

アジア経済の見通し

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

1. アジア経済全般

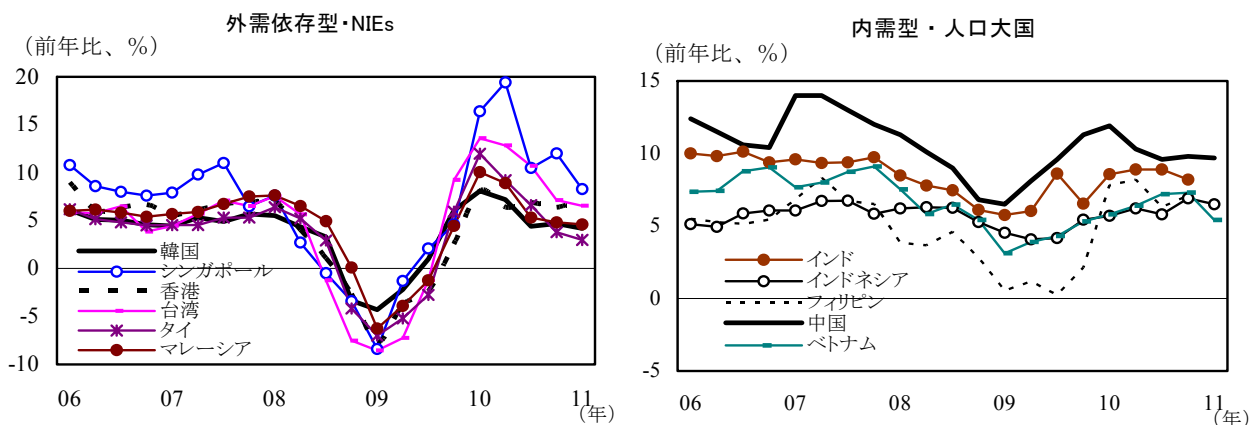
(1) 景気の現状

成長ペースはやや鈍化するも、堅調持続

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

第 1 四半期の実質 GDP 成長率をみると、中国（4Q：前年比 9.8%→1Q：同 9.7%）が前期並みの高成長となったほか、インドネシア（同 6.9%→同 6.5%）も高い伸びを維持した。また、シンガポール（同 12.0%→同 8.3%）やタイ（同 3.8%→同 3.0%）など外需依存度が高い国の成長率は、減速幅がやや大きかったものの、内需が下支えとなり堅調を維持した（第 1 図）。ただし、ベトナム（同 7.3%→5.4%）は例外的で、インフレ抑制を主眼とした政府の内需抑制策の影響で減速幅が大きくなった。

第 1 図：アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

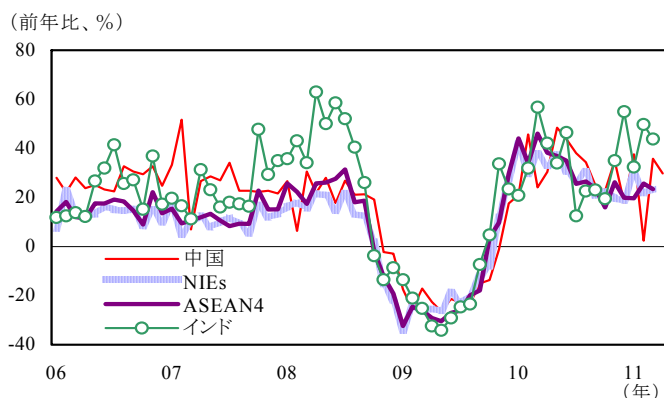
輸出は 2011 年に
入り持ち直し

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

アジア域内向けが
拡大

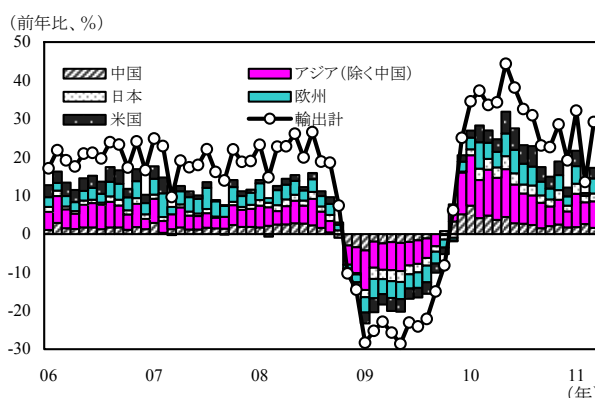
仕向地別にみると、米国・欧州など先進国向けが堅調であったことに加え、域内需要の拡大を背景にアジア向けが伸びた(第 3 図)。アジア開発銀行(ADB)の推計によると、2008 年時点のアジアからの輸出品の最終需要地をみると、約 7 割は欧米などアジア域外で、域内向けは 3 割弱にとどまっている。もっとも、近年、アジアの消費市場の拡大に伴い、域内の最終需要が占める割合は高まっていると考えられる。また、2010 年 1 月より、ASEAN を核とした FTA が拡充されたことも域内貿易拡大の一因といえる。

第 2 図：アジア主要国・地域の輸出動向



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 3 図：アジア主要国の仕向地別輸出



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

雇用環境の改善を
背景に、消費は堅
調に推移

個人消費は引き続き堅調に推移している。第 1 四半期の自動車販売をみると、2 年連続で世界最大の自動車販売台数を記録した中国は、購入促進策の打ち切りやガソリン高の影響で減速しているが、2010 年に過去最高の販売台数を記録した ASEAN・インドは概ね高い伸びを維持している(第 4 図)。

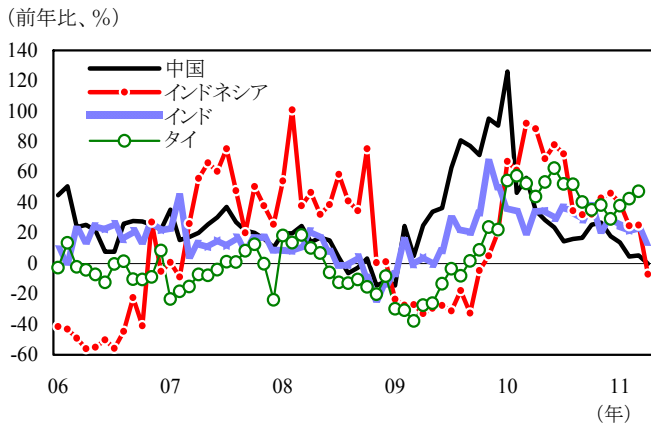
消費が堅調な背景には、景気回復の起点となった輸出の増加が、生産増を通じ、雇用・所得環境の改善をもたらしていることがある。失業率は低下傾向が続いており、シンガポール(3 月 1.9%)、タイ(3 月 0.8%)は、ほぼ完全雇用に近い水準まで低下している(第 5 図)。また、韓国では、雇用の増加が製造業からサービス業へ波及しており、雇用の裾野が内需型産業へ拡大している。

各国中銀は、インフレを背景に利上げを継続しているものの、実質金利はマイナス、もしくは若干のプラスにとどまっており、金融環境は依然緩

農業収入の拡大により、農村部の購買力が向上

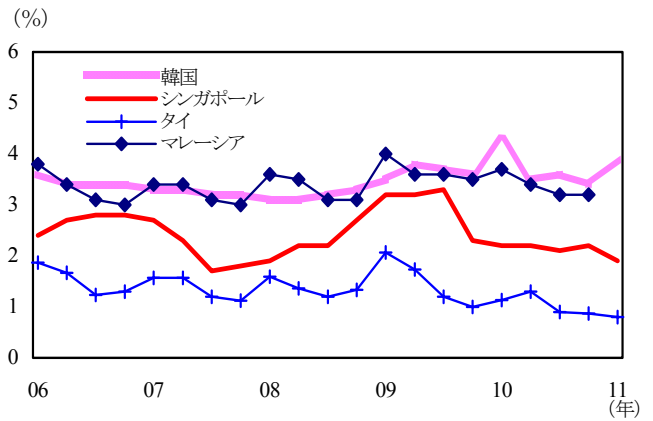
和的といえる。こうした環境も消費の下支え要因と考えられる(第6図)。さらに、中国、タイ、インドネシア、ベトナムでは2011年に入り最低賃金が約6~30%引き上げられたこと、商品価格の上昇による農業収入の拡大を受け、インドネシア、マレーシア、タイなどでは農村部の購買力が高まっていることも消費堅調の要因といえる。商品価格の上昇は、インフレをもたらしているが、所得の増加を通じた購買力向上の恩恵の方が大きいと考えられる。

第4図：アジア主要国の自動車販売



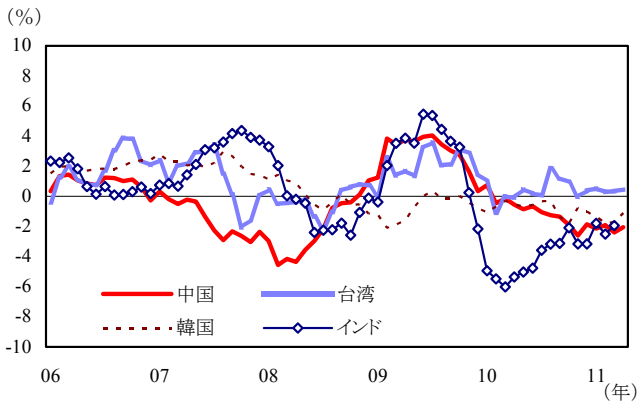
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：アジア主要国の失業率

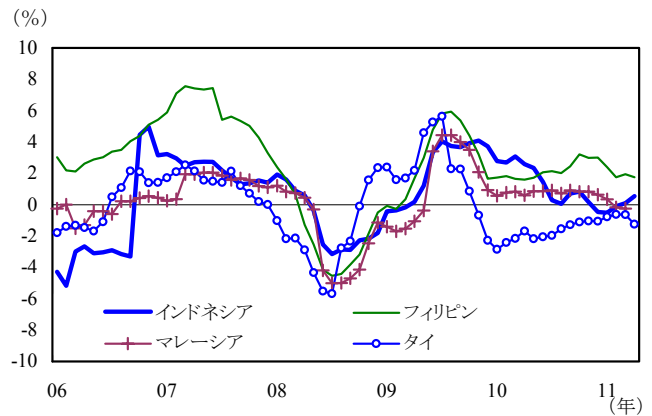


(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：アジア主要国・地域の実質金利



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



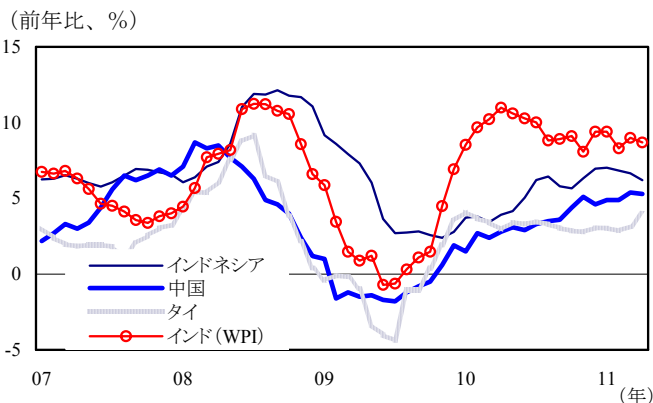
物価は上昇傾向

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

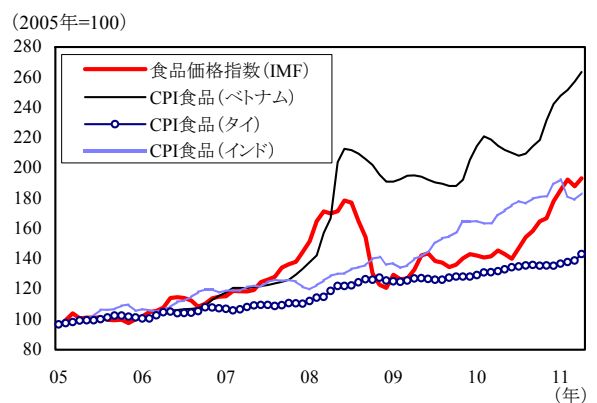
中国、インドなどの物価は政府・中銀の目標水準を上回る

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

第7図：アジア主要国の消費者物価上昇率



第8図：アジア主要国の食品物価



東日本大震災により、生産減少

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

対日貿易シェアは低下するも、基幹部品の日本への依存度は高い

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

もっとも、アジアでは、生産に不可欠な素材や基幹部品など中間財を日本からの輸入に依存している点は軽視できない。対日輸入全体に占める素材・中間財の比率(2009年時点)を見ると、いずれの地域についても7

割を超えている（第10図）。特に、電気機械、化学、非鉄金属・金属製品などを中心に、日本からの素材・中間財に依存している構造が窺える。

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

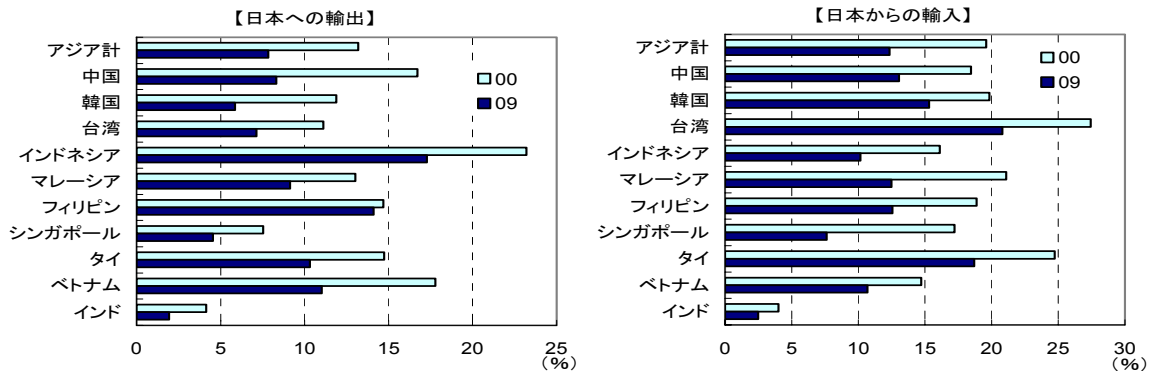
自動車、電子関連への影響大

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

通年でみれば経済への影響は限定的

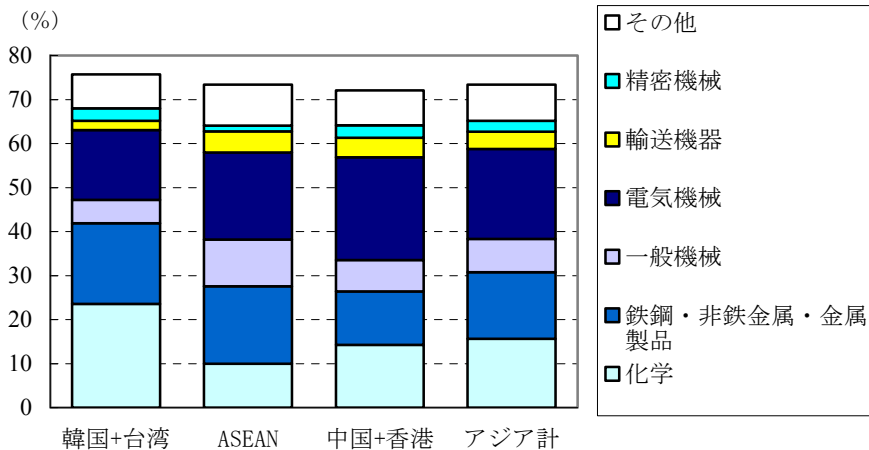
もっとも、一部の自動車工場では部品の調達に目途をつけ、通常生産体制へ回帰するなど、生産回復への道筋がつつある。年後半以降は、生産が概ね回復することが見込まれ、一時的な減産分を増産によりカバーできるとみられることから、通年でみれば経済への影響は限定的であろう。

第9図：アジア各国と日本との貿易規模



(資料)IMF, DOTより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：対日輸入に占める素材・中間財の割合（地域別、2009年）



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

(2) 今後の見通し

2011 年後半以降、
景気は加速

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

2012 年にかけて
は、8%台の成長を
維持

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

個人消費は、所得の拡大を背景に堅調が続く見込みである。企業部門は、原材料高が圧迫要因となるものの、需要拡大により企業収益は拡大が続くであろう。また、中期的な域内需要の拡大や海外からの直接投資の増加を背景に企業の設備投資が活発化することや、インフラ整備などの公共事業も景気を下支えしよう。

金融政策については、インフレ圧力が高まっていることから、各国・地域ともに引き締め姿勢を維持するであろう。国・地域によって差はあるものの、年内に 25~50bp 程度の追加利上げを予想する。もっとも、米国の低金利政策が続くなか、米国との金利差拡大は、一段の通貨高を誘発することから、各国・中銀は物価と為替動向を睨みながらの対応が続こう。

第 1 表：アジア経済見通し総括表

名目GDP規模 2009年/10億ドル		実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
		2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
中国	4,909	10.3	9.6	9.9	3.3	4.8	3.2	3,054	2,498	2,764
韓国	833	6.2	4.3	4.8	3.0	3.6	3.5	282	125	145
台湾	379	10.9	5.5	5.8	1.0	1.5	1.8	399	391	404
香港	211	7.0	5.8	6.1	2.4	4.9	3.9	148	185	208
シンガポール	177	14.5	5.2	5.5	2.8	3.8	3.0	494	498	483
NIEs	1,599	8.3	4.9	5.3	2.4	3.3	3.1	1,323	1,199	1,240
インドネシア	539	6.1	6.2	6.4	5.1	6.4	5.8	63	45	21
マレーシア	191	7.2	5.2	5.4	1.7	3.2	2.5	334	320	334
タイ	264	7.8	4.3	5.0	3.3	3.8	3.5	148	154	140
フィリピン	161	7.6	5.1	5.3	3.8	4.4	3.5	85	83	90
ASEAN4	1,156	6.9	5.4	5.8	3.9	5.0	4.4	630	602	585
インド	1,236	8.6	8.0	8.5	10.5	7.5	7.8	▲489	▲568	▲580
アジア10カ国・地域	8,900	9.3	8.0	8.3	4.2	4.9	4.0	4,518	3,731	4,009
ベトナム	92	6.8	6.3	6.8	9.2	14.3	7.6	▲56	▲53	▲50
アジア11カ国・地域	8,992	9.2	8.0	8.3	4.3	5.0	4.0	4,462	3,678	3,959

(注) インドは年度 (4月~3月) ベース。

→見通し

→見通し

→見通し

(3) 当面のリスク要因

①最大のリスクはインフレ

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

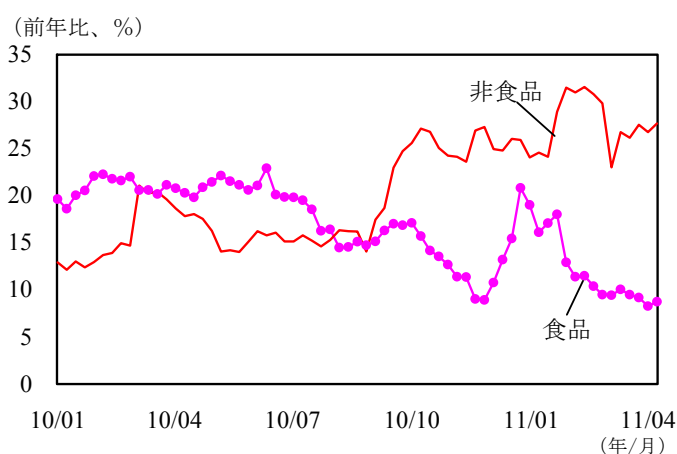
インドでは売り手が原材料価格の上昇を販売価格に転嫁しやすい環境にあることから、インフレ圧力が高まりやすい状況にあるといえる。また、ベトナムでは通貨下落に伴う輸入インフレに見舞われている。

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

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

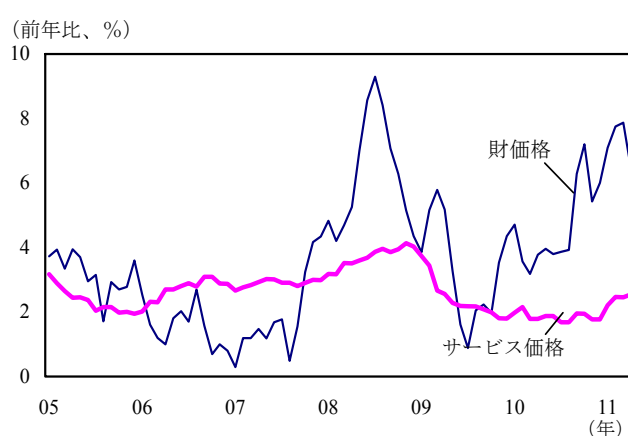
相次ぐ最低賃金引き上げの動き

第 11 図：インドの卸売物価（週次ベース）



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 図：韓国の財・サービス価格



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②住宅バブル懸念

政府の抑制策にもかかわらず上昇傾向持続

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

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

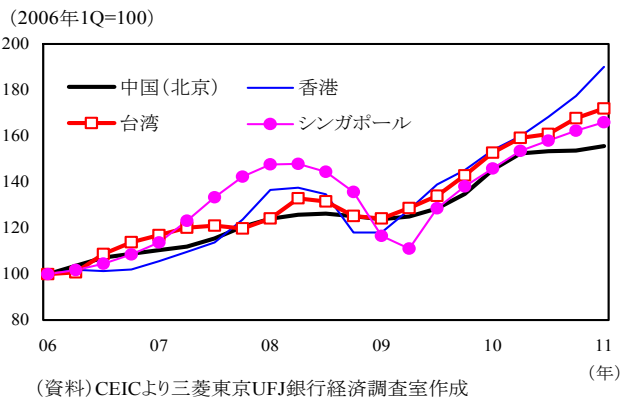
こうした状況を踏まえ、政府は短期売買に対する課税強化や頭金比率の引き上げなど住宅価格の抑制策を強化している（第2表）。直近では、台湾が、6月から居住目的以外の不動産の短期売買に対し10～15%の奢侈税を導入することを発表した。

住宅市場にマネーが流入しやすい環境が持続

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

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

第13図：アジア主要国・地域の住宅価格



第2表：最近のアジアの住宅投資規制

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

(資料)各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中国の住宅市場の バブル懸念は残存

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

(4) 各国・地域の見通し（要約）

各国・地域の見通しの概要は以下の通りである。詳細は、次章以降を参照されたい。

①中国

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

②NIEs

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

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

③ASEAN

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

④インド

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

（竹島 慎吾）

2. 中国

(1) 現状

2011年に入っても
二桁近い成長維持

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

輸出にはアジアの
旺盛な需要が強い
牽引力を發揮

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

投資は引き締め強
化の下でも好調に
拡大

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

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

消費はインフレと
自動車販売振興策
の期限切れから減
速

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

(2) 見通し

政策対応にもかかわらず、収まらないインフレ

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

引き締めは強化されるも、オーバーキルは回避

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

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

戦略的新興産業、低所得層向け住宅建設などが重点分野

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

消費主導型経済への転換の鍵を握る所得拡大

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

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

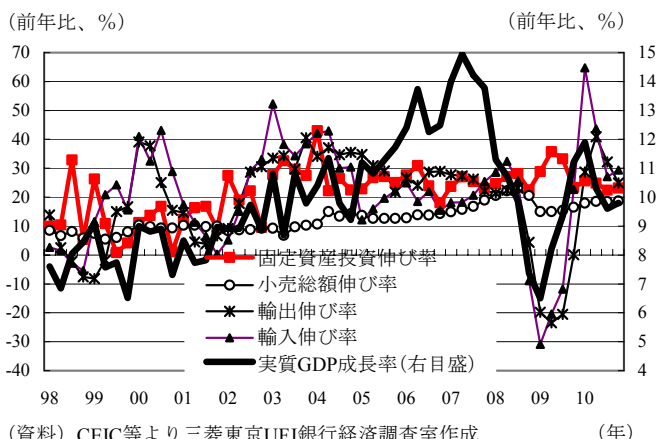
医療改革を中心とした社会保障の整備、戸籍改革を通じた都市化の推進、家電購入振興策などの要素も引き続き消費を底支えよう。自動車販売については、購入振興策の期限切れに加え、ガソリン価格の上昇などによる下押し圧力から当面の息切れは避けられないものの、2010年時点でも自動車普及率は1,000人当たり58台と低水準にあることからすれば、徐々に持ち直してくると考えられる。

輸出は人民元相場・賃金の上昇から減速基調

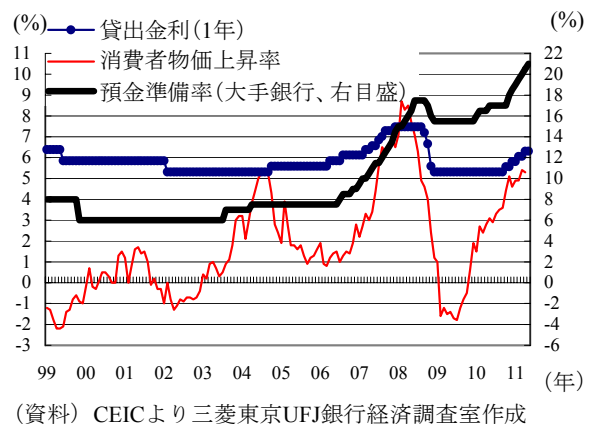
輸出は為替相場・賃金の両面からの競争力低下による減速基調が予想される。まず、人民元相場に関しては、米国を中心に海外からの切り上げ圧力が続くなか、通年で5%程度の上昇は避け難い。また、賃金についても、法定最低賃金の大幅上昇や労働需給の逼迫を受けての上昇が予想される。ただし、米国ならびにアジアを中心とする途上国の景気堅調を考慮すれば、通年で二桁の伸びを確保することはさほど困難なことではあるまい。

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

第14図：中国の成長関連指標



第15図：中国の物価と金融情勢



(3) リスクファクター

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

注意を要する不動産バブル懸念

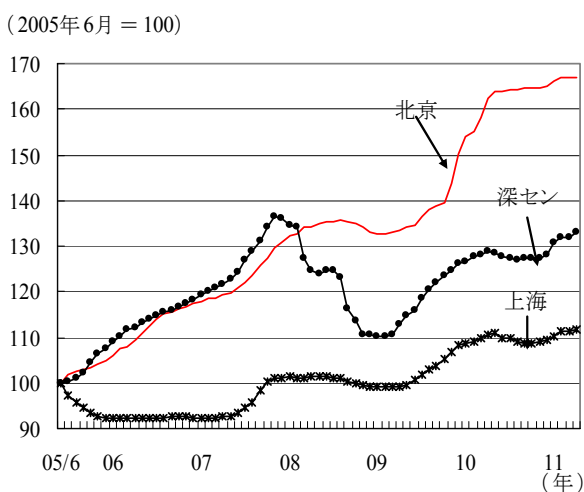
仮に、住宅価格が調整された場合も、中国においては住宅ローンへの依存度が低いことからすれば、家計へのダメージは限定的と考えられる。むしろ、グローバル危機以降の大型景気対策に絡んで急増した地方政府傘下の投資会社向け融資などを含め、多くの貸出資金が不動産市場に流入したため、その不良債権化のリスクが懸念されている。金融当局が大都市の銀行に対し、不動産価格が50%下落した際のストレステストを要求したとの報道もあり、強い警戒感が窺われる。もっとも、個別の銀行に問題が生じることはあっても、財政を通じてカバーする余力があることから、金融システム不安にまで発展する可能性はさほど大きなものではないと考えられる。

電力不足・東日本大震災に伴う部品不足は一定の生産下押し要因

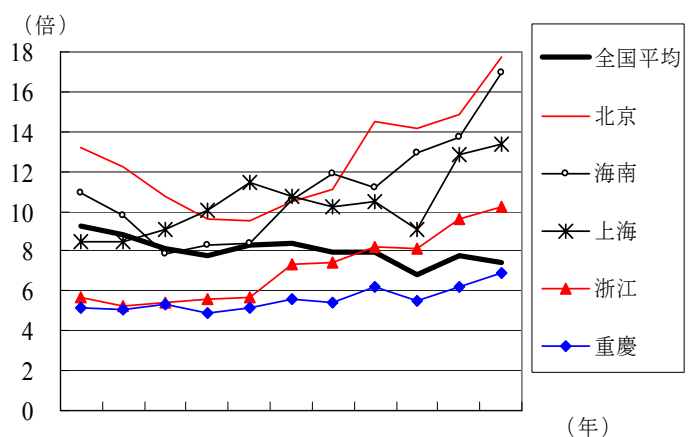
また、電力不足については、すでに揚子江デルタで広がりを見せ、夏場には渇水による水力発電能力の低下も加わり、2004年以來の深刻な状況が不安視されている。さらに、東日本大震災に伴う部品不足の影響が拡大してくるとの見方もある。これら供給サイドの問題は一定の生産下押し要因となり得るが、他の工業地帯における生産代替機能や政府の迅速な対応能力を考慮すれば、ダメージは限定的と予想される。

(萩原 陽子)

第16図：中国の新築住宅価格



第17図：中国の住宅価格の年収倍率



3. NIEs

(1) 韓国

①現状：景気は堅調、輸出が景気を下支え

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

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

雇用環境の改善を追い風に消費は堅調

雇用環境の改善を追い風に民間消費（同+3.0%）が底堅く推移している。品目別にみると、価格上昇の影響で食品は低迷したものの、自動車などの耐久消費財が堅調であった。4月の就業者数は前年比+37.9万人とグローバル金融危機前（2005～2007年）の月間平均（+29.2万人）を7カ月連続で上回った。業種別にみると、製造業の増加ペースが鈍化する一方、サービス業が加速しており、雇用の回復は内需産業にも波及している。

物価は4カ月連続で中銀の目標を上まわる

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

②見通し：2011年半ば以降、内外需ともに加速

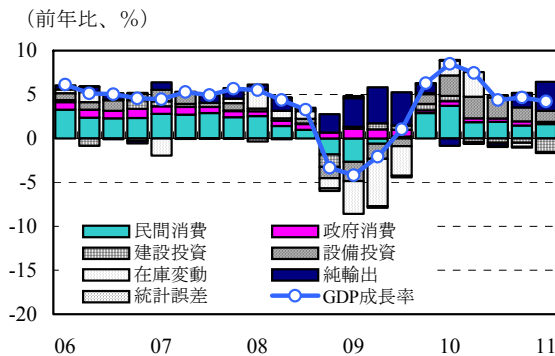
今後の韓国経済を展望すると、2011年前半は物価及び金利の上昇により、内需の拡大ペースはやや鈍化するものの、年後半以降は物価がピークアウトすること、海外景気の回復ペースが速まることから、内外需ともに加速しよう。2011年の成長率は前年比4.3%、2012年はやや加速し同4.8%に達すると予想する。なお、東日本大震災の影響については、素材や基幹部品の一部を日本に依存していることから生産が滞る半面、韓国製品に対する代替需要が生じる可能性もあることから、総じてみれば生産への影響は限定的とみる。

インフレ圧力の高まりを受け、年内に追加利上げ

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

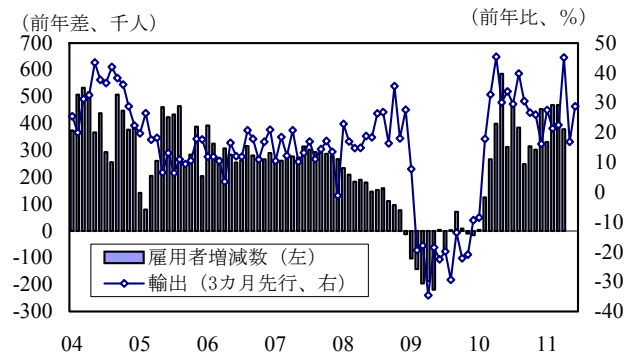
（竹島 慎吾）

第 18 図：韓国の実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 19 図：韓国の雇用情勢



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

①現状：減速とはいえ良好な景気拡大続く

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

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

物価安定続くもインフレ対策は強化

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

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

②見通し：中国効果が強まるなか安定成長

今後も世界経済の順調な拡大を前提とすれば、輸出主導型の台湾経済も安定成長が見込まれる。とくに、世界経済の牽引役である中国との経済協力枠組み協定（ECFA）締結を契機に中国の高成長の恩恵を取り込み

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

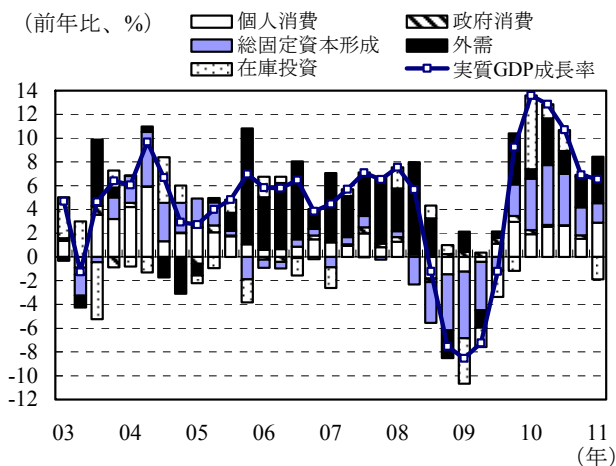
一方、日本の東日本大震災は部品不足による生産停滞や日本人観光客の減少などの悪影響の反面、日本からの生産移転もあり、総合的なマイナス効果は限定されるとみられる。

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

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

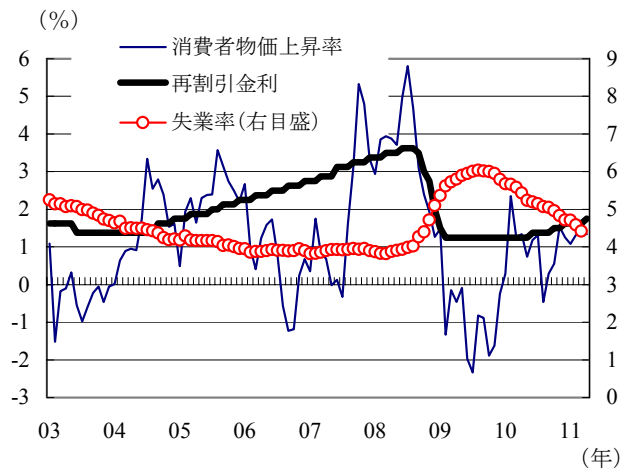
(萩原 陽子)

第 20 図：台湾の実質 GDP 成長率



(資料) CEIC より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第 21 図：台湾の物価・金利・雇用



(資料) CEIC 等より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

(3) 香港

①現状：輸出好調により成長加速

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

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

ドルペッグ制の下で困難なインフレ対応

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

②見通し：中国の高成長持続の波及効果で安定成長

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

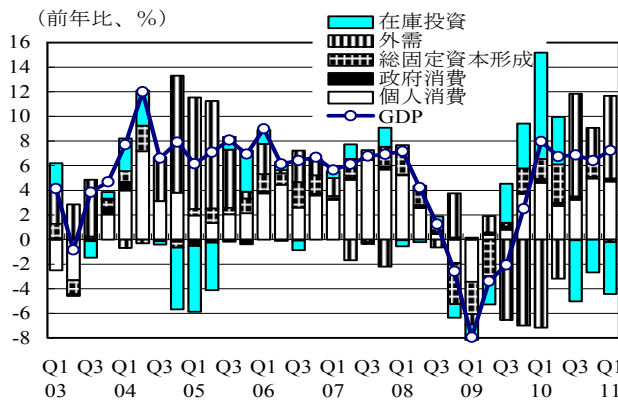
こうした中国効果を主因に、実質GDP成長率は2011年には前年比5.8%と堅調を維持し、さらに、2012年には中国の景気加速を受けて同6.1%まで成長率が上昇すると予想される。

なお、5月から香港でも最低賃金制度が導入された。最低賃金の水準は時給28香港ドルとされ、香港最大の労働組合である香港労働組合連合会は31万人の賃上げにつながったと評価している。低所得層の購買力拡大、格差

の是正というプラス効果の反面、企業負担の増加、物価上昇への波及を通じた投資環境の悪化を危惧する向きもある。英国植民地時代から掲げてきた自由放任主義は大きな転機を迎えたことになり、香港の中長期的な競争力にも大きく影響してくるだけに、その先行きには注視を要しよう。

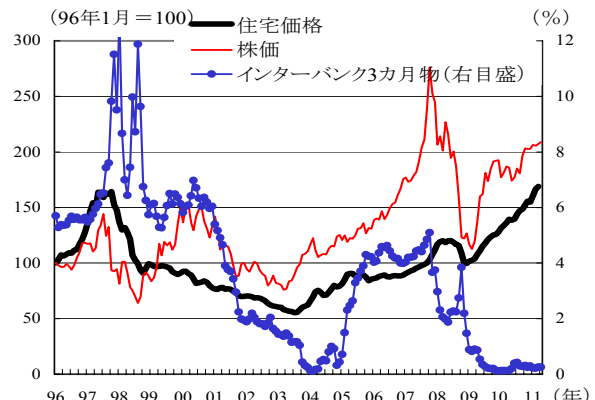
(萩原 陽子)

第 22 図：香港の実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 23 図：香港の資産価格と金利



(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) シンガポール

①現状：第 1 四半期の成長率は前年比 8.3%と好調を維持

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

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

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

インフレ圧力の強まりを背景に、MAS は引き締め策を継続

き下げなど当局の過熱抑制策により、上昇ペースは鈍化しつつある。

②見通し：目先、成長ペース鈍化も通年では5%超の成長を維持

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

物価上昇圧力は徐々に緩和へ

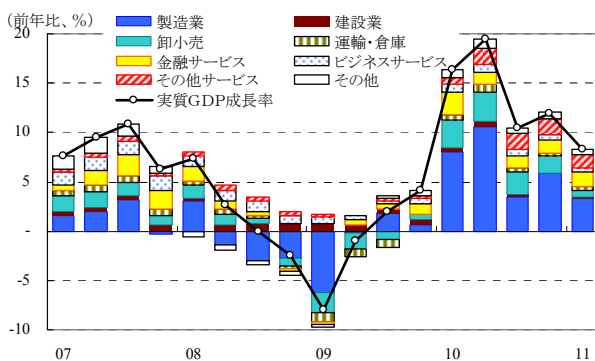
物価は、資源価格の動向や内需の好調に伴うサービスコストの上昇には引き続き留意する必要があるものの、通貨高による輸入インフレ抑制効果が見込まれるほか、自動車や不動産価格の上昇ペースの鈍化などに伴い、インフレ圧力は徐々に緩和へ向かおう。通年のインフレ率は、2011年が前年比3.8%、2012年は同3.0%と予想する。

5年ぶりの総選挙で野党が躍進

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

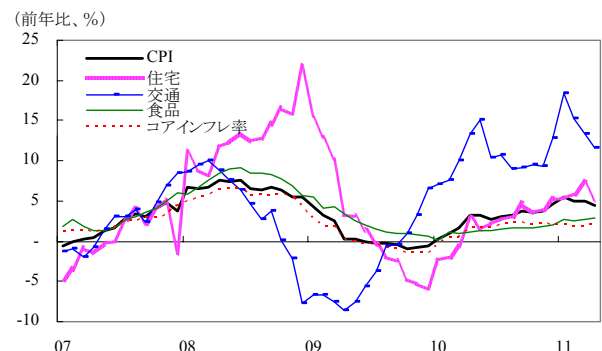
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第24図：シンガポールの実質GDP成長率



（資料）シンガポール通産省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第25図：シンガポールの物価動向



（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. ASEAN

(1) インドネシア

①現状：第1四半期の成長率は6.5%と堅調を維持

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

食品価格の下落を背景にインフレが一服

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

②見通し：内需を牽引役に6%台の成長が持続

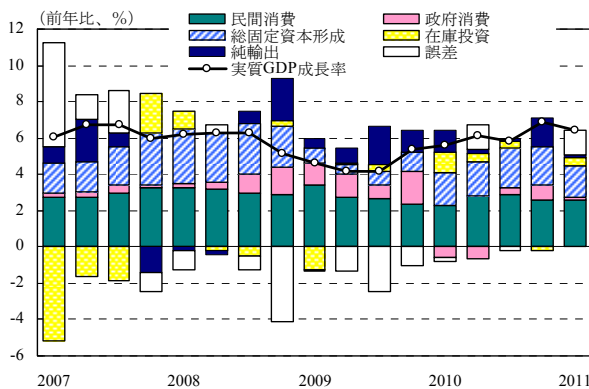
今後、インドネシア経済は、内需を牽引役に6%台の堅調な成長が続こう。2010年の1人当たりGDPは3,005ドルと3,000ドルの大台を超え、自動車や家電など耐久消費財の本格的な普及期に入ってきている。資源価格の上昇を背景にした所得増加なども消費拡大の追い風となろう。また、内外の需要拡大に伴う企業の設備投資拡大や官民によるインフラ整備の拡大も内需拡大を下支えしよう。東日本大震災の影響については、自動車産業など一部では、部材調達難に伴う一時的な生産・販売の落ち込みなどが見られるものの、内需自体は旺盛であるほか、復興需要に伴う鉱物燃料や木材などの輸出拡大が見込まれることなどから、通年での成長率への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

中銀は年央以降に追加利上げの可能性を模索

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

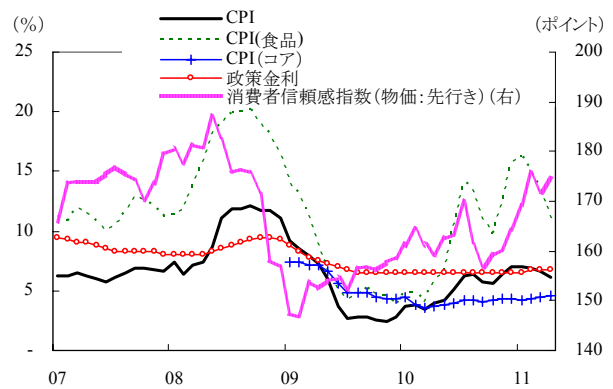
インドネシア中銀は、今年2月に0.25%ポイントの利上げを実施した後は、インフレ圧力の緩和などを受け、政策金利を据え置いている。今後、食品や燃料価格など供給面に加え、期待インフレ率の高まりなど需要面からのインフレ圧力を見極めつつ、年央以降、追加利上げの可能性を模索する展開となろう。(シンガポール駐在 福地 亜希)

第 26 図：インドネシアの実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 27 図：インドネシアの物価と金利



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) マレーシア

①現状：第 1 四半期の成長率は 4.6%へ鈍化

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

インフレ圧力を受け、5月に追加利上げを実施

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

②見通し：成長ペースは鈍化するものの、5%台の成長を維持

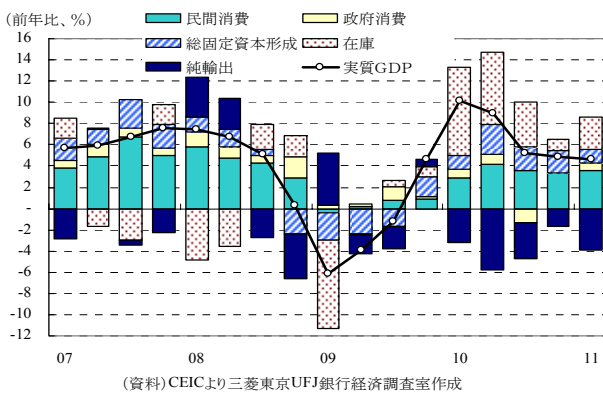
今後、マレーシア経済は、反動要因の一巡などから、成長ペースの鈍化が予想されるものの、世界需要の拡大などを追い風に、2011 年通年では前年比 5.2%、2012 年は同 5.4%と堅調を維持しよう。民間消費は、良好な雇用・所得環境を支えに拡大基調を維持するほか、投資については、内外の需要拡大に伴う企業の設備投資のほか、空港や第 2 ペナン大橋など大型の公共工事、2020 年の先進国入りに向けた「経済改革プログラム（ETP）」に基づく投資拡大などが下支えしよう。東日本大震災の影響については、部材調達難に伴う一時的な生産・輸出の落ち込みなど、一時的な下押し圧力が予想されるものの、年後半にはサプライ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

復旧と先進国経済の回復を追い風に再び拡大に転じることが見込まれる。

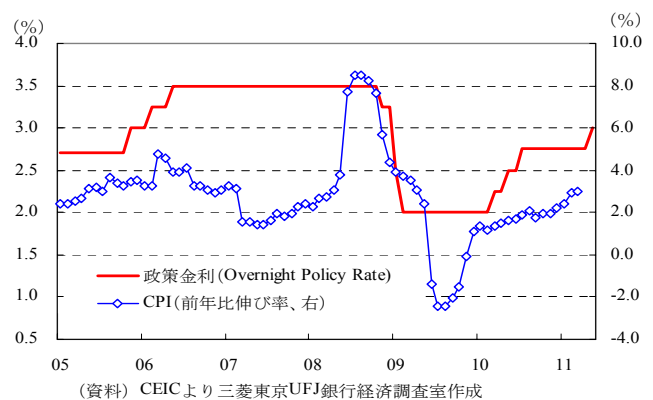
物価は、国内景気の好転に伴うサービス価格の上昇など、需要面からのインフレ圧力には留意する必要があるものの、政府が燃料価格を当面据え置く方針であることなどから、他の ASEAN 諸国に比べ上昇ペースは抑えられよう。消費者物価上昇率は、2011 年が前年比 3.2%、2012 年は同 2.5%と予想する。中銀の金融政策は、景気と物価の動向を見極めつつ、必要に応じて追加利上げの可能性を見ておく必要がある。

(シンガポール駐在 福地 亜希)

第 28 図：マレーシアの実質 GDP 成長率



第 29 図：マレーシアの物価と金利



(3) タイ

①現状：景気は内 外需ともに堅調

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

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

コア物価は 2% 台へ加速

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

中銀は 3 月、4 月 と 2 カ月連続で 利上げ実施

インフレ圧力の高まりを受け、中銀は 3 月、4 月と 2 カ月連続で合計 0.5%ポイントの利上げを実施した（現行の政策金利 2.75%）。政府はインフレ対策として、軽油の価格抑制策（小売価格を 1 リットル=30 バーツ以下に抑制）を 9 月末まで延長した。

②見通し：2011年
は4.3%成長、
2012年は5.0%
へ加速

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

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

東日本大震災の
影響は限定的

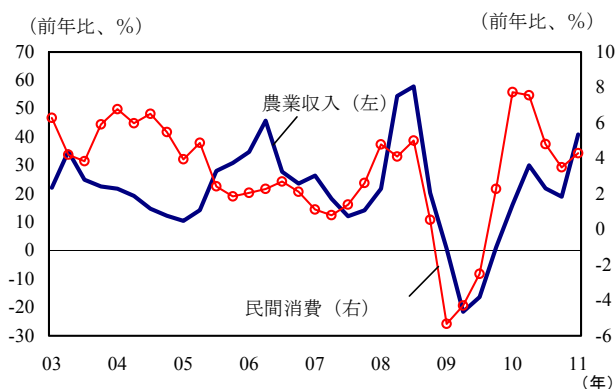
東日本大震災の影響については、自動車や電子産業では基幹部品の調達難に伴い、4-6月期を中心に一時的な生産の落ち込みがみられるものの、年後半以降は供給が回復することから、通年では影響は限定的であろう。

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

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

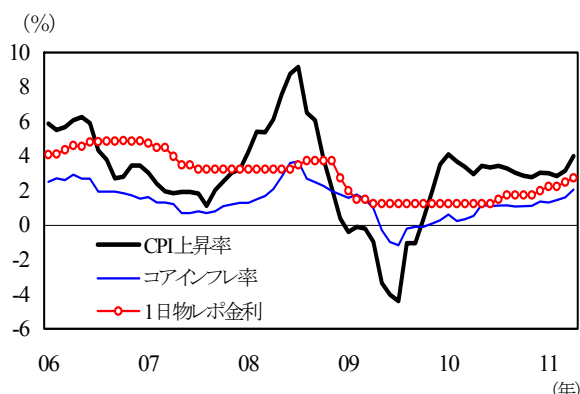
(竹島 慎吾)

第30図：タイの農業収入と消費



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第31図：タイの物価・金利動向



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) フィリピン

①現状：成長ペースは鈍化するも底堅さを維持

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

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

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

物価は上昇基調

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

中銀は3月以降、金融引締めへ転換

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

②見通し：2011年の成長率は5.1%、2012年は5.3%

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

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

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

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

年後半以降は、製造業の持ち直しや、世界的な需要の回復に伴い、輸出の伸びは高まろう。また海外労働者送金の再加速などを通じた消費の

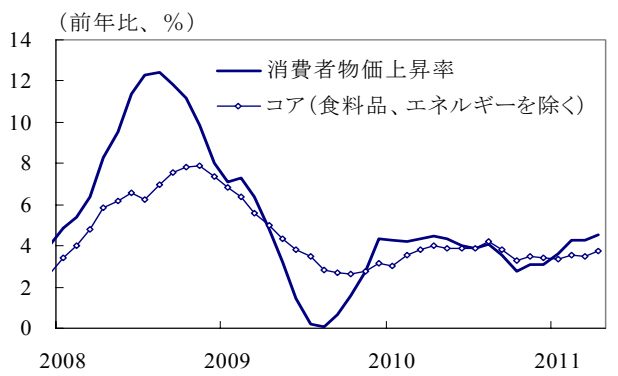
拡大もあいまって、成長ペースは加速すると予想する。

中銀は断続的な
利上げを実施

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

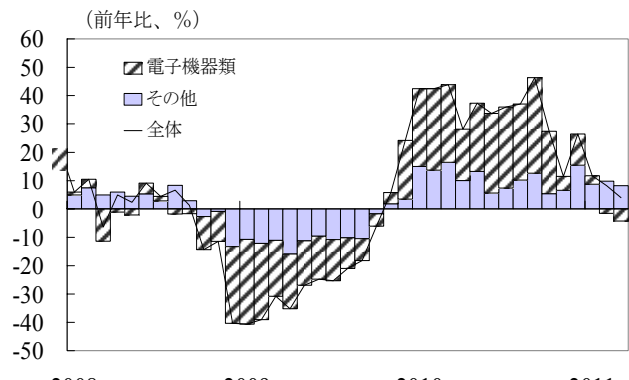
(福永 雪子)

第 32 図：フィリピンの消費者物価上昇率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作 (年)

第 33 図：フィリピンの輸出



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

5. その他アジア

(1) インド

①現状：成長ペースは鈍化するも、内外需ともに堅調維持

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

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

度重なる利上げにもかかわらず根強いインフレ圧力

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

②見通し：2011年度の成長率はインフレを受け8.0%へ鈍化

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

インフレは供給要因から需要要因へシフト

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

次期5カ年計画では9%台の成長を目指す

政府は2012年4月にスタートする第12次5カ年計画（2012～2016年度）において、計画期間中の成長率目標を9.0～9.5%と現行の第11次5カ年計画（当初目標9.0%、2009年に8.2%へ下方修正）よりも高成長を

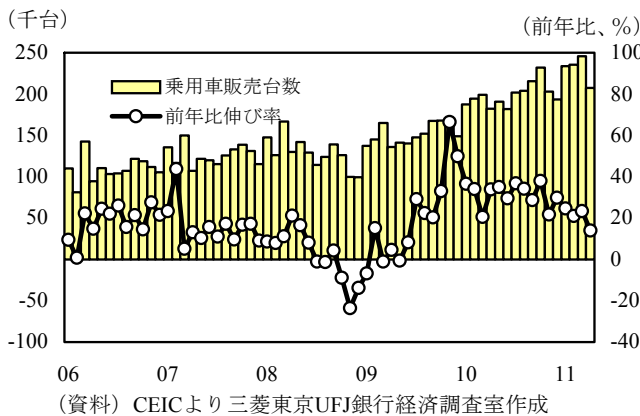
目指す方針を打ち出した。一方、インフレ率は5%台に抑制する方針を示しており、政府は高成長・低インフレのシナリオを描いている。

**根強いインフレ
の背景に需要が
供給を上回る需
給構造**

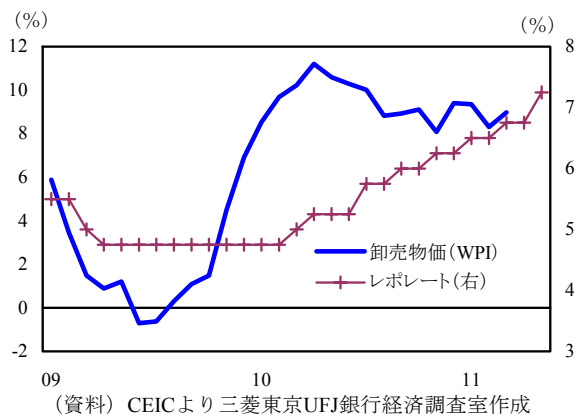
インフレ圧力が根強い背景には、需要が供給を上回る構造がある。この背景には、人口増加や所得拡大を背景に需要の持続的な拡大が続く一方、低い灌漑率や非効率的な流通チャネルなどから、供給の大幅な拡大が見込みにくいことがある。国際的な食品・エネルギー価格が高止まりし、インフレを誘発しやすい環境が続くことが見込まれるなか、政府・中銀はインフレ抑制に向け難しい舵取りを迫られそうだ。

(竹島 慎吾)

第 34 図：インドの乗用車販売



第 35 図：インドの卸売物価と政策金利



(2) ベトナム

①現状：1～3 月期の成長率は5.4%へ減速

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

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

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

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

政府は2011年の物価上昇率目標を11.8%へ引き上げ

政府・中銀は財政、金融の両面でインフレ抑制策を実施

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

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

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

②見通し：2011年の成長率は6.3%、2012年は6.8%へ加速

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

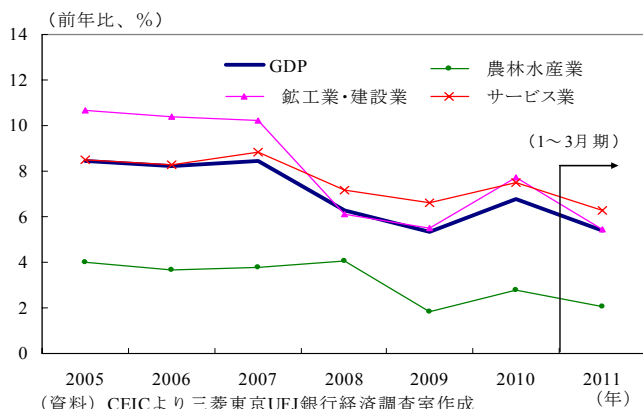
為替市場は政府の姿勢を好感

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

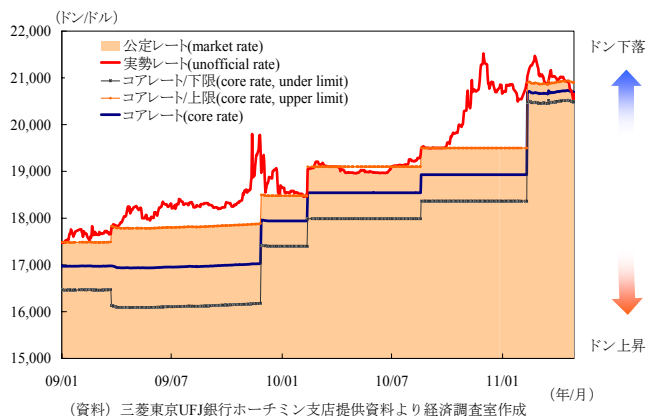
もっとも、内需抑制策の進捗が遅れ、年末にかけてもインフレがピークアウトしない場合、ドン安観測が高まり、中銀は通貨の追加切り下げに追い込まれかねない。通貨の切り下げは、輸入物価上昇を通じインフレを加速させ、景気減速をもたらすリスクがある。今後は2月に打ち出された内需抑制策の進捗を注視する必要があるだろう。

(福永 雪子)

第 36 図：ベトナムの実質 GDP 成長率



第 37 図：ベトナムの為替動向



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