

IV. アジア

～世界経済の減速懸念が広がるも、内需主導で堅調持続～

1. アジア経済全般

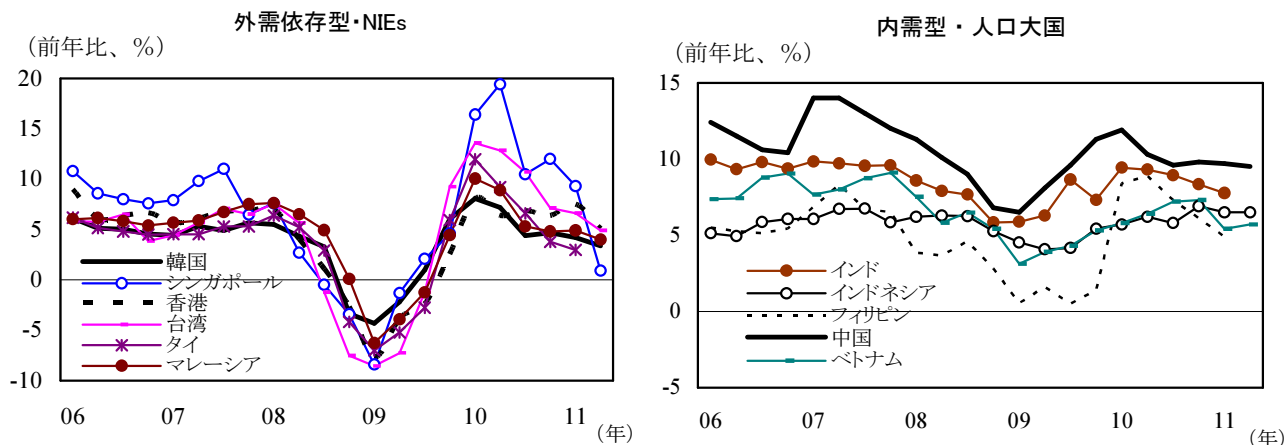
(1) 景気の現状

成長ペースは鈍化するも、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、成長ペースは鈍化しているものの、総じて堅調が持続している。良好な雇用環境を追い風に、個人消費が引き続き底堅く推移したことに加え、アジア域内向けを中心に輸出が堅調であった。

第2四半期の実質GDP成長率をみると、中国(1Q：前年比9.7%→2Q：同9.5%)が小幅鈍化にとどまったほか、インドネシア(同6.5%→同6.5%)は前期並みの成長を維持した。他方、シンガポール(同9.3%→同0.9%)や韓国(同4.2%→同3.4%)など外需依存度が高い国は、減速幅が大きかった(第1図)。また、足元で20%台のインフレが高進しているベトナム(同5.4%→同5.7%)は、インフレの影響で個人消費が伸び悩み成長ペースは緩やかにとどまった。

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

個人消費が経済を下支え

目下のアジア経済を下支えているのは個人消費である。インフレによる実質所得の伸び悩みや消費振興策の剥落などにより消費の拡大ペースは鈍化しているものの、堅調な動きが続いている(第2図)。第2四半期の自動車販売は、軒並み大幅に減速したが、これは東日本大震災に伴う部品調達難による供給制約が主因であり、需要は底堅いとみられる。

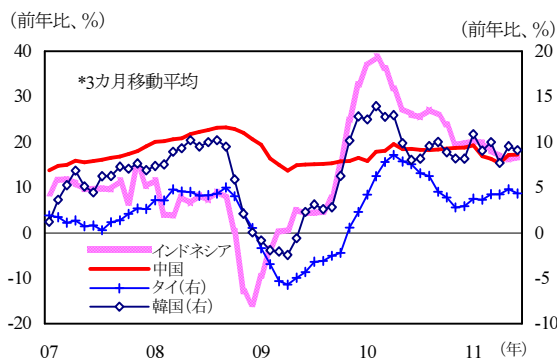
雇用・所得環境の改善傾向持続が消費堅調の要因

消費が堅調な背景には、雇用・所得環境の改善傾向が持続していることがある。失業率をみると、軒並み低水準で推移しており、シンガポール(6月

2.1%) やタイ (5 月 0.5%) では、完全雇用に近い水準まで低下している (第 3 図)。また、韓国では内需の拡大に伴い雇用の裾野が製造業からサービス業へ波及しており、雇用環境は安定している。

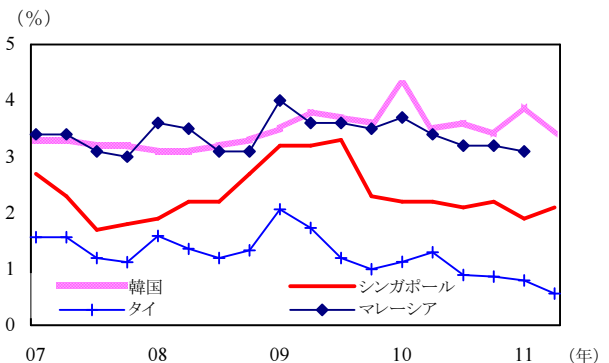
この他、①中国やベトナムを中心に賃金上昇ペースが高まっていること (後述)、②インドネシアやタイなどでは商品価格の上昇による農業収入の安定的な拡大を受け、農村部の購買力が高まっていること、③タイやマレーシアなどでは、個人向けのファイナンスが拡大していること、なども消費堅調の要因といえる。

第 2 図：アジア主要国の名目小売売上



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 3 図：アジア主要国の失業率



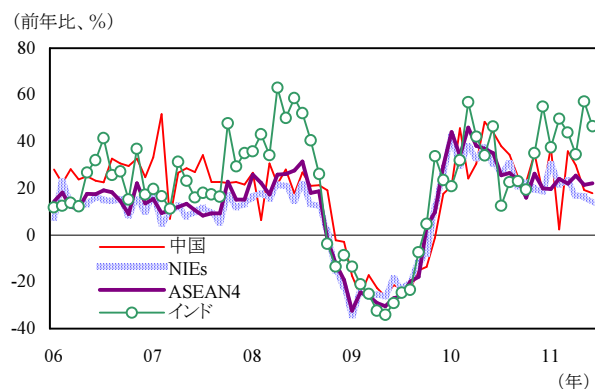
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

輸出は鈍化するも、域内向けを中心に底堅さを維持

輸出は鈍化しているものの、高い伸びが続いている。第 2 四半期の伸び率は、中国 (前年比+22.1%)、インド (同+45.8%)、NIEs (同+15.7%)、ASEAN (同+23.0%) とともに二桁増を維持した (第 4 図)。仕向地別に見ると、米国・欧州など先進国向けが鈍化した一方、堅調な域内需要を背景にアジア域内向けが底堅い伸びを維持した (第 5 図)。

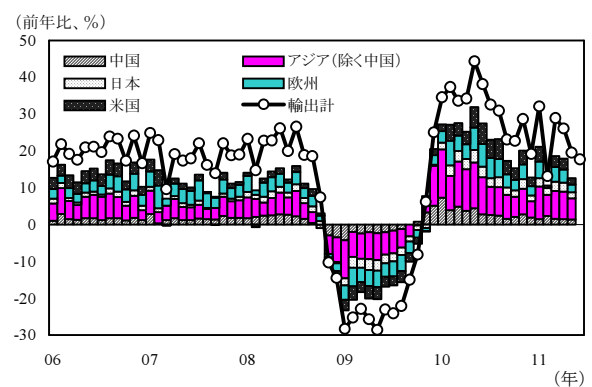
アジアからの輸出品の最終需要地は約 7 割が欧米などアジア域外とみられるが、欧米経済の成長ペースが鈍化するなか、高成長を維持する中国向けを中心に域内貿易が堅調に拡大した。また、ASEAN を核とした FTA が拡充されたことも域内貿易を下支えしている一因といえる。

第 4 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 5 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

根強いインフレ圧力

食品価格の上昇を背景にインフレ圧力は根強い。国際通貨基金（IMF）発表の食品価格指数は、2011年4月をピークに小幅低下しているが、依然過去最高水準にある（第6図）。食品・エネルギーを除いたコア物価も緩やかに上昇しており、需要拡大に伴いインフレ圧力がじわじわと高まっている（第7図）。

各国・中銀はインフレ抑制策を堅持

かかる状況下、アジア各国・中銀はインフレ抑制姿勢を堅持している。中国は2010年10月以降、5度にわたり合計125bp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、11度にわたり合計325bpの利上げを実施、韓国は2010年7月以降、5度にわたり政策金利を合計125bp引き上げた。

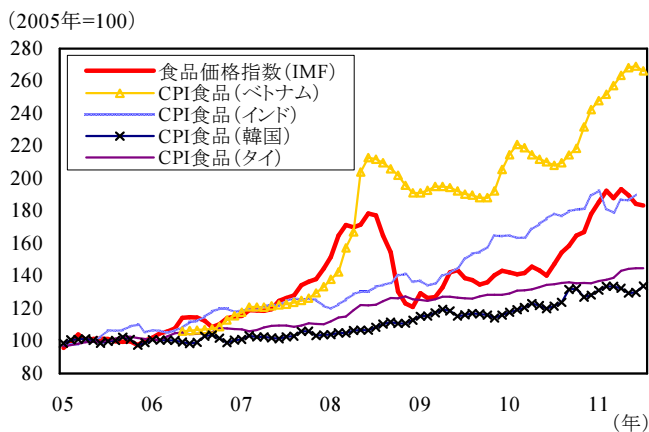
金利、為替、行政措置の3つの政策に分散

もっとも、アジアのインフレ抑制策は、①金利（利上げ）、②為替（通貨高）、③行政措置（物価抑制策）の3つの政策に分散する形で実施されており、必ずしも金融政策のみに依存しているわけではない。これは、食料インフレの主因は天候や疫病などの供給制約であり、利上げによる物価押し下げ効果は期待しにくいためである。

インドネシアは金利よりも為替に軸足

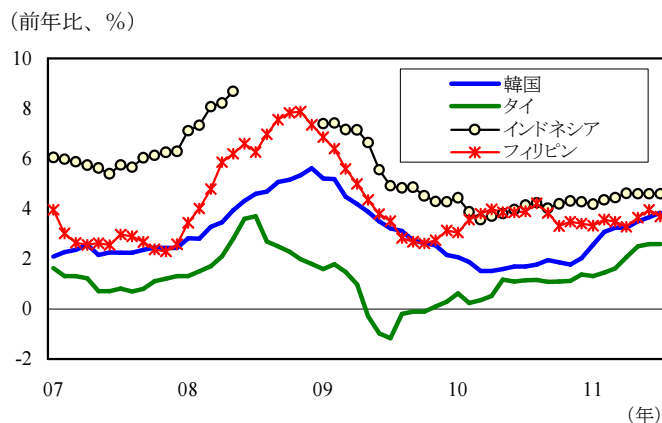
2008-09年のグローバル金融危機時の利下げ幅と、2010-11年の今局面の利上げ幅を比較すると、インフレ高進国のベトナム、インドは利下げ幅と利上げ幅がほぼ拮抗しているのに対し、インドネシアは300bpの利下げ幅に対し、今局面での利上げ幅は25bpにとどまっている（第8図）。これは、インドネシアのインフレ抑制策は金利よりも為替に軸足を置いており、緩やかな通貨高を容認することで、インフレ抑制を図ってきたためである。実際、インドネシアルピアの対ドルレート of 年初来上昇率は約6%と周辺国通貨と比べ上昇幅が大きい（第9図）。また、燃料価格の上昇に対しては、補助金を継続することで物価上昇を抑制している。

第6図：アジア主要国の食品物価



(資料) IMF,CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

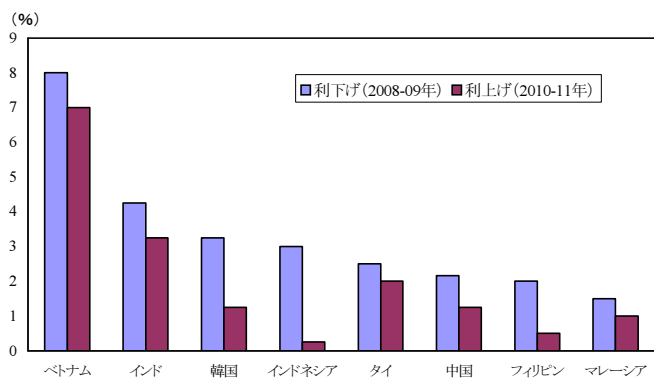
第7図：アジア主要国のコア物価



(注) インドネシアの2008年6月～12月のデータなし。

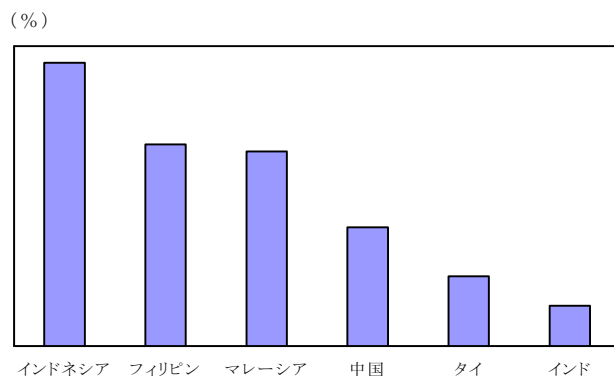
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 8 図：2008 年以降の金利変化幅



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 9 図：アジア主要国の対ドル為替レート上昇率



(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

2012 年にかけても 7%台後半の成長ペースを維持

中国の政治サイクルが景気を下支え

良好な雇用環境が消費を下支え

金融・財政の政策余地大

今後のアジア経済を展望すると、2012 年にかけて 7%台後半の成長ペースを維持するとみる。欧米を中心とした先進国経済が低成長にとどまることが予想されるなか、アジア経済が堅調を維持するとみる理由は下記 3 つである。

一つめは、中国経済が 2012 年にかけて緩やかに減速するものの、9%台半ばの高成長を維持することである。中国は 2012 年に政権交代を控え、成長志向を強めることが予想される。5 年に 1 度の政治サイクルという中国独自の要因が景気を下支えするといえる。足元の景気状況をみると、度重なる金融引き締め（2010 年 10 月以降、利上げ 5 回、預金準備率引き上げ 9 回）にもかかわらず、7 月の投資は前年比+24.5%と目立った影響はうかがえない。これは、今年からスタートした第 12 次 5 カ年計画で打ち出された 7 大戦略的新興産業（次世代 IT、バイオ、新素材、新エネルギー車など）の関連投資が全体を押し上げているためと考えられる。こうした政策関連投資も中国経済を牽引することが見込まれる。

アジア各国・地域ともに、中国経済とのリンケージを高めており、アジア全体の約 6 割の経済規模を占める中国の高成長は、中国向け輸出の増加を通じ、他のアジア経済へ恩恵をもたらすであろう。

二つめは、良好な雇用環境が消費を下支えすることである。アジア各国・地域の失業率は軒並み低水準にあるが、今後は先進国経済が低成長にとどまることを受け、輸出を起点とした雇用の拡大ペースは鈍化が見込まれる。もっとも、堅調な域内需要を背景に、アジア域内向け輸出の底堅い推移が見込まれることから、雇用環境の大幅な悪化は回避できるとみる。グローバル金融危機の影響が顕在化した 2008 年から 2009 年にかけて、アジアの雇用環境は大幅な悪化を回避した。この他、最低賃金引き上げも消費を下支えするであろう。

三つめは、金融・財政の政策余地が大きいことである。アジア諸国は 2010

年 3 月以降、利上げに踏み切っており金融緩和余地がある。また、中国やインドネシアの財政赤字は GDP 比 1%台と低水準にとどまっており、その他の国・地域の財政赤字もインドとベトナムを除き同 3~5%と比較的健全な水準にある。仮に、海外経済減速の影響が予想以上に大きくなった場合でも、金融・財政両面から景気を下支えすることが可能であり、景気的大幅な減速は回避できるとみる。

2011 年、2012 年ともに 7.8%成長

以上を鑑み、アジア 11 カ国・地域全体の成長率は 2011 年、2012 年ともに 7.8%と予測した（第 1 表）。グローバル金融危機前の高成長（2003~2007 年平均 9.0%）と比べると、成長ペースは鈍化するものの、世界経済の減速懸念が広がるなか、アジア経済は堅調な拡大が続こう。

地域別にみると、輸出依存度が高い NIEs の成長率は先進国経済の低迷を受け、2012 年は 4.3%と 2011 年の 4.6%から減速する一方、ASEAN は内需主導で安定成長を遂げるインドネシアが牽引役となり、2012 年は 5.6%と 2011 年の 5.3%に続き 5%台の成長が期待できる。他方、インド、ベトナムは、インフレ高進を受け、投資及び消費が鈍化しよう。2012 年の成長率は、インドが 8.0%、ベトナムが 6.4%と政府の中期的な目標成長率（ベトナム 7%、インド 9%）を下回るペースが続こう。

利上げは最終局面

金融政策については、インフレ圧力が依然強いことから、各国・地域ともに 2011 年中は引き締め姿勢を維持するであろう。もっとも、多くの国・地域で政策金利が中立水準近辺まで上昇していること、世界経済の減速懸念が強まっていることから、利上げは最終局面にある。国・地域によって差はあるものの、年内に 25~50bp の利上げで打ち止めとなる公算が大きい。

第 1 表：アジア経済見通し総括表

名目GDP規模 2010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	5,878	10.3	9.5	9.4	3.3	5.3	3.5	3,054	2,762	2,922
韓国	1,007	6.2	4.2	4.0	3.0	4.2	3.5	282	186	178
台湾	430	10.9	4.8	4.7	1.0	1.7	1.9	399	342	325
香港	225	7.0	5.2	4.8	2.4	5.3	4.1	139	143	166
シンガポール	223	14.5	5.0	4.8	2.8	4.3	2.8	494	503	542
NIEs	1,885	8.3	4.6	4.3	2.4	3.8	3.1	1,315	1,174	1,211
インドネシア	707	6.1	6.3	6.4	5.1	6.0	5.8	57	45	9
マレーシア	238	7.2	4.7	4.9	1.7	3.2	2.5	273	278	307
タイ	319	7.8	4.0	4.5	3.3	3.8	4.2	148	141	131
フィリピン	189	7.6	4.7	5.1	3.8	4.6	4.1	85	77	71
ASEAN4	1,452	6.9	5.3	5.6	4.0	4.9	4.7	562	541	518
インド	1,538	8.5	7.6	8.0	10.5	8.0	7.5	▲443	▲551	▲595
アジア10カ国・地域	10,754	9.2	7.8	7.8	4.3	5.4	4.2	4,488	3,926	4,056
ベトナム	104	6.8	5.9	6.4	9.2	18.0	11.5	▲56	▲63	▲52
アジア11カ国・地域	10,857	9.2	7.8	7.8	4.3	5.5	4.2	4,432	3,863	4,004
		→見通し			→見通し			→見通し		

(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主なリスクは、①インフレ、②世界的な金融市場の混乱に伴う資本流出、③住宅バブルの3つが考えられるが、最大のリスクはインフレである。前述の通り、インフレの主因は食品価格の上昇であるが、物価上昇の対象品目が交代していることから、食料インフレが長期化している。例えば中国では、当初野菜が高騰したが、政府が農家に増産指示を出したことで、価格は沈静化した。しかしその後、疫病により豚肉価格が高騰、足元の食品物価を押し上げている(第2表)。もっとも、食料インフレは、供給力の回復に伴い徐々にピークアウトとみる。

他方、インドや韓国では、食品やエネルギー以外の製品価格やサービス価格が上昇傾向にある。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(第10図、11図)。とりわけ、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構造にある。また、ベトナムは通貨下落による輸入インフレが進行しており、インド同様に構造的なインフレ圧力が存在することから、留意が必要である。

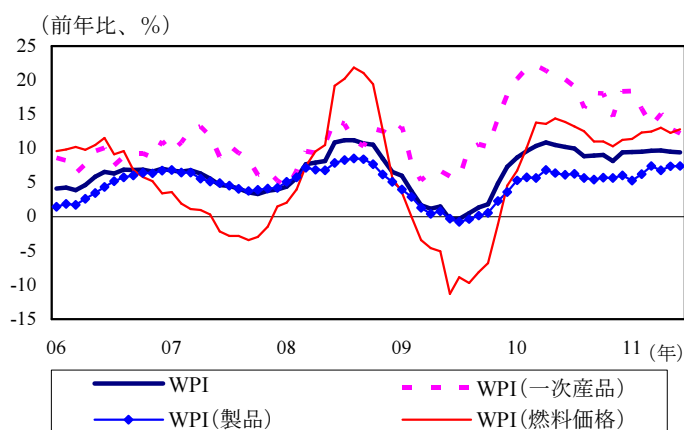
第2表：最近上昇した主な食品

(前年比、%)			
	2011年に上昇した主な食品	物価上昇率	うち食品
中国	野菜、豚肉	5.5	12.2
インドネシア	野菜、とうがらし	6.1	11.2
フィリピン	とうもろこし、魚	4.3	4.1
インド	果物、魚	9.5	10.7

(注) 2011年1-7月期の消費者物価上昇率、インドは1-6月期の卸売物価上昇率

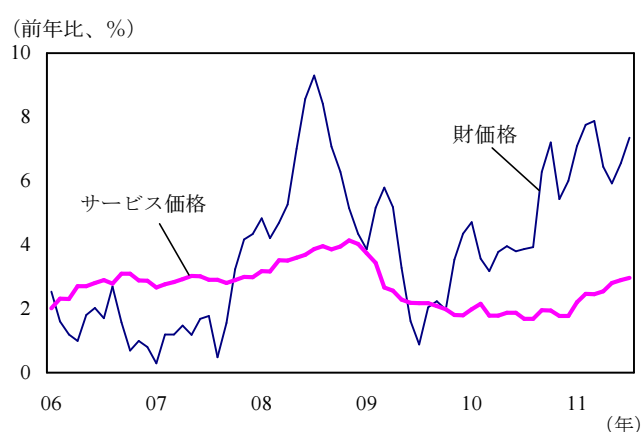
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：インドの卸売物価



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11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

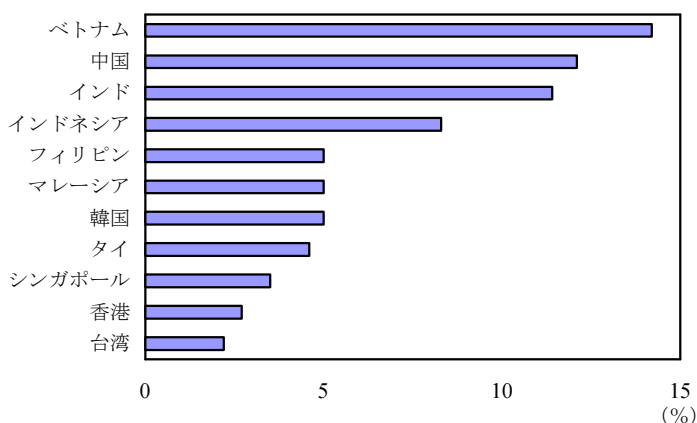
賃金インフレリスクが台頭

近年では大幅な賃上げが続いており、賃金インフレリスクが台頭している。2010年のアジアのベースアップ率をみると、ベトナム（14.2%）、中国（12.1%）、インド（11.4%）は二桁に達した（第12図）。大幅な賃上げの背景には、インフレの進行に加え、良好な雇用環境により労働力が不足していること（ベトナム、タイなど）、また、所得格差の是正のため政府が政策的に最低賃金を引き上げていること（ベトナム、中国、タイなど）、などがある¹。

タイでは最低賃金の大幅引き上げを受け、インフレ加速

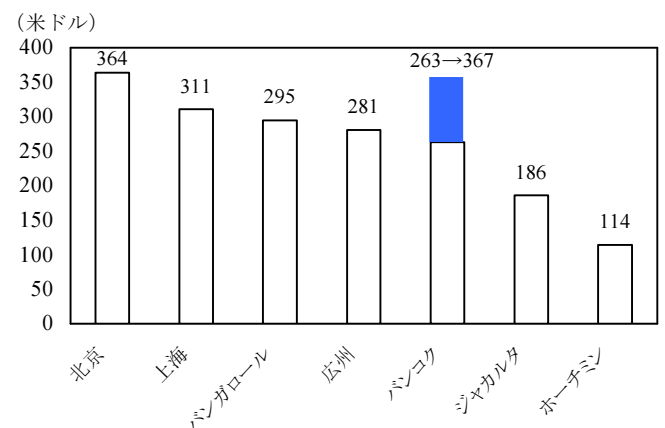
ベトナム、中国、インド以外の国のベースアップ率は5%程度と賃金インフレを懸念する水準ではないが、タイの動向には注意が必要である（第13図）。8月に誕生したインラック新政権が最低賃金を全国一律300バーツ／日に引き上げる方針を打ち出しており、これが実現した場合、タイの賃金水準は最大9割引き上げられる。政府は2012年1月の実施を目指しており、2012年は他のアジア諸国のインフレ圧力が緩和するなか、タイはインフレ圧力が高まる見込みである。

第12図：アジアのベースアップ率（2010年）



（資料）JETROより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：アジア主要国の月額賃金（製造業、一般工）



（注）バンコクの最低賃金が215バーツから300バーツへ39.5%上昇したと
（資料）JETROより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②世界的な金融市場の混乱に伴う、資本流出リスク

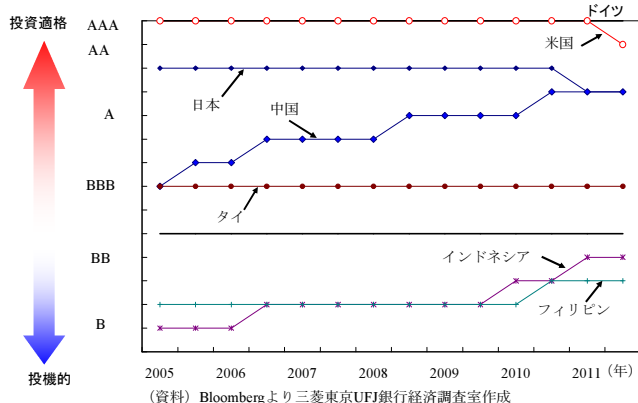
二つめは、世界的な金融市場の混乱による資本流出リスクである。2011年のASEAN・インドの株式市場は、大幅な流入超となった2010年に比べ流入ペースは鈍化したものの、資本流入傾向は持続している。インドの資本動向をみると、2011年に入りインフレ懸念が高まった1～2月は流出超になったものの、3月以降は概ね流入超が続いている。

しかし、8月に入り、欧州のソブリンリスクの拡大や米国の格下げを受け世界の金融市場が混乱、アジアの株価、通貨（対ドルレート）ともに一時大幅に下落した。その後、株価、通貨はともに上昇に転じたものの、当面、金融市場は混乱が続く可能性がある。

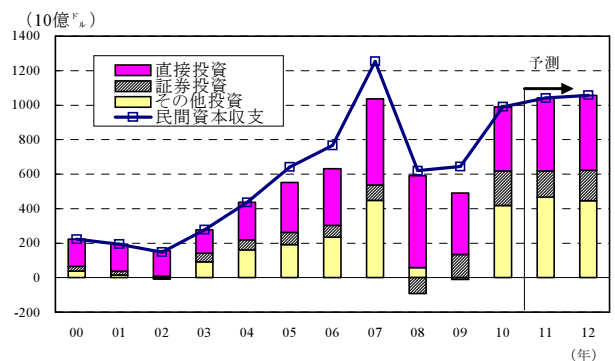
¹ 香港では2011年5月から最低賃金制度が導入され、マレーシアでも最低賃金を導入する方針。

世界的な金融市場の混乱が生じた場合、短期的にはポジションを手仕舞う動きが強まり、アジアから資本流出が生じる可能性が大きい。もっとも、中期的には、成長性が高く、かつ相対的に財政懸念が小さいアジアへ資本が回帰する公算が大きいであろう。アジア主要国の長期債格付推移をみると、債務懸念が高まりを受け格下げが実施された米国とは対照的に、中国、インドネシア、フィリピンなどでは格上げの動きが続いている（第14図）。IIF（国際金融協会）は、2012年にかけて新興国へ年間1,000億ドルペースの資本流入を見込んでおり、うち半分はアジアへ流入するとみている（第15図）。

第14図：アジア主要国の長期債格付推移（S&P）



第15図：新興国への資本フロー



③住宅バブルリスク

3つめは住宅バブルリスクである。アジア主要国・地域の中で、住宅価格の上昇が顕著な華人経済圏（中国、香港、台湾、シンガポール）では、政府の住宅投資抑制策を受けて住宅価格指数の伸びは鈍化しているものの、価格水準は上昇傾向を持続している（第16図）。

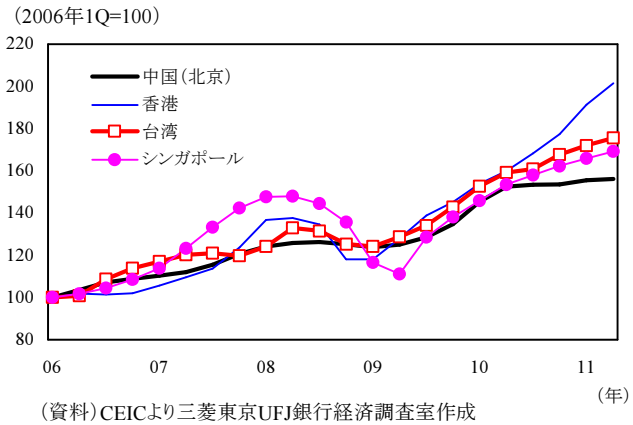
アジア各国は物価上昇を受け、金融引き締め姿勢を継続しているものの、実質金利はマイナスもしくは低水準が持続しており、住宅市場にマネーが流入しやすい環境が続いている。さらに、米FRBが少なくとも2013年半ばまで低金利政策を継続する方針を示し、世界的な過剰流動性が長期化する公算が大きくなったことから、アジアの住宅市場にマネーが流入しやすい環境が続く見込みである。

かかる環境下、米ドルペッグ制の為替制度を採っている香港では、香港ドル金利が米ドル金利に追随することから、低金利が長期化する公算が大きい。また、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では、実質的にシンガポールドル金利が米ドル金利に追随する傾向があることから、香港同様に低金利が長期化する可能性がある。

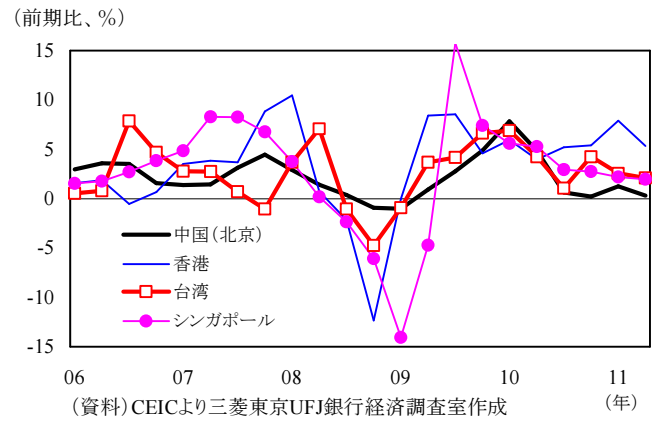
低金利の長期化による住宅市場の過熱リスクに加え、これらの国・地域の住宅価格は最高値圏にあることから、世界的な金融市場の混乱が価格調整の契機となるリスクもあろう。

第 16 図：華人経済圏の住宅価格

＜価格水準＞



＜前期比伸び率＞



(竹島 慎吾)

2. 中国

(1) 現状

輸出、消費に下押し
圧力がかかり、景気
小幅減速

輸出は新興国向け
の堅調に対し、欧米
向けは伸び悩み

消費にはインフレ
と販売振興策の効
果剥落が影響

投資には産業政策
による押し上げ効
果

中国では第2四半期の実質 GDP 成長率が前年比 9.5%と前期（同 9.7%）から小幅減速した。輸出には欧米景気の不冴え、消費にはインフレという下押し圧力が加わった一方、投資は引き続き旺盛で引き締めの影響は目立って顕在化していない。

足元までの経済実績をより詳細にみていくと、まず、輸出の伸びは漸減傾向を辿り、5～7 月には前年比+20%前後となった。輸出先をみると、新興国向けの堅調に対し、欧米向けは伸び悩み、双方の景気格差の影響が窺われる。とくに米国向けは 3 カ月連続で前年比一桁の伸びにとどまった。この背景には、対米輸出物価の上昇があるとみられる。2005 年 7 月に人民元相場はドルペッグから管理フロートに移行したものの、海外からは上昇ペースが緩慢であるとの批判が絶えなかった。それでも、ペッグ時の水準に比べ、すでに 30%上昇し、かつ、最低賃金も急上昇していることから、こうしたコスト上昇圧力を生産性の向上やマージンの圧縮で吸収するという中国企業の努力に限界が来た可能性を示唆する。

内需に目を転じると、消費にはインフレと振興策効果の剥落の影響が見受けられる。所得の伸びが低下しているわけではなく、食料品価格の高騰がエンゲル係数の高い中国の家計の消費意欲を減退させていると考えられる。また、小型車減税など自動車販売振興策が昨年末で期限切れを迎えた影響は避けられず、自動車販売台数は 4、5 月には前年比小幅減少した。家電については、農村向け購入補助（2009 年 2 月より全国展開）、都市部の買い替え補助（2009 年 6 月導入）ともに 2 年以上が経過していることから、すでに効果が浸透し、拡大余地が縮小しつつある。

これに対し、投資は 7 月時点でも前年比+24.5%と引き続き高水準にある。2010 年 10 月以来、預金準備率は 9 回引き上げられ（引き上げ幅は毎回 0.5%）、過去最高水準を更新しつつ、大手銀行で 21.5%に達している。利上げについても 5 回（引き上げ幅は 1 年物貸出・預金基準金利で毎回 0.25%）と引き締め政策が強化されているが、投資全体をみる限り、目立ったインパクトは与えていないといえる。ただし、中小企業については、民間金融から 20%超の高利でしか調達できないという厳しい資金繰りに、原材料・賃金の上昇も加わり、グローバル危機以上の難局にあるとの不満が多く、倒産も増えていると報じられており、決して楽観できる状況ではない。

総じて投資好調が持続されている背景には政策効果が色濃く反映しているよう。とくに、本年が初年となる第 12 次 5 カ年計画において 7 大戦略的新興産業に選定された業種に注目すると、「次世代 IT」に関連して電子情報、電気機器、「バイオ」に関連して医薬、「先端機械設備」に関連して機械、

「新素材」に関連して化学、化学繊維、「新エネルギー車」に関連して輸送機器に、それぞれ押し上げ効果が窺われる。また、不動産については、低所得層向け住宅建設プロジェクトがある。前年実績 370 万戸に対し、2011 年については 1,000 万戸、1.3 兆元の投資額が見込まれており、年前半ですでに 500 万戸が着工に至った。

投資には政権交代
サイクルに基づく
上昇圧力

なお、鉄道に関しては、7 月の高速鉄道事故の影響で新路線の認可が一時的に凍結され、その押し下げ効果を危惧する向きがある。しかし、同部門向けの投資は危機対応の 4 兆元対策の期限切れに伴い、すでにピークアウトし、本年 1～7 月実績では前年比▲2.1%まで落ち込み、また、全体に占めるシェアも 1.8%にとどまることから、インパクトは限定されよう。

こうしたなか、消費者物価上昇率は 7 月には前年比 6.5%と過去 3 年間の最高水準に達し、当然ながら、通年の目標値である 4%を大きく上回っている。野菜の価格高騰は増産対策により収まってきたが、5 月から豚肉の価格が飼料、燃料などコスト上昇により生産が鈍っていたところへ疫病が広がったことを背景に高騰し、食料インフレを長期化させている。

(2) 見通し

インフレが収まらないなか、景気については一段の減速懸念が広がりつつある。7 月の購買担当者指数 (PMI) はほぼ 2 年半振りの低水準に落ち込んでいる。さらに、米国債の格下げを契機とした世界的な金融市場の混乱は先進国を中心に再度、世界景気に下押し圧力をかけている。このため、政府もインフレ抑制一辺倒ではなく、景気への目配りが不可欠となっており、金融引き締め政策の打ち止めが近づいているとの見方が広がりつつある。

輸出には厳しい下
押し圧力

こうした状況を踏まえ、今後を展望すると、まず、輸出には世界景気減速の重石がかかろう。また、人民元ならびに賃金の上昇による趨勢的なコスト競争力低下圧力も加わってくる。ここからすれば、相当な輸出減速は避けられない見込みである。なお、海外の景気低迷が深刻化し、輸出不振に陥った場合には、当局はグローバル危機時と同様、政策的に通貨・賃金の上昇抑制に動き、競争力低下を限定しよう。

消費はインフレ緩
和に伴い持ち直し
へ

これに対し、消費についてはインフレ緩和に伴い持ち直しが期待される。7 月の消費者物価上昇率は高率であったものの、最大の押し上げ役であった豚肉価格の上昇は補助金支給、疫病対策などの効果もあり、収まりつつある。むろん、製品価格は、資源・エネルギーおよび賃金の上昇による押し上げ圧力により長年のデフレからディスインフレに移行しているが、食料インフレ緩和が物価全体を安定に導くと考えられる。

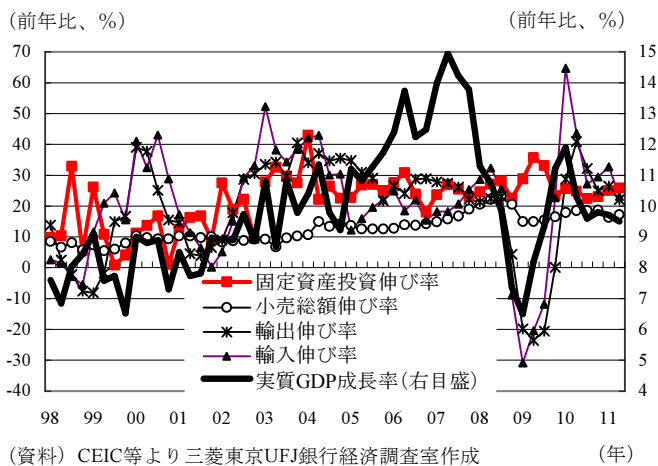
9月から実施される所得税改革も追い風となろう。控除額の引き上げ、最低税率の引き下げ、税率構造の簡素化（9→7段階）などから一部の高所得層を除いて減税となり、納税者は現行の8,400万人から2,400万人に減少する。自動車販売も2010年時点で都市部の世帯普及率13.1%という低水準からすれば、振興策の期限切れによる反動が薄らぐにつれ、持ち直そう。

投資には政権交代 サイクルに基づく 上昇圧力

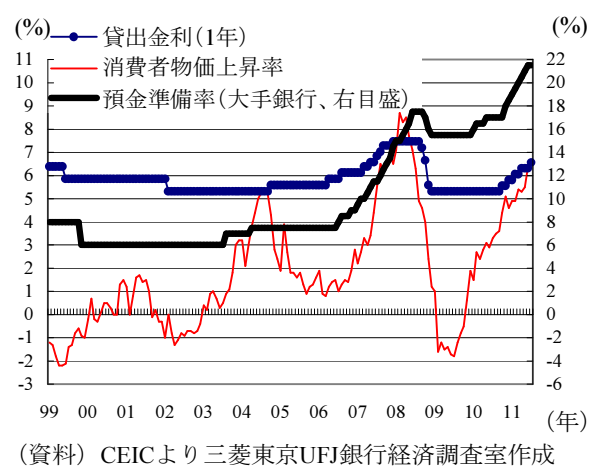
投資には一段と上昇圧力が加わってくる見込みである。2012年秋の共産党大会に際しては政権交代のみならず、その前後の期間に大幅な党・政府人事異動も決定されることから、政府機関・地方政府などが実績作りのために投資を促す可能性が高い。重点分野として、これまで通り、7大戦略的新興産業や低所得層向け住宅建設に加え、その年の最重要政策課題に当たる中央1号文件に取り上げられながらも、これまでさほどの勢いがみられなかった水利事業についてもペースアップが予想される。なお、構造調整の追求も継続されており、7月に、鉄、非鉄、化学など18業種の2,255社に対し、劣後した生産能力の淘汰を指示した。生産能力の削減規模は過半の業種において前年を上回っている。

以上を総合すれば、世界景気の減速に伴う輸出へのマイナスのインパクトは内需拡大により緩和されるものの、実質GDP成長率は2011年には9.5%、さらに2012年には9.4%と緩やかな減速を予想する。

第17図：中国の成長関連指標



第18図：中国の物価と金融情勢



(3) リスクファクター

世界経済の先行き不安が広がるなかでも、中国経済は高成長を維持し得るとみるが、足元で地方政府債務問題が懸念を喚起しており、注意を要する。4兆元対策に絡んで、地方政府融資プラットフォーム会社と呼ばれる地方政府傘下の投資会社への貸出が急増したが、その資金が大量に投下されたとみられる不動産投資がバブル崩壊でダメージを負ったり、

インフラプロジェクトが収益力不足であった場合、不良債権問題が再燃する恐れが指摘されている。

これに対し、昨年来、中国当局は、銀行業監督管理委員会を中心に管理を強化してきた。それでも、本年6月以降、上海、雲南など一部のプラットフォーム会社の債務不履行に陥ったが、地方政府の介入により融資継続となった模様である。7月には国務院がこの問題に取り組む方針を言明していることからみても、リスクは限定されよう。

地方政府債務問題は あるも財政にカ バーする余力あり

2010年末の地方政府融資プラットフォーム会社向け貸出残高については、審計署（会計監査院）、中国人民銀行（中央銀行）、銀行業監督管理委員会からそれぞれ異なった数値が公表され、実態の把握すら困難である。このうち人民銀行の報告に基づく推計値 14.4 兆元が最大で GDP 比 36.2%となるが、国債発行残高が GDP 比 17.0%であることから、全て不良化して、財政で賄うという最悪のケースを想定しても GDP 比 50%強にとどまる。決して小さいとはいえないが、OECD 平均の政府債務残高の GDP 比が 2007 年の 73.1%からグローバル危機後の 2010 年には 97.6%に膨らんだのに比べれば相対的に良好な水準といえる。政府は迅速な対応によって金融システム不安を回避する余力を十分に備えている。

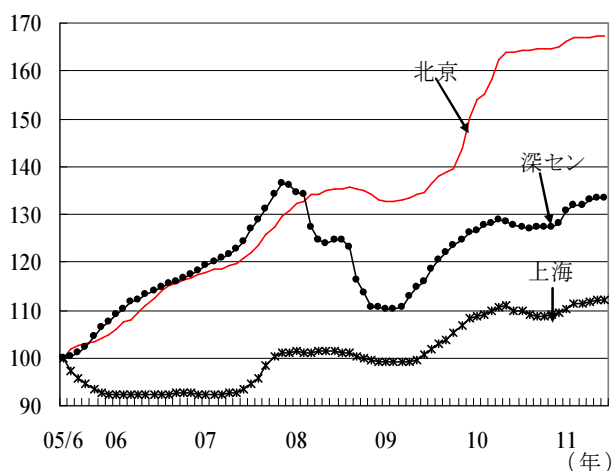
根源にある過剰投 資体質は中長期的 に大きなリスク

もっとも、債務の実態は明らかでなく、より深刻である可能性、ならびに、財政で救済した場合のモラルハザードなど軽視し難い問題を含んでいることは明らかである。そもそも、危機対応の景気対策の下で採算・返済能力を考慮しない過剰投資が膨らんだのは中国の問題体質が全く改善されていない証左である。中長期的に大規模な構造調整リスクをはらんでいることは論を待たない。

（萩原 陽子）

第 19 図：中国の新築住宅価格

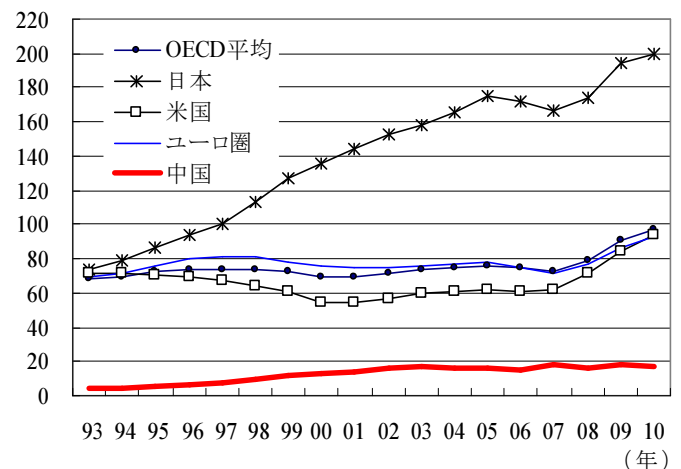
（2005年6月 = 100）



（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 20 図：政府債務残高の GDP 比

（%）



（資料）OECD資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. NIEs

(1) 韓国

①現状：成長ペースは鈍化するも堅調維持

消費が景気を下支え

韓国経済は成長ペースが鈍化したものの、堅調を維持している。第2四半期の実質 GDP 成長率（速報値）は前年比 3.4%と前期（同 4.2%）から減速した。もっとも、前年同期（同 7.5%）の高成長の反動減を考慮すると、景気は総じて堅調といえる。

景気の下支え役は消費である。雇用環境の改善を追い風に民間消費（同 +3.1%）は前期（同+2.8%）から伸びが高まった。品目別にみると、自動車や家電などの耐久消費財が鈍化する一方、食品や衣料が堅調であった。6月の就業者数は前年比+33.5万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10カ月連続で上回った。また、非正規雇用者が減少する一方、正規雇用者が増加しており、雇用の質も高まっている。投資をみると、建設投資（同▲8.6%）は住宅部門の低迷を受け低迷が続いたものの、企業の設備投資（同+7.6%）は半導体や運輸などの輸出企業を中心に底堅い伸びとなった。

他方、第2四半期の輸出は前年比+10.2%と前期（同+16.8%）から減速したものの、二桁増を維持した。半導体は鈍化したものの、造船や通信機器、自動車などを中心に拡大した。

中銀は追加利上げを実施

物価は高止まっている。7月の消費者物価上昇率は前年比 4.7%と洪水の影響もあり、7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、6月に今局面で5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 3.25%）。

②見通し：2012年の成長率は、欧米経済の鈍化で 4.0%へ減速

今後の韓国経済を展望すると、物価の高止まりや金利の上昇により、内需の拡大ペースが鈍化するなか、世界経済の減速で輸出の下押し圧力が強まるであろう。この結果、2012年にかけての韓国経済は、潜在成長率の下限近辺の成長ペースにとどまる見込みである。2011年の成長率は前年比 4.2%、2012年は同 4.0%と予測する。

消費は雇用環境の改善を背景に堅調が予想される。もっとも、輸出の減速を受け雇用の拡大ペースが鈍化することに加え、物価上昇により実質賃金の伸びが鈍化していること、などから消費の伸びは鈍化しよう。他方、輸出は先進国経済及び中国経済の鈍化を受け減速幅が大きくなろう。

食料品や原油など供給面からのインフレ圧力に加え、堅調な消費を背景に需要面からのインフレ圧力も高まっている。昨年12月から1月にかけて政府は物価抑制策（生活必需品の輸入関税引き下げ）を打ち出したものの、52品目の生活必需品のうち41品目の価格が上昇するなど効果は上がっていない。また、8月から電気料金が 4.9%引き上げられたことや7月

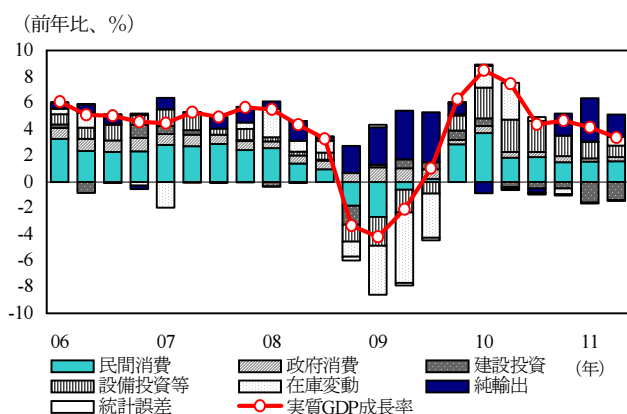
利上げは最終局面

の豪雨の影響もあり、物価は高止まりが続く見込みである。2011 年の消費者物価上昇率は前年比 4.2%、2012 年は同 3.5%を予想する。

こうした環境下、中銀はインフレ抑制のため追加利上げに踏み切るとみられる。もっとも、住宅ローン金利の上昇により家計債務負担が高まっていること、世界経済の減速懸念が広がっていることから、利上げは最終局面にあるといえよう。

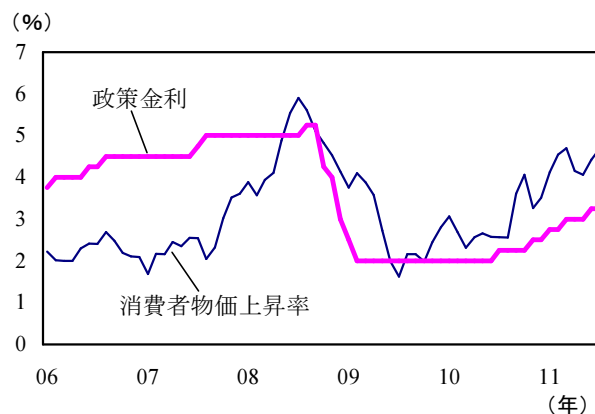
(竹島 慎吾)

第 21 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 22 図：韓国の物価・金利動向



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

①現状：内外需ともに減速目立つ

台湾では景気が減速してきた。第2四半期の実質 GDP 成長率は前年比 5.0%と前期（同 6.2%）からの低下が目立った。需要項目別の内訳をみると、輸出の伸びが同 4.4%と前期（同+11.2%）から大幅減少している。台湾ドルの対ドル相場は前年同期に比べ 10%上昇し、14 年振りの高値圏に突入して輸出競争力を低下させた。また、中国において家電販売振興策の効果に息切れが出てきたこともマイナスに働いたと考えられる。輸出減速に伴い、設備投資も同+1.6%と前期（同+8.6%）から急速な衰えをみせた。消費も同+3.1%と前期（同+4.4%）から減速した。雇用情勢、株・不動産市況ともに良好な水準を保っているが、5 月下旬に飲料・食品に有害な可塑剤が混入していたという事件が発覚したことや中国人観光客数が前年比で減少したことなどが響いたとみられている。

物価安定続くも 小幅利上げで金利正常化へ

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、台湾では安定が続いている。6 月には可塑剤混入事件の影響で安全と目された果物の価格が前年比+21.3%と高騰したこともあり、消費者物価上昇率も同+1.9%まで押し上がったが、この動きは長続きせず、7 月の消費者物価は同+1.3%に収まった。ただし、台湾においても都市部を中心に住宅価格が高騰し、また、輸入インフレのリスクが軽視できないこともあり、中央銀行は金利正常化に向けて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 0.125% の利上げを 5 回実施した。それでも、現在の再割引率は 1.875% と未だに低く、今後も小幅利上げの継続が予想される。

②見通し：世界景 気減速の影響は 避けられず

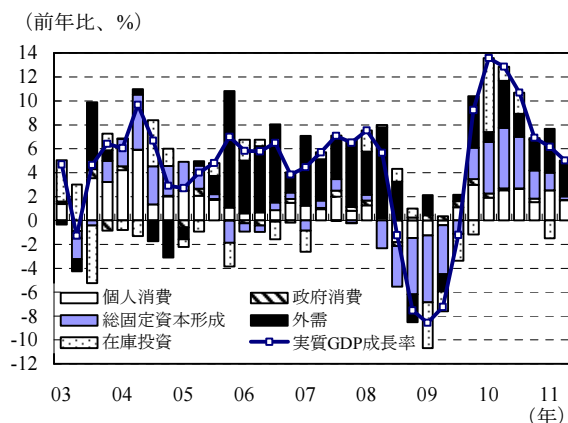
足元、欧米の債務問題が実体経済を下押し、輸出主導型の台湾経済にも影を落とすリスクが強まりつつある。ただし、中国がグローバル危機時同様、世界経済を牽引する役割を果たし、その恩恵がアジアを中心に海外にも及ぶと考えられる。とくに台湾は中国との経済協力枠組み協定（ECFA）締結を契機に中国の高成長の恩恵を取り込み易くなっている。ECFA に伴う関税引き下げにより、競争上の優位性が高まるなかで賃金上昇に伴う自動化のための機械需要に大きな期待が寄せられている。中国人旅行客数の伸び悩みは現時点で解禁対象となっている団体旅行に質の低いものが多く、失望を買ったためとの見方もある。2011 年 6 月 28 日から北京、上海、福建省廈門の住民限定ながら個人旅行も解禁されたことから、足元の踊り場状態を脱して、再度、盛り上がりへ転じることが期待される。

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が展開されており、一定の下支え効果が見込まれる。すでに、本年 7 月から 7 年振りに公務員給与を 3% 引き上げられ、さらに 2012 年初から法定最低賃金も 5.03% 引き上げとなる。

もっとも、中国効果や選挙を意識した政策による下支えを考慮しても、世界的な成長減速の影響はカバーしきれず、実質 GDP 成長率は 2010 年の二桁成長から 2011 年には 4.8%、さらに 2012 年には 4.7% と減速基調が見込まれる。

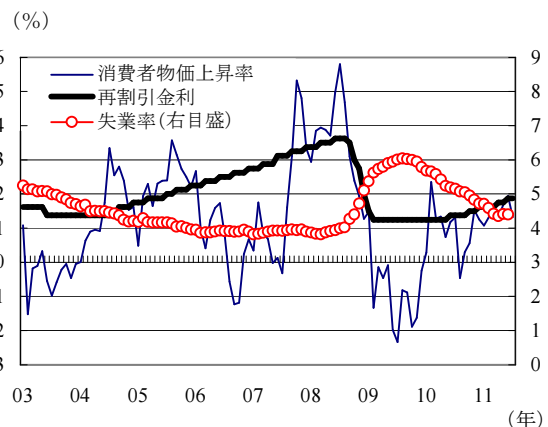
（萩原 陽子）

第 23 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 24 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：輸出は大きく減速するも 内需は好調持続

香港では、第2四半期の実質GDP成長率が前年比5.1%と前期(同7.5%)から大きく減速した。財輸出が前期の同+16.8%の急増から一転して同+0.3%へと落ち込んだことが主因である。主要輸出先である欧米の景気減速に加え、東日本大震災に伴うアジアのサプライチェーンのダメージが相当に大きかったと指摘されている。

これに対し、内需は好調であった。消費は良好な雇用環境、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、同+9.2%と前期の同+8.0%から加速した。また、総固定資本形成も前期の同▲0.3%から同+8.1%と大幅増加に転じた。全体のほぼ半分を占める民間設備投資は期によって振れ幅が大きく、前期の同▲13.7%から同+18.0%に転換したためである。

ドルペッグ制に伴う金融緩和の下でインフレ高進

内需好調に加え、ドルペッグ制の下で米国に追随した金融緩和政策を余儀なくされていることから、インフレ圧力は強まる一方である。消費者物価は食料品価格や家賃などを中心に上昇が避けられず、6月には前年比+6.0%とほぼ3年振りの高水準に達した。また、不動産価格は相次ぐ規制強化にもかかわらず、実績が公表されている6月までは史上最高値の更新を続け、バブル懸念を高めてきた。

②見通し：景気減速の一方、インフレ継続

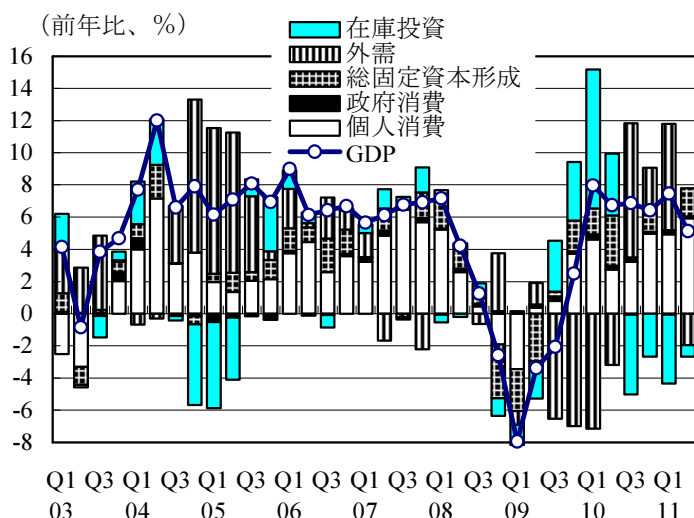
米国債の格下げを契機に世界的に金融市場への動揺が広がっており、当然ながら、国際金融・貿易センターである香港にも影を落としている。格下げ直後から、香港でも株価が大幅下落し、8月9日に実施された公有地の競売は最低価格での落札となるなど、不動産市況の先行きにも不透明感が広がっている。このため、資産効果が弱まる可能性が高まっている。輸出面では、日本の震災の影響が薄らぐ一方で、欧米景気の不冴えが引き続き足を引っ張る可能性が高まったといえる。

もともと、中国経済が世界景気を底支える高成長ペースを堅持すると想定されるなか、中国人旅行客の購買、人民元ビジネスなど広範な分野で中国効果が持続しよう。さらに、潤沢な財政余剰を活用して、2011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ことになっており、今後も緊急対策を講じる余力は十分ある。

それでも、世界景気の減速に伴う下押し圧力は払拭しきれず、実質GDP成長率は2010年の前年比7.0%に対し、2011年で5.2%、2012年には4.8%へと低下は避けられまい。一方、物価については、独自の金融政策が採用できず、公共料金の引き下げ、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にとどまる。このため、消費者物価上昇率は2011年には+5.3%、2012年も同+4.1%とインフレ継続が予想される。

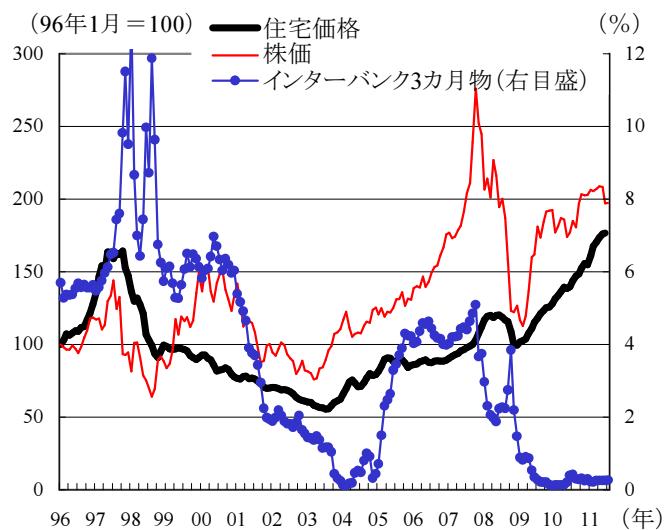
(萩原 陽子)

第 25 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 26 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 2 四半期の成長率は前年比0.9%へ大幅減速

第 2 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 0.9%（前期比年率▲6.5%）と前期（前年比 9.3%、前期比年率 27.2%）から大幅に減速した。産業別では、製造業（前年比▲5.9%）が、半導体などエレクトロニクス輸出の伸び悩みに加え、一部医薬品メーカーによる原薬の成分切り替えに伴う生産停止などの影響で 2 年振りに前年割れの水準に落ち込んだ。サービス業（同+3.9%）は、貿易取引の伸び悩みなどを主因に低い伸びにとどまったものの、海外からの観光客の増加を背景にホテル・レストランなど観光関連セクターは堅調を維持した。

需要項目別では、輸出（同+1.8%）の伸び悩みに伴い、外需の寄与度がマイナスに転じ成長を押し下げた。一方、民間消費（同+6.6%）は、良好な雇用・所得環境を背景に拡大した。また、総固定資本形成（同+10.0%）は、住宅建設の伸びは鈍化したものの、企業の設備投資や公共投資の拡大などを背景に 2 四半期振りにプラスの伸びを記録した。

第 2 四半期の消費者物価上昇率は、住居費や自動車所有権書（COE）価格高騰に伴う自動車購入費用の上昇などを背景に、前年比 4.7%（前期：同 5.2%）と依然高水準で推移している。不動産価格は、第 2 四半期の民間住宅価格指数が過去最高を更新するなど高値圏であることに変わりはないが、当局の過熱抑制策などにより上昇ペースは徐々に鈍化しつつある。加えて、第 2 四半期の住宅ローン新規設定額が前期比▲4.2%と減少に転じるなど、過熱感は徐々に緩和しつつあるとみられる。

物価は依然高水準

②見通し：年後半以降持ち直し、通年では5%程度の成長を確保

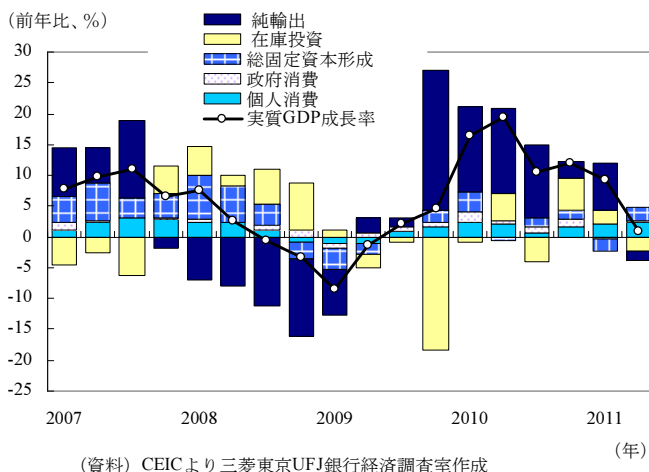
年後半以降、シンガポール経済は緩やかに持ち直しに転じよう。2011年通年の実質 GDP 成長率は前年比 5.0%、2012 年は同 4.8%を予想する。欧米諸国の景気回復の遅れについては、景気下振れリスクとして慎重に見ておく必要があるものの、アジア諸国の景気の堅調が下支えとなるほか、半導体関連や化学分野での新工場稼働に伴う生産・輸出拡大が見込まれている。良好な所得・雇用環境に加え、周辺アジア諸国などからの観光客の増加なども内需拡大を下支えしよう。

物価上昇圧力は徐々に緩和へ

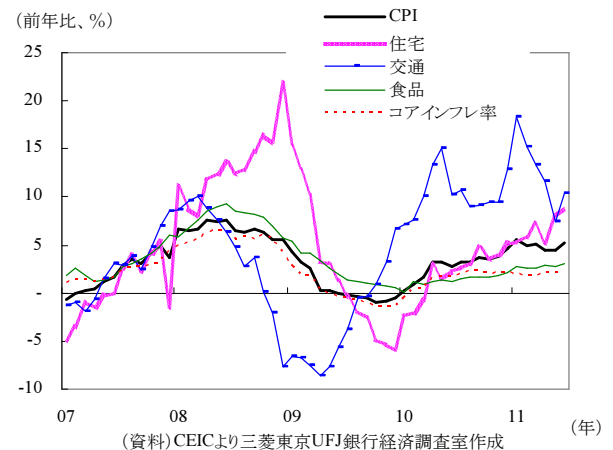
物価は、資源価格の動向や内需の堅調に伴うサービスコストの上昇には引き続き留意する必要があるものの、通貨高による輸入インフレの抑制効果が見込まれるほか、自動車や不動産価格の上昇ペースの鈍化などに伴い、インフレ圧力は徐々に緩和へ向かうと予想する。通年のインフレ率は、2011 年が前年比 4.3%と 2008 年（同 6.0%）以来の高水準に達するものの、2012 年は同 2.8%へ低下しよう。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第 27 図：シンガポールの実質 GDP 成長率



第 28 図：シンガポールの物価動向



4. ASEAN

(1) インドネシア

① 現状：第 2 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 2 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 6.5%と前期（同 6.5%）と同水準を維持した。インフレ圧力の緩和などを受け、民間消費（同+4.6%）が堅調に推移したほか、外資系企業を中心に投資が活発化し、総固定資本形成（同+9.2%）が拡大した。また、資源関連を中心とした輸出（同+17.4%）の好調も外需のプラス寄与度拡大に繋がった。

食品価格の下落を背景にインフレが一服

消費者物価上昇率は、食品価格の下落などを受け、今年 1 月（前年比

7.0%) をピークに 7 月には同 4.6% と 1 年 2 カ月振りに 4% 台へ低下、コアインフレ率も同 4.6% と安定を維持している。

**②見通し：内需を
牽引役に 6% 台
の成長が持続**

インドネシア経済は、今後も内需を牽引役に 6% 台の堅調な成長が見込まれる。2011 年通年の成長率は前年比 6.3%、2012 年は同 6.4% と予想する。2010 年の 1 人当たり GDP が 3,000 ドルを超えるなど所得水準の上昇や、資源価格の上昇を背景にした所得増加なども消費拡大を下支えしよう。また、低コストの労働力や内需拡大などを背景にした海外直接投資の拡大に加え、政府が 5 月末に発表した「経済開発加速・拡大マスタープラン (MP3EI) 2011~2025 年」に基づくインフラ投資の活発化なども内需拡大の追い風となろう。

**目先、インフレ再
加速に留意**

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、断食明け祭りに伴う購買意欲の高まり等で目先インフレ率が再加速する可能性がある。消費者物価上昇率は、2011 年が前年比 6.0%、2012 年は同 5.8% と予想する。

インドネシア中銀は、今年 2 月の 0.25% ポイントの利上げ後は、インフレの沈静化などを受け、政策金利を 6.75% で据え置いている。今後、食品や燃料価格の上昇など供給面に加え、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、必要に応じて年内に追加利上げの可能性を見ておく必要がある。

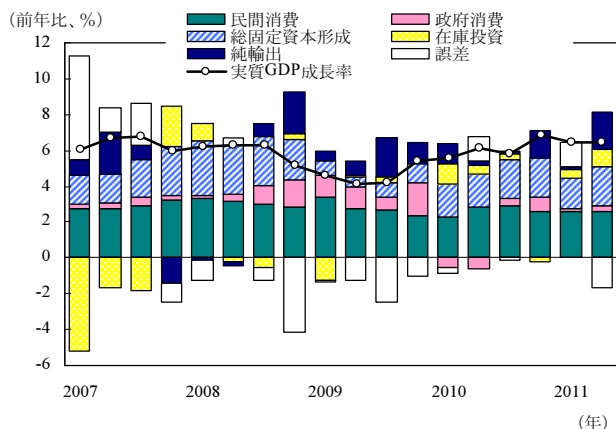
**海外投資家の信認
維持に向け、適切
なマクロ・金融政
策運営がポイント**

経常収支については、投資活発化に伴う資本財などの輸入拡大を主因に、目先、黒字幅の縮小が予想される。仮に赤字に転じた場合でも、97-98 年のアジア通貨危機前の GDP 比▲3% 台を超えるような規模の赤字は考え難く、また中長期的には、輸出競争力の拡大などを通じて黒字復帰が見込まれており、懸念は小さい。

ただし、近年、政治・経済の安定などを追い風に海外からの資本流入が拡大しているだけに、海外からの資本流入の適切な管理が求められる。アジア通貨危機当時と比較して、対外債務の削減や外貨準備高の蓄積など、対外バランス上の懸念は小さいものの、リスク回避の動きの強まりに伴う資本流出時には金融市場の不安定化要因となり得ることに変わらない。このため、バランスのとれたマクロ経済・金融政策や投資環境のさらなる改善など、海外投資家の信認維持に一層配慮した適切な政策運営を行う必要がある。

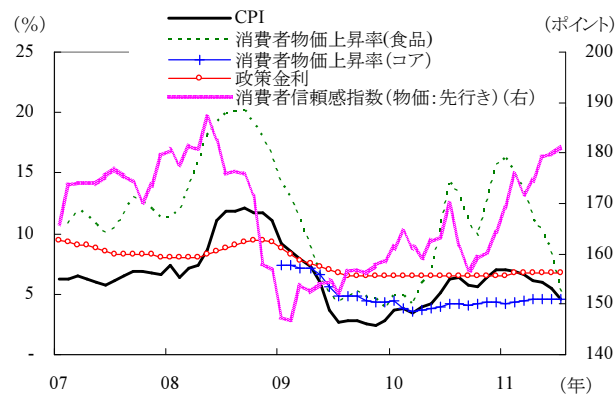
(シンガポール駐在 福地 亜希)

第 29 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 30 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

マレーシア経済は、急回復の一巡に加え外需の伸び悩みなどの影響で成長ペースに鈍化傾向が見られる。第2四半期の実質GDP成長率は、前年比4.0%（前期：同4.9%）へ低下した。東日本大震災後の部材調達難もあり、電子・電機、輸送機械などを中心に製造業の生産が伸び悩んだほか、一部設備メンテナンスなどの影響もあり、石油・天然ガスの生産が減少した。他方、需要項目別に見ると、民間消費（同+6.4%）が小幅鈍化しつつも高水準を維持するなど、内需は比較的堅調を維持している。自動車販売については、震災に伴う納車の遅れに加え、「改正割賦販売法」施行に伴う販売手続きの煩雑化などの影響で、第2四半期は13万8,771台（同▲9.7%）と7四半期振りに前年割れの水準に落ち込んだものの、良好な雇用・所得環境を背景に、食品・飲料、通信のほか、観光などへの支出が拡大した。また、輸出（同+4.1%）は、電子・電機が伸び悩むなか、パーム油および原油・石油精製品などの一次産品を中心に好調に推移し、外需のプラス寄与度が拡大、成長を下支えした。

物価は緩やかな上昇傾向

物価は、政府の補助金削減に伴う食品や燃料価格の上昇のほか、電気料金値上げなどに伴い、中心に緩やかな上昇傾向が続いている。7月の消費者物価上昇率は前年比3.4%と約2年4カ月振りの高水準で推移している。

②見通し：年後半以降は持ち直し、4%台後半の成長を確保する見込み

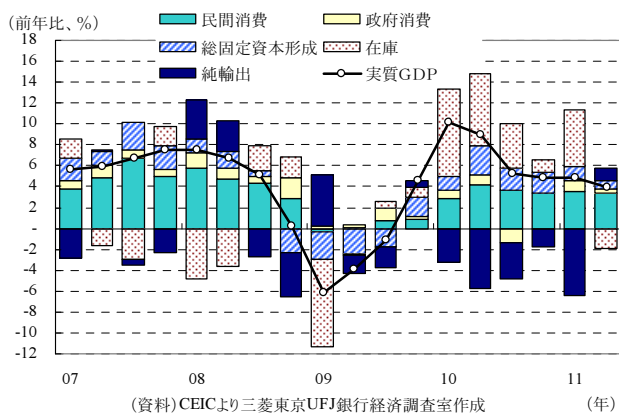
年後半以降、マレーシア経済は緩やかに持ち直しに転じ、実質GDP成長率は、2011年通年の前年比4.7%から2012年には同4.9%へ加速すると予想する。東日本大震災後の部材調達難に伴う生産への影響は既に最悪期を脱し、徐々に正常化に向かいつつあることなどから、年後半には生産・輸出拡大の追い風となろう。民間消費は、5月時点の失業率が3.0%と低水準にとどまっているほか、資源輸出の拡大に伴う所得増加など、良好な雇用・所得環境を支えに堅調を維持しよう。投資については、直

接投資の拡大や、第2 ペナン大橋や空港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。

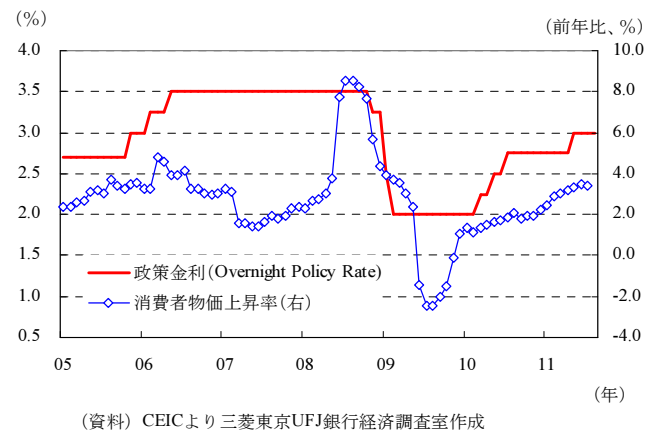
物価は、国際資源価格の動向に留意する必要があるものの、補助金による価格統制策もあり、他の ASEAN 諸国に比べ上昇ペースは抑えられよう。消費者物価上昇率は、2011 年が前年比 3.2%、2012 年は同 2.5%と予想する。中銀は、5 月初めの追加利上げ以降は政策金利(翌日物政策金利：OPR)を 3.0%で据え置いているが、景気と物価の動向を見極めつつ、必要に応じて追加利上げの可能性を見ておく必要がある。

(シンガポール駐在 福地 亜希)

第 31 図：マレーシアの実質 GDP 成長率



第 32 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持続

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が、前期比ベースでは+2.0%と 2 四半期連続でプラスとなった。

4 月以降も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+19.2%）が堅調であったことに加え、農業収入の拡大や失業率の低下など雇用環境の改善や選挙関連支出の拡大を受け、民間消費（同+4.3%）が底堅く推移した。5 月の失業率（季節調整値）は 0.5%と完全雇用に近い状況が続いている。また、7 月の消費者信頼感指数は 84.1 ポイントと 2006 年 2 月以来の高水準に達した。インラック新政権が掲げる経済政策への期待が高まったためと考えられる。

物価は高止まり

物価は高止まりしている。7 月の消費者物価上昇率は前年比 4.1%と 4 カ月連続で 4%台となった。コア物価上昇率は同 2.6%と中銀のターゲット（0.5~3.0%）の上限に近づきつつある。

中銀は利上げを
継続

②見通し：2012 年
の成長率は4.5%
へ加速

注目点は新政権
の政策

最低賃金の大幅
引き上げで高ま
るインフレリス
ク

中銀はインフレ
抑制姿勢を継続

インフレ圧力の高まりを受け、中銀は今年に入り 5 度にわたり合計 1.25%ポイントの利上げを実施した（現行の政策金利 3.25%）。

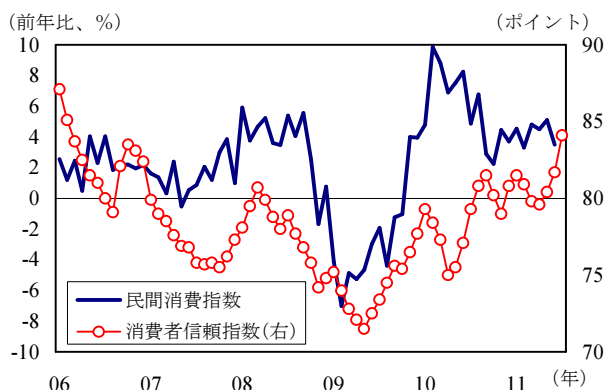
2012 年までのタイ経済を展望すると、先進国経済の減速を受け外需は鈍化するものの、政権安定化への期待から消費や投資の拡大が見込まれる。2011 年の成長率は前年比 4.0%、2012 年は新政権の政策効果により同 4.5%へ加速すると予想する。

今後のタイ経済の注目点は、8 月に誕生したインラック新政権の政策である。新政権の政策は、最低賃金の引き上げや低額医療、農民向け融資など、農村や低所得層向けの手厚い政策が主体である。こうした政策は、経済成長を促進させる一方、財政悪化やインフレを招くリスクがある。とりわけ、経済への影響が大きいのは、最低賃金の全国一律 300 バーツ/日への引き上げであろう。現行の最低賃金（159～221 バーツ）と比べ最大 9 割近い引き上げ幅になることから、消費の拡大が期待できる半面、インフレを加速させる。

2011 年の消費者物価上昇率は前年比 3.8%、2012 年は最低賃金引き上げの影響で同 4.2%へ加速すると予想する、中銀は、最低賃金の引き上げ動向を睨みつつ、インフレ抑制姿勢を継続しよう。

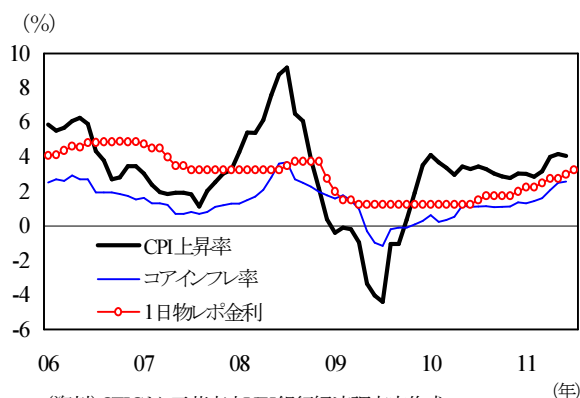
（竹島 慎吾）

第 33 図：タイの消費者マインドと消費



（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 34 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
底堅い伸び

フィリピンの第1四半期の実質GDP成長率は、昨年の高成長の反動もあり前年比4.9%と、三四半期連続で減速したが、同国としては底堅い伸びを維持した。需要項目別にみると、個人消費（同+4.9%）、固定資本形成（同+12.0%）が堅調に推移し成長を支えた。一方、昨年の選挙関連支出の反動で、政府消費が同▲17.2%と低迷したほか、輸出（同+3.3%）が小幅な伸びにとどまり、純輸出が2四半期連続のマイナス寄与となった。

足元の指標は企業部門を中心に、やや軟調なものが目立つ。5月の鉱工業生産は前年比+2.4%と、前月（同+3.8%）から一段と伸びが鈍化したほか、4-6月期の企業マインドは33ポイントと、6四半期ぶりの低水準となった。他方、4-6月期の海外労働者送金は前年比+6.7%と堅調を維持しており、引き続き個人消費の支えになっていると考えられる。

物価は緩やかな 上昇基調

物価は緩やかな上昇基調にある。7月の消費者物価上昇率は前年比4.6%と、4-6月期（同4.5%）から小幅加速した^(注)。物価は食料品やエネルギー価格上昇に伴う交通費が押し上げているが、コア物価指数も緩やかな上昇基調にある。

中銀は6月以降、 金利を据え置く 一方、預金準備率 を引き上げ

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後、2会合連続で金利を据え置いている（現行水準は翌日物借入金利：4.50%、翌日物貸出金利：6.50%）。中銀は据え置きを理由を、原油価格の落ち着きを受け今年の消費者物価上昇率が政府の目標レンジ（3～5%）に収まると判断したためとした。ただしインフレへ警戒感解いておらず、予防的措置として預金準備率を6、7月の2カ月連続でそれぞれ1%ポイント引き上げ21%とした。

(注) フィリピンの消費者物価上昇率は、6月以降、基準年が従来の2000年から2006年へ変更されたものが公表されているが、政府の見通し値が旧基準であるため本文は旧基準を使用。なお、新基準で1～3月期の消費者物価上昇率は前年比4.5%、4～6月期は同4.9%。

②見通し：2011年 の成長率は 4.7%、2012年は 5.1%

景気は年内、内需を中心とした緩やかな成長ペースが続こう。2011年の成長率は前年比4.7%、2012年は同5.1%を予想する。

欧米を中心とする先進国経済の成長ペースが緩やかにとどまるとみられるなか、外需は軟調な推移が予想される。フィリピン経済は海外労働者送金に下支えされ、内需を中心とする成長が続こう。フィリピンの海外労働者は、政情不安の高まっている中東や北アフリカ、また東日本大震災に見舞われた日本などに多いが、近年、派遣先の多様化も進んでいることから、海外労働者送金は底堅さを維持しよう。2012年は引き続き堅調な海外労働者送金に支えられた個人消費が成長を牽引するとみられるほか、欧米を中心とする先進国経済が緩やかながらも持ち直すことから、外需が回復し成長をサポートしよう。

1～7月期の消費者物価上昇率は前年比4.3%と、中銀の2011年のインフレの予想（同4.7%）を下回っているが、物価のピークは第4四半期とみられており楽観はできない。中銀は引き続き物価の上昇圧力を確認しつつ、追加利上げを行うと予想する。

アキノ政権は発 足2年目

6月末、アキノ政権が発足後2年目を迎えた。就任後1年間のパフォーマンスを振り返ると概ね合格点だったと言える。アキノ政権は就任

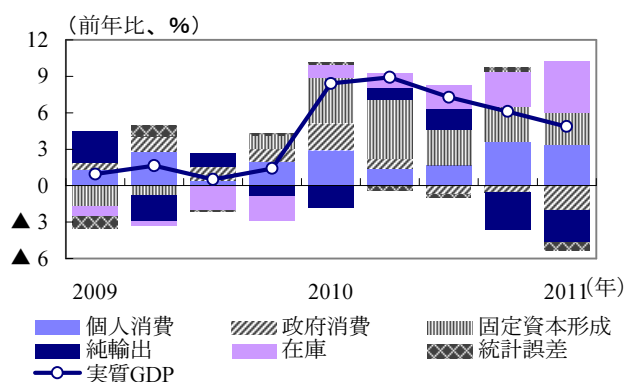
格付機関は財政健全化の取り組みを評価

後1年間で、重要課題のうち特に財政健全化で成果を挙げており、2010年の財政赤字の対名目GDP比率を3.7%と、前年から若干ながら改善させた。昨年末以降、大手格付機関による格上げが相次いだのは、こうした功績が評価された証左といえる。

アキノ大統領は足元の政治・社会の安定化をより確かなものとするため、経済格差の解消、財政健全化、汚職撲滅など克服すべき課題に取り組みつつ、国際的な信託を一段と向上させることが出来るか問われている。

(福永 雪子)

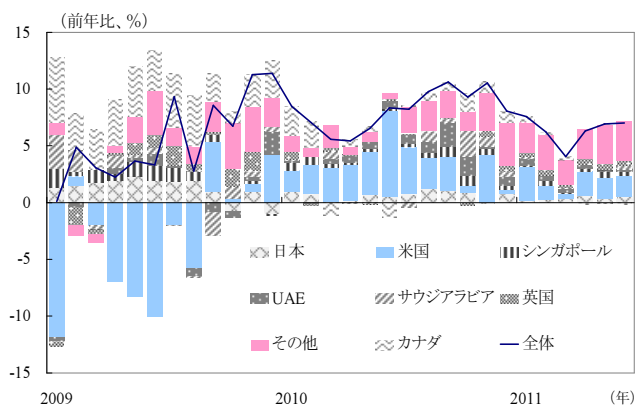
第35図：フィリピンの実質GDP成長率



（注）2008年第1四半期より2000年基準。

（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第36図：フィリピンの海外労働者送金



（資料）CEIC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：成長ペースは鈍化、金融引き締めにより投資、自動車販売が鈍化

インド経済は成長ペースが鈍化している。1-3月期の実質GDP成長率は、前年比7.8%と前期（同8.3%）から鈍化した。需要項目別にみると、民間消費（同+8.0%）が堅調を維持した一方、金融引き締めの影響で総固定資本形成（同+0.4%）が低迷した。

4-6月期も景気は鈍化傾向が続いている。4-6期の乗用車販売台数は前年比+8.8%と1-3月期の同+23.1%から大幅に減速した。金融引き締めによる自動車ローン金利上昇の影響が顕在化した。また、4-6月期の鉱工業生産は同+6.8%と1-3月期（同+7.9%）から鈍化した。財別にみると、耐久消費財の伸びが鈍化している。他方、4-6月期の輸出は同+45.6%と高い伸びが続いている。

根強いインフレ圧力を背景に、中銀は引き締めを強化

度重なる利上げにもかかわらず、インフレ圧力は根強い。7月の卸売物価上昇率は、食品価格の上昇を背景に前年比9.2%と昨年12月以降、8カ月連続で9%台に高止まっている。インド準備銀行（RBI、中央銀行）は、インフレ高進を受け、7月に2010年3月以降、11度目となる0.5%

ポイントの利上げに踏み切った（現行：レポレート 8.00%）。これまで利上げ幅は 0.25%ポイントであったが、5 月、7 月は 0.5%ポイントと中銀は引き締めを強化している。

②見通し：2011 年度の成長率はインフレ高進を受け 7.6%へ鈍化

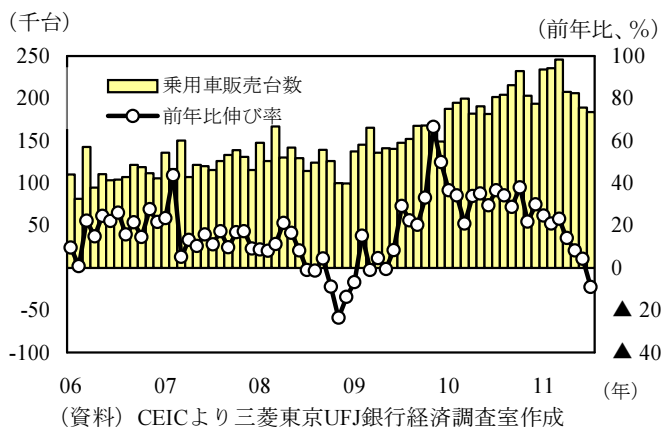
インド経済は、2011 年中は物価の高止まりが続くことに加え、これまでの利上げ効果（昨年 3 月以降の累積利上げ幅は 325bp）が浸透することから、内需は鈍化傾向が続こう。2011 年度は、金利上昇を受け消費の鈍化が続くこと、企業部門は原材料高を受け収益が圧迫されることから、投資に対しては慎重になることが見込まれる。他方、外需は欧米を中心とした先進国経済の低迷を受け、輸出は鈍化が見込まれる。この結果、2011 年度の成長率は前年比 7.6%と前年度（同 8.5%）から減速するであろう。2012 年度は、物価が安定に向かうことから内需は持ち直すものの、先進国経済の回復ペースが緩やかにとどまることから、通年の成長率は同 8.0%と予想する。

燃料油価格の引き上げで物価上昇圧力が一段と高まる見込み

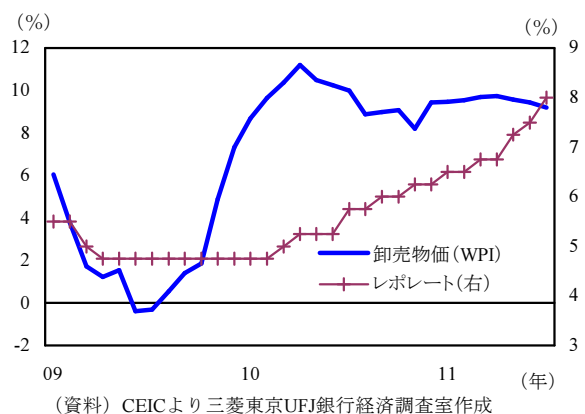
中銀は、設備稼働率が高水準にあり供給の拡大余地が乏しいなか、需要の拡大が続いていることから、インフレ圧力が高まりやすい環境が続くとみている。また、6 月 24 日に政府が 1 年ぶりに軽油など燃料油価格の引き上げ（約 7~16%）に踏み切っており、7 月以降、上昇圧力が一段と高まる見込みである。こうした環境下、中銀は 2011 年中に 0.5%ポイントの追加利上げに踏み切ると予想する。

（竹島 慎吾）

第 37 図：インドの乗用車販売



第 38 図：インドの卸売物価と政策金利



(2) ベトナム

①現状：1-6 月期の成長率は 5.6%、前年同期から鈍化

1-6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 5.6%と、前年同期（同 6.2%）から鈍化した。業種別にみると製造業・建設業（同+6.5%）は前年並みの伸びを維持したが、サービス業（同+6.1%）、農林水産業（同+2.1%）の

伸びが鈍化した。この結果、4-6 月期の成長率は同 5.7%と、前期(同 5.4%)から小幅な加速にとどまった。

個人消費は伸び悩み

需要項目別の内訳は公表されていないが、1-7 月期の実質小売売上高は前年比+4.6%と、前年同期(同+16.3%)から大幅にペースダウンしており、インフレ圧力の高まりで伸び悩んだ個人消費が、成長ペースを抑制していると考えられる。

インフレは一段と高進

インフレは高進している。7 月の消費者物価上昇率は前年比 22.2%と、2 年 8 カ月ぶりの水準に達した。ベトナムの物価上昇圧力はアジア主要国・地域の中でも突出しているが、その背景は①食料品及びエネルギー価格の上昇に加え、②通貨切り下げに伴う輸入物価の上昇がベトナム固有の物価上昇圧力となっていることがあると考えられる。

政府は 2 月以降 内需抑制策を実施

政府は今年 2 月、インフレ抑制や貿易赤字の縮小を目指し、財政・金融両面からの内需抑制策を打ち出した。政府は成長よりもインフレ抑制に軸足をシフトさせており、5 月以降、成長率目標を 2 度に亘り下方修正する一方(前年比 7.0~7.5%→同 6.5%→同 6.0%)、消費者物価上昇率の目標値を 3 度に亘り上方修正した(前年比 7%→同→11.75%→同 15%→同 17%)。

中銀は金融引き締め方向、ただし利下げも実施しており、政策の一貫性に欠ける印象

新方針の下、ベトナム国家銀行(中銀)は積極的な利上げを行っており、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(現行水準:14%)、ディスカウントレートを 2 回(同:13%)引き上げた。ただし、中銀は金融引き締め的一方、7 月には公開市場操作金利の一角であるリバースレポレートの引き下げを実施した(15%→14%)。中銀は利下げについて、あくまで市場の実勢金利の低下に合わせた柔軟な対応であり、金融緩和の始まりを示すものではないと説明したが、金融引き締めと緩和が混在しており、政策の一貫性を欠く印象を与える結果となった。

②見通し: 2011 年の成長率は 5.9%、2012 年は 6.4%

2011 年は政府の需要抑制策で内需が軟調に推移するとみられるほか、先進国を中心とする世界経済の減速による外需の低迷が見込まれるため、成長率は前年比 5.9%と前年(同 6.8%)を下回ろう。2012 年はインフレの沈静化による個人消費の回復や前年の内需抑制策の反動で、成長ペースは同 6.4%へ再加速すると考える。

足下のインフレは、政府の内需抑制策の効果が徐々に顕在化すると見込まれ、年末にかけピークアウトしよう。計画投資省は 6 月下旬、2011 年に予定されていた開発投資資金約 350 兆ドンのうち、40 兆ドン近くを削減する計画を国会へ提出した。また中銀は今年 3 月、市中銀行に対し、融資総額のうち非製造業への融資額が占める比率の上限(6 月末時点で

22%) を設けたが、上限を超えた金融機関 9 行に対し、7 月以降、預金準備率を 2 倍に引き上げる罰則を科した。各種政策が実行段階に進むに連れ、引き締め効果が徐々に顕在化すると考える。

リスクシナリオとして、内需抑制策の進捗の遅れが挙げられる。進捗が遅れた結果、年末にかけてもインフレがピークアウトしない場合、来年以降の成長の抑制要因となるほか、中銀は通貨安圧力からドンの切り下げに追い込まれかねない。今後、内需抑制策の実効性を注視する必要がある。

第 3 次ズン内閣 発足

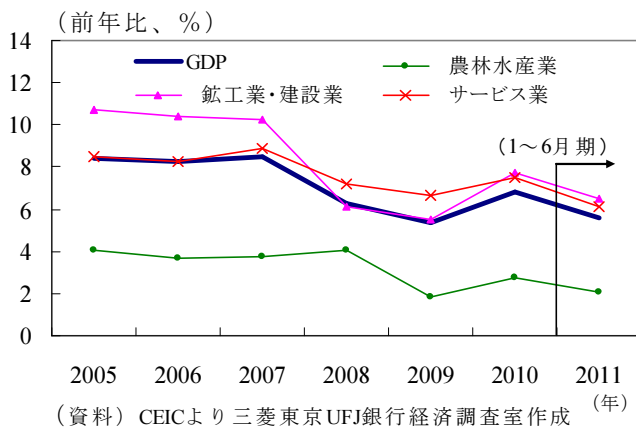
8 月 3 日、第 3 次ズン内閣が発足した。新内閣の任期は 5 年で、閣僚の多くが一新された。ただし、マクロ経済政策は基本的に従来通りのドイモイ（経済刷新）路線が踏襲される。

インフレ担当の 新大臣、中銀総 裁の手腕に期待

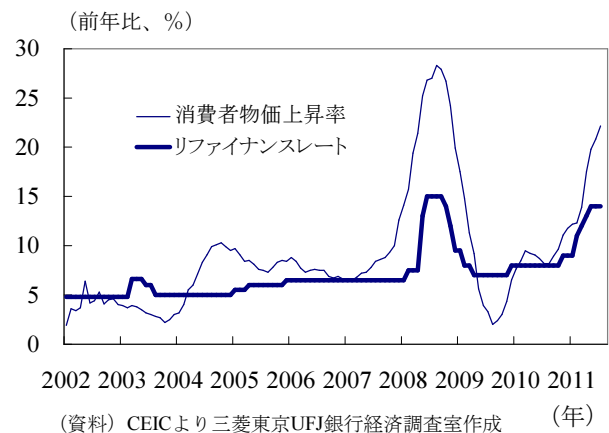
インフレ抑制の重責を担うのは、国家監査院長から転身したフエ財務相及び中銀副総裁から昇格したビン中銀総裁である。インフレ抑制が経済の最重要課題となるなか、両名は公共投資の削減など中央政府発の物価抑制策だけでなく、各地の人民委員会など地方政府とも連携した肌理細やかなインフレ抑制政策の実施が求められよう。

（福永 雪子）

第 39 図：ベトナムの実質 GDP 成長率



第 40 図：消費者物価上昇率



V. オーストラリア

～ 年内の景気回復ペースは緩やか、RBA は世界経済の下振れリスクを警戒 ～

1. 景気の現状

豪州経済は緩やかな回復基調、足元は軟調な指標も

豪州の1-3月期の実質GDP成長率は、洪水やサイクロンなど天候要因の悪影響が下押し圧力となり前年比1.0%と、前期（同2.7%）から急減速した（第1図）。その後の回復ペースは緩やかで、足元では軟調な指標もみられる。

企業部門は業種間で景況感に温度差

企業部門はモメンタムを失いつつある。7月のPMI指数は43.4ポイントと、景況感の境目である50ポイントを割り込み2009年7月以来の低水準となった。また同月の設備稼働率は80.3%と2009年9月以来の水準へ低下した。鉱業部門は、クイーンズランド州の洪水被害で冠水した石炭産業の回復の遅れにもかかわらず底堅さを維持している一方、軟調な個人消費を反映した小売業、豪ドル高の影響を受けた製造業、観光業などが低調となっている。

雇用は改善ペースが鈍化

こうしたなか、雇用の改善ペースは鈍化している。7月の雇用者数は前年比1.5%と2009年12月以来の低い伸びとなり、失業率は5.1%と前月から0.2ポイント上昇した。

個人消費は軟調

個人消費は軟調な展開が続いている。4-6月期の雇用者所得（総労働時間×賃金指数）は前年比+5.3%だったが、個人消費への波及は限定的で、同期間の小売売上高は前年比+2.1%と、小幅な伸びにとどまった。貯蓄率はグローバル金融危機直後の2008年10-12月期に急上昇した後に高止まり、足元の2011年1-3月期も11.5%と前期（9.7%）から一段と上昇した（第2図）。

消費軟調の一因は住宅価格の下落

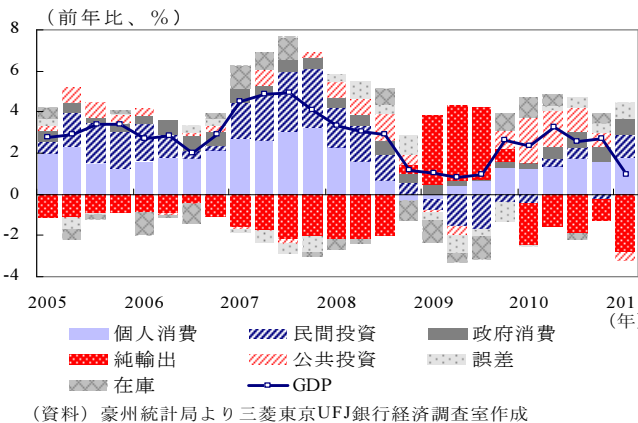
軟調な個人消費の背景の一つは、住宅価格の下落にある。住宅価格はグローバル金融危機後の経済対策効果で押し上げられたが、その後は反動で下落基調を辿り、4-6月期は前年比▲1.9%と8四半期ぶりのマイナスをつけた（第3図）。家計資産に占めるウェイトが大きい住宅価格の下落は、消費者マインドの重石となっている。

もともと、住宅市場はここに来て調整局面を脱しつつある。住宅価格に先行する住宅ローン申請件数は4月に1年5カ月ぶりのプラスに転じ、以後、前年比プラスで推移している（第4図）。住宅価格の下落に伴い住宅取得能力指数^(注)が上昇し、住宅購入を巡る環境が改善したと考えられる。

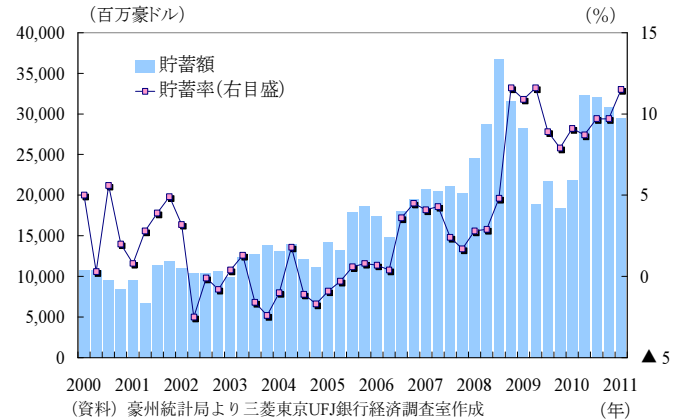
外需に目を向けると、4-6月期の輸出は前年比+5.0%と、前期（同+15.6%）の伸びを下回った。昨年4月以降、資源価格の上昇で輸出額が大幅に押し上げられた影響は足元で剥落しており、輸出の伸びは鈍化傾向にある。

物価は上昇している。4-6 月期の消費者物価上昇率は前年比 3.6%と 2 四半期連続で RBA（中銀、豪州準備銀行）のターゲット（2~3%）を超える水準へ上昇した。洪水被害の影響による食品価格の上昇もあるが、労働市場のタイト化からサービス価格が上昇しており、RBA が重視するコア物価上昇率は同 2.7%と約 1 年ぶりの高い伸びを記録した。

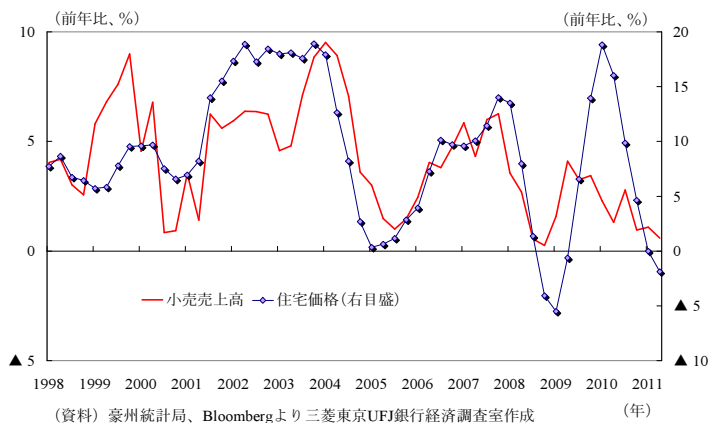
第 1 図：実質 GDP 成長率



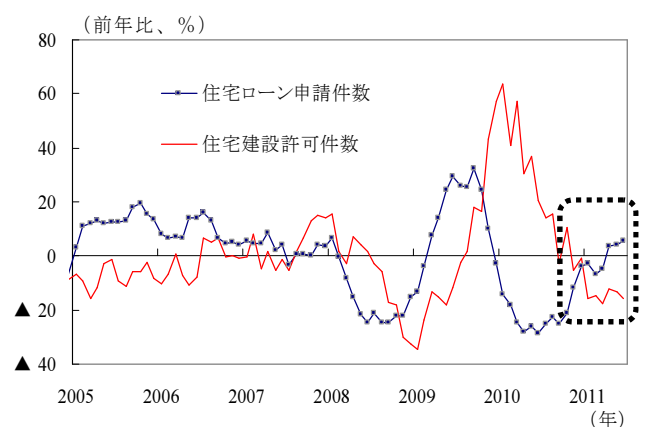
第 2 図：貯蓄率



第 3 図：小売売上高と住宅価格



第 4 図：住宅ローン関連指標



（注）住宅取得能力指数は典型的な住宅を 25 年ローンで取得する家計の能力を、平均可処分所得、住宅価格、金利水準などから指数化したもの。指数の上昇は能力の改善を示す。

2. 今後の見通し

2011 年の成長率は
1.8%へ鈍化

景気は年内、緩やかな回復ペースにとどまろう。2012 年は前年の洪水被害による低迷の反動や石炭生産の回復で成長ピッチは高まると考える。2011 年の実質 GDP 成長率は前年比 1.8%、2012 年は同 3.9%を予想する（第 1 表）。

石炭部門の回復の
遅れ、豪ドル高など
が景気を下押し

洪水で打撃を受けた石炭鉱山の復旧は遅れており、本格的な再稼働は来年初に持ち越す公算が大きい。また豪ドルは足元軟調となるも、米ドル安を背景にレンジの大幅な切り下げは回避するとみられ（詳細後述）、長引く豪ドル高は製造業や観光業など関連業種の収益を圧迫しよう。

底堅い資源部門、政府の洪水復興対策費が成長の下支え

また、雇用者数に先行する求人広告件数は、当面の雇用者数の増加ペースが緩やかにとどまることを示唆している（第5図）。所得の増加ペースの急加速は見込めないなか、住宅市場の回復の足取りは緩やかで、住宅価格の本格的な回復にはしばらく時間がかかろう。それに連れ住宅価格動向の影響の大きい個人消費も、横ばい圏内の動きが持続すると考える。

成長を下支えするのは新興国の底堅い資源需要と、政府による洪水復興対策の本格化である。豪州経済は中国を始めとするアジア経済への依存度を高めており、アジア向けの輸出額が全体に占めるシェアは、2000年時点の21%から2010年は42%とほぼ倍増した（第6図）。この間、日米欧向けの輸出が占めるシェアは41%から31%に低下したと対照的である。年内、欧米を始めとする先進国経済の成長ペースは緩やかにとどまると見込まれるが、内需主導の底堅い成長が予想されるアジア諸国からの資源需要が豪州経済の支えになると考える。

新興国の堅調な需要を背景に、国内の資源関連プロジェクトへの投資も底堅さを維持しよう。現在進行中の資源関連プロジェクトの投資額は過去最高の1,735億豪ドル（前年比+58.3%）、名目GDP比約13%に達している。多年度に亘る資源関連の設備投資は豪州経済の支えとなろう。

物価の上昇ペースはいったん緩和した後、再上昇

物価は2012年前半にかけ、天候要因による食料品価格高騰は一服し、上昇ペースは鈍化しよう（第7図）。ただし、その後はRBAのターゲット（2~3%）の上限前後で推移すると予想する。これは、①既に上昇に転じたコアインフレ率が物価の上昇圧力となることに加え、②今年7月以降の最低賃金や電気料金の引き上げ、また来年7月以降、政府が導入を推進する炭素税などによる物価の上昇圧力が見込まれるため、である。

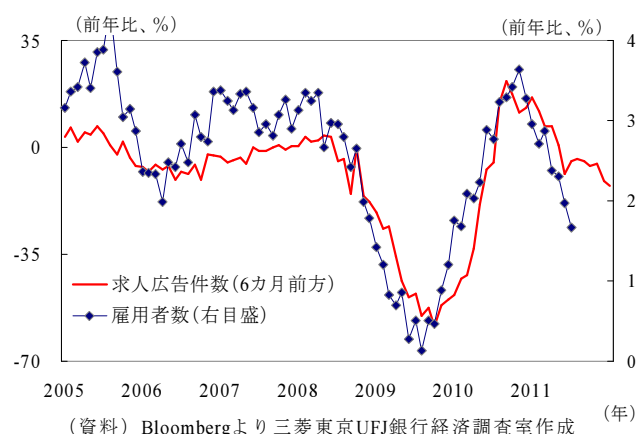
リスクはアップサイド、ダウンサイド双方に注意

リスクシナリオとしてRBAは従来アップサイドを重視していたが、足元はダウンサイドにも目配りをしている。ダウンサイドリスクは先進国の財政悪化を起点とする世界経済の大幅減速、また国内の個人消費の低迷の長期化がある。一方、アップサイドリスクは個人消費の急回復とインフレ圧力の高まりが想定され、それぞれに警戒が必要であろう。

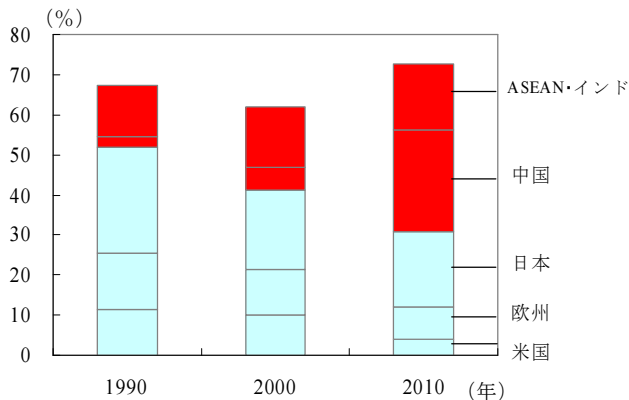
第1表：豪州経済の見通し消費者物価上昇率

	2010年	2011年	2012年
実質GDP成長率（%）	2.7	1.7	3.7
消費者物価上昇率（%）	2.8	3.5	3.2
経常収支（億ドル）	▲ 318	▲ 369	▲ 480
見通し			

第5図：雇用関連指標



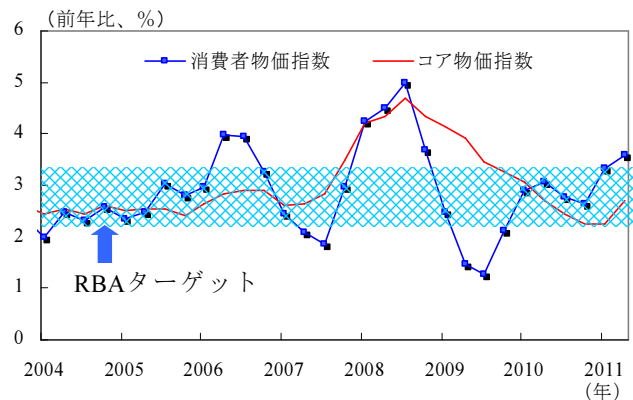
第 6 図：豪州輸出相手先シェアの推移



(注) 欧州はEU27カ国。

(資料) 統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 7 図：消費者物価上昇率



1. 金融政策

(1) 金利動向

RBA は 8 月会合で
政策金利据え置き

追加利上げに向け
た表現は後退

市場では利下げを
織り込む動き

豪州経済の下振れ
リスクが高まれば
利下げも視野に

RBA の市場との対
話に注目

RBA は 8 月 2 日の金融政策決定会合で、政策金利（翌日物インターバンク金利であるキャッシュレート目標値）を 4.75% で据え置いた（第 8 図）。RBA はグローバル金融危機後の 2009 年 10 月、他の先進国に先駆け利上げを開始し、2010 年 11 月までに 1.75% ポイントの利上げを実施した後、足元まで金利を据え置いている。

8 月の声明文では、「ここ数週間の世界金融市場の不透明感の高まりを考慮し、現行の金利水準が賢明と判断した」と、足元の外部環境の悪化による下振れリスクへの警戒感が示された。ただし据え置きに至る過程で、理事会は「中期的なインフレ見通しを依然懸念し、更なる引き締めが必要か、足元の指標を検討した」ことも記されており、RBA の金融政策は、引き締め方向に軸足があることが窺える。

一方、市場では欧州ソブリン問題の拡大、米国の債務問題などによる世界的な景気減速懸念の高まり、また豪州の 7 月の失業率の上昇などを受け、今後 RBA が利下げに動くと言われ始めている。

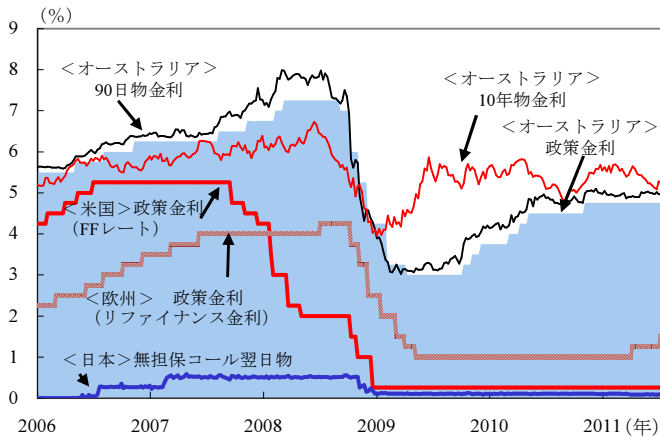
この点、RBA はコア CPI 上昇率が今後上昇に向かうとみており、引き締めに含みを残したまま、利下げに動くとは考えにくい（第 9 図、第 2 表）。目先、RBA は金利を据え置き、雇用、消費など関連指標を注視すると考えられよう。

むしろ、グローバル金融危機後、1.75% ポイントもの利上げを行なった RBA だけに利下げ余地は十分ある。今後、雇用環境が急速に悪化する兆候など、豪州経済の下振れリスクが高まれば、利下げも視野に入ってくる。仮に利下げに転じるとすれば、RBA は声明文や幹部の発言などを通じて利下げに向けたメッセージを発すると考えられる。当面は RBA の市場との対話に注意が必要であろう。

市場金利についてみると、8 月の短期金利（90 日物 BA 利回り）は 4.8%

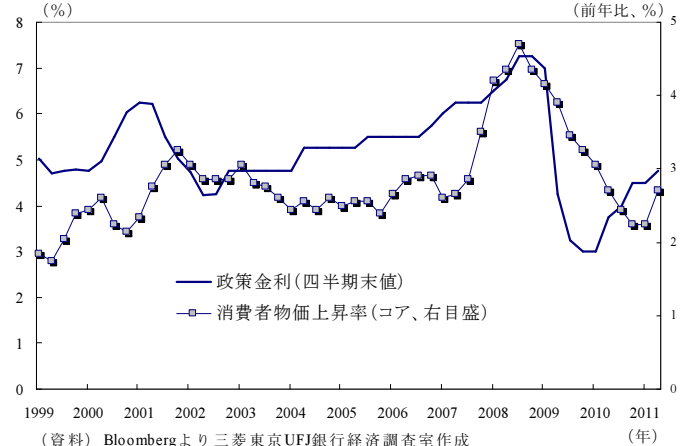
(前月：4.9%)、長期金利(10年物国債利回り)は4.2%(前月：4.9%)と、それぞれ前月から低下した。追加利上げ期待が後退し、市場は利下げも織り込むなか、長短金利ともに軟調に推移しよう。

第 8 図：金利動向



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 9 図：政策金利とコア CPI 上昇率



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 表：RBA コアインフレ率見通し

	2010年 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
11年5月時点	2.25%	2.50%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.25%
11年8月時点	2.25%	2.75%	3.25%	3.00%	3.25%	3.25%	3.25%
炭素税の影響を 除いた上昇率	2.25%	2.75%	3.25%	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。

※11年8月見通しより、2012年7月以降の炭素税導入の影響を考慮。

(資料) RBAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 為替動向

豪ドルは弱含み

豪ドルは弱含んでいる。3月の東日本大震災後の市場の混乱が一服するに伴い上昇基調を辿った豪ドルは、4～7月にかけて概ねパリティ(ドルと等価)を上回る高値圏で推移し、7月28日は1983年の変動為替相場制移行後の過去最高値である1豪ドル=1.108を示現した(第10、11図)。

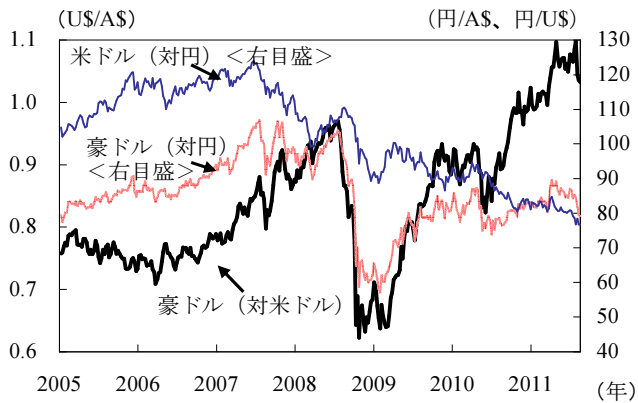
しかし7月末以降、欧州ソブリン問題の拡大懸念や米国の債務問題を背景に市場のリスク回避の動きが強まると急速な下落基調を辿り、8月9日は一時、1豪ドル=0.993ドルと5カ月ぶりの安値を付けた。その後、米国FRBによる金融緩和政策の長期化のコミットでドル安が進むと下げ止まり、足元、やや持ち直している(8/18：1豪ドル=1.039ドル)。

豪ドルは当面、軟調に推移

市場にリスク回避ムードが漂うなか、豪ドルは当面軟調に推移しよう。今後、世界経済の減速懸念が一段と高まれば、再び一時的な調整局面を迎える可能性もある(第12図)。ただし、相対的に高金利通貨であることや米国の金融緩和によるドル安観測、また根強い資源需要などが下支え材料となり(第13図)、レンジの大幅な切り下げは回避されると考える。

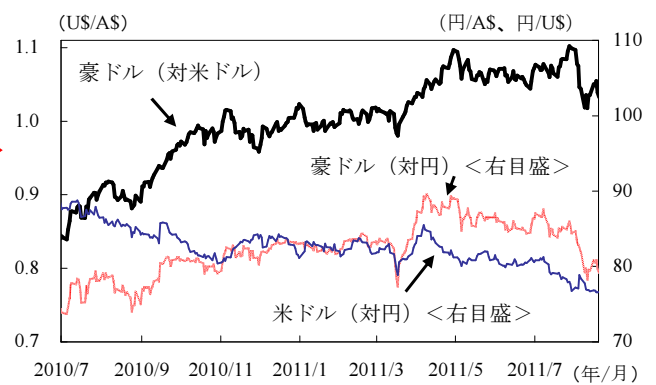
豪ドルの対円相場は、対ドル相場と同様、4～7月にかけて1豪ドル=80円台後半の高値圏で推移した後は下落に転じ、足元は70円台後半で推移している。対ドル相場と同じく、当面は軟調な推移を予想する。

第 10 図：為替相場の推移（週次平均）



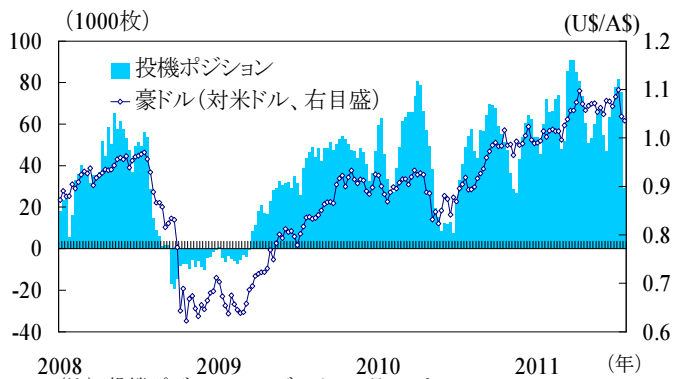
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 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

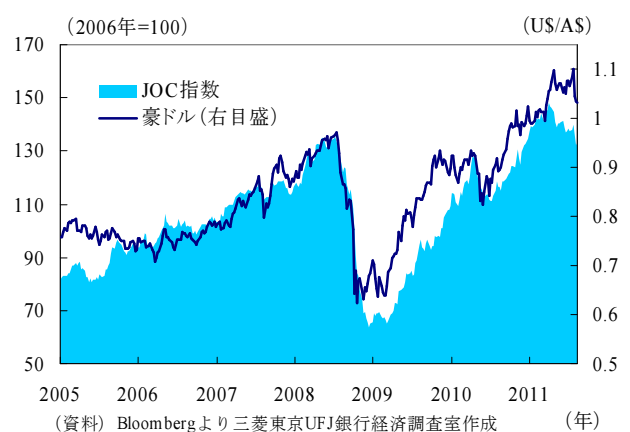
第 12 図：豪ドル相場と投機ポジション



(注) 投機ポジションのデータは8月9日まで。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 13 図：豪ドル相場と商品価格



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福永 雪子)

VI. 原油価格

～先進国景気減速を背景に、原油価格は軟調推移の見込み～

1. 価格動向

米国債格下げを受けて投資家のリスク回避姿勢が強まり、79ドルと昨年10月以来の安値に急落

原油価格（WTI 期近物）は、6月8日の石油輸出国機構（OPEC）総会での生産目標据え置き決定を受けて供給懸念が高まり、9日には101ドル台の高値に上昇した（第1図）。しかし、23日には国際エネルギー機関（IEA）による石油備蓄放出の発表や米雇用指標の悪化を受けて91ドル台に大幅下落した。

6月末以降、欧州ソブリン問題への懸念に左右される形で、原油価格は95～98ドル台の狭いレンジで推移したが、7月21日、IEAが「当面は追加放出せず」と発表したことを受けて供給懸念が台頭し、99ドル台へ上昇した。

8月に入り、米財政問題を巡る議会動向や米国債格下げを受け、欧米景気先行き不安や投資家のリスク回避の動きが強まり、9日には79.3ドルと昨年10月以来の安値に急落した。その後、87ドル台まで値を戻したものの、再び世界景気先行き不安が強まったことから、18日には82ドル台に下落している。

第1図：原油価格の推移



2. 需要動向

4～6 月期は引き続き需要超過

4～6 月期の世界の原油需給バランスは、先進国（OECD 諸国）の需要が前期比減少した一方、供給も OPEC（石油輸出国機構）諸国と非 OPEC 諸国いずれも減少した結果、前期と同様の日量 60 万バレルの需要超過となった（第 2 図）。

先進国の需要の伸びは 2 年振りのマイナスの見込み

需要サイドについては、4～6 月期の先進国の原油需要は、原油価格上昇の影響と景気減速を受けて前年比▲2.0%と落ち込んだ。IEA によれば、米国と欧州の需要不振により、2011 年の先進国の原油需要は▲0.7%と 2 年振りにマイナスの伸びに転じると見込まれているが（第 3 図）、8 月以降の欧米財政問題に対する懸念の高まりとそれに伴う景気見通しの悪化を踏まえ、マイナス幅拡大へ修正される可能性が高い。

日本は火力発電用原油需要の増加が見込まれる

他方、日本については、東日本大震災後の復興需要と火力発電需要の増加が、景気減速による原油需要の落ち込みを相殺している、と IEA は指摘している。さらに、2011 年 10～12 月期から 2012 年を通じて、一部の原子力発電所の運転停止の影響により火力発電用の原油需要が増加すると見込まれており、2011 年の日本の原油需要は+1.1%と前年（+1.4%）を下回りながらもプラスの伸びが予想されている。

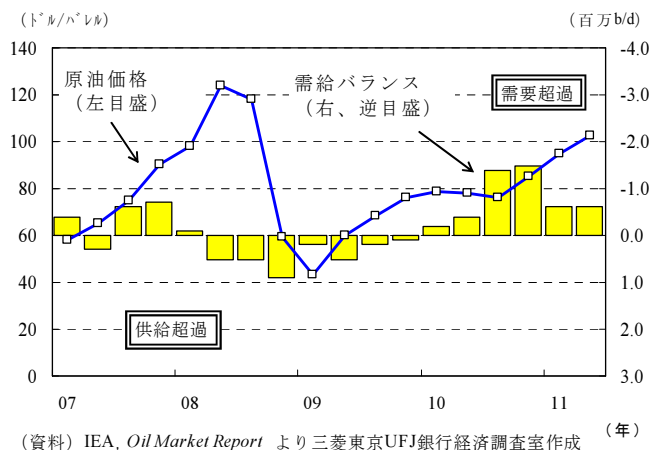
新興国の需要は堅調維持

新興国の原油需要については、4～6 月期に 3.5%と堅調な伸びを示した。新興国景気の堅調推移が見込まれる中、2011 年の原油需要は+3.7%と、高い伸びを示した前年（+5.6%）から鈍化するものの底堅い伸びが予想されており、引き続き中国を始めアジアが牽引する格好となろう。

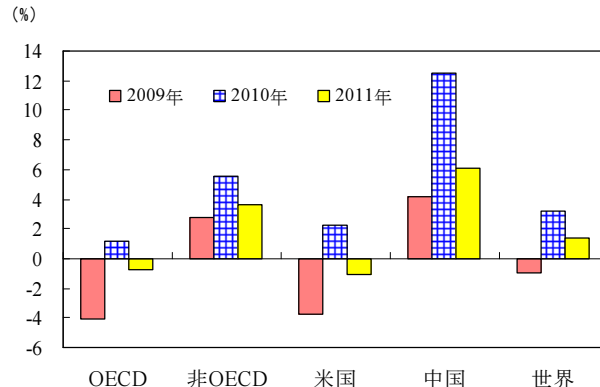
2011 年については需要の伸び鈍化の見込み

2011 年の世界の原油需要の伸びは+1.4%と前年（+3.2%）から鈍化すると見込まれているが、先進国の景気減速および景気見通し悪化を踏まえ、下方修正される可能性が高い。

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8月10日時点見通し。

(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

4～6 月期の原油生産は減少

供給サイドについてみると、4～6 月期は、リビアの大幅減産により OPEC 諸国の生産が前期から減少するとともに、アジアや旧ソ連諸国を中心に非 OPEC 諸国の生産も減少した結果、世界の原油生産量は日量 8,739 万バレルと前期から同 108 万バレル減少した。

非 OPEC 諸国の生産は増加の見込み

非 OPEC 諸国については、英国やノルウェーなど北海油田の生産が減少している一方、旧ソ連諸国や中南米諸国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は減少基調が見込まれるが、旧ソ連諸国やアジア、中南米諸国の生産が増加するとみられることから、非 OPEC 生産量は増加傾向を辿ると予想されている。

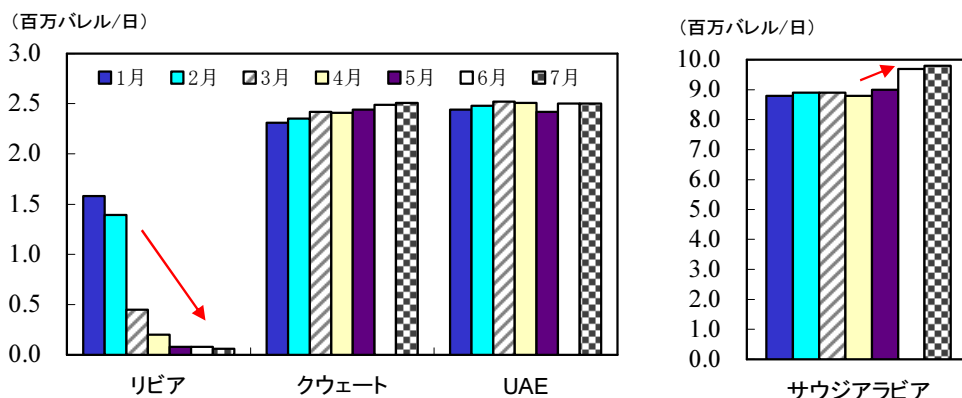
リビアの生産減少分をサウジアラビア等の増産が補足

OPEC についてみると、リビアの生産量は、1 月以前の平時は日量約 160 万バレルだったが、情勢悪化に伴い 7 月時点で同 6 万バレルにまで減少している（第 4 図）。こうしたリビアの生産減少を補うために、5 月にサウジアラビアやクウェート等が増産に転じ、特にサウジアラビアは大幅増産を実施している。1 月以降、リビアの生産量は同 152 万バレル減少した一方、サウジアラビアと UAE、クウェートの 3 カ国の生産量は同 126 万バレル増加しており、リビアの生産減少分の大半を補った格好となっている。

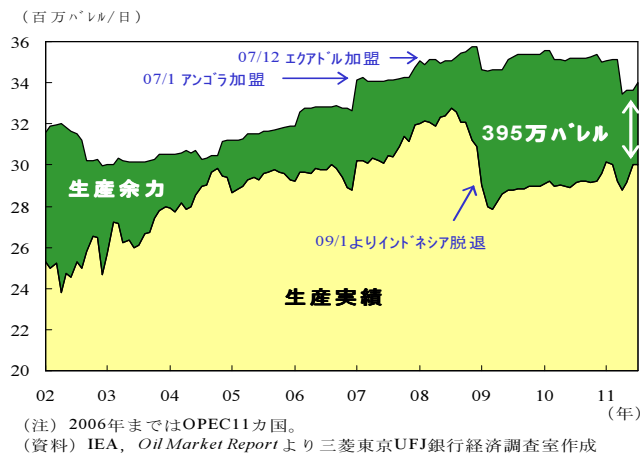
OPEC 生産余力は 2008 年以來の低水準

こうしたサウジアラビア等の増産を受けて OPEC の生産余力（＝生産能力－生産実績）は縮小傾向にある。情勢悪化によるリビアの生産能力縮小を踏まえた OPEC の生産余力は、7 月時点で同 395 万バレルと 2008 年以來の低水準になっている（次頁第 5 図）。うちサウジアラビアの生産余力が同 224 万バレルと過半を占めており、今後もサウジアラビアの生産動向がポイントとなろう。

第 4 図：リビアと中東各国の原油生産量



第 5 図： OPEC の原油生産実績と生産余力



IEA、当面は追加放出しない方針を発表

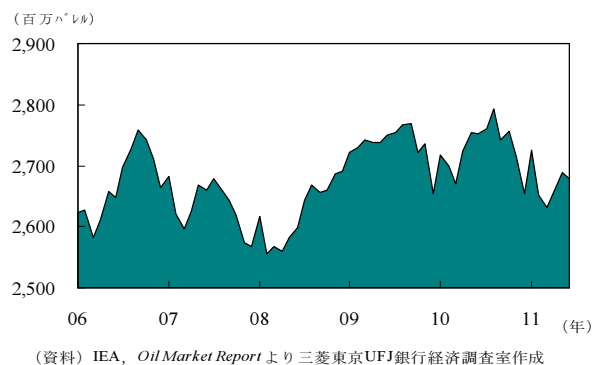
IEA は 6 月 23 日、リビアの大幅減産に伴う需給逼迫に対応するため、加盟国による計 6,000 万バレルの石油備蓄放出を決定した。しかしながら市場では、備蓄放出分をいずれ積み戻す必要があるため追加需要が発生するとの思惑や、追加放出が取り沙汰された。こうした中、IEA は 7 月 21 日に声明を発表し、「再び市場が必要とする状況となれば放出量を増やす用意がある」としながらも、当面は追加放出を実施しない考えを明らかにするとともに、加盟国に対して年内は在庫の積み戻しを行わないよう要請した。

サウジアラビア等の増産や先進国の景気減速を踏まえると、需給逼迫感はやや緩和されているとみられ、IEA が追加放出を実施しない可能性はより高まったとみられる。

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は減少傾向にあるが、過去と比較して高い水準にある（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 6 月時点で 58.4 日分と、過去 5 年平均をやや上回る水準となっている。

第 6 図： OECD 原油・石油製品在庫



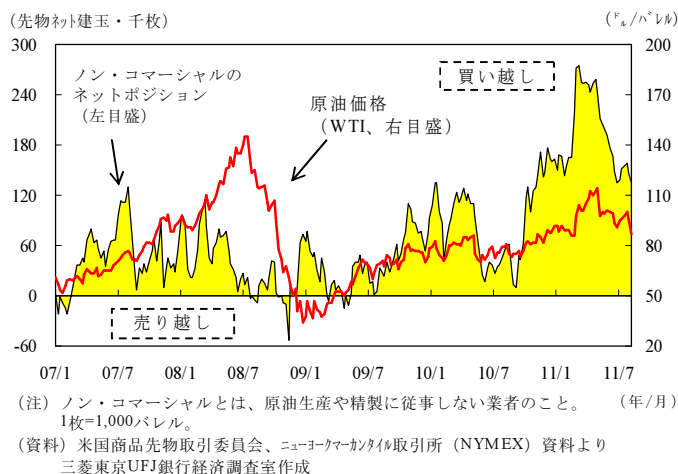
4. 原油市場を巡る資金動向

投機筋の買い越し額は減少基調だが、依然高水準

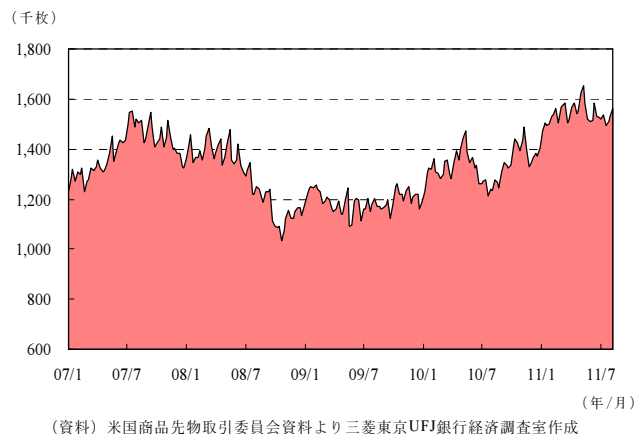
原油先物市場における投機筋の買い越し額は、米量的緩和政策を背景とした潤沢な投資資金を背景に、中東・北アフリカ情勢の緊迫化に伴う供給懸念の高まりを受けて、2月下旬以降3週連続で過去最高を更新した（第7図）。

5月以降、投資筋のポジション調整やIEA石油備蓄放出を受けた供給懸念の緩和から買い越し額の減少が続いた。7月にいったん反転したものの、8月に入り米国の財政問題や米国債格下げを受けて投資家のリスク回避姿勢が強まり、買い越し額は再び減少している。ただし、水準は依然高い。また、原油市場への資金流入を示す総建玉（未決裁残高）は過去最大規模から小幅減少となっている（第8図）。

第7図：原油先物市場の投機筋ネットポジション



第8図：原油先物市場の総建玉



5. 価格の見通し

原油価格は軟調に推移し、年内は四半期平均で90ドル台の見込み

欧米の財政問題は短期的に解決し得るものではなく、同問題に対する懸念を背景とした世界景気先行き不安は来年にかけても続くとみられる。また、アジアなど新興国景気の底固い推移や日本の火力発電需要増加が見込まれるものの、先進国景気は弱含み推移が見込まれることから、需要面からの価格押し上げ圧力は小さいと予想される。

他方、①中東・北アフリカにおいて反政府デモ拡大等から情勢が悪化している国が拡大しており供給懸念が根強いこと、②OPECの生産余力が縮小していること、③当面、IEAは追加放出を実施しないこと、が価格下支え要因になろう。

これらを踏まえると、原油価格は軟調に推移し、年内は四半期平均で90ドル台が予想される。

天候要因により一時的に価格急騰の可能性

なお、米国海洋大気庁（NOAA）によれば、今年のハリケーン・シーズン（6～11月）に大西洋で発生するハリケーンの数はいくつも上回ると予想されている。米メキシコ湾沿岸には石油関連施設が集中しており、同施設がハリケーンによる影響を受けることとなれば、生産の停止・減少から供給懸念が高まり、一時的に原油価格が急騰する可能性がある。

（篠原 令子）

原油価格の見通し

	WTI先物 (ドル/バレル)	前年同期比 (%)	
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	102.3	31.1%	
11/3Q	92	20.7%	見 通 し ↓
11/4Q	90	5.6%	
12/1Q	90	▲4.9%	
12/2Q	92	▲10.1%	
12/3Q	95	3.3%	
12/4Q	94	4.4%	
13/1Q	95	5.6%	
	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	95	19.0%	
2012年	93	▲2.1%	

（注）期中平均価格

世界経済見通し総括表

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	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)	▲ 1.0 (▲ 0.5)	2.2 (2.5)	▲ 1.0 (▲ 0.9)	▲ 0.5 (▲ 0.4)	▲ 0.8 (▲ 0.8)	1,961 (1,888)	1,183 (1,065)	1,705 (1,752)
米国	3.0	1.5	1.8	1.6	3.0	1.6	▲ 4,709	▲ 5,331	▲ 5,707
ユーロ圏	1.7	1.6	1.0	1.6	2.5	1.8	▲ 574	▲ 657	▲ 432
ドイツ	3.5	3.2	1.7	1.1	2.4	2.0	1,760	1,803	1,922
フランス	1.4	1.6	1.4	1.5	2.1	1.6	▲ 531	▲ 520	▲ 507
イタリア	1.2	0.8	0.6	1.5	2.5	1.9	▲ 720	▲ 895	▲ 873
英国	1.4	1.1	1.1	3.3	4.2	2.5	▲ 715	▲ 604	▲ 631
アジア11カ国・地域	9.2	7.8	7.8	4.3	5.5	4.2	4,432	3,863	4,004
中国	10.3	9.5	9.4	3.3	5.3	3.5	3,054	2,762	2,922
NIEs	8.3	4.6	4.3	2.4	3.8	3.1	1,315	1,174	1,211
ASEAN 4 カ国	6.9	5.3	5.6	4.0	4.9	4.7	562	541	518
インド	8.5	7.6	8.0	10.5	8.0	7.5	▲ 443	▲ 551	▲ 595
オーストラリア	2.7	1.7	3.7	2.8	3.5	3.2	▲ 318	▲ 369	▲ 480

(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。

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