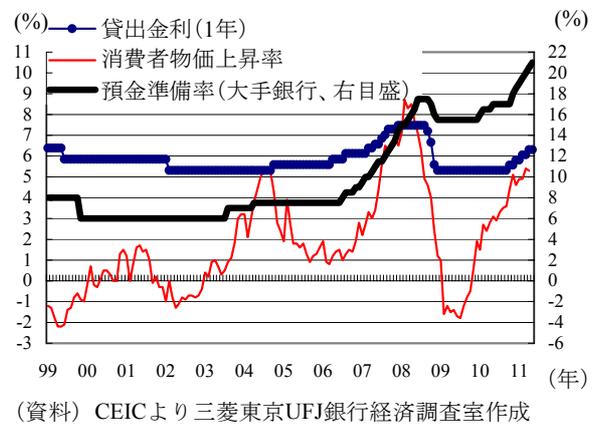
輸出は為替相場・賃金の両面からの競争力低下による減速基調が予想される。まず、人民元相場に関しては、米国を中心に海外からの切り上げ圧力が続くなか、通年で 5% 程度の上昇は避け難い。また、賃金についても、法定最低賃金の大幅上昇や労働需給の逼迫を受けての上昇が予想される。ただし、米国ならびにアジアを中心とする途上国の景気堅調を考慮すれば、通年で二桁の伸びを確保することはさほど困難なことではあるまい。

以上を総合すれば、2011 年半ばまではインフレ抑制を主眼とした引き締め政策強化により成長減速が予想される。ただし、その後、食料インフレがピークアウトするとともに、2012 年の共産党大会に向けて投資の盛り上がりが見込まれ、景気加速に転じよう。この結果、通年の実質 GDP 成長率は 2011 年には前年比 9.6%、さらに 2012 年には同 9.9% に高まると予想される。

第 14 図：中国の成長関連指標



第 15 図：中国の物価と金融情勢



(3) リスクファクター

当面、中国経済は世界経済の牽引役を果たすとみるものの、リスクファクターにも目配りは必要であろう。なかでも不動産バブル懸念には注意しておきたい。住宅価格は2010年4月の不動産価格抑制策を契機に急騰に歯止めがかかったとはいえ、住宅価格の年収倍率は全国平均で8倍前後、都市部では10倍を超える高水準にある。このため、政府は価格安定と低中所得層向け住宅の供給拡大に向けて対策を強化している。

注意を要する不動産バブル懸念

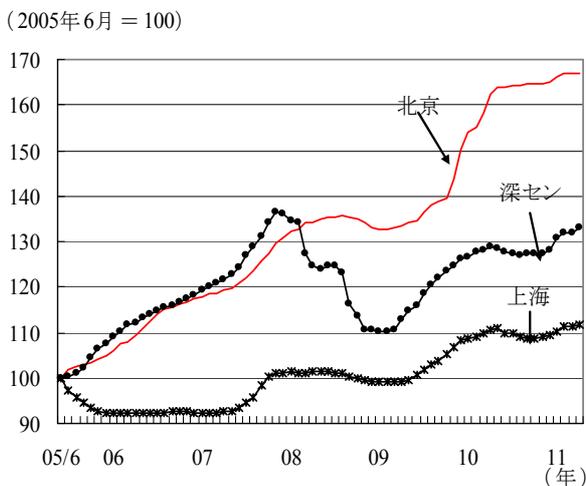
仮に、住宅価格が調整された場合も、中国においては住宅ローンへの依存度が低いことからすれば、家計へのダメージは限定的と考えられる。むしろ、グローバル危機以降の大型景気対策に絡んで急増した地方政府傘下の投資会社向け融資などを含め、多くの貸出資金が不動産市場に流入したため、その不良債権化のリスクが懸念されている。金融当局が大都市の銀行に対し、不動産価格が50%下落した際のストレステストを要求したとの報道もあり、強い警戒感が窺われる。もっとも、個別の銀行に問題が生じることはあっても、財政を通じてカバーする余力があることから、金融システム不安にまで発展する可能性はさほど大きなものではないと考えられる。

電力不足・東日本大震災に伴う部品不足は一定の生産下押し要因

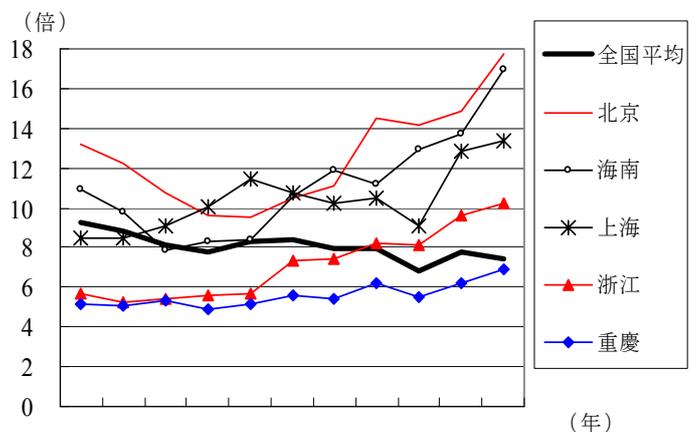
また、電力不足については、すでに揚子江デルタで広がりを見せ、夏場には渇水による水力発電能力の低下も加わり、2004年以來の深刻な状況が不安視されている。さらに、東日本大震災に伴う部品不足の影響が拡大してくるとの見方もある。これら供給サイドの問題は一定の生産下押し要因となり得るが、他の工業地帯における生産代替機能や政府の迅速な対応能力を考慮すれば、ダメージは限定的と予想される。

(萩原 陽子)

第16図：中国の新築住宅価格



第17図：中国の住宅価格の年収倍率



3. NIEs

(1) 韓国

①現状：景気は堅調、輸出が景気を下支え

韓国経済は堅調に推移している。第1四半期の実質GDP成長率（速報値）は前年比4.2%と前期（同4.7%）から鈍化したものの、潜在成長率近辺の巡航速度を維持した。

足元の景気は輸出が下支えとなっている。第1四半期の輸出（通関ベース）は、半導体や自動車などを中心に前年比+29.9%と前期（同+23.8%）から加速した。内需に目を転じると、建設投資（同▲11.9%）は住宅部門の低迷を受け減速したものの、企業の設備投資（同+12.0%）は、輸出向け生産の拡大に伴い底堅い伸びとなった。

雇用環境の改善を追い風に消費は堅調

雇用環境の改善を追い風に民間消費（同+3.0%）が底堅く推移している。品目別にみると、価格上昇の影響で食品は低迷したものの、自動車などの耐久消費財が堅調であった。4月の就業者数は前年比+37.9万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7カ月連続で上回った。業種別にみると、製造業の増加ペースが鈍化する一方、サービス業が加速しており、雇用の回復は内需産業にも波及している。

物価は4カ月連続で中銀の目標を上まわる

物価は上昇圧力が高まっている。4月の消費者物価上昇率は前年比4.2%と4カ月連続で韓国銀行の目標（3±1%）を上回った。インフレ圧力の高まりを受け、韓国銀行は、3月に2010年7月以降4度目となる0.25%ポイントの追加利上げに踏み切った（現行の政策金利3.00%）。

②見通し：2011年半ば以降、内外需ともに加速

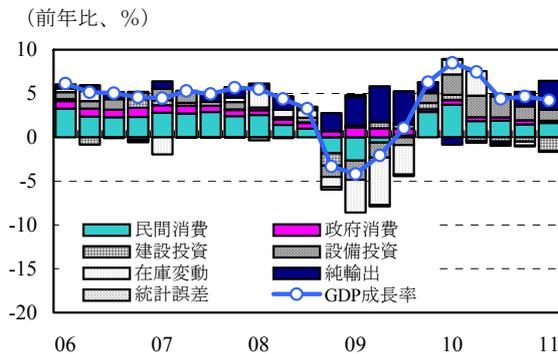
今後の韓国経済を展望すると、2011年前半は物価及び金利の上昇により、内需の拡大ペースはやや鈍化するものの、年後半以降は物価がピークアウトすること、海外景気の回復ペースが速まることから、内外需ともに加速しよう。2011年の成長率は前年比4.3%、2012年はやや加速し同4.8%に達すると予想する。なお、東日本大震災の影響については、素材や基幹部品の一部を日本に依存していることから生産が滞る半面、韓国製品に対する代替需要が生じる可能性もあることから、総じてみれば生産への影響は限定的とみる。

インフレ圧力の高まりを受け、年内に追加利上げ

中銀は5月の金融政策会合で利上げを見送ったが、国内需要の拡大や国際的な原油高によりインフレ圧力が高まっていることから、追加利上げの必要性を示唆した。消費者物価上昇率は2011年が前年比3.6%、2012年は同3.5%と予想する。中銀はウォン高による輸入物価抑制効果や、昨年12月から1月にかけて政府が打ち出した物価抑制策（生活必需品の輸入関税引き下げ）などの効果を見極めつつ、追加利上げに踏み切るであろう。

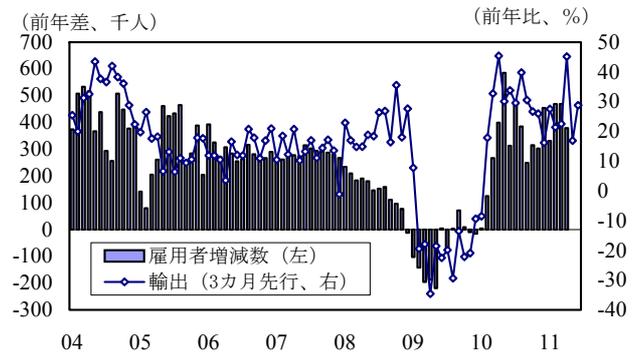
（竹島 慎吾）

第 18 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 19 図：韓国の雇用情勢



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

①現状：減速とはいえ良好な景気拡大続く

台湾では良好な景気拡大が続いている。第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 6.5%と前期（同 7.1%）から低下したとはいえ、高水準にある。需要項目別の内訳をみると、輸出は米国・アジア向けを中心に同+10.9%と 6 四半期連続の二桁成長となり、輸出好調を反映して、設備投資も同+9.6%と高い伸びを維持した。消費も雇用情勢の改善、株高と不動産価格上昇に伴う資産効果が続くなか、同+5.0%と前期（同+2.7%）から大きく加速した。

物価面では、他のアジア諸国でインフレリスクが広がるなかで、台湾では 4 月時点でも、消費者物価上昇率が 1.3%と低水準に収まっている。ただし、当局は国際的な商品市況の高騰に伴う輸入インフレに対する警戒を抱いている。また、台湾でも都市部を中心に住宅価格が上昇し、市民の不満を喚起している。

物価安定続くもインフレ対策は強化

こうしたなか、中央銀行は 0.125%の小幅利上げを続けている。昨年 6 月の金融政策決定会合において 2 年振りに再割引率（公定歩合に相当）の引き上げに踏み切って以来、四半期の同会合の度に利上げを繰り返している。現在の再割引率は 1.75%と未だに低いことから、今後も小幅利上げを継続し、金融正常化を志向すると考えられる。

また、当局は 6 月から奢侈税を導入し、居住目的以外の不動産の短期売買に 10~15%、300 万台湾ドル以上の乗用車やヨット、50 万台湾ドル以上の毛皮、家具などに 10%を課税する。投機目的の住宅売買を抑制し、資産バブルを回避することが主目的とされ、当局による世論調査では 67%が導入を支持しているとのことである。

②見通し：中国効果が強まるなか安定成長

今後も世界経済の順調な拡大を前提とすれば、輸出主導型の台湾経済も安定成長が見込まれる。とくに、世界経済の牽引役である中国との経済協力枠組み協定（ECFA）締結を契機に中国の高成長の恩恵を取り込み易くなった点は重要である。ECFA に伴い、2011 年初から関税引き下げ

が開始された対中輸出品 557 品目に石油化学、工作機械、自動車部品など日本や韓国と競合する製品が含まれ、競争上の優位性が期待された。実際、1～4 月では機械輸出の伸び率が全体で前年比+37.6%であったのに対し、中国向けは同+56.2%にまで高まり、早くも一定の効果を窺わせるものとなった。また、中国人旅行客についても 2008 年の団体旅行解禁に続き、2011 年には個人旅行の解禁が予想され、観光、小売、飲食、輸送などにさらなる好影響をもたらすと見込まれている。

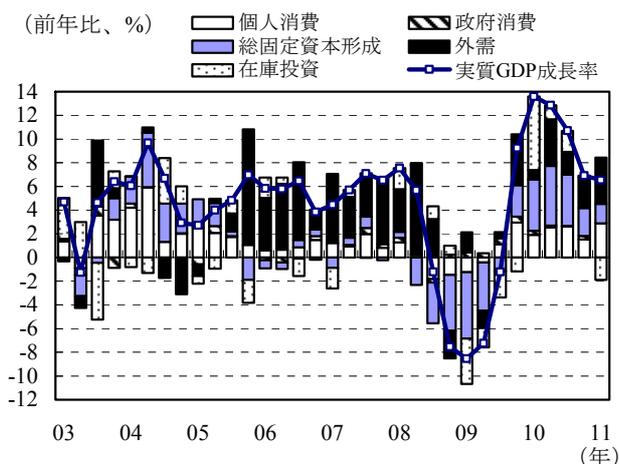
一方、日本の東日本大震災は部品不足による生産停滞や日本人観光客の減少などの悪影響の反面、日本からの生産移転もあり、総合的なマイナス効果は限定されるとみられる。

また、2012 年 1 月には台湾で初となる総統（大統領）と立法院（議会）の同日選挙が予定されており、これを意識し、景気に配慮した政策展開が予想される。すでに、本年 7 月から 7 年振りに公務員給与を 3%引き上げることが決定された。さらに、70 年間の公有地無償提供により 1 万戸の住宅を供給する計画を発表、年内の始動を目指している。これは、中低所得層の住宅難のみならず、奢侈税導入による不動産業界への下押し圧力も緩和することを企図している。

以上を考え合わせれば、実質 GDP 成長率は 2011 年には前年比 5.5%と前年の二桁成長から低下するとはいえ、底堅く拡大しよう。さらに 2012 年には主要輸出先の景気加速に伴い、輸出が拡大するとともに設備投資も上向き、成長率は同 5.8%と小幅上昇が見込まれる。

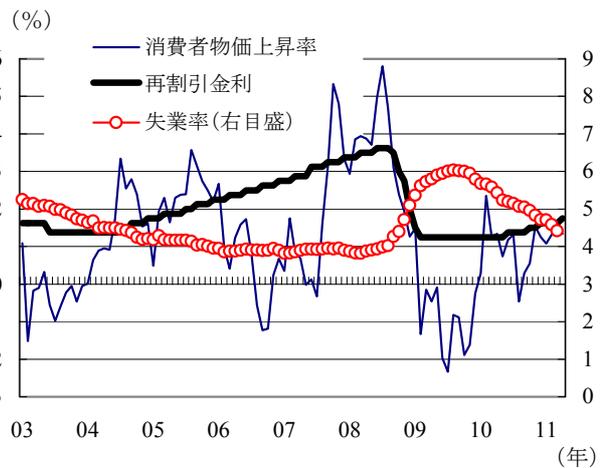
（萩原 陽子）

第 20 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 21 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：輸出好調により成長加速

香港では、第1四半期の実質GDP成長率が前年比7.2%と前期(同6.4%)から加速した。その主因は財輸出がアジア向けを中心に同+16.8%と前期の同+8.2%から倍増したことである。また、消費は同+7.6%と、雇用環境の改善、株価・不動産価格の上昇に伴う資産効果、中国人旅行客の大幅増加など好環境が継続するなか、好調を維持している。これに対し、総固定資本形成は同▲1.1%と小幅減少した。公共投資の大幅拡大傾向が持続する一方、期によって振れ幅が大きい民間設備投資は前期の同+6.0%から同▲13.8%へと減少に転じた。

こうしたなか、香港でも他のアジア諸国同様、インフレが大きな懸念材料となっている。消費者物価上昇率は食料品価格や家賃の上昇などを反映して、4月には前年比4.6%と2年8カ月振りの高水準に達した。また、不動産価格はついに1997年を上回る史上最高値圏に突入し、バブル懸念を強めている。

ドルペッグ制の下で困難なインフレ対応

しかし、香港はドルペッグ制を採用していることから、金融政策は米国に追随せざるを得ず、独自の対応をとることはできない。このため、インフレ対策は電気代や公共住宅家賃の補助、固定資産税の減免などを通じた市民の負担軽減という形を取っている。また、本年については満18歳以上の市民に6,000香港ドルを支給する。不動産価格に対しては、昨年11月に保有2年以内の転売に対する増税や高級物件に対する頭金比率の引き上げなどが導入されたが、これまでのところ、価格上昇に歯止めはかかっておらず、さらなる対策が求められている。

②見通し：中国の高成長持続の波及効果で安定成長

今後も中国の高成長を前提とすれば、香港経済の安定的な景気拡大が予想される。中国の輸出には人民元ならびに賃金の上昇という競争力低下要因があるものの、世界の工場としての輸出力が大きく損なわれるには至らず、勢い、中国製品の仲介貿易センターである香港も一定の輸出拡大が見込まれる。また、中国経済が9%台の成長を確保すると想定されるなか、香港へは中国人旅行客の購買、中国ビジネスの拡大など多くの面で波及効果を及ぼそう。とくに最近では中国当局が人民元の国際化を進めるなかで香港における人民元ビジネスが増加し、香港金融センターに一段と活力を与えている。

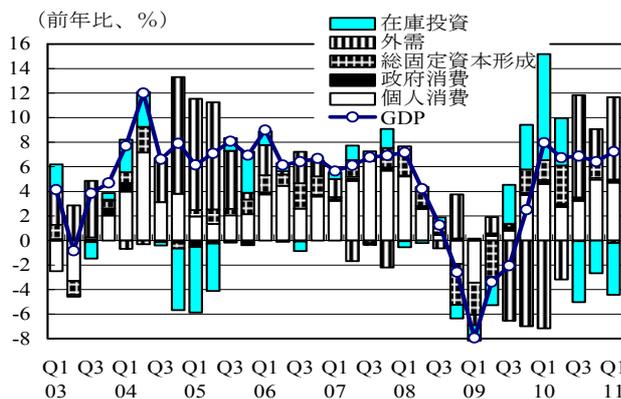
こうした中国効果を主因に、実質GDP成長率は2011年には前年比5.8%と堅調を維持し、さらに、2012年には中国の景気加速を受けて同6.1%まで成長率が上昇すると予想される。

なお、5月から香港でも最低賃金制度が導入された。最低賃金の水準は時給28香港ドルとされ、香港最大の労働組合である香港労働組合連合会は31万人の賃上げにつながったと評価している。低所得層の購買力拡大、格差の是正というプラス効果の反面、企業負担の増加、物価上昇への波及を通じた

投資環境の悪化を危惧する向きもある。英国植民地時代から掲げてきた自由放任主義は大きな転機を迎えたことになり、香港の中長期的な競争力にも大きく影響してくるだけに、その先行きには注視を要しよう。

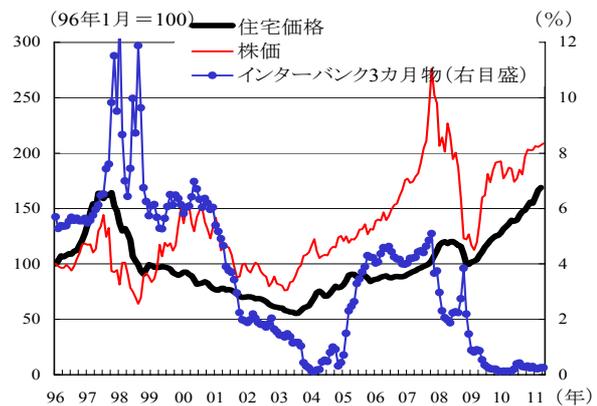
(萩原 陽子)

第 22 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 23 図：香港の資産価格と金利



(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：第 1 四半期の成長率は前年比 8.3%と好調を維持

第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 8.3% (前期比年率 22.5%) と高い伸びを維持した。産業別では、製造業 (前年比+13.1%) が、バイオ医薬品をはじめ全般的に拡大したほか、サービス業 (同+7.3%) が、銀行貸出や保険業務の拡大している金融サービス業、海外からの観光客の増加に潤うホテル・飲食など観光関連産業を中心に堅調を維持した。

需要項目別では、良好な雇用・所得環境を背景に個人消費 (同+5.0%) が伸びを高めた。総固定資本形成 (同▲9.5%) は、住宅建設が高水準を維持したものの、民間の大型プロジェクトの一巡や輸送機械関連の投資の減少などが下押しした。第 1 四半期の非石油地場輸出 (NODX) は、化学品や機械類などを中心に、前年比+12.3%と堅調を維持した。

インフレ圧力の強まりを背景に、MAS は引き締め策を継続

景気が好調に推移するなか、自動車やガソリン価格、住居費の上昇などを主因にインフレ圧力が強まっており、第 1 四半期の消費者物価上昇率は前年比 5.2%と 2 年ぶりの水準まで上昇した。もともと、4 月には同 4.5%へ低下するなど上昇ペースに鈍化の兆しが見られる。シンガポール通貨庁 (MAS) は、2010 年 4 月以降、通貨高政策 (「緩やか、かつ段階的な通貨高」を容認する政策) を通じて金融引き締めを継続しており、4 月にも通貨の小幅切り上げにより、引き締めを強化した。不動産価格については、民間住宅価格指数が過去最高を更新するなど上昇基調が続いているが、短期転売に課す印紙税の課税強化や住宅ローン上限比率の引き下げなど当局の過熱抑制策により、上昇ペースは鈍化しつつある。

②見通し：目先、成長ペース鈍化も通年では5%超の成長を維持

今後、シンガポール経済は、前年の反動要因の一巡と引き締め政策の影響などで成長ペースは鈍化するものの、世界需要の拡大などを追い風に、2011年通年では前年比5.2%、2012年は同5.5%と5%超の堅調を維持しよう。目先、前年の高成長の反動に加え、東日本大震災に伴う部材調達難の影響が下押し圧力となる可能性が高いものの、震災後、半導体関連の代替生産・輸出に加え、医薬品や計測機器類等の日本向け輸出が拡大しているほか、化学分野での新工場稼動に伴う生産・輸出拡大が見込まれていることなどから、年後半以降は再び拡大基調に転じるとみられる。良好な所得・雇用環境に加え、周辺アジア諸国などからの観光客の増加なども内需拡大を下支えしよう。

物価上昇圧力は徐々に緩和へ

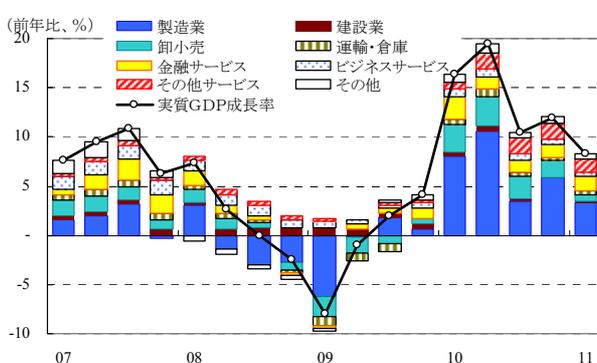
物価は、資源価格の動向や内需の好調に伴うサービスコストの上昇には引き続き留意する必要があるものの、通貨高による輸入インフレ抑制効果が見込まれるほか、自動車や不動産価格の上昇ペースの鈍化などに伴い、インフレ圧力は徐々に緩和へ向かおう。通年のインフレ率は、2011年が前年比3.8%、2012年は同3.0%と予想する。

5年ぶりの総選挙で野党が躍進

5月7日に投開票が行われた総選挙（定数87議席）では、リー・シェンロン首相率いる与党・人民行動党（PAP）が81議席を獲得して勝利した。しかし、野党が6議席（改選前2議席）に躍進、PAPの得票率は60.1%と過去最低の水準に低下するなど、現政権にとって厳しい選挙結果となった。今後、経済・外交政策上の大きな変化は考え難いものの、リー政権は、支持率回復に向け、所得格差や物価高などの経済・社会問題の改善に加え、政治システムの変革など、今回の選挙戦で浮き彫りとなった課題への着実な取り組みが求められよう。

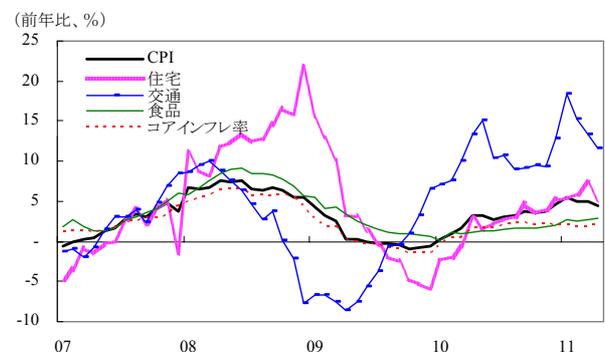
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第24図：シンガポールの実質GDP成長率



(資料)シンガポール通産省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第25図：シンガポールの物価動向



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. ASEAN

(1) インドネシア

①現状：第1四半期の成長率は6.5%と堅調を維持

インドネシア経済は内需を牽引役に堅調な拡大が続いている。第1四半期の実質GDP成長率は前年比6.5%と前期(同6.9%)から伸びが鈍化したものの高水準を維持した。インフレ圧力の緩和などを受け、民間消費(同+4.5%)が堅調に推移したほか、総固定資本形成(同+7.3%)は、内外の需要回復に伴う企業の設備投資拡大などを支えに高い伸びを維持した。一方、政府消費(同+3.0%)は、予算執行の遅れなどから伸びが低下した。また、輸出(同+12.3%)を上回る輸入(同+15.6%)拡大により、外需のプラス寄与度が縮小した。

食品価格の下落を背景にインフレが一服

物価は、コメの輸入拡大や一部品目(コメ、小麦、飼料など)に対する輸入関税の一時撤廃など政府による物価安定策に加え、農作物の収穫期に伴う供給増加の影響などで、足元、上昇ペースは弱まりつつある。4月の消費者物価上昇率は、前年比6.2%と3カ月連続で伸びが低下した。もっとも、コアインフレ率は、同4.6%と緩やかな上昇傾向が続いている。

②見通し：内需を牽引役に6%台の成長が持続

今後、インドネシア経済は、内需を牽引役に6%台の堅調な成長が続こう。2010年の1人当たりGDPは3,005ドルと3,000ドルの大台を超え、自動車や家電など耐久消費財の本格的な普及期に入ってきている。資源価格の上昇を背景にした所得増加なども消費拡大の追い風となろう。また、内外の需要拡大に伴う企業の設備投資拡大や官民によるインフラ整備の拡大も内需拡大を下支えしよう。東日本大震災の影響については、自動車産業など一部では、部材調達難に伴う一時的な生産・販売の落ち込みなどが見られるものの、内需自体は旺盛であるほか、復興需要に伴う鉱物燃料や木材などの輸出拡大が見込まれることなどから、通年での成長率への影響は限定的なものとなろう。2011年通年の成長率は前年比6.2%、2012年は同6.4%と予想する。

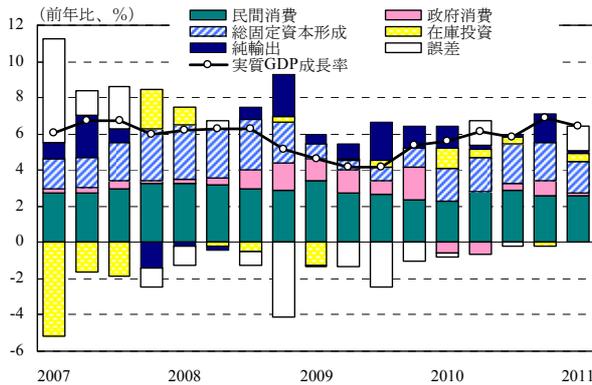
中銀は年央以降に追加利上げの可能性を模索

物価は、ルピア高による輸入インフレ抑制効果が見込まれるものの、世界的な資源価格の上昇や、新学期シーズン・断食明け祭日等に向けた購買意欲の高まり等で年央以降インフレが再加速する可能性があり、予断は許さない。消費者物価上昇率は、2011年が前年比6.4%、2012年は同5.8%と予想する。

インドネシア中銀は、今年2月に0.25%ポイントの利上げを実施した後は、インフレ圧力の緩和などを受け、政策金利を据え置いている。今後、食品や燃料価格など供給面に加え、期待インフレ率の高まりなど需要面からのインフレ圧力を見極めつつ、年央以降、追加利上げの可能性を模索する展開となろう。

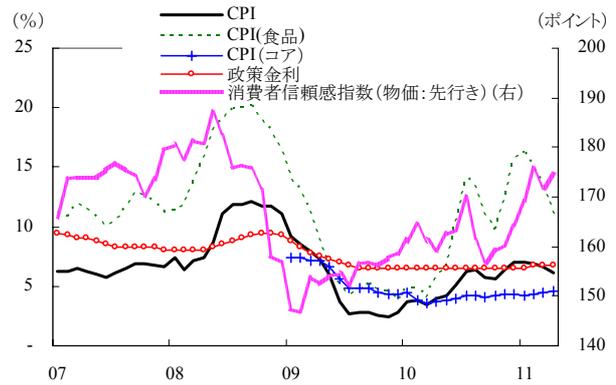
(シンガポール駐在 福地 亜希)

第 26 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 27 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：第 1 四半期の成長率は 4.6%へ鈍化

マレーシア経済は、急回復の一巡などで成長ペースは鈍化している。第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 4.6%（前期：同 4.8%）と小幅鈍化した。もっとも、内外需の回復を支えに総じて堅調に推移しており、民間消費（同+6.7%）は、良好な雇用・所得環境や実質金利の低下などを背景に高い伸びを見せたほか、総固定資本形成（同+6.5%）は、高水準の設備稼働に伴う企業の設備投資拡大や大型の公共投資の実施などが下支えした。輸出（同+3.7%）は、主力の電子・電機のほか、資源関連など全般的に拡大した一方、輸入（同+8.4%）が、中間財を中心に輸出を上回る伸びとなり、外需のマイナス寄与度が拡大した。

インフレ圧力を受け、5月に追加利上げを実施

物価は、政府が、ガソリンや砂糖など統制品目に対する補助金を段階的に削減している影響で緩やかな上昇傾向を辿っており、4月の消費者物価上昇率は前年比 3.2%と約 2年ぶりの水準まで上昇した。中銀は、インフレ懸念の強まりを受け、5月初めに昨年 7月以来 9カ月振りに追加利上げを行った（翌日物政策金利：2.75→3.0%）。

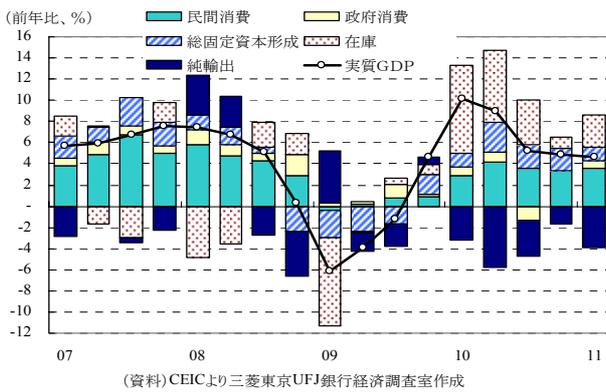
②見通し：成長ペースは鈍化するものの、5%台の成長を維持

今後、マレーシア経済は、反動要因の一巡などから、成長ペースの鈍化が予想されるものの、世界需要の拡大などを追い風に、2011年通年では前年比 5.2%、2012年は同 5.4%と堅調を維持しよう。民間消費は、良好な雇用・所得環境を支えに拡大基調を維持するほか、投資については、内外の需要拡大に伴う企業の設備投資のほか、空港や第 2ペナン大橋など大型の公共工事、2020年の先進国入りに向けた「経済改革プログラム（ETP）」に基づく投資拡大などが下支えしよう。東日本大震災の影響については、部材調達難に伴う一時的な生産・輸出の落ち込みなど、一時的な下押し圧力が予想されるものの、年後半にはサプライチェーンの復旧と先進国経済の回復を追い風に再び拡大に転じることが見込まれる。

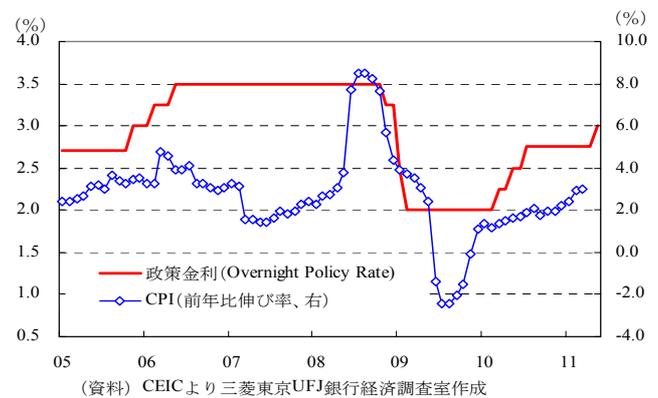
物価は、国内景気の好転に伴うサービス価格の上昇など、需要面からのインフレ圧力には留意する必要があるものの、政府が燃料価格を当面据え置く方針であることなどから、他の ASEAN 諸国に比べ上昇ペースは抑えられよう。消費者物価上昇率は、2011 年が前年比 3.2%、2012 年は同 2.5%と予想する。中銀の金融政策は、景気と物価の動向を見極めつつ、必要に応じて追加利上げの可能性を見ておく必要がある。

(シンガポール駐在 福地 亜希)

第 28 図：マレーシアの実質 GDP 成長率



第 29 図：マレーシアの物価と金利



(3) タイ

①現状：景気は内外需ともに堅調

タイ経済は、前年の高成長の反動で成長ペースは鈍化しているものの、内外需ともに堅調を維持している。第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 3.0%と 4 四半期連続で鈍化した。前期比ベースでは+2.0%と 2 四半期連続でプラスとなり、成長のモメンタムは持続している。

自動車関連や天然ゴムなどを中心に輸出（前年比+15.9%）が加速したことに加え、農産物価格の上昇による農業収入の拡大や失業率の低下など雇用環境の改善を背景に、民間消費（同+3.4%）が底堅く推移した。3月の農業収入は前年比+47.6%と前月（同+39.1%）から伸びが高まった。3月の失業率（季節調整値）は 0.7%と完全雇用に近い状況が続いている。

コア物価は 2%台へ加速

物価は上昇傾向にある。4月の消費者物価上昇率は前年比 4.0%と 16 カ月ぶりに 4%台に達した。コア物価上昇率は同 2.1%と中銀のターゲット（0.5~3.0%）に収まっているものの、3月（同 1.6%）から加速した。

中銀は 3 月、4 月と 2 カ月連続で利上げ実施

インフレ圧力の高まりを受け、中銀は 3 月、4 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（現行の政策金利 2.75%）。政府はインフレ対策として、軽油の価格抑制策（小売価格を 1 リットル=30 バーツ以下に抑制）を 9 月末まで延長した。

②見通し：2011年
は4.3%成長、
2012年は5.0%
へ加速

今後のタイ経済を展望すると、今年前半は、物価上昇の影響で内需は鈍化するものの、年半ば以降は、物価がピークアウトすることに加え、海外景気の回復も手伝い、内外需ともに伸びが高まるであろう。2011年の成長率は前年比4.3%、2012年は同5.0%に達すると予想する。

GDPの約半数を占める民間消費は、①農業収入の拡大、②政府が今年1月に続き年央にも最低賃金の再引き上げを検討していること、③7月に実施される総選挙関連の支出が見込まれること、などから底堅く推移しよう。また、高水準の稼働率を背景に、企業の設備投資も堅調な拡大が見込まれる。

東日本大震災の
影響は限定的

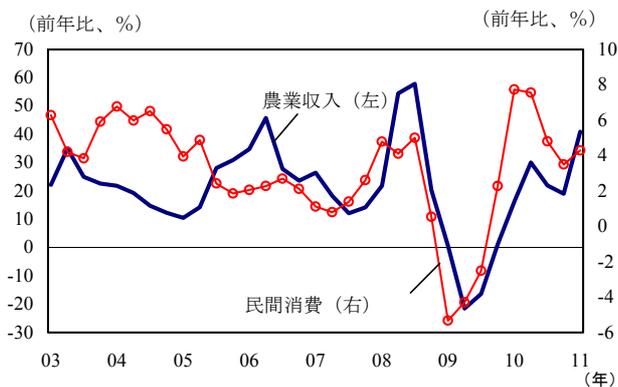
東日本大震災の影響については、自動車や電子産業では基幹部品の調達難に伴い、4-6月期を中心に一時的な生産の落ち込みがみられるものの、年後半以降は供給が回復することから、通年では影響は限定的であろう。

物価は、世界的な資源価格の上昇や需要拡大を背景に、年前半は上昇圧力が高まるが、通貨高による輸入物価抑制効果や政府の価格抑制策により、年後半以降は上昇圧力が弱まるであろう。2011年の消費者物価上昇率は前年比+3.8%、2012年は同3.5%と予想する。

インフレ圧力が高まるなか、中銀は利上げを継続しよう。中銀は利上げによりマイナスに陥っている実質金利を是正することで、食品価格の上昇が食品以外の財・サービス価格へ波及することを防ぐだろう。

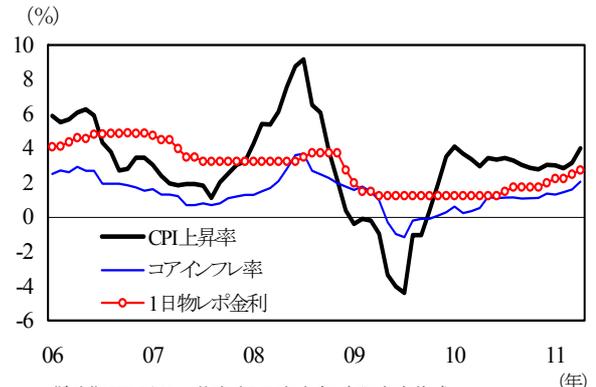
(竹島 慎吾)

第30図：タイの農業収入と消費



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第31図：タイの物価・金利動向



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) フィリピン

①現状：成長ペースは鈍化するも底堅さを維持

2010年のフィリピンの実質GDP成長率は、輸出の増加と堅調な個人消費に支えられ前年比7.6%と2009年（同1.1%）から大幅に加速した。足元で成長ペースは幾分鈍化しているものの、総じて底堅く推移している。

内需は緩やかに拡大している。企業部門は堅調で、1～3月期の企業収益は前年比+9.0%と、前期（同+9.8%）並みの伸びを維持した。個人消費は、2010年前半の選挙関連の支出の反動や、物価の上昇による消費者マインドの低下を受け鈍化しているが、足元でも同+7%程度の伸びを維持している海外労働者送金が下支えしている。

輸出は鈍化しており、第1四半期に前年比+7.8%と前期（同+21.7%）から減速した。国別にはNIEs、品目別には、主力の電子機器類を中心に伸び悩んだ。

物価は上昇基調

物価は上昇基調にある。足元4月の消費者物価上昇率は前年比4.5%と、1年ぶりの高水準を記録した。またエネルギー価格など変動の激しい品目を除いたコア物価上昇率も同3.8%と2カ月ぶりに加速に転じた。

中銀は3月以降、金融引締めへ転換

こうしたなか中銀は3月、5月の政策決定会合で政策金利をそれぞれ0.25%ポイント引き上げた。足元の金利水準は翌日物借入金利が4.50%、翌日物貸出金利が6.50%となっている。政策金利は2009年7月以降、据え置かれていたが、中銀はインフレ圧力の高まりを背景に「通年のインフレ目標（3～5%）の達成にリスクが生じている」として金融引締めへ転じた。

②見通し：2011年の成長率は5.1%、2012年は5.3%

景気は目先、成長ペースが鈍化するものの、年後半以降は回復基調が強まろう。2011年の成長率は前年比5.1%、2012年は同5.3%を予想する。

年央にかけ、昨年の選挙関連支出による消費押し上げ効果の剥落や、東日本大震災の影響による生産の減少で、成長ペースは鈍化しよう。

東日本大震災がフィリピン経済に与える影響は、ASEAN主要国のなかでは相対的に大きい。フィリピンに進出している日系企業の原材料・部品の調達先のうち、日本が占める割合は50%とASEAN主要国のなかで最も高いためである。ただし日本以外からの代替部品の調達などで対応することから、生産への影響は長期に及ばず収束しよう。

一方、消費は引き続き海外労働者送金が下支えとなろう。政府は5月、中東・北アフリカ情勢や東日本大震災など海外情勢の変化を受け、2011年の海外労働者送金の見通しを前年比+7%（修正前：同+8%）へ下方修正したが、修正幅は小幅なものにとどまっており、個人消費への下押し圧力は限定的と考える。

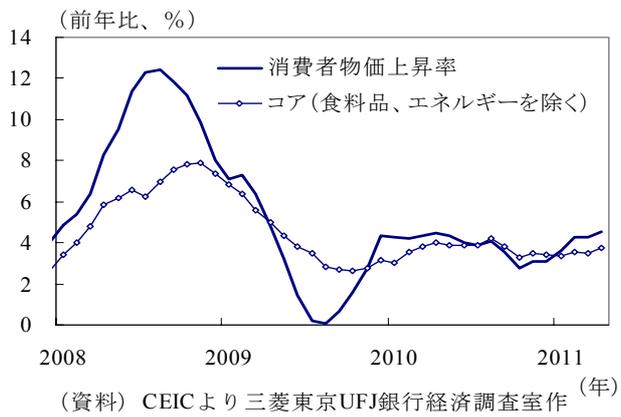
年後半以降は、製造業の持ち直しや、世界的な需要の回復に伴い、輸出の伸びは高まろう。また海外労働者送金の再加速などを通じた消費の拡大もあいまって、成長ペースは加速すると予想する。

中銀は断続的な
利上げを実施

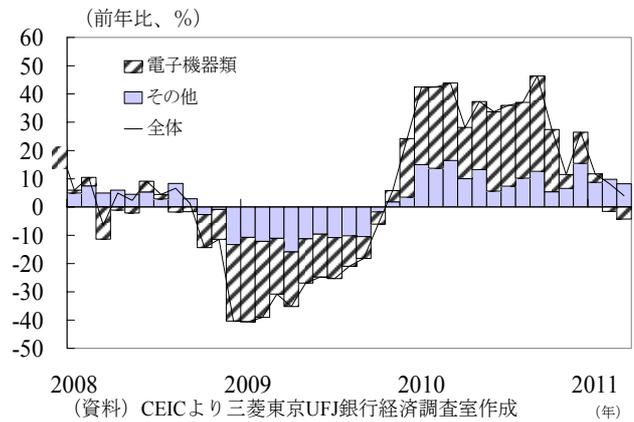
中銀はインフレ圧力の高まりへの警戒感を強めていることから、物価の上昇圧力を確認しつつ、今後も断続的な追加利上げを行うと予想する。

(福永 雪子)

第 32 図：フィリピンの消費者物価上昇率



第 33 図：フィリピンの輸出



5. その他アジア

(1) インド

①現状：成長ペースは鈍化するも、内外需ともに堅調維持

インド経済は堅調に推移している。10-12月期の実質GDP成長率は前年比8.2%と前期（同8.9%）から鈍化したものの、4四半期連続で8%台を維持した。需要項目別にみると、民間消費（同+9.0%）が好調であったことに加え、輸出（同+16.2%）が高い伸びを維持した。

1月以降は、成長ペースがやや鈍化しているものの、内外需ともに堅調を維持している。4月の乗用車販売台数は前年比+14.0%と1-3月期の同+23.1%から減速したが、二桁増を維持した。原材料高による車両価格の引き上げやガソリン高にもかかわらず、所得拡大を背景に購買意欲は衰えていない。他方、4月の輸出（速報値）は同+34.4%と宝飾品や電子機器を中心に高い伸びが続いている。

度重なる利上げにもかかわらず根強いインフレ圧力

度重なる利上げにもかかわらず、インフレ圧力は依然強い。3月の卸売物価上昇率は、前年比9.0%と前月（同8.3%）から加速した。インド準備銀行（RBI、中央銀行）は、物価が加速したことを受け、5月に0.5%ポイントの利上げに踏み切った（現行：レポレート7.25%）。

②見通し：2011年度の成長率はインフレを受け8.0%へ鈍化

インド経済は2011年前半にかけては、物価の高止まりが続くことに加え、これまでの利上げ効果（昨年3月以降の累積利上げ幅は2.5%ポイント）が浸透することから、内需の拡大ペースが鈍化しよう。もっとも、所得拡大を背景に消費が底堅く推移することに加え、中期的な需要増大を見据え、企業が設備投資を拡大させることから、内需は堅調地合が続くであろう。他方、外需は、米国を中心とした先進国経済の回復傾向が鮮明になることから、二桁の伸びが期待できる。この結果、2011年度の成長率は前年比8.0%と前年度（同8.6%）から減速するものの、高成長路線を維持する見込みである。2012年度は、物価が安定に向かうことや世界経済の回復を背景に同8.5%まで伸びが高まると予想する。

インフレは供給要因から需要要因へシフト

足元の物価動向をみると、食品部門が鈍化する一方、非食品部門（含む加工品）が加速している。このことは、インフレの要因が供給サイド（天候不順を背景にした供給源による食料インフレ）から需要サイド（需要拡大によるディマンドプルインフレ）へシフトしていることを示している。売り手が原材料価格の上昇を販売価格に転嫁しやすい環境にあることから、中銀はインフレ抑制スタンスを維持、2011年中に0.5%ポイントの追加利上げに踏み切ると予想する。

次期5カ年計画では9%台の成長を目指す

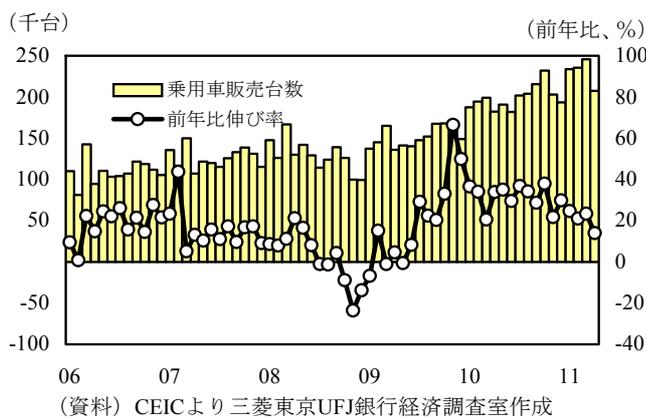
政府は2012年4月にスタートする第12次5カ年計画（2012～2016年度）において、計画期間中の成長率目標を9.0～9.5%と現行の第11次5カ年計画（当初目標9.0%、2009年に8.2%へ下方修正）よりも高成長を目指す方針を打ち出した。一方、インフレ率は5%台に抑制する方針を示しており、政府は高成長・低インフレのシナリオを描いている。

**根強いインフレ
の背景に需要が
供給を上回る需
給構造**

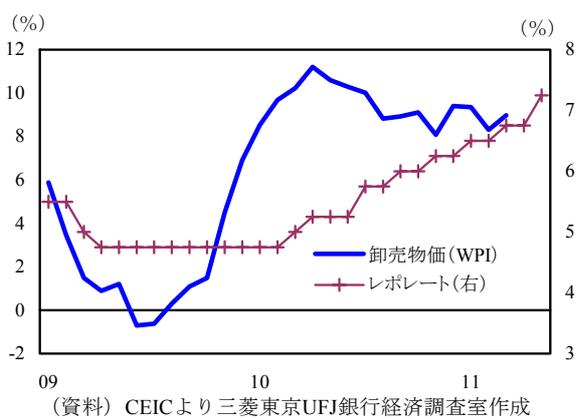
インフレ圧力が根強い背景には、需要が供給を上回る構造がある。この背景には、人口増加や所得拡大を背景に需要の持続的な拡大が続く一方、低い灌漑率や非効率的な流通チャネルなどから、供給の大幅な拡大が見込みにくいことがある。国際的な食品・エネルギー価格が高止まりし、インフレを誘発しやすい環境が続くことが見込まれるなか、政府・中銀はインフレ抑制に向け難しい舵取りを迫られそうだ。

(竹島 慎吾)

第 34 図：インドの乗用車販売



第 35 図：インドの卸売物価と政策金利



(2) ベトナム

①現状：1～3 月期の成長率は5.4%へ減速

ベトナム経済は成長ペースが鈍化している。第1四半期の実質 GDP 成長率は前年比 5.4%と、前期（同 7.3%）、前年同期（同 5.8%）と比べいずれも減速した。業種別にみると製造業（前年比+6.1%）は前年同期から小幅加速したが、建設業（同+4.4%）、サービス業（同+6.3%）など大半の業種は鈍化した。

需要項目別の内訳は公表されていないが、1-4 月期の実質小売売上高は前年比+7.7%と、二桁台だった前年（同+15.0%）から大幅に低下しており、個人消費の鈍化が成長率低下の一因であることが窺える。

他方、輸出は好調で、1-4 月期は 269.4 億ドル（前年比+36.5%）と、前年（同+6.9%）から大幅に増加した。ただし、輸入（318.3 億ドル、同+30.7%）も原油を中心に高い伸びが続いた結果、年初来の貿易赤字額は 49.0 億ドルと、前年を上回るペースで拡大した。

インフレは高進している。5 月の消費者物価上昇率は前年比 19.8%と、2 年 5 カ月ぶりの水準まで上昇した。物価上昇の主な要因は、①コメなど食料品価格の上昇、②エネルギー価格の上昇、③通貨下落に伴う輸入物価の上昇、である。政府は 5 月、従来の 2011 年通年のインフレ目標（同 7%以下）の達成は困難であるとして、同 11.8%へ引き上げた。ただし 1～5 月期の消費者物価上昇率は同 15.1%に達しており、引き上げ後の目標の達成も容易とはいえない状況となっている。

政府は 2011 年の物価上昇率目標を 11.8%へ引き上げ

政府・中銀は財政、金融の両面でインフレ抑制策を実施

こうしたなか、政府・中銀は財政、金融の両面でインフレ抑制策を打ち出し、物価安定への取り組みを本格化させている。財政面では今年 2 月、経常支出の削減、歳入拡大、投資案件の見直しなどを柱とする内需抑制策を発表した。政府は本政策により通貨供給量を 100 兆ドン（約 48 億ドル）減少させ、貿易赤字の縮小と為替相場の安定を狙っている。

他方、金融面ではベトナム国家銀行（中銀）が今年 2 月以降、政策金利のうちリファイナンスレートを 4 回（9%→14%）、ディスカントレートを 2 回（7%→13%）引き上げるなど、積極的な利上げを実施した。

政府は 5 月に 2011 年の実質 GDP 成長率見通しを前年比 6.5%程度（従来 7.0～7.5%）へ引き下げ、インフレ抑制を最優先させ、成長率の一時的な鈍化を容認する構えをみせた。

②見通し：2011 年の成長率は 6.3%、2012 年は 6.8%へ加速

2011 年のベトナム経済は、内需抑制策の影響で鈍化するとみられ、成長率は前年比 6.3%と前年（同 6.8%）を下回ろう。もっとも年末にかけて政府の内需抑制策が一定の効果を挙げ、物価はピークアウトすると見込まれる。2012 年は海外経済の回復に伴う輸出の拡大と、内需の持ち直しに牽引され、成長率は同 6.8%へ加速するであろう。

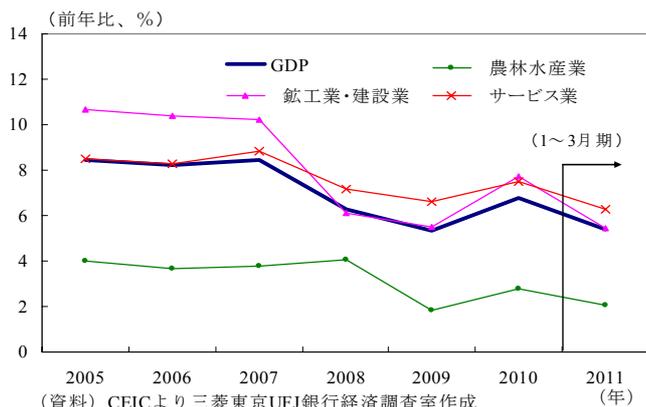
為替市場は政府の姿勢を好感

為替市場は、政府の一連のインフレ抑制策を好感し、このところ相場は安定している。ベトナムでは根強いドル需要を背景に、公定レートと市場レートが乖離する「二重相場」が度々発生してきたが、2月以降は政府の対策などを好感したことからドン下落圧力が一服し、足元は概ね取引バンド内で推移している。年末にかけて、政府・中銀による財政、金融政策の効果が顕在化することが見込まれるなか、通貨の下落圧力は緩和傾向が続くとみられよう。

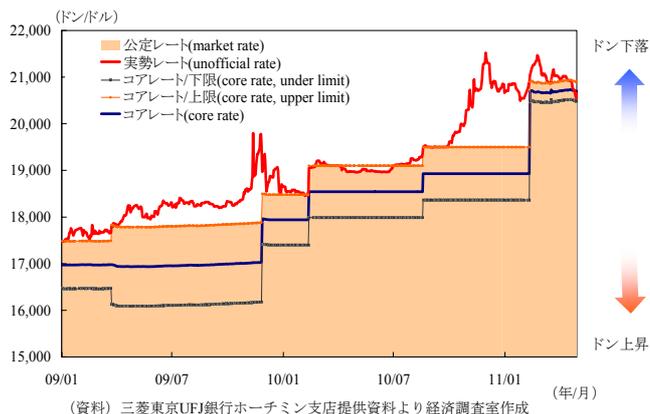
もっとも、内需抑制策の進捗が遅れ、年末にかけてもインフレがピークアウトしない場合、ドン安観測が高まり、中銀は通貨の追加切り下げに追い込まれかねない。通貨の切り下げは、輸入物価上昇を通じインフレを加速させ、景気減速をもたらすリスクがある。今後は2月に打ち出された内需抑制策の進捗を注視する必要があるだろう。

(福永 雪子)

第 36 図：ベトナムの実質 GDP 成長率



第 37 図：ベトナムの為替動向



V. オーストラリア

～成長率は年後半にかけ加速、RBA は利上げ再開に含み～

1. 景気の現状

1～3 月期はやや軟調な展開

企業部門は一時的に減速

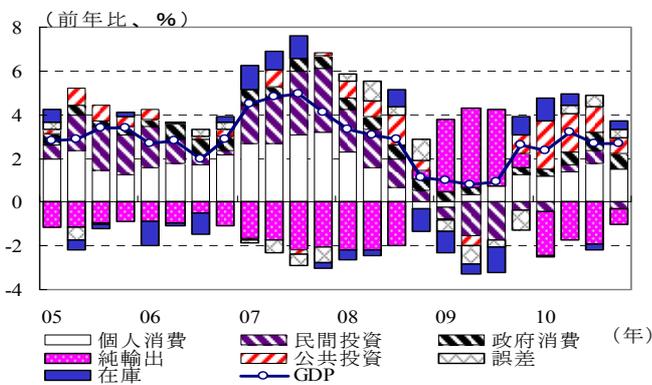
雇用は改善するも消費は軟調

豪州経済はグローバル金融危機後、堅調な内外需に支えられ概ね前年比 3%前後の成長を続けてきたが（第 1 図）、2011 年 1～3 月期は自然災害の影響や景気対策の反動減で、やや軟調な展開となった。

企業部門は 1～3 月期、クイーンズランド（QLD）州を中心に発生した大規模な洪水被害の影響で、1 月の設備稼働率が 80.5%と約 1 年半ぶりの低水準をつけるなど、一時的な減速を余儀なくされた（第 2 図）。

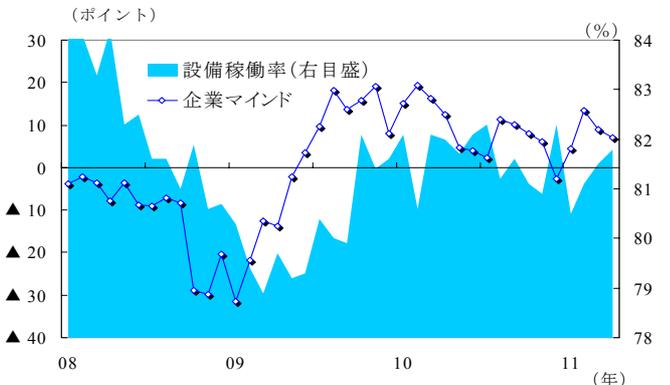
また、雇用の緩やかな改善が続き、労働需給は徐々にタイト化しているものの、消費は軟調で 1～3 月期の実質小売売上高は前年比+0.8%と、前期（同+1.1%）から低下した。消費の内訳をみると外食関連や衣類、百貨店関連の消費が低迷しており、消費者が必需品以外への支出を抑制している姿が窺える。一連の利上げで家計の金利負担が増加したことに加え、家計資産の約 6 割を占める住宅価格の低下が、消費の足取りを重くした（第 3 図）。住宅価格は、グローバル金融危機後の経済対策の反動減で住宅需要が後退したことに伴い、低下基調を辿っている。

第 1 図： 実質 GDP 成長率



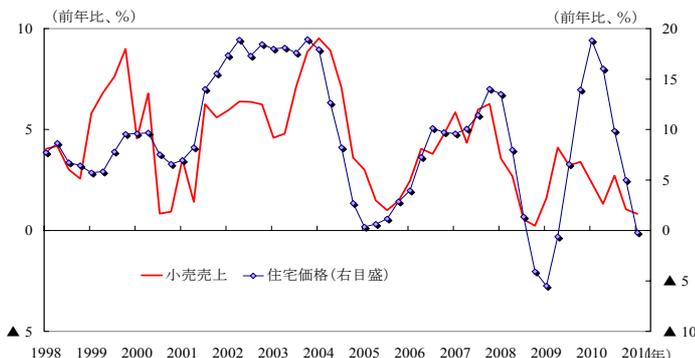
(資料)豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図： 設備稼働率と企業マインド



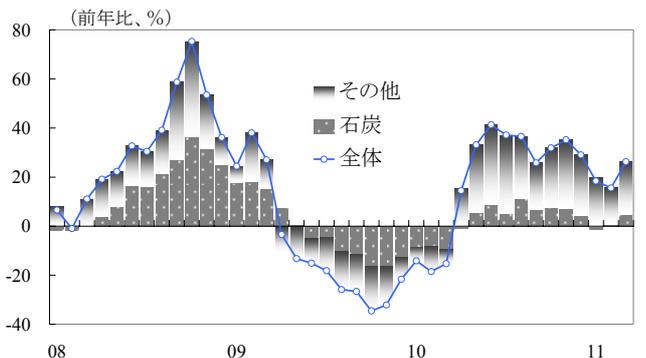
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 3 図： 実質小売売上高と住宅価格



(資料) 豪州統計局、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 4 図： 品目別輸出動向



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

外需は鈍化するも
底堅く推移

一方、外需は鈍化するも底堅く推移した。1～3月期の輸出は洪水被害の影響で前年比+15.5%と、前期（同+24.7%）の伸びを下回ったが二桁の伸びを維持した。月次で見ると3月の輸出（前年比+20.6%）は前月（同+12.0%）から加速しており、水害による輸出の低迷は底を脱しつつある（第4図）。

物価は上昇

物価は上昇している。1～3月期の消費者物価上昇率は前年比3.3%と3四半期ぶりに加速に転じた。足元の物価上昇は、洪水被害による穀物・果物の高騰や国際的なエネルギー価格の上昇を反映した一時的な動きとみられるが、より注目すべきは、豪州準備銀行（RBA）の重視するコアインフレ率（同2.3%）の低下基調に、ようやく歯止めがかかった点である。昨今の通貨高が輸入物価の下落に寄与しているが、それ以上に労働需給のタイト化に伴う労働コストの上昇が進んだため、とみられる。

コアインフレ率は
低下基調に歯止め

2. 今後の見通し

2011年の成長率は
3.1%、2012年は
4.1%を予想

景気は目先、内外の自然災害の影響などで力強さに欠ける展開が続くが、年後半以降は洪水被害の復興需要と海外景気の回復に支えられ、成長ペースが再加速しよう。2011年の実質GDP成長率は前年比3.1%、2012年は同4.1%を予想する（第1表）。

年央までは景気の軟調な展開が続こう。QLD州の洪水で特に甚大な被害を受けたのは石炭産業であるが、浸水した炭鉱の排水作業は当初見通しより難航しており、生産ペースが洪水前の水準へ回復するのは年後半とみられている。

また東日本大震災の影響も限定的ながら、目先の景気を下押ししよう。対日資源関連輸出は輸出総額の約15%を占めるが、震災後、一部の日系企業は港湾被害などを理由に「不可抗力条項」を発動しており、今後公表される4月以降の貿易統計は、対日輸出が小幅鈍化する可能性が高い。

年後半、成長ペース
は再加速

もともと、企業部門は、設備稼働率（4月：81.8%）、企業マインド（同：7.0ポイント）ともに足元で長期平均並みの水準へ戻すなど、底打ちの動きもみられる。年後半から2012年にかけては、洪水からの復興需要と海外景気の回復もあいまって、成長ペースは再加速しよう。政府は洪水復興対策費として今後6年間で約66億豪ドルの拠出を予定しており、そのうち約40億豪ドルが2011年後半に拠出される見込みとなっている。復興対策費はインフラ再構築、企業支援、被災者生活保護などに配分されており、広く景気を支えよう。

また、海外景気の回復は資源需要の拡大を通じ、豪州経済を支えよう。歴史的な高水準にある交易条件を追い風に（第5図）、資源部門は設備投資を積極化している。現在、国内では94件、総額1735.4億ドル（前年比+58.3%）の資源関連プロジェクトが進行しており、多年度に亘る投資は景気を下支えしよう。また日本の復興需要、新エネルギー対策で天然ガ

スを始めとする資源輸出の増加が見込まれることも、プラス材料だ。

現在は軟調な個人消費も、底入れに向かおう。小売売上高への影響が大きい住宅価格は早晩底入れすると見込まれる。これは、①前年比2%弱の人口増加を背景とする根強い住宅需要、②洪水被害からの復興建設需要、が予想されるため、住宅価格の持ち直しは消費者マインドの改善に繋がる。

基調的な物価の上 昇圧力は徐々に高 まる

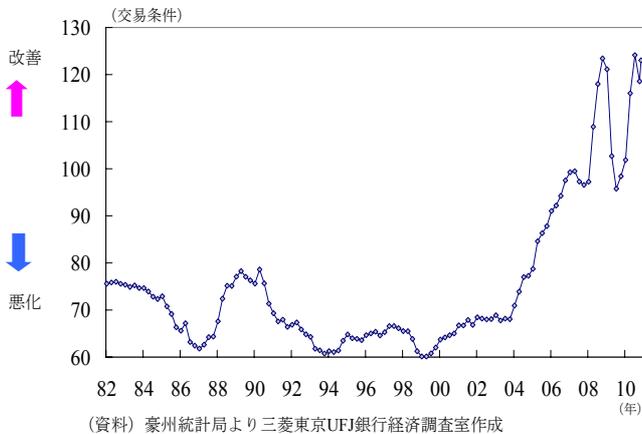
物価はインフレーターゲット(2~3%)の上限前後での推移を予想する(第6図)。洪水被害に伴う一時的なインフレ圧力は年後半にかけて後退するとみられるが、コアインフレ率は既に下げ止まっており、基調的な物価の上昇圧力は今後徐々に高まると予想する。なお、年後半、復興需要に伴う労働需給のタイト化が想定以上に進み、賃金インフレが起きる可能性には注意を要しよう。

第1表：豪州経済の見通し

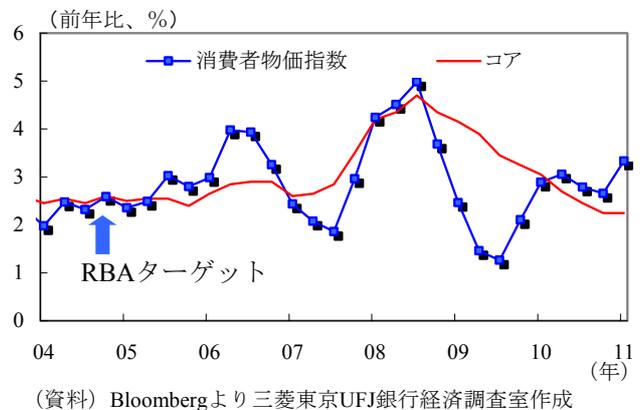
	2010年	2011年	2012年
実質GDP成長率 (%)	2.7	3.1	4.1
消費者物価上昇率 (%)	2.8	3.3	2.7
経常収支 (億ドル)	▲ 317	▲ 309	▲ 323

見通し

第5図：交易条件



第6図：消費者物価上昇率



3. 金融動向

(1) 金利動向

RBAは5回連続で 金利据え置き

RBAは5月3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4.75%で据え置いた(第7図)。2009年10月、他の先進国に先駆け利上げを開始したRBAは、2010年11月にかけて1.75%pt引き上げた後、5回連続で金利を据え置いている。

声明文は追加利上 げを示唆

5月の声明文は、前月までの様子見スタンスから一步、追加利上げに近づいた内容となった。国内の物価については、「足元の物価上昇は洪水、サイクロンの影響によるもので年後半にかけ沈静化する見込み」だが、「コアインフレ率は既に下げ止まっており、景気が中銀の予想通り拡大基調を

述べた。また、声明文の末尾で「現在のやや引締め気味の金融政策は適切」と従来と同様の見解を示しつつも、「今後の会合で、経済成長とインフレ動向を注視する」との一文が追加された。

RBA は 5 月 6 日に公表した四半期金融政策報告にて、コアインフレ率の底打ちの時期を 2 月時点の 2011 年 6 月末から 2010 年末へ前倒しており(第 2 表)、ここからもインフレへの警戒感を高めていることが窺える。RBA がこれまで、インフレ予防的な利上げを行ってきたことを踏まえると、景気の再加速が鮮明となる年央にかけ、小幅な追加利上げを実施すると予想する。

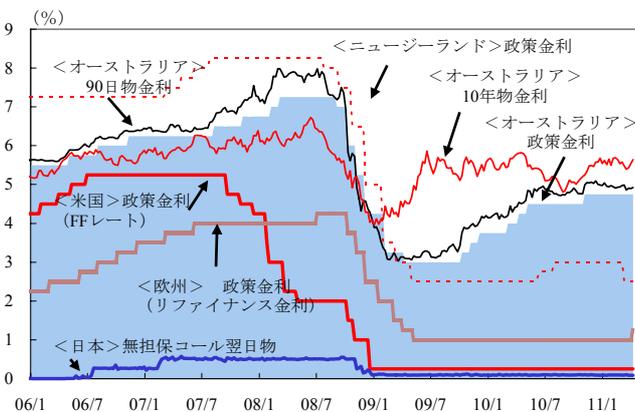
RBA は年央にかけ追加利上げ

市場金利についてみると、4 月の短期金利(90 日物 BA 利回り)は 5.0%と前月(4.9%)から横ばい圏内で推移した。また長期金利(10 年物国債利回り)は 5.3%と前月(5.6%)から小幅低下した。4 月の雇用統計で、雇用者の増加ペースが予想を下回ったことで 6 月の追加利上げ期待が後退した。

RBA が近い将来、利上げに動く可能性が高まってきたなか、長短金利ともに緩やかな上昇基調を辿ろう。

第 7 図：金利動向

第 2 表：中銀のコアインフレ率見直し



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

	2010年 12月末	2011年 6月末	2011年 12月末	2012年 6月末	2012年 12月末	2013年 6月末	2013年 12月末
10年11月時点	2.50%	2.50%	2.75%	2.75%	3.00%	3.00%	
11年2月時点	2.25%	2.25%	2.75%	2.75%	3.00%	3.00%	
11年5月時点	2.25%	2.50%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.25%

※網掛け、斜体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

豪ドルは最高値圏で推移

豪ドルは最高値圏で推移している。3 月 11 日、東日本大震災が発生した直後、リスク回避の動きから一時 1 豪ドル=0.97 ドル台まで下落したが、市場が落ち着きを取り戻すに伴い再び上昇基調を辿り、パリティ(ドルと等価)を超える水準へ上昇した(第 8、9 図)。5 月 2 日に過去最高値の 1 豪ドル=1.10 ドル台を示現した後は上昇基調が一服し、足元は 1 豪ドル=1.06 ドル(5/26) 近辺で推移している。

豪ドルを押し上げている要因は、①RBA の追加利上げ期待、②米国の金融緩和、③資源価格の上昇(第 10 図)、である。今後についても、当面はこうした要因を背景に高値圏での推移が続こう。

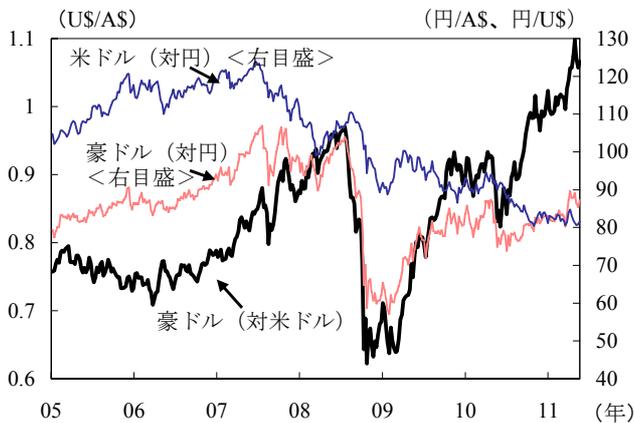
ただし、足元、投機筋の豪ドル買いポジションが高水準にあることを踏まえると、一時的な調整の可能性をみておく必要がある（第11図）。きっかけとして、欧州ソブリン問題の再燃や、最大の輸出先である中国の景気減速観測の浮上など海外要因を発端とするリスク回避の動きの高まりが考えられよう。

米国の利上げが視野に入ると本格的な調整局面入りの可能性も

また年末にかけ米国の利上げが視野に入ると、国際投資資金が豪州へ流入する動きが一服し、豪ドルが本格的な調整局面を迎える可能性がある。

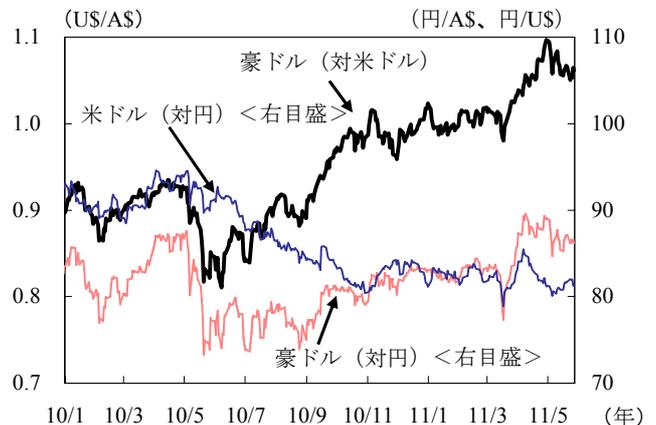
豪ドルの対円相場は、対ドル相場と同様、4月末に1豪ドル=89円台の高値を付けた後、足元で上昇基調が一服している。対ドル相場と同じく、当面は高値圏での推移を予想する。

第8図：為替相場の推移（週次平均）



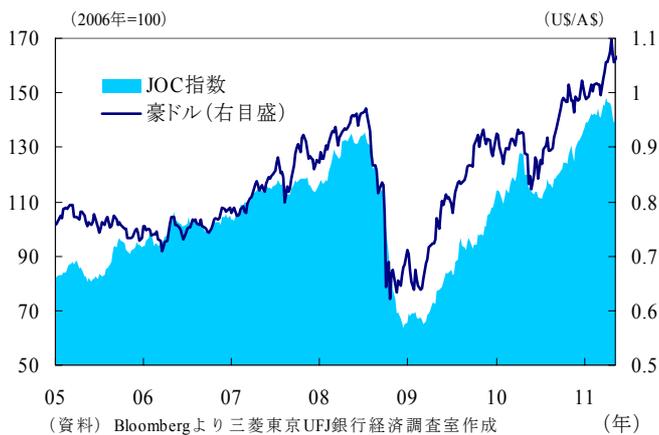
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9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10図：豪ドル相場と商品価格



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

第11図：豪ドル相場と投機ポジション



(注) 投機ポジションのデータは5月20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

～景気は減速しつつも安定的に推移～

1. 中南米全般

2010年に景気は本格的に回復、今後も順調に推移

2010年の中南米経済は、主要国で輸出や個人消費を中心に景気の本格的に回復したことを背景に、地域全体でも6%を上回る高成長を達成した。2011年以降は減速が見られるものの、引き続き輸出と個人消費を牽引役として、グローバル金融危機前の4～5%の安定したペースで推移することが見込まれている。

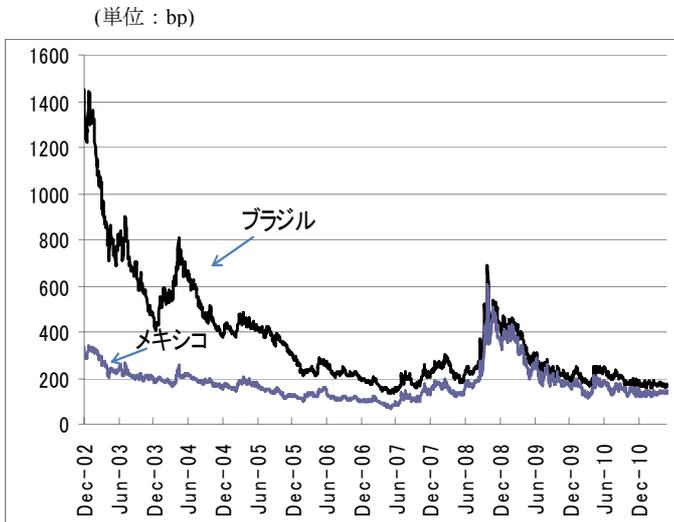
ブラジルは、個人消費の伸びが加速したことに加えて、企業投資の大幅な回復を背景に、2010年は前年のマイナス成長から大きく回復して7.5%となった。これは24年ぶりの7%を超える高成長である。政策面では本年1月からルセフ政権が発足したが、基本的には前職のルーラ大統領の国際社会協調型の政策を踏襲している。同国への資金流入が持続してリアル相場の高止まり基調が続いているが、今のところ通貨高の影響は限定的で、手堅い政策運営の下での社会の安定を背景に個人消費が伸び続ける中、企業の投資も加速するという好循環が起きつつある。

アルゼンチンでも、ブラジルと同様に個人消費の回復を背景に、企業投資が大きく回復したことで、2009年のマイナス成長から2010年は9.2%の高い成長に転じている。現在は国際金融界への復帰に向けた公的債務（パリクラブ）問題の解決が焦点となっているが、同国とパリクラブ側のスタンスに相応の隔たりがあり、交渉の決着には時間を要することが予想される。

メキシコは2010年は米国景気回復を背景とした輸出の増加や個人消費・投資の本格的な回復で5%を超える成長を達成した。今後減速はするものの、安定した推移が見込まれている。

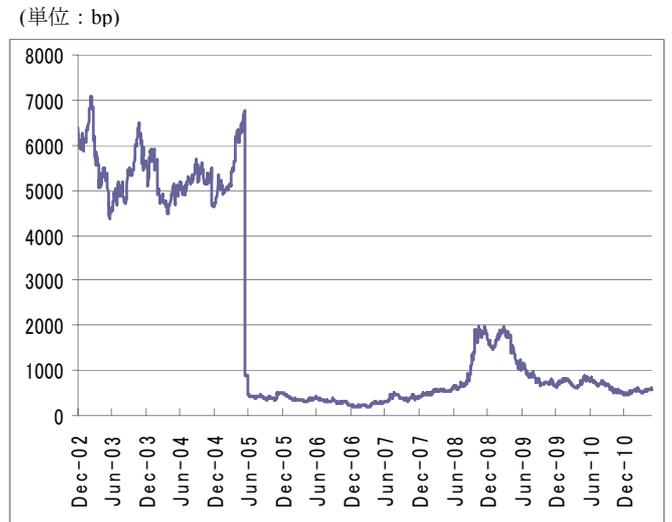
グローバル経済に大きく組み込まれたことによって資本流出や一次産品価格の下落が今後の地域にとっての中長期的なリスク要因として位置付けられ、個別にはブラジルの経常収支の赤字拡大が続いていることに留意する必要がある。

第1図：ソブリン・スプレッドの推移
(ブラジル・メキシコ)



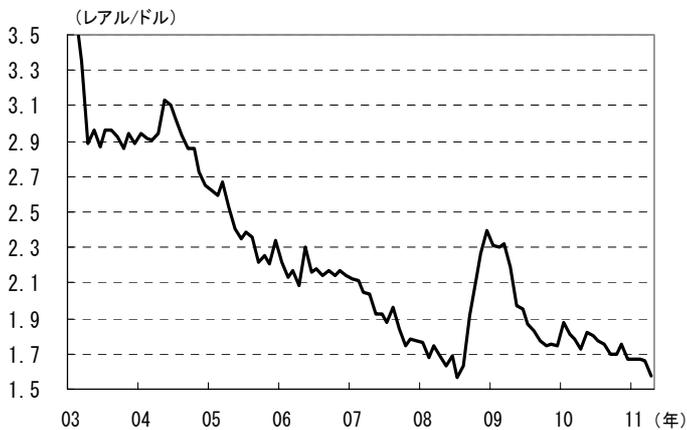
(資料) JP Morgan Chase (EMBI+)

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)

第4図：アルゼンチン・ペソ相場の推移



(資料) IMF(IFS)

2. 主要国動向

(1) ブラジル

①現状

輸出・消費・投資すべて好調

ブラジルでは、2009年は▲0.6%の成長となったが、2010年は個人消費が加速（伸び率は2009年+4%→2010年+7%）したうえ、旺盛な内需を背景とした企業の景況感の改善が投資の大幅回復につながり（▲10%→+22%）、通年で7.5%の高い成長率を達成した。

中銀は、2010年に入ってから景気の本格的な回復を背景に、7月までに3回で合計2%の政策金利引き上げを行った。その後、景気の過熱感が落ち着く中で一旦金利を据え置いていたが、本年のルセフ政権になってからは5月までに更に3回で合計1.25%の金利引き上げ（現在の政策金利は12%）を行った。

対外的には、2008年以降は経常収支の赤字基調が続いている。2010年も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・配当送金が引き続き高い水準であることを背景に所得収支が大幅な赤字（▲337億ドル）となったため、▲435億ドルの経常赤字となった。

為替相場は2009年以降強含みで推移してきたが、特に2010年後半はブラジルのファンダメンタルズの安定や豊富な一次産品などを背景に海外からの資金流入が加速した。最近はレアル高の基調が定着し、1ドル=1.6レアル近辺での推移が続いている。

②今後の見通し

今後更なるレアル高抑制策の可能性

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、今後も若干の減速はあるものの、4%台のペースで堅調に成長することが予想される。

2010年以降の景気の急速な回復を背景にインフレ圧力が強い状況が続いていたが、予防的な利上げを断続的に進めたこともあり、今後はインフレ圧力も徐々に緩和されていくものと見られる。

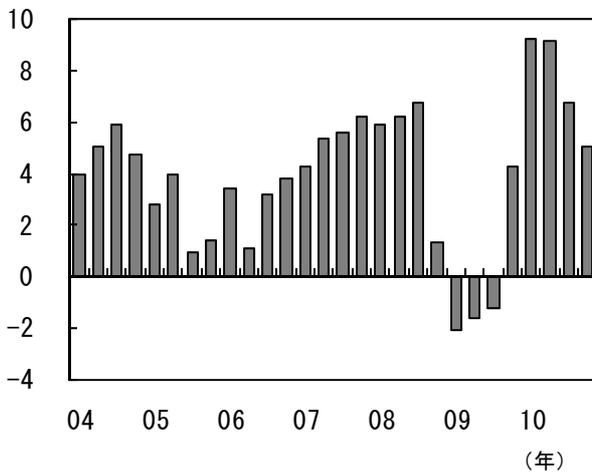
国際収支面では、2010年は国内景気の本格的な回復と輸入の増加で前年比で貿易収支の黒字幅が縮小したため、経常収支の赤字幅が

大きく拡大し、2011年以降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おり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、今後も中期的に赤字が持続するため、この問題は潜在的なリスク要因として留意が必要である。

ブラジルへの資金流入の加速とレアル高の持続に対して、当局は昨年10月以降、債券の金融取引税引き上げなど資金流入に対する規制を強化してきた。しかし、現時点ではレアル高の抑制効果は顕著に出ておらず、今後も追加の規制措置が予想される。

第5図：ブラジル実質 GDP 成長率

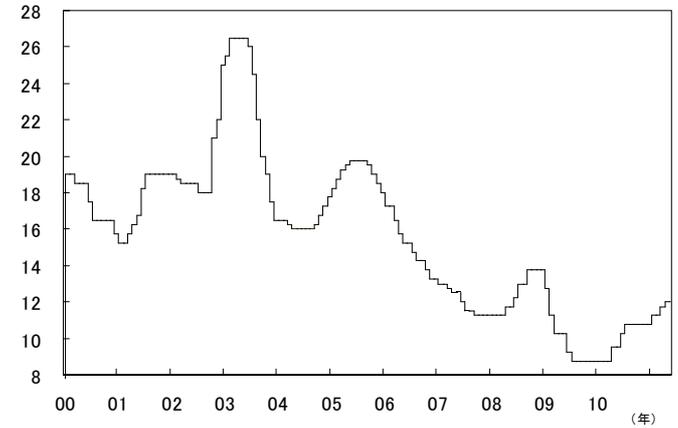
(前年同期比、%)



(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

2010年は国際金融界への復帰に向けて一定の進展

アルゼンチン経済は、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。2010年は輸出が約2割伸びたことに加えて、個人消費の回復(伸び率は2009年▲7%→2010年+5%)や企業の先行き見通しの改善を背景とした投資の大幅な回復(▲10%→+21%)によって、通年で9.2%の高い成長率を達成した。

インフレ動向をみると、グローバル金融危機後の景気の大幅な減速で、2009年のインフレ率は前年比6%台という低めの水準に留まったが、景気の回復を背景に2010年以降はインフレ圧力が再び高まっており、現在は同10%台まで上がった。インフレへの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、2010年は、輸出は海外景気の回復で、輸入は国内景気回復に伴って大きく伸びて、2008年の輸出入の水準をほぼ回復した。また為替相場は、2009年以降下落が続いており、現在は1ドル=4ペソを切る水準で推移している。

対外信認の高い隣国ブラジルとの所得格差が広がるなかで、現フェルナンデス政権は、2009年の夏以降、国際金融界への復帰を模索している。昨年末頃からは、国際金融界への復帰においての大きな障害となっている公的債務問題（パリクラブ問題）の解決に向けて、パリクラブとの交渉を本格化させた。

②今後の見通し

公的債務問題の解決に向けたパリクラブとの交渉の決着にはまだ時間を要する見込み

家計・企業の好調さは、しばらく継続するとみられる。世界経済の堅調な推移を背景に、輸出の好調さも続くであろう。こうした内外需の良好な環境を背景に、2010年に比べて減速はするものの、アルゼンチン経済は今後も5~6%程度のある程度高い成長率で推移すると予想される。

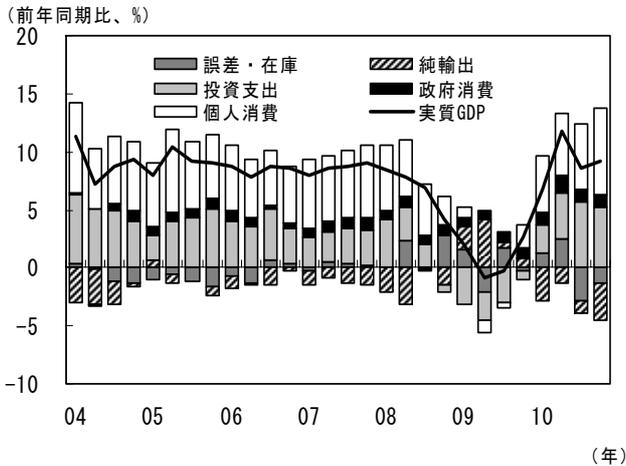
インフレ率については、政府が、名目金利を抑える目的で実勢より低い数字を公表しているという認識が市場ではほぼ固まった見方になっている。データへの信認回復を目指して、政府は統計においてIMFの技術支援を得るなどの対応を開始しているが、今後の具体案が注目される。

国際収支は、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。しかし、景気が本格的に回復したことで輸入の伸びが加速し、経常収支は今後赤字に転じることが予想される。

国際金融界への復帰における重要なステップとして注目されているパリクラブとの交渉においては、債務再編を巡って対象金額（延滞利息を含めるかどうか）、返済条件（一括返済か複数年での返済とするか）の面で双方の主張に隔たりがあり、交渉妥結の時期については不透明な状況にある。

尚、10月に予定されている大統領選挙では、現職のフェルナンデス大統領への有力な対立候補が出てきていない中で、現時点では再選の可能性が高いと見られている。

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、為替も強含みに推移

米国への経済の依存度が高いメキシコは、域内でグローバル金融危機の影響を最も受けて、2009年の成長率は通年で▲6.5%と大きく後退した。2010年は、輸出の約8割を占める米国景気が回復したことを背景に輸出が約3割伸びたことに加えて、消費マインドの大幅な改善を背景とした個人消費の回復（2009年▲7%→2010年+5%）や企業の収益改善による投資の戻り（▲11%→+2%）によって、通年で5.5%の成長率を達成した。

中銀は2009年半ばまでは機動的に政策金利を引き下げたが、2009年8月以降は引き下げを見送ってきた。景気は2010年以降順調に回復しているが、インフレ率は概ね安定しているため、政策金利は当面は据え置かれると見られる。

国際収支面では、2010年は、輸出入共にグローバル金融危機や米国の景気後退に伴う落ち込みから持ち直したが、輸入が輸出を恒常的に上回っていることから経常収支は赤字となった。

為替相場は、景気の本格的な回復を背景に2010年後半以降は概ね強含みで推移しており、最近では1ドル=11ペソ台の半ばの水準で推移している。

②今後の見通し

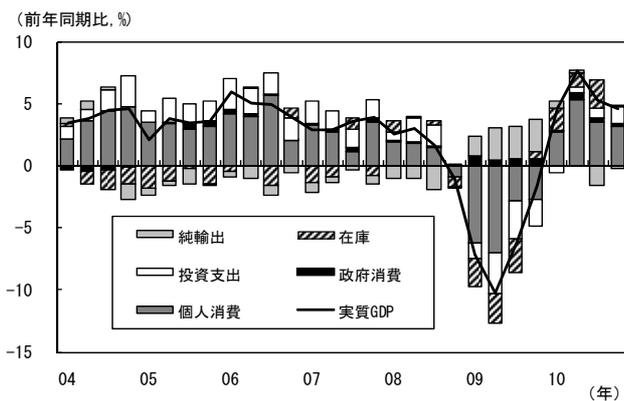
本格的な景気回復
で経済面での懸念
は大きく低下

今後は、安定した米国景気や引き続き堅調な個人消費・投資を背景に、成長率は2010年に比べてやや減速するものの、4%程度で堅調に推移することが予想される。

また、景気が緩やかに減速する一方、為替が強含みに推移していることから、インフレ率は3%台で安定的に推移すると見込まれる。

国際収支面では、2010年は景気回復による輸入の伸びで経常赤字が前年より拡大した。2011年以降も堅調な内需を背景に輸入が伸びるため、赤字幅が更に拡大することが予想される。なお、2010年に入ってからの本格的な景気回復の結果、自動車産業や航空機産業など主要製造業の直接投資が回復している状況にある。

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)		
	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
ブラジル	7.5	4.8	4.7	5.0	6.3	4.8	▲435	▲654	▲756
アルゼンチン	9.2	6.1	4.6	10.5	10.2	11.5	36	44	▲2
メキシコ	5.5	4.8	4.4	4.2	3.6	3.1	▲57	▲146	▲150
中南米全体(注)	6.1	4.8	4.4	5.3	5.7	4.9	▲488	▲758	▲988

(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

(2010年は実績値、2011・2012年は予想値)

(国際通貨研究所 松井 謙一郎)

Ⅶ. ロシア・中東欧

～回復基調にあるロシア中東欧経済、内需回復の差が鮮明に～

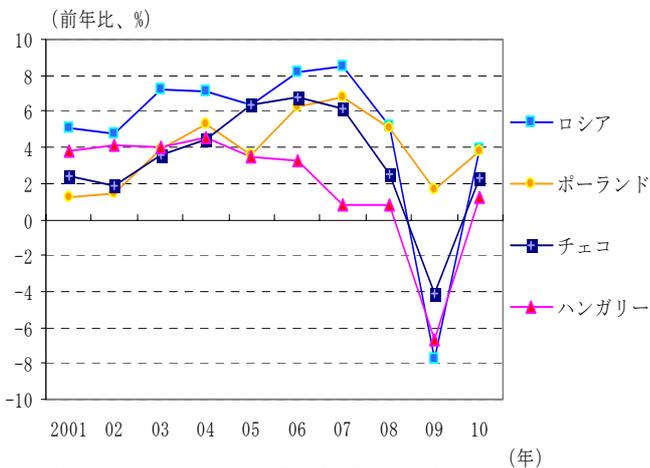
1. 概況

内需に格差を抱えつつ、景気回復へ

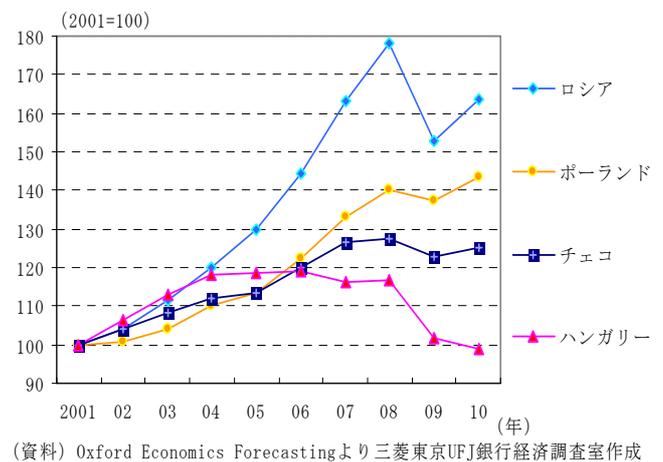
ロシア中東欧諸国は、金融危機を経て、各国の経済構造を反映する形で回復ペースが分かれた（第1、2図）。資源国であるロシアは昨年末の原油価格の高騰に支えられ急速に回復が進み、外需依存度の低いポーランドでは内需が拡大した。輸出主導型であるチェコとハンガリーは、主要輸出先ドイツの需要に支えられ回復したが、後者については、通貨安に伴う外貨建債務増加が家計の重しとなり、内需の回復が遅れた。内需が金融危機以前の水準を上回って拡大したのは、外的ショックへの耐性を持つポーランドのみとなった。

今後は、ロシアについては、原油価格が高値圏にとどまることが予想されるため、堅調な回復ペースが続こう。ポーランドも内需拡大が期待できることから、2012年にかけて成長率は若干加速するであろう。チェコに関しては、今年は企業投資が増加傾向に転じ、来年には家計需要の回復が進むであろう。内需の回復が遅れているハンガリーでも、政府の消費刺激策により回復が加速しよう。

第1図：実質 GDP 上昇率



第2図：内需の推移



2. 主要国動向

(1) ロシア

①景気の動向

原油価格の上昇に
支えられ、回復

昨年第3四半期には早魃と森林火災の被害を受け、実質GDP成長率が前年比3.1%と減速したものの、第4四半期には同4.5%へと加速した。輸出の3分の2以上を占める原油などの一次産品価格が上昇したことで、輸出が輸入以上に伸び、純輸出はプラスの寄与に転じた。総固定資本形成が増加し、個人消費の回復も続いた。

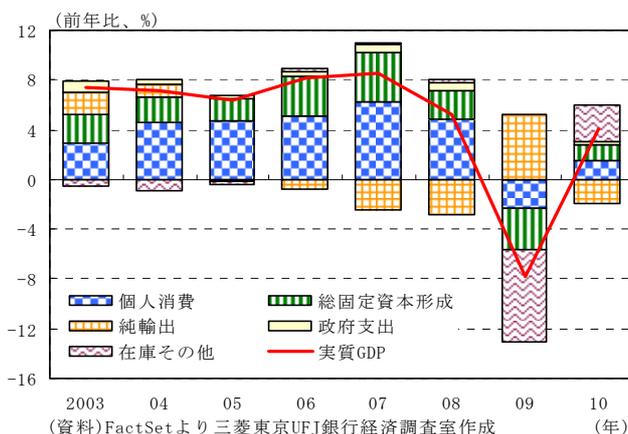
個人消費は回復、
純輸出はマイナス
寄与

2010年通年では、在庫投資等の増加の寄与が最も大きく、実質GDP成長率は前年比4.0%と、前年の同▲7.8%から大きく上昇した(第3図)。一方で、国内の消費が回復し、輸入が急増したことから、純輸出はマイナス寄与となった。

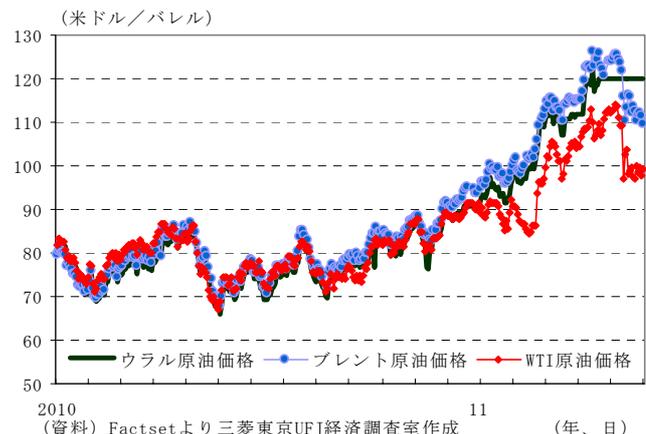
今年第1四半期の実質GDPは前年比4.1%と大方の予想を下回った。個人消費が回復するなかで、消費財の輸入が増加し、純輸出がマイナスに寄与した。

原油価格の動向が今後もロシアの景気動向のカギとなろう(第4図)。これまでは、海外の需要が回復し原油価格が高騰したことから、原油などのエネルギー製品の輸出額が伸びた。今後も原油価格が1バレル100ドル台で推移するとみられることは、ロシア経済にとっては追い風となろう。

第3図：実質GDP成長率



第4図：原油価格の動向



輸出増加に沿って、
鉱工業生産も
堅調

底堅い内外の需要に支えられ、鉱工業生産は堅調に推移している。4月の鉱工業生産は前年比+4.5%とプラスの伸びが続いている(第5図)。乗用車の生産が既に金融危機以前の水準を上回っているほか、原油等の鉱業部門の生産も増加した。景気の先行指標である企業景況感についてみると、製造業購買担当者指数は2006年8月以来の高水準にある。今後も生産の拡大を見込めるが、設備が古く、メンテナンスが必要なものが多いことから、それらが生産拡大の制約となる可能性は残る。

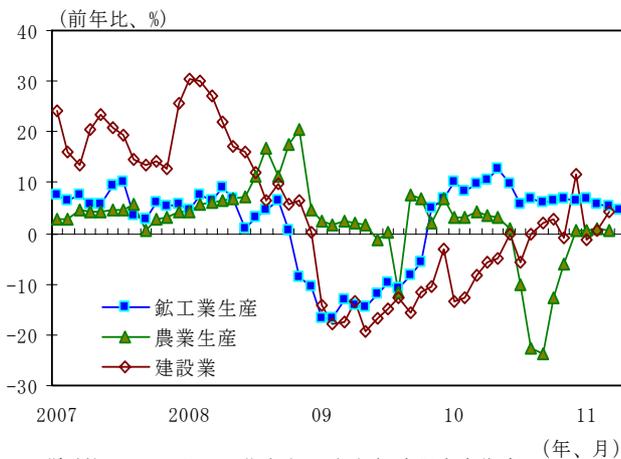
雇用市場は逼迫の兆候

生産拡大を受けて、失業率は低下している（第6図）。特に、都市部では労働需給が逼迫してきている様子もみられる。企業部門が好調であることから、今後は賃金上昇圧力が強まることが予想される。4月には、実質賃金上昇率も前年比でプラスに戻した。

選挙を控え、財政拡大が消費の支えに

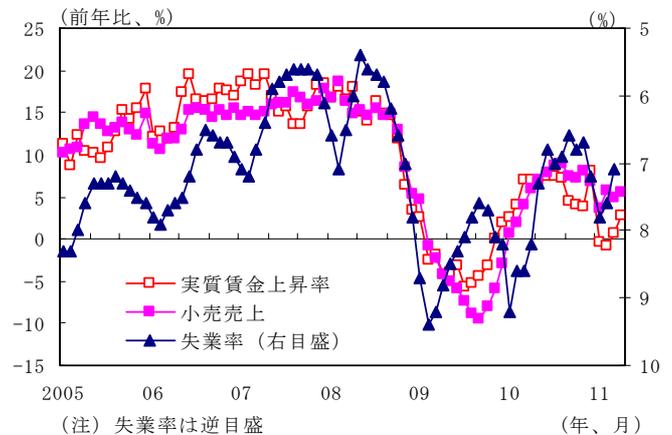
足元の賃金上昇が支えとなり、4月の小売売上は前年比+5.6%と高い伸びを示した。先行きについては、12月の議会選挙と来年3月の大統領選挙を睨んだ財政支出の拡大が、家計の消費を刺激することが期待できよう。

第5図：鉱工業生産指数



(資料)FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：雇用情勢と小売売上



(注)失業率は逆目盛 (資料)FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

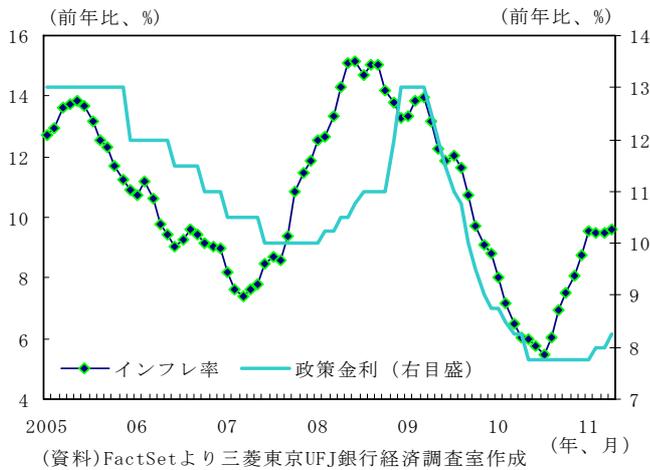
インフレ率上昇に伴い、金融引締めへ

4月のインフレ率は前年比9.6%、コアインフレ率は同8.0%となった（第7図）。今年の夏以降については、昨夏に早魃の影響で食料品が高騰した反動によりインフレ率の低下を期待できる反面、家計の需要回復によりインフレ圧力が高まることから、下押し効果は相殺されるであろう。その結果、インフレ率は高めの水準で推移しよう。

インフレ率が中銀の年末の目標水準（7.0%）を大幅に上回ったことから、中銀は2月と4月にそれぞれ25bpの利上げを実施し、リファイナンス金利を8.25%とした。今後もインフレへの警戒感からさらなる引き締めが予想される。政策金利の小幅利上げはあると考えられるが、中銀要人が示唆しているように、主に預金準備率の引き上げによる過剰流動性の吸収を実施するとみられる。

ロシア中銀が利上げを始める一方で、米FRBは低金利政策を維持していることを反映し、ルーブルは5月には対ドルで約2年半ぶりの水準まで上昇した（第8図）。

第7図：物価と政策金利



第8図：為替相場



②政治・資金フローの動向

政治動向に不透明感はあるものの、対内、対外投資は増加基調

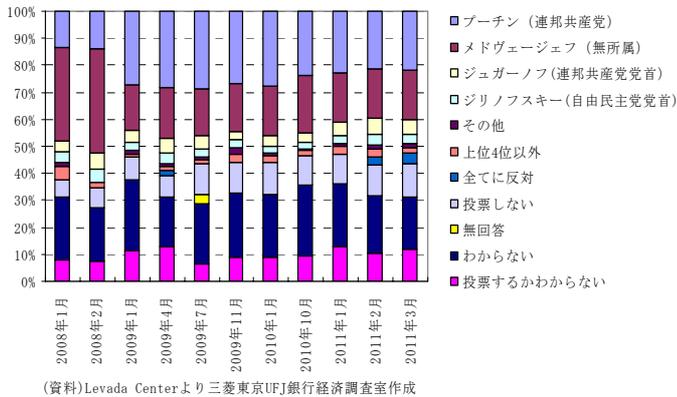
来年の大統領選挙を控え、メドヴェージェフ大統領と返り咲きを狙うプーチン首相の対立が報道されたが、前者が再選出馬の可能性を示唆しつつも明言は避けていることから、憶測をよんでいる。大統領選挙を仮定したサーベイをみても、一位がプーチン首相(22%)、二位はメドヴェージェフ大統領(19%)と拮抗している(第9図)。

政治の先行きについて不透明感はあるが、戦略面においては、国益のために外資を効率良く取り込むという方針は共通している。プーチン首相は4月の年次報告でも、生産技術を提供したり、投資を行うのであれば、外国企業の国内市場への参入を認めると発言している。

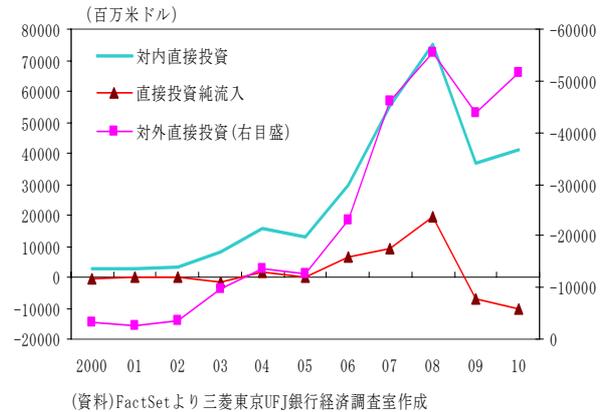
実際、政府は戦略分野における外国投資規制についての緩和を検討している。投資環境を向上すべく、閣僚が国営企業の役員を兼務する体制を廃止する動きもある。

2010年の対内直接投資は増加したが、うち新規のものは約22%程度であり、他のほとんどは既参入の多国籍企業が利益を再投資したものであった。また、ロシア企業の対外投資が活発化した結果、純流入はマイナスとなった(第10図)。今後、政府が国内の戦略分野の発展を促すために、海外の投資家を誘致するに十分な策を打ち出すか否かが注目される。

第9図：大統領選挙を仮定した際の国民の支持率



第10図：直接投資



③財政収支

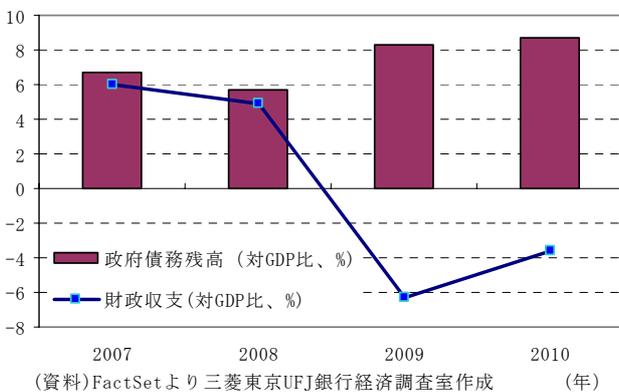
2013年に財政赤字の対GDP比は3%未満に

2010年の連邦政府予算の財政赤字は対GDP比3.2%と、2009年の5.8%から縮小した(第11図)。歳入面では、昨年後半、原油価格の上昇に支えられ、原油、天然ガス関連の歳入が増加したことから、歳入総額も増加した。歳出面では、2010年は、経済が金融危機から回復するなかで景気刺激策関連の支出が減少した。今後については、年末の議会選挙および来年3月の大統領選挙を控えて、歳出が再び増加することが予想される。

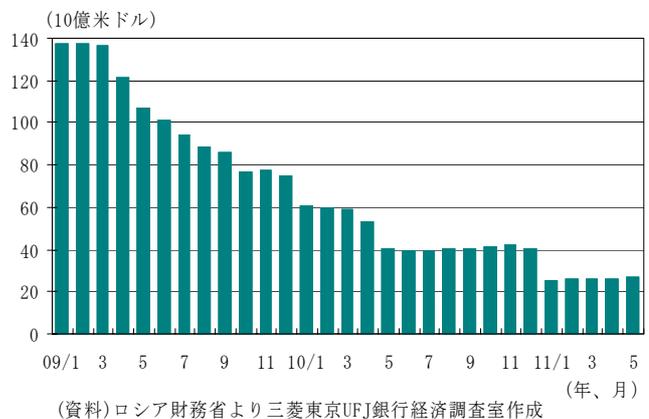
財政赤字の対GDP比率は2013年には3%未満の水準まで低下すると予想するが、政策の大幅な変更がない限り、財政収支が黒字に戻る可能性は低い。

なお、原油収入の一部が積み立てられている予備基金は、近年の財政赤字の拡大に伴う財政への補てんの増加で残高が減少してきたが、こうした補てんは2011年をもって終了する。今後の赤字補てんは、国家資産の売却や赤字国債の発行が中心となる(第12図)。

第11図：連邦政府予算の財政赤字の動向



第12図：予備基金



④見通し

実質 GDP 成長率は 2011 年 4.3%、2012 年 4.1%

2011 年は、原油価格が高い水準で推移し、資源依存型の経済構造であるロシアには追い風となることから、年間の実質 GDP 成長率は 4.3%と 2010 年の 4.0%から加速するであろう。

2012 年についても、原油価格が高止まることで、実質 GDP 成長率は 4.0%と、若干減速はするものの安定成長が期待できよう。

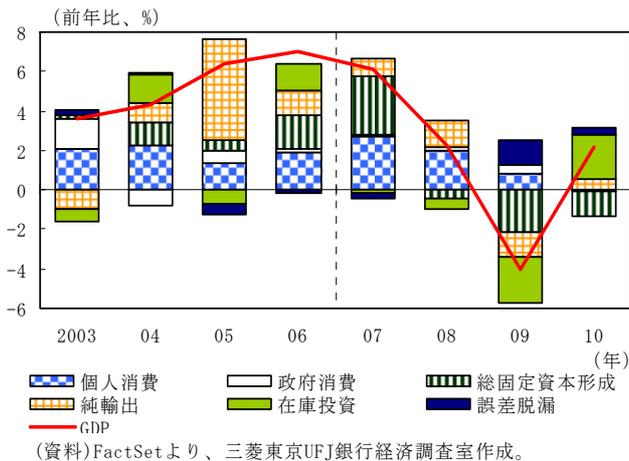
(2) チェコ

①景気の動向

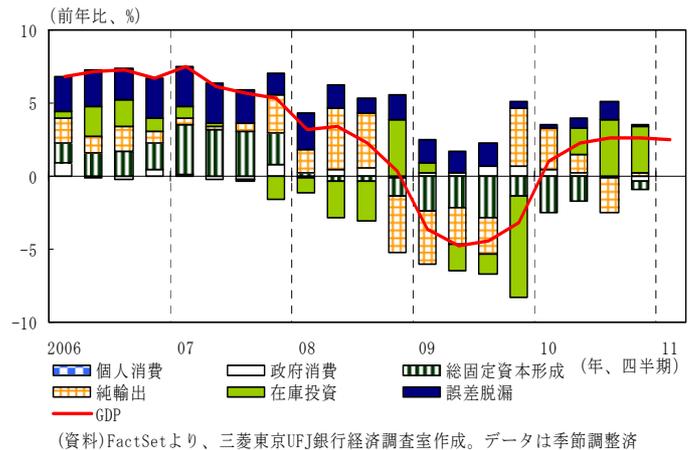
景気は回復基調に

昨年のチェコ経済は、在庫調整が進んだ結果、在庫投資の回復が GDP を押し上げる形となった（第 13、14 図）。一方で、個人消費は低迷したほか、総固定資本形成は 3 年連続で減少した。2010 年通年の実質 GDP 成長率は前年比 2.2%と、前年の同▲4.0%からプラスの伸びに転じた。

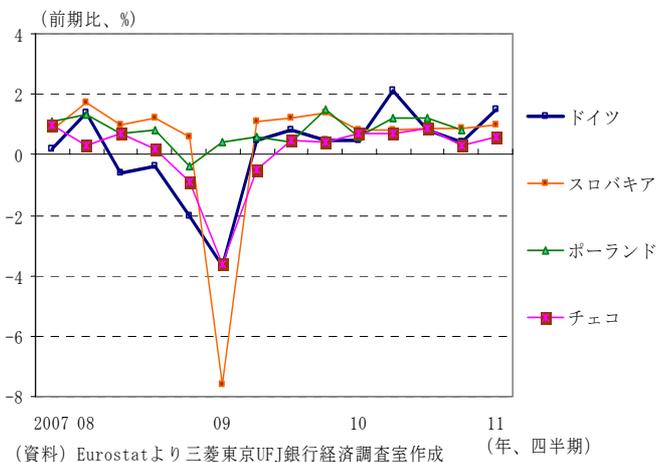
第 13 図：実質 GDP 成長率（年次）



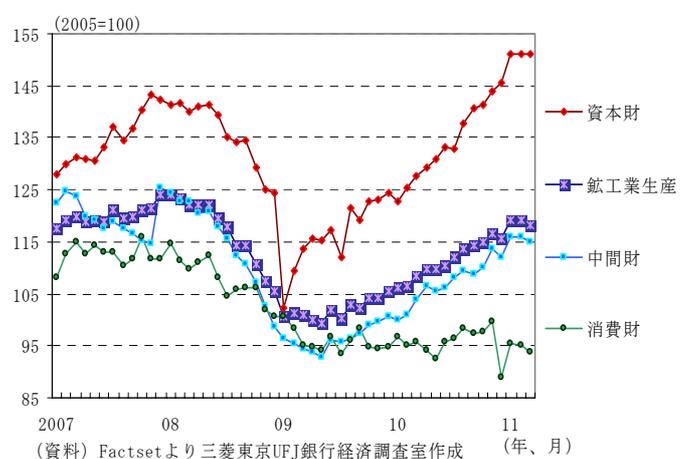
第 14 図：実質 GDP 成長率（四半期）



第 15 図：実質 GDP 成長率比較



第 16 図：鉱工業生産指数



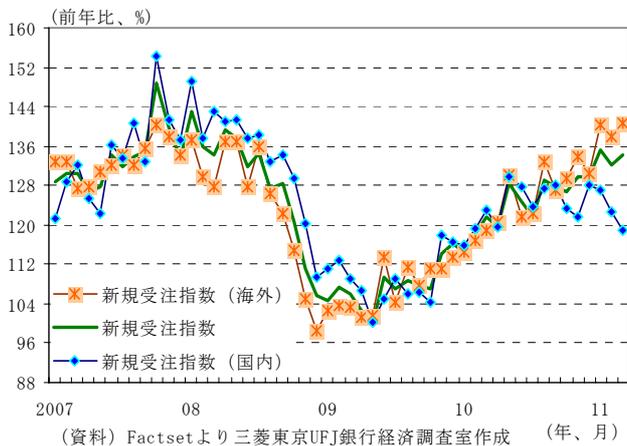
主要輸出先の需要回復により、輸出が増加、生産も拡大

先行きについては、主要輸出先であるドイツ、ポーランド、スロバキアの景気が概ね堅調に回復していることから、チェコの輸出は今後も増加することが見込まれる（第15図）。

輸出の増加を反映し、鉱工業生産は前年比で二桁の伸びが続いている（第16図）。特に資本財が著しく増加し、昨年後半以降、金融危機以前の水準を上回っている。一方、消費財の生産は、依然として低迷している。

先行指標である鉱工業新規受注指数をみても、国内からの受注は足元で減少しているが、海外からの受注の増加傾向は続くなど、海外需要に依存する状態にある（第17図）。生産の回復を受けて、稼働率も上昇傾向が続き、長期平均（2001年以降）付近まで戻している（第18図）。今後は投資の増加も期待できよう。

第17図：鉱工業新規受注指数



第18図：稼働率



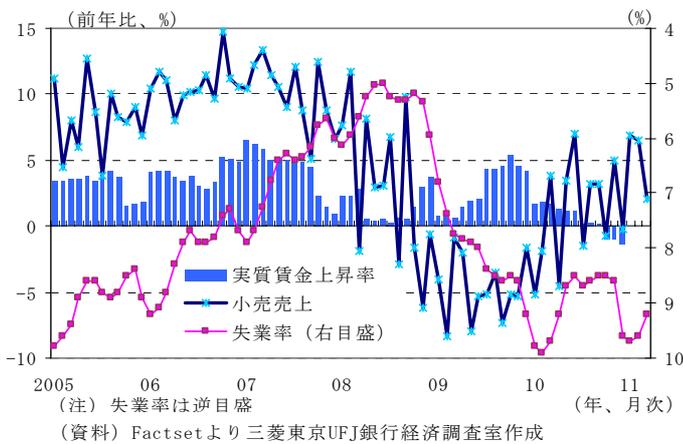
消費の本格回復は2012年に持ち越し

生産面は改善したが、雇用情勢は依然として弱含みである。昨年第4四半期に実質賃金上昇率が前年比でマイナスの伸びとなったほか、失業率は依然高い水準にあることから、個人消費の改善には時間を要するとみられる（第19図）。

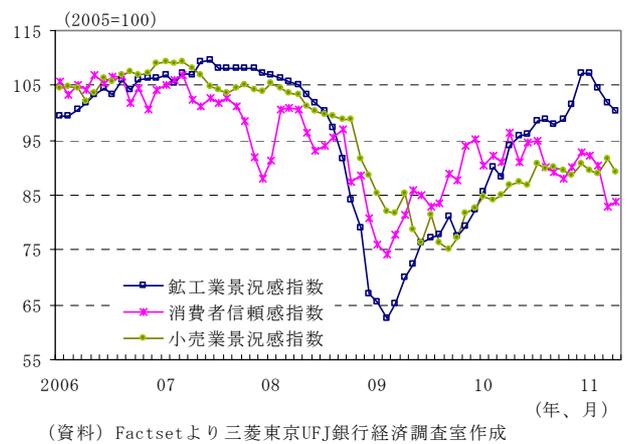
小売売上は徐々に改善してきているものの、金融危機以前の水準には戻っていない。小売業の景況感指数をみても、鉱工業部門の急速な回復と比較すると、回復が遅れている（第20図）。

2011年は財政緊縮が個人消費回復の重しとなるが、2012年には製造業部門の回復が進むにつれ、雇用情勢が改善し、消費が加速すると予想する。

第19図：小売売上と失業率



第20図：景況感・信頼感指数



足元のインフレ率は低水準

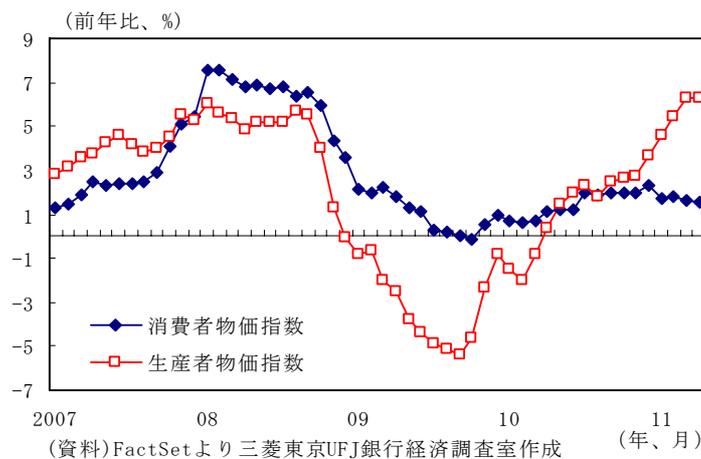
国内の需要が弱含みであることから、インフレ率は低い水準にある(第21図)。近隣諸国のインフレ率と比較しても低い。今年も、一次産品価格の上昇の影響が浸透するものの、引き続き国内の需要は弱含みであることから、物価上昇圧力はある程度、軽減されよう。

2012年には付加価値税率の引き上げ等でインフレ率は上昇

2012年については、付加価値税率が引き上げられるほか、国内需要も回復に向かうことから、インフレ率は上昇しよう。

政策金利は昨年4月以降、0.75%に据え置かれている。需要サイドが弱かったことから、インフレ率はこれまで低い水準にあった。しかし、今後は、企業部門が堅調ななか、一次産品価格の高騰によるコスト上昇分が価格転嫁される可能性もあるため、インフレ率は上昇に向かおう。

第21図：物価動向



②財政収支

財政緊縮が進むが、政局不安により、若干のペース緩和も

昨年の財政赤字の対 GDP 比は 4.7%と、2009 年の同 5.9%から改善した（第 22 図）。今後は景気回復が進むにつれ、緩やかに低下しよう。政府は 2011 年の目標上限を対 GDP 比 4.6%、2012 年は同 3.5%としている。財政赤字はマーストリヒト基準（3%）を上回っているものの、ユーロ圏平均（6.0%）および EU 平均（6.4%）を下回っている。

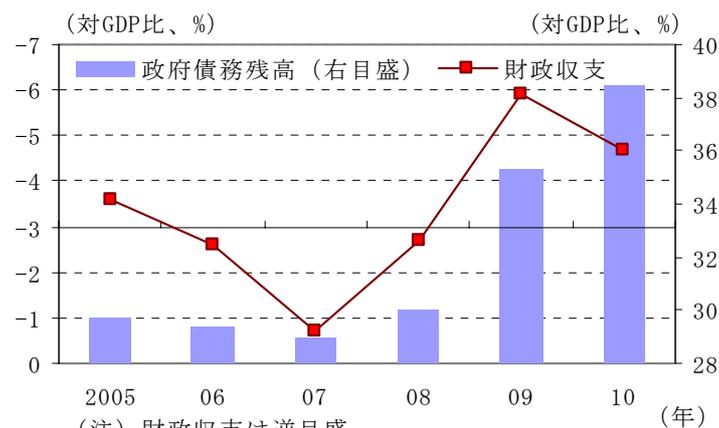
2010 年の政府債務残高は対 GDP 比 38.5%と前年から拡大したが、EU 平均である同 80%を大きく下回る水準である。今後やや上昇することが予想されるが、近隣諸国と比較しても低い水準にある。

政治的な混乱により、財政緊縮のペースが遅れる可能性はある点には注意が必要だ。昨年 12 月と今年 4 月に、環境相と運輸相が汚職で辞任に追い込まれたほか、連立政権内で政策をめぐる政党間の対立も激しさを増している。現政権に対する支持率も低下していることから、内閣が解散し、早期に選挙が実施される可能性がある。

足元では、雇用や社会保障制度改革法案の審議の過程で、政府が審議を省略したり短縮する「立法非常事態」を適用したことが違法であったとの判決が憲法裁判所で下された。但し、11 月までに適切な手続きで同様の法案を成立させれば、現行の法律は維持される。

連立政権が存続すれば、長期的に持続可能な財政収支構造とするための医療・年金・財政改革案も承認されるが、政局が不安定なため、国会審議が遅れ、財政収支の改善に遅れが出ることも考えられる。

第 22 図：財政収支と政府債務残高



(注) 財政収支は逆目盛

(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室

③見通し

実質 GDP 成長率は、2011 年 2.1%、2012 年 3.1%

2011 年のチェコ経済は、財政緊縮が家計の需要回復の重しになるものの、製造業部門の回復および稼働率の高まりを受けて、昨年まで減少が続いていた企業投資が増加基調に転じることが予想される。実質 GDP 成長率は前年比 2.1%となろう。2012 年には雇用情勢が改善し、消費が加速することから、実質 GDP 成長率は前年比 3.1%へと上昇しよう。

(3) ハンガリー

①景気の現状

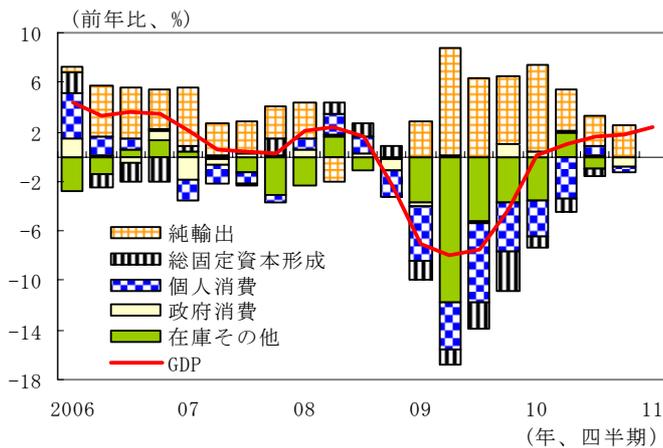
純輸出が景気を牽引し、輸出向け生産が増加

去年は、ドイツなど主要輸出先の景気回復に合わせて輸出が増加した一方で、国内の需要は弱含んだことから、純輸出が景気を支えた(第 23 図)。また、在庫投資も回復した。直近第 1 四半期の実質 GDP 成長率(速報値)は前年比 2.4%と、前期より 0.5%ポイント上昇した。純輸出が引き続き牽引役になったとみられる。

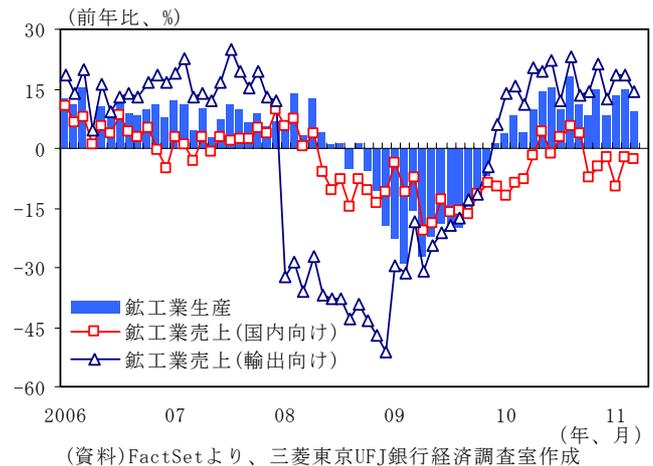
今後も、主要輸出先であるドイツなどの海外の需要回復の恩恵を受けることから、貿易収支は黒字基調で推移すると考えられる。

鋳工業生産は堅調に推移している(第 24 図)。足元の伸びは減速したが、ドイツ経済が好調であることから、輸出の増加に合わせ、増加傾向は続こう。先行指標である鋳工業新規受注指数も約 3 年前の水準まで戻している。

第 23 図：実質 GDP 成長率



第 24 図：鋳工業生産

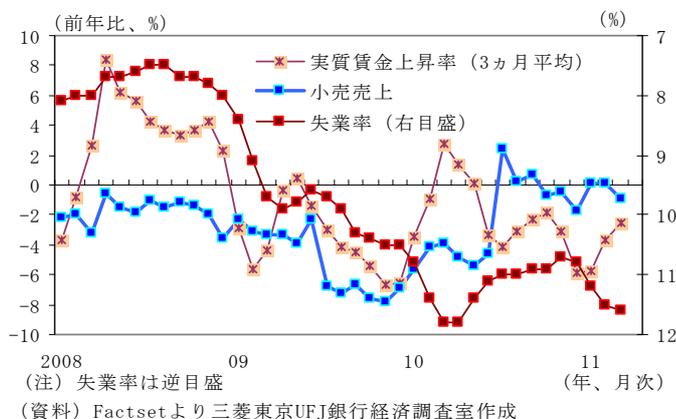


雇用情勢は弱含むが、消費刺激策が家計消費の支えに

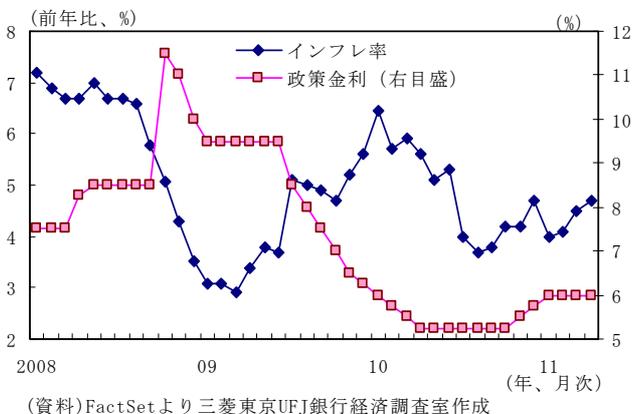
雇用情勢は弱い状況にある。実質賃金上昇率は3月に前年比▲2.5%と、10か月連続でマイナスの伸びとなったほか、失業率は11.6%と、今年に入り、再び上昇した（第25図）。

小売上の回復は遅れている。3月の小売上は前年比▲0.9%、第1四半期では前年比▲0.2%となっている、ただし、政府の所得税減税などの消費刺激策が家計の支えとなり、今後は徐々に回復に向かう見込みである。

第25図：小売上と雇用情勢



第26図：インフレ率と政策金利



中銀の利上げは政治圧力を受け一段落の可能性

インフレ率は原油価格の高騰と食料品価格の上昇を主因として、今年3月には前年比4.5%と、ハンガリー中銀の目標値(3.0%)を大きく上回っている(第26図)。今後は、政府の所得税減税が家計の可処分所得を下支えするため、需要の増加が予想される。インフレ率は2011年は目標値を上回る水準で推移し、来年は目標値付近まで落ち着くであろう。

足元のインフレ圧力の高まりを背景に、ハンガリー中銀は、昨年11月以降、3ヵ月連続で政策金利の引き上げを実施した。それぞれ25bps、合計75bpsの利上げを実施し、政策金利を6.00%とした。

インフレ率は依然として高い水準にあるが、足元の景気を重視する政府の影響力が増していることから、利上げは一段落したとみられる。政府は中銀の政策決定委員会のメンバー選出方法を、現行の総裁と首相による指名から、国会が選出する形に変更する法案を国会に提出し、承認された。政府は、中銀の直近の利上げ決定に対しても、経済政策に反しているとの声明文を発表するなど、中銀への影響力を強めている。

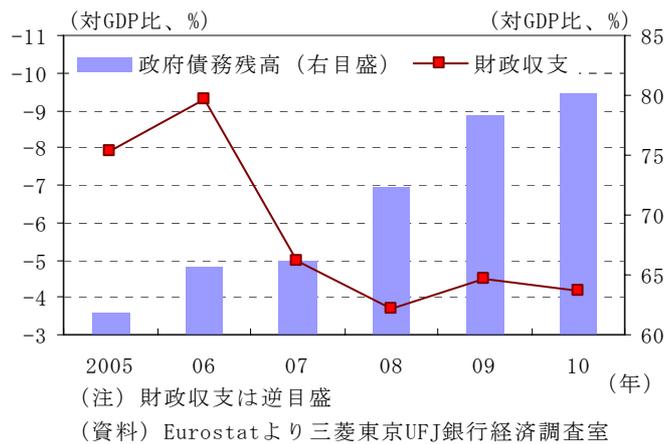
②財政収支

今年の財政収支は一時的に改善

今年の財政収支は、年初の年金改革によって私的年金制度加入者が国の年金制度に再加入し、その資産が国庫に移されるという一時的な要因のため、黒字に転じると見込まれる。また、銀行・エネルギー・小売・通信部門への特別税も歳入増加に寄与する。同特別税は、2012 年も継続することになっている。

政府債務残高は対 GDP 比で 80.2%と EU 平均 (80.0%) を若干上回っており、EU 諸国のなかでも高い水準にある (第 27 図)。3 月には、政府が政府債務の削減等を含むセール・カールマン計画を発表した。同計画は、2014 年までに政府債務残高の対 GDP 比を 65-70%に削減する目標を掲げている。しかし、年金支給額の削減や、年金支給開始年齢の引き上げ等、国民の痛みを伴う構造改革などについては、国民の強い反対を受ける可能性があり、実際に実行できるかどうか注視する必要がある。

第 27 図：財政収支と政府債務残高



③見通し

2011年 2.6%、
2012年 3.1%成長

来年も小売業や銀行部門などに対する特別課税という負担が残る。政策についての不透明感がある程度解消されるまでは、投資の大幅な拡大は期待できない。一方で、所得税率の引き下げなどの政府の消費刺激策により、個人消費は増加するとみられるため、今年の実質 GDP 成長率は前年比 2.6% となろう。2012 年には家計需要の回復が進むことが想定されるため、前年比 3.1%となる見込み。

(4) ポーランド

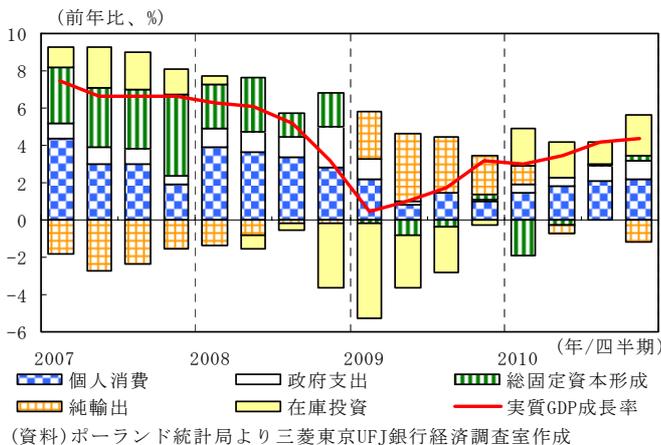
①景気の現状

個人消費が成長を牽引

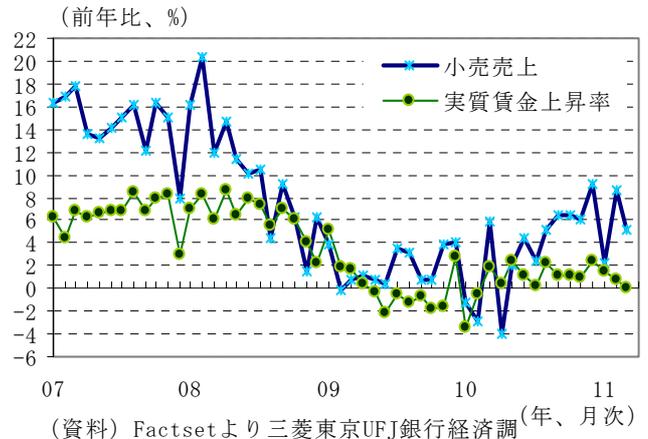
ポーランドの景気拡大は続いている（第 28 図）。昨年、個人消費の増加や在庫復元の動きが景気を支えた。総固定資本形成も昨年後半によくプラスの伸びに転じた。

今年第 1 四半期の小売売上は、年初の悪天候および付加価値税率の引き上げが影響したことから減速したが、プラスの伸びは続いた（第 29 図）。

第 28 図：実質 GDP 成長率



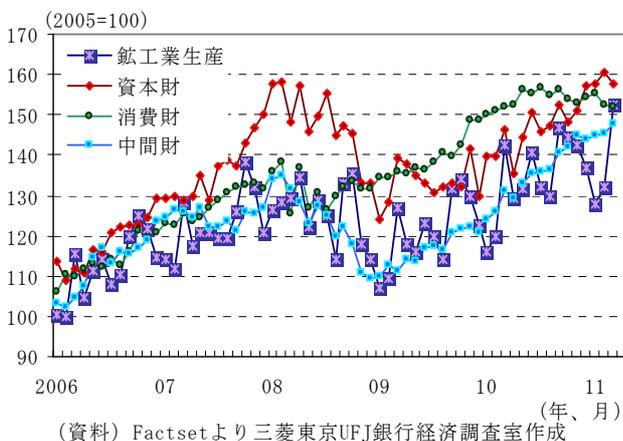
第 29 図：小売売上と賃金



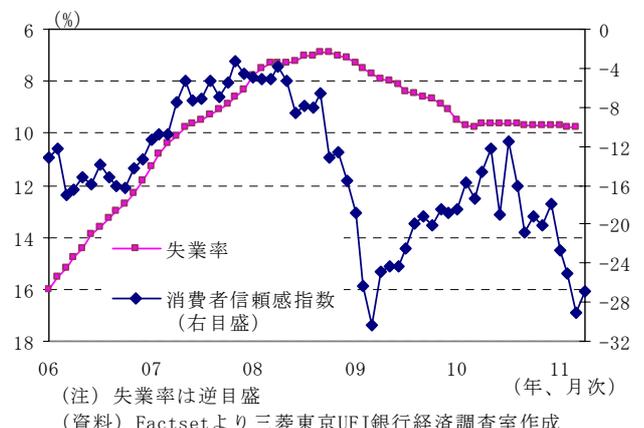
これまでの輸出回復を受け、生産と雇用が拡大

鉱工業生産は引き続き堅調に推移している（第 30 図）。鉱工業新規受注指数も国内・海外向けともに回復基調にあるため、生産の増加は当面維持される見込みである。製造業部門の生産拡大を受け、雇用者数は増加した。失業率は、足元でほぼ横ばいとなっている。これは主に、出稼ぎ労働者が海外から国内に戻り、労働力人口が増加したことなどによる（第 31 図）。

第 30 図：鉱工業生産



第 31 図：失業率と消費者信頼感指数

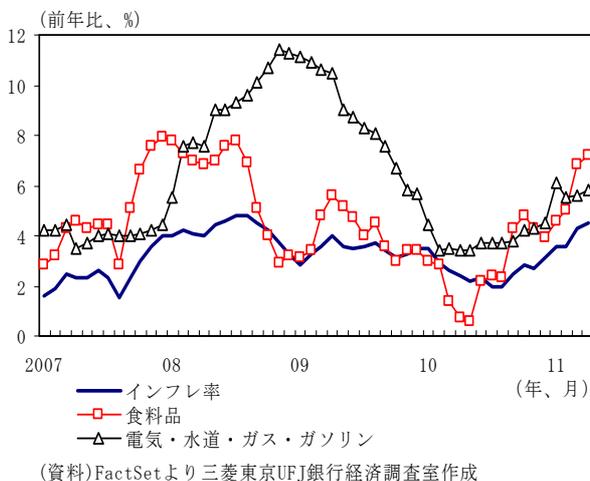


国内の需要が強いほか、年初の付加価値税率の引き上げ、原油価格などの一次産品価格の上昇が影響し、インフレ率は高止まりすると考えられる（第 32 図）。年内のインフレ率は中銀の目標値（ $2.5 \pm 1\%$ ）を上回り続けるであろう。2012 年は低下するものの、目標の中央値を超える範囲で推移しよう。

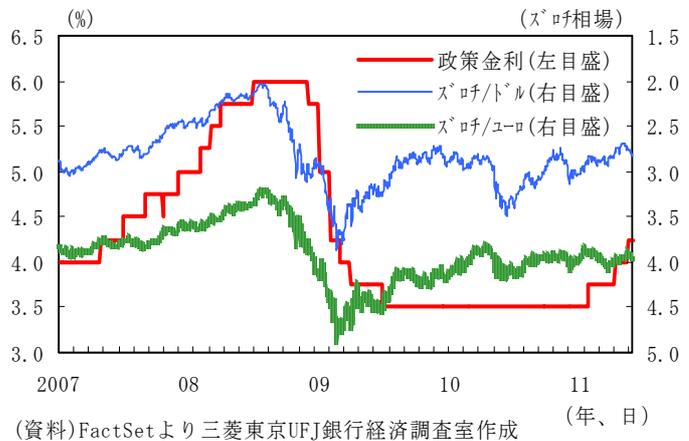
政策金利は小幅引き上げ

インフレ期待の上昇や強含みの国内需要などを理由として、中銀は 4 月と 5 月にそれぞれ 25bps の利上げを実施し、政策金利を 4.25%とした（第 33 図）。インフレ率は高い水準で推移することから、インフレ加速の防止のため、年内に追加利上げが行われるであろう。

第 32 図：インフレ率



第 33 図：政策金利・為替相場



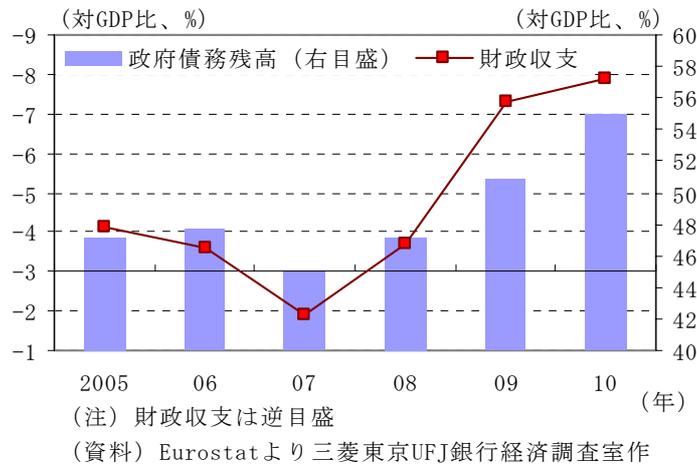
②財政収支

本格的な財政緊縮は 10 月の選挙以降

昨年の財政赤字は対 GDP 比で 7.9%と、前年の同 7.3%から拡大した（第 34 図）。政府は 2011 年には財政赤字を対 GDP 比 6.0%以内に抑え、2013 年までにマーストリヒト条約で定められている上限（3.0%）以下にする目標を掲げている。しかし、財政赤字削減が本格化するのは、10 月の総選挙後となるだろう。

政府債務残高は対 GDP 比 55.0%と、前年の同 50.9%から上昇したが、EU 平均を下回る水準である。今後も当面はマーストリヒト基準（60.0%）を下回ると考えられる。

第 34 図：財政収支と政府債務残高



③見通し

2011 年 4.1%、
2012 年 4.3%成長

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、輸出が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とから、実質 GDP 成長率は前年比 4.1%となろう。2012 年は前年比 4.3%へと、若干加速しよう。

表：ロシア・中東欧経済の見通し

	名目GDP 2010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)		
		2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)	2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)	2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
ロシア	1,465	4.0	4.3	4.1	6.9	9.1	7.6	726	805	544
チェコ	192	2.3	2.1	3.1	1.5	2.0	2.5	▲72	▲66	▲69
ハンガリー	130	1.2	2.6	3.1	4.9	4.0	3.3	27	8	▲4
ポーランド	468	3.8	4.1	4.3	2.6	2.5	3.7	▲154	▲202	▲194
ロシア・中東欧	2,256	3.7	4.0	4.0	5.4	6.8	6.1	527	545	277

(ロンドン駐在、コウバーン)

Ⅷ. 原油価格

～原油価格は高値圏でほぼ横這い推移の見込み～

1. 価格動向

WTI は 4 月末に 113 ドル台に達した後、弱い米指標を契機に大幅下落

原油価格（WTI 期近物）は、4 月以降、中東・北アフリカ諸国での反政府デモ激化を受けた供給懸念の高まりやドル安を背景に一段と上昇ピッチを高め、4 月 29 日には 1 バレル＝113.93 ドルと 2008 年 9 月以来の高値に上昇した（第 1 図）。

高値警戒感が台頭する中、5 月 5 日に発表された米新規失業保険申請件数が市場の予想外に増加したのを契機に、米景気の先行き不安や投資家のリスク回避姿勢が強まり、当日の原油価格は前日比約 10 ドル下落し、約 1 ヶ月半振りに 100 ドル割れとなった。その後、米ミシシッピ川洪水がルイジアナ州に集積する製油所に影響を与えるのではないかとの供給懸念が一時的に買い材料となったが、原油先物取引の証拠金引き上げや米景気減速懸念を受けて原油価格は下落し、5 月 17 日には 96 ドル台と 3 ヶ月振りの安値となった。足元では 100 ドル近辺で推移している。

第 1 図：原油価格の推移



2. 需要動向

1～3 月期は需給均衡

IEA（国際エネルギー機関）によれば、1～3 月期の世界の原油需給は均衡した（第 2 図）。先進国（OECD 諸国）と新興国（非 OECD 諸国）のいずれの需要も前期から減少した一方、供給は横這いだった。

原油価格上昇の影響から、先進国の需要の伸びは 2 年振りのマイナスとなる見込み

需要サイドについては、1～3 月期の先進国の原油需要は前年比横這いとなったが、3 月だけ見ると▲2.8%と落ち込んだ。これは、原油価格上昇の影響に加え、東日本大震災や復活祭休暇という一時的要因による、と IEA は指摘している。原油価格上昇の影響を踏まえ、2011 年の先進国の原油需要の伸びは▲0.5%と、2 年振りにマイナスに転じると見込まれている（第 3 図）。また、日本の原油需要見通しについては+1.5%の伸びが見込まれているが、浜岡原子力発電所の運転停止の影響等、東日本大震災に伴う影響が現時点で不透明であり、今後見通しを修正する可能性がある、とされている。

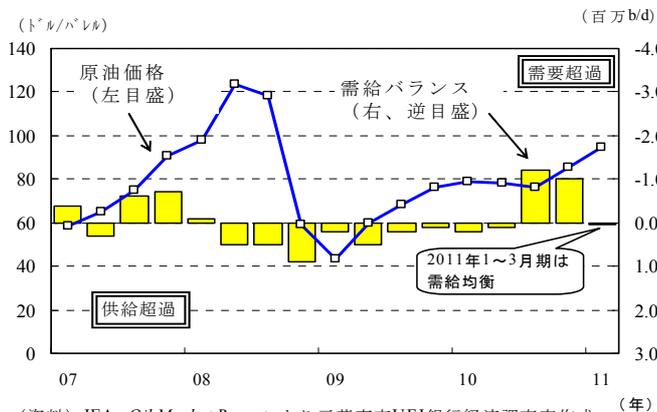
新興国の需要は堅調維持

新興国の原油需要については、1～3 月期に 4.9%と好調な伸びを示した。新興国の景気堅調が見込まれる中、2011 年の原油需要は+3.6%と、高い伸びを示した前年（+5.7%）から鈍化するものの堅調な伸びが予想されており、中国ほかアジアが牽引する格好となろう。

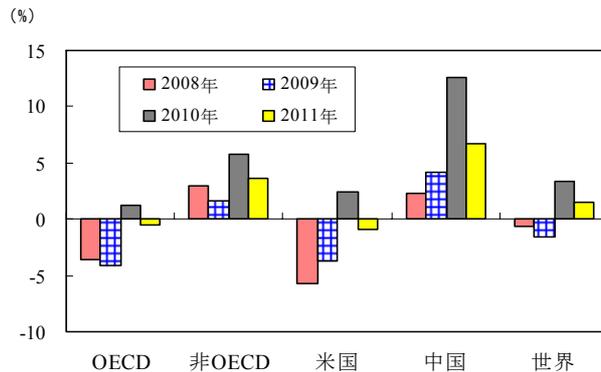
2011 年については需要の伸び鈍化の見込み

こうした先進国と新興国の動向を踏まえ、2011 年の世界の原油需要の伸びは+1.5%と前年（+3.3%）から鈍化すると見込まれている。2012 年については、世界景気の堅調推移に伴い、世界の原油需要も緩やかながら増加するとみられる。引き続きアジアを中心とする新興国が増加の牽引役となろう。

第 2 図：世界の原油需給バランス



第 3 図：地域・国別の原油需要の伸び



(注) 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・在庫動向

供給サイドについてみると、1～3 月期は OPEC（石油輸出国機構）の生産量の増加分とほぼ同程度、非 OPEC の生産が減少した結果、世界の原油生産量は日量 8,840 万バレルと前期から横這いとなった。

非 OPEC 生産は二極化

非 OPEC では、英国やノルウェーなど北海油田の生産が減少した一方、旧ソ連諸国や中南米の生産は増加するなど、原油生産動向は二極化している。IEA によれば、今後も北海油田の生産減少が見込まれるものの、旧ソ連諸国やアジア、中南米地域の生産が増加するとみられ、2011 年の非 OPEC 生産量は前年比増加が予想されている。2012 年についてもこうした地域別の生産動向に大きな変化はないとみられる。

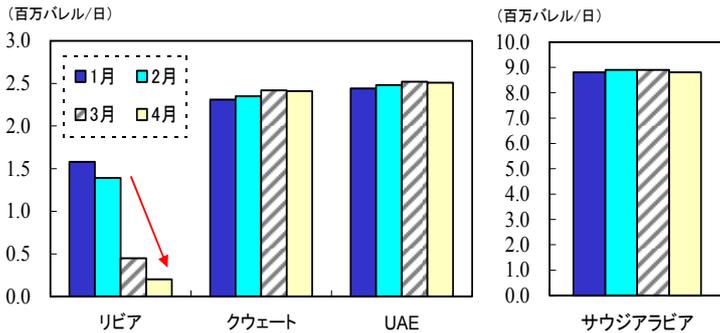
リビアの生産量は従来の 8 分の 1 に縮小

OPEC についてみると、情勢緊迫化が続いているリビアの原油生産が大幅減少しており、4 月の生産量は日量 20 万バレルと、従来の約 8 分の 1 にまで縮小している（第 4 図）。こうしたリビアの生産減少を補うために UAE やクウェートが 2 月から 3 月にかけて若干増産したものの、4 月はほぼ横這いだったことや、最大の産油国サウジアラビアの生産量が 2 月以降ほぼ横這いであることから、OPEC 全体の生産量は減少している（第 5 図）。

OPEC 生産余力はリビア分を除いても高水準

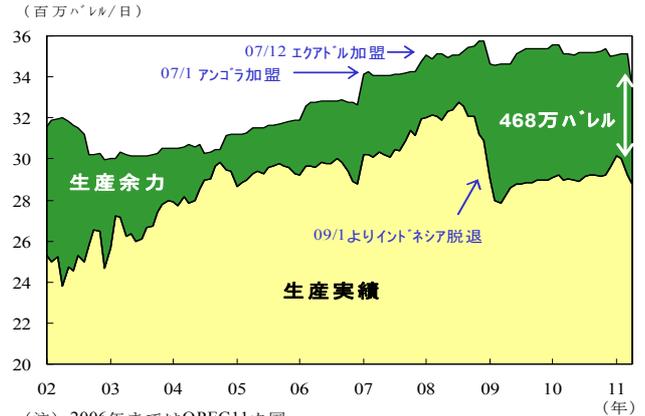
OPEC の生産余力（＝生産能力－生産実績）は、リビアを除いても 4 月時点で 468 万バレルとなっており、過去に比べて大きい（第 5 図）。うちサウジアラビアの生産余力が 324 万バレルと大半を占めており、今後もサウジアラビアの生産動向がポイントとなる。

第 4 図：リビアと中東各国の原油生産量



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

第 5 図：OPEC の原油生産実績と生産余力



(注) 2006年まではOPEC11カ国。

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

IEA、増産要請の緊急声明発表

5 月 19 日、IEA は産油国に増産を求める緊急声明を発表した。声明では「昨年 9 月以降の原油価格の高騰が世界景気回復に影響を与えている兆候が増していることに対し、深刻な懸念を表明する」とし、「IEA は産油国の行動を強く要請し、増産を歓迎する」としている。こうした中、6 月 8 日開催予定の OPEC 総会に注目が集まっているが、OPEC 関係者達

6月8日 OPEC 総会では生産目標据え置きの見込み

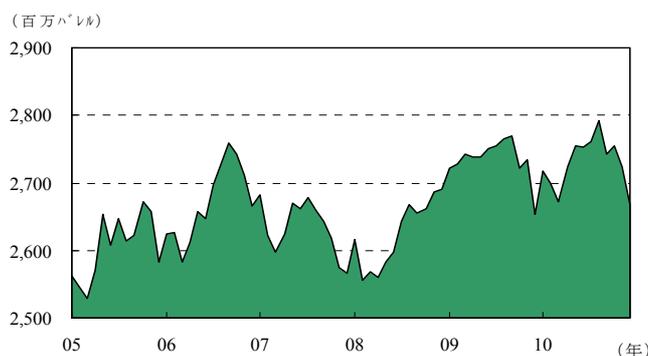
は「原油供給は十分確保されている」との認識を繰り返し表明しており、生産目標据え置きの可能性が高いとみられる。

また、IEA は緊急声明において「IEA 加盟国が講じることのできるあらゆる手段の使用を検討する用意がある」としており、IEA 加盟国による政府備蓄放出の可能性を示唆している。OPEC 生産目標据え置きの場合には、IEA 加盟国、なかでも世界最大の消費国である米国が政府備蓄放出を実施するか否かが注目されよう。

先進国の原油在庫水準は高い

在庫についてみると、OECD の原油および石油製品在庫の水準は、足元では季節要因により減少しているが、依然として高い（第 6 図）。また、在庫日数（＝何日分の需要を賄えるかを示す）は最新 3 月時点で 58.8 日分と、過去 5 年平均を上回る水準となっている。

第 6 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

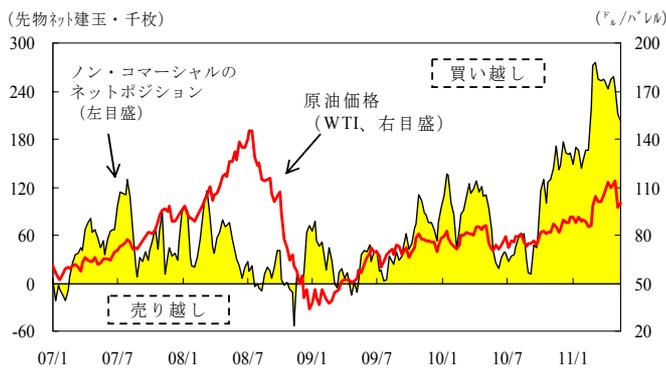
4. 原油市場を巡る資金動向

投機筋の買い越し額は減少基調に転じるも依然高水準

原油先物市場における投機筋の買い越し額は、米量的緩和政策を背景とした潤沢な投資資金を背景に、中東・北アフリカ情勢緊迫化による供給懸念の高まりを受けて、2月下旬以降3週連続で過去最高を更新した（第7図）。3月半ば以降は、投資家のリスク回避姿勢が強まり、買い越し額は減少基調に転じているが、依然高水準が続いている。

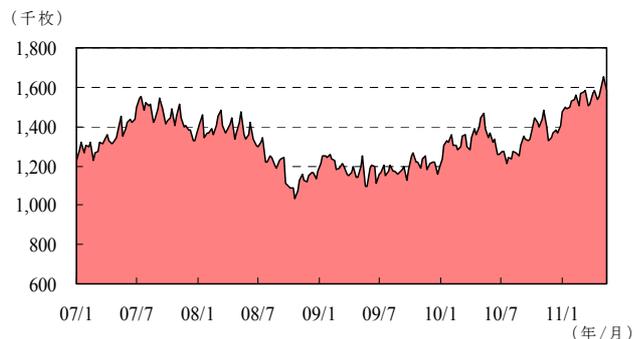
また、原油市場への資金流入を示す総建玉（未決裁残高）も過去最高を更新している（第8図）。

第7図：原油先物市場の投机筋ネットポジション



(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、ニューヨークカンティル取引所 (NYMEX) 資料より
 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：原油先物市場の総建玉



(資料) 米国商品先物取引委員会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

5. 価格の見通し

原油価格は高値圏で推移し、四半期平均でほぼ横這いの見込み

世界景気の堅調推移に伴い、原油価格は高値圏でほぼ横這いで推移すると予想される。①リビアを除いても OPEC の生産余力は大きいこと、②先進国の原油在庫が高水準にあること、を踏まえると、需給面から価格が大きく押し上げられる状況にはない。他方、リビアでカダフィ大佐側と反政府軍および多国籍軍との攻防が長期化の様相を呈しているのに加え、その他の中東・北アフリカ諸国の情勢緊迫化も続いていることから、供給懸念は当面払拭されず、価格下支え要因になろう。WTI ベースでは、2011 年末にかけて四半期平均で 100 ドル台が予想される。

中東情勢悪化の場合には原油価格は急騰するおそれ

仮に、産油量の大きいサウジアラビアやイランの情勢緊迫化により原油生産が減少したり、イランとオマーンの間位置するホルムズ海峡の運航に支障が生じて原油輸出が滞ることとなれば、原油価格は 2008 年 7 月につけた過去最高値 147 ドルを更新して急騰するおそれがある。

原油価格の見通し

	WTI先物 (ドル/バレル)	前年同期比 (%)
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	85.2	12.0%
11/1Q	94.6	19.9%
11/2Q	100	28.1%
11/3Q	103	35.2%
11/4Q	100	17.3%
12/1Q	100	5.7%
12/2Q	102	2.0%
12/3Q	105	1.9%
12/4Q	103	3.0%
13/1Q	103	3.0%
	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	79.6	28.2%
2011年	99	24.9%
2012年	103	3.1%

見通し
↓

(注) 期中平均価格

(篠原 令子)

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)		
	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
日本 (年度ベース)	4.0 (2.3)	▲ 1.1 (▲0.2)	4.0 (4.0)	▲1.0 (▲0.8)	▲0.1 (▲0.1)	▲0.2 (▲0.1)	1,949 (1,873)	1,662 (1,524)	1,684 (1,812)
米国	2.9	2.8	3.2	1.6	2.5	1.9	▲ 4,702	▲ 5,651	▲ 5,876
ユーロ圏	1.7	1.6	1.7	1.6	2.5	1.9	▲ 488	▲ 215	▲ 80
ドイツ	3.6	3.0	1.9	1.1	2.4	2.1	1,730	1,830	1,860
フランス	1.5	1.7	1.8	1.5	2.0	1.6	▲ 545	▲ 520	▲ 480
イタリア	1.2	1.1	1.2	1.5	2.4	2.2	▲ 728	▲ 653	▲ 585
英国	1.3	1.4	1.8	3.3	4.3	2.2	▲ 560	▲ 639	▲ 608
アジア11カ国・地域	9.2	8.0	8.3	4.3	5.0	4.0	4,462	3,678	3,959
中国	10.3	9.6	9.9	3.3	4.8	3.2	3,054	2,498	2,764
NIEs	8.3	4.9	5.3	2.4	3.3	3.1	1,323	1,199	1,240
ASEAN 4 カ国	6.9	5.4	5.8	3.9	5.0	4.4	630	602	585
インド	8.6	8.0	8.5	10.5	7.5	7.8	▲ 489	▲ 568	▲ 580
オーストラリア	2.7	3.1	4.1	2.8	3.3	2.7	▲ 317	▲ 309	▲ 323
中南米	6.1	4.8	4.4	5.3	5.7	4.9	▲ 488	▲ 758	▲ 988
ブラジル	7.5	4.8	4.7	5.0	6.3	4.8	▲ 435	▲ 654	▲ 756
ロシア・中東欧	3.7	4.0	4.0	5.4	6.8	6.1	527	545	277
ロシア	4.0	4.3	4.1	6.9	9.1	7.6	726	805	544

(注) 2010年は実績値、2011、2012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年からスロヴァキアが加わり16カ国、2011年からはエストニアが加わり17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 伊達) TEL:03-3240-3204

E-mail: nobuo_date@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される情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp/> でもご覧いただけます。