

# アジア経済の見通し

～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

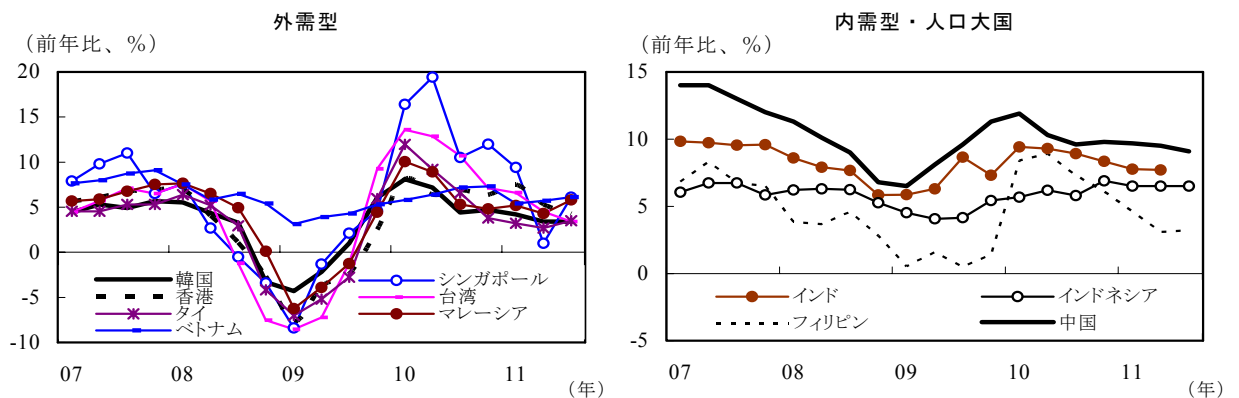
### (1) 景気の現状

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

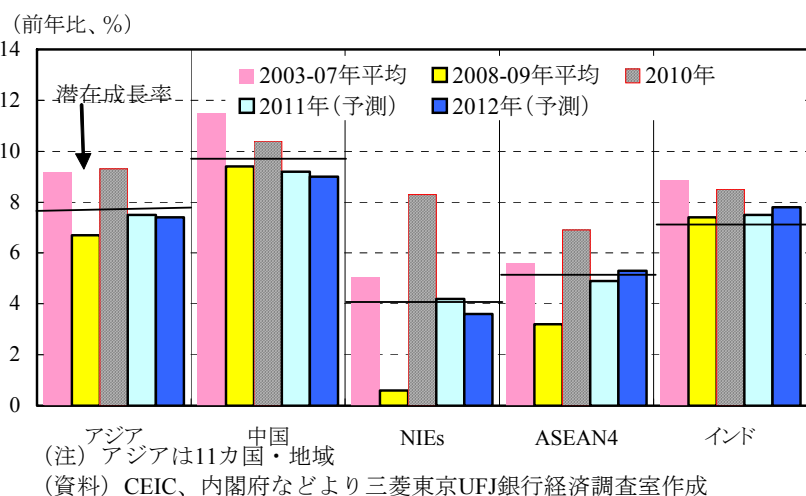
2012 年のアジアの成長率は 7.3% へ減速

タイは洪水の影響で急減速

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、8 頁の第 3 表）。

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）



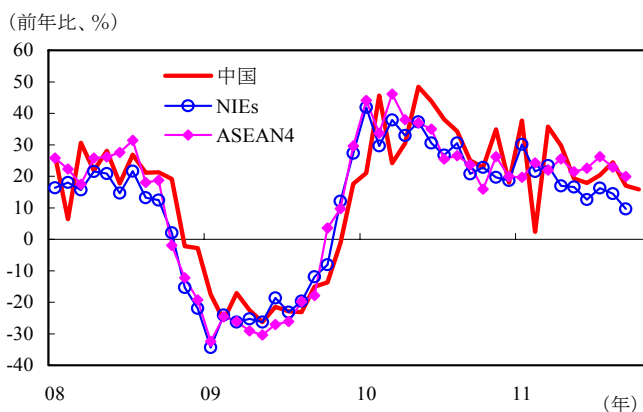
今後のアジア経済を展望するポイントは、欧州債務問題の深刻化に伴う欧州経済減速の影響である。具体的には、①輸出がどの程度落ち込むか、②輸出が減速するなか、消費は堅調を維持できるのか、③欧州銀行が資産を圧縮した際、金融面を通じたアジアへの影響はどの程度あるか、の 3 点である。

### 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

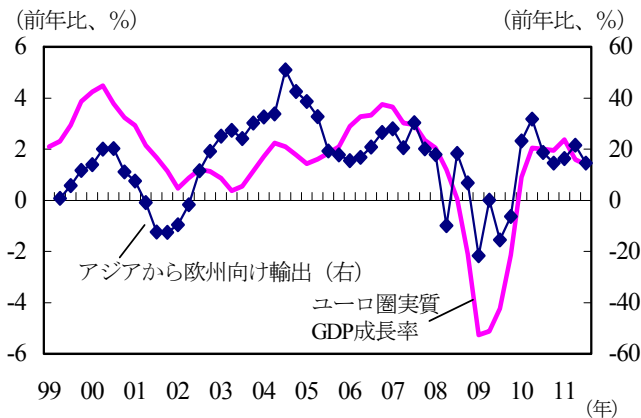
(注) 3QのASEAN4のうちインドネシア、フィリピンは7-8月実績

(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。

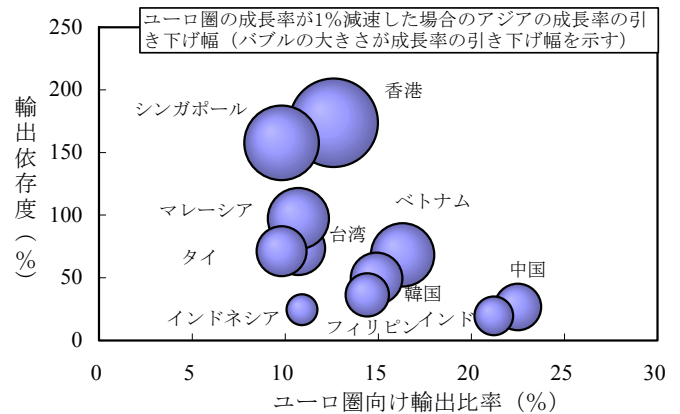
ユーロ圏の成長率が 1%減速した場合、アジア全体の成長率を 0.3%押し下げ

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。

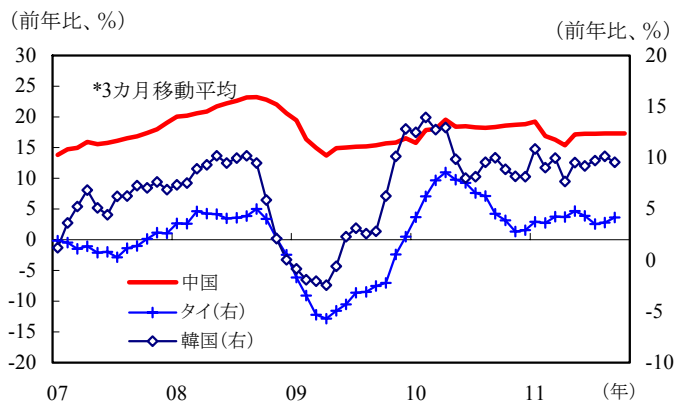
グローバル金融危機時の雇用動向をみると、リーマンショックに見舞われた2008年第3四半期以降、失業率は生産・輸出の大幅減に伴い急上昇したものの、2009年中にピークを迎えその後は急低下した。シンガポール、タイの失業率のピークアウト時期をみると、タイが2009年第1四半期<sup>1</sup>、シンガポールは2009年第3四半期であった(第7図)。戦後最悪の不況と言われたグローバル金融危機であったが、アジアの雇用調整は比較的短期間で終了したといえる。

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。

<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。

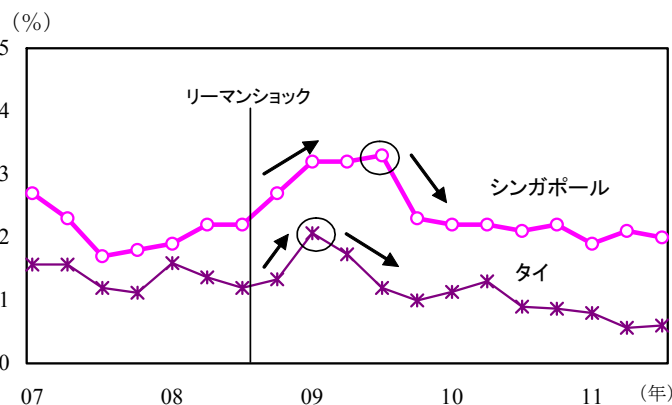
更に、多くの国で最低賃金が大幅に引き上げられていることに加え、インフレのピークアウトに伴い、足元で鈍化している実質賃金の伸びが 2012 年にかけて上昇に転じることも消費の下支えとなりうる。

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

### 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。

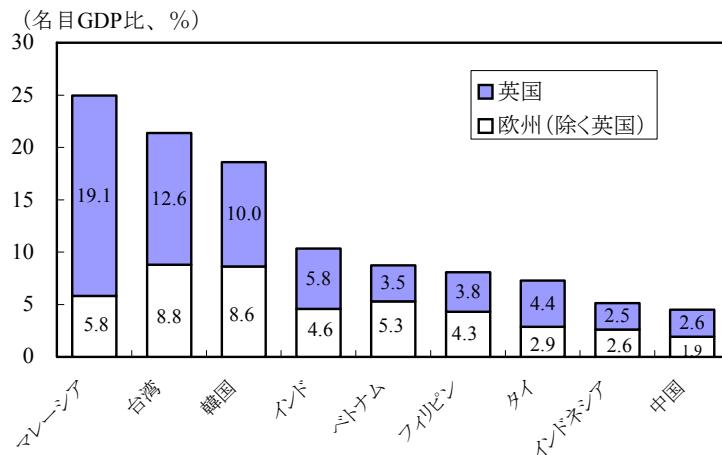
英国の銀行は資本増強の対象となっていないため、英国を除いた欧州の銀行のアジア向け国際与信残高（2011年6月末時点の名目GDP比）をみると、国際金融センターであるシンガポール（同43.1%）、香港（同35.6%）は別格として、台湾（同8.8%）、韓国（同8.6%）などが高く、最も低い中国でも同1.9%にのぼっている（第8図）。仮に英国の銀行が資産圧縮の対象になった場合は残高は約2~4倍に膨れ上がる。

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

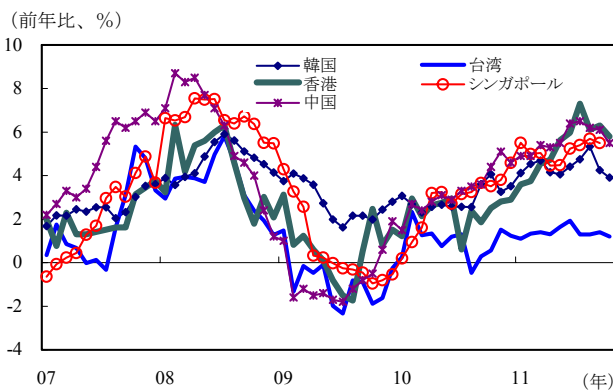
(資料) BISより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

インフレはピークアウトするも、高水準

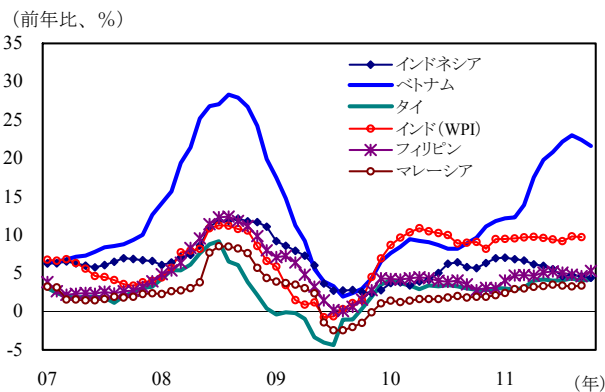
懸案であったインフレはピークアウトしつつあるが、食料インフレの長期化を受け、消費者物価上昇率は依然高い水準にある（第 9 図）。食料インフレが長期化している背景には、①所得拡大に伴う新興国の需要拡大、②世界的な金融緩和による投機マネーの流入、③天候要因、があげられる。

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）。

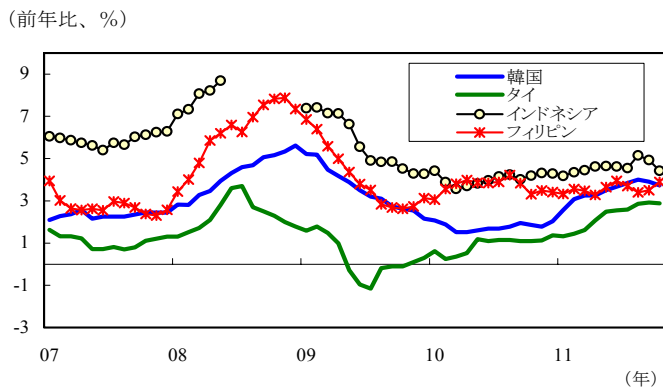
第9図：アジア主要国・地域の消費者物価上昇率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

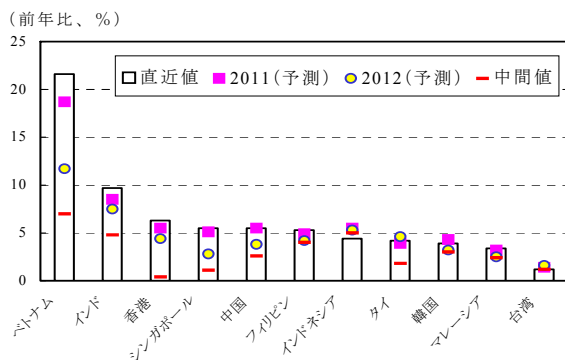


第10図：アジア主要国のコア物価上昇率



(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



(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
中国	5,878	10.4	9.2	9.0	3.3	5.5	3.7	3,054	2,707	2,856
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
NIEs	1,885	8.3	4.1	3.5	2.4	3.9	3.0	1,315	1,154	1,138
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
ASEAN4	1,452	6.9	4.9	5.2	4.0	4.6	4.5	562	566	474
インド	1,538	8.5	7.5	7.8	10.5	8.5	7.5	▲443	▲543	▲595
アジア10カ国・地域	10,754	9.3	7.5	7.4	4.3	5.5	4.2	4,488	3,884	3,873
ベトナム	104	6.8	5.8	6.1	9.2	18.7	11.7	▲56	▲62	▲54
アジア11カ国・地域	10,857	9.3	7.5	7.3	4.3	5.7	4.3	4,432	3,822	3,819

→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

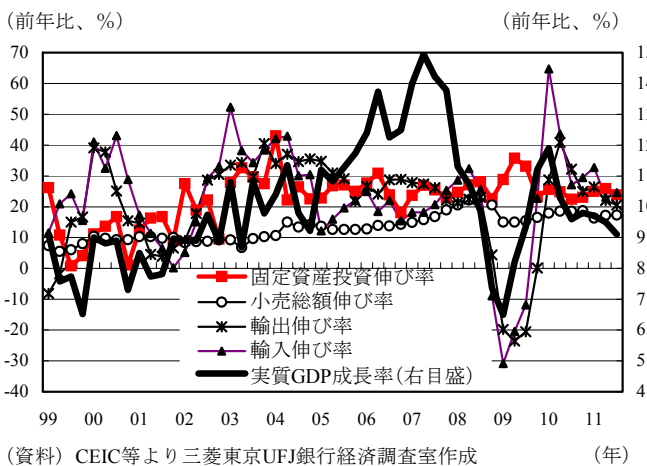
投資については、2012年秋の共産党大会における政権交代に伴い、党・政府の大規模な人事異動が実施されることから、政府機関・地方政府などが実績作りのために投資を促す公算が大きい。もっとも、中央政府においては持続的成長に向けて過剰投資体質を改善する構造調整が不可欠との認識が浸透しつつあり、7大戦略的新興産業（省エネ・環境保護、次世代IT、バイオ、先端機械設備、新エネルギー、新素材、新エネルギー車）や低所得層向け住宅建設、水利事業などの重点分野への投資は優先するものの、無闇な投資拡大には歯止めをかけると考えられる。従って、投資はグローバル危機時に輸出失速を補ったような過熱状態には至らない見込みである。

**政府は景気減速に  
配慮するスタンス  
を強化**

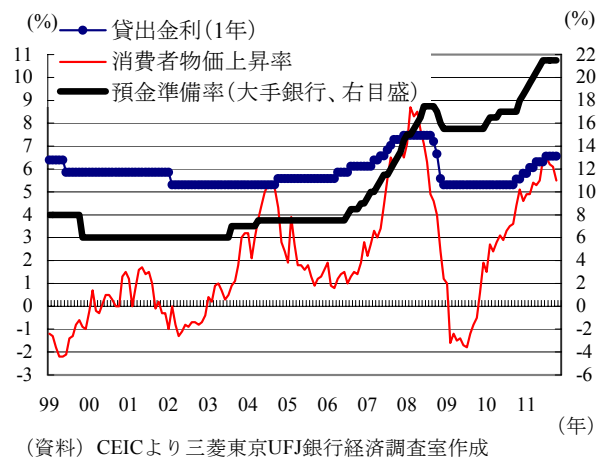
こうした環境下、政府は物価・不動産価格の安定を重視しつつも、中小企業の苦境や欧米経済の減速を受け、景気に配慮するスタンスを強めよう。既に上述の温家宝首相の温州市視察に伴う中小企業強化対策を受けて、窓口指導を通じた貸出抑制の部分緩和や中央銀行による市中への資金供給など、引き締め策を一部緩和する動きも出てきた。さらに、大手銀行で 21.5%と過去最高水準にある預金準備率の引き下げの可能性も高まっている。一方、金利はリーマンショック前の水準より相当に低く、引き下げ余地は乏しいとみられる。

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**

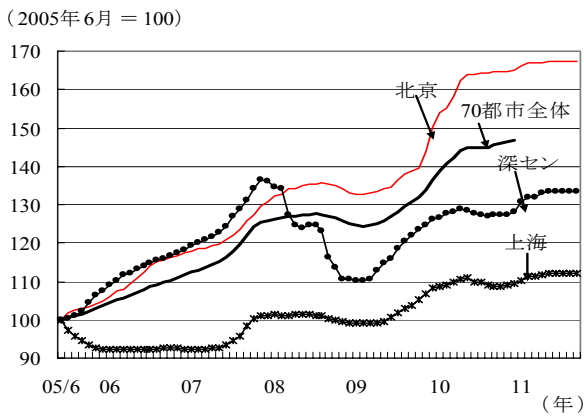
また、中国経済は不動産への依存度が高いだけに、地価急落にも注意が必要であろう。グローバル危機対応の金融緩和・大規模財政政策に伴い、経済の不動産への依存度は一段と高まった。貸出全体に占める不動産関連ローンのシェアは地方政府の不動産プロジェクトを含めると、2005年の18%から2010年には25%へ上昇している。他の貸出も不動産へ流入している可能性があることから、実際の比率は一段と高いとみられる。また、土地譲渡収入は国家予算に基づく地方政府収入の70%に達しており、地方財政も不動産への依存を高めている。

**2010年代後半以降、地価抑制要因が顕在化**

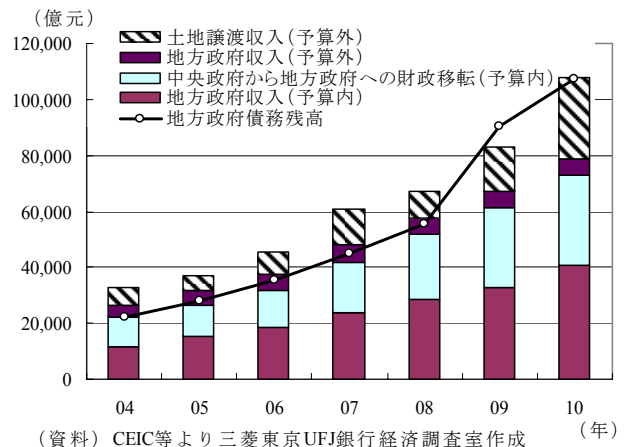
従って、地価下落が経済全体に与えるインパクトが大きいことから、政府は地価の下落傾向が顕著になった場合は、現行の購入規制を緩和するなど多様な政策を動員して、地価急落を回避しよう。当面は、経済成長と都市化が進むなか、不動産の潜在的な実需が大きいという下支え要因があるため、地価急落の回避は可能と考えられる。しかし、2010年代後半以降、人口ボーナスから人口オーナスへの人口動態の変化、ならびに、高成長から安定成長への成長ステージ移行という二つの地価抑制要因が浮上してくることから、不動産市場がはらむリスクの顕在化には一段の注視を要しよう。

(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。

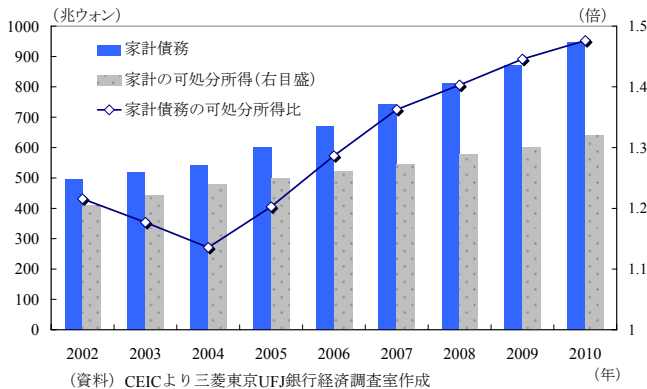
## 懸念材料は足元のウォン安

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。

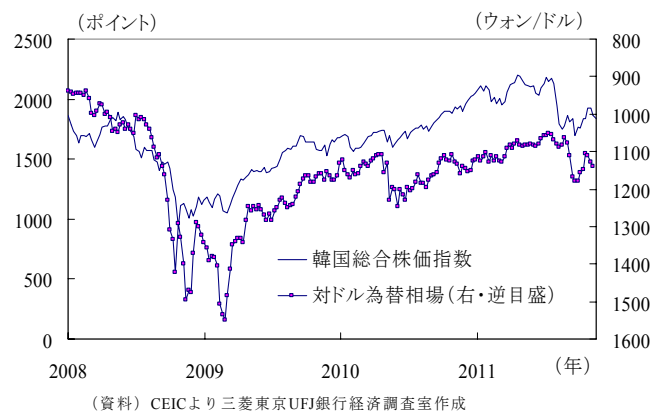
中銀はウォンの下落に対抗するため、ウォン買い介入を行っているが、外貨準備高の急速な減少は、通貨の信認を低下させるリスクも孕む。今後、世界景気が減速基調を辿るとみられるなか、一段のウォン安の進行には注意が必要であろう。

(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。

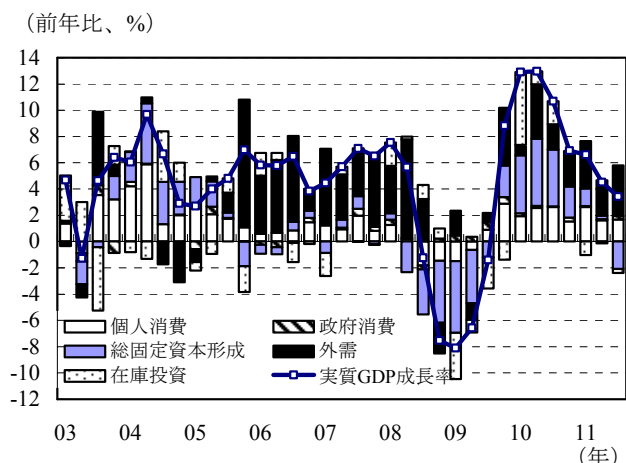
また、中国との経済協力枠組み協定（ECFA）の拡充は米韓FTAによる輸出へのダメージを緩和する意味合いでも重要視されており、これに伴い、対中輸出や中国からの旅行客増などメリット拡大が期待される。

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。

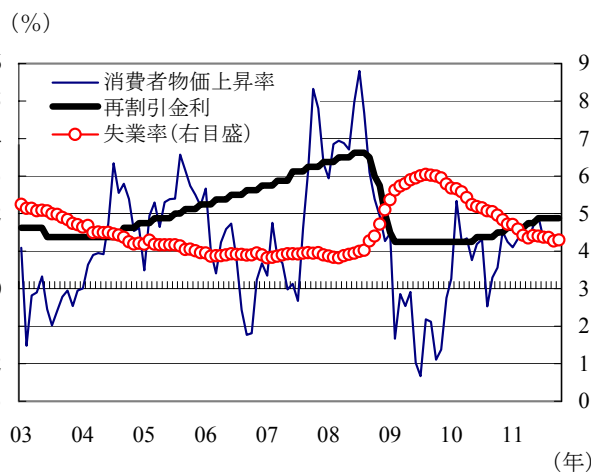
(萩原 陽子)

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



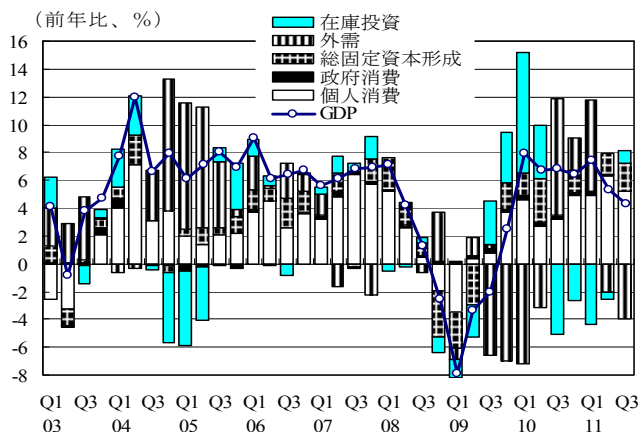
月以降、株価が約 25%下落したことを受け、資産効果は剥落しつつあるものの、小売総額の約 2 割を占める中国人観光客の旺盛な消費が引き続き期待できることから、堅調に推移するであろう。

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。

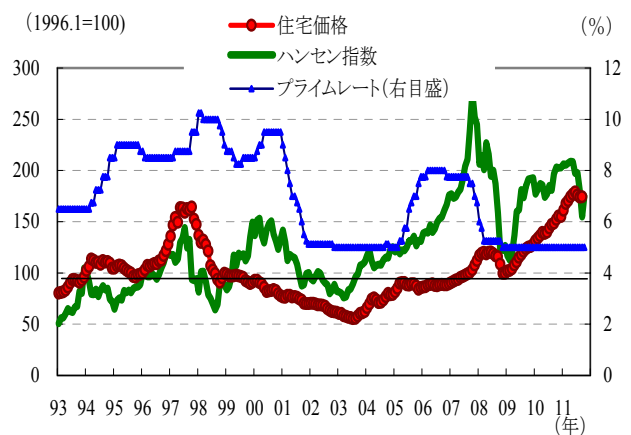
(香港駐在 范小晨)

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

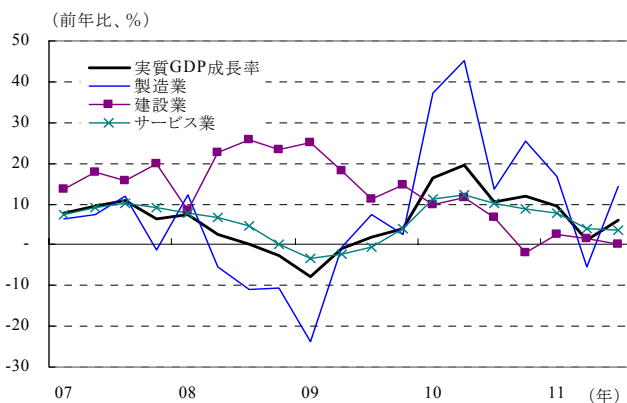
シンガポール経済は、2012 年前半にかけて景気減速が予想される。欧米諸国の景気低迷の影響で、エレクトロニクス部門の在庫調整が遅れており、持ち直しは2012年後半にずれ込む公算が高い。他方、内需については、周辺アジア諸国などからの観光客の増加に加え、公団住宅（HDBフラット）や公共交通機関の拡充など政府による公共投資などが下支しよう。実質 GDP 成長率は2011年の前年比 4.9%から、2012年は同 2.2%と潜在成長率（3～5%）を下回る可能性をみておく必要がある。

## MAS は金融引き締め政策を緩和、インフレ圧力は緩和へ

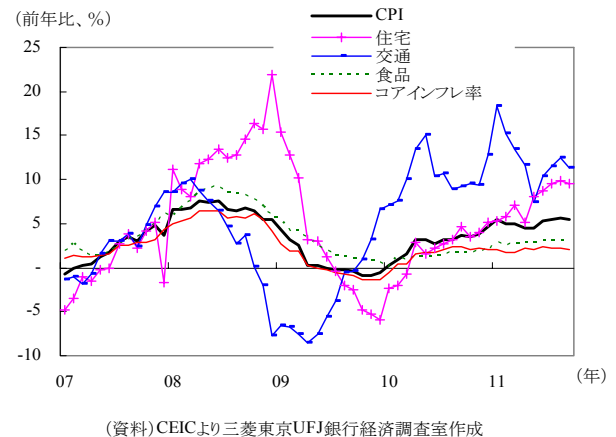
シンガポール通貨庁（MAS）は、2010年4月に金融引き締め（通貨高）政策に転換して以来、引き締めを段階的に強化してきたが、10月の政策レビューでは、今後の景気下振れリスクとインフレ沈静化見通しを踏まえ、金融引き締め政策の緩和（通貨高ペースの抑制）を決定した。資源価格の動向には引き続き留意する必要があるものの、自動車や不動産価格の上昇ペースの鈍化などに伴い、インフレ圧力は徐々に緩和へ向かうと予想する。消費者物価上昇率は、2011年通年の前年比 5.1%から2012年は同 2.8%へ低下しよう。

（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



第 23 図：シンガポールの物価動向



## 4. ASEAN

### (1) インドネシア

①現状：第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。もともと、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

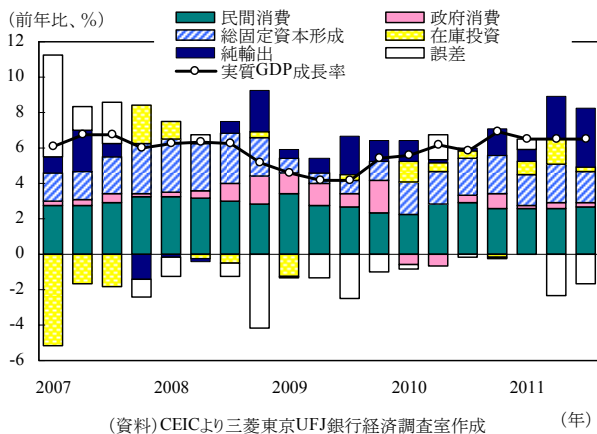
抑えられるなど、金融市場不安定化への対応力が高まっている点はプラスに評価できる。外貨準備高（除く金）は、2011年8月時点の1,206億ドルから10月には1,099億ドルまで減少したが、輸入比7.7カ月分と高水準を維持している。

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

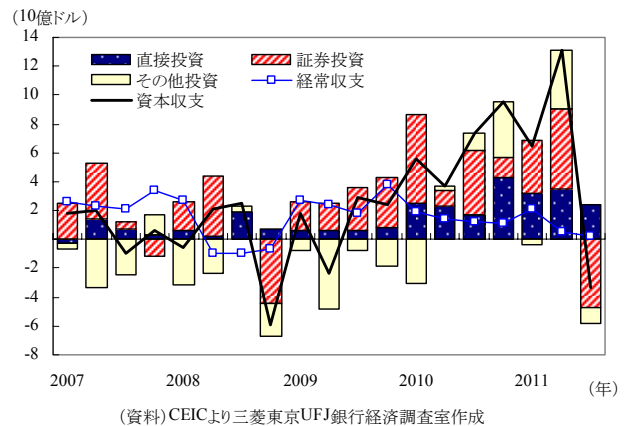
良好なファンダメンタルズなどを踏まえると、今年前半に比べて勢いこそ弱まるものの、当面、資本流入基調が続くことには変わりはない。ただし、海外投資家による国債保有比率が30.9%（10月末時点）と依然高水準にあるだけに、世界的なリスク回避の動きの強まり等に伴う一時的な調整リスクには引き続き留意する必要がある。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第24図：インドネシアの実質GDP成長率



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%）の拡大も成長を下支えした。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。

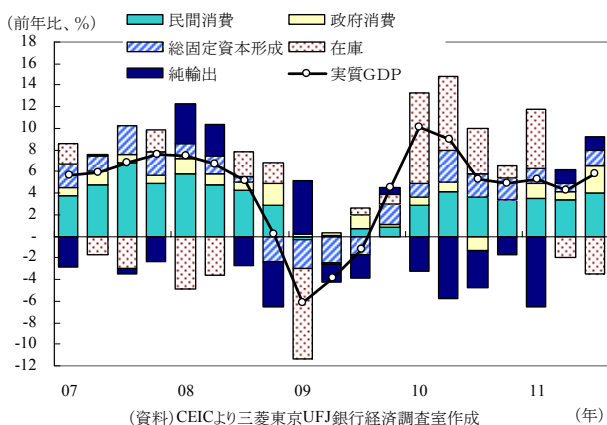
## ②見通し：2012年にかけて成長ペース鈍化へ

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。

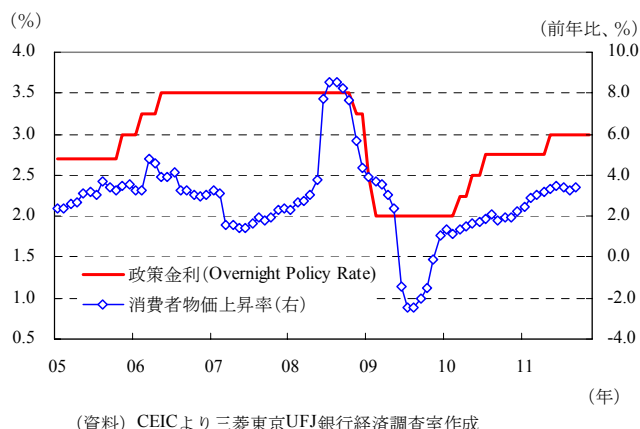
消費者物価上昇率は、補助金による食料・燃料価格の価格統制に加え、前年のベース効果もあり、2011年の前年比 3.2%から、2012年には同 2.5%へ低下しよう。成長ペースの鈍化とインフレ沈静化見通しを受け、利上げはほぼ終了したとの見方が広がっている（翌日物政策金利：現行 3.0%）。予想以上に景気下振れのリスクが強まる場合には、金融緩和の可能性も視野に入ってくる。

（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。

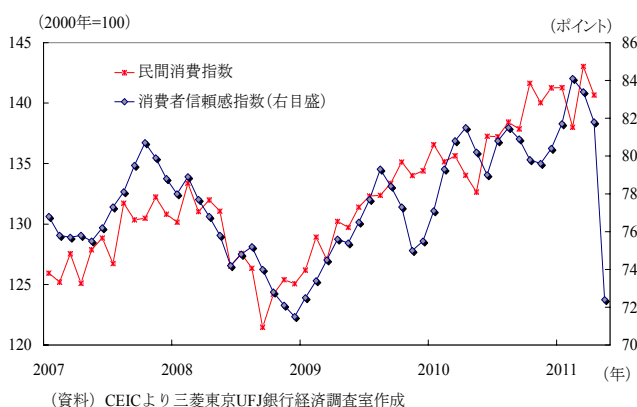
2012 年に入ると、水没した設備の修復や交換が進み、生産活動は徐々に正常化に向かおう。生産が正常化するのには 4 月以降とみる。生産活動の正常化に伴い消費も回復に向かう見込みである。年半ば以降は、ペントアップディマンドが顕在化することや政府の復興需要が本格化することから、景気は回復ペースを速めると予想する。

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。

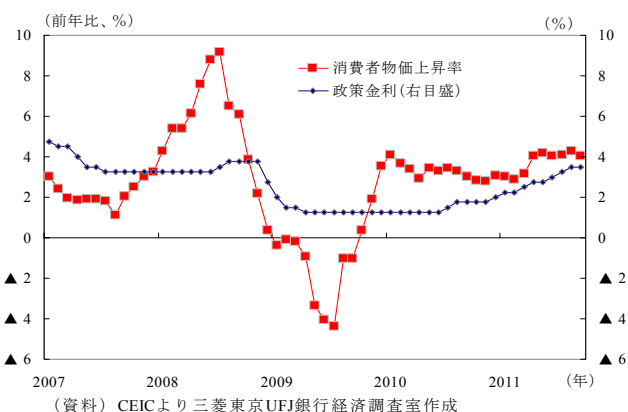
就任間もないインラック首相にとって、今回の洪水被害は大きな難局となった。いち早く復興への道筋をつけることで、国民の信頼を取り戻すことが求められよう。また、タイ経済を支える海外からの投資を呼び込み続けるためには、抜本的な治水対策の実行が不可欠であろう。

(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。

物価の上昇圧力は足元でやや高まりつつある。10 月の消費者物価上昇

物価の上昇圧力はやや高まる

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。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。

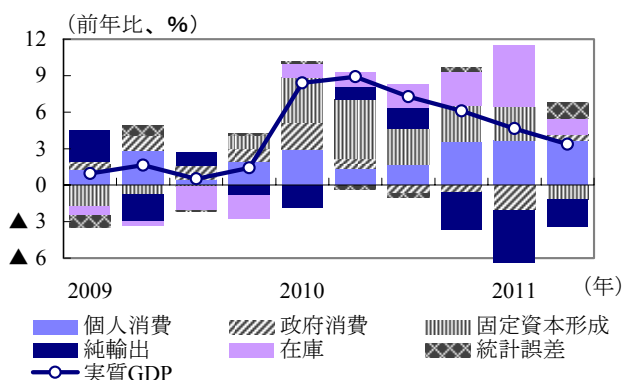
今回の財政出動はグローバル金融危機後の対策額（同比4.0%）に比べると遥かに規模は小さく、景気を加速させるほどのインパクトはないとみられるが、インフラ、農業設備などへの支出を通じ、景気を下支えするとみられよう。

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）

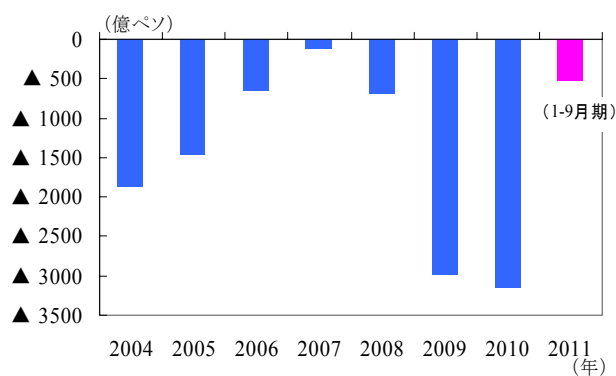


第 30 図：フィリピンの実質 GDP 成長率



(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。

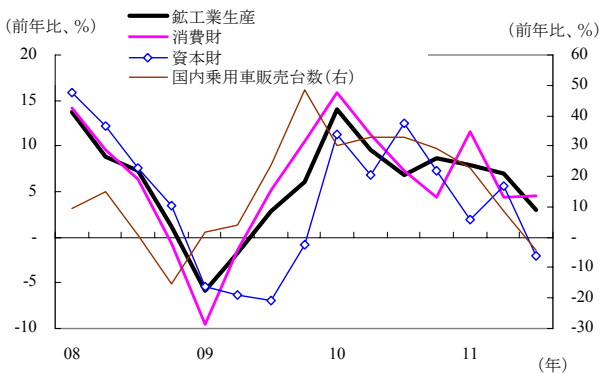
物価については、前年のベース効果もあり、年明け以降、インフレ圧力は徐々に緩和に向かうと予想する。ただし、所得水準の上昇および生活スタイルの変化に伴う食品その他製品への需要の増加など、構造面か

インフレ高止まりによる景気下振れリスクに留意

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。

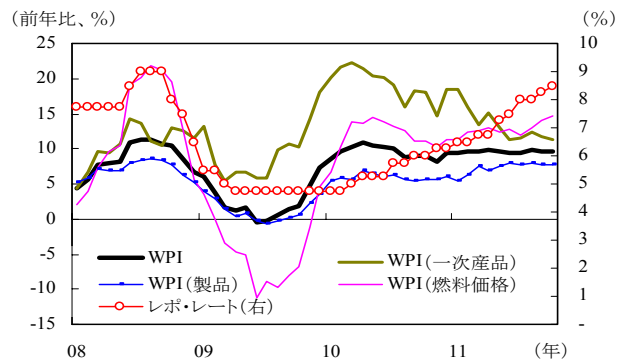
(シンガポール駐在 福地 亜希)

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。

②見通し：2011年の成長率は5.8%、2012年は6.1%へ小幅加速

リファイナンスレートは当面据え置き

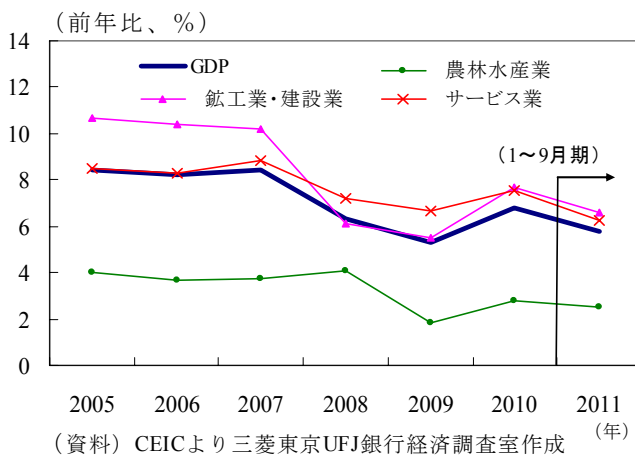
2011年は、先進国を中心とする世界経済の減速による外需の低迷と、政府の需要抑制策で内需は軟調に推移しよう。この結果、成長率は前年比5.8%と、政府の成長目標（5.8～6.0%）の下限にとどまると予想する。2012年はインフレ高進の一服により個人消費は持ち直すが、①ズン首相が現在行っている内需抑制策を2012年も持続する方針を示していること、②世界経済の減速により輸出が低迷するとみられることから、成長率は同6.1%と小幅加速にとどまると考える。

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。

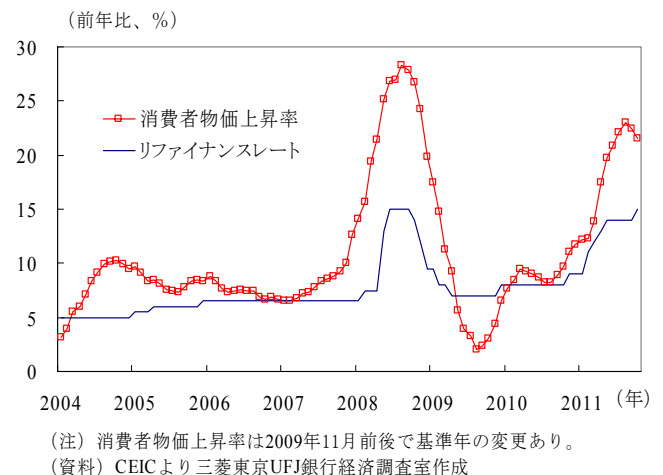
11月、国会で2011～2015年の経済・社会発展5ヵ年計画が可決され、2015年までに、消費者物価上昇率を前年比5～7%程度まで抑え込む目標が採択された。一方で同期間の実質GDP成長率は、従来の7.0～7.5%から6.5～7.0%へ下方修正された。政府は安定的な経済成長を実現するため、インフレ抑制に本腰を入れる姿勢を明示したとみられよう。

（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



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。