

## IV. アジア

### ～欧米経済の減速を受け、成長ペースは鈍化～

#### 1. アジア経済全般

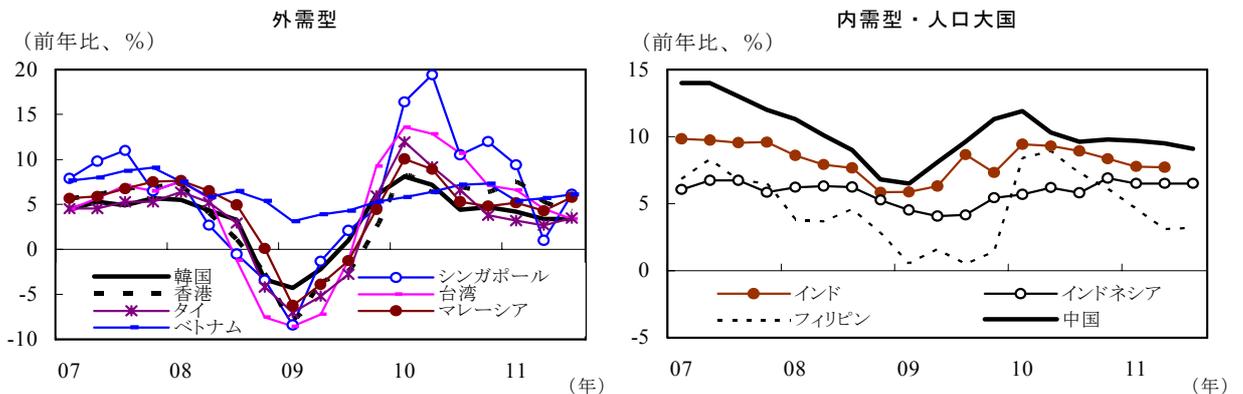
##### (1) 景気の現状

欧米経済の減速を受け成長ペースは鈍化

欧米経済減速の影響がアジアにも及びつつある。今年前半に景気減速が始まった米国に加え、年後半に入り欧州経済の減速が鮮明になったことで、欧米向けの輸出鈍化を通じ、アジア経済の成長ペースは鈍化している。

アジア主要国・地域の第3四半期の実質 GDP 成長率をみると、外需依存度が高い台湾（2Q：前年比 4.5%→3Q：同 3.4%）が5四半期連続で減速したほか、中国（同 9.5%→同 9.1%）は相対的に高い伸びを維持したものの、3四半期連続で鈍化した（第1図）。東日本大震災によるサプライチェーン障害の復旧を受け、タイ（同 2.7%→同 3.5%）は伸びが高まったが、洪水の影響で減速感が強まっている。また、度重なる利上げにもかかわらず9%台後半のインフレが続いているインドは、金融引き締めの影響で個人消費や投資が伸び悩み、統計は未発表ながら第3四半期の成長率は鈍化したとみられる。外需の鈍化とインフレがアジアの成長ペースを抑制している。

第1図：アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率（四半期ベース）



(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年のアジアの成長率は7.3%へ減速

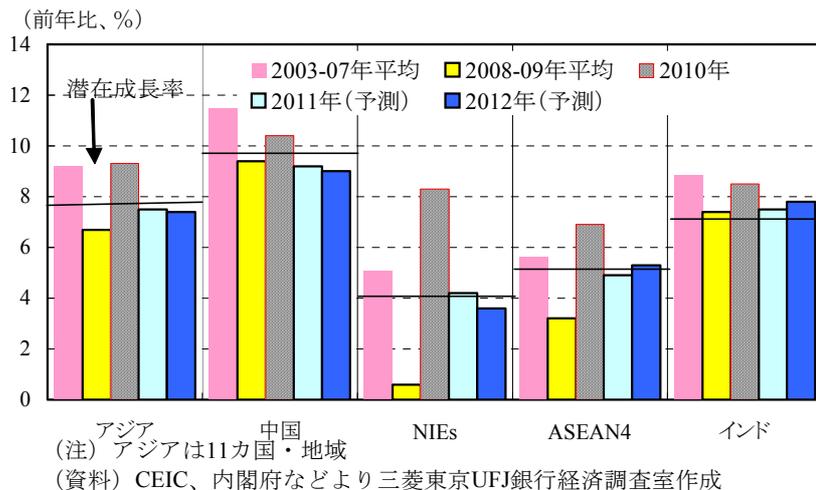
2012年にかけてのアジア経済を展望すると、欧州債務問題の深刻化に伴う欧米経済減速の影響で、2012年前半にかけて輸出が一段と減速、それに伴い内需も鈍化するであろう。2012年後半以降は、欧米経済は緩やかながら持ち直しが予想される。欧米経済の減速に歯止めがかかるなか、アジアでは過剰雇用など構造調整圧力が乏しいことから、内需は自律的な回復に向かい、2012年後半以降、成長ペースは小幅加速しよう。アジア11カ国・地域全体の成長率は2011年が7.5%、2012年は7.3%と予想する。2012年前半にかけては、潜在成長率（7%台半ば～後半）をやや下回るべ

ペースで推移するものの、年後半は潜在成長率並みのペースへ回帰する見込みである（第2図、第3表）。

## タイは洪水の影響で急減速

なお、大規模な洪水被害に見舞われたタイ経済は、2012年第1四半期にかけて輸出及び消費の落ち込みで急減速するものの、第2四半期以降は生産活動が正常化することに加え、復興需要が見込まれることから、景気は回復ペースを速めるとみている。

第2図：アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率（予測）

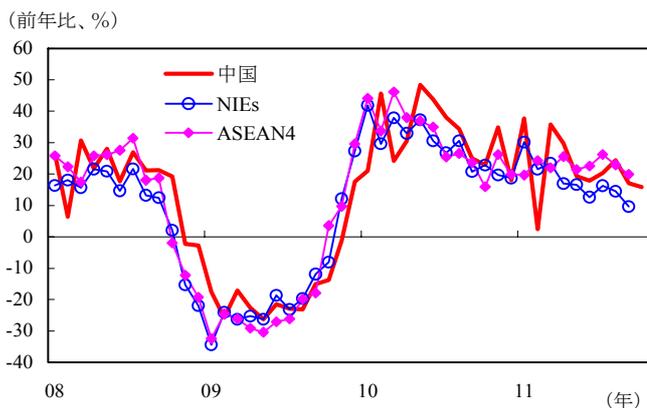


今後のアジア経済を展望するポイントは、欧州債務問題の深刻化に伴う欧州経済減速の影響である。具体的には、①輸出がどの程度落ち込むか、②輸出が減速するなか、消費は堅調を維持できるのか、③欧州銀行が資産を圧縮した際、金融面を通じたアジアへの影響はどの程度あるか、の3点である。

### ①輸出への影響

まず、足元の輸出動向をみると、第3四半期の伸び率は、中国（2Q：前年比+22.0%→3Q：同+20.5%）、NIEs（同+18.0%→同+17.2%）、ASEAN4（同+23.2%→同+23.0%）ともに減速した。月次ベースでみると、8月以降、減速傾向が一段と鮮明になっている。10月は中国が前年比+15.9%と前月の同+17.1%から減速（第3図）、韓国は同+8.2%と一桁台の伸びへ減速した。他方、資源関連輸出が好調なマレーシア（8月：前年比+10.9%→9月：同+16.9%）やインドネシア（同+35.9%→同+46.3%）は加速した。仕向地別にみると、電子関連輸出の低迷を背景に欧米向けの減速幅が大きかった一方、資源関連需要が旺盛な中国向けや復興需要を背景とした日本向けが高い伸びとなった（第1表）。

第3図：アジア主要国・地域の輸出



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：アジア主要国・地域の仕向地輸出

輸出元	仕向地	2011	輸出全体	中国	アジア (除く中国)	米国	欧州	日本
中国	1Q	26.4	N.A.	33.2	21.4	17.1	28.0	
	2Q	22.0	N.A.	27.8	13.3	16.6	19.9	
	3Q	20.5	N.A.	18.2	11.2	18.1	26.1	
NIEs	1Q	25.4	17.8	24.2	20.0	28.5	26.0	
	2Q	18.0	12.6	20.0	19.6	10.7	25.1	
	3Q	17.1	17.6	19.2	3.9	4.5	21.4	
ASEAN4	1Q	22.0	20.3	23.4	14.5	16.8	26.4	
	2Q	23.2	31.2	19.8	9.9	20.3	39.4	
	3Q	23.0	47.7	20.6	2.0	14.6	27.7	
アジア計	1Q	25.2	18.4	27.4	20.0	16.3	27.0	
	2Q	20.9	16.5	23.1	14.3	21.5	26.7	
	3Q	20.6	21.9	17.8	7.6	14.3	25.3	

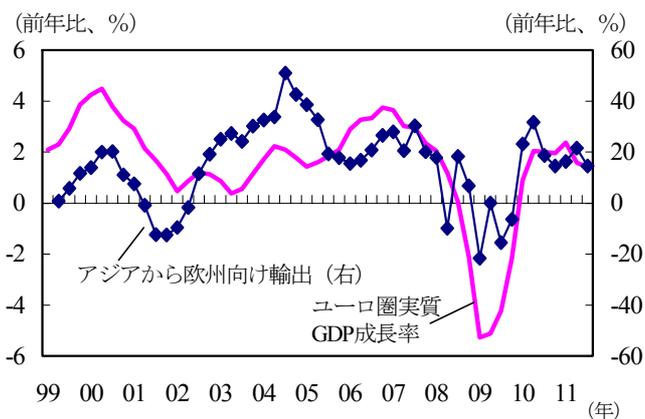
(注) 3QのASEAN4のうちインドネシア、フィリピンは7-8月実績

(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

次に、欧州経済減速の輸出への影響をみると、ユーロ圏の実質 GDP 成長率が 1%減速すると、アジアからユーロ圏向けの輸出は 4%程度減少する傾向がある (第 4 図)。名目 GDP に占める輸出のウェイトと輸出全体に占めるユーロ圏向け比率を勘案すると、ユーロ圏の実質 GDP 成長率が 1%減少した場合、アジア各国・地域の実質 GDP 成長率を 0.1%~0.9%程度押し下げる。国・地域別にみると、輸出依存度が高い香港やシンガポール、ベトナムなどへの影響が大きい一方、欧州向けの輸出比率は高いものの輸出依存度が低い中国、インドへの影響は比較的軽微といえる (第 5 図)。アジア 11 カ国・地域全体では、ユーロ圏の実質 GDP 成長率が 1%減速した場合、成長率は 0.3%程度押し下げられる計算になる。更に二次的な波及効果を勘案すると、影響が拡大する可能性もある。

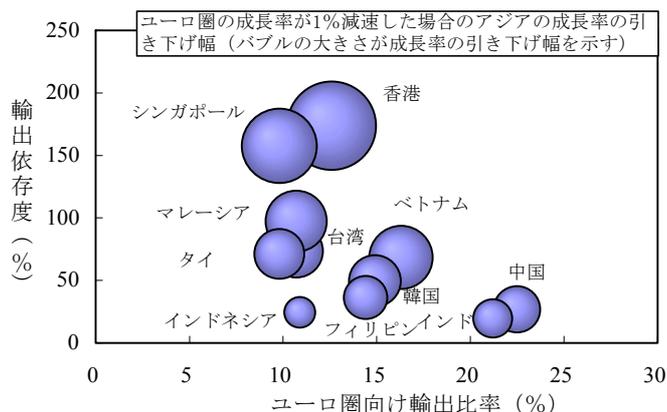
ユーロ圏の成長率が 1%減速した場合、アジア全体の成長率を 0.3%押し下げ

第4図：ユーロ圏向け輸出



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：ユーロ経済減速のアジアへの影響



(資料) CEICなどより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## ②消費への影響

消費は総じて底堅い動きを維持

グローバル金融危機時の雇用調整は比較的短期間で終了

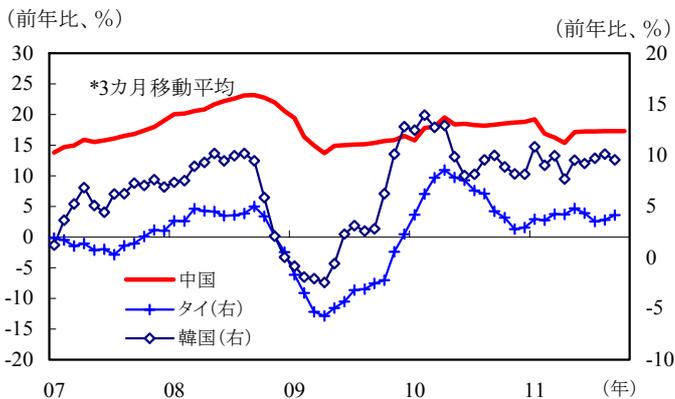
足元の消費は堅調を維持している（第6図）。インフレにより実質所得が鈍化していることや、小型車減税など政策効果の剥落（中国）、自動車ローン金利の上昇（インド）などによる自動車販売の減速を受け、消費の拡大ペースは鈍化しているものの、総じて底堅い動きを保っている。

消費が堅調な背景には、良好な雇用・所得環境がある。失業率は軒並み低水準にあり、タイやシンガポールではグローバル金融危機前（2003-07年）の平均値を大幅に下回り、完全雇用に近い水準まで低下している。

グローバル金融危機時の雇用動向をみると、リーマンショックに見舞われた2008年第3四半期以降、失業率は生産・輸出の大幅減に伴い急上昇したものの、2009年中にピークを迎えその後は急低下した。シンガポール、タイの失業率のピークアウト時期をみると、タイが2009年第1四半期<sup>1</sup>、シンガポールは2009年第3四半期であった（第7図）。戦後最悪の不況と言われたグローバル金融危機であったが、アジアの雇用調整は比較的短期間で終了したといえる。

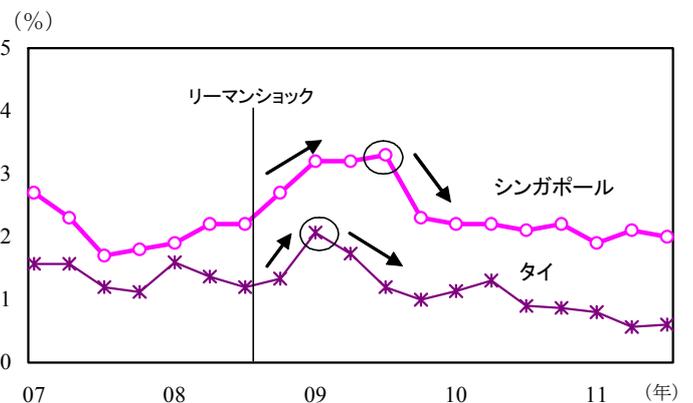
雇用環境が短期間で回復した背景には、過剰雇用という構造的な問題がなかったことに加え、2008年11月に打ち出された中国の大型景気対策が中国向けの生産・輸出の増加を通じ、景気回復の起点になったためと考えられる。今回の見通しにおいて、中国の大型景気対策は想定していないものの、生産拠点及び消費市場としてアジアの重要性が益々高まるなか、これまで雇用の逼迫に悩んできた企業は、輸出の循環的な減速局面においても、中長期的な観点から、雇用の大幅削減には慎重になると考えられる。更に、多くの国で最低賃金が大幅に引き上げられていることに加え、インフレのピークアウトに伴い、足元で鈍化している実質賃金の伸びが2012年にかけて上昇に転じることも消費の下支えとなりうる。

第6図：アジア主要国の小売売上高



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：アジア主要国の失業率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> タイでのヒアリングによると、2008年9月のリーマンショック以降、稼働率の大幅な落ち込みに直面した企業は、2009年3月頃まで雇用削減を手控える企業が多かった。雇用削減に踏み切った直後の4月以降、受注が急速に戻り、再び雇用確保に奔走した。

③ 欧州銀行の資産  
圧縮の影響

アジアも資産削  
減の対象になる  
公算大

10月26日のEU首脳会議において、域内70行を対象に銀行資本増強策が決定された。EBA（欧州銀行監督機構）によると、6月末で資本不足に陥るのは37行合計で1,064億ユーロにのぼる。これまでのところ、増資を発表したのは1行にとどまり、各行とも公的資金注入に依存しない方針を打ち出しており、自己資本比率の引き上げは内部留保の積み上げや資産圧縮で対応する計画となっている。資産圧縮を行う際は、欧州域外で行われる可能性が高く、アジアも削減の対象となるとみられる。

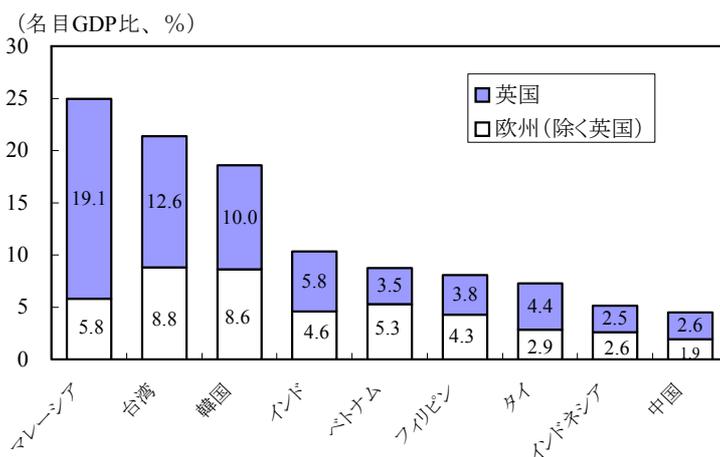
英国の銀行は資本増強の対象となっていないため、英国を除いた欧州の銀行のアジア向け国際与信残高（2011年6月末時点の名目GDP比）をみると、国際金融センターであるシンガポール（同43.1%）、香港（同35.6%）は別格として、台湾（同8.8%）、韓国（同8.6%）などが高く、最も低い中国でも同1.9%にのぼっている（第8図）。仮に英国の銀行が資産圧縮の対象になった場合は残高は約2~4倍に膨れ上がる。

リーマンショック前後の動向をみると、2008年6月末から12月末までの半年間に、英国を含む欧州銀行のアジア向け与信残高は名目GDP比0.3%~9.2%減少したことから、資金調達コストの上昇などの影響が生じた（第2表）。

資産圧縮が金融  
面からアジア経  
済の下押し圧力  
に

見通しのメインシナリオでは、目下の欧州債務問題が、リーマンショックのような金融危機にまでは至らないとみているが、欧州銀行の資産圧縮が金融面からアジア経済の下押し圧力になりうる点には留意が必要である。

第8図：欧州銀行のアジア向け国際与信残高（2011年6月末）



(資料) BISより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：リーマンショック前後の欧米日のアジア向け国際与信動向

(名目GDP比、%)

	欧州			米国			日本		
	2008年6末	2008年12末	2009年12末	2008年6末	2008年12末	2009年12末	2008年6末	2008年12末	2009年12末
香港	97.8	105.7	129.0	11.7	10.1	14.9	14.7	14.3	15.1
シンガポール	63.1	53.9	64.1	16.4	13.6	15.8	15.0	14.6	16.3
中国	2.7	2.0	2.0	0.6	0.4	1.1	0.6	0.6	0.6
台湾	15.7	10.4	14.7	6.6	4.9	7.4	3.0	2.3	2.3
インド	7.7	7.0	7.7	3.5	3.0	4.2	1.2	1.0	1.2
インドネシア	4.1	3.8	3.4	1.3	1.1	1.4	1.5	1.4	1.7
マレーシア	21.8	16.7	21.2	6.3	5.8	6.5	4.1	4.3	4.8
フィリピン	6.0	4.7	6.7	2.7	2.5	2.5	2.0	1.9	1.9
韓国	16.3	13.6	16.5	7.6	6.3	11.1	3.0	3.1	3.2
タイ	13.6	11.5	11.6	1.9	2.3	2.9	5.1	5.6	7.4
ベトナム	8.8	7.0	6.5	1.3	0.6	1.4	1.8	1.9	2.0

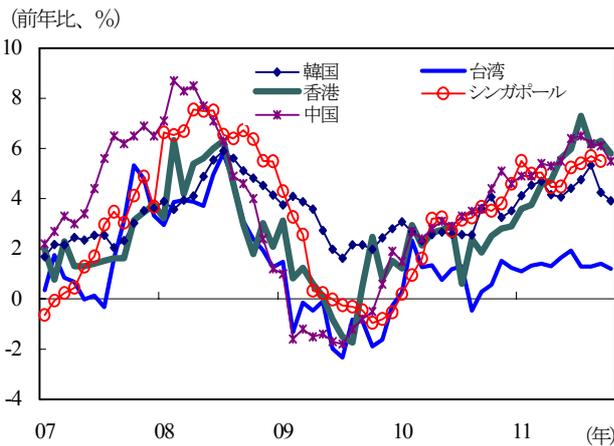
(資料) BISより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

インフレはピークアウトするも、高水準

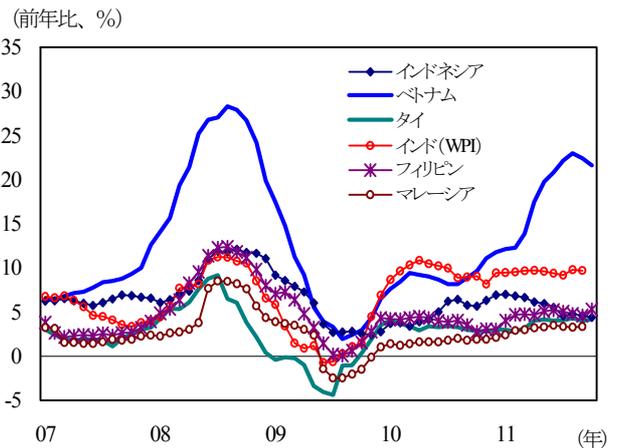
懸案であったインフレはピークアウトしつつあるが、食料インフレの長期化を受け、消費者物価上昇率は依然高い水準にある(第9図)。食料インフレが長期化している背景には、①所得拡大に伴う新興国の需要拡大、②世界的な金融緩和による投機マネーの流入、③天候要因、があげられる。

2012年にかけては、前年のベース効果の剥落や需要の鈍化により食料インフレが沈静化することに伴い、消費者物価上昇率は鈍化に向かう見込みである。もっとも、賃金の高い伸びが続くことから、コア物価上昇率は緩やかに加速し(第10図)、多くの国・地域ではインフレ圧力が残存する見込みである(第11図)。

第9図：アジア主要国・地域の消費者物価上昇率

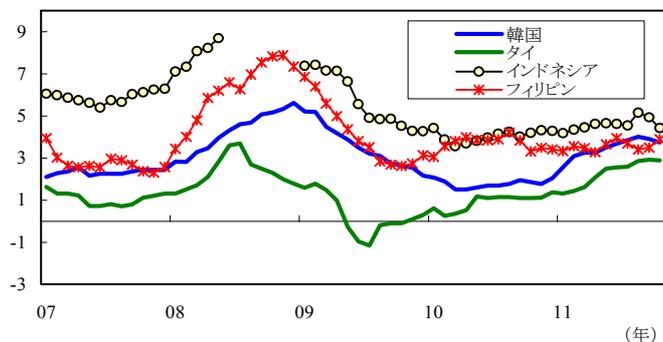


(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



第 10 図：アジア主要国のコア物価上昇率

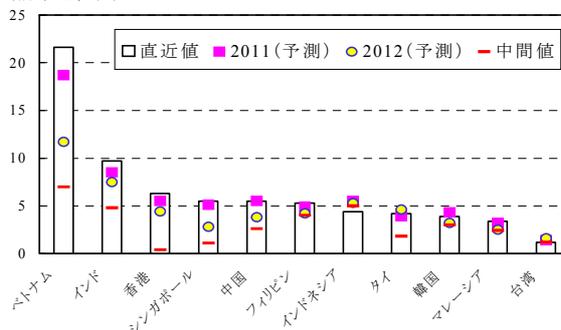
(前年比、%)



(注) インドネシアの2008年6月～12月のデータは非公表。  
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 図：アジア主要国・地域の消費者物価見通し

(前年比、%)



(注) 中間値…インドネシア、韓国、フィリピン、タイは中銀のインフレ目標の中間値、その他の国・地域は2003-07年平均  
(資料) IMF、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### インフレのピークアウトを受け 利上げ打ち止め

インフレがピークアウトしつつあることに加え、欧米を中心とした世界経済の減速懸念の拡がりを受け、インド及びベトナムを除き、各国中銀は利上げを打ち止めている。また、インド中銀は11月に2010年3月以降13度目となる利上げに踏み切った際、インフレ圧力が12月以降緩和することを前提に利上げ打ち止めを示唆した。

インドとは対照的に既にインフレ抑制に成功しているインドネシアは、10月以降2カ月連続で利下げに踏み切った。6%台半ばの成長ペースを維持するインドネシアは、ファンダメンタルズ面から利下げの必要性は低いものの、先行きインフレ率の低下に伴う実質金利の上昇や世界経済の減速に見舞われることを勘案し、予防的な利下げに踏み切った。また、シンガポールは10月にこれまでの金融引き締め（通貨高）から金融引き締め策の緩和（通貨高ペースの抑制）へ舵を切った。

洪水被害による景気急減速を受け、中銀総裁が利下げを示唆しているタイを除き、他のアジア諸国・地域は、物価上昇率が高水準にあることから、現時点での利下げには慎重であるものの、欧米経済の減速を受け、利下げのタイミングを模索する展開になるだろう。

第3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
<b>中国</b>	<b>5,878</b>	<b>10.4</b>	<b>9.2</b>	<b>9.0</b>	<b>3.3</b>	<b>5.5</b>	<b>3.7</b>	<b>3,054</b>	<b>2,707</b>	<b>2,856</b>
韓国	1,007	6.2	3.7	3.6	3.0	4.3	3.2	282	180	172
台湾	430	10.7	4.3	3.7	1.0	1.4	1.6	399	391	383
香港	225	7.0	5.1	4.0	2.4	5.3	4.6	139	97	127
シンガポール	223	14.5	4.9	2.2	2.8	5.1	2.8	494	486	456
<b>NIEs</b>	<b>1,885</b>	<b>8.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.5</b>	<b>2.4</b>	<b>3.9</b>	<b>3.0</b>	<b>1,315</b>	<b>1,154</b>	<b>1,138</b>
インドネシア	707	6.1	6.5	6.4	5.1	5.4	5.2	57	45	6
マレーシア	238	7.2	4.9	4.3	1.7	3.2	2.5	273	330	317
タイ	319	7.8	2.0	4.2	3.3	3.9	4.6	148	118	80
フィリピン	189	7.6	3.5	3.8	3.8	4.9	4.2	85	73	71
<b>ASEAN4</b>	<b>1,452</b>	<b>6.9</b>	<b>4.9</b>	<b>5.2</b>	<b>4.0</b>	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>	<b>562</b>	<b>566</b>	<b>474</b>
インド	1,538	8.5	7.5	7.8	10.5	8.5	7.5	▲443	▲543	▲595
<b>アジア10カ国・地域</b>	<b>10,754</b>	<b>9.3</b>	<b>7.5</b>	<b>7.4</b>	<b>4.3</b>	<b>5.5</b>	<b>4.2</b>	<b>4,488</b>	<b>3,884</b>	<b>3,873</b>
ベトナム	104	6.8	5.8	6.1	9.2	18.7	11.7	▲56	▲62	▲54
<b>アジア11カ国・地域</b>	<b>10,857</b>	<b>9.3</b>	<b>7.5</b>	<b>7.3</b>	<b>4.3</b>	<b>5.7</b>	<b>4.3</b>	<b>4,432</b>	<b>3,822</b>	<b>3,819</b>

→見通し

→見通し

→見通し

(注)インドは年度(4月～3月)ベース。

(竹島 慎吾)

## 2. 中国

### (1) 現状

#### 第3四半期の成長率は一段と減速

中国では第3四半期の実質 GDP 成長率が前年比 9.1%と前期(同 9.5%)から一段と減速した。輸出は欧州向けを中心に減速が目立ち、消費は引き続きインフレが重石となるとともに、投資も小幅ながら減速した。

#### 輸出は米国向けに続き、欧州向けが急減速

足元までの実績をより詳細にみていくと、10月の輸出は前年比+15.9%と2009年12月にプラス転換して以来、最も低い伸びとなった。2010年半ばからの人民元対ドル相場の再上昇、グローバル危機後の最低賃金の大幅上昇により、中国の価格競争力が低下したのに加え、欧州景気の減速が一段の下押し圧力となっている。地域別にみると、先行して減速していた米国向けに続き、9月以降は欧州向けが一桁の伸びへ急減速した。また、これまで堅調であった NIEs 及び ASEAN 向けも低下してきた。一方、日本向けは復興需要を背景に好調であった。

#### 消費は食料インフレの長期化と販売振興策の効果の低下が下押し圧力に

内需に目を転じると、消費は食料インフレの長期化と販売振興策効果の低下が下押し圧力となり、緩やかに減速した。とりわけ、昨年末の小型車減税の期限切れの影響は大きく、10月からの低燃費小型車補助金の対象車削減前の駆け込み需要があったにもかかわらず9月の自動車販売台数は前年比+5.7%にとどまり、10月は反動減で同▲0.9%と5カ月振りにマイナスに転じた。とくに中国メーカーの販売不振が深刻化している。家電については、農村向け購入補助、都市部の買い替え補助ともに実施から2年以上が経過しており、販売の拡大余地は限定的となっている。

#### 投資は金融引き締めの影響で小幅減速

他方、投資は第3四半期には前年比+23.9%と前期(同+25.9%)から小幅減速し、金融引き締め効果の浸透が窺われる。実際、マネーサプライ(M2)の伸び率は4月以降、政府目標(前年比+16%)を下回り、10月には同+12.9%と2002年初頭以来の水準にまで低下するに至っている。引き締め政策の影響は特に中小企業に顕著に現れている。預金準備率引き上げに伴う銀行の貸出余力の低下を受け、資金調達が困難になった中小企業は、高利の民間金融に依存せざるを得なくなり、その結果、倒産・夜逃げが増えているといわれている。このため、温家宝首相が10月3~4日に国慶節の大型連休中という異例のタイミングで民間金融が盛んな浙江省温州市などを視察、中小企業融資支援策や付加価値税・営業税の課税最低額の引き上げなど、中小企業対策を強化するに至っている。

#### 中小企業の苦境を受け、政府は中小企業対策を強化

懸案であったインフレは、ようやくピークアウトしつつある。10月の消費者物価上昇率は前年比 5.5%と政府目標の同 4%を上回っているものの、7月のピーク(同 6.5%)からは低下した。

## (2) 見通し

### 欧州経済の失速が輸出の重石に

今後を展望すると、2012年にかけて内需は底堅く推移するものの、欧州景気の失速に伴う輸出減速を補うほどの勢いはなく、実質GDP成長率は2011年の9.2%から2012年には9.0%へ緩やかに減速すると予想される。

まず、輸出については、欧州景気の失速という重石に加え、人民元・賃金の上昇によるコスト競争力の低下が下押し圧力となろう。もっとも、中国は輸出先を世界的に開拓するなかで、景気が相対的に堅調な新興国向け輸出が一定の下支え役となろう。また、仮に輸出低迷が本格化した場合は、グローバル危機時同様、人民元上昇の抑制により競争力低下を限定するとみられる。既に市場では人民元上昇のペースダウンを織り込む動きも垣間見える。

### 消費はインフレ圧力の緩和と所得の安定拡大を背景に堅調に推移

次に消費については、インフレ圧力が緩和するなか、所得の安定拡大を背景に底堅く推移しよう。最低賃金の動向をみると、9月までに31省・市・自治区のうち、21地区で引き上げられ（平均21.7%）、25地区で賃金ガイドラインが設定された（多くの地区で賃金上昇率の基準値14%以上）。一部高所得層を除く所得減税（9月1日実施）も消費の下支え役になると期待される。

自動車販売については、小型車減税などの振興策の期限切れによる下押し圧力は2011年末まで根強く、通年の伸び率は数%にとどまろう。もっとも、未だ普及率が低い（2010年時点で都市部の世帯保有率13.1%）こともあり、2012年には拡大ペースが再加速してくると予想される。

家電販売振興策は、都市部の家電買い替え補助が2011年末に期限が到来する。また、農村部の購入補助も2011年11月には四川など3省1市に続き、2012年11月には遼寧など7省1自治区1市が、さらに2013年1月には全国的に期限が到来する。これら振興策の期限切れは一時的な駆け込み需要とその後の反動減を引き起こそうが、すでに政策効果は一巡していることから消費への影響は限定的とみられる。

### 投資は政権交代を控え加速しやすい環境

投資については、2012年秋の共産党大会における政権交代に伴い、党・政府の大規模な人事異動が実施されることから、政府機関・地方政府などが実績作りのために投資を促す公算が大きい。もっとも、中央政府においては持続的成長に向けて過剰投資体質を改善する構造調整が不可欠との認識が浸透しつつあり、7大戦略的新興産業（省エネ・環境保護、次世代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）や低所得層向け住宅建設、水利事業などの重点分野への投資は優先するものの、無闇な投資拡大には歯止めをかけると考えられる。従って、投資はグローバル危機時に輸出失速を補ったような過熱状態には至らない見込みである。

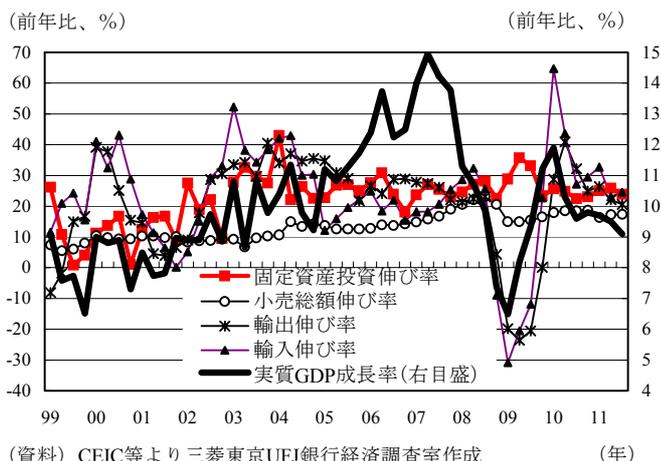
こうした環境下、政府は物価・不動産価格の安定を重視しつつも、中

**政府は景気減速に  
配慮するスタンス  
を強化**

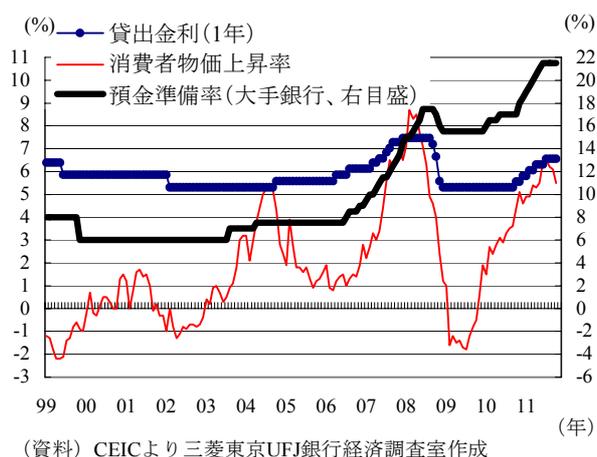
小企業の苦境や欧米経済の減速を受け、景気に配慮するスタンスを強めよう。既に上述の温家宝首相の温州市視察に伴う中小企業強化対策を受けて、窓口指導を通じた貸出抑制の部分緩和や中央銀行による市中への資金供給など、引き締め策を一部緩和する動きも出てきた。さらに、大手銀行で 21.5%と過去最高水準にある預金準備率の引き下げの可能性も高まっている。一方、金利はリーマンショック前の水準より相当に低く、引き下げ余地は乏しいとみられる。

消費者物価上昇率は 11~12 月には 5%以下に収まる模様であるが、2011 年通年では 5.5%と政府目標 (4%) を上回ろう。2012 年は食料品価格の上昇圧力が一巡してくるとはいえ、製品価格には資源・エネルギーおよび賃金の上昇による押し上げ圧力がかかってくることから、通年では 3.7%の上昇率と見込まれる。

第 12 図：中国の成長関連指標



第 13 図：中国の物価と金融情勢



**(3) リスクファクター**

**米為替法案制定の  
動きに留意**

このように、中国経済についてはソフトランディングを予想するが、より厳しい状況に陥るリスクファクターも指摘しておかねばなるまい。

まず、中国を念頭に置いた米国の為替法案制定の動きに注意を要する。通貨の過小評価を認定された国からの輸入品に高関税を課すことを可能とする同法案は、上院では既に可決された。下院では、共和党のベイナ一議長が中国との貿易戦争に発展する可能性を指摘して審議に慎重であり、廃案になる公算も高まっているが、仮に法案が成立した場合は米中のみならず、世界を巻き込む不安要因になりかねない。

**不動産への依存度を高める中国経済**

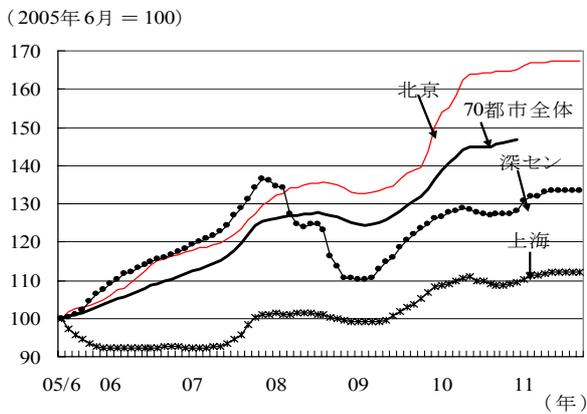
また、中国経済は不動産への依存度が高いだけに、地価急落にも注意が必要であろう。グローバル危機対応の金融緩和・大規模財政政策に伴い、経済の不動産への依存度は一段と高まった。貸出全体に占める不動産関連ローンのシェアは地方政府の不動産プロジェクトを含めると、2005年の18%から2010年には25%へ上昇している。他の貸出も不動産へ流入している可能性があることから、実際の比率は一段と高いとみられる。また、土地譲渡収入は国家予算に基づく地方政府収入の70%に達しており、地方財政も不動産への依存を高めている。

**2010年代後半以降、地価抑制要因が顕在化**

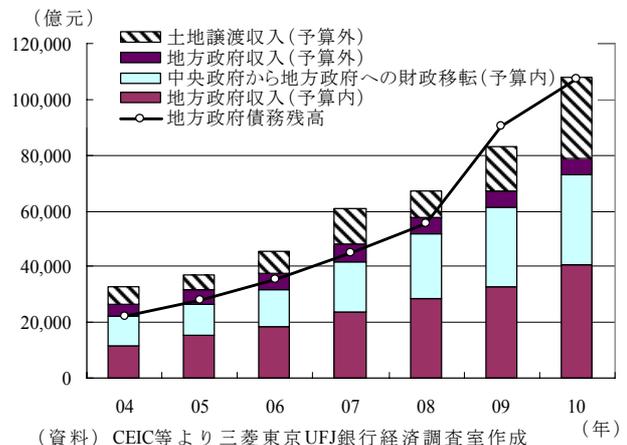
従って、地価下落が経済全体に与えるインパクトが大きいことから、政府は地価の下落傾向が顕著になった場合は、現行の購入規制を緩和するなど多様な政策を動員して、地価急落を回避しよう。当面は、経済成長と都市化が進むなか、不動産の潜在的な実需が大きいという下支え要因があるため、地価急落の回避は可能と考えられる。しかし、2010年代後半以降、人口ボーナスから人口オーナスへの人口動態の変化、ならびに、高成長から安定成長への成長ステージ移行という二つの地価抑制要因が浮上してくることから、不動産市場がはらむリスクの顕在化には一段の注視を要しよう。

(萩原 陽子)

第 14 図：中国の新築住宅価格



第 15 図：地方財政における土地収入依存度



### 3. NIEs

#### (1) 韓国

##### ①現状：足元の指標は景気の減速を示唆

足元の指標は、景気の減速を示唆している。第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比 3.4%と前期並みの成長ペースを維持した。内訳をみると、新興国の需要に支えられた輸出（前年比+9.4%）が堅調を維持したほか、底打ちしつつある建設投資（同▲4.2%）のマイナス幅が2四半期連続で縮小した。しかしながら、世界的な景気の不透明を受け、半導体分野などの機械設備投資（同+1.4%）が2年ぶりの低い伸びとなったほか、民間消費（同+2.2%）は、前期（同+3.0%）を下回る伸びにとどまった。住宅ローン金利の上昇に伴う支払い負担増大を背景に、家計債務残高の可処分所得比が足元で約 1.5 倍に達し、家計の重石となっていることに加え、7月下旬に国内で発生した洪水被害によるマインドの悪化が、民間消費を鈍化させた。

さらに 7-9 月期の鉱工業生産指数は前年比+5.2%と前期（同+7.2%）から鈍化したほか、10月の輸出は米国や EU 向けの鈍化を主因に、同+8.2%と2年ぶりの水準へ落ち込んだ。欧米を中心とする景気の減速は、韓国経済にも波及していると考えられる。

##### 物価の上昇圧力は一服

物価の上昇圧力は一服している。消費者物価上昇率は8月に前年比 5.3%と、3年ぶりの水準まで上昇したが、その後は2カ月連続で鈍化し、10月は同 3.9%と中銀の目標レンジ（同 2~4%）に収まった。

##### 中銀は政策金利据え置き

こうしたなか中銀は、11月11日に行われた金融政策委員会（MPC）で、政策金利を5回連続で 3.25%に据え置いた。インフレへの警戒感は緩めていないものの、世界的な景気減速が国内経済に与える影響を優先した。

通貨は軟調に推移している。ウォンの対ドル相場はグローバル金融危機後の景気回復局面で、概ね上昇基調を辿ってきたが、欧州債務問題を背景とする市場のリスク回避の動きを背景に、8月下旬以降、下落に転じた。その後やや持ち直したものの、足元も 1ドル=1,100ウォン台前半と低水準で推移している。

##### ②見通し：2012年の成長率は、欧米経済の鈍化で 3.6%へ小幅減速

景気は当面、輸出の鈍化が下押し圧力となり低調に推移しよう。2011年の成長率は前年比 3.7%、2012年は同 3.6%へ小幅減速すると想定する。

2012年前半にかけ、欧米を中心とする景気の減速で、外需は低調に推移しよう。韓国の外需依存度は約 5割に達していることから、輸出の鈍化は相応に景気の下押し圧力になると考える。

もっとも、韓国の輸出先のうち先進国の割合は約 3割にとどまり、残る約 7割は中国やアジアを中心とする新興国が占めている。アジア経済は 2012年にかけても相対的に底堅さを維持するとみられることから、輸出の大幅減速は回避されよう。こうしたなか、雇用、消費は軟調ながら底堅さを維持すると予想する。

## 金利は当面据え置き

中銀は国内景気を配慮し、当面は金利を据え置こう。一方で、足元の消費者物価上昇率が中銀の目標レンジの上限近辺にあることを踏まえると、利下げに転じる展開までは想定しにくい。金中銀総裁は、11月のMPC後、グローバル金融危機後のような世界的な景気後退期に突入しない限り「利下げは実施しない」と明言しており、中銀としても当面据え置く意向と考えられる。

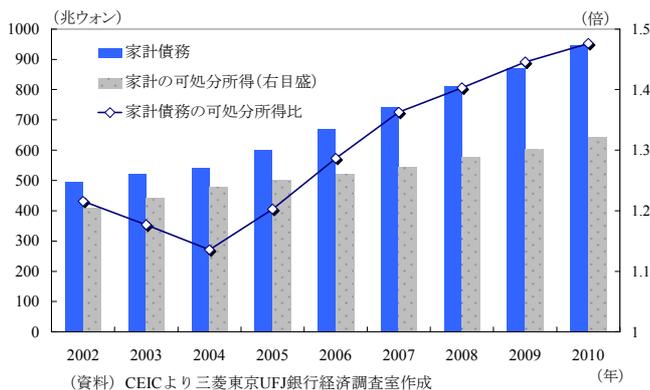
## 懸念材料は足元のウォン安

懸念材料は足元のウォン安である。ウォンは世界の金融市場混乱の局面で、エマージングの代表的な通貨として売られやすい。ウォン安は輸出拡大の好機となる一方、対外債務の支払いコストを増大させる。また、ウォン安は輸入価格の上昇を通じインフレ圧力にもなる。

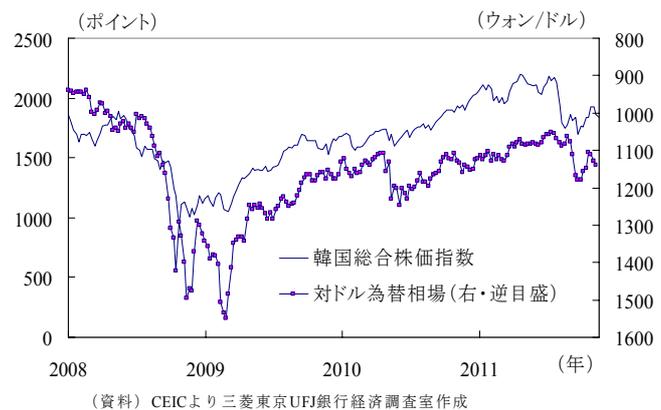
中銀はウォンの下落に対抗するため、ウォン買い介入を行っているが、外貨準備高の急速な減少は、通貨の信認を低下させるリスクも孕む。今後、世界景気が減速基調を辿るとみられるなか、一段のウォン安の進行には注意が必要であろう。

(福永 雪子)

第16図：韓国の家計債務の可処分所得比



第17図：韓国の為替・株価指数



## (2) 台湾

### ①現状：内外需ともに減速

台湾経済は減速している。第3四半期の実質GDP成長率は前年比3.4%と前期(同4.5%)から一段と減速した。前期比ベースでは▲0.15%と2009年第1四半期以来の10四半期振りのマイナスとなった。

需要項目別にみると、内外需ともに減速した。まず、輸出の伸びは同+2.1%と前期(同+4.9%)から一段と鈍化した。電子機器の低迷が続いていることに加え、これまで高い伸びを維持してきた情報通信機器が減速した。こうした輸出減速に伴い、設備投資も同▲10.7%と2年振りにマイナスに転じた。一方、消費は同+3.1%とほぼ前期(同+3.0%)並みの水準を維持した。株価の急落というマイナス要因はあったものの、良好な雇用情勢に加え、日中両国を中心に外国人観光客数が二桁増となったことなどが底支え要因になったと考えられる。

インフレ圧力の  
緩和を受け、利上  
げ打ち止め

物価は安定が続いている。可塑剤混入事件の影響で果物価格が高騰したこともあり、6月の消費者物価上昇率は同1.9%まで押し上げられたが、上昇は一時的にとどまり、10月には同1.2%まで低下した。インフレ懸念を背景に中央銀行は2010年6月以降、小幅利上げを続けてきたが、インフレ圧力が緩和されたことや世界経済の先行き不透明感が増していることから、9月の金融政策決定会合において金利を据え置いた。

②見通し：2012年  
の成長率は3.9%  
へ減速

台湾経済は、2012年前半にかけては欧米経済の低迷で景気減速が予想される。実質GDP成長率は2011年の前年比4.3%から2012年には同3.7%へ減速しよう。

輸出については、スマートフォンやタブレット端末などの情報通信機器の底堅い需要が見込まれるものの、エレクトロニクス全般の在庫調整が遅れており、輸出の回復傾向が鮮明になるのは2012年後半にずれ込む公算が大きい。また、韓国が米国とのFTAを2012年初にも発効させる見込みであり、競合する台湾製品の対米輸出への悪影響が懸念されている。

2012年のダブル  
選挙をにらみ、政  
府は景気に配慮

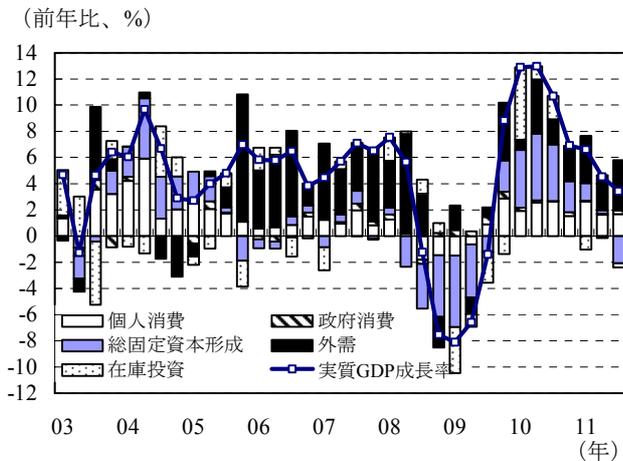
こうした輸出情勢の悪化は当然ながら輸出主導型の台湾経済に対する逆風となるが、その緩衝材となり得るのが選挙要因と中国要因といえる。2012年1月に予定されている総統（大統領）と立法院（議会）の同日選挙を前に、再選を目指す馬英九総統は2011年7月からの公務員給与の3%引き上げ、2012年初からの法定最低賃金の5.0%引き上げなど所得政策を相次いで導入し、また、選挙戦のなかでは2012年度予算において福祉政策に4,000億台湾ドルを投入する方針も打ち出している。これらの政策対応に一定の消費下支え効果が見込まれる。

また、中国との経済協力枠組み協定（ECFA）の拡充は米韓FTAによる輸出へのダメージを緩和する意味合いでも重要視されており、これに伴い、対中輸出や中国からの旅行客増などメリット拡大が期待される。

なお、総統選挙には現職の馬総統、野党・民進党の蔡英文主席に加え、与党・国民党と協力関係にある親民党の宋楚瑜主席も候補として加わった。最近の各種世論調査では、馬氏と蔡氏の支持率は伯仲していたが、宋氏の立候補は支持基盤が重なる馬氏への影響がより大きいとみられている。今回の選挙は馬政権が進めてきた対中関係強化策に対する台湾市民の信任も問われていることになる。それだけに、政権交代となった場合、蔡氏は対中対話を重視する姿勢を示しているとはいえ、民進党を台湾独立派とみなす中国側の警戒感は強く、中台関係や金融市場の過剰反応、これに伴う景気下押しの可能性には注意を要する。

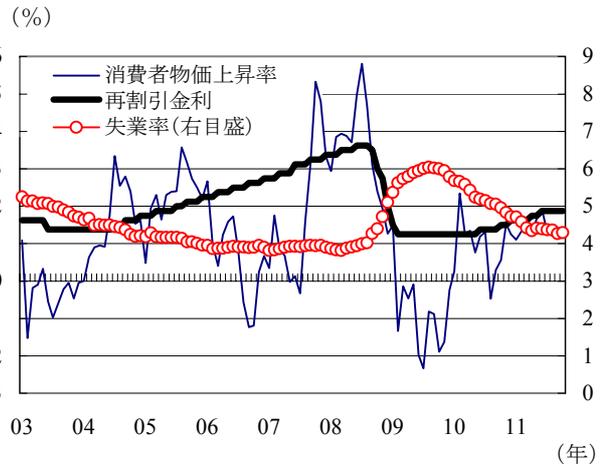
（萩原 陽子）

第 18 図：台湾の実質 GDP 成長率



(資料) CEIC より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第 19 図：台湾の物価・金利・雇用



(資料) CEIC 等より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

### (3) 香港

①現状：景気は輸出の低迷を受け一段と減速

香港経済は減速している。第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比 4.3% と前期 (同 5.3%) から一段と減速した。輸出が同▲2.2%と 2009 年第4四半期以来のマイナスに転じたことが主因である。仕向地別にみると、米国向けは減少幅が拡大したことに加え、欧州向けも伸びが鈍化した。

内需は好調持続

外需が低迷する一方、内需は好調が続いている。消費は良好な雇用・所得環境や住宅価格の上昇に伴う資産効果、中国人観光客の大幅増加など好環境を背景に同+8.8%と高水準を維持した。また、総固定資本形成は民間設備投資 (同+28.0%) の拡大や公的部門の建設投資 (同+10.7%) の堅調により、前期 (同+7.0%) から同+10.2%へと加速した。

住宅価格はピークアウトの兆し

消費者物価上昇率は7月 (前年比 7.9%) をピークに鈍化傾向にあるとはいえ、10月 (同 5.8%) も食料品や家賃を中心に高止まっている。もっとも、住宅価格にはピークアウトの兆しが生じてきた。本年2月以降、史上最高値を更新し続けてきたが、当局の規制が相次ぐなか、第3四半期には前期比▲1.1%とようやくマイナスに転じた。

②見通し：景気は減速の一方、物価は高止まり

今後の香港経済は、欧州債務問題の深刻化を背景にした欧米経済の減速を受け、外需を中心に成長鈍化が見込まれる。輸出は全体の半数を占める中国向けは底堅く推移することが見込まれるものの、欧米向けの減速が下押し圧力となろう。

他方、内需は消費の堅調が見込まれることに加え、鉄道や港湾などの大型インフラ投資が下支えするとみられる。これまで好調であった消費は、5月以降、株価が約 25%下落したことを受け、資産効果は剥落しつつあるものの、小売総額の約 2 割を占める中国人観光客の旺盛な消費が引き続き期待できることから、堅調に推移するであろう。

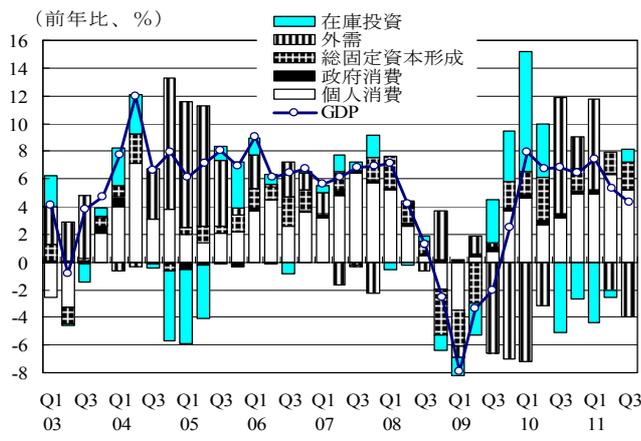
以上のように、内需は堅調であるものの、世界景気の減速に伴う下押し

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 5.1%、2012 年には 4.0% へと低下は不可避であろう。

物価については、独自の金融政策が採用できないことに加え、香港における消費財の約 6 割、食品の 2 割以上が中国からの輸入に依存しており、人民元高及び中国国内の物価押し上げ圧力は依然として大きい。このため、消費者物価上昇率は 2011 年には前年比 5.3%、2012 年も同 4.6% と高止まりを予想する。

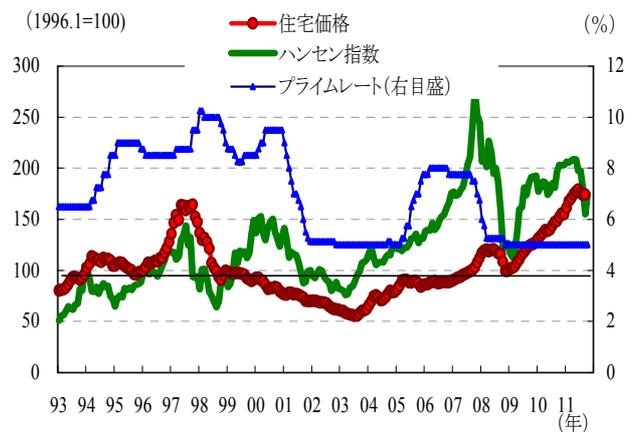
(香港駐在 范小晨)

第 20 図：香港の実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 21 図：香港の資産価格と金利



(資料) CEIC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：外需を中心に景気は減速傾向

シンガポール経済は、外需を中心に景気は減速傾向にある。第 3 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 6.1% (前期比年率 1.9%) と前期 (前年比 1.0%、前期比年率▲6.4%) から持ち直したものの、個別産業の特殊要因による押し上げの影響が大きい。製造業は、主力産業の一つであるエレクトロニクスの低迷が続く中、バイオ医薬品が原薬の成分切り替えに伴う生産落ち込みの一巡により、前年比+14.2% (前期：同▲5.6%) と急拡大した。一方、サービス業は、貿易や不動産取引の伸び悩みなどを背景に、同+3.7% (同+4.0%) と 2 年振りの水準まで低下した。

需要項目別では、民間消費 (同+7.1%) 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+6.3%) は、住宅建設が減少したものの、企業の設備投資や公共投資の拡大などが下支えした。一方、輸出 (同▲0.3%) の鈍化を背景に外需の寄与度はマイナスに転じた。

物価は依然高水準

第3四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 5.6%（前期：同 4.7%）と3年振りの水準へ高まった。不動産価格は、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ものの、第3四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は変わりはない。また、自動車についても、COE 価格高騰に伴い新規自動車登録台数は減少傾向にあるものの、政府の COE 供給削減に伴う需給逼迫が価格押し上げ要因となった。

②見通し：2012 年 前半にかけて成長ペースは鈍化へ

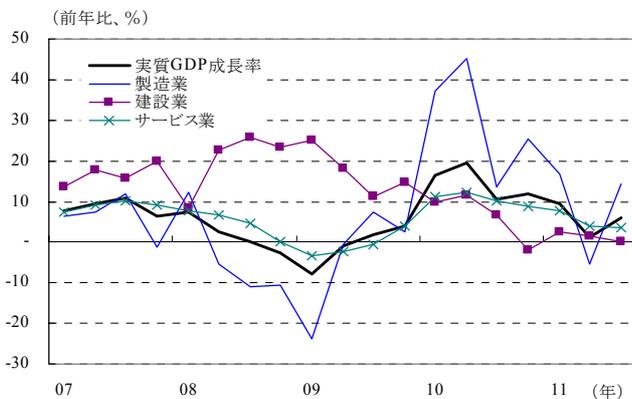
シンガポール経済は、2012 年前半にかけて景気減速が予想される。欧米諸国の景気低迷の影響で、エレクトロニクス部門の在庫調整が遅れており、持ち直しは2012年後半にずれ込む公算が高い。他方、内需については、周辺アジア諸国などからの観光客の増加に加え、公団住宅（HDBフラット）や公共交通機関の拡充など政府による公共投資などが下支ししよう。実質 GDP 成長率は2011年の前年比 4.9%から、2012年は同 2.2%と潜在成長率（3～5%）を下回る可能性をみておく必要がある。

MAS は金融引き締め政策を緩和、インフレ圧力は緩和へ

シンガポール通貨庁（MAS）は、2010年4月に金融引き締め（通貨高）政策に転換して以来、引き締めを段階的に強化してきたが、10月の政策レビューでは、今後の景気下振れリスクとインフレ沈静化見通しを踏まえ、金融引き締め政策の緩和（通貨高ペースの抑制）を決定した。資源価格の動向には引き続き留意する必要があるものの、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。消費者物価上昇率は、2011年通年の前年比 5.1%から2012年は同 2.8%へ低下しよう。

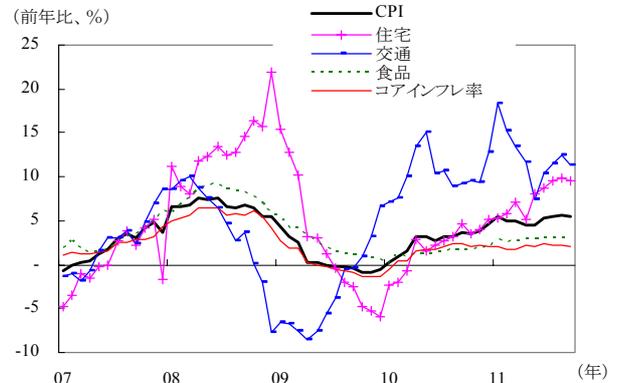
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第 22 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より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 23 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3四半期の成長率は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3四半期の実質 GDP 成長率は、前年比 6.5%と3四半期連続で同水準を維持した。インフレ圧力が緩和する中、祝祭日に向けた購買意欲の高まり等により、民間消費（同+4.8%）が拡大したほか、内外企業の設備投資活発化などを背景に、総固定資本形成（同+7.1%）が堅調を維持した。また、資源関連を中心とした輸出（同+18.5%）の好調により外需のプラス寄与度が拡大した。

#### インフレ沈静化を受け中銀が利下げを実施

食品価格の下落などを受け、物価も落ち着きを見せている。例年、年末には、断食明け祭日に伴う購買意欲の高まり等で、インフレが加速し易いが、今年については総じて安定を維持、10月の消費者物価上昇率は前年比4.4%（前月：同4.6%）、コアインフレ率も同4.4%（前月：同4.9%）へ伸びが鈍化した。

インフレの沈静化と欧米諸国を中心とした景気の先行き不透明感の強まりなどを受け、インドネシア中銀は、10月と11月に合計75bpsの利下げを実施した。これにより政策金利は6.0%と過去最低水準へ低下した。

#### 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、来年にかけて内需を牽引役に6%台の堅調な成長が見込まれる。民間消費については、賃金上昇や資源価格の上昇を背景にした所得増加、物価の安定、緩和的な金融環境などが下支えしよう。また、相対的に低コストの労働力や内需拡大を睨んだ海外からの直接投資の活発化なども内需拡大の追い風となろう。実質 GDP 成長率は、2011年が前年比6.5%、2012年は同6.4%を予想する。

#### 物価は総じて安定を維持

物価についても総じて安定が見込まれる。2012年度予算案に盛り込まれた電力料金引き上げが押し上げ要因となる可能性があるものの、これまでのところ2010年後半のような天候不順に伴う不作などによるインフレ懸念は小さい。2011年の消費者物価上昇率は前年比5.4%、2012年は同5.2%を予想する。

金融政策については、国内景気が堅調なだけにファンダメンタルズ面から利下げの必要性は低いものの、先行きインフレ圧力の緩和に伴う実質金利の上昇や先進国経済の低迷の長期化などを踏まえると、追加利下げの可能性をみておく必要がある。

#### 第3四半期の資本収支は大幅赤字を計上

欧州債務問題に端を発する世界的なリスク回避の動きの強まりを背景に、9月には、インドネシア株式・債券市場からの大規模な資本流出が発生、第3四半期の資本収支は▲34億ドルの大幅流出超を記録した。もっとも、中銀による国債および為替市場への介入などにより金利上昇幅が抑えられるなど、金融市場不安定化への対応力が高まっている点はプラ

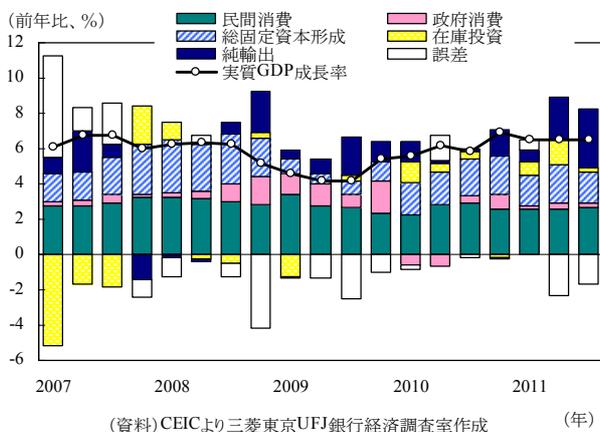
スに評価できる。外貨準備高（除く金）は、2011年8月時点の1,206億ドルから10月には1,099億ドルまで減少したが、輸入比7.7カ月分と高水準を維持している。

良好なファンダメンタルズなどを踏まえると、今年前半に比べて勢いこそ弱まるものの、当面、資本流入基調が続くことに変わりはない。ただし、海外投資家による国債保有比率が30.9%（10月末時点）と依然高水準にあるだけに、世界的なリスク回避の動きの強まり等に伴う一時的な調整リスクには引き続き留意する必要があるだろう。

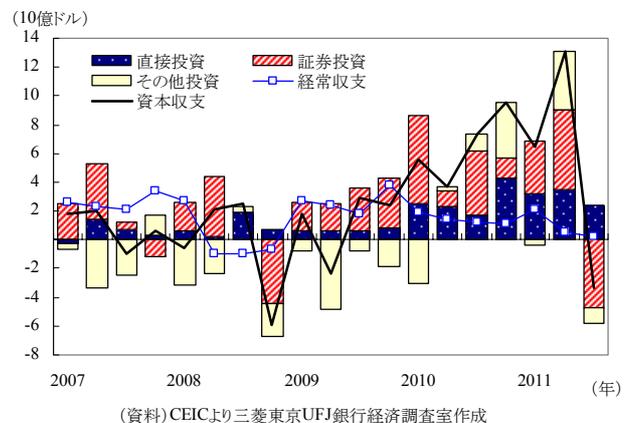
（シンガポール駐在 福地 亜希）

資本流入基調は不変、ただし一時的な調整リスクには引き続き留意

第24図：インドネシアの実質GDP成長率



第25図：インドネシアの資本収支



## (2) マレーシア

### ①現状：景気は堅調維持

マレーシア経済は内需を中心に堅調を維持している。第3四半期の実質GDP成長率は、前年比5.8%（前期：同4.3%）へ加速した。需要項目別では、民間消費（同+7.3%）は、食品・飲料、通信などに加え、祝祭シーズン中の旅行支出が拡大した。低水準の失業率（3.1%、8月時点）や資源輸出の好調に伴う所得増加など、良好な雇用・所得環境が追い風となった。この他、政府支出（同+21.7%）の拡大や、石油・ガスおよび輸送機械などを中心とした総固定資本形成（同+6.1%）の拡大も成長を支えた。また、輸出（同+4.2%）は、電子・電機が伸び悩む中、石油およびパーム油などの資源関連を中心に好調に推移し、外需はプラスの寄与度を維持した。

産業別に見ると、製造業（同+5.1%）は、石油・化学、非鉄金属鉱物・金属などの好調に加え、東日本大震災の影響の剥落に伴い輸送機械、電子・電機などが持ち直した。また、内需拡大に伴うサービス（同+7.0%）の好調や住宅など建設（同+3.0%）の拡大も支えとなった。

## インフレは高水準

第3四半期の消費者物価上昇率は、食品や燃料価格の上昇のほか、電気料金値上げなどを背景に前年比 3.4%（前期：同 3.3%）と高水準で推移した。もともと、政府が祝祭期間中（8月下旬から9月初め）の価格統制を強化したこともあり、一段の上昇は抑えられた。

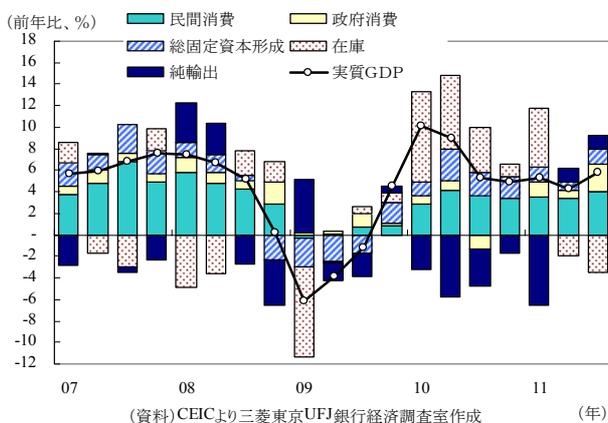
## ②見通し：2012年にかけて成長ペース鈍化へ

2012 年前半にかけて、マレーシア経済は外需を中心に成長鈍化が予想される。目先、タイにおける大洪水の影響で自動車関連を中心に下押しされるほか、来年にかけて、欧米経済の低迷に伴い、エレクトロニクス関連の伸び悩みが続こう。一方、内需は総じて堅調を維持しよう。民間消費は、良好な雇用・所得環境に加え、年明けにも実施が見込まれる総選挙を睨み、政府が 2012 年度予算案に盛り込んだ低所得者層への一時金支給などが下支えするとみられる。投資についても、第 2 ペナン大橋や国際空港拡張などの大型の公共工事のほか、ジョホール州における複合開発区「イスカンダル・マレーシア」や「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。実質 GDP 成長率は、2011 年の前年比 4.9%から 2012 年には同 4.3%への低下を予想する。

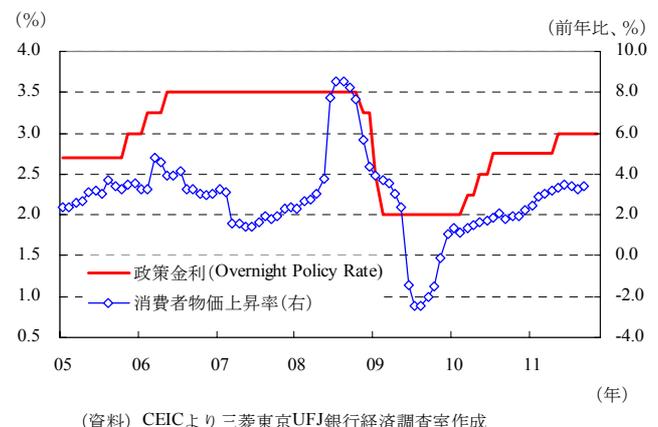
消費者物価上昇率は、補助金による食料・燃料価格の価格統制に加え、前年のベース効果もあり、2011 年の前年比 3.2%から、2012 年には同 2.5%へ低下しよう。成長ペースの鈍化とインフレ沈静化見通しを受け、利上げはほぼ終了したとの見方が広がっている（翌日物政策金利：現行 3.0%）。予想以上に景気下振れのリスクが強まる場合には、金融緩和の可能性も視野に入ってくる。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第 26 図：マレーシアの実質 GDP 成長率



第 27 図：マレーシアの物価と金利



### (3) タイ

#### ① 現状：洪水被害が成長にブレーキ

タイ経済は、大規模な洪水被害で成長にブレーキがかかっている。7-9月期の実質 GDP 成長率は東日本大震災からの生産回復を受け、前年比 3.5%と前期（同 2.7%）から加速したものの、10月以降に発生した洪水が経済に大きな打撃を与えている。足元の経済指標は急速に悪化しており、10月の自動車販売台数は前年比▲40.5%とアジア通貨危機時の 1998年8月以来の大幅減を記録したほか、同月の消費者マインドは 72.4ポイント（前月差▲9.4ポイント）と、2001年9月以来の下落幅となった。

#### 被害総額は名目 GDP 比 2%規模

中銀は今回の洪水による被害総額を 2,000億バーツ、名目 GDP 比約 2%と見込んでいる。被害は工業団地や家屋の冠水や水道・電気設備のダメージ、幹線道路を含む多数の道路の寸断など生活インフラにも及んでいる。タイ南部は地形の勾配が緩やかであるため排水には時間がかかり、排出作業の目処が立つのは 12月以降とみられる。

#### 政府は大型経済対策を決定

大規模な被害を受け、政府は名目 GDP 比 9%規模の大型経済対策を打ち出した。これは、グローバル金融危機時の景気対策（名目 GDP 比 6.0%）を上回る規模で、政府の危機意識の高さが窺える。

#### 洪水被害で物価は上昇の兆し

物価は、洪水の影響で再び上昇の兆しをみせている。消費者物価上昇率は 9月にいったん鈍化したものの、10月は物資の不足、輸送経路の寸断などを受けた食料品価格の上昇により前月の前年比 4.0%から同 4.2%へ再加速した。コア物価上昇率もこのところ中銀のターゲット（0.5～3.0%）のほぼ上限に張り付く水準で推移している。

#### 中銀は金利据え置きで国内経済に配慮 利下げも示唆

こうしたなか中銀は 10月の金融政策委員会で、政策金利を 3.50%に据え置いた。中銀は 2010年7月以降、9回に亘り金融引き締めを行ってきたが、10月については洪水被害で低迷が予想される国内経済への配慮を優先させた。さらにプラサーン中銀総裁は、「一時的に金融緩和の余地がある」と、利下げも示唆した。

#### ②見通し：2011年の成長率は 2.0%、2012年は 4.2%

今後のタイ経済は洪水被害の影響で、第 4 四半期から 2012年第 1 四半期にかけて急減速しよう。2011年の成長率は前年比 2.0%、2012年は前年の落ち込みの反動と復興需要で同 4.2%へ高まる展開を予想する。

年内は生産・輸出は共に低迷しよう。タイは輸出依存度（輸出額／名目 GDP）が約 7割と高いことから、輸出の減少は景気の大きな下押し圧力となる。また、年内は浸水した地域が残るとみられることから、設備投資も低迷しよう。経済活動の停滞による所得減少や景気の先行き不透明感の高まりを受け、消費者マインドの落ち込みが予想され、個人消費は冷え込もう。

**生産活動は 2012 年に徐々に正常化へ**

他方、経済対策で、工業団地の復旧や避難所の設営、また医療サービスなどの被災者保護が行われており、これらは景気を下支えしよう。

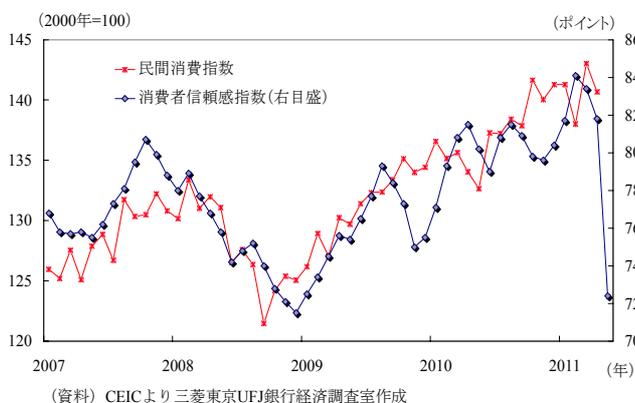
2012 年に入ると、水没した設備の修復や交換が進み、生産活動は徐々に正常化に向かおう。生産が正常化するのには 4 月以降とみる。生産活動の正常化に伴い消費も回復に向かう見込みである。年半ば以降は、ペンタアップデマンドが顕在化することや政府の復興需要が本格化することから、景気は回復ペースを速めると予想する。

また政府は道路などのインフラ整備の復旧を 1 年以内を実現する方針としており、これらの支出は 2012 年の成長を押し上げよう。さらに国内の長年の懸案課題であり、今回の被害の原因ともなった治水作業にも着手するとしており、中長期的なインフラ関連支出が期待できる。

就任間もないインラック首相にとって、今回の洪水被害は大きな難局となった。いち早く復興への道筋をつけることで、国民の信頼を取り戻すことが求められよう。また、タイ経済を支える海外からの投資を呼び込み続けるためには、抜本的な治水対策の実行が不可欠であろう。

(福永 雪子)

**第 28 図：タイの消費者マインドと消費**



**第 29 図：タイの物価・金利動向**



**(4) フィリピン**

**① 現状：足元の成長ペースは 3% 台の低い伸び**

フィリピン経済は減速基調にある。第 3 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 3.2%と、5 四半期ぶりに加速に転じたものの、2 四半期連続で 3% 台の伸びにとどまった。内訳をみると、東日本大震災からの生産回復を受けた企業部門が持ち直し、固定資本形成が前年比 24.5%と増加に転じたほか、堅調な海外労働者送金に支えられた個人消費が同 7.1%と加速した。しかしながら、外需の鈍化で輸出品の約 6 割を占めるエレクトロニクス関連製品を中心に輸出が同▲13.1%と低迷し、成長を下押しした。

**物価の上昇圧力はやや高まる**

物価の上昇圧力は足元でやや高まりつつある。10 月の消費者物価上昇率は同 5.3%と、中銀の目標レンジ (3-5%) を上回り、2009 年 4 月以来の高水準の伸びを記録した。燃料価格や台風の影響を受けた青果の高騰が押し上げ圧力となった。

中銀は 4 会合連続で金利を据え置き

インフレ圧力が高まるなか、中銀は 10 月に 4 会合連続で政策金利を据え置いた（翌日物借入金利：4.50%、翌日物貸出金利：6.50%）。中銀は据え置きの理由について、足元のインフレは懸念されるものの、1-10 月期の消費者物価上昇率は前年比 4.4%と中銀の目標レンジ内にあること、一方で世界的な景気減速による外需の鈍化が見込まれるなか、経済成長をサポートする必要があるためと説明した。

② 見通し：2011 年の成長率は 3.5%、2012 年は 3.8%へ小幅持ち直し

景気は引き続き低成長ながら、2012 年は小幅持ち直すと考える。2011 年の成長率は前年比 3.5%、2012 年は同 3.8%を予想する。

先進国を中心とする世界経済の減速は、輸出の減速を通じフィリピン経済にも影響を及ぼそう。欧米経済の低迷で、主力のエレクトロニクス関連製品の在庫調整の遅れが見込まれることから、当面輸出は低調に推移しよう。ただし、GDP の約 7 割を占める個人消費は、海外労働者層金に支えられ底堅く推移するとみられ、景気は大幅減速を回避しよう。海外労働者送金は派遣先が多様化していることから、景気によって細りにくいためである。

政府は景気浮揚のため財政出動を決定

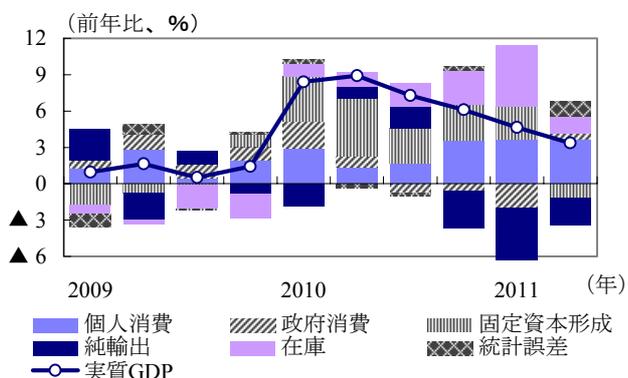
さらに財政出動が景気を下支えしよう。10月、政府は721億ペソ（名目 GDP比0.8%）の景気浮揚策を決定した。フィリピンの財政収支は1-9月期 530億ペソの赤字と、政府が定める同期間の赤字の上限額（2,344億ペソ）を大幅に下回っている。財政赤字の縮小は政府の選挙公約の一つであるが、国内では政府の厳しい支出抑制が、景気の減速を引き起こしているとの指摘が出ており、景気浮揚策の決定に至った。

今回の財政出動はグローバル金融危機後の対策額（同比4.0%）に比べると遥かに規模は小さく、景気を加速させるほどのインパクトはないとみられるが、インフラ、農業設備などへの支出を通じ、景気を下支えするとみられよう。

景気が緩やかな回復基調にとどまるなか、中銀は当面金利を据え置いて様子見すると予想する。ただし、消費者物価上昇率は中銀の目標レンジ内に収まりつつあることから、景気に減速の兆しがみえた場合、利下げも視野に入るとみられよう。

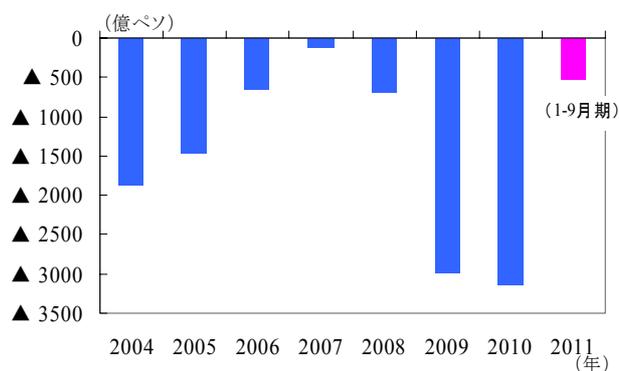
（福永 雪子）

第 30 図：フィリピンの実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 31 図：フィリピンの財政収支



(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：成長ペースは鈍化傾向

インド経済は、金融引き締め政策の影響で成長ペースの鈍化傾向が続いている。7-9月期の鉱工業生産は前年比+3.1%と約2年ぶりの低水準にとどまった。財別では、資本財（同▲5.9%）の落ち込みが目立っている。また、7-9月期の乗用車販売台数は同▲4.3%と7四半期振りに前年の水準を下回った。自動車ローン金利の上昇に加え、ガソリン高などが下押し圧力となったとみられる。

#### 依然根強いインフレ圧力

もっとも、2年前に比べ、自動車や住宅など高額消費を除き、民間消費は総じて底堅い。この背景には、農産物価格の上昇に加え、「雇用保障スキーム」を通じた農村所得の増加などが影響している。同スキームは、政府が、農村部での失業者に公共工事など単純労働での雇用機会と1日約100ルピーの現金支給（1世帯当たり年間100日まで）を保障するもので、今年1月には公定労賃が州毎に17~30%引き上げられた。

#### 中銀は引き締めを強化しつつも、利上げ打ち止めを示唆

度重なる利上げにもかかわらず、インフレ圧力は依然根強い。10月の卸売物価上昇率は、前年比9.7%と約1年にわたり9%台で高止まりしている。内訳を見ると、食品などの一次産品価格の上昇ペースは鈍化しつつある一方、燃料価格のほか、製品価格などインフレの裾野が広がっている。需給逼迫が続く中、企業による原材料高の製品価格への転嫁が進みつつあることなどが背景にある。

根強いインフレ懸念を背景に、インド準備銀行（RBI、中央銀行）は、金融引き締め政策を強化している。9月に続き10月にも25bpsの利上げを実施（現行：レポレート8.50%）、今局面での利上げは、2010年3月以来13度目、合計375bpsとなった。ただし中銀は、年度内は金融引き締め政策を維持する方針を強調しつつも、年明け以降のインフレ沈静化見通しを前提に利上げ打ち止めを示唆した。

#### ②見通し：インフレと金融引き締めの影響で2011年度の成長率は7.5%へ鈍化

インド経済は、来年初めにかけて、成長ペースの鈍化傾向が続こう。物価の高止まりが続く中、これまでの金融引き締め効果の浸透による投資や消費の伸び悩みに加え、欧米経済を中心とした世界経済の低迷に伴う輸出の鈍化などが下押し圧力となろう。このため、2011年度の成長率は前年比7.5%と前年度（同8.5%）から減速を予想する。2012年度には、インフレの沈静化を受け、内需を中心に成長ペースが高まると予想する。ただし、先進国経済の回復ペースが緩やかにとどまることから、2012年度の成長率は同7.8%程度と小幅の加速にとどまろう。

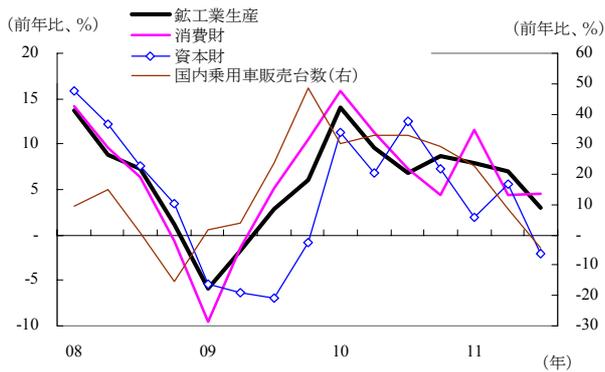
物価については、前年のベース効果もあり、年明け以降、インフレ圧力は徐々に緩和に向かうと予想する。ただし、所得水準の上昇および生活スタイルの変化に伴う食品その他製品への需要の増加など、構造面からインフレ圧力が続く可能性は否定できない。また、原油など国際商品

インフレ高止まりによる景気下振れリスクに留意

価格の上昇、ルピー安に伴う輸入インフレなどにより、インフレが再加速する場合には、一段の金融引き締めやマインド悪化に伴う消費の鈍化などを通じて、景気下振れリスクが強まる可能性があり留意が必要であろう。

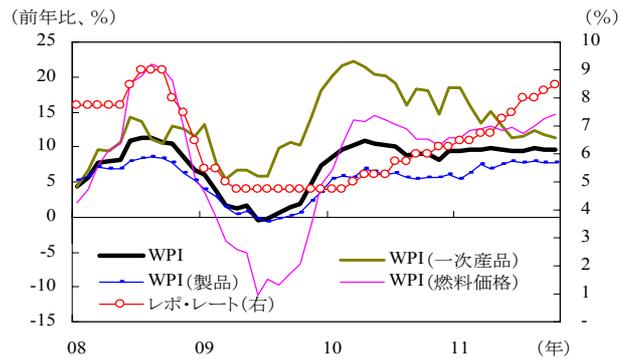
(シンガポール駐在 福地 亜希)

第 32 図：インドの生産と消費



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 33 図：インドの卸売物価と政策金利



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) ベトナム

①現状：1-9 月期の成長率は5.8%、前年同期を下回る伸び

ベトナム経済はインフレの影響で、消費を中心に成長ペースが緩慢となっている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.1%と、4-6 月期 (同 5.7%) から小幅加速にとどまった。この結果、1-9 月期の成長率は同 5.8%と、前年同期 (同 6.6%) を下回る伸びとなった。

個人消費は大幅減速

政府が今年 2 月以降、インフレ抑制のため内需抑制策をとるなか、鉱工業・建設業が伸び悩んだ。需要項目別の数字は公表されていないが、1-10 月期の実質小売売上高は前年比+3.9%と、前年同期 (同+15.0%) から大幅減速しており、インフレが高進するなか、個人消費の減速が成長ペースを抑制していると考えられる。

インフレはピークアウトするも、依然高水準

物価は、政府の内需抑制策の効果が顕在化しつつありピークアウトしているものの、依然高水準にある。10 月の消費者物価上昇率は前年比 21.6%と 8 月の同 23.0%をピークに 2 カ月連続で伸びが鈍化したが、5 カ月連続で 20%を超える水準となっている。

インフレを背景に、中銀は引き締め姿勢を維持している。10 月 10 日、中銀は、主要政策金利であるリファイナンスレートを 1%ポイント引き上げ 15%とした。

2011 年は、先進国を中心とする世界経済の減速による外需の低迷と、政府の需要抑制策で内需は軟調に推移しよう。この結果、成長率は前年比 5.8%と、政府の成長目標 (5.8~6.0%) の下限にとどまると予想する。

②見通し：2011年の成長率は5.8%、2012年は6.1%へ小幅加速

2012年はインフレ高進の一面により個人消費は持ち直すが、①ズン首相が現在行っている内需抑制策を2012年も持続する方針を示していること、②世界経済の減速により輸出が低迷するとみられることから、成長率は同6.1%と小幅加速にとどまると考える。

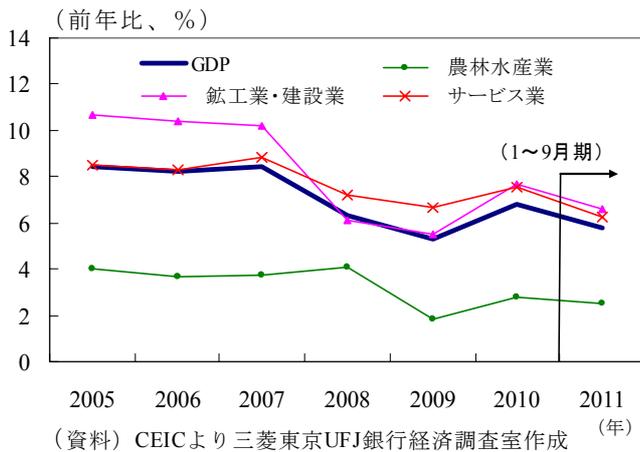
消費者物価上昇率は、2012年通年では前年比11.7%と高水準にとどまるが、高い伸びをみせた前年の反動で基調としては鈍化しよう。こうしたなか、中銀は主要政策金利の一つであるリファイナンスレートを、当面15%に据え置くと予想する。

リファイナンスレートは当面据え置き

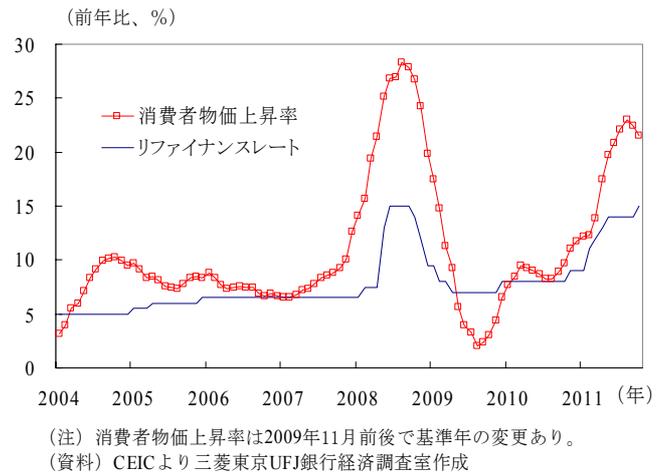
11月、国会で2011～2015年の経済・社会発展5ヵ年計画が可決され、2015年までに、消費者物価上昇率を前年比5～7%程度まで抑え込む目標が採択された。一方で同期間の実質GDP成長率は、従来の7.0～7.5%から6.5～7.0%へ下方修正された。政府は安定的な経済成長を実現するため、インフレ抑制に本腰を入れる姿勢を明示したとみられよう。

(福永 雪子)

第34図：ベトナムの実質GDP成長率



第35図：ベトナムの消費者物価上昇率



## V. オーストラリア

### ～ 景気の回復基調は緩やか、インフレ懸念の後退で RBA は利下げを実施 ～

#### 1. 景気の現状

##### 豪州経済は緩やかな回復基調

豪州経済は緩やかな回復基調を辿っている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は、自然災害による下押し圧力を主因に、グローバル金融危機直後以来の前期比マイナスをつけたが、4-6 月期は同 1.2%と 4 年ぶりの高い伸びをみせた。前年比でも 1.4%と、前期 (同+1.0%) から伸びを高めた (第 1 図)。ただし、欧米経済の減速や豪ドル高の影響で、その後の回復ペースは緩やかなものとなっている。

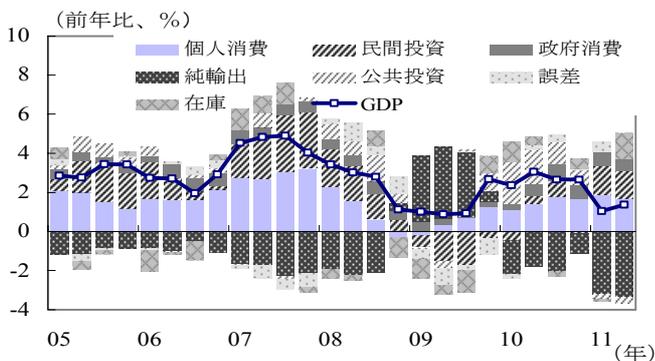
##### 企業部門は底堅く推移

企業部門は鉱業や建設業を中心に、底堅く推移している。企業部門を支えているのは堅調な外需で、7-9 月期の輸出は前年比+10.1%と、前期 (同+5.1%) から加速した。炭鉱が冠水した石炭の不振は続いているが、鉄鉱石を中心に中国 (同+25.2%) や ASEAN (同+15.7%) 向けの輸出が好調だった (第 2 図)。また、10 月の PMI (購買担当者) 指数は 47.4 ポイントと、景況感の分岐点である 50 ポイントを下回っているものの、4 カ月ぶりに前月の水準を上回ったほか (第 3 図)、同月の企業マインドは、利下げ期待から小幅改善した。もっとも企業マインドの改善は業種によって明暗があり、鉱業や建設業が好調な一方、豪ドル高の影響を受けた製造業などは低迷が続いた。

##### 利下げ期待などから企業マインドはやや改善

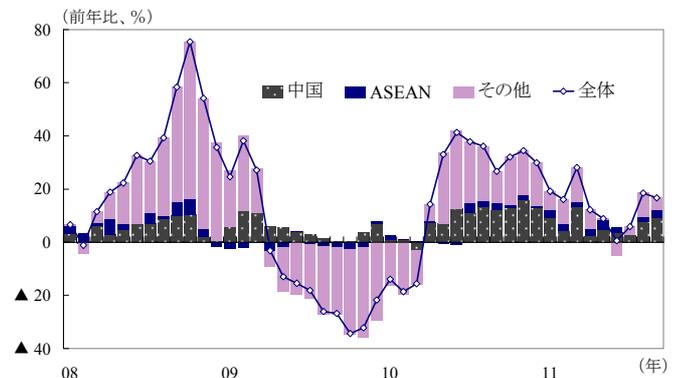
他方、家計部門は雇用環境の悪化に歯止めがかかったことから、底堅く推移している。10 月の失業率は 5.2%と、前月 (5.3%) から 0.1%ポイント低下した (第 4 図)。こうしたなか個人消費は堅調に推移しており、7-9 月期の実質小売売上高は前年比+0.2%と、前期 (同+0.1%) の伸びを小幅上回った。また、消費者マインドは 9 月以降、利下げ期待から改善している (第 5 図)。

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： 輸出動向

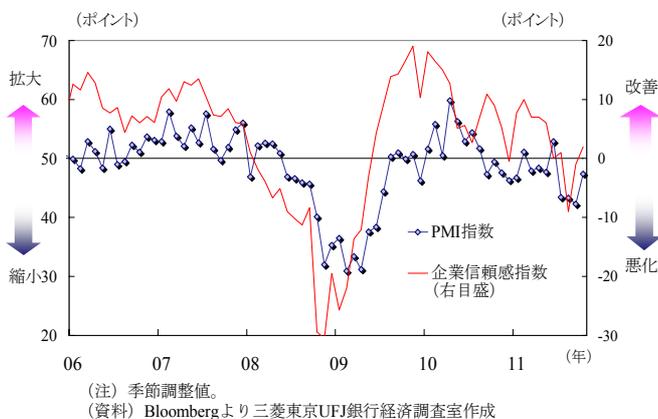


(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

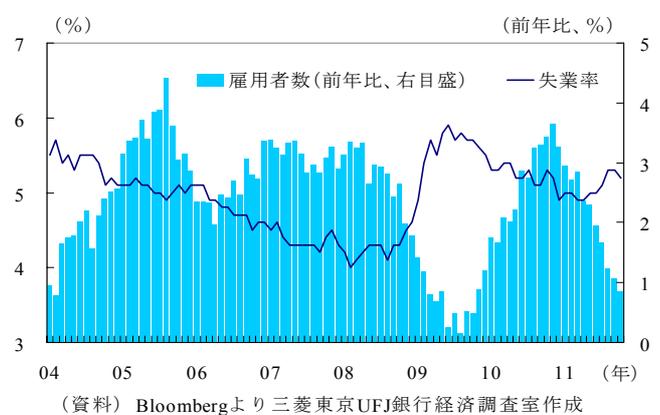
低迷が続いていた住宅市場は、持ち直しの動きがみられる。住宅着工件数に先行する住宅ローン申請件数は7-9月期に前年比+6.3%と、5四半期連続で加速した（第6図）。住宅市場はグローバル金融危機後の経済対策の反動で低迷していたが、ようやく調整局面を脱しつつある。

物価の上昇圧力は緩和している。7-9月期の消費者物価上昇率は、燃料や洪水による果物価格の上昇が一服し、前年比3.5%と前期から0.1%ポイント鈍化した。RBA（豪州準備銀行、中銀）が重視するコア上昇率も同2.50%と、前期（同2.75%）の伸びを下回り、国内のインフレ警戒感急速に後退している。

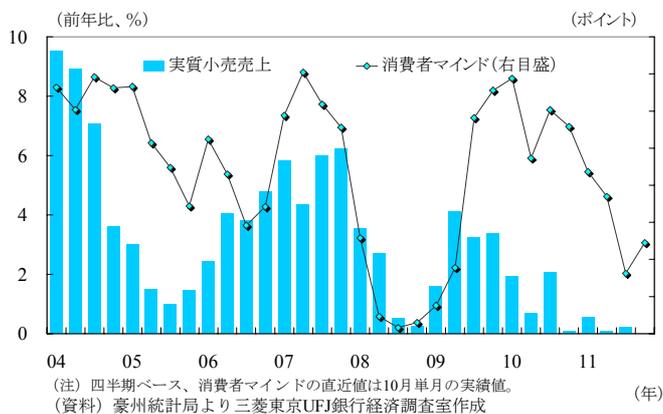
第3図：企業信頼感指数



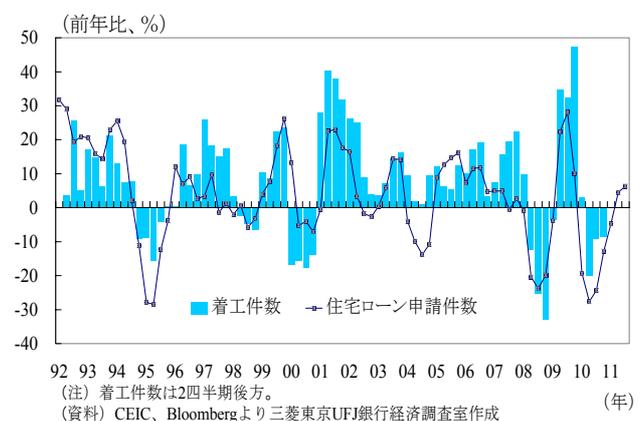
第4図：雇用関連指標



第5図：個人消費関連指標



第6図：住宅ローン関連指標



## 2. 今後の見通し

2011年の成長率は1.6%、2012年は3.6%

景気は年内、緩やかな回復基調を辿り、2012年以降は、復興需要と石炭生産の正常化で成長率は高まろう。2011年の実質GDP成長率は前年比1.6%、2012年は同3.6%を予想する（第1表）。

豪州経済は中国を中心とするアジア経済への依存を高めているため、欧米経済の減速による輸出を通じた影響は相対的に小さいとみられるが、2012年前半にかけ、景気の下押し圧力は続こう。もっとも交易条件が過去最高水準にあるなか、石炭輸出回復による資源部門への恩恵は大きく、

資源部門を起点とする自律的な景気回復基調が高まると予想する。

資源関連プロジェクトが景気を下支え

また、国内の資源関連プロジェクトも景気を下支えしよう。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2,317億豪ドル(前年比+74.3%)、名目GDP比約17%に達しており、多年度に亘り資源関連の設備投資が期待出来る。

物価は2012年央にかけ鈍化、その後は炭素税導入が一時的な上昇圧力に

物価は、2012年央にかけ、足元の鈍化基調が持続しよう。天候要因による食料品価格の上昇圧力が剥落すると見込まれるためである。2012年央以降は7月以降に導入が予定されている炭素税が一時的に物価の上昇圧力となると想定される<sup>(注)</sup>。ただし、炭素税の影響を除けば、当面予想される豪ドル高による輸入物価の下落が、物価の上昇圧力を緩和すると見込まれる(第2表)。

RBAはダウンサイドリスクを警戒

RBAはリスクとして、ダウンサイドをより警戒しているとみられる。欧米経済が想定以上に大幅減速し、鉱業部門の設備投資意欲が後退すれば、豪州経済の成長ペースが下振れる可能性が出てこよう。

(注) ギラード首相が地球温暖化対策の一環として導入するもの。11月8日、連邦議会上院で法案可決済み。2012年7月以降、二酸化炭素を多く排出する約500社に対し、一定の負担を求める。導入初年度は物価の上昇圧力となると見込まれている。

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	1.6	3.6
消費者物価上昇率 (%)	2.8	3.4	2.8
経常収支 (億ドル)	▲ 331	▲ 333	▲ 404

→ 見通し

第2表：RBA コアインフレ率見通し

	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8月時点	3.25%	3.00%	3.25%	3.25%	3.25%
11年11月時点	2.50%	2.50%	2.75%	2.75%	2.5-3.0%
炭素税の影響を除いた上昇率	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.5-3.0%

(資料) RBAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 金融政策

#### (1) 金利動向

RBAは11月の会合で政策金利を0.25%引き下げ

RBA(豪州準備銀行)は11月1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0.25%ポイント引き下げ、4.50%とすることを決定した(第7図)。利下げは2009年4月以来だった。RBAはグローバル金融危機後の景気回復局面にあった2009年10月、他の先進国に先駆け利上げを開始した後、2010年11月にかけて1.75%ポイント引き上げ、その後は金利を据え置いていた。

会合に先立ち公表された7-9月期の消費者物価指数でインフレ圧力の緩和が確認されていたことから(第8図)、事前の市場予想では過半が利下げを予想していたが、豪州経済の底堅さなどから、据え置き予想も根強かった。

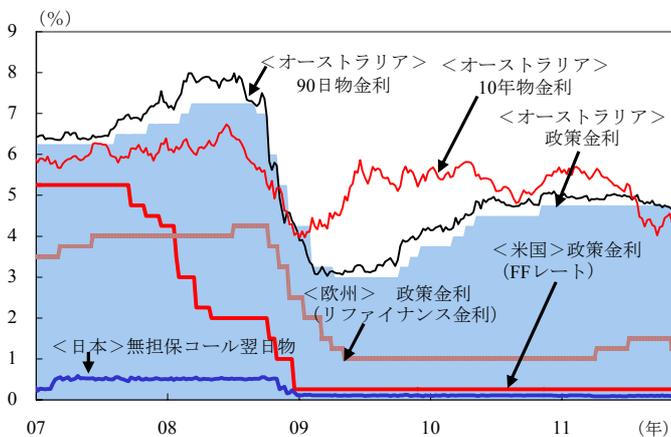
スティーブンス中銀総裁は利下げについて、「豪州経済の成長ペースは緩やかでインフレはターゲット圏内。マインドは資源部門以外で抑制されているなか、2-3%のインフレと持続的な成長を達成するためには、より中立的な金融政策が適切」と説明した。

豪州は資源部門を起点とする物価上昇圧力が高まり易い構造にあるため、RBAは元来インフレへの警戒感が強い。にもかかわらず今回利下げに踏み切ったのは、世界的な景気減速や、当面予想される豪ドル高による輸入物価の下落が、インフレ圧力を抑制すると判断したことがある。

中銀は声明文で“中立的な”金融政策が適切としている。豪州の中立的な金利水準は概ね4%台前半とみられることから、追加利下げの余地は残されている。しかし11月15日に公表された11月会合の議事録では、最終的に利下げに至るも、好調な鉱業部門に支えられた豪州経済の底堅さを理由とする据え置き派と意見が拮抗したことが窺える。こうしたなか、今後、利下げが実施されたとしても、小幅な調整にとどまろう。

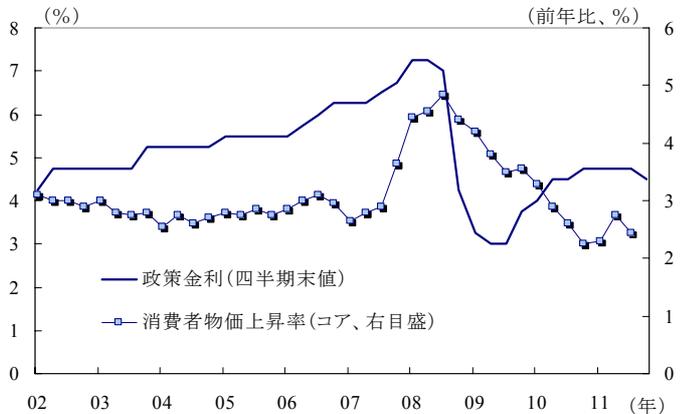
市場金利についてみると、短期金利（90日物BA利回り）は4.6%、10年物国債利回りは4.0%と、追加利下げを織り込み、いずれも前月から小幅低下した。今後についても利下げ観測が燦るなか、下押し圧力がかかりやすい展開を予想する。

第7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8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

## (2) 為替動向

豪ドルは高水準ながら足元やや軟調

豪ドルは高水準ながら、足元、やや軟調に推移している(第9、10図)。豪ドルは、欧州債務問題の一股感から10月に上昇に転じたが、10月27日(1豪ドル=1.07ドル)をピークに再び下落に転じた。7-9月期の物価が落ち着いたことで利下げ観測が強まったこと、欧州債務問題がイタリア、スペインなど周縁国へ拡大する懸念が広がったことなどが、豪ドルの下落圧力となった。足元はパリティ(ドルと等価)前後で推移している。

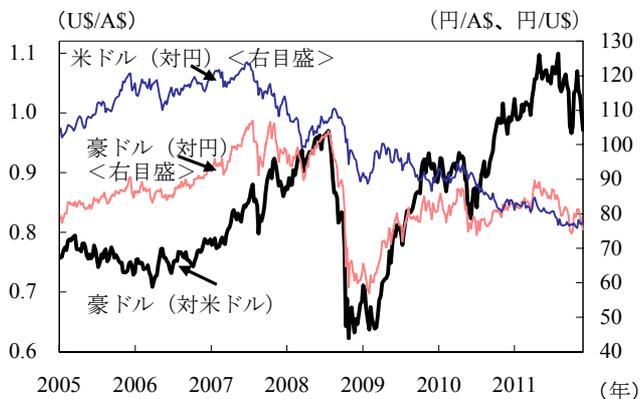
**当面高値圏で推移**

当面豪ドルは、上値は重いもののパリティ近傍の高値圏で推移しよう。高格付けで資源国（第 11 図）、また相対的な高金利通貨である豪ドルへの需要は根強い。実際、投機筋の豪ドル買いポジションは足元で再び積みあがり始めている（第 12 図）。ただし、欧州債務問題を背景に世界の金融市場の混乱も予想されることから、豪ドル相場は乱高下するリスクを踏まえておく必要がある。

**ただし乱高下リスクあり**

豪ドルの対円相場は、対ドル相場と同様、10 月末をピークに下落し、足元、76 円台で推移している。対ドル相場と同じく、当面は底堅い推移を予想する。

第 9 図：為替相場の推移（週次平均）



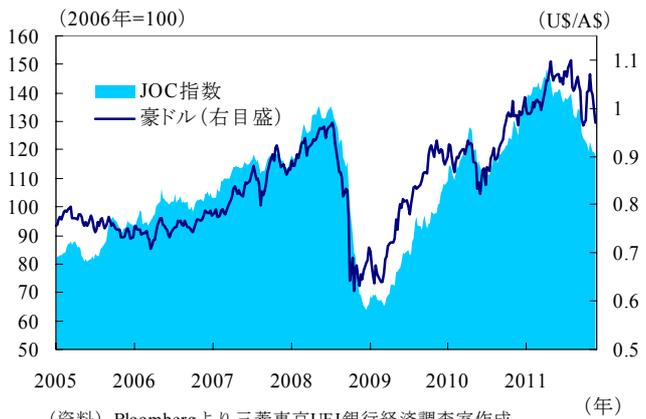
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 10 図：足元の為替相場の推移（日次終値）



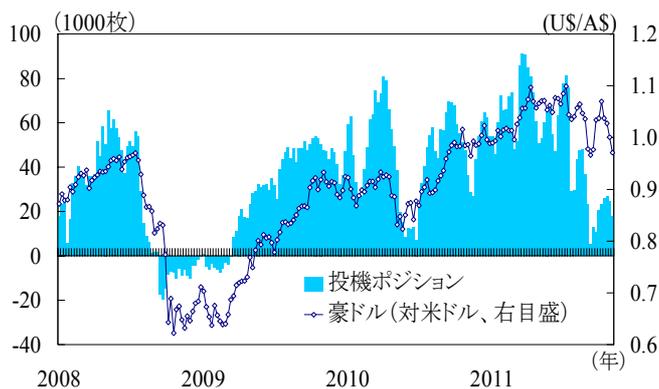
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 図：商品価格と豪ドル



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 図：足元の為替相場の推移（日次終値）



(注) 投機ポジションのデータは11月22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

### ～緩慢な成長が続くものの深刻な落ち込みには至らず～

#### 1. 中南米全般

景気は当面の間減速傾向で推移し、2012年後半に徐々に回復

中南米主要国の景気は、総じて年後半にかけて減速感を強めてきた。欧米経済の不振をはじめ世界経済の成長鈍化を背景に、輸出が伸び悩んでいることが主因である。また、一部の国では年前半にかけての金融引き締めにより、内需の拡大ペースが鈍化したことも成長の抑制に寄与した。

ブラジルは、景気拡大を続けているが、ペースは鈍化している。世界経済の低成長を主因とする輸出の伸び悩みや、昨年来の金利の引き上げの影響による投資の拡大鈍化などから、2011年に入り、実質GDP成長率の低下が鮮明となった。中央銀行は、国内景気の減速や、欧州債務問題の深刻化、先進国の低成長から受ける悪影響への配慮から、8月に政策金利の引き下げを実施し、その後も利下げを行っている。景気は当面の間減速基調で推移するとみられるが、中間所得層・富裕層の拡大などにより内需が厚みを増すなか、利下げの効果などから、2012年後半には緩やかながら持ち直しに転じよう。

メキシコは、今後米国の景気減速を主因に、2012年前半まで成長鈍化が見込まれるが、米国景気が底這いを続けつつも後退には至らず、2012後半には脆弱性を抱えながら緩やかな成長の持ち直しに転じ、また、原油価格も2012年にかけて概ね横ばいで推移することから、経済は深刻な落ち込みを回避する見通しである。

アルゼンチンは、欧米経済の停滞などから輸出が伸び悩むことを主因に、景気は当面減速傾向で推移しよう。2012年は、世界経済の底割れ回避の下、ブラジル景気の持ち直しや政府の国内産業保護政策に支えられ、年後半には減速に歯止めがかかることが予想される。

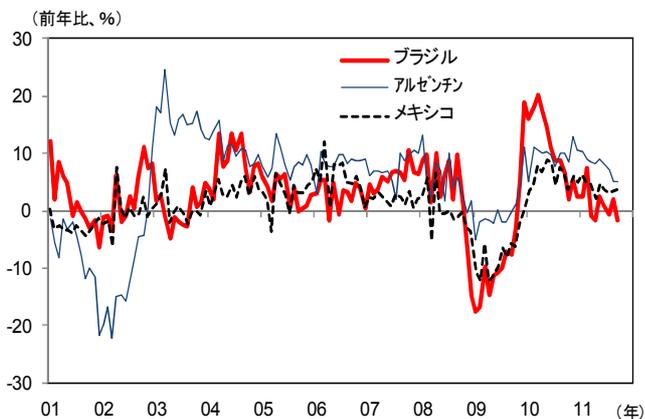
2012年、中南米経済は景気後退を回避するものの、通年の実質GDP成長率（14カ国平均）は3.9%と、好調に推移したリーマン危機前の5年間（平均5.3%）を下回る緩慢な成長にとどまると予想される。

なお、欧州債務問題の深刻化や米国金融市場の悪化にもかかわらず

ず、経済が減速しながらも一定レベルの成長を達成できる背景として、そもそも欧米景気の落ち込みがリーマン危機時よりも小幅にとどまることに加え、累積債務問題、インフレの高進、硬直的な為替相場制度など、過去の諸問題が解消したことにより、中南米経済がかねて備えていた豊富な天然資源、および農業に適した気候風土という強みを再び発揮できるようになったことがあげられる。

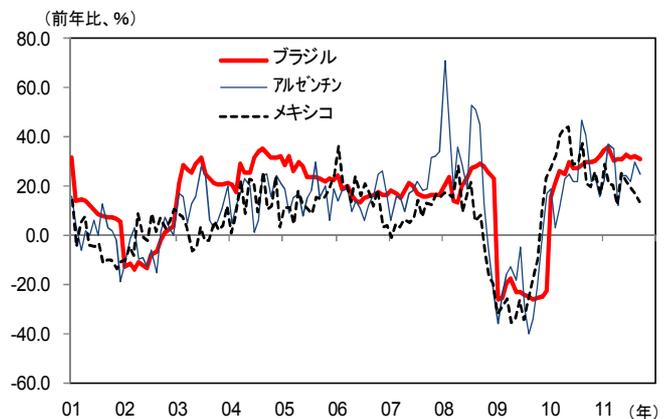
また、とくにブラジルでは、欧米系銀行の貸し渋りの可能性に注意が必要であるが、当局の金融緩和や、豊富な外貨準備を用いた流動性供給、国内政府系銀行による資金支援など政策対応の発動余地が大きく、不測の事態への備えとして一定の効果が期待できよう。

第 1 図：主要 3 カ国の鉱工業生産の推移



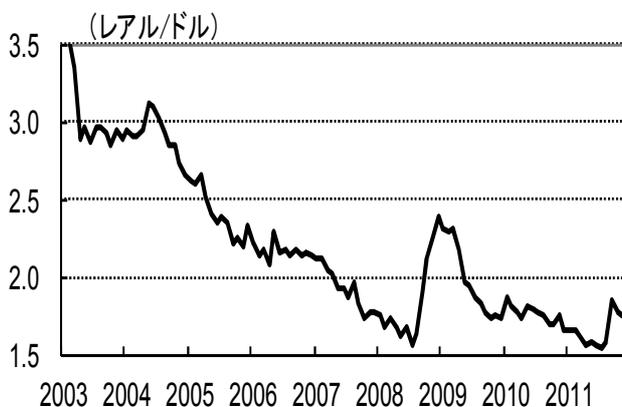
(資料) 各国統計局、中央銀行等

第 2 図：主要 3 カ国の輸出の推移



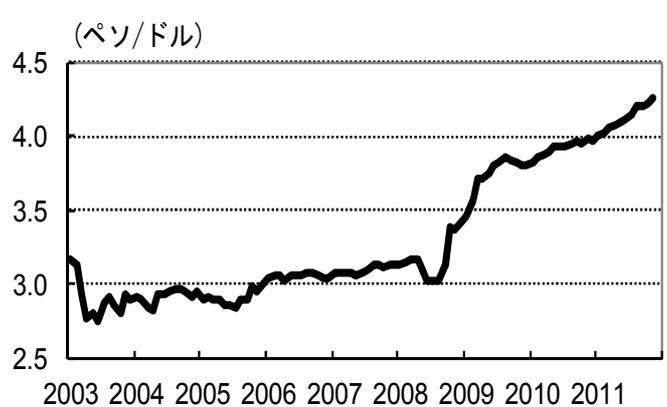
(資料) 各国統計局、中央銀行等

第 3 図：ブラジル・リアル相場の推移



(資料) IMF(IFS)、ブラジル中央銀行

第 4 図：アルゼンチン・ペソ相場の推移



(資料) IMF(IFS)、アルゼンチン中央銀行

## 2. 主要国動向

### (1) ブラジル

#### ①現状

経済は減速基調で推移する一方、インフレは高止まり

経済は拡大を続けているが、世界経済の低成長を主因とする輸出の伸び悩みや、昨年来の金利の引き上げなどの影響による投資の減速などから、そのペースは鈍化している。実質 GDP 成長率は、2010年の前年比 7.5%から、2011年第1四半期には同 4.2%、第2四半期には同 3.1%と低下が鮮明となった。一方、インフレの加速には歯止めがかかっておらず、消費者物価上昇率は中央銀行の目標の上限(6.5%)を上回る状況が続いている。

こうしたなかで、中央銀行は国内景気の減速や欧州債務問題の深刻化、先進国の低成長から受ける悪影響への配慮から、8月に政策金利の引き下げを実施し、10月までに合計で 100bps の利下げを行った(11月25日時点の政策金利は 11.5%)。

国際収支は、貿易収支が黒字を維持する一方で、外資の本国向け利益・配当送金が引き続き高水準であることを背景に所得収支が大幅な赤字となっているため、経常収支は赤字基調が続いている。2011年は8月までに 360億ドルの経常赤字を記録した。

リアル相場は 2010年以降強含みで推移してきたが、世界経済の先行き不安を背景とした投資家のリスク回避志向の高まりや、利下げの影響などから8月に下落に転じた。9月に入ると、相場が急落したことからリアル下支えのための為替介入が行われ、相場は幾分値を戻し、その後は概ね横ばいで推移している。

#### ②今後の見通し

景気は減速するも、2012年半ば以降回復。リアル相場は調整含み

経済は世界的な金融市場の動揺や欧米景気の低成長の影響から、今後 2012年初めにかけて減速基調で推移する見通しである。ただし、①中間所得層・富裕層の拡大などにより内需が厚みを増すこと、②中国をはじめアジア経済が減速しつつも比較的底堅く推移すること、③金融緩和政策の効果が浸透することなどから、深刻な落ち込みには至らず、2012年央以降緩やかながら持ち直しに転じよう。

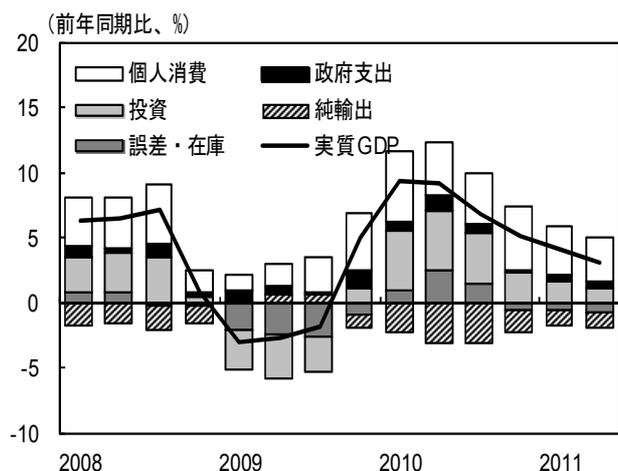
物価は、今後景気の減速を背景に上昇率の低下が見込まれるが、失業率が低水準で推移し、賃金の上昇加速が簡単に収まらない可能性が高いため、低下の度合いは緩やかにとどまる公算が大きい。

貿易収支は、主力の一次産品を中心に黒字の持続が見込まれるが、国内の金利水準が高く所得収支の赤字が続くため、今後も中期的に経常赤字が続くと予想される。この点は潜在的なリスク要因として留意が必要である。

リアル相場は 8 月以降 9 月にかけて大きく下落したが、購買力平価でみていまだ割高な水準にあるため、今後も相場調整が不可避と考えられる。ただし、ブラジルの政府債務残高の対名目 GDP 比率が大きくないこと、国内金利が比較的高水準であることなどから、相場が急落するリスクは限定的であろう。

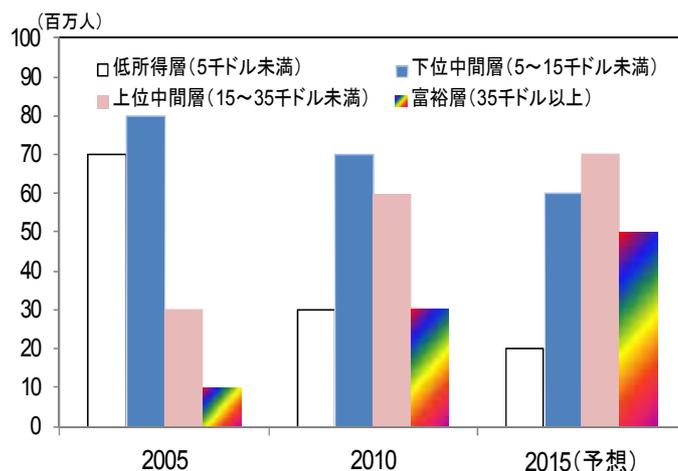
なお、政府は、自動車（完成車）に対する関税や国内課税を強化するなど、これまでの通貨高に伴う製造業の競争力低下や産業の空洞化を懸念している。この点からも、今後の為替相場の動向を注視する必要がある。

第 5 図：ブラジル実質 GDP 成長率



(資料) ブラジル国家統計局

第 6 図：ブラジルの所得別人口推移



(資料) 経済産業省「通商白書 2011」

## (2) アルゼンチン

### ①現状

景気は好調、インフレ率は低下しつつも高水準

経済は、所得の伸びを背景とした消費拡大や、内需拡大を見込んだ企業の投資拡大を主因に好調が続いている。実質 GDP 成長率は 2011 年第 2 四半期に前年比 9.1%と第 1 四半期の同 9.9%に続き二桁に迫る勢いを維持した。消費者物価は、徐々に伸びが鈍化しているが、2010 年に景気回復を背景に二桁の上昇を示したこともあって、2011 年半ば以降も前年比 9%台後半と高水準の推移を続けている。

国際収支面では、貿易収支は黒字基調が続いているが、景気の好調を背景に、輸入の増加（第2四半期 前年同期比 37.8%、第3四半期 同 34.0%）が、輸出の増加（第2四半期 同 20.2%、第3四半期 同 25.7%）を大きく上回る状態が続いている。

為替相場は、2009年以降下落基調で推移している。2011年に入り下落ペースはやや加速し、9月2日に1ドル=4.24ペソを割ったレベルで、中銀がペソ買い・ドル売りの為替介入を実施した。その後も引き続きペソ安が続いている。

10月23日投開票が行われた大統領選挙においてクリスティナ・フェルナンデス大統領が野党候補に大差をつけ再選を果たした。経済が好調に推移したことや、野党に政権担当能力を持つ有力候補がいなかったことが有利に働いたとみられる。

## ②今後の見通し

経済の好調は保護主義的かつ強権的な経済政策に支えられた面もあり、引き続き要注視

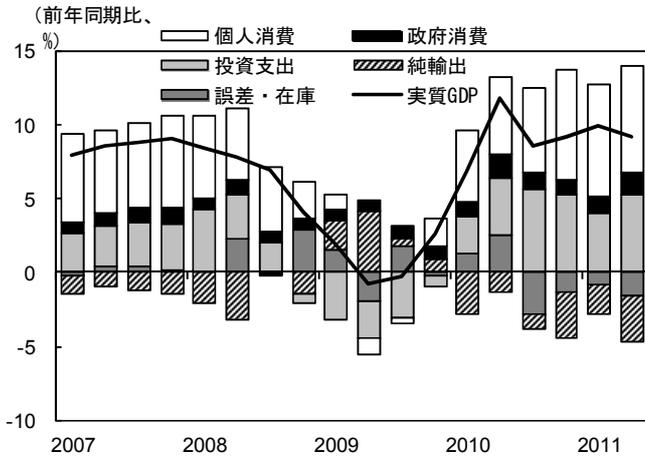
内需は比較的底堅く推移するとみられるものの、欧米経済の停滞などから輸出が伸び悩むことを主因に、景気は当面減速傾向で推移しよう。2012年は、世界経済の底割れ回避の下、最大の輸出相手先であるブラジル景気の持ち直しや政府の国内産業保護政策に支えられ、年後半には減速に歯止めがかかることが予想される。通年の実質 GDP 成長率は前年比 4.4%とリーマン危機前の5年間の平均（8.4%）を大きく下回る水準にとどまる見通しである。

消費者物価上昇率については、景気減速を背景に低下が見込まれるものの、内需が比較的底堅く労働需給のひっ迫が続くなか、低下の度合いは小幅にとどまり、相対的に高水準で推移しよう。2012年平均では前年比 11.3%と2桁台のインフレが続く公算が高い。

国際収支は、輸出の伸び悩みの度合いが輸入の増勢鈍化を上回るとみられるなか、すでに黒字が縮小傾向にある経常収支は、2012年には赤字に転じることが予想される。

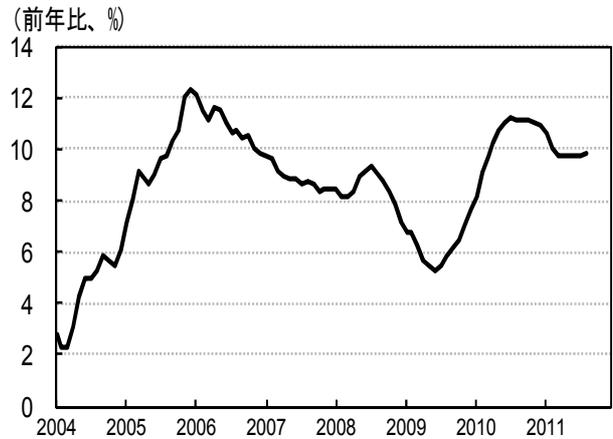
政府は、これまでに貿易黒字維持と国内産業保護を目指し、通貨アルゼンチン・ペソが下落基調で推移したにもかかわらず、産業界に対し輸出を奨励し、輸入を制限してきた。経済の好調は、こうした保護主義的かつ強権的な経済政策に支えられた面が多分にある。2期目となるフェルナンデス政権下において、経済政策に大きな変更はないとみられており、同国の内向きの政策が加速するリスクに対しては引き続き注意が必要である。

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

景気減速につれ、インフレは一層落ち着きを鮮明に

世界経済の減速を背景とした輸出の伸び悩みを主因に、成長ペースが鈍化しつつある。2011年第2四半期の実質GDP成長率は3.3%（前年同期比）と、前期（同4.6%）から減速した。一方、個人消費は幾分鈍化したものの、投資支出の寄与度は上昇、また民間部門への融資も着実に増加するなど、内需は比較的底堅く推移している。

消費者物価は、2011年に入り景気減速や食品およびエネルギー価格の下落などを背景に上昇率は低下傾向にあり、中央銀行のインフレターゲット（3%±1%）の範囲内で推移している。

国際収支面では、2011年初に比べ輸出の勢いが低下する一方、内需の底堅さを主因に輸入は比較的高い伸びを続けているため、7月以降、貿易収支は赤字基調にある。また、好調な資本流入の結果生じている所得収支の赤字により、経常収支は赤字が続いている。

為替相場は景気回復基調の定着等を背景に、2011年夏場まではペソ高で推移してきた。しかし、8月以降は米国債の格下げを背景とした投資家のリスク回避により、ペソが売られ1ドル=13ペソ台まで下落した。

## ②今後の見通し

米国経済の持ち直し  
と原油価格の安定  
で、景気底割れを回避

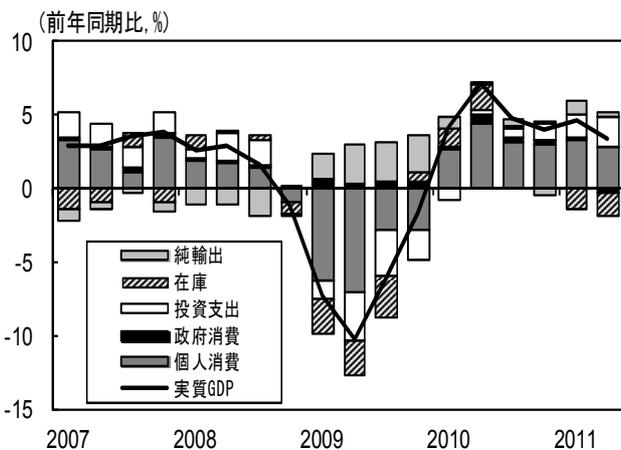
米国景気と原油市況の影響を受けやすいメキシコ経済は、今後米国の景気減速を主因に、2011 年前半まで成長鈍化が見込まれる。米国景気が底這いを続けつつも後退には至らず、2012 後半には脆弱性を抱えながら緩やかな成長の持ち直しに転じ、また、原油価格も 2012 年にかけて概ね横ばいで推移することから、経済は深刻な落ち込みを回避する見通しである。実質 GDP 成長率は 2012 年平均で前年比 3.5% と、2011 年の同 3.8% から低下する見通しである。

景気の緩やかな減速が見込まれるほか、失業率が徐々に上昇していることから賃金インフレのリスクも小さい。消費者物価上昇率は 3% 台で安定的に推移することが見込まれる。

国際収支面では、2012 年は内需の鈍化に伴い貿易赤字の拡大に歯止めがかかるとみられるが、所得収支が赤字傾向で推移し、経常赤字も通年では 2011 年から若干拡大しよう。

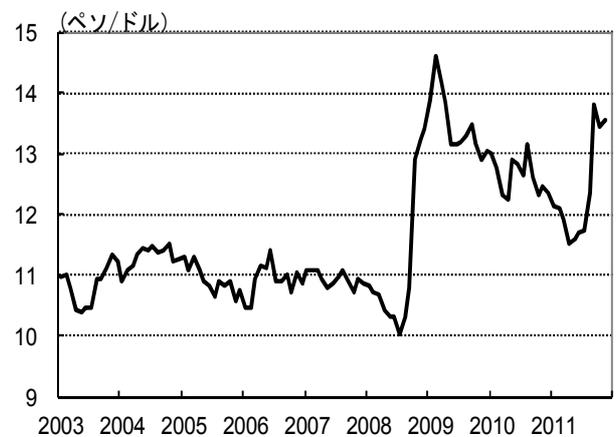
政府は、「マキラドーラオペレーション」（保税委託加工）を行う企業に対する税制恩典を 2013 年まで延長することを決定した。マキラドーラの利用率は低下傾向にあり、影響は限定的ながらも、外資系企業の保税加工業への投資を今後も維持する方針が明示されたことは経済にプラスに作用しよう。

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	3.5	3.8	5.9	6.5	5.6	▲475	▲597	▲660
アルゼンチン	9.2	7.5	4.4	10.9	10.2	11.3	36	7	▲20
メキシコ	5.4	3.8	3.5	4.4	3.6	3.3	▲57	▲103	▲160
<b>中南米全体(注)</b>	<b>6.1</b>	<b>4.3</b>	<b>3.9</b>	<b>5.9</b>	<b>5.7</b>	<b>5.5</b>	<b>▲517</b>	<b>▲656</b>	<b>▲879</b>

(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 中村 明)

## 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

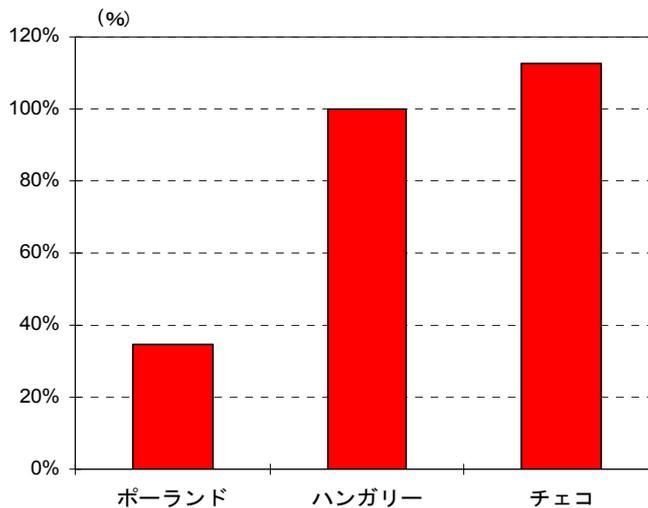
内需に格差を抱えつつ、景気回復へ

欧州周縁国問題の拡大等を受け、西欧経済が来年にかけて大きく減速するなか、度合いは異なるものの、ロシア中東欧経済はその影響を免れられないであろう。

ロシア経済は底堅く推移している。原油価格が90ドル前後の水準で推移しており、原油収入を起点とした景気回復が続いている。平均原油価格は来年も90ドル台前半を維持することから、ロシア経済は底堅さを持続しよう。ただし、資源の主要輸出先である西欧諸国の需要が来年にかけて減速することから、その影響でロシア経済も若干減速するであろう。

中東欧諸国については、チェコ、ハンガリーの2カ国は、すでに西欧経済減速が輸出需要の鈍化を通じて、実体経済に影響を及ぼし始めている。特に、チェコとハンガリーは財サービス輸出のGDPに対する割合が高く、主要輸出先である西欧諸国の影響を受けやすい構造にある（第1図）。一方、ポーランドは内需主導の景気回復が続いており、チェコ、ハンガリーに比べて、西欧経済減速の影響は小さなものととどまろう。

第1図：輸出のGDPに対する割合



(注)2010年の実質GDPに対する実質財サービス輸出の割合  
(資料)FACTSETより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 主要国動向

### (1) ロシア

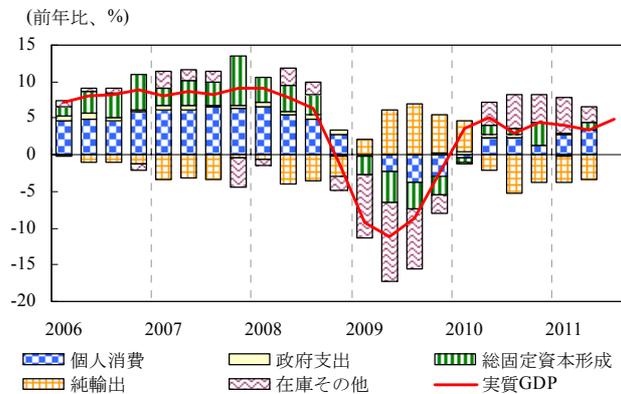
#### ①景気の現状

ロシア経済は、好調な消費・投資を背景に堅調に拡大

ロシア経済は好調な個人消費や総固定資本形成に支えられ底堅い成長を続けている。第3四半期の実質GDP成長率（速報値）は、前年比+4.8%と前期の同+3.7%から加速した。今年の農作物の収穫が早魃で大きく落ち込んだ昨年とは対照的に良好であったことが、成長加速の背景にある。ただし、政府が見込んでいた前年比+5.1%は下回った。需要項目別は明らかにされていないが、前期に引き続き個人消費と設備投資の伸びが成長加速に寄与したとみられている（第2図）。

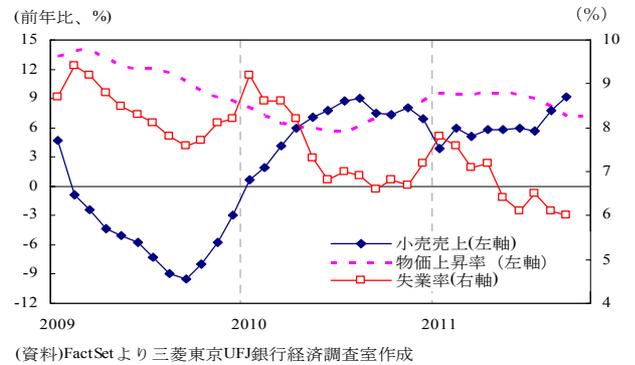
ロシアの成長のけん引役を果たしている個人消費は、雇用情勢の改善、2桁の伸び率で拡大する個人向けの銀行貸出などによって支えられている。そのほか、昨年早魃で生産が落ち込んだ農作物の収穫が今年は良好であったため、食料品価格の上昇が抑えられた結果、夏以降インフレ率は低下基調となり家計の実質購買力が改善したことも消費拡大の一因とみられている（第3、4図）。

第2図：実質GDP成長率



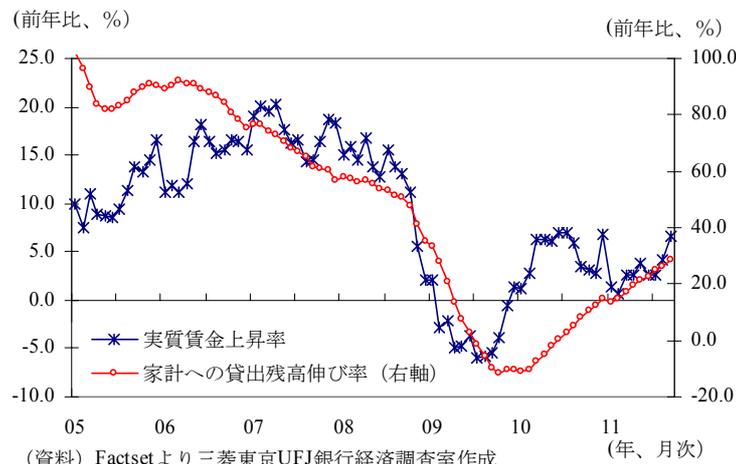
(資料)FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：小売売上・物価・失業率



(資料)FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：実質賃金と家計への貸出残高の推移



(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

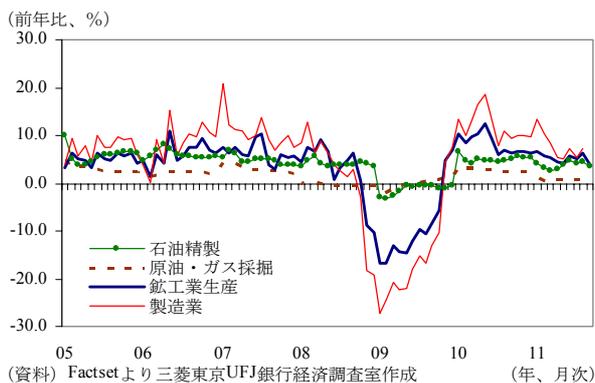
## 鉱工業生産の伸びは横ばい

堅調な消費の影響は鉱工業生産にも見られる。製造業部門は、大型家電などの耐久消費財を含む消費財が2桁の伸びを記録しているほか、機械などの資本財も堅調なペースで拡大している。一方、原油・ガス採掘などのエネルギー関連部門は、既存の採掘場の埋蔵量減少に新規採掘場の開発の遅れが加わり、生産は伸び悩んでいる。特にガス部門は、増加するガス需要に対し、新規ガス採掘場の開発を手掛け、長期的な供給増加を図るのではなく、中央アジア諸国からのガス購入といった応急処置的な手段で供給を確保しているのが現状である。採掘部門における生産の伸び悩みを背景に鉱工業生産の伸びは、前年比+5%程度を横ばい推移している（第5図）。

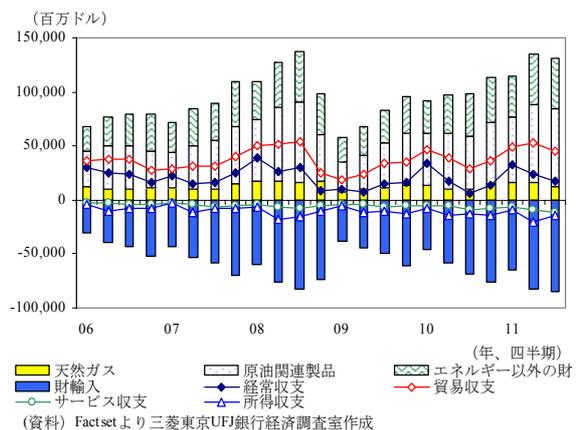
## 高まる輸入品への需要

底堅い個人消費は、輸入を著しく増加させている。春以降、ルーブル安傾向に進んだことで、国内製造業の競争力改善が期待されたものの、ロシア国内の高いインフレ率を背景に実質実効為替相場はむしろ上昇傾向にある中、消費者の輸入品に対する選好も手伝い、輸入増加傾向は強まっている。原油価格がピークに達した第2四半期の輸出の伸びが前年比+33.8%であったのに対し、輸入の伸びは同+41.5%を記録するなど、輸入の伸びが輸出を上回る状態が続いていた。直近9月の速報値では、ルーブル安傾向が進んだことで輸入の伸びが鈍化する一方、貿易黒字はこれまでの拡大トレンドから若干弱含みの推移を示した。サービス、所得収支については、いずれも赤字幅が拡大トレンドを示しており、経常黒字はかろうじて横ばい圏内の動きを維持している（第6図）。

第5図：鉱工業生産



第6図：経常収支の推移



## 物価は低下基調にあるが、潜在的なインフレ圧力は依然として残る

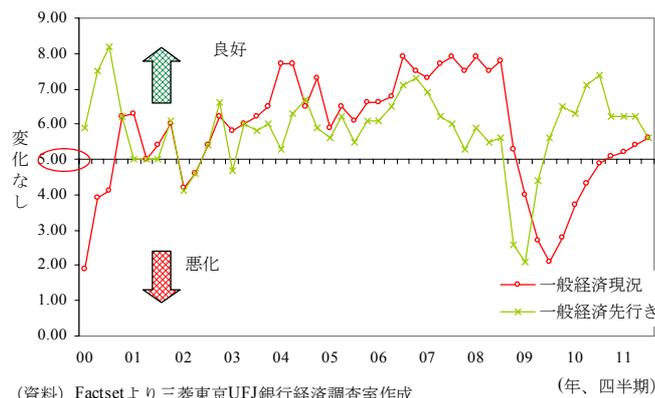
昨年は早魃による農作物の不作から食料品が高騰し、インフレ率を押し上げたが、今年の収穫は良好であったためベース効果が剥落、足元のインフレ率は低下基調の推移にある。10月のインフレ率は前年比+7.2%と5月の9.6%をピークに低下しており、ロシア中銀がインフレ目標値として設定している6-7%（年末値）のレンジに収まる可能性も出てくる中、中銀は5月の利上げ以降、政策金利を8.25%で据え置いている。

## ②今後の見通し

財政緩和策に支えられ、個人消費をけん引役に底堅い伸びを予想

2011年全体の実質GDP成長率は、増加する個人への銀行貸出及びインフレ圧力の後退などから個人消費が堅調に推移し、+4.1%と前年を若干上回る成長率となると見込んでいる。2012年は財政緩和策に下支えられ、個人消費をけん引役に+3.7%と底堅く推移するであろう。昨年メドベージェフ大統領が向こう10年間でロシア軍の近代化を実施することを表明し、総額6,500億ドル（2010年ロシアGDPの45%）の予算を割り当てることになった。その一環として、2012年に軍人給与の大幅引き上げなど対GDP比2%相当の軍事関連支出の拡大が予定されている。これは国内消費の押し上げ要因となろう。また、社会保障負担比率が2012年から13年までの期限付きながら引き下げられることになっており、これは家計の可処分所得を増やし、消費を支えよう。足元の一般経済先行きに対するサーベイは、依然として楽観的な域を推移している（第7図）。

第7図：一般経済状況サーベイ（現状・先行き）



純輸出の成長へのマイナス寄与度は拡大

一方、全輸出に占めるユーロ圏向けの割合は35%程度と高い。特にユーロ圏の景気が急減速することから輸出全体の伸びが低下する一方、個人消費は底堅く推移することから輸入は増加するので、純輸出の実質GDP成長率へのマイナス寄与度はさらに拡大することになる。

2012年前半は、インフレ率は低めだが、後半は上昇に転じる見込み

2012年前半のインフレ率は、通常1月に実施される国営企業による料金引き上げ（ガस्पロムによるガス使用料、ロシア鉄道による運賃など）が7月に先送りされることから、積極的な財政緩和策の実施や衰える気配のない家計への貸出の伸び、更には投資家のリスク警戒感の強まりに伴うルーブル安進行の可能性など、潜在的なインフレ圧力は残るものの、上半期は比較的低い水準で推移するであろう。規制価格の引き上げが実施される7月以降、インフレ率が再び上昇傾向に転じる可能性は残るが、WTO加盟に伴う関税率の引き下げがインフレ率の上昇をある程度抑えよう。

WTO 加盟実現により、輸入品価格の低下実現への期待

長期的には投資促進が期待できるが、短期的にはその影響は限定的

政局先行き不透明感の払拭によって資本流出に歯止めとなることを期待

ロシアの WTO への加盟が 11 月 10 日に事実上決定した<sup>1</sup>。WTO への加盟実現によって、ロシアの関税障壁は徐々に取り除かれることになり、ロシア市場へのアクセスが容易になるであろう。価格面では、加盟とともにかなりの輸入品目に対する関税率の引き下げが実施されることから、輸入品価格の低下を通じ、インフレ率が押し下げられることが期待できよう（第 1 表）。

WTO への加盟によって、国内企業は政府補助の削減などから、より厳しい競争に晒されることになる一方、規制面、法制面での制度の明確化、透明化により投資環境が改善されれば、これまで国外へ流出してきた資金が国内に留まり、国内投資にそれらの資金が回る結果、製造部門をはじめとする企業の競争力が改善する、というプラスの効果も期待できる（第 8 図）。ただし、WTO による国内制度整備のための期限が比較的緩やかであることを考慮すると、短期的にはその影響はあくまでも限定的となろう。

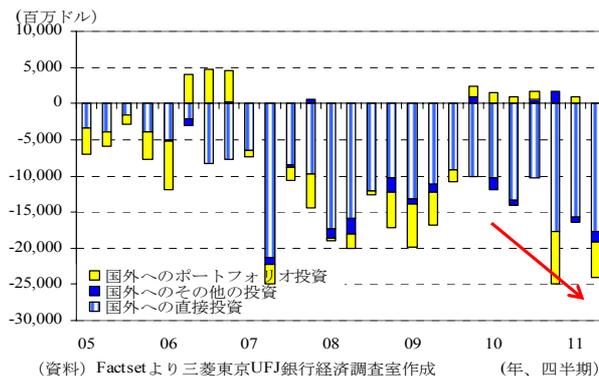
プーチン氏による来年 3 月の大統領選への立候補が明らかにされたことで、政局先行き不透明感が払しょくされ、国外への資本流出に歯止めがかかることが期待される。また、大統領選でプーチン氏の勝利が事実上確定している状況下、短期的には大きな政策の変更はないものとみている。

第 1 表 : WTO 加盟後の規制変化の概要

財部門				サービス部門		
品目	現行の関税上限比率 (%)	WTO加盟後の比率 (%)	実施期限	分野	現在の規制	期限/条件
農作物一般 (平均)	13.2	10.8	1/3の品目については加盟とともに関税率の引き下げを実施。3年後に残り1/4について関税引き下げを実施。自動車、ヘリコプター、民間航空機については関税引き下げを7年間猶予。	テレコム	外資の株式保有率49%	加盟4年後の規制排除
乳製品	19.8	14.9		保険	外資保険会社の支店設置	加盟9年後に規制排除
穀物	15.1	10		銀行	子会社の設置は認められていない	銀行部門全体における外資割合（資産面）が50%を超えない限り、外資子会社のロシア参入を容認
食料オイル	9.0	7.1				
工業製品一般 (平均)	9.3	7.3				
化学関連製品	6.5	5.2				
自動車	15.5	12.0				
電気機器	8.4	6.2				
紙・木材	13.4	8.0				
IT関連機器	5.4	0.0				
輸入割り当て品目	輸入割当分の関税比率 (%)	割当て超過分の比率 (%)	流通	100%外資企業による卸・リテール市場での活動を制限	加盟後は、卸・リテール市場における100%外資企業の活動を容認	
牛肉	15.0	55.0				
豚肉	0.0	65.0				

(資料) WTOより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 8 図 : 続く国外への資金流出



<sup>1</sup>正式加盟はロシアの加盟規約の批准を経て、既存加盟国への通知を終えた来年 7 月半ばまで待つことになる。

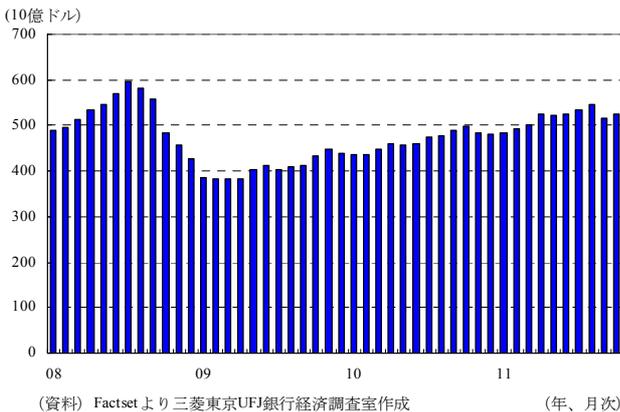
### ③当面のリスク要因

足元で深まるユーロ圏のソブリン危機は、次の2つの経路を経てロシアに伝搬するリスクを孕んでいる。①先行き不透明感の強まりから世界経済が大きく減速し原油価格が政府の想定値<sup>2</sup>を大幅に下回るという経路、②投資家のリスク回避志向が著しく強まり、ロシアからの資本流出をさらに加速させるという経路である。

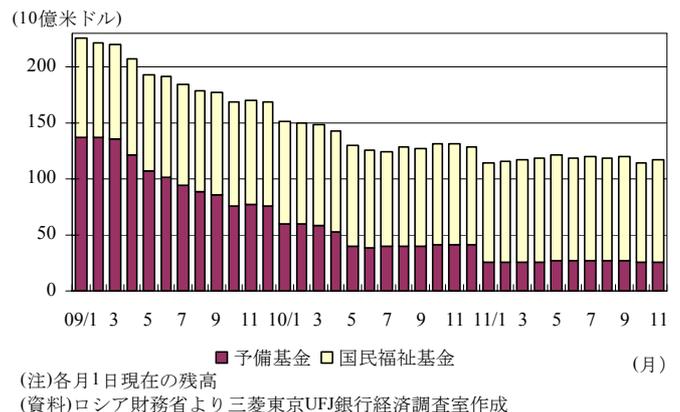
①については、輸出の60%以上、かつ財源の半分近くをエネルギーに依存するロシア経済への影響は決して小さくない。ただし、アラブ諸国を中心に他の原油産出国の情勢が不安定な状況にあるほか、新興国の需要が堅調に推移する中、近い将来原油価格が大幅に下落するリスクはむしろ限定的とみてよいであろう。②については、たとえ、資本流出が加速したとしても、これまでのオイルマネーの貯えが潤沢にあるロシアでは、資本流出がもたらすダメージ、特に流動性の枯渇といったリスクを、最小限にとどめることは可能であろう（第9、10図）。

資本流出の加速によって、ルーブル下落圧力が強まることも考えられる。ルーブル相場下落は、国内のインフレ率を押し上げるため、家計の実質購買力が低下し、個人消費を鈍化させる。現在、個人消費がロシア経済のけん引役を果たしている点を考慮すると、資本流出に伴う通貨安がもたらすインフレ率の上昇が消費を鈍化させるリスクには留意する必要がある。

第9図：外貨準備高



第10図：石油安定化基金



(ロンドン駐在 石原 尚子)

<sup>2</sup> 9月にリリースされた政府財政運営計画書の中では、ロシア政府は向こう3年間の原油価格をそれぞれ1バレル当たり93.0ドル、95.0ドル、97.0ドルに想定している。

## (2) チェコ

### ①景気の現状

チェコ経済はやや減速

チェコ経済はやや減速気味に推移している。今年第2四半期の実質GDP成長率は、前年比2.2%と前期の同3.1%から減速した(第11図)。EU域内需要と国内消費の不振が影響している。GDP全体の80%超を占める財サービス輸出の伸び率は、前年比+9.7%と第1四半期の同+15.1%から大きく低下した。総固定資本形成は、前年比+3.6%と機械投資が堅調で2期連続してプラス成長を維持したものの、個人消費は同▲0.7%と2期連続のマイナス成長となり低迷している。

財政緊縮の影響もあり消費は低迷

失業率が今年1月をピークに低下しており、雇用情勢が改善していることは、家計にとって好材料だが、実質賃金上昇率がマイナスの伸びを続けている(第12図)。財政緊縮策の実施により公務員給与の10%削減が実施されているほか、社会福祉手当が減額されていることも個人消費の不振に影響している。実質小売売上については、8月は前年比+2.3%の伸びにとどまったほか、6、7月はマイナスの伸びを示すなど個人消費に弾みがつく状況にはない。

鉱工業生産は伸び率低下

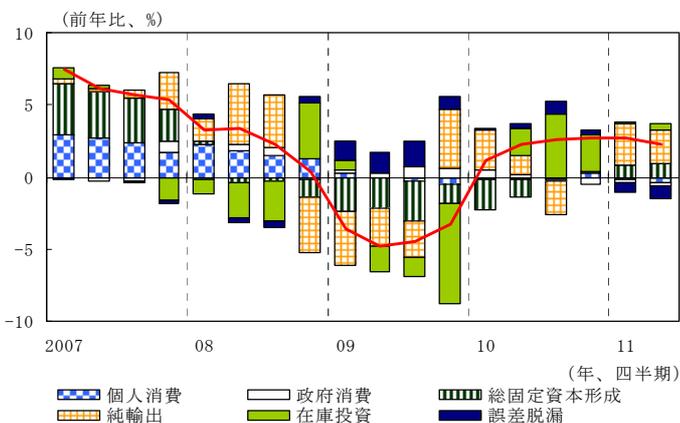
これまで輸出の増加により鉱工業生産は堅調に推移してきたが、5月をピークに伸び率が低下している(第13図)。鉱工業生産全体を押し上げてきた資本財及び中間財の生産水準が頭打ちとなっている。主要輸出先であるユーロ圏景気の減速の影響が鉱工業生産に現れ始めたと考えられる。

### ②見通し

ユーロ圏景気減速が影響

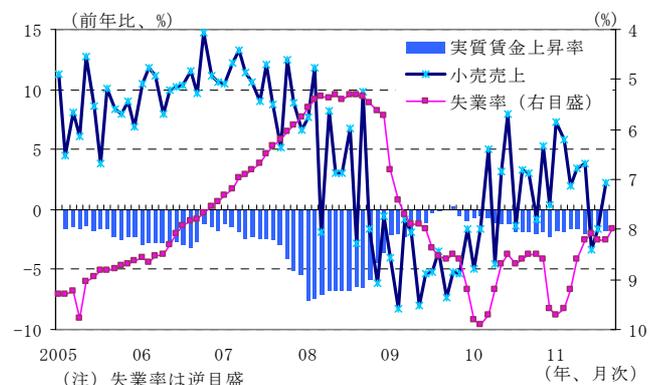
すでに足元でもユーロ圏景気減速の影響が生産等に現れ始めているが、来年にかけて、ユーロ圏の景気減速は一層強まることから、チェコの輸出もその影響を免れない(第14図)。実際の鉱工業生産の先行指標的な意味合いを持つ鉱工業新規受注の動向をみると、海外からの受注については

第11図：実質GDP成長率



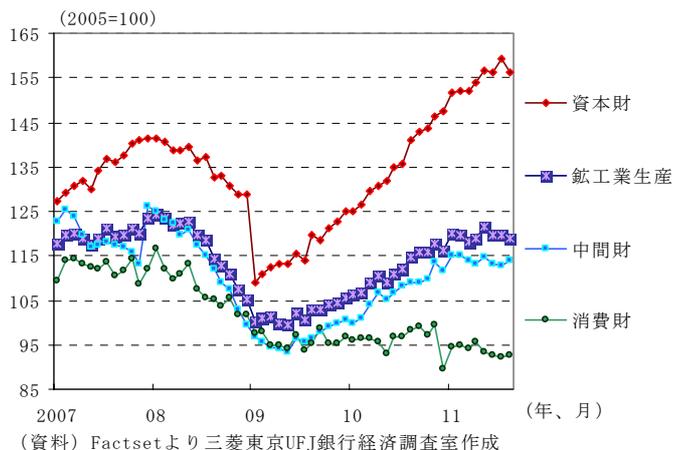
(資料)FactSetより、三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。データは季節調整済

第12図：実質賃金・小売売上・失業率



(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

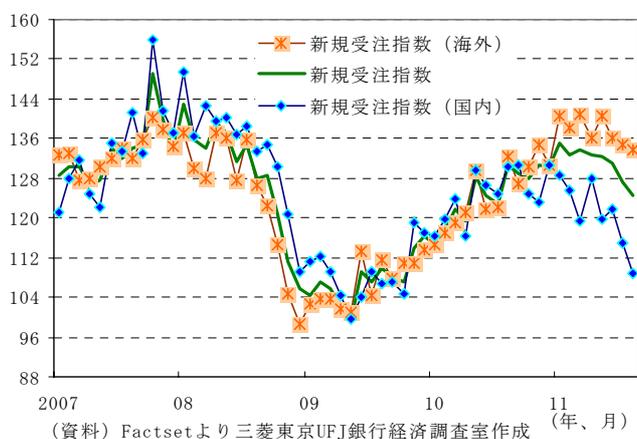
第 13 図：鋳工業生産の動向



第 14 図：輸出の動向



第 15 図；鋳工業新規受注の動向



### 新規受注は減少

6月以降、水準が低下しており、鋳工業生産が今後、弱含みの展開になることを示唆している（第 15 図）。その結果、雇用情勢が悪化し、個人消費の低迷が長引くことが懸念される。

### 財政緊縮は来年も継続

財政緊縮もまだ続く。今年の財政赤字の政府目標は対 GDP 比 4.6%で、8月まではほぼ目標通りに推移しているが、歳入が目標を下回り始めており、2011年の目標が達成できるかどうか微妙な状況にある。2012年の目標値は対 GDP 比 3.5%に設定されている。2012年1月からは食料品などを中心とした一部商品の VAT 税率が 10%から 14%に引き上げられることになっている。これも個人消費の下押し要因となろう。

### 成長率は 2011 年 1.8%、2012 年 0.7%の見込み

これらを踏まえると、チェコの実質 GDP 成長率は 2011 年 1.8%、2012 年 0.7%となろう。

### インフレ率は来年やや上昇

インフレ率は足元、前年比 1.8%と中銀の政策目標である 2.0%を下回ったが、来年 1 月からは VAT 税率引き上げの影響もあり、やや上昇するとみられる。しかし、チェコ経済が今後、減速傾向を強めることから、チェコ中銀は利下げを視野に入れた政策運営を行うとみられる。

### (3) ハンガリー

#### ①景気の現状

今年第2四半期から減速

ハンガリー経済は、2010年初めより外需主導の景気回復を遂げてきたものの、今年第2四半期から減速し始めた。内需は、依然低迷しており、内需主導の本格回復に至る前に再び景気が失速する可能性が高まっている。

第2四半期の実質GDP成長率は前年比1.5%と前期の同2.5%から減速した(第16図)。輸出が引き続き景気のけん引役であったが、伸び率は前年比8.8%と前期の同14.4%から大きく減速している。一方、内需についてみると、個人消費は前年比+0.1%と3四半期ぶりにプラスの伸びを示したものの、前年同期の落ち込みが大きかったことの反動という面が強い。総固定資本形成は、前年比▲8.1%と10四半期連続してマイナスの伸びを示している。

輸出の伸びが低下傾向

今年初めをピークに通関ベースの輸出の伸び率が低下している。今年初めには前年比30%程度の伸びを示していたが、足元では同1桁の伸び率まで低下している(第17図)。主要輸出先であるユーロ圏諸国の景気減速の影響が現れたものと考えられる。輸出の減速に合わせて、鉱工業生産も伸び率が低下している。9月には前年比3.0%にとどまっている(第18図)。

#### ②見通し

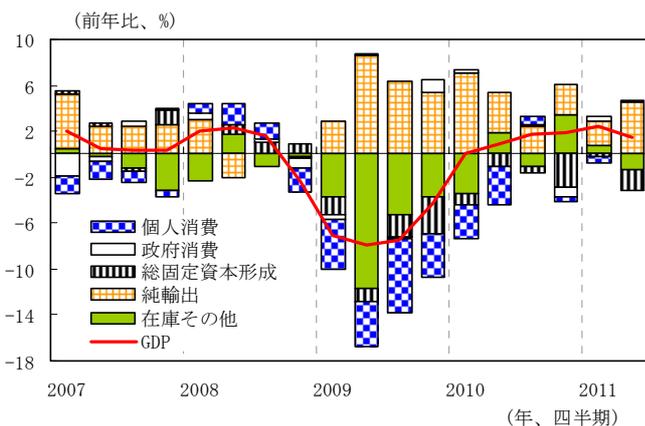
景況感の悪化は輸出需要の減速に起因

今後のハンガリー経済は外需の失速と内需の低迷により、低い伸びが続くようである。企業部門においては、先行指標でもある企業の景況感を示す購買担当者指数が悪化している。10月の製造業の購買担当者指数は48.2と拡大及び縮小の分岐点である50を2ヵ月ぶりに下回った。これは今後、ユーロ圏景気の大幅な減速に伴い輸出需要が低迷し、生産等にも影響を与えることを示唆しているものといえよう。

個人消費は低迷

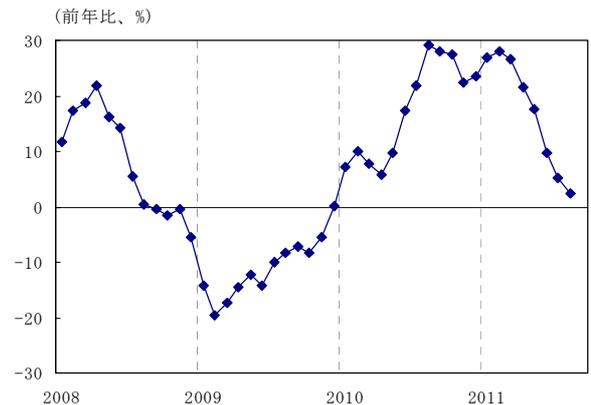
個人消費の低迷も続くと思われる。実質小売売上は8月に前年比+0.4%と若干増加したものの、勢いはみられない(第19図)。消費者信頼感も

第16図：実質GDP成長率



(資料)FaceSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

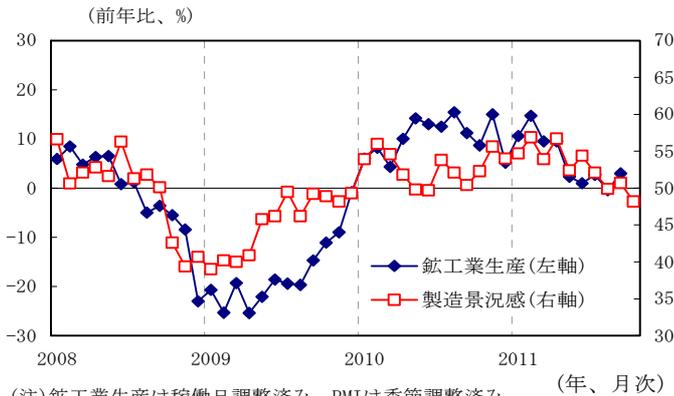
第17図：輸出の動向



(注)データは3ヵ月移動平均

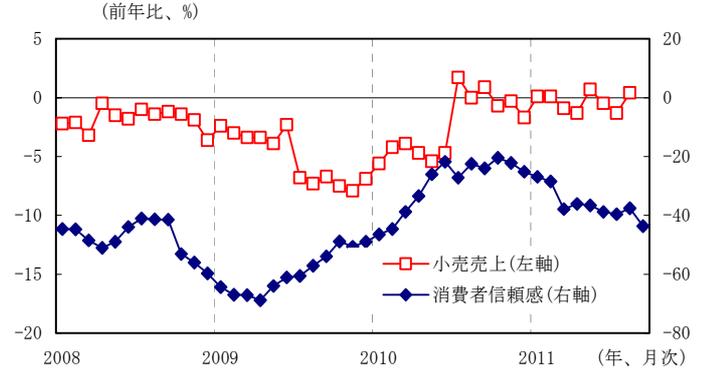
(資料)FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 18 図：鉱工業生産



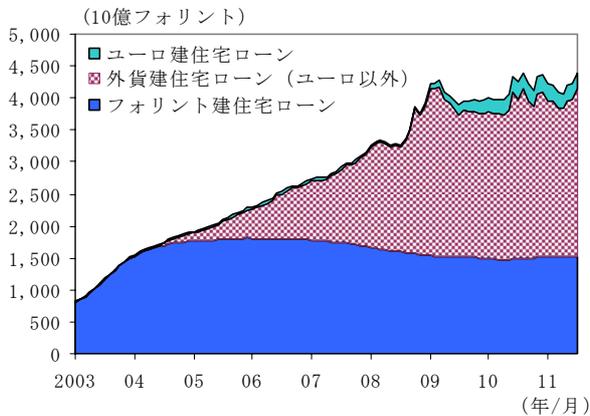
(注) 鉱工業生産は稼働日調整済み、PMIは季節調整済み  
(資料) Bloombergより、三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 19 図：小売売上と消費者信頼感



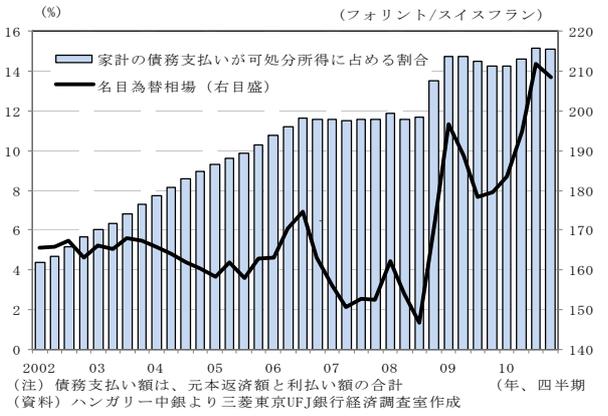
(注) 小売売上は営業日調整済、消費者信頼感指数は季節調整済  
(資料) FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 20 図：家計債務残高



(資料) ハンガリー中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 21 図：家計の債務返済及び利払い額



(注) 債務支払い額は、元本返済額と利払い額の合計  
(資料) ハンガリー中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**外貨建住宅ローン  
負担が重し**

昨年 10 月をピークに悪化傾向にあり、今後、個人消費が回復する兆しはみられない。さらに、家計部門が不振を極めて大きな要因は外貨建ての債務負担である。ハンガリーでは、EU に加盟した 2004 年くらいから、通貨フォリントの為替相場が対スイスフラン、対ユーロで安定していたことから、特に金利が低かったスイスフラン建の住宅ローンが増加した(第 20 図)。2008 年秋のグローバル金融危機以降、フォリント相場が急落した結果、外貨建債務のフォリント建残高は急増し、その元本返済及び利払い負担は家計にとって重しとなっている(第 21 図)。

**外貨建債務軽減策  
の効果は限定的**

今年 5 月に、家計の外貨建債務に関し、為替レートを固定し、家計の債務負担を軽減する施策を政府が発表した。ただし、2014 年以降、それまでの返済時における市場相場と固定相場の差額を返済しなければならない。そのため、負担の先送りにすぎず、個人消費回復の一助にはならない可能性がある。

**追加の財政緊縮策  
を実施**

さらに、来年にかけて、財政緊縮策も追加で実施される。2011 年は私的年金制度加入者が国の年金制度に再加入することにより、その資産が国庫に移されるという一時的要因により、財政収支は対 GDP 比で 1.3% 程度の黒字になる見込みだが、2012 年は増税により財政赤字の政府目標であ

る対 GDP 比 2.5%を目指す。具体的には付加価値税率の 2%ポイント引き上げや、ギャンブル税、タバコ税、酒税、ディーゼル燃料税の引き上げなどが実施される。これは、家計の負担増加につながり、個人消費の抑制要因となろう。一方で、実体経済が低成長にとどまることから、財政赤字削減目標自体の達成は難しくなっている。

**一部業種向け特別税は来年も継続**

企業にも一部業種への特別税が 2012 年まで延長されることになった。そのため、企業が投資を活発に行うような環境を期待することは難しい。これらを踏まえると、今年の実質 GDP 成長率は前年比 1.5%、2012 年は 0.6%にとどまろう。

**(4) ポーランド**

**①景気の現状**

**景気は内需主導で堅調に推移**

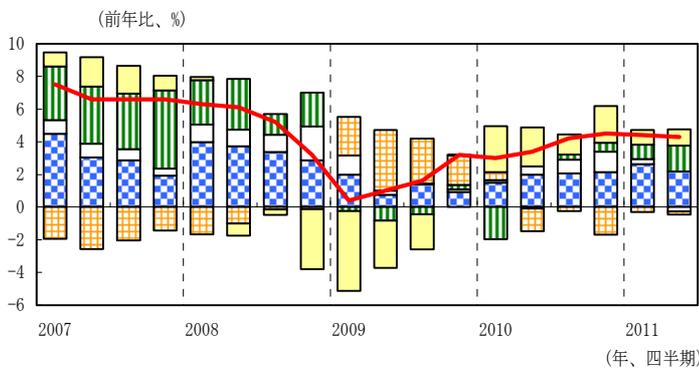
ポーランド経済は堅調に推移している。第 2 四半期の実質 GDP 成長率は、前年比 4.3%と、個人消費や総固定資本形成が牽引する内需主導の回復過程にある(第 22 図)。個人消費は前年比+3.5%と前期からやや減速したものの、総固定資本形成は同+7.8%へと加速した。総固定資本形成の増加は 2012 年にウクライナと共催で行われるサッカーの欧州選手権に向けた建設プロジェクトによる部分が多い。一般道路や高速道路、鉄道、スタジアム建設等のインフラ整備のため、2007~2013 年の間に約 700 億ユーロの建設投資が実施されることになっている。この金額は 2010 年の対名目 GDP 比で約 20%に相当する規模である。

**9 月の実質小売売上は前年比+7.7%**

家計部門は底堅く推移している。実質小売売上は 9 月に前年比+7.7%と高い伸びを示した(第 23 図)。失業率は 9 月で 11.8%と依然高いものの、ピークアウトし、雇用情勢が改善してきたことが影響しているとみられる。

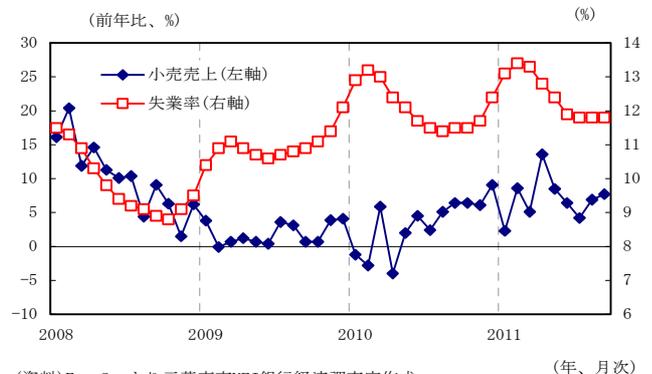
企業部門についてみると、鉱工業生産は、9 月に前年比+7.7%と堅調に

第 22 図：実質 GDP 成長率



(資料)FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

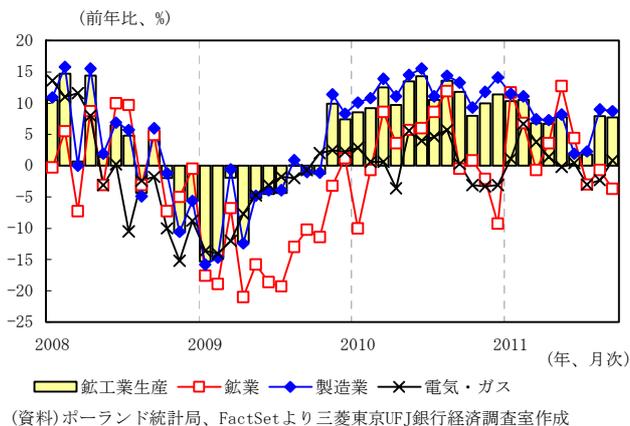
第 23 図：小売売上と失業率



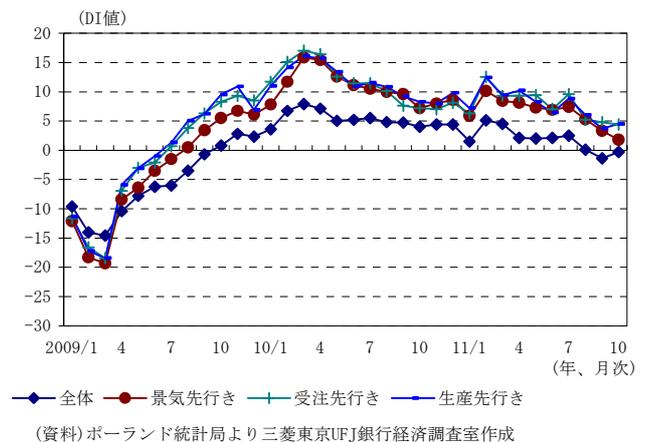
(資料)FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(年、月次)

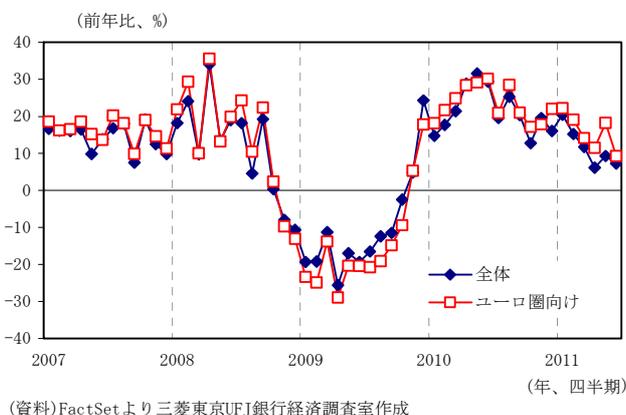
第 24 図：鉱工業生産



第 25 図：企業信頼感指数



第 26 図：輸出の動向



鉱工業生産は好調  
ただし、企業マイ  
ンドは慎重

推移している（第 24 図）。製造業が引き続き高い伸びを示している。ただし、企業信頼感指数をみると、景気の先行きに対する見方が悪化しつつある（第 25 図）。欧州周縁国問題に起因する欧州景気の減速が、輸出需要の鈍化、あるいは減少を通じて、国内景気に影響を及ぼすと企業経営者が考えているとみられる。実際に輸出は今年に入り減速傾向にある（第 26 図）。

## ②見通し

2011 年の実質  
GDP 成長率は  
3.8%

2011 年のポーランド経済は、個人消費が底堅く推移するほか、サッカーの欧州選手権に向けたインフラ整備のための総固定資本形成が増加することから、前年に続き堅調に推移するとみられる。2011 年の実質 GDP 成長率は前年比 3.8%と 2010 年と同水準を維持する見込みである。

2012 年は 2.6%成  
長

2012 年には、ユーロ圏景気が減速することから、輸出の勢いが弱まることとは免れないであろう。それは、国内生産にも影響を与えよう。ただし、個人消費は引き続き、底堅く推移するとみられる。国内の銀行が欧州周縁国問題の影響をほとんど受けておらず、貸出が前年比 2 桁の伸びを示していることは、個人消費には追い風となろう。2012 年の実質 GDP 成長

率は前年比 2.6%を見込む。

財政については、足元、企業収益が底堅いことから税収が伸びており、今年の財政赤字の政府目標である対GDP比5.6%は達成する見込みである。しかし、ポーランド憲法では、国内基準で算出した政府債務残高の対GDP比が55%（2010年末で52.8%）を上回ると予算の執行に厳しい制約が課され、同比率が55%を下回ることを求められる。足元、国内基準の政府債務残高の対GDP比は55%に接近しており、今後、それを上回る可能性がある。10月の総選挙では、社会主義体制崩壊後、初めて政権にある与党が総選挙で勝ったが、選挙前には財政緊縮策を示していない。場合によっては、財政緊縮策の実施が必要になるが、その内容によっては景気の下ぶれリスクが高まる可能性があるだろう。

表：ロシア東欧経済の見通し

	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	1,480	4.0	4.1	3.7	6.9	8.3	7.6	705	886	550
チェコ	192	2.2	1.8	0.7	1.5	1.8	2.4	▲60	▲50	▲48
ハンガリー	130	1.2	1.5	0.6	4.9	3.8	3.4	14	26	23
ポーランド	469	3.8	3.8	2.6	2.6	4.1	3.0	▲210	▲190	▲174
ロシア・中東欧	2,272	3.6	3.7	3.0	5.4	6.6	6.0	412	535	320

(ロンドン駐在 本多 克幸)

## Ⅷ. 原油価格

### ～原油価格は横這い圏内で推移する見込み～

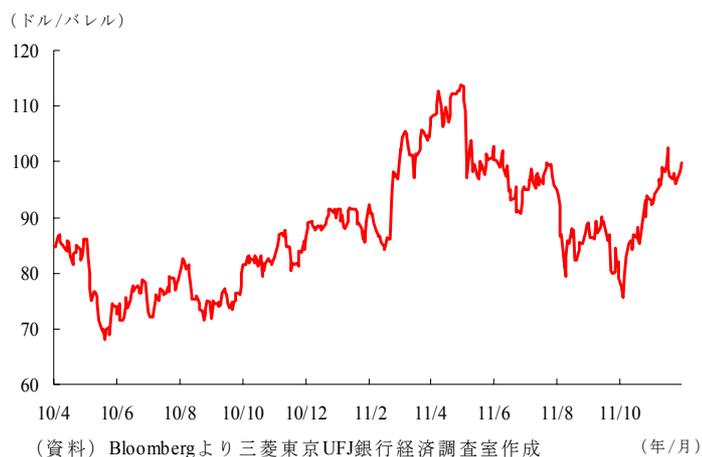
#### 1. 価格動向

9月下旬以降、欧州債務問題に左右され、値動きの大きい展開

過去3ヵ月間ほどの原油価格（WTI）の推移をみると、9月上旬に天候要因による供給懸念から90ドル台に上昇したが、中旬には欧州債務問題の深刻化を背景に下落に転じ、さらに9月21日の米連邦公開市場委員会（FOMC）の声明で米景気下振れリスクが示されたことを受けて、翌22日には前日比約6%安の80.51ドルへ急落した。その後も原油価格は軟調に推移し、10月4日には75.67ドルと昨年9月以来の安値に下落した。

しかし翌5日以降は、米経済指標の改善や欧州主要国による債務・金融問題への取り組みが好感され、原油価格は上昇傾向を辿った。10月27日には欧州の債務問題包括案合意等を受けて、原油価格は93ドル台と3ヵ月振りの高値に上昇し、11月に入っても欧州中央銀行（ECB）の利下げや欧州債務問題の一服、イラン核開発疑惑を受けた地政学リスクの高まり等を背景に原油価格は強含みで推移し、11月16日には102.59ドルと今年5月以来の高値に上昇した。足元ではやや軟化している。

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



## 2. 需要動向

### 7～9 月期は需要超過幅が拡大

世界の原油需給バランスは2010年以降、需要超過が続いている。今年上半期の超過幅は日量40万バレルだったが、7～9月期には同110万バレルに拡大した（第2図）。石油輸出国機構（OPEC）諸国と非OPEC諸国いずれも前期から供給は増加したものの、先進国（OECD諸国）を中心に需要増加幅の方が大きかったことから、超過幅が拡大した。

### 今年の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みると、国際エネルギー機関（IEA）によれば、今年の先進国の原油需要は前年比▲0.8%と2年振りにマイナスの伸びに転じるとみられている（第3図）。米国（▲1.3%）と欧州（▲1.3%）の原油需要は景気減速を受けていずれも減少する一方、日本や韓国、豪州等のアジア太平洋諸国については、+0.7%と小幅ながら増加する見込みだ。なお、日本については、一部の原子力発電所の運転停止の影響により、今年10～12月期以降、火力発電用原油需要が増加すると見込まれている。

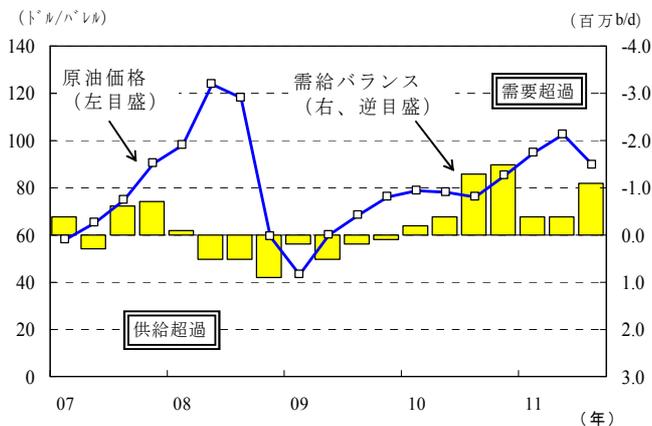
### 新興国の需要は鈍化

新興国の原油需要は、成長率鈍化を背景に+3.0%と前年（+5.5%）から伸びは低下すると予想されている。中東欧諸国の需要は2009～2010年の大幅な落ち込みから回復傾向にあり、今年は小幅増加が見込まれているが、アジアと中東、中南米や旧ソ連諸国の需要はいずれも鈍化するとみられている。この結果、今年の世界の原油需要の伸びは+1.0%と、前年の+3.1%から鈍化する模様だ。

### 2012年の世界の原油需要は引き続き小幅増加の見込み

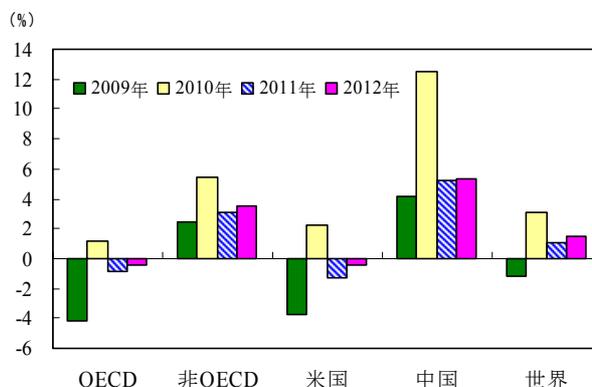
2012年については、先進国の原油需要は景気の弱含み推移に伴い、▲0.5%と前年に続きマイナスの伸びになると見込まれている。新興国については、景気は減速しつつも底堅さを維持し、原油需要は+3.5%と前年並みの堅調な伸びとなる見込みだ。この結果、2012年の世界の原油需要は+1.5%と小幅な伸びが予想されている。

第2図：世界の原油需給バランス



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

第3図：地域・国別の原油需要の伸び



(注) 2011年および2012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

#### 7～9 月期の原油生産は増加

供給サイドについてみると、7～9 月期は、サウジアラビア等の増産により OPEC 諸国の生産が増加するとともに非 OPEC 諸国の生産も増加した結果、世界の原油生産量は日量 8,850 万バレルと前期から同 99 万バレル増加した。

#### 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。

#### 予想以上に早いリビアの生産回復ペース

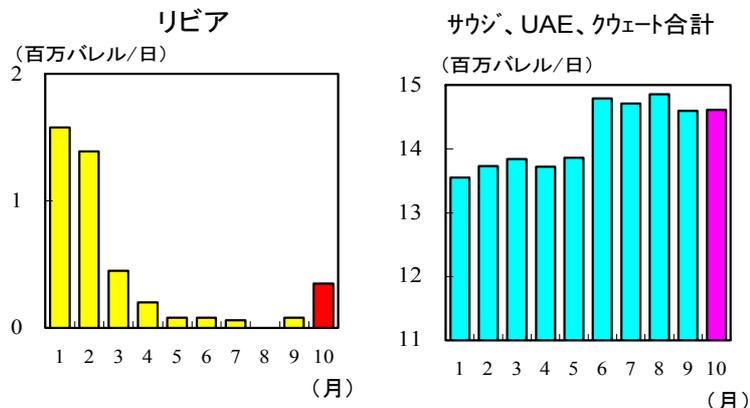
OPEC についてみると、リビアの生産量は、1 月以前の平時は日量 160 万バレルだったが、内戦状態が続いたため大幅に減少し、8 月にほぼゼロとなった。しかし、内戦終結を受けて原油生産は再開されており、石油関連施設への被害が懸念されたほど大きくなかったことから、10 月の産油量は同 35 万バレルと予想以上に早いペースで回復している(第 4 図)。

今後の回復ペースについて、IEA は 2012 年第 4 四半期に原油生産が同 117 万バレル、米エネルギー省は 2012 年末までに原油輸出が同 80 万バレルに回復するとの見通しを示しているが、2012 年中は本格回復に至らないとの認識は共通しているといえよう。

#### OPEC 生産余力は 6 月をボトムに拡大

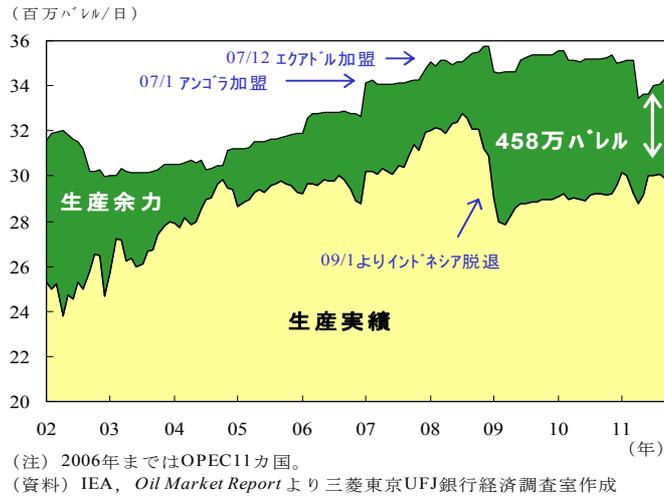
こうした中、サウジアラビア、UAE とクウェートは増産してリビア減産分をほぼ補ってきたが、9 月には減産に転じている。サウジアラビア等の増産を受けて OPEC の生産余力(=生産能力-生産実績)は縮小傾向にあったが、6 月の日量 362 万バレルをボトムに拡大傾向に転じ、10 月には同 458 万バレルとなっている(次頁第 5 図)。

第 4 図：リビアと 3 カ国(サウジアラビア、UAE、クウェート)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



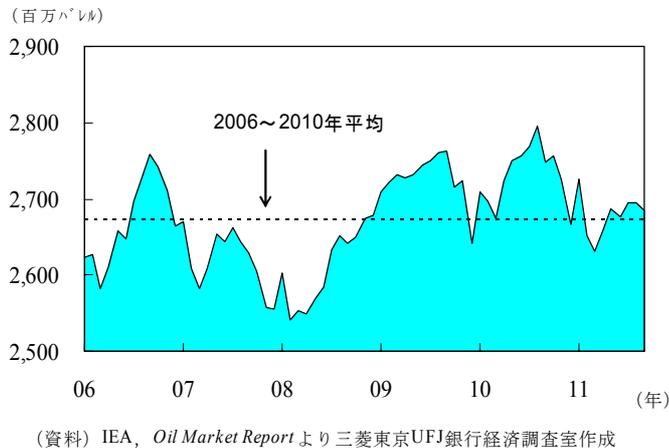
12月14日の  
OPEC総会では生  
産目標据え置き  
の見込み

次回 OPEC 総会は 12 月 14 日に予定されている。OPEC は世界の原油供給は十分との認識を示しており、関係者からも目立った発言はないことから、生産目標据え置きの可能性が高いとみられる。独自に増産してきたサウジアラビア等は、リビアの生産回復に伴い引き続き減産していくとみられるが、世界の原油需要や価格の動向を睨みつつ、慎重に実施することとなる。

先進国の原油在庫  
は過去平均をやや  
上回る

在庫についてみると、OECD 諸国の原油および石油製品在庫は緩やかな減少傾向を辿っているが、過去 5 年平均をやや上回る水準にある（第 6 図）。また、米国の原油在庫とガソリン在庫は高い水準にある一方、中間留分（暖房油・軽油）については軽油需要が好調なことから減少が続いており、前年を大きく下回って推移している。

第6図： OECD諸国の原油・石油製品在庫



#### 4. 原油市場を巡る資金動向

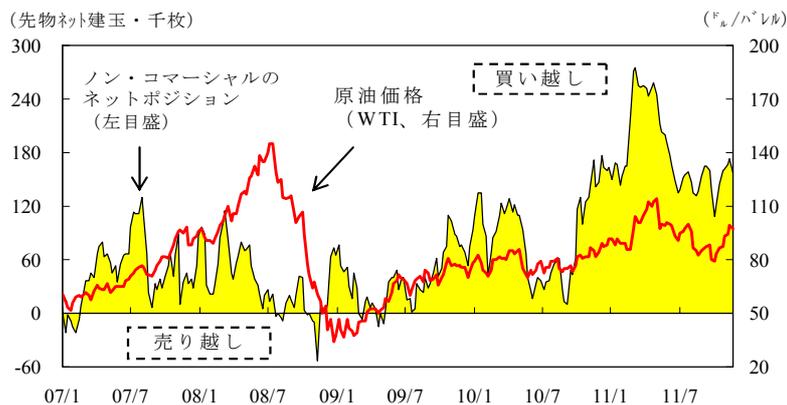
投機筋の買い越し額は一進一退の動き

原油先物市場における投機筋の買い越し額は、一進一退の動きとなっている。9月に入りハリケーンによる供給懸念等を背景に、買い越し額の増加が続いたが、9月下旬以降は、欧州債務問題や米景気減速に対する懸念を受けて投資家のリスク回避姿勢が強まったことから減少に転じ、10月4日には1年振りの低水準となった（第7図）。その後、欧州債務問題の一時緩和やイラン核開発疑惑を受けた地政学リスクの高まり等を背景に、再び増加に転じている。

CFTC は持ち高規制案承認

米商品先物取引委員会（CFTC）は10月18日、米金融規制改革法に基づく持ち高規制案を承認した。来年に実施される予定である。本規制が原油価格に与える影響は小さいとみられているが、流動性低下とそれに伴う価格変動の増幅リスクが指摘されている。

第7図：原油先物市場の投機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) 米商品先物取引委員会、ニューヨークカンタイル取引所 (NYMEX) 資料より  
 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### 5. 価格の見通し

原油価格は四半期平均で90~95ドル台の推移が見込まれる

2012年については、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、欧米景気は弱含み推移が予想されることから、需要面からの価格押し上げ圧力は小さいとみられる。

他方、リビアの原油生産の本格回復には時間を要するとみられるのに加え、シリアやイエメンといった中東・北アフリカ情勢混迷やイラン核開発疑惑等、地政学リスクの高まりを受けて供給懸念が根強いことが、価格下支え要因となろう。これらを踏まえると、原油価格は四半期平均でほぼ横這い圏内の90~95ドル台の推移が予想される。

欧州債務問題の深刻化とそれに伴う金融システム不安への懸念が熾り続ける中、投資家のリスク回避姿勢の強まりによって原油価格が大きく変動する局面もあろう。また、欧米における寒波襲来により暖房油需要増加観測が高まり、一時的に原油価格を押し上げる場面も予想される。

### 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	102.3	31.1%
11/3Q	89.5	17.5%
11/4Q	90	5.6%
12/1Q	90	▲4.9%
12/2Q	92	▲10.1%
12/3Q	95	6.1%
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	94	18.2%
2012年	93	▲1.5%

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)	4.1 (2.4)	▲ 0.3 (0.4)	2.5 (2.5)	▲ 1.0 (▲ 0.9)	▲ 0.3 (▲ 0.2)	▲ 0.6 (▲ 0.5)	1,956 (1,883)	1,265 (1,109)	1,440 (1,618)
米国	3.0	1.7	1.8	1.6	3.2	1.8	▲ 4,709	▲ 4,632	▲ 4,693
ユーロ圏	1.8	1.6	0.1	1.6	2.7	1.9	▲ 574	▲ 657	▲ 455
ドイツ	3.6	3.0	0.6	1.1	2.4	1.8	1,760	1,803	1,756
フランス	1.4	1.6	0.4	1.5	2.1	1.5	▲ 531	▲ 520	▲ 482
イタリア	1.3	0.7	▲ 0.2	1.5	2.5	1.8	▲ 720	▲ 895	▲ 726
英国	1.8	0.8	0.5	3.3	4.5	2.7	▲ 568	▲ 278	▲ 262
アジア11カ国・地域	9.3	7.5	7.3	4.3	5.7	4.3	4,432	3,822	3,819
中国	10.4	9.2	9.0	3.3	5.5	3.7	3,054	2,707	2,856
NIEs	8.3	4.1	3.5	2.4	3.9	3.0	1,315	1,154	1,138
ASEAN 4 カ国	6.9	4.9	5.2	4.0	4.6	4.5	562	566	474
インド	8.5	7.5	7.8	10.5	8.5	7.5	▲ 443	▲ 543	▲ 595
オーストラリア	2.7	1.6	3.6	2.8	3.4	2.8	▲ 331	▲ 333	▲ 404
中南米	6.1	4.3	3.9	5.9	5.7	5.5	▲ 517	▲ 656	▲ 879
ブラジル	7.5	3.5	3.8	5.9	6.5	5.6	▲ 475	▲ 597	▲ 660
ロシア・中東欧	3.6	3.7	3.0	5.4	6.6	6.0	412	535	320
ロシア	4.0	4.1	3.7	6.9	8.3	7.6	705	886	550

(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。