

IV. アジア

～景気は当面減速傾向が持続、秋口以降、緩やかな回復へ～

1. アジア経済全般

(1) 景気の現状

欧州経済の低迷が
景気を下押し

アジア経済は減速傾向が持続している。米国経済は持ち直しの動きが続いているものの、欧州経済の低迷が重石となり景気を下押ししている。アジア主要国・地域の第1四半期の実質GDP成長率をみると、中国（4Q：前年比8.9%→1Q：同8.1%）が5四半期連続で減速したほか、台湾（同1.9%→同0.4%）、韓国（同3.3%→同2.8%）など外需型の国・地域は軒並み減速した（第1表）。また、インフレ抑制のための引き締め策の影響でベトナム（同6.1%→同4.0%）は急減速した。他方、内需型のインドネシア（同6.5%→同6.3%）は堅調を維持した。また、第4四半期に同6.1%まで減速したインドは、GDP統計は未発表ながら、自動車販売が増加するなど堅調な消費を背景に持ち直しの動きがみられる。

第1表：アジア主要国・地域の実質GDP成長率

	2010				2011				2012
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
中国	11.9	10.3	9.6	9.8	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1
韓国	8.1	7.2	4.4	4.7	4.2	3.5	3.6	3.3	2.8
台湾	12.9	13.0	11.2	6.5	6.6	4.5	3.4	1.9	0.4
香港	8.1	6.8	6.9	6.7	7.6	5.4	4.4	3.0	0.4
シンガポール	16.5	19.8	10.6	12.5	9.1	1.2	6.0	3.6	1.6
NIEs	10.3	9.9	6.9	6.4	5.7	3.7	3.9	3.0	1.9
インドネシア	5.7	6.2	5.8	6.9	6.4	6.5	6.5	6.5	6.3
マレーシア	10.1	8.9	5.3	4.8	5.1	4.3	5.7	5.2	4.7
タイ	12.0	9.2	6.6	3.8	3.2	2.7	3.7	▲8.9	0.3
フィリピン	8.4	8.9	7.3	6.1	4.6	3.1	3.6	3.7	N.A.
ASEAN4	8.1	7.7	6.1	5.8	5.3	4.9	5.4	2.5	N.A.
ベトナム	5.8	6.4	7.2	7.3	5.4	5.7	6.1	6.1	4.0
インド	9.4	9.3	8.9	8.3	7.8	7.7	6.9	6.1	N.A.
アジア11カ国・地域	10.7	9.7	8.5	8.4	8.1	7.6	7.4	6.6	N.A.

(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

2013年のアジアの
成長率は7.3%へ
小幅加速

今後を展望すると、アジア経済は当面減速傾向が続くものの、秋口以降は回復に向かう見込みである。アジア11カ国・地域全体の成長率は、2012年は7.0%と2011年の7.4%（見込み）から減速した後、2013年は7.3%へ小幅加速すると予想する。低迷が続く欧州経済が引き続き重石となるものの、2013年にかけて米国経済の成長ペースが高まることから、外需は緩やかに持ち直すことが見込まれる。また、足元で景気が減速している中国も、今秋に政権交代を控え景気てこ入れを強化し、2013年にかけて成

長ピッチを加速させるとみられる。加えて、アジア各国・地域でも堅調な雇用・所得環境を背景に消費は底堅さを維持するであろう。もっとも、欧州経済が2013年にかけてもゼロ近傍の成長にとどまることから、アジア経済の回復ペースは緩やかとなろう。7%台半ばと目される潜在成長率近辺の成長ペースへの回帰は2013年に入ってからとみる。

国・地域別にみると、中国は上述のように景気刺激を行うことで、2013年にかけては8%台後半の成長を確保する見込みである。内需主導の安定成長が見込まれるインドネシア、洪水の復興需要や最低賃金の大幅引き上げで消費拡大が期待できるタイなどASEANは2013年にかけて5%台半ばの底堅い成長が期待できる。輸出依存度が高いNIEsは海外経済の持ち直しに伴い2013年の成長率は4%台へ回復しよう。また、インドは内需を中心に持ち直し、2013年にかけて7%台半ばの成長を見込む。

リスクは欧州債務問題の深刻化に伴う景気の下押し圧力

目下のアジア経済のリスクとしては、ギリシャのユーロ離脱など欧州債務問題の深刻化に伴い、景気の下押し圧力が想定以上に強まることが考えられる。仮に景気が急減速した場合でも、アジア各国・地域の財政赤字は概ね適正水準にとどまっており、財政により景気を下支えする余地はある。もっとも、近年、財政赤字に対する視線が世界的に厳しくなる中、大幅な財政出動には慎重になる可能性がある点には留意が必要である。

<見通しのポイント>

今後のアジア経済を展望する際のポイントは、①景気低迷の主因である輸出の回復時期、②景気の下支え役となっている消費の持続性、の2つが考えられる。

①輸出の回復時期

まず、輸出の動向をみると、欧州債務問題の深刻化に伴い昨年第3四半期をピークに減速に転じたが、今年に入り減速基調が一段と強まった。第1四半期の伸び率をみると、中国(4Q:前年比+14.3%→1Q:同+7.6%)、NIEs(同+7.3%→同+2.3%)ともに減速した。ASEAN(同+2.4%→同+4.8%)は伸びが小幅加速したが、これはタイの洪水被害からの回復に伴う輸出の持ち直しが主因であり、基調は弱い(第1図)。月次ベースでみると、3月はNIEs及びタイ、インドが前年割れに転じた。4月は統計が発表されている中国、韓国は一段と減速している。

欧州向けは軒並み前年割れ

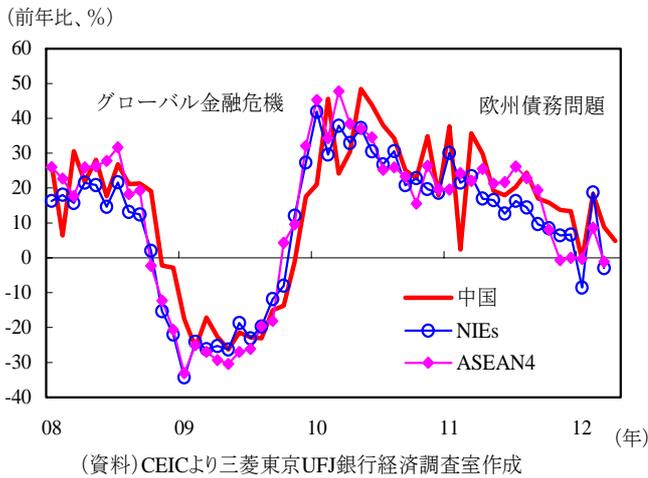
仕向地別にみると、景気の持ち直しが続く米国向けが堅調な一方、景気が低迷する欧州向けは軒並み前年割れとなった。他方、アジア域内向けは、内需が堅調なASEAN向けは相対的に底堅い伸びを維持した一方、景気が減速した中国向け、NIEs向けは伸びが一段と鈍化した(第2表)。

輸出は秋口以降、緩やかな回復へ

最終需要地である欧米の景況感、米国のISM製造業指数は上昇が続く一方、ユーロ圏の製造業PMI(購買担当者指数)は下落している(第2図)。他方、アジア輸出の先行指標となる韓国及び台湾の電子関連の出荷在庫バランスをみると、底打ちの兆しが生じている(第3図)。韓国・台

湾の大手電子関連企業は第1四半期が業績の底となり、第3四半期以降は黒字に転じる企業が多くなるとみられている。以上を鑑みると、輸出は秋口にかけて回復に向かう公算が大きいとみるが、欧州経済の低迷を背景に回復ペースは緩やかにとどまるであろう。

第1図：アジア主要国・地域の輸出

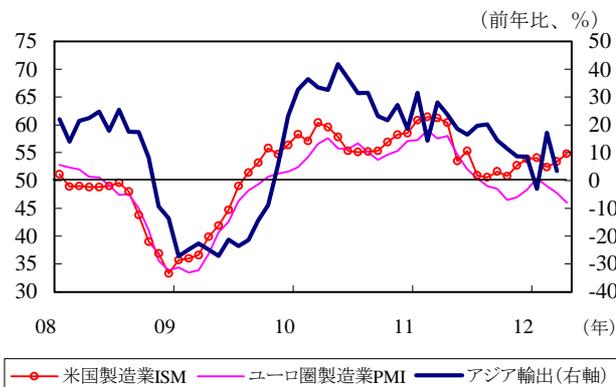


第2表：アジア主要国・地域の仕向地別輸出

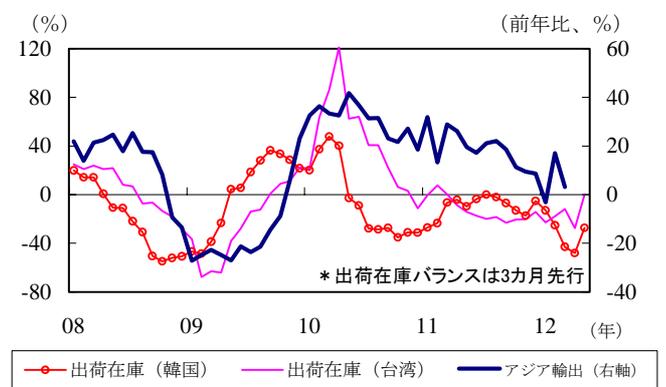
仕向地		(前年比、%)						
輸出元		輸出全体	中国	NIEs	ASEAN4	米国	欧州	日本
中国	11/1Q	26.5		34.4	27.1	21.4	17.1	28.0
	2Q	22.1		27.3	24.4	13.3	16.6	19.9
	3Q	20.6		17.2	27.6	11.2	18.1	26.1
	4Q	14.3		9.0	25.0	14.3	6.5	17.4
	12/1Q	7.6		4.7	18.5	12.8	▲1.8	10.3
NIEs	11/1Q	25.4	17.8	24.6	23.8	20.0	28.5	26.0
	2Q	17.9	12.6	18.3	22.1	19.5	10.6	25.0
	3Q	17.1	17.4	15.5	23.8	3.9	4.5	20.7
	4Q	7.3	6.4	8.6	14.7	1.4	▲12.7	16.9
	12/1Q	2.3	▲2.8	3.5	9.8	12.0	▲10.8	8.5
ASEAN4	11/1Q	22.0	20.3	22.6	23.8	20.0	28.5	26.0
	2Q	22.9	31.2	22.5	22.1	19.5	10.7	25.1
	3Q	22.8	47.4	18.8	23.8	3.9	4.5	20.7
	4Q	2.4	15.7	▲1.3	15.7	1.0	▲13.0	14.2
	12/1Q	4.8	7.6	0.6	8.4	0.7	▲8.2	9.6
アジア計	11/1Q	25.2	18.4	29.1	24.9	20.0	19.9	27.0
	2Q	20.8	16.5	23.8	21.1	14.3	15.6	26.0
	3Q	20.6	24.2	17.0	24.9	8.6	14.4	25.0
	4Q	9.8	7.6	6.9	15.4	8.7	0.2	14.4
	12/1Q	4.8	5.9	2.9	13.3	10.6	▲4.2	12.5

(注) 12/1Qのアジア及びASEANは1-2月実績。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：欧米の製造業景況感とアジアの輸出



第3図：韓国・台湾の電子関連出荷在庫バランス



②消費の持続性

中国・ASEANが堅調を維持、NIEsは緩やかながら持ち直しの兆し

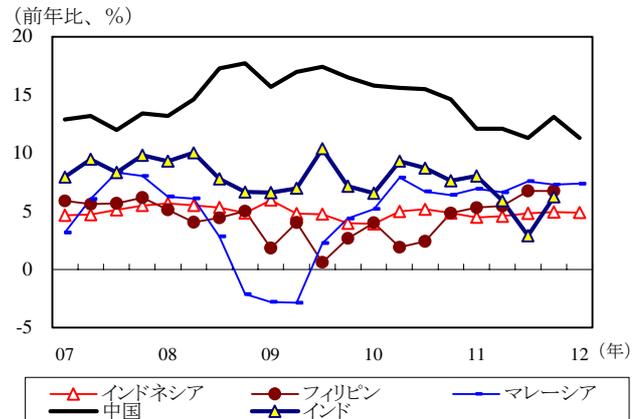
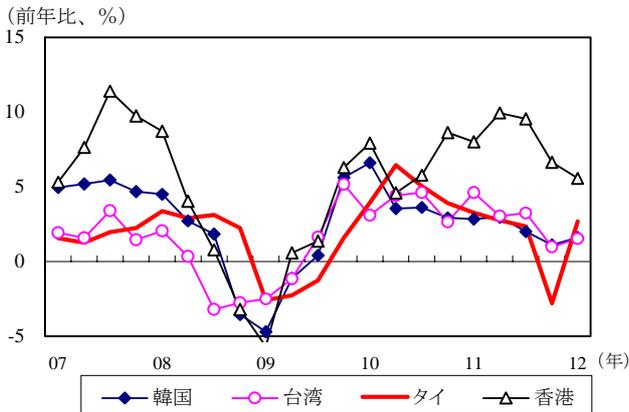
次に消費の動向をみると、ASEAN（インドネシア、マレーシア、フィリピン）及び中国は減速したものの、相対的には底堅さを維持している。他方、低迷が続いていたNIEsは、台湾、韓国では緩やかながら持ち直しの兆しがみられる。また、タイは洪水被害による低迷から急回復している（第4図）。

ASEANの消費が底堅さを維持する背景には、堅調な雇用・所得環境を背景に消費者マインドが良好を維持していることがある（第5図）。他方、NIEsはインフレ緩和に伴う実質賃金の上昇に加え、3月にかけての株価の回復も消費者マインドの下支えになったと考えられる。

第 4 図：アジア主要国・地域の実質消費

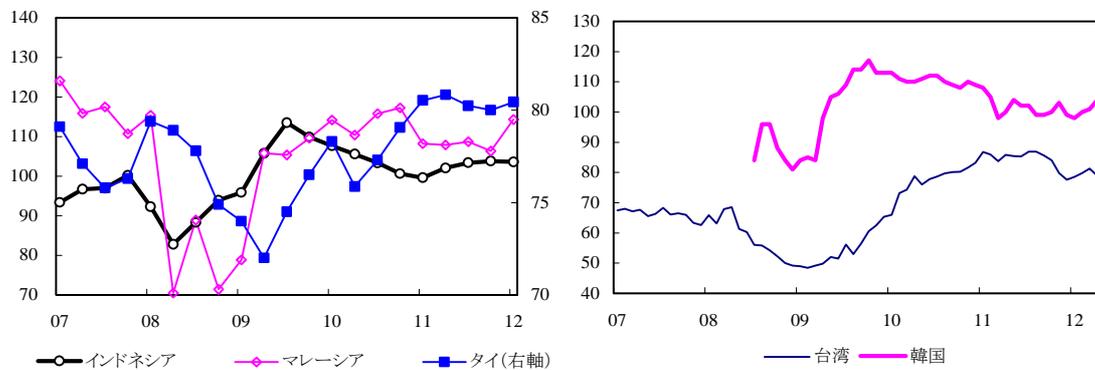
<消費が低迷している国・地域>

<消費が堅調な国>



（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・地域の消費者マインド



（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今後を展望すると、足元までの輸出減速の影響がラグをおいて消費に波及することや、足元の株価下落がNIEsを中心に消費者マインドの重石になる可能性もあるが、以下の2つの理由で消費は堅調を維持すると考える。

雇用は今後も底堅く推移

一つは、今後も雇用は底堅い推移が見込まれることである。第1四半期の失業率をみると、韓国、シンガポール、タイでは前期比小幅上昇した（第3表）。これは、輸出減速の影響が雇用に波及したと考えられるが、水準自体はグローバル金融危機前を下回るもしくは同程度のレベルを維持しており、輸出の減速を起点とした景気減速スパイラル（輸出減→雇用減→消費減）には陥っていない。

サービス業を中心に雇用の拡大が持続

失業率が低水準を維持している背景には、サービス業を中心に雇用の拡大が続いていることがある。アジア主要国の業種別雇用者数をみると、卸・小売を中心としたサービス業が一貫して増加している（第4表）。また、リーマンショック以降、減少していた製造業の雇用が回復していることに加え、タイやフィリピンでは雇用者全体の3~4割を占める農業も底堅く推移している。

第 3 表：アジア主要国・地域の失業率

	2007	2008	2009	2010	11/3	11/6	11/9	11/12	12/3
中国	4.1	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
台湾	3.9	4.1	5.8	5.2	4.6	4.4	4.3	4.3	4.2
香港	4.1	3.4	5.2	4.4	3.4	3.7	3.4	3.1	3.3
韓国	3.3	3.2	3.7	3.7	3.9	3.4	3.2	3.1	3.4
シンガポール	2.1	2.3	3.0	2.2	1.9	2.1	2.0	2.0	2.1
タイ	1.4	1.4	1.5	1.1	0.8	0.6	0.6	0.7	0.8
マレーシア	3.2	3.3	3.7	3.4	3.1	3.0	3.1	3.1	3.1
フィリピン	7.3	7.4	7.5	7.4	7.4	7.2	7.1	6.4	7.2
インドネシア	9.4	8.4	8.0	7.3	6.8	6.8	6.6	6.6	6.3
ベトナム	4.6	4.7	4.6	4.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
インド	N.A.	N.A.	N.A.	3.7	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

(注) 中国、インド、ベトナムは都市部の失業率、シャドーは2007年と比べ失業率が低下している国・地域。
2007～2010年は年平均値。

(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 4 表：アジア主要国・雇用者数（業種別）

		2006	2007	2008	2009	2010	2011
タイ	雇用全体	100	102	104	106	107	108
	農業(39.9%)	100	101	104	103	103	103
	製造業(13.7%)	100	102	99	98	97	100
	サービス業(41.1%)	100	102	106	111	114	115
インドネシア	雇用全体	100	105	107	110	113	115
	農業(35.9%)	100	103	103	104	103	98
	製造業(13.3%)	100	104	106	108	116	122
	サービス業(43.8%)	100	106	112	116	122	127
フィリピン	雇用全体	100	103	104	107	110	114
	農業(33.4%)	100	101	103	103	102	105
	製造業(8.2%)	100	100	96	95	99	101
	サービス業(53.0%)	100	104	107	112	117	122
韓国	雇用全体	100	101	102	102	103	105
	製造業(16.6%)	100	99	100	95	99	101
	サービス業(77.1%)	100	102	104	104	105	108
シンガポール	雇用全体	100	100	100	100	100	100
	製造業(16.7%)	100	109	117	110	108	107
	サービス業(70.3%)	100	108	117	121	127	134
中国	雇用全体	100	100	101	101	102	N.A.
	農業(36.7%)	100	96	94	90	87	N.A.
	製造業(28.7%)	100	107	109	112	116	N.A.
	サービス業(34.6%)	100	101	104	107	109	N.A.

(注) 括弧内は雇用者全体に占める比率。中国は2010年、その他は2011年実績。

(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

小売チェーンや大型店舗の拡大がサービス雇用拡大に寄与

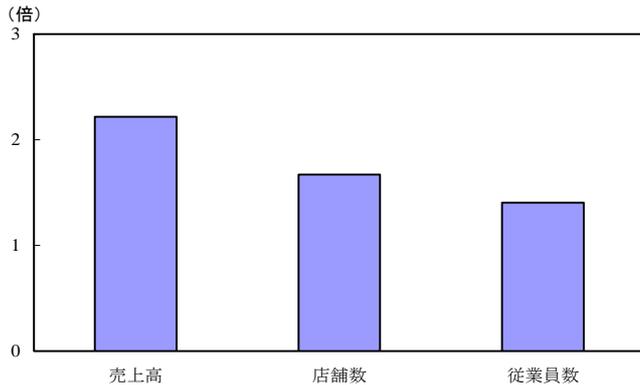
サービス業の雇用は、リーマンショック直後ですら、ほとんど落ち込むことなく拡大を続けた。これには、アジア経済が所得水準の向上を背景にサービス消費が大きく拡大する発展段階を迎えていることがある。アジアで消費拡大の発展段階を迎えた品目としては、これまで自動車や家電製品などの耐久消費財が耳目を集めているが、近年では所得水準の一段の上昇に伴い、情報通信や医療、教育などのサービス消費が大きく拡大している。経済産業省によると、98年から2008年の10年間にアジア全体のサービス関連支出は2.8倍に拡大した。家計支出に占めるサービス関連支出の割合をみると、中国では90年の18.4%から2008年には40.9%に上昇している。インドネシアやタイでもサービス支出の割合が4割近くに達している。

ASEANや中国では、小規模の小売業が依然多いが、近年では小売チェーンや大型店舗が拡大していることも、サービス業の雇用拡大をもたらす一因と考えられる。中国の小売チェーン動向をみると、直近5年間(2005

年→2010年)で店舗数は1.7倍、従業員数は1.4倍へ拡大した。この結果、売上高は2.2倍となり、小売売上全体の12.1%を占めるに至った(第6図)。

また、所得拡大に伴うライフスタイルの変化もサービス業の雇用拡大に寄与していると考えられる。インドネシアでは、家計支出に占める外食費のシェアが2000年の6.8%から2011年には13.7%へ増加した(第7図)。

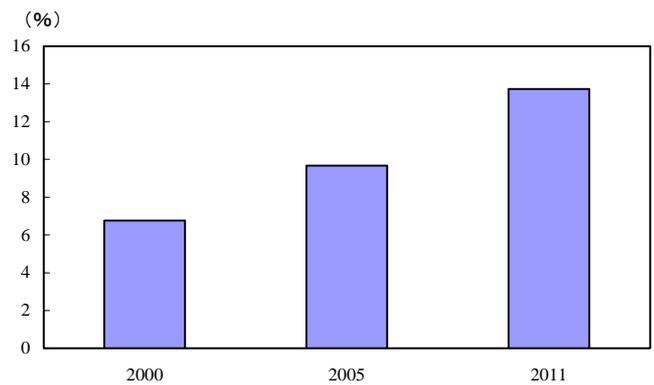
第6図：中国の小売チェーンの伸び率



(注) 2005年→2010年の伸び率。

(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：インドネシアの家計支出に占める外食比率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

最低賃金の持続的な上昇も消費を downside

消費の堅調が持続すると考えるもう一つの要因は、ASEAN・中国では最低賃金の持続的な上昇が見込まれることである。タイは4月に最低賃金を約4割引き上げたほか、インドネシアやベトナムも2~3割引き上げた。また、マレーシアは4月に最低賃金制度の導入を決定した。

最低賃金の引き上げは、消費の底上げを促進する一方、インフレや輸出競争力の低下をもたらす。輸出競争力という観点では、ASEAN諸国は自国の賃金水準を中国よりも低く抑えたいと考えており、中国の賃金水準を自国のメルクマールとみている。中国は2011-15年の最低賃金上昇率を年平均13%以上とする「促進就業計画」を発表しており、2015年まで最低賃金は二桁増が続く見込みである。仮にインドネシア、ベトナムの最低賃金水準(ドルベース)を2015年までに中国と同一水準まで引き上げると想定すると、各々年率18%、48%の引き上げ余地があると試算される(第5表)。実際の引き上げ幅はこれより小さくなるとみられるが、これらの国では当面は二桁近い最低賃金の上昇が続く公算が大きい。

第 5 表：アジア主要国の最低賃金（月収）

→政府計画(中国・タイ)、試算(インドネシア・ベトナム)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
中国						(政府計画)	
最低月収(ドル)	104.8	129.2	163.8	192.1	217.1	245.3	277.2
賃金上昇率(元)	0.0	22.2	20.5	14.7	13.0	13.0	13.0
タイ						(政府計画)	
最低月収(ドル)	148.0	162.5	176.2	242.2	242.2	242.2	242.2
賃金上昇率(バーツ)	4.6	1.5	4.4	39.5	0.0	0.0	0.0
インドネシア					(2015年に中国と同一水準へ引き上げシナリオ)		
最低月収(ドル)	103.0	123.1	146.7	168.0	198.1	233.6	275.4
賃金上昇率(ルピア)	10.0	4.5	15.4	18.5	17.9	17.9	17.9
ベトナム					(2015年に中国と同一水準へ引き上げシナリオ)		
最低月収(ドル)	63.1	63.9	65.7	85.4	125.9	185.7	273.9
賃金上昇率(ドン)	19.6	10.5	14.0	31.0	47.5	47.5	47.5

(注) 中国は主要都市、タイはバンコク、インドネシアはジャカルタ、ベトナムは全国の平均値。

2013～2015年の対ドル為替レートは2012年1～3月期平均を適用。

タイは25日分の日当を月収として算出。

(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<物価・金融政策>

物価上昇率は鈍化傾向が持続

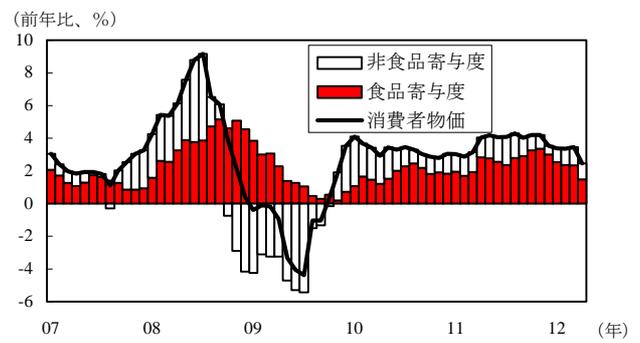
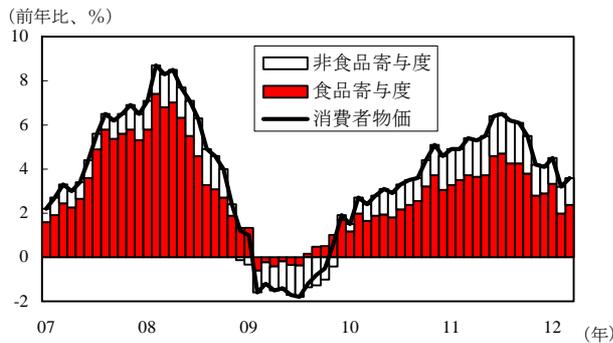
物価上昇率は食料インフレの緩和を受け、鈍化傾向が持続している（第8図）。食料インフレの緩和は、生産の回復や高い上昇率となった前年の反動が主因であるが、非食品物価も上昇率を鈍化させており、物価は概ね政府・中銀の目標を下回る水準で推移している。

今後を展望すると、2012 年前半はインフレ圧力の緩和が続くものの、年後半から 2013 年にかけては、景気回復に伴う需要拡大を受けインフレ率は緩やかに上昇しよう。

第 8 図：アジア主要国の消費者物価上昇率

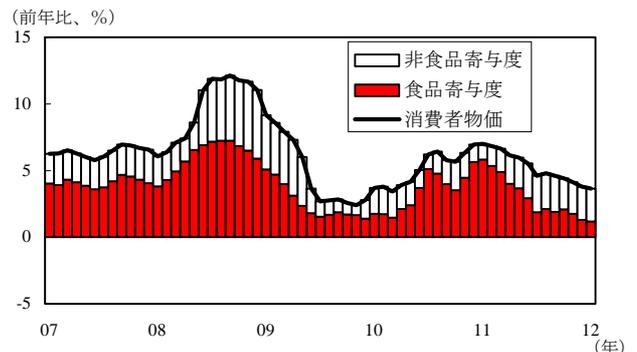
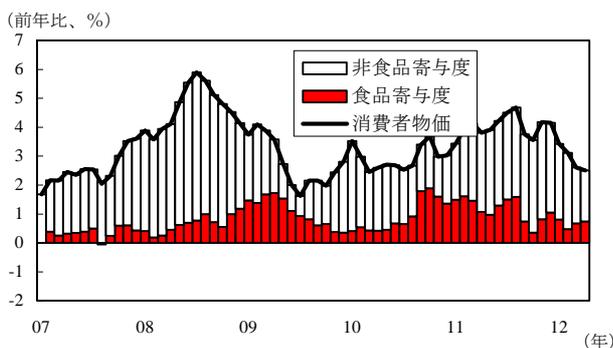
<中国>

<タイ>



<韓国>

<インドネシア>



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

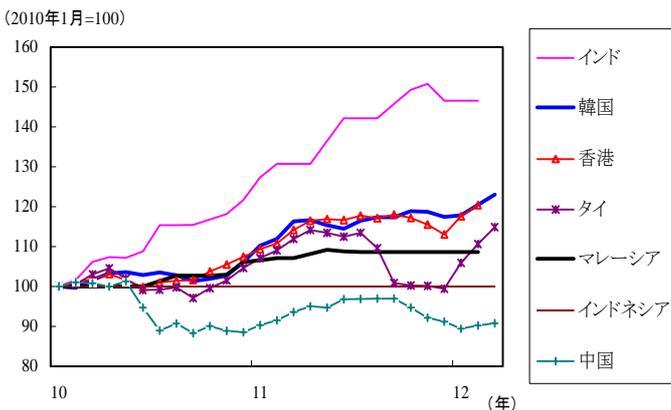
今後、物価をみる上で注視すべき点は、①燃料価格の動向、②最低賃金引き上げの影響である。

まず、燃料価格の動向をみると、2013年にかけて欧州経済は低迷が続くものの、米国・日本を中心に他地域では総じて景気の持ち直しが予想されるうえ、対イラン経済制裁に伴う供給懸念から、原油価格は高値圏で推移する見込みである。物価への影響が大きいガソリン価格の動向をみると、昨年終盤からの原油価格の上昇を受け各国ともじり高となっている(第9図)^(注)が、インドネシアやマレーシア、インドでは政府の補助金により小売価格は国際価格より安価に抑えられており、物価への影響は緩和されている。もっとも、近年では財政健全化を目指す政府が補助金削減の方針を打ち出しており、物価の押し上げ要因となりうる。インドネシアでは政府が燃料補助金削減のため、国内原油価格が補正予算案の想定水準から15%乖離した場合、価格引き上げに踏み切るようになっており、一時的に中銀の物価目標を上回る可能性がある。

次に最低賃金の引き上げの影響をみると、持続的な賃金引上げはインフレ圧力となるが、物価が懸念すべき水準まで上昇するのはベトナムなど一部の国にとどまる見込みである(第10図)。これは、アジアでは企業間の競争が激化していることから、小売価格への大幅な転嫁は難しいことがある。また、大型店舗の拡大により物流コストが低下していることも小売価格の上昇圧力を緩和する一因と考えられる。

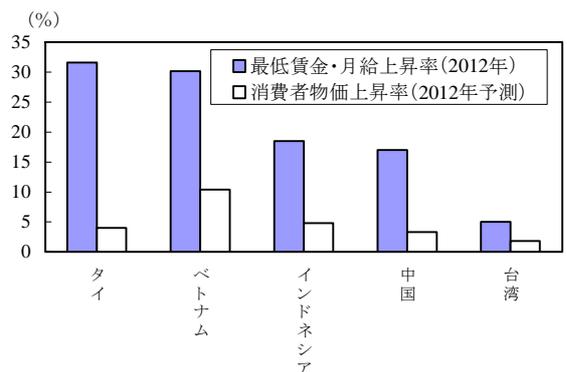
(注) ごく足元では原油価格の反落を受け、ベトナムや中国などガソリン価格を引き下げる動きがある。ベトナムを例にとると、今年に入ってからのレギュラーガソリンの引き上げ幅は合計3,000ドン、引き下げ幅は1,100ドンで、全体で見れば引き上げ幅の方が依然大きい。

第9図：アジア主要国・地域のガソリン価格



(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・地域の賃金・物価動向



(注) インドネシアはジャカルタ、その他は全国もしくは主要都市の平均値、ベトナムは外資系企業の平均値

(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

こうした中、金融政策に目を転じると、景気減速とインフレ鈍化に伴い、金融緩和の動きが続いている。3月以降、ベトナム、インドが利下げを実施、中国は預金準備率を引き下げた(第6表)。中国は、昨年12月以降、3度にわたり預金準備率を引き下げたが、景気が予想を上回るペースで減速したことを受け、今後、景気のでこ入れを強化するとみられる。

また、景気の急減速に見舞われたベトナムでは、中銀が年後半以降も追加利下げ実施を示唆している。

労働需給の逼迫などによるインフレ圧力の高まりを背景に、4月に金融引き締めへ転じたシンガポールは例外的であるが、景気回復や原油高に伴いインフレ圧力が徐々に高まるとの見方から、利下げに慎重な国もある。先行して利下げに踏み切ったインドネシア、タイ、フィリピンは足元では追加利下げを見送っている。当面は、各国・中銀は景気とインフレ動向を睨みつつ肌理細かい対応が求められるよう。

第6表：アジア主要国・地域の金融政策

	消費者物価上昇率 (前年比、%)		政策金利・預金準備率の変化幅 (パーセンシポイント)								政策金利・ 預金準備率 直近値 (%)		
	直近ピーク	直近値	対象金利	2011年			2012年						
				10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月		5月	
インドネシア	7.0	4.5	政策金利	▲25	▲50			▲25					5.75
タイ	4.3	2.5	政策金利		▲25		▲25						3.0
中国	6.5	3.4	預金準備率			▲50		▲50				▲50	20.0
フィリピン	5.3	3.0	政策金利				▲25		▲25				4.0
インド	10.0	7.2	政策金利								▲50		8.0
ベトナム	23.0	8.3	政策金利						▲100	▲100	▲100		12.0
シンガポール	5.7	5.2	為替	通貨高抑制								N.A.	
韓国	4.7	2.5	政策金利	据え置き								3.25	
台湾	2.0	1.4	政策金利	据え置き								1.88	
マレーシア	3.5	2.1	政策金利	据え置き								3.0	

(注)1.米ドルペッグ制を採用しているため米国の金融政策に追随する香港は除外。

2.シンガポールの金融政策の対象は為替。通貨高は引き締め方針。

3.インドの物価は卸売物価。

4.中国の預金準備率は大手銀行のもの、ベトナムの政策金利はリファイナンスレート。

(資料)各国中銀、各種報道を基に三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7表：アジア経済見通し総括表

名目GDP (2011年) ・シェア (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)		
			2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
中国	7,298	56.7	9.2	8.4	8.6	5.4	3.3	3.6	2,011	2,196	2,213
韓国	1,116	8.7	3.6	3.4	4.0	4.0	3.2	3.4	265	205	214
台湾	467	3.6	4.0	2.7	4.5	1.4	1.8	2.0	413	375	395
香港	243	1.9	5.0	2.5	4.2	5.3	4.3	3.5	124	127	163
シンガポール	260	2.0	4.9	2.4	4.5	5.2	4.0	2.7	570	503	519
NIEs	2,086	16.2	4.0	3.0	4.2	3.7	3.1	3.0	1,372	1,210	1,291
インドネシア	846	6.6	6.5	6.2	6.5	5.4	5.0	6.1	21	▲29	▲41
マレーシア	279	2.2	5.1	4.2	5.1	3.2	2.3	2.8	320	296	321
タイ	346	2.7	0.1	5.5	4.8	3.8	4.0	3.3	119	80	107
フィリピン	213	1.7	3.7	4.0	4.7	4.9	3.9	4.2	71	64	80
ASEAN4	1,683	13.1	4.6	5.4	5.7	4.6	4.2	4.7	530	411	467
インド	1,676	13.0	6.9	7.3	7.5	8.4	7.5	7.3	▲652	▲743	▲754
ベトナム	123	1.0	5.9	5.8	6.2	18.6	10.4	9.0	▲30	▲28	▲25
アジア11カ国・地域	12,866	100	7.4	7.0	7.3	5.5	4.0	4.2	3,231	3,045	3,192
			見込み	→見通し		実績	→見通し		見込み	→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 1 四半期には
2009 年第 2 四半期
以来の低成長へ

中国では一段と景気が減速した。第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 8.1%と前期（同 8.9%）から低下し、2009 年第 2 四半期以来の低成長となった。欧州債務問題の長期化と金融緩和の遅れが尾を引き、市場予想（8%台半ば）よりも厳しい結果に結び付いた。さらに、4 月には工業生産が前年比+9.3%と 3 年振りに二桁成長から転落し、景気減速感は一層深まってきた。

輸出は欧州、NIEs
向けの不振が目立
つ

足元までの詳細をみていくと、輸出は、2012 年に入って以来、一桁の伸びに低下し、4 月には前年比+4.9%にまで落ち込んだ。地域別の格差が大きく、欧州向けの減少に加え、輸出依存度が高い NIEs 向けの低成長が足を引っ張る一方、米国向けや ASEAN 諸国向けなどは二桁増ペースで底支え役を果たしている。

投資は金融緩和と
不動産規制緩和が
遅れるなかで減速

投資も減速しており、伸び率は 2011 年 1~10 月にはほぼ前年比+25%前後で推移したが、11 月以降は同+20%前後に低下している。金融緩和と不動産規制緩和の遅れの影響が大きい。当局は、金融引き締め政策の下で中小企業の資金難が深刻化する一方、インフレがピークアウトしてきたため、預金準備率を 2011 年 12 月、2012 年 2 月にそれぞれ 0.5%引き下げたが、それでも 20.5%の高水準であった。こうしたなか、3 月には窓口指導もあり、貸出増加額が 1 兆元超に膨らんだが、4 月には再度、6,818 億元に縮小し、貸出拡大には容易に弾みがつかない状況である。また、住宅価格が下落傾向にあるとはいえ、下げ幅は一部地域を除き依然として小さいという状況で、厳しい不動産価格抑制策が継続されているため、不動産開発投資も急減速し、4 月には一桁の伸びとなった。

消費は景気の先行
き不安と大型販売
振興策の期限切れ
が下押し

消費も減速した。景気の先行き不安と大型販売振興策の期限切れが下押ししたと考えられる。グローバル危機後の家電販売振興策は 2011 年の終わりにかけて、農村部の先行実施地域と全国の都市部で相次いで期限を迎えたため、駆け込み購買が盛り上がり、消費は尻上がりに加速して 12 月には実質ベースで前年比+13.8%に達した。その反動もあり 2012 年に入ってからほぼ同+11%前後にとどまっている。

なお、自動車販売については 2011 年を通じ、2009~2010 年の大型販売振興策の反動が払拭し切れず、2012 年も第 1 四半期には前年比▲3.4%と減少していたが、4 月には乗用車が同+5.2%となり、持ち直しの兆しがみえる。

(2) 見通し

今秋には 5 年に 1 度の最重要会議である共産党大会が開催され、政権交代となるだけでなく、前後して大規模な党・政府人事異動が行われる。このため、本年は、通常、実績作りのための景気拡大志向が強まる年といえる。ただし、中央政府はグローバル危機対策の弊害としてのインフレ、不

動産バブルへの反省もあり、持続的成長に向けて構造調整路線を堅持したため、これまでの金融緩和の足取りは重かった。

共産党大会に向けて景気てこ入れ強化

今後については、共産党大会が近づくとつれ、低成長を放置できなくなり、インフレ・バブル回避に配慮しつつも、景気てこ入れを強化するものと考えられる。実際、4月の経済指標が工業生産を始めとして、軒並み、市場予測も前月値も下回ったことが公表された翌日の5月12日には3カ月振りに預金準備率の引き下げが決定された(20.5→20.0%)。また、5月に入ってから、国家発展改革委員会、財政部、商務部など多くの官庁で、内需拡大策の検討が本格化していると報じられている。

人民元相場安定の下、新興国向けを中心に輸出回復

個別項目毎に、今後を展望すると、まず、輸出については回復が予想される。欧州景気の低迷は続くものの、米国、日本を中心に他地域では総じて景気は上向くため、世界景気に左右されるNIEs向けが回復に向かうとともに、他の新興国向けや米国向けは堅調推移を持続しよう。なお、競争力悪化を回避するために当局は元高抑制スタンスを堅持する見込みである。実際、人民元の対ドル相場は2012年4月に日中変動幅が基準値の±0.5%から±1%へ拡大された後も、前年末を若干下回る水準で推移している。

投資は底堅い需要と政策支援により安定拡大

投資については、構造調整路線の下で過剰投資の回避への目配りは続けられようが、底堅い需要と政策支援により安定拡大が見込まれる。発展の遅れた内陸部では、インフラ整備のみならず、沿海部における賃金高騰に伴う産業移転も進んでいる。5カ年計画期の重要な奨励産業に選定されている戦略的新興産業(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)については知的財産権環境を整備し、投融資を呼び込む政策なども打ち出されている。また、賃金上昇と労働需給逼迫に伴い、省力化投資も本格化しており、機械部門は前年比+40%と高水準で牽引役を持続する見込みである。

中小企業対策としては、3月の温州市金融総合改革試験区域の設置決定が特筆されよう。中小企業の資金難問題が最も深刻化した温州において、中小企業支援に資する金融システム構築を模索するもので、民間金融の合法化や民間資金による金融機関の新設などが中核に据えられている。

金融政策面では、依然として高水準にある預金準備率の引き下げが見込まれる。金利については、リーマンショック前の水準より相当に低いうえ、実質預金金利はゼロ近傍であることから、据え置くと考えられる。ただし、最近、国民のみならず、政府からも銀行の高収益に対する批判が高まっており、貸出金利のみの引き下げの可能性も浮上している。

なお、不動産投資については、政府のバブル再燃への懸念が強く、大幅な規制緩和は見込み難いことから、当面の低成長は避けられまい。ただし、1軒目の住宅購入者に対しては頭金比率の引き下げ、貸出金利の優遇など環境改善のための政策的配慮が見受けられる。都市化に伴う根強い実需が

あることからすれば、不動産価格の大幅下落、さらには銀行の不良債権問題にまで発展するリスクは限定的といえる。

消費はインフレ緩和と所得拡大を背景に堅調推移

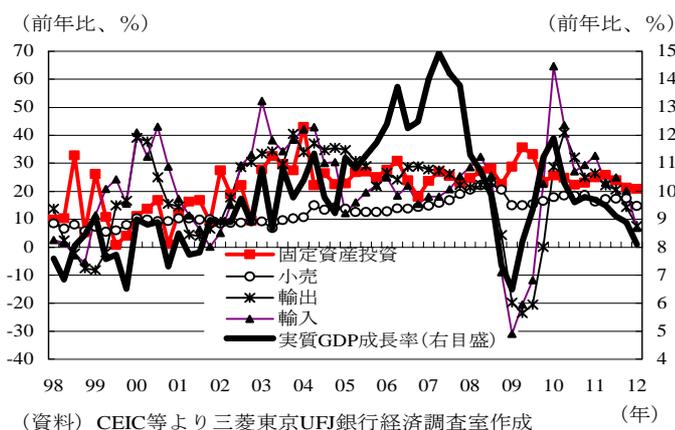
消費は、インフレ圧力が緩和するなか、所得拡大を背景に堅調推移が予想される。内需拡大のための所得増を志向する政府方針を受けて、最低賃金は過去2年連続して全国平均で年率20%超の勢いで上昇したうえ、本年もすでに3分の1近くの地域で引き上げられ、その平均値は17%と高い。

家電販売振興策の終了に伴い検討されてきた後継政策もようやく出てきた。5月16日、政府は省エネ製品への補助金政策を発表した。支給総額はエアコン、薄型テレビ、冷蔵庫、洗濯機、湯沸かし器に265億元（期間1年）、低燃費小型車に60億元、省エネ照明に22億元、高性能モーターに16億元である。政府系シンクタンクから消費刺激効果を約5,000億元とする試算も出ており、一定の景気底支え効果が見込まれる。

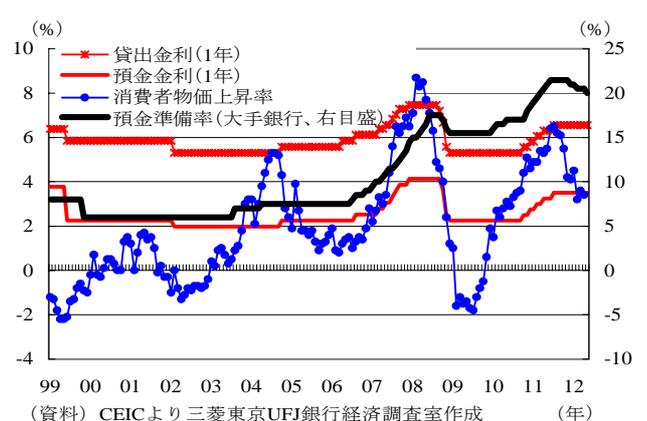
以上を総合すれば、実質GDP成長率は年後半には景気てこ入れ策の効果浸透により加速しよう。このため、2012年通年では、前年の前年比9.2%から低下するとはいえ、同8.4%の水準を確保すると考えられる。2013年については、海外景気の回復に伴う輸出拡大もあり同8.6%と小幅の加速を予想する。一方、消費者物価上昇率は、食料品価格や住居費の上昇が収まり、2011年通年の同5.4%という高水準から低下しよう。賃金の上昇による押し上げ圧力の波及はあるものの、激しい競争から製品価格への大幅な転嫁は難しく、2012～2013年を通じて、通年で3%台の上昇率にとどまると予想される。

（萩原 陽子）

第11図：中国の成長関連指標



第12図：中国の物価と金融情勢



3. NIEs

(1) 韓国

①現状：景気は緩やかに減速

韓国経済は緩やかに減速している。第1四半期の実質GDP成長率は前年比2.8%と前期(同3.3%)から鈍化した。企業の設備投資は同+9.1%と持ち直したものの、家計債務が重石となり個人消費(同+1.6%)が低い伸びにとどまった。また欧州経済減速の影響で輸出(同+5.0%)が伸び悩み、外需の寄与度が大幅に縮小した。

足元の指標に目を向けると、景気拡大の一翼を担う輸出は引き続き軟調に推移している。4月の輸出は前年比▲4.8%と前月(同▲1.5%)から一段と減少した。景気が減速している欧州向け(同▲14.1%)に加え、日本(同▲22.8%)や中国(同▲2.9%)などアジア向けも鈍化した。

インフレは一服

インフレは一服している。消費者物価上昇率は昨年11月をピークに低下しており、4月は前年比+2.5%と約2年ぶりの低い伸びとなった。中身をみると、食料品(同+5.5%)の価格上昇は加速したが、医療関連(同+1.0%)や衣類(同+4.4%)など幅広い品目の伸びが鈍化した。

中銀は5月会合で政策金利を据え置き、利下げは議題にならず

もっとも、韓国銀行(中央銀行)はインフレへの警戒感を崩していない。中銀は5月10日の定例会合で、政策金利を11カ月連続で3.25%に据え置いた。総裁は会合後の会見で、据え置きは全会一致、年後半の景気回復局面でのインフレ圧力の高まりが見込まれるため、利下げは議題にならなかったと説明した。

②見通し：2012年の成長率は3.4%、2013年は4.0%

今後の韓国経済を展望すると、2012年の実質GDP成長率は前年比3.4%と、4%程度とみられる潜在成長率を下回るペースにとどまろう。2013年は外需の持ち直しを背景に同4.0%へ加速すると考える。

輸出は秋口にかけて緩やかに持ち直そう。ゼロ近傍の低成長にとどまる欧州経済の重石は残るが、米国を中心とする景気の持ち直しに支えられよう。こうしたなか雇用は堅調を維持すると考える。医療・福祉やビジネスサービスなどを中心とするサービス業や、輸出の緩やかな持ち直しに伴う製造業での雇用拡大が見込まれる。

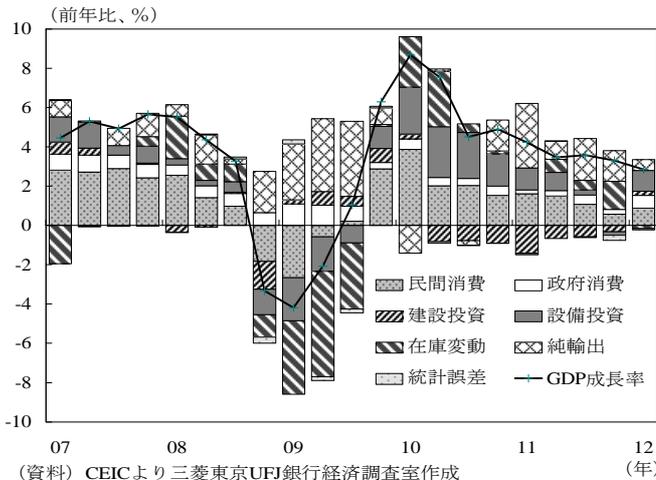
もっとも、個人消費は緩やかな伸びにとどまろう。家計の債務残高は住宅ローンの増加などを背景に、2011年末には1,036兆ウォン、対可処分所得比1.5倍に達した。昨年後半、残高の伸びは鈍化に転じており、家計はバランスシート調整局面に入ったとみられ、個人消費の伸びは抑制されよう。

中銀は当面金利を据え置き

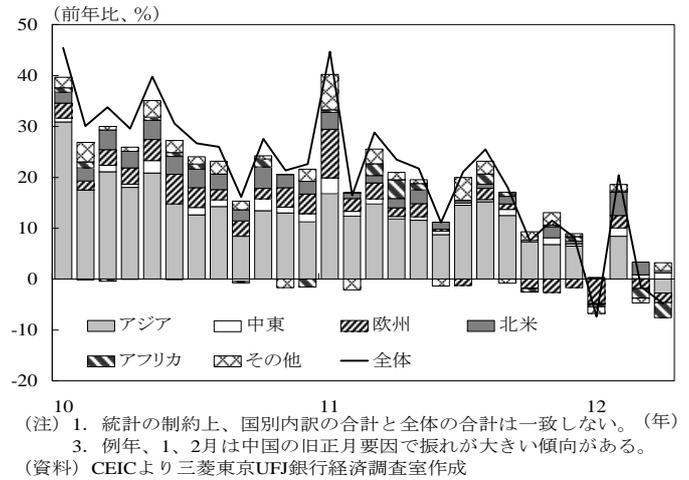
景気の回復ペースが緩やかなものにとどまるなか、物価は中銀の目標圏内(2~4%)で推移しよう。但し、中銀は原油価格の上昇など根強いインフレ圧力を警戒しており、金利を当面据え置くと予想する。

(福永 雪子)

第 13 図：韓国の実質 GDP 成長率



第 14 図：韓国の地域別輸出動向



(2) 台湾

①現状：輸出不振により 2 年半振りの低成長へ

台湾では、第 1 四半期の実質 GDP 成長率が前年比 0.4%と前期(同 1.8%)から一段の景気減速となった。主因は輸出の悪化で、主力のエレクトロニクスを中心に前年比▲3.3%と 2 年半振りにマイナス成長に陥った。設備投資は、海外需要の減速傾向を受けて、すでに昨年後半から減少に転じており、第 1 四半期においても同▲10.5%と大幅減少を続けている。

一方、消費は同+1.7%と前期(同+1.1%)から若干ながら伸びが高まった。失業率は約 4%とリーマンショック以前の水準を維持し、無給休暇も減少するなど、雇用情勢は良好であり、1 月の馬英九総統(大統領)の再選に伴い、中台関係の安定への安心感から株価も回復に向かったことが奏功したと見込まれる。ただし、輸出情勢が悪化しているだけに押し上げ効果は限定された模様である。

ガソリン価格引き上げ後も物価安定

景気減速が進行する一方、物価は安定を続けている。中央銀行は、依然として、インフレリスクが存在するとの認識から、3 月の金融政策決定会合(3 カ月毎)でも 3 度目の政策金利据え置きを決定した。しかし、4 月にはガソリン価格が平均 10.7%引き上げられたものの、消費者物価上昇率は前年比 1.4%にとどまった。

②見通し：輸出回復に伴い、成長加速へ

今後は成長加速に転じると予想される。欧州経済には依然として先行き不透明感が残るものの、米国や日本を中心に他地域では総じて景気の回復が予想されており、これが輸出主導型の台湾経済を好転させると予想される。設備投資の回復、雇用・所得環境の改善などを通じて、内需にも好影響が波及する見込みである。

ただし、総統選挙を経て、4 月には相次いで景気下押しとなる政策が発表された。第一は、電力料金の大幅な引き上げである。公営の台湾電力は、過去の原油高局面に値上げが見送られた結果、巨額の累積赤字を抱えることとなった。そこで、当局は馬総統の再選を機にその解消に向けて舵を切

電力料金引き上げとキャピタルゲイン税導入に景気下押し効果

ったのである。当初は5月15日に工業用3~4割、商業用2~3割、家庭用1~2割の引き上げが予定されていた。しかし、反対を受けて、従来の値上げ幅に対し、6月10日、12月10日に4割ずつ引き上げ、残り2割は台湾電力の経営努力を踏まえて実施時期を決定する形に修正された。

第二は2013年からの個人投資家へのキャピタルゲイン税の導入で、総統選挙において大きな争点となった格差是正を目的としている。4月26日発表の財政部の議会提出案によれば、株式売却益が年間400万台湾ドルを超えた部分に税率15~20%で課税するもので、財政部は課税対象となるのは個人投資家の1%以下に過ぎないとしている。機関投資家についても課税最低限の引き下げと税率の引き上げが予定されているが、海外投資家は対象外となる。当局は88年にもキャピタルゲイン税導入を試みたものの、発表直後に株価が急落し、断念した経緯がある。88年の案に比べればマイルドな内容になっているとはいえ、すでに株価の下押し材料となっている。

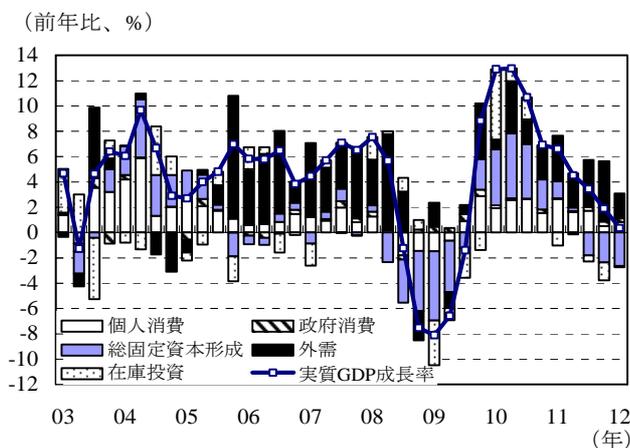
総統選挙終了に伴い、中国との経済関係強化策再開

一方、総統選挙が終わり、中国との経済関係強化策が再開されることによる経済効果が期待される。すでに、中国からの直接投資受入れ分野や個人旅行対象者の拡大措置が導入され、さらに、本年前半に開催予定の中台交流窓口機関のトップ会談では、懸案であった投資協定が締結される見込みである。中国との経済協力枠組み協定（ECFA）による市場開放対象品目も拡大されよう。

以上を踏まえれば、第1四半期を底に実質GDP成長率は上昇に向かう見込みであるが、2012年通年では前年比2.7%と前年の同4.0%からの大幅減速は避けられまい。2013年には海外需要の回復に伴う輸出拡大が寄与し、4.5%まで成長加速する見込みである。一方、消費者物価上昇率は電力料金引き上げの押し上げ効果もあり、2012年は前年比1.8%、2013年は同2.0%と2011年（同1.4%）に比して若干高い水準となるろう。

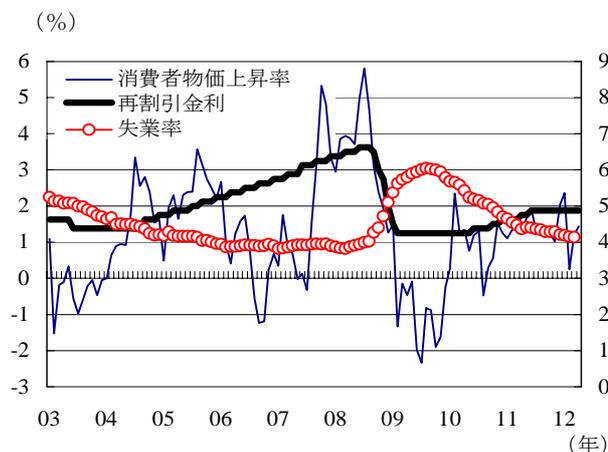
(萩原 陽子)

第15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16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：輸出不振により 2 年半振りの低成長へ

香港経済は 2 年半振りの低成長となっている。第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 0.4%と前期（同 3.0%）から大幅に落ち込んだ。主因は財輸出の悪化で、前期の同+2.0%から同▲5.7%へと再度マイナス転換した。昨年半ばから米国向けの減少傾向は顕著であったが、昨年終り頃からは欧州向けも減少に転じ、本年に入ると、中国を中心とするアジア向けも減少に至った。

一方、内需は依然として底堅い。総固定資本形成は同+12.2%と前期の同+9.8%から加速した。とくに、民間部門の機械・設備投資は 3 四半期連続で 20%超の伸びで牽引役を果たし、低金利と中国関連ビジネスの拡大が続くなかで投資マインドに衰えはみられない。消費の伸びも減速傾向にあるとはいえ、同+5.6%と堅調な水準を維持した。その背景として、失業率は 3 月時点でも 3.4%と良好な雇用環境が持続したことがある。また、一部銀行がモーゲージ金利を引き下げたこともあって、不動産価格は下げ止まり、1-2 月にかけての世界的な株価回復を受けて、香港の株価も上昇するなど資産市況も持ち直した。

消費者物価上昇率は昨年 7 月の前年比 7.9%というピークから 3 月には同 4.9%まで低下してきたが、電力料金の引き下げ、固定資産税の減免など市民生活支援策による押し下げ効果を除くと同 5.6%と引き続き高水準にあり、家賃や食料品価格を中心に根強いインフレ圧力が窺われる。

②見通し：輸出の好転と中国効果の持続の下で成長加速

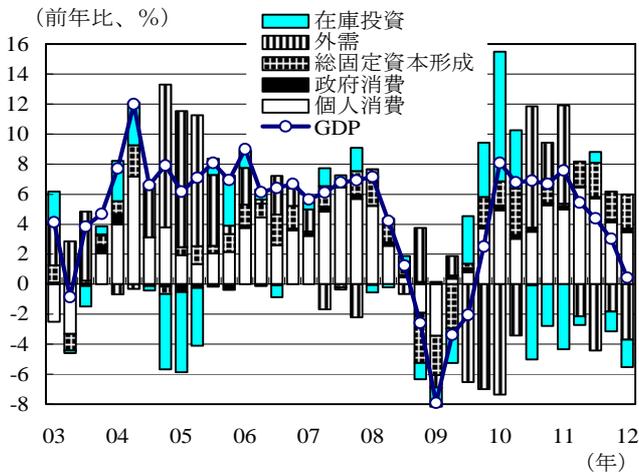
今後、景気は徐々に持ち直しに転じよう。欧州情勢の先行き不透明感が残るものの、米国・日本を中心に他地域では総じて経済情勢が改善に向かう兆しがある。このため、香港の輸出も好転すると考えられる。また、中国効果も持続しよう。中国経済が減速といえ、堅調な成長を維持すると見込まれるなか、香港の人民元オフショアセンター機能の拡充など、中国関連ビジネス拡大の勢いは衰えず、中国人旅行客の旺盛な購買も期待できよう。

こうした中、これまでの投資や消費の高い伸びから、ある程度の減速は避けられまいが、大幅なマイナスであった外需の寄与度がプラス転換することにより、成長率自体は第 1 四半期を底に加速が予想される。

この結果、実質 GDP 成長率は、2012 年通年では前年比 2.5%と前年の同 5.0%から大幅な低下となるだろうが、2013 年については、輸出拡大に伴い、内需も加速し、同 4.2%まで伸びが高まる見込みである。一方、物価については、不動産価格が過去 2 年に亘る急上昇から安定に向かうにつれ、家賃上昇を通じた押し上げ圧力は緩和されよう。こうしたなかで、税・公共料金の減免策の継続を前提とすれば、消費者物価上昇率は 2011 年の同 5.3%から 2012 年には同 4.3%、さらに 2013 年には同 3.5%へと低下が予想される。

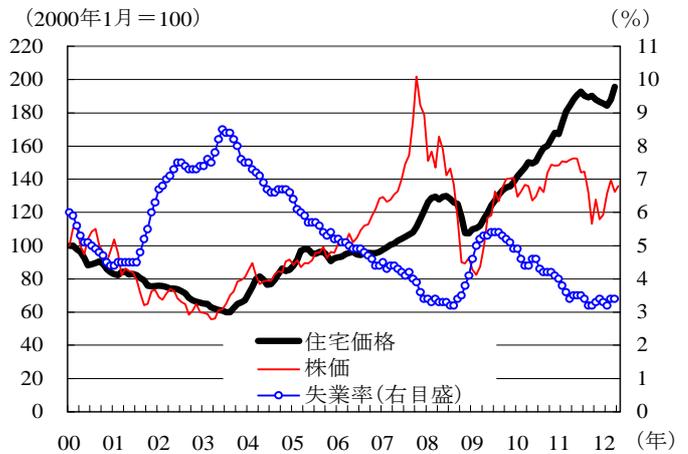
（萩原 陽子）

第 17 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 18 図：香港の資産価格と雇用情勢



(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：景気は外部環境悪化を主因に減速傾向

シンガポール経済は外部環境悪化の影響で減速傾向が続いている。第1四半期の実質 GDP 成長率は前年比 1.6%（前期：同 3.6%）へ低下した。

需要項目別に見ると、輸出（前年比+2.2%）の伸びが鈍化し、輸入（同+4.9%）の伸びを下回ったことにより外需の寄与度がマイナスに転じた。一方、内需は総じて堅調を維持しており、総固定資本形成（同+18.4%）が民間企業の設備投資の活発化を背景に高い伸びを記録したほか、良好な雇用環境や海外からの観光客の増加などを追い風に民間消費（同+4.3%）も伸びを高めたが、外需の落ち込みを補うには至らなかった。

産業別では製造業（前年比▲1.0%）の不振が響いた。前期にタイの大洪水の影響で落ち込んだデータストレージ関連が急回復したものの、半導体関連では需要の伸び悩みや高水準の在庫などで生産の低迷が続いた。

物価は依然高水準、MAS は引き締め政策を再強化

物価は第1四半期の消費者物価上昇率が前年比 4.9%と3四半期振りに5%を下回ったものの、住居費や自動車購入費用の高止まりなどを背景に依然高水準にある。シンガポール通貨庁（MAS）は、昨年10月の政策レビューでは一旦金融引き締め政策の軟化（通貨高ペースの抑制）を決定したが、今年4月には引き締め策を再び強化した。米国景気指標の改善や欧州中央銀行（ECB）の3年物資金供給オペ（LTRO）などにより景気下振れリスクが後退する一方、根強いインフレ圧力を踏まえた措置といえる。

② 見通し：2013 年にかけて景気は緩やかに持ち直し

今後シンガポール経済は、外需の減速などで目先下押し圧力が続くものの、2013 年にかけて、米国を中心とした海外経済の持ち直しを受け緩やかな回復が見込まれる。実質 GDP 成長率は 2012 年が前年比 2.4%、2013 年が同 4.5%を予想する。民間消費は総じて良好な雇用環境が下支えしよう。輸出の減速による製造業部門での雇用減少や政府の外国人労働者流入

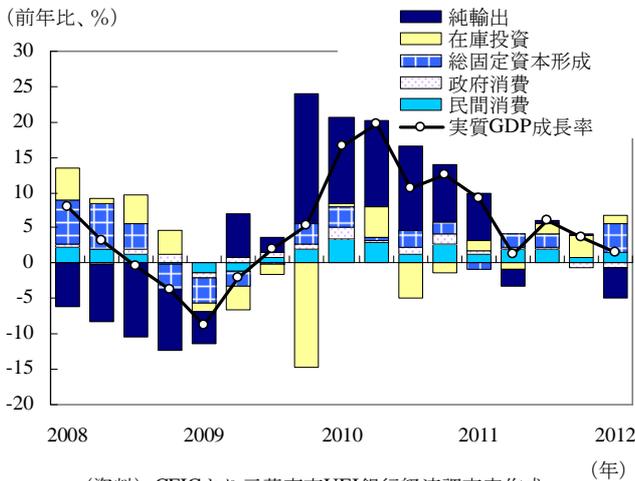
抑制策の影響でサービス業での雇用増加ペースが鈍化しているものの、2012年第1四半期の失業率は2.1%（前期：2.0%）と14年振りの低水準にある。また公団住宅（HDBフラット）や公共交通機関の拡充などの公共投資も内需を下支えしよう。

インフレ率は低下へ、ただしコアインフレに対する上昇圧力は続く

物価については、前年のベース効果に加え、不動産投機抑制策の効果の浸透により不動産市場が軟化しつつあることなどから、インフレ率は低下が見込まれる。ただし、外国人労働者流入抑制策の強化に伴い労働需給が逼迫しつつあることなどから、労働コストの上昇を通じてコアインフレ率に対する上昇圧力が続く可能性には留意する必要がある。消費者物価上昇率は2012年が前年比4.0%、2013年は同2.7%を予想する。

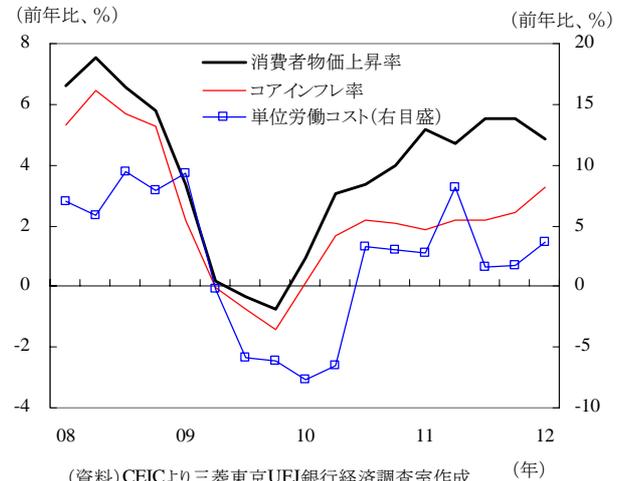
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第19図：シンガポールの実質GDP成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第20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1四半期の実質GDP成長率は6.3%へ鈍化

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。2012年第1四半期の実質GDP成長率は前年比6.3%（前期：同6.5%）と小幅鈍化したものの、アジアの中では相対的に高めの成長を維持した。需要項目別では、民間消費（同+4.9%）が物価の安定などを背景に前期並みの水準を維持した一方、総固定資本形成（同+9.9%）は高水準ながらも伸びが低下した。内訳を見ると、外部環境悪化の影響などで外国企業による設備投資の伸びが鈍化したものの、国内企業による設備投資は前期のマイナスの伸びからプラスに転換、建設投資は堅調を維持した。

インフレ率は低水準ながらも上昇の動き

4月の消費者物価上昇率は前年比4.5%と2カ月連続で上昇した。前年のベース効果が一巡しつつあるほか、トウガラシの生産減少に伴う食品価格の上昇などが押し上げ要因となった。

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、内需を牽引役に引き続き堅調が見込まれる。所得水準の上昇や緩和的な金融環境などが民間消費を下支えするとみられる。また、相対的に低コストの労働力や内需拡大などを受けた外資による新規・拡張投資の活発化なども内需拡大の追い風となろう。2012年通年の実質GDP成長率は同6.2%、2013年は同6.5%を予想する。

経済の好調を反映して失業率は低下傾向を辿っており、2012年2月末には6.3%と過去最低水準まで低下した。農業のほか商業、社会サービスなどでの雇用増加が目立つ。また今年の賃上げ率はジャカルタ首都特別州で18.5%（業種により5~30%上乘せ）と昨年の15.4%を上回った。ただし、賃上げ後の賃金水準をアジア主要国と比較すると、ジャカルタで月額220ドル程度とタイやフィリピン、中国など周辺アジア諸国に比べ低水準にあり、競争力はまだあるといえる。

物価安定を左右するエネルギー政策の行方には留意

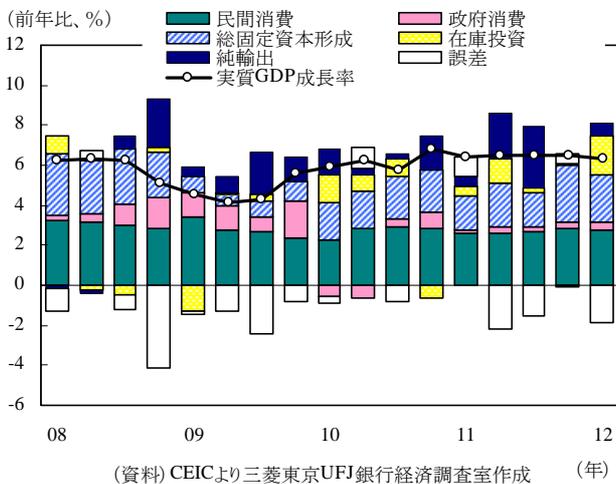
経済安定の鍵となるインフレの動向については注意が必要である。今後、前年要因の一巡に加え燃料価格引き上げなどによる物価への影響が懸念される。4月1日に計画されていた燃料価格引き上げは見送られたものの、政府は一定条件のもと燃料価格を調整する権限を有する。具体的には国内原油価格（Indonesian Crude Price：ICP）の6カ月平均価格が補正予算案の想定（1バレル=105ドル）から15%乖離した場合（120.75ドル）で、現行の水準（4月平均124.63ドル）が続くと仮定すると、早ければ6月にも燃料価格を引き上げる可能性がある。物価への影響については、輸送コストの上昇という直接的な影響にとどまらず、食品その他の商品価格の値上がりなどの二次的波及も含めると、インフレ率を2~3%ポイント程度押し上げるとみられ、消費者物価上昇率は一時的に中銀の目標（前年比3.5~5.5%）を上回る可能性が高い。2012年通年では前年比5.0%、2013年は同6.1%を予想する。

中銀は政策金利を据え置く一方、ルピア安阻止に向け金利を高め誘導

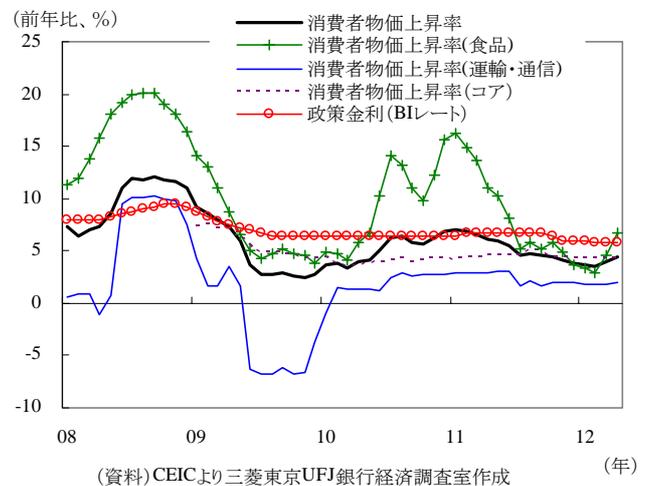
インドネシア中銀は、物価の安定を受け昨年10月から今年2月にかけて利下げ（合計100bps）を実施したが、5月には政策金利（BIレート）こそ5.75%と過去最低水準で据え置く一方、中銀短期証券（SBI）を含む金融調節のための金利を引き上げる方針を表明した。足元、欧州債務問題に絡むリスク回避の動きの強まりなどからルピア安圧力が強まっており、主に為替相場の安定化を狙った措置と考えられる。当面は金融市場の動向を見極めつつ間接的な対応が続くとみられるが、年後半以降のインフレ次第では、金融引き締めの可能性も見ておく必要がある。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第21図：インドネシアの実質GDP成長率



第22図：インドネシアの物価と政策金利



(2) マレーシア

①現状：外需の伸び悩みで成長ペースは鈍化傾向

マレーシア経済は外需の減速を主因に成長ペースが鈍化傾向を辿っており、第1四半期の実質GDP成長率は前年比4.7%（前期：同5.2%）へ低下した。需要項目別に見ると、輸出（同+2.8%）が石油・天然ガスなどの資源関連を除き伸び悩んだ一方、資本財などの輸入（同+6.8%）は高水準で推移し外需のマイナス寄与度が拡大した。一方、民間消費（同+7.4%）が所得の増加や良好な雇用環境を支えに高水準で推移したほか、総固定資本形成（同+16.1%）は石油・ガスなど資源開発の活発化を追い風に二桁の伸びを記録するなど内需は総じて堅調を維持している。

足元、第1四半期の鉱工業生産指数が前年比+2.9%（前期：同+2.7%）と小幅加速、製造業設備稼働率が82.3%（前期：81.2%）へ上昇するなど景気持ち直しの動きが見られる。先行き不安の後退などから第1四半期の企業景況感指数は116.0ポイント（前期：96.6）、消費者信頼感指数も114.3ポイント（前期：106.3）へそれぞれ改善した。

物価は低位安定

物価は総じて安定している。第1四半期の消費者物価上昇率は前年比2.3%（前期：同3.2%）と2010年第4四半期以来の水準まで低下した。

補助金支出による食品および燃料価格の安定に加え、国際商品価格上昇の一服、リング高による輸入インフレの抑制などが物価安定に繋がった。

②見通し：内需を中心に堅調を維持、2013年にかけて緩やかに成長加速

マレーシア経済は、外需の低迷により目先下押し圧力が続くものの、内需を中心に総じて堅調を維持しよう。民間消費は早晚実施予定の総選挙を視野に2012年度予算案に盛り込まれた低所得者層への一時金支給に加え、最低賃金制度の導入などが下支えしよう。また投資については、首都における国際空港第2ターミナルのほか渋滞解消に向けた公共交通インフラ整備などの大型プロジェクトの活発化が牽引役となろう。2013年にかけて、米国を中心とした海外景気の持ち直しに伴い緩やかな成長加速が見込まれる。実質GDP成長率は2012年が前年比4.2%、2013年には同5.1%を予想する。

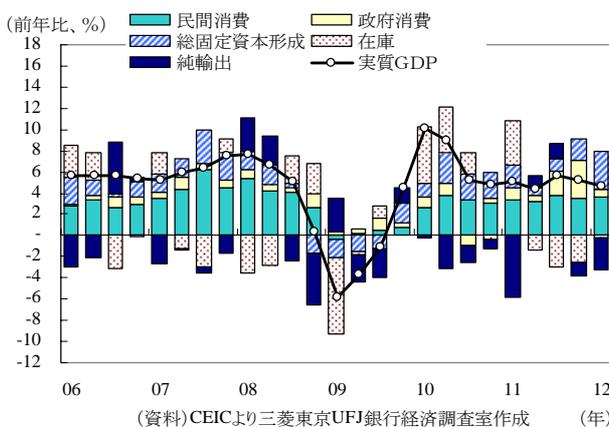
最低賃金導入によるインフレ圧力には留意

物価は、生活必需品（コメ、砂糖、燃料など）に対する補助金支出の拡充により当面は安定推移が見込まれるが、2013年にかけて成長加速に伴い需要面からのインフレ圧力が強まろう。2012年の消費者物価上昇率は前年比2.3%、2013年には同2.8%への上昇を予想する。

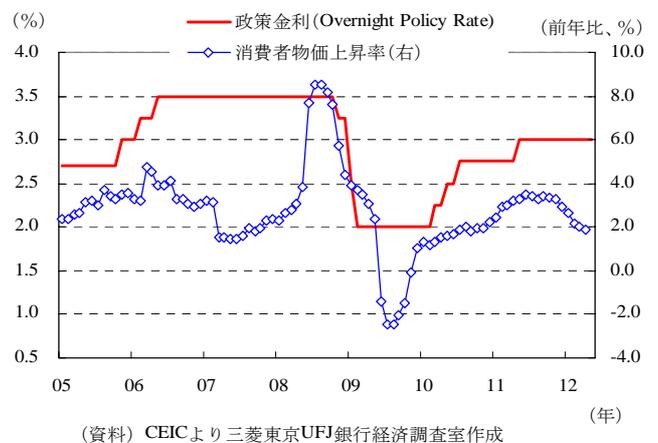
なお4月に発表された最低賃金制度（マレー半島900リング／月、ボルネオ島部800リング／月）については、クアラルンプールなど首都圏では既に最低賃金並みの給与水準となっており影響は限定的とみられる一方、地方都市や外国人労働者を多く雇用している企業などでは負担増加が懸念されている。今後、サービス価格や製品価格へのコスト転嫁などを通じてインフレ圧力が強まる可能性には留意する必要がある。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第23図：マレーシアの実質GDP成長率



第24図：マレーシアの物価と金利



(3) タイ

① 現状：第1四半期の成長率は前年比0.3%、復興需要で急回復

タイ経済は洪水被害による低迷から急回復している。第1四半期の実質GDP成長率は前年比0.3%と大幅マイナスをつけた前期(同▲8.9%)からプラスへ浮上した。前期比ベースでは11.0%と、前期(同▲10.8%)から

大きく回復した。

中身を見ると、復興需要が成長を押し上げたことがみてとれる。最大のプラス寄与となったのは在庫投資で、生産回復に伴い在庫の積み上げが急ピッチで進んだ。また、企業の設備投資や家屋の再建築などにより総固定資本形成（同+5.2%）が増加したことに加え、非耐久財を中心に個人消費（同+ 2.7%）が回復した。一方、輸出（同▲3.2%）は減少幅こそ縮小したものの低迷が続き、外需の寄与度は2 四半期連続でマイナスとなった。品目別にみると電子部品や電子機器は持ち直しつつある一方、欧州向けを中心に被服関連が低調だった。

インフレ圧力は緩和

インフレ圧力は緩和している。消費者物価上昇率は、洪水渦中の昨年11月（前年比4.2%）をピークに鈍化に転じ、4月は同2.5%と約2年半振りの水準まで低下した。食品・エネルギーを除いたコア上昇率（同2.1%）、非コア上昇率（同3.3%）共に鈍化した。

中銀は2 会合連続で据え置き

こうした中、中銀は昨年11月と今年1月の金融政策委員会（MPC）で、政策金利（翌日物レポ金利）を洪水被害の緊急措置として0.25%ポイントずつ引き下げた後、3月、5月は2 会合連続で据え置いた（現行金利：3.00%）。中銀総裁は5月の声明文で、物価は足元で一服しているものの、今後は復興需要や4月に実施されたインラック政権の目玉政策である最低賃金引き上げ（約40%）による内需拡大、原油高などでインフレ圧力が高まることへの懸念を示した。

②見通し：2012年の成長率は前年比5.5%へ加速

今後のタイ経済を展望すると、2012年は洪水からの復興需要や政府の治水事業に押し上げられ、成長率は5.5%へ加速しよう。2013年は4.8%と前年の成長ペースを下回るものの底堅い成長を予想する。

2012年後半以降、景気の回復ペースは高まろう。欧州経済低迷に伴う輸出の下押し圧力は残るものの、政府の大規模な治水事業が景気を押し上げよう。治水事業は堤防の建設、道路の改修、ハイウェイの高架の建設など多岐に亘る。2012年中に約3,000億バーツ（名目GDP比2.8%）の歳出が予定されているが進捗はやや遅れており、年後半の歳出拡大が見込まれる。また、生産活動の本格回復で雇用・所得環境が改善するとみられることや最低賃金引き上げが、個人消費を下支えすると考える。

2013年は、米国を中心とする海外景気の持ち直しと生産活動の正常化、さらに良好な雇用・所得環境を背景に消費拡大が見込まれることなどから、景気は堅調を維持しよう。

物価は年後半にかけて緩やかな上昇を見込む。復興需要に伴う内需拡大や原油価格の上昇、加えて最低賃金の引き上げが、物価の上昇圧力になると考える。もっとも、①政府は国営安売り店^(注)を開設するなど物価対策を実施、②企業は労働生産性の向上などで労働コスト上昇分をある程度吸収するとみられる、といったことなどから、インフレが懸念すべき水準まで加速することは回避すると考える。

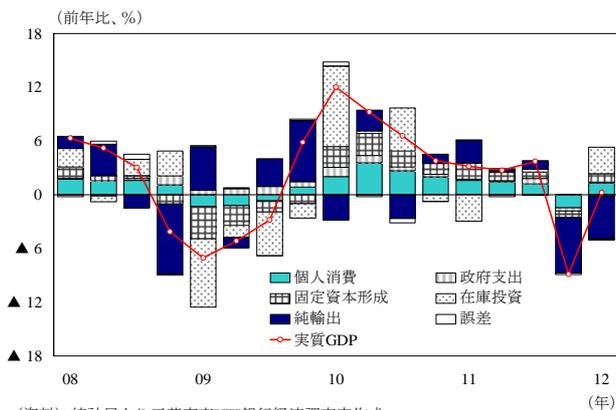
中銀は当面金利据え置き

こうした中、中銀は当面金利を据え置くと予想する。足元の統計で景気が洪水被害から順調な回復基調を辿っていることが確認されたことから、追加利下げを行う必要性は低いと考えられるためである。

(注) 「トゥークジャイ」と呼ばれる商務省直営の安売り店で、コメ、食用油、調味料など必需品を市価より2~3割低い価格で提供する。4月に1号店開設後、年内に最大1万店の設置を目指す。当初4~9月の半年間の営業を予定していたが、物価安定に資するため、期間を来年まで延長する方向で検討されている。

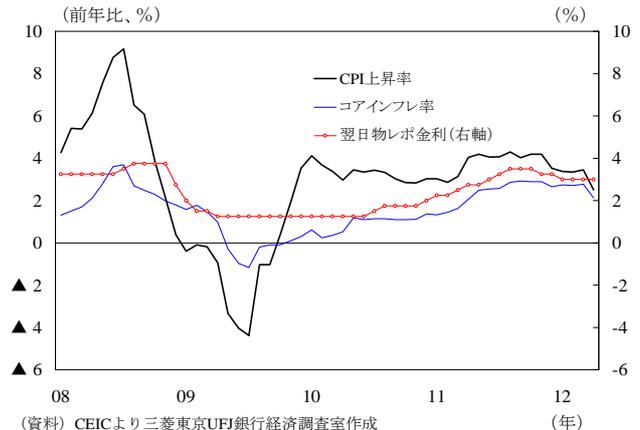
(福永 雪子)

第 25 図：タイの実質 GDP 成長率



(資料) 統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 26 図：タイ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

(4) フィリピン

① 現状：景気は底堅く推移

フィリピン経済は、欧州経済減速の影響を受けつつも、内需が下支えとなり底堅く推移している。第4四半期の実質GDP成長率は前年比3.7%と、前期(同3.6%)を小幅上回った。欧州経済減速で低迷する外需を堅調な内需が下支えた。

足元の指標は、景気の堅調が持続していることを示唆している。欧州経済減速の影響で低迷していた企業部門は持ち直している。第1四半期の輸出は前年比+5.0%と3四半期ぶりに小幅ながら加速した。主力の電子機器類を中心に、ASEAN及び日本、米国向けなどが回復した。また、輸出の回復を起点に、同期間の鉱工業生産が同+8.0%とプラスに転じたほか、企業マインド現況指数も51ポイントと前期(同38.7ポイント)から大幅に改善した。他方、家計部門は堅調を維持している。第1四半期の海外労働者送金(OFW)は前年比+5.4%と底堅く推移しており、個人消費の支えになったと考えられる。

物価は小幅上昇

物価は足元で小幅上昇に転じている。4月の消費者物価上昇率は前年比3.0%と6カ月ぶりに上昇した。ウェイトの大きい食料品(同+1.8%、前月:同+1.4%)に加え、衣類(同+4.6%、同:同+3.6%)や医療(同+3.3%、同:同+2.8%)などの伸びが高まった。

中銀は1月以降、金融緩和を行うも、足元打ち止め感

中銀は1月、3月の金融理事会で、政策金利を各々0.25%ポイント引き下げた(現行水準:翌日物借入金利4.0%、貸出金利6.0%)。もっとも中

銀は4月の会合で、原油価格の高騰などによるインフレ圧力の高まりへの懸念を示したため、市場では利下げ打ち止め観測が高まっている。

② 見通し：2012年の成長率は前年比4.0%

今後のフィリピン経済を展望すると、堅調な内需に加え、外需が緩やかに持ち直すことから、2012年の成長率は4.0%、2013年は4.7%と回復基調が持続すると予想する。

フィリピンの欧州向け輸出比率は約14%とタイやインドネシア（いずれも約11%）と比べて相対的に高いため、欧州経済の低迷が重石になるものの、堅調な雇用・所得環境や海外労働者送金を支えに個人消費が底堅く推移すると考える。消費をみる上で重要な海外労働者送金については、2013年にかけて米国経済の成長ペースがごく緩やかながらも高まる中、最大の送金国である米国（シェア45%）からの送金額が底堅く推移するとみる。

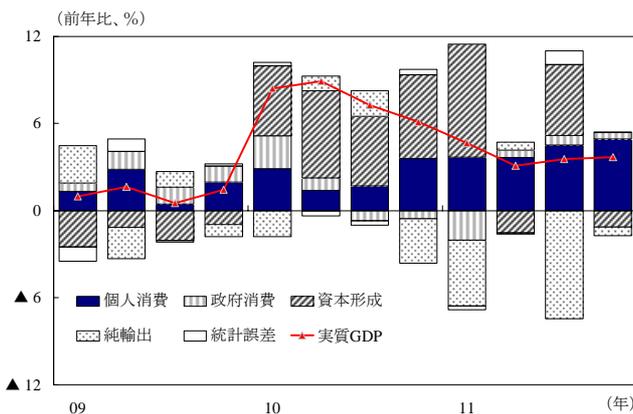
財政出動の加速が内需を下支え

更に、財政出動の加速が見込まれることも景気の下支えになると考える。政府は景気テコ入れのため歳出拡大策を発表しているが、計画は遅延しており、政府は2012年後半以降、歳出ペースを加速させるとしている。

景気が緩やかな回復基調を辿ることが見込まれる中、中銀は当面金利を据え置こう。既に政策金利は史上最低水準まで引き下げられており、インフレ圧力の高まりを懸念する中銀は、追加利下げをする必要性は低いと考えるためである。

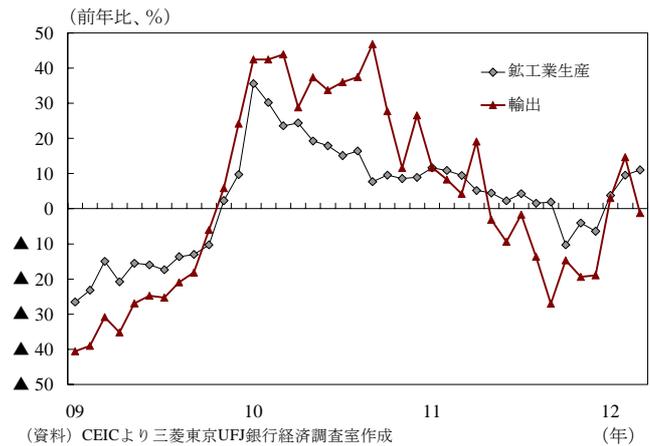
(福永 雪子)

第27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28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銀行経済調査室作成

5. その他アジア

(1) インド

①現状：景気は持ち直しの動き

インドでは 2012 年 1-3 月期の鉱工業生産が前年比+0.4%（前期：同+1.2%）へ鈍化するなど減速傾向が続いている。輸出の鈍化に加え前年のベース効果の影響もあり、特に製造業が伸び悩んでいる。

一方、1-3 月期の乗用車販売台数が同+14.7%（前期：同▲2.1%）と急拡大するなど、民間消費は総じて堅調を維持している。一部自動車メーカーにおけるストライキに伴う生産減など供給サイドの要因が剥落したほか、メーカー各社によるディーゼル車投入効果などが需要喚起につながっている。

依然根強いインフレ圧力

インフレ率は一旦ピークアウトしたものの高止まりしている。卸売物価上昇率は昨年 9 月の前年比 10.0%をピークに 3 月には同 6.9%と約 2 年振りに 7%以下の水準まで低下したが、4 月には同 7.2%へ再上昇した。工業製品価格の上昇ペースが鈍化しつつある中、野菜や高タンパク食品など食品価格の高騰が主な押し上げ要因となっている。

中銀は 3 年振りの利下げを実施

コアインフレ率の代替指標とされる工業製品価格の低下などを受け、インド準備銀行（RBI、中央銀行）は、4 月に約 3 年振りとなる利下げを決定、主要政策金利であるレポレートを 50bps 引き下げ 8.0%とした。しかし根強いインフレ懸念などから追加の緩和の可能性は示唆しなかった。

②見通し：景気は緩やかに持ち直しへ

今後インド経済は内需を中心に緩やかな持ち直しが見込まれる。賃金上昇に加え農村向けの雇用保障スキームなどが民間消費を下支えするほか、インフラ分野を中心に投資拡大が期待できる。2013 年度には米国を中心とする海外景気の回復に伴う輸出拡大も景気拡大を後押ししよう。ただし当面、利下げ余地が限られることなどから民間投資の本格回復は期待し難く、回復ペースは緩やかなものにとどまろう。また燃料不足を背景に発電所などの設備稼働率がピーク時を大幅に下回るなど供給サイドでのボトルネックも成長制約要因として指摘される。実質 GDP 成長率は 2011 年度（見込み）の前年比 6.9%に対し 2012 年度は同 7.3%、2013 年度は同 7.5%を予想する。

物価は高止まり

物価は高止まりが予想される。前年のベース効果や国際商品価格の落ち着きなどが目先インフレ緩和要因として考えられるものの、所得水準の上昇に伴う生活スタイルの変化、高タンパク食品の消費拡大など需要面からのインフレ圧力は根強い。政府・当局は、農業部門向けローン拡大や最低買取価格などのインセンティブを通じた供給能力の拡大、倉庫設備の整備などを通じて食品価格の安定化を目指しているが、供給面での問題を解消するのは容易ではなさそうだ。

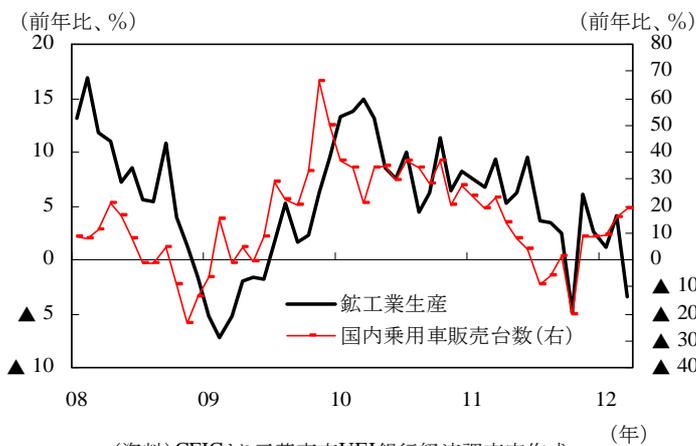
経常赤字は高水準で推移

足元、経常赤字および財政赤字の拡大などファンダメンタルズ悪化への懸念などからルピー安圧力が強まっており、ルピーの対ドル相場は、一時、

1ドル=56ルピー台の過去最安値を記録した。世界経済の減速に伴い輸出が伸び悩む中、輸入の3割を占める原油および同1割を占める金など国際商品価格の高騰を背景に貿易赤字が拡大しており、2011年度の経常赤字はGDP比▲3%台（2010年度：同▲2.6%）拡大、2012年度についても高水準での推移が見込まれる。政府は3月に金の輸入税引き上げ（2→4%）を発表、足元の国際商品価格の軟化もあり一定の貿易赤字抑制効果が期待される。もっとも経常赤字の改善には、世界経済の持ち直しに加え、補助金削減や電力部門の改革などエネルギー効率の向上が不可欠であろう。

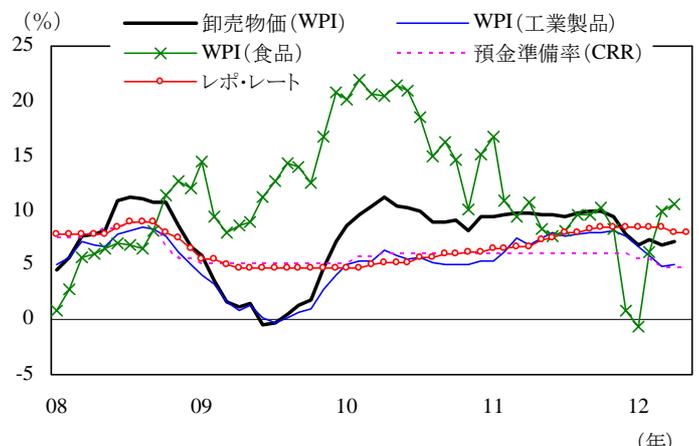
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第29図：インドの生産・消費動向



（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第30図：インド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：第1四半期の成長率は4.0%へ急減速

ベトナム経済は急減速している。第1四半期の実質GDP成長率は前年比4.0%と、昨年第4四半期（同+6.1%）の伸びを大幅に下回った。業種別にみると、最大のウェイトを占める鉱工業・建設業（同+2.8%）の鈍化が目立った。

景気減速の主因はインフレ抑制のための政府の引き締め策である。政府は昨年2月以降、インフレ抑制、通貨安定のため金融引き締めを推進している。この結果、第1四半期の融資残高は前年比▲2.1%と減少に転じた。また、同期間に倒産した企業は、不動産・建設業を中心に前年比+14.8%に上っており、経済環境は厳しさを増している。

インフレはピークアウトするも依然高水準

消費者物価上昇率は昨年8月にピークアウトしており、5月は前年比8.3%と、2010年8月以来の水準まで低下したが、依然、高水準であることには変わらない。インフレの高止まりを背景に家計の購買力は低下しており、1-4月期の実質小売売上高は前年比+6.1%と前年同期（同+7.7%）から一段と減速した。

こうした中、ベトナム国家銀行（中銀）は景気テコ入れのため、3月に約3年ぶりの金融緩和に踏み切った。その後、4月、5月と3カ月連続で、主要政策金利であるリファイナンス・レート（15%→14%→13%→12%）

及びディスカウント・レート（13%→12%→11%→10%）を各々1%ポイントずつ引き下げた。

②見通し：2012年は5.8%、政府目標を割り込む見込み

今後のベトナム経済を展望すると、2013年にかけて金融緩和や経済対策などを支えに景気は持ち直すとみられるが、回復ペースは緩やかにとどまり、2012年通年の成長率は5.8%と政府の目標（6～6.5%）を下回ると予想する。2013年は米国を中心とした世界経済の持ち直しに伴う輸出の回復や利下げ効果の浸透で、成長率は前年比6.2%へ小幅加速するであろう。もっとも、政府の2015年までの成長率の中期目標（7～7.5%）には及ばないと考える。

政府は5月、総額29兆ドン（名目GDP比約1%）規模の経済対策を打ち出した。資金繰りが厳しい中小企業を中心に法人税の支払い延期や土地使用料の大幅削減などを実施するもので、現在開催中の国会で承認される見通しとなっている。もっとも、グローバル金融危機時の経済対策（同約10%）と比べて規模ははるかに小さく、景気浮揚効果は限定的なものにとどまると考える。景気は、金融緩和継続の方針を明示する中銀が年後半にかけても追加利下げを行うとみられること、世界経済の回復で輸出の伸びが高まるとみられることに下支されよう。

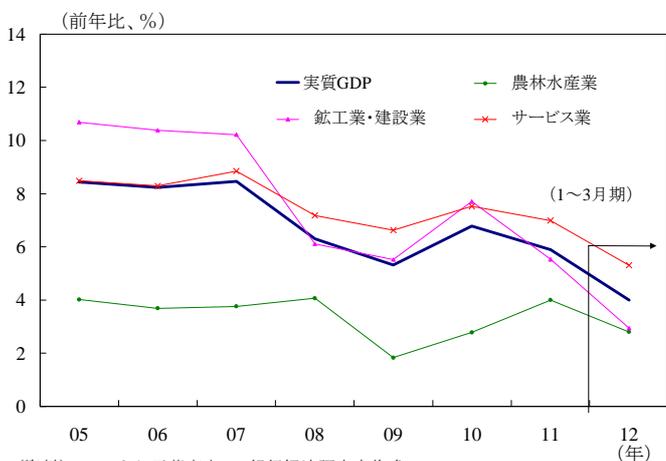
インフレは高止まり

インフレは一服するとみられるが物価上昇圧力は根強く、2012年の消費者物価上昇率は前年比10.4%と高止まろう。原油価格を反映した石油製品価格の引き上げ^(注)や、5月からの公務員の最低賃金引き上げなどがインフレ圧力となる可能性があり注視が必要である。

(注) 今年に入り石油製品価格の調整は計4回実施された。うち3月、4月は引き上げ、5月は2度にわたり引き下げ。レギュラーガソリンを例にとると、3月、4月の引き上げ幅は合計3,000ドン、5月の引き下げ幅は1,100ドンで、全体でみれば引き上げ幅の方が依然大きい。

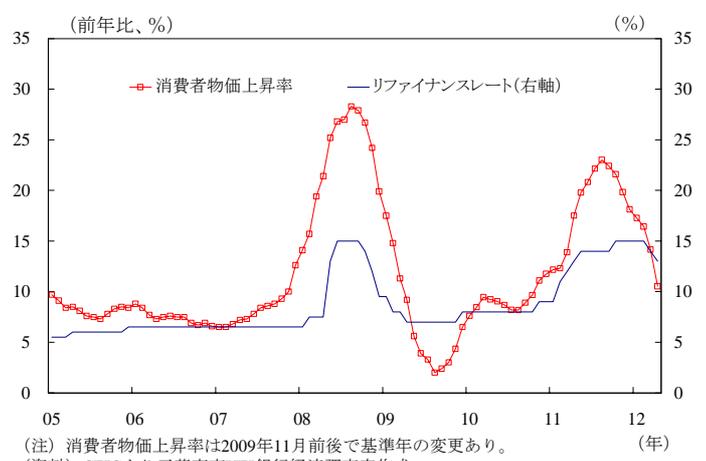
(福永 雪子)

第31図：ベトナムの実質GDP成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第32図：ベトナムの消費者物価上昇率



(注) 消費者物価上昇率は2009年11月前後で基準年の変更あり。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

V. オーストラリア

～ 非資源部門の低迷で景気拡大は緩慢 ～

政府が財政黒字化を目指すなか、追加利下げが景気浮揚の鍵に

1. 経済動向

非資源部門の低迷で、豪州経済の回復ペースは緩やか

豪州経済の景気拡大ペースは、緩やかなものにとどまっている。2011年10-12月期の実質GDP成長率は前年比2.3%と、前期（同2.6%）から減速し、3%程度とみられる潜在成長率を下回った（第1図）。世界的な景気減速の中で資源部門と非資源部門の成長格差、すなわち「二速経済」（two-speed economy）が顕在化し、非資源部門の低迷が重石となった。

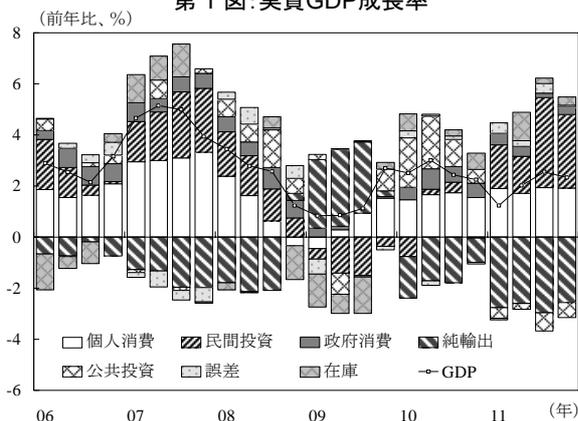
企業部門は足踏みをしている。PMI指数は昨年後半に底打ちしたものの、1月以降伸び悩み、3月は49.5ポイントと、再び拡大と縮小の分岐点である50ポイントを割り込んだ。

設備投資は二速経済における明暗が鮮明となっている。好調なのは鉱業部門で、中長期的な世界的な資源需要の拡大を視野に入れた積極的な設備投資を行うなか（第2図）、10-12月期についても前年比+79.5%と、前期（同+67.9%）から一段と加速した。これに対し、低調な非鉱業部門の設備投資額は同+0.2%とほぼ横ばいにとどまった。豪ドル高の影響で製造業や卸売・小売業などが軟調だったほか、低調な住宅市場を反映し建設業も不冴だった。

非鉱業部門は豪ドル高の影響で軟調

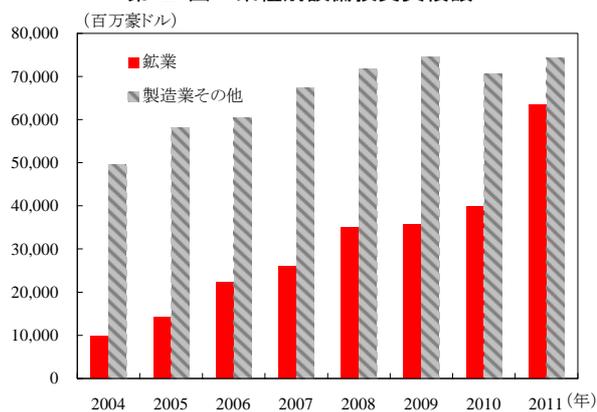
輸出は鈍化している。1-3月期は前年比+2.2%と、前期（同+10.6%）

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：業種別設備投資実績額



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

輸出は鈍化、実需の低迷と国内供給能力の復旧遅延が下押し

の伸びを大きく下回った。豪ドル高や軟調な世界経済による資源需要の低迷、加えて昨年甚大な洪水被害を受けたクィーンズランド州における炭鉱の復旧作業の大幅な遅れが下押しした。石炭生産の正常化は、当初、昨年半ばに目処がつくとみられていたが、炭鉱から土砂を除去する作業や、輸送インフラの復旧に時間がかかり遅延している。

家計部門に目を転じると、雇用は総じて緩やかな回復基調を辿っている。雇用者数は昨年12月（前年比横ばい）に底打ちしており、1-3月期は同

+0.6%と小幅増加した。雇用面でも二速経済の影響が出ており、直近四半期（2011年12月～2012年2月）の雇用者数は、鉱業（前年比+21.7%）が大幅な伸びをみせた反面、輸送・郵便・倉庫（同▲7.7%）、宿泊・外食（同▲7.4%）、卸売（同▲7.0%）など不況業種は軒並み減少した（第3図）。

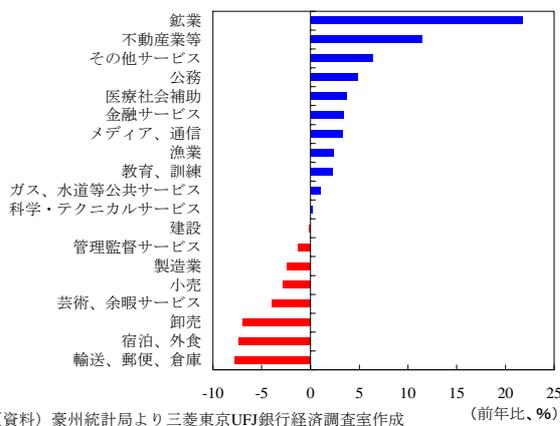
家計部門はモメンタムに欠けるが底堅い展開

こうしたなか、個人消費はモメンタムに欠けるものの底堅さを維持した。1-3月期の実質小売売上高は前年比+2.9%と、2000年以降の長期平均（同+3.7%）は下回ったが、前期（同+1.4%）から加速した。雇用者所得（総労働時間×賃金指数）は1-3月期、前年比+4%と前期（同+5.0%）の伸びを下回ったが、インフレの沈静化が実質所得の増加に寄与したと考えられる。

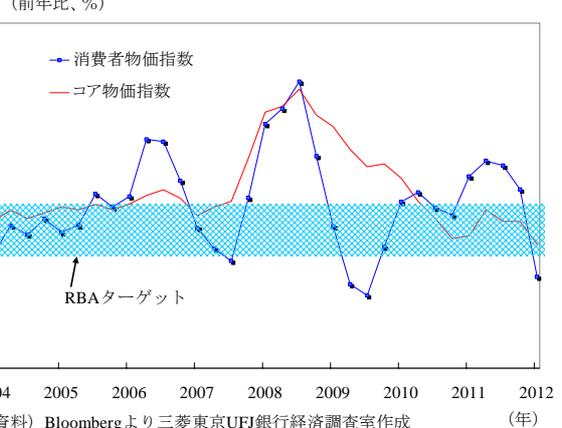
インフレ圧力は緩和

インフレ圧力は緩和している。1-3月期の消費者物価上昇率は前年比1.6%と、前期（同3.1%）の伸びを下回り、2年半ぶりの低い伸びとなった（第4図）。景気拡大が緩やかにとどまることに伴う需給の緩みと、洪水による物価の一時的上昇からの反動というテクニカルな要因の双方が働いたとみられる。

第3図：業種別雇用者増減率



第4図：消費者物価上昇率



2. 今後の見通し

2012年の成長率は前年比3.0%、潜在成長率並みの伸び

今後の豪州経済を展望すると、2012年の成長率は前年比3.0%と、潜在成長率並みのペースを予想する。

新税導入が企業部門を下押し、法人税減税も見送り

企業部門のうち、資源部門の大型設備投資が加速するとみられることはプラスの材料だが（注1）、7月以降は資源税、炭素税などの新税が導入されることが下押し材料となる。また従来見込まれていた法人税の引き下げが、先日公表された2012年度（注2）の新予算案（詳細後述）で見送られた。そのため、企業部門全体でみれば緩やかな拡大にとどまろう。

輸出は世界経済の緩やかな持ち直しによる資源需要の高まりが見込まれるが、石炭生産の復旧の遅れが下押し圧力として残ると考える。そうしたなか、雇用は緩やかな改善基調を辿ろう。個人消費は雇用・所得環境の緩やかな改善や利下げを支えに、底堅く推移すると予想する。

2013年の成長率は3.4%へ加速しよう。企業部門が堅調な資源部門の設備投資に加え、石炭生産復旧による輸出の回復で拡大基調を強めるなか、個人消費は雇用の改善や利下げを支えに底堅く推移すると予想する。

消費者物価上昇率は、2012年後半にかけ緩やかに上昇に転じよう。これは、①年後半、洪水による一時的な物価上昇の反動が剥落する、②7月以降の資源税及び炭素税の新税導入が、消費者物価上昇率を0.7%ポイント押し上げると想定される（RBA（豪州準備銀行）試算）、といったためである。

（注1）資源部門では、これまで構想段階だった大型プロジェクトの具体化が相次いでいる。中銀は5月の四半期金融政策報告で、2012年度の設備投資予想額は名目GDP比約9%と、過去50年間の平均（約2%）を大幅に上回る水準に達するとの試算を出した。

（注2）豪州政府の財政年度は当該年の7月～翌年6月まで。

第1表：豪州経済の見通し

	2011年	2012年	2013年
実質GDP成長率 (%)	2.0	3.0	3.4
消費者物価上昇率 (%)	3.4	2.4	2.9
経常収支 (億ドル)	▲ 329	▲ 421	▲ 461

見通し

トピックス：2012年度予算発表～5年ぶりの黒字転換を目指す

5月8日、豪州政府は2012年度の予算案を発表した。同予算案には5年ぶりに財政黒字に転じることが明記された（第5図）。豪州の財政収支は2007年度まで黒字を維持していたが、リーマンショック後の財政出動で2008年度に赤字に転じ、2009年度の赤字幅は名目GDP比4.2%とピークに達した。その後は縮小傾向にあるが、2011年度も依然同3%規模の赤字を抱えている。こうしたなか、政府は2012年度に一気に黒字（名目GDP比0.1%）に転換する方針を打ち出した。

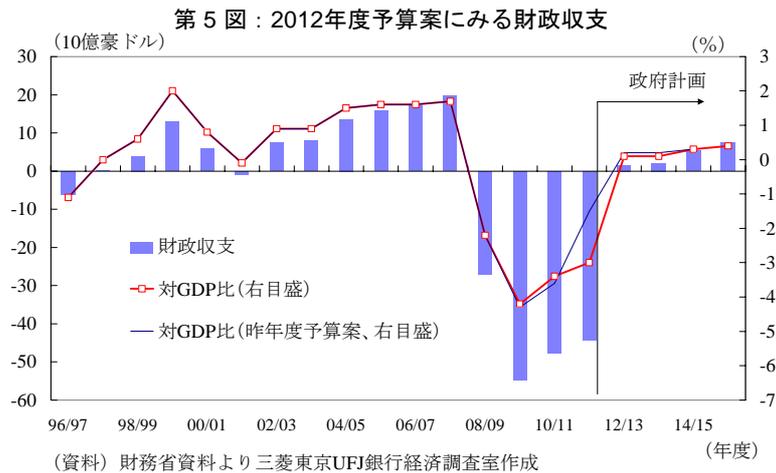
予算案の中身をみると、歳入は炭素税や資源税（鉱物資源使用税）の導入に伴う税収増加、資源税導入の一環として予定されていた法人税減税の見送りなどから3,688億豪ドル（前年比+11.8%）と前年（同+9.3%）を上回る伸びとされた。これに対し歳出は3,642億豪ドル（同▲1.9%）と減少に転じた。歳出の伸びがマイナスをつけるのは、統計で確認できる1972年度以降、初めてとなる。歳出を概観すると、国防費や海外援助費が削減された。ただし、低所得者層への現金支給や学生への所得支援は盛り込まれており、2013年に行われる総選挙を意識した内容となっている。なお、財政黒字化のシナリオのなかで、政府は中銀の0.5%ポイントの追加利下げを前提としている。

政府の財政黒字化計画は中銀の利下げを前提

GDP比3%規模の財政赤字を単年度で黒字に転換させるという政府の青写真に対しては、実現を疑問視する見方もある。しかし、欧州債務問題を契機に財政赤字に対する視線が世界的に厳しくなるなか、豪州政府が財政の健全化に取り組む姿勢は評価できる。資源国である豪州は、外資系資源会社などへの支払い利子、配当金などを含む所得収支の支出が大きく、

経常赤字が定着している。海外からの安定的な資金流入は、豪州経済にとっては必要不可欠であり、政府が財政健全化の実現に注力する原動力になっている。

一方、仮に財政健全化が達成できなければ、市場に失望感が広がりかねない。政府が毎年末に発表する「政府年央経済・財政見通し」で、進捗状況に注目が集まる展開となろう。



3. 金融政策

(1) 金利動向

50bps の大幅利下げ、市場にサプライズ

RBA は 5 月 1 日の金融政策決定会合で、政策金利（インターバンク翌日物金利であるキャッシュレートの目標値）を 0.5%ポイント引き下げ、3.75%とした（第6図）。4月の会合時の声明で、RBA が利下げへの地均しともとれる表現をしていたこと、その後発表された物価関連指標が予想を下回ったことなどから利下げ自体は市場にも織り込まれていたが、利下げ幅は予想を上回るものだった。

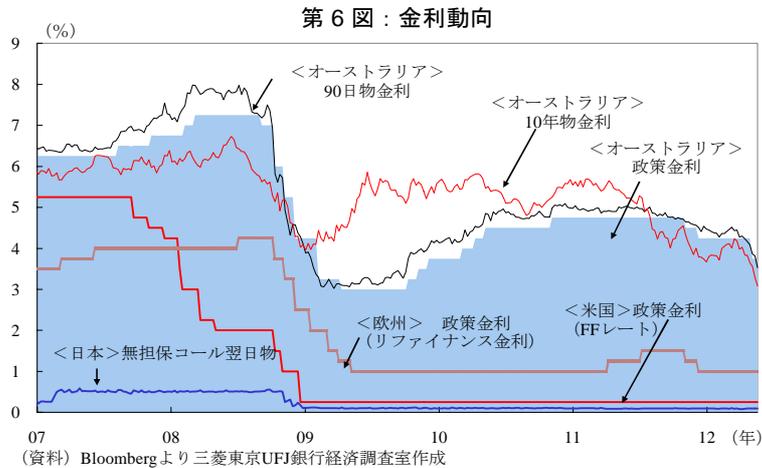
利下げは内需の下支えを意図したものであるが、予想を上回る利下げ幅となったのは、貸出金利水準の適正化を図る意図もあったとみられる。RBA のスティーブンス総裁が決定後の声明文で、50bps の利下げが「借入金利を適切な水準にするため必要だ」と述べている。国内銀行は資金調達にあたり海外市場への依存を高めているが、欧州債務問題の影響で、海外からの資金調達コストは上昇しており、一部の大手銀行は RBA によるこれまでの利下げにもかかわらず、住宅ローン金利をむしろ引き上げていた。

8 月会合で追加利下げの可能性あり

今後については、RBA は大幅利下げの効果を見極めるため、目先は様子見しよう。次の節目は、7月公表の4-6月期の物価指標を確認した後の8月会合となる。前述のとおり、政府が財政黒字化を目指し歳出を抑制するなか、利下げは目下、景気浮揚の鍵を握っている。RBA はインフレ圧力の緩和が確認されれば、追加利下げに踏み切ると予想する。

市場金利をみると、中銀が利下げの可能性を示唆した4月以降、長短金

利ともに低下基調を辿っている。中銀の追加利下げ観測が燃る中、長短金利ともに当面低下しやすい地合いが続こう。



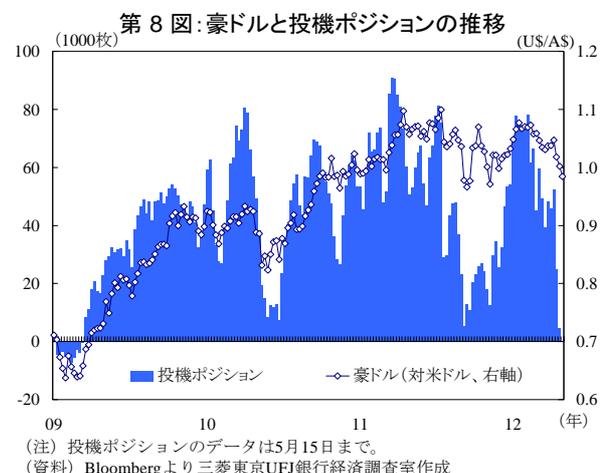
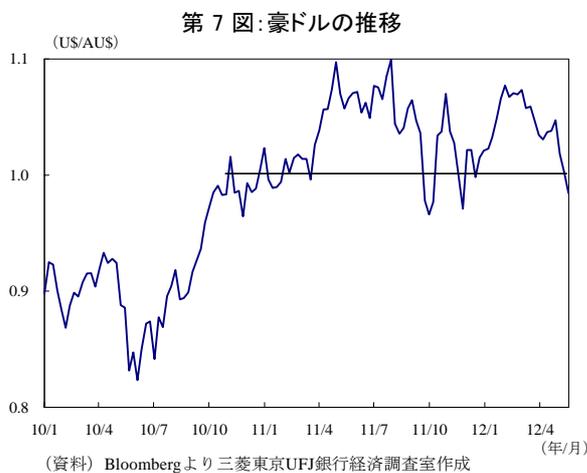
(2) 為替動向

豪ドルはこのところ軟調に推移

豪ドルはこのところ軟調に推移している（第7図）。年初以降、欧州債務問題の一服で上昇基調を辿った豪ドルは、3月初旬には1豪ドル=1.081ドルと直近のピークをつけた。しかし、その後は豪州の軟調なGDP統計とそれに伴う景気の先行き不透明感、RBAの追加利下げ観測、また最大の輸出先である中国の成長ペースの下振れなどで下落した。さらに足元でギリシャの政局混乱によるリスク回避の動きが豪ドル売りに拍車をかけ（第8図）、5月14日には1豪ドル=0.996ドルと約5カ月ぶりにパリティ（ドルと等価）を割り込んだ。

豪ドルは、資源国通貨、相対的な高金利通貨などの強みから、大幅下落は回避しようが、追加利下げ観測が燃るなか目先はパリティを挟んだ軟調な展開を予想する。

対円相場は対ドル相場と同じく、このところ下落基調を辿っている。先行きについても当面軟調な推移を予想する。



(福永 雪子)

VI. 中南米

～地域全体では緩やかな成長見込むも、成長格差も広がる～

1. 中南米全般

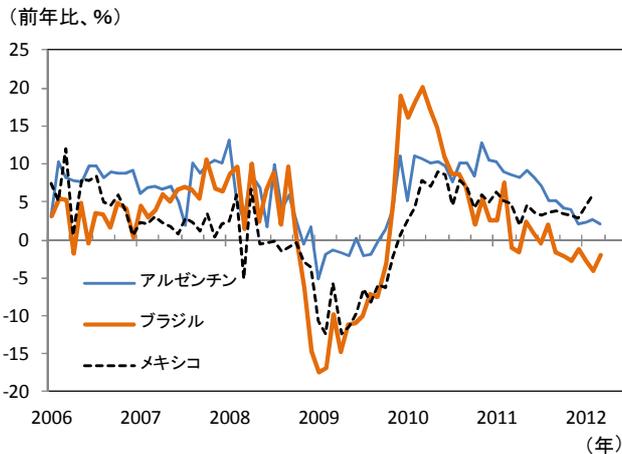
景気は揃って減速のあと、回復力にバラツキ

中南米主要3カ国の景気は、総じて2011年後半から2012年初にかけて減速傾向となった。欧州をはじめとする世界経済の成長ペース鈍化が各国の輸出と生産の伸び悩みをもたらした(第1、2図)。年明け以降は、メキシコは生産が拡大、ブラジルも一部の経済指標に底打ちの兆しがみられるのに対し、アルゼンチンは経済政策の迷走もあり、先行き懸念が広がっている。

インフレは総じて安定も、アルゼンチンの実態インフレには上昇の懸念

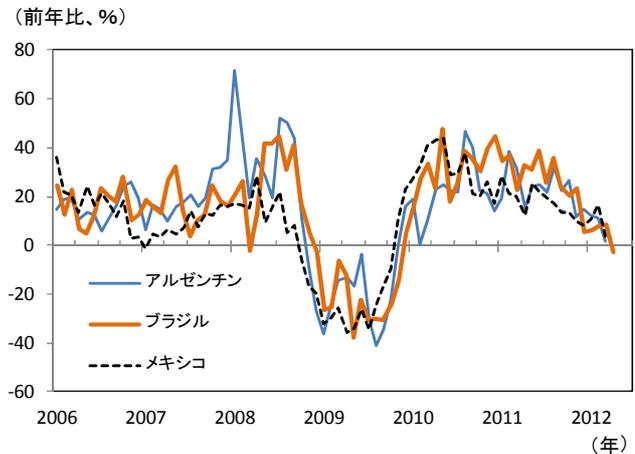
消費者物価上昇率は、ブラジルでは予想を上回るテンポで低下してきており、市場予想以上に利下げが実施された。メキシコでは景気が好調なことから、インフレ率も中央銀行のインフレ目標範囲の上限(4%)近くで推移している。これに対し、アルゼンチンでは公式インフレ率は10%弱で横這いだが実態のインフレ率は20%超という見方もあり、更なる加速も懸念される。

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

主要3カ国の景気は、メキシコ>ブラジル>アルゼンチンの順に好調

メキシコは自動車生産で飛躍

ブラジルは金融緩和が下期の内需をサポートする見通し

アルゼンチンはスタグフレーション的状況になるおそれも

昨年第4四半期のメキシコ経済は、干ばつの影響もあり成長率は前期比0.7%に減速した（第3四半期は同1.2%）が、年明け後は自動車生産が好調で、2012年第1四半期の成長率は、同1.3%に加速した。北米の自動車生産拠点として地歩を固めているメキシコは、内外需ともリーマンショック後の冷え込みから立ち直りつつあり、3カ国の中で最も景気が好調といえよう。メキシコ経済にとっての当面の注目点は、南米向け自動車輸出自主規制の影響である。また、インフレは中央銀行の目標上限近くであり、やや警戒を要する。

ブラジルの昨年第3四半期の成長率は前期比▲0.1%だったが、第4四半期はプラス成長に戻り（同0.3%）、回復のきっかけをつかんだ。第1四半期の成長率は低迷した模様だが、当局が予想以上のスピードで利下げを実施しているほか、雇用情勢も依然良好なので、下期にかけて内需主導の景気拡大が期待できよう。政策的な貸出増加は将来、不良債権の増加につながる懸念があるが、当面は景気のサポート要因となり、下期以降、景気は緩やかな拡大ペースが続くだろう。

アルゼンチンは、景気先行指数の低下が続いており、景気後退の懸念も出ている。世界経済の鈍化といった循環的要素からの不振に加え、インフレ放置、民間企業や外資に敵対的な政策といった同国の経済政策への不信が、民間の経済活動を委縮させている可能性がある。

今後、各国の経済パフォーマンスには、それぞれ独自色が色濃く出てくると思われる。「中南米」とひとくくりでみることは難しく、個別に観察していく必要があるだろう。

2. 主要国動向

(1) ブラジル

①現状

景気は 2011 年第 4 四半期に底打ち。弱いながら回復中

ブラジル経済は、2011 年第 3 四半期に景気の減速感が強くなった。世界経済の鈍化を原因とする輸出の伸び悩み、レアル高による国内工業部門の不振などから、2011 年第 3 四半期の成長率は前期比▲0.1%に低下した。しかし、第 4 四半期は同 0.3%とプラス成長に戻り、2012 年第 1 四半期の成長率も小幅ながらプラス成長を維持した模様だ（第 3 図）。回復力はまだ弱い、失業率は 6%付近と歴史的な低水準に留まり、消費者信頼感も安定するなど、家計部門は一部に底堅さを維持している。一方、インフレは沈静化しつつあり、4 月の消費者物価上昇率は、前年比 5.1%となっている（第 4 図）。コア・インフレ率も同 5.8%に鈍化している。

中央銀行は利下げを継続

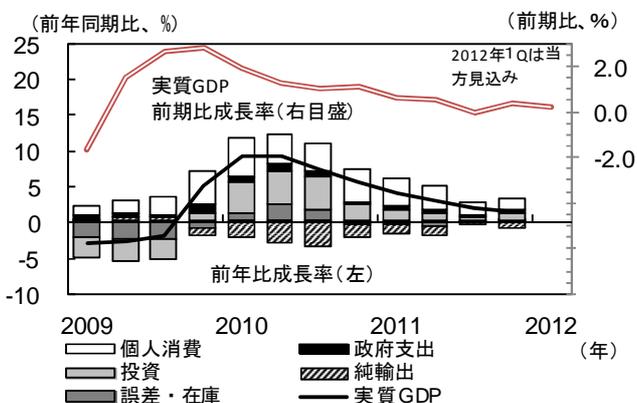
こうした環境下、中央銀行は国内景気への配慮から金融緩和を続け、4 月 18 日には 0.75%の利下げを実施、政策金利を 9.0%とした。2011 年 8 月以来の累計の利下げ幅は 3.5%となっている。

国際収支をみると、貿易黒字は世界経済の減速を主因に縮小している。2012 年 1-3 月は前年同期と比べて約 7 億ドル、22%減となった。外資系企業の本国向け送金が多いことから所得収支は恒常的に赤字となっているため、経常収支は毎四半期 100 億ドル以上の赤字が 2010 年から続いている。2012 年 1-3 月は 121 億ドルの赤字となった。

レアル相場は軟調

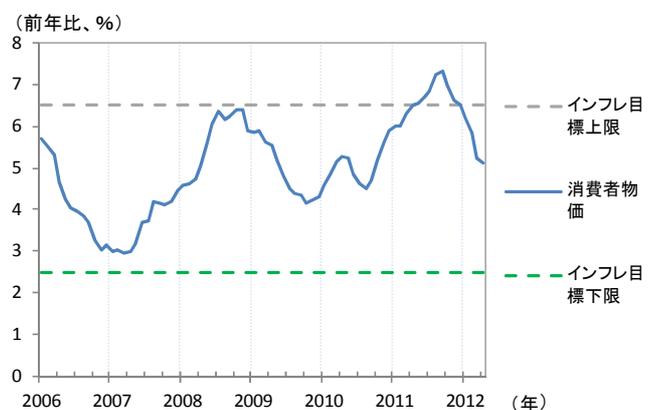
年明け後のレアル相場は、世界経済及びブラジル経済の先行き回復期待を主因に上昇する局面もあったが、当局のレアル売り介入（2 月）を受け下落に転じた。その後は、景気減速や金融緩和を背景に、レアル相場は軟調に推移している。ブラジル財務相の発言によると、1 ドル=1.8 レアルを下回る水準を妥当としている。

第 3 図：ブラジル実質 GDP 成長率



(資料) ブラジル国家統計局

第 4 図：ブラジルの消費者物価上昇率



(資料) ブラジル国家統計局

②今後の見通し（实体经济）

景気は内需主導で緩やかに回復へ。通年では3.5%を予想

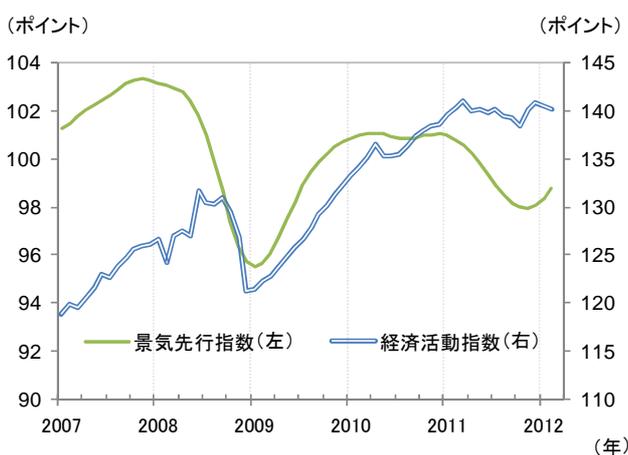
昨年10-12月期から景気は回復に転じたが、第1四半期もまだ成長率は低く留まり、回復力はまだ弱い。GDPの代理指標とされる経済活動指数をみると、1-3月平均は昨年10-12月平均を0.1%上回るに留まったからだ（第5図）。しかしながら、景気先行指数も昨年11月を底に上昇してきており、景気は徐々に持ち直していく公算が大きい。大型プロジェクトの継続と累次の金融緩和による内需刺激効果が、景気の下支え要因になると期待できるからだ。

当面の景気押し上げ要因は、所得底上げと金融緩和

家計を取り巻く環境は、依然良好である。同国にとって歴史的な低水準の失業率に加え、実質賃金は上昇傾向を維持している。また、2012年の最低賃金は月額622リアル、前年比+14.1%と過去5年で最も高い伸びとなり、低所得者層の所得の底上げが見込まれる（第6図）。また、これまでの利下げ効果も家計に追い風となるだろう。

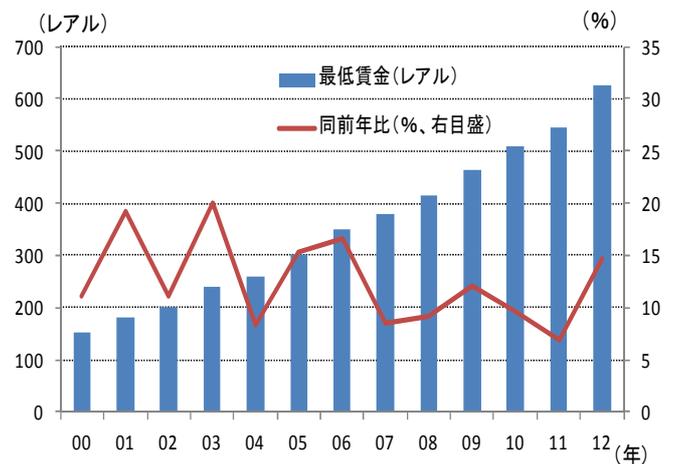
加えて、政府は景気対策として公的銀行に貸出増・金利の引き下げを指示し、民間銀行にも協力を要請している。後述するが、政策的な貸出強化は将来、不良債権を増やしてしまうおそれがあり、長期的には成長の阻害要因となる可能性もある。だが、少なくとも短期的には需要を喚起し、景気の下支えとなるだろう。

第5図：ブラジルの景気指数



(資料) OECD、ブラジル中銀

第6図：ブラジルの最低賃金



(資料) ブラジル雇用労働省

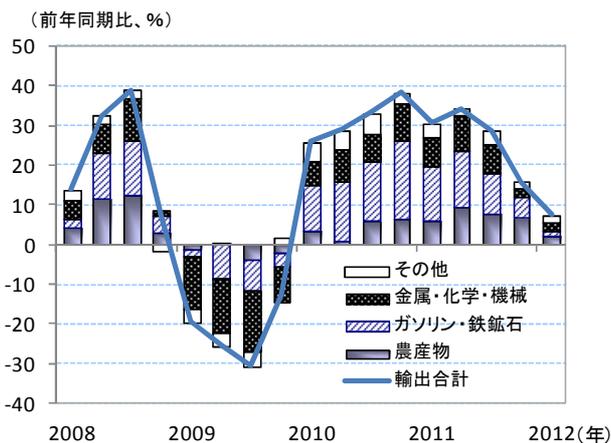
輸出低迷は続くも、外需依存は低く、影響は限定的。

一方、欧州債務問題が長引き、アジアの景気にも鈍化の兆しが見えていることから、外需には期待しにくい。品目別の輸出をみると、2010年から2011年にかけてけん引役となっていた一次産品（農産物、ガソリン、鉄鉱石）輸出の伸びが、昨年後半から大きく鈍化している（第7図）。現在の世界経済の状況を考えると、暫く外需の回復は望み薄だろう。

ただブラジルの輸出は名目GDPの1割程度であり、例えば輸出主導型経済の代表である中国やメキシコ（いずれも3割弱）と比べ、輸出依存度が低い。そのため、外需低迷の悪影響は比較的小さく留まろう。

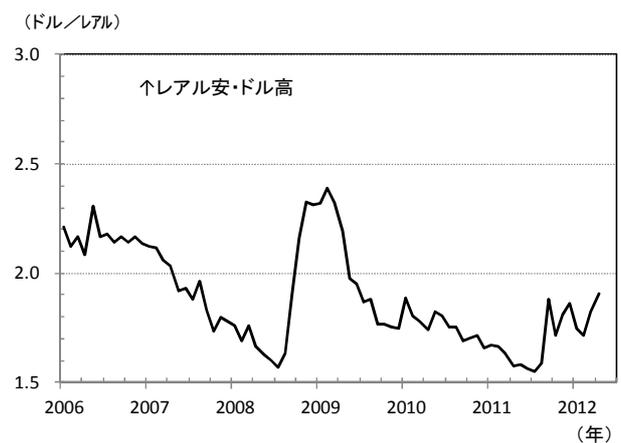
結論として、ユーロ圏を中心に欧米先進国の金融・資本市場が不安定化するリスクには注意が必要であるが、2012年のブラジル経済は内需主導で3.5%程度の成長を達成する予想である。2013年には、世界経済の安定から外需も一定の回復をみせ、内外需のよりバランスのとれた成長軌道に回帰し、ほぼ潜在成長率並みの4%程度となろう。

第7図：ブラジルの品目別輸出



(資料) ブラジル国家統計局

第8図：ブラジル・リアル相場の推移



(資料) ブルームバーグ

③今後の見通し（物価、国際収支、為替相場）

インフレ率は低下しつつも、年後半に底打ち

ブラジルのインフレ率は、家電への売上税減税による販売価格の低下も手伝い、ここまで予想を上回るペースで低下してきている。だが、失業率が低水準で推移し、賃金の上昇も簡単には収まらない可能性が高いため、今後の低下ピッチは鈍る公算が大きい。消費者物価上昇率は、インフレ目標の中心（前年比 4.5%）を下回ることはなく、年後半には底を打つことになろう。2012年通年の上昇率は5.1%と予想しており、2013年はやや加速し5%台半ばになるとと思われる。

経常収支は赤字基調が続く

貿易収支は、外需の低迷から小幅黒字に留まろう。外資系企業の配当支払いの拡大を主因に所得収支の赤字が続くとみられるため、経常赤字は2012年、2013年とも拡大が予想される。

年後半から緩やかなリアル高へ

リアル相場は、引き続き欧州債務問題への懸念などから不安定な動きが続こう（第8図）。世界経済が安定を取り戻せば、ブラジル経済の先行き回復期待とインフレ率の底打ち感から、年後半以降、相場のトレンドはリアル高となろう。但し、急激な上昇に対しては当局によるリアル売り介入も想定されるため、結果として上昇幅は限られるだろう。

④リスク要因

貸出急増による不良債権の増加

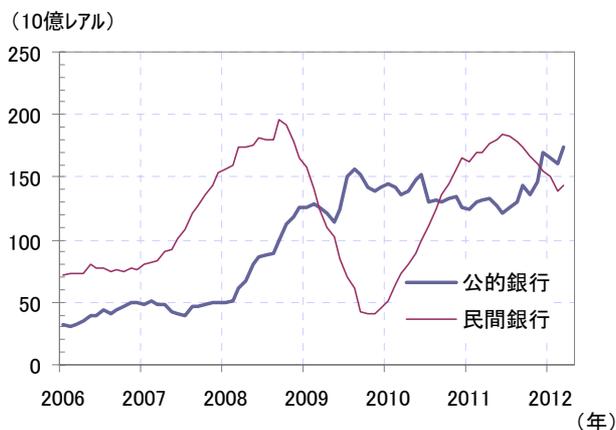
先に述べたとおり、ブラジル政府は銀行界に貸出増・金利引き下げを要請している。2008年のリーマンショック後には、民間銀行の融資態度が硬化する中、公的銀行が貸出を伸ばし、経済に資金を供給した。これは景気回復に大きく貢献したと思われる（第9図）。

ただ、その後民間銀行の貸出が回復しても公的銀行の融資は減少せず、結果として金融は緩和したままで、更に今回、政府は緩和のアクセルを踏もうとしている。

政策的な貸出増加は不況対策として必要なことであるが、逆に好況時には貸出にブレーキをかけ、非効率部門の整理に努める必要がある。アクセルのみの貸出政策は、非効率部門の温存につながり、いずれ不良債権の増加につながるリスクがある。ブラジルは、保護主義的政策も採用し、非効率とされる製造業部門を保護したまま、金融緩和策を強化しようとしている。不良債権比率をみると、公的銀行では足元まで悪化の兆しは見られないが（第10図）、将来の不良債権の増加に対しては、十分に注意しておく必要があるだろう。

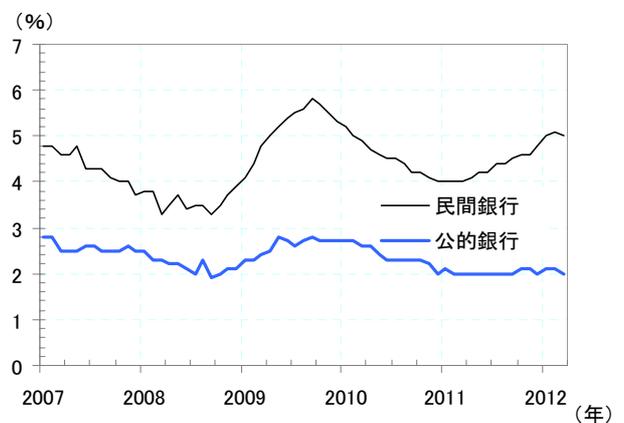
次に、欧州債務問題が深刻化するなか、欧州系銀行の資産圧縮が加速する懸念がある。これについては、地域全体の問題でもあるので、節を改めて説明する。

第9図：ブラジルの銀行貸出の推移



(資料) ブラジル中央銀行

第10図：ブラジル銀行部門の90日超延滞比率



(資料) ブラジル中央銀行

(2) アルゼンチン

①現状

2011 年後半から成長率は大きく鈍化。実態のインフレ率も依然として高い

実態のインフレ率は20%台で、更に悪化する可能性も

アルゼンチンの2011年の実質成長率は8.9%と高い伸びを維持した。しかし、同国の実質成長率は、インフレ率を過小評価することにより過大推計されており、実際の成長率はもっと低かったという指摘もある。現地のコンサルタント（Ecolantina 社）は、2011年の成長率は6.8%に鈍化していたと推計している。また、公式統計でも年後半の前期比成長率は、第3四半期0.9%、第4四半期0.8%と、第2四半期の2.3%から大きく減速していた。

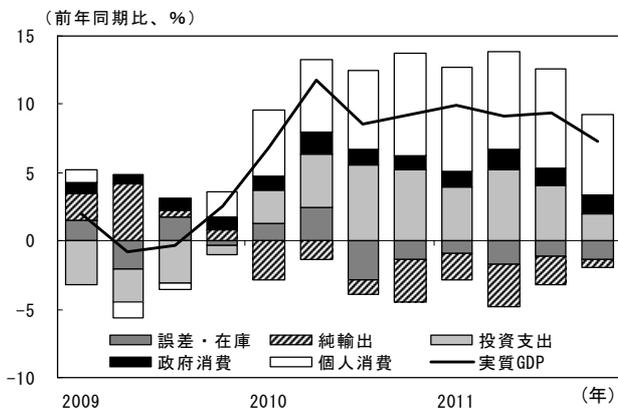
公式統計の前年比成長率を需要項目別にみると（第11図）、設備投資の伸びが鈍化している。この原因として、世界経済の鈍化による輸出の伸び悩みに加え、高進するインフレと不透明な経済政策への警戒感が挙げられよう。

同国のインフレ率（消費者物価）は公式には前年比9.8%（3月）とされているが、実態はもっと高いと思われる。民間コンサルタント8社の推計集計値では同23.2%になっている（第12図）。更に高い賃上げ率と、後述する輸入規制により、インフレ期待は一段と上昇している。3月のインフレ期待（向こう1年間の予想）は30%に上昇した。

国際収支面では、輸出の鈍化（前掲第2図）につれて貿易黒字が縮小。経常収支も下期は5.5億ドルの赤字に転落した。その対策として、昨年10月から政府は為替管理を開始。今年に入ってから輸入の事前届出制を始め、外貨流出の抑制に努めている。その結果、第1四半期の輸入は前年割れとなり、昨年後半に急減していた外貨準備高も増加に転じている（第13図）。だが政府は、石油会社の再国有化を突然発表するなど、保護主義的政策に走っている。今後、資本流入の障害となる可能性が懸念される。

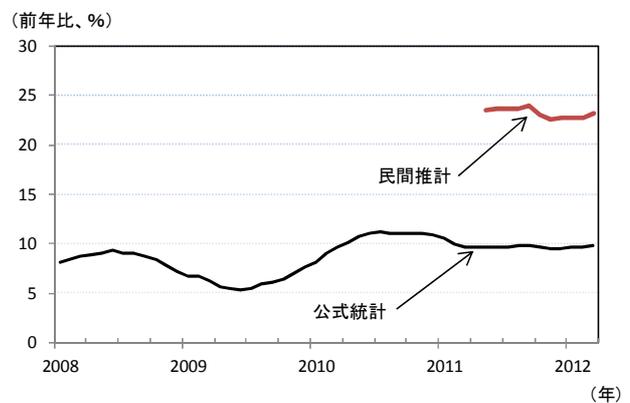
為替相場は、中央銀行が断続的にペソ買い・ドル売りの市場介入を実施しているため、緩やかなペソ安基調が続いている（第14図）。

第11図：アルゼンチンの実質 GDP



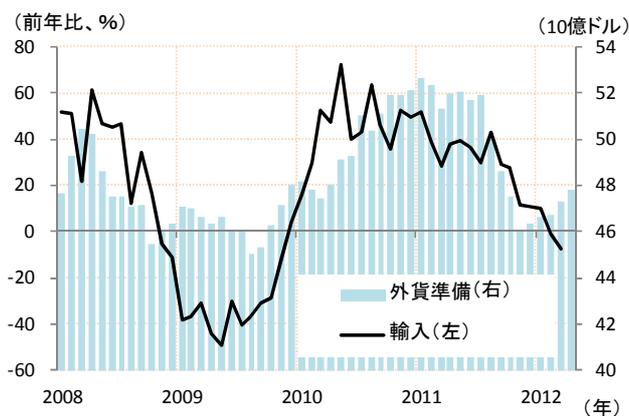
(資料) アルゼンチン国家統計局

第12図：アルゼンチンの消費者物価



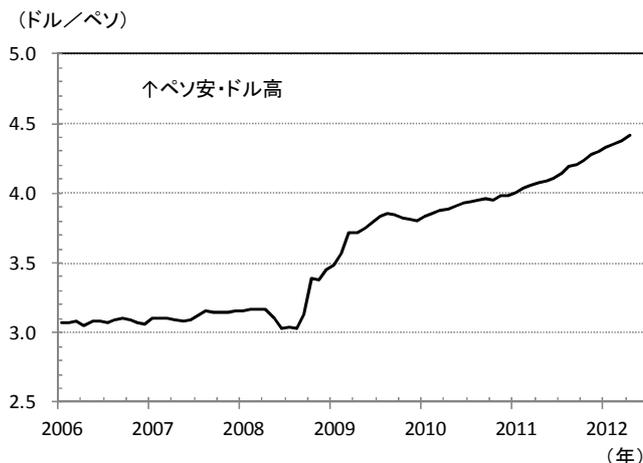
(資料) アルゼンチン国家統計局、在アルゼンチン日本大使館

第 13 図：アルゼンチンの輸入と外貨準備高



(資料) アルゼンチン国家統計局

第 14 図：アルゼンチン・ペソ相場の推移



(資料) ブルームバーグ

②見通し

景気後退入りの リスク増大

アルゼンチンの景気先行指数は、既に下降トレンドに入っている（第 15 図）。同指数を作成している Torcuato Di Tella 大学は、アルゼンチンが景気後退期入りする確率を 8 割と算出している。また政府が進めている主要企業の国有化政策は、今後同国への投資を手控えさせるだけでなく、資本逃避を誘発するリスクがある。加えて、インフレを煽ることも懸念されよう。

このように、同国経済には悪材料が山積している。当面は、景気は悪化方向であり、悪化の程度を探る展開となるだろう。2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 3.5% 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。ただし、2013 年には、①最大の輸出相手であるブラジル景気の持ち直し、②ペソ安、③一次産品価格の持ち直し（第 16 図）、などから輸出の回復が見込まれ、緩やかな景気回復が期待できよう。

スタグフレーションのおそれ

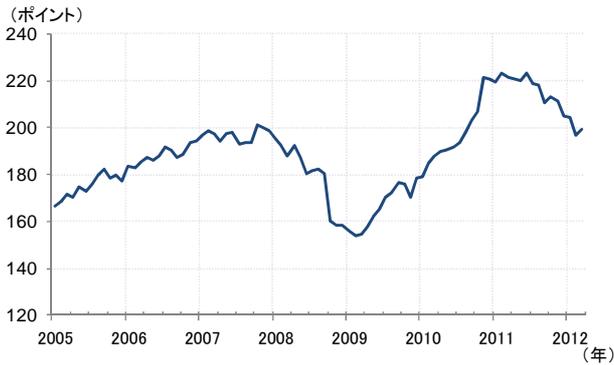
実態としてのインフレは長期化するだろう。景気減速により本来はインフレ率の低下が見込まれるが、今年に入っても、インフレ率にスライドするかたちで賃金が次々に引き上げられている。インフレ率の低下には時間がかかり、当面は低成長と高インフレが併存する可能性が高い。

2012 年の貿易は、輸出入とも縮小傾向だろう。内需の鈍化と輸入規制により輸入が減少に向かう一方、輸出も世界経済の悪化から暫くは伸びが鈍化すると思われ、貿易収支は小幅ながら黒字を維持するだろう。しかし、サービスや所得収支の赤字幅は恒常的に大きく、小幅の経常赤字が続くと予想される。

ペソ急落のリスクも無視できず

為替は、政府は引き続き緩やかなペソ安誘導を意図していると思われるが、ペソ急落のリスクもある。5 月 15 日現在、海外の NDF（ノン・デリバティブ・フォワード）市場では、12 カ月先のペソが足元の直物相場に比べ 3 割近く減価したレートで取引されている。

第 15 図：アルゼンチンの景気先行指数



(資料) Torcuato Di Tella 大学

第 16 図：一次産品価格



(資料) アルゼンチン中央銀行

(3) メキシコ

①現状

干ばつによる下
押し要因一巡。
年明けは自動車
生産が拡大

メキシコの 2011 年第 4 四半期実質成長率は、前年比 3.7%とやや鈍化した（第 17 図）。干ばつにより農牧畜業の不振が響いたことによる。だが、自動車販売など消費関連指標の一部は高い伸びを維持しており、内需は比較的底堅く推移している様子が窺える。

年明け以降は、自動車生産が拡大。メキシコは北中米向け自動車生産拠点としての地位を固めつつある。第 1 四半期の米国経済が比較的好調であったことが、メキシコ経済にとって追い風となった。自動車産業の拡大は、部品生産拠点の集積を通じ、メキシコに産業の厚みをもたらしている。設備投資の拡大が雇用の増加、消費の増加をもたらし、景気先行指数にも見られるように第 1 四半期のメキシコ経済は内外需とも好調である（第 18 図）。

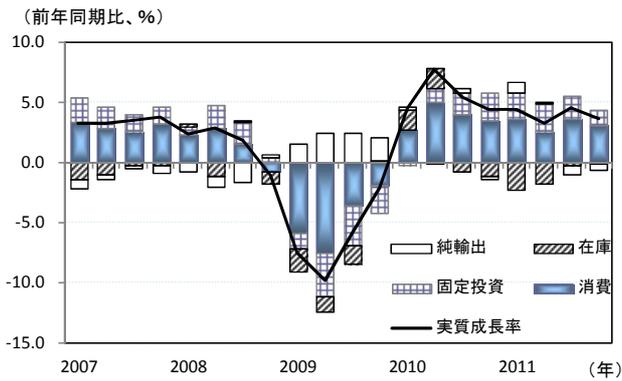
インフレ率は、目
標内に「コントロ
ール」

消費者物価は、今年 1 月に中央銀行のインフレ目標（3%±1%）の上限である 4%（前年同月比）に上昇したが、食品価格の低下や為替相場上昇による輸入物価の安定などにより、その後はインフレ目標内に戻っている。エネルギーと食品を除いたコア・インフレ率は同 3%台中盤で安定している（第 19 図）。

国際収支をみると、昨年後半は輸出鈍化により貿易収支が赤字基調となっていたが、年明け以降は工業製品輸出が増加しており、第 1 四半期の貿易収支は 2 億ドルの黒字になっている。経常収支は 2011 年第 4 四半期まで赤字が続いている。

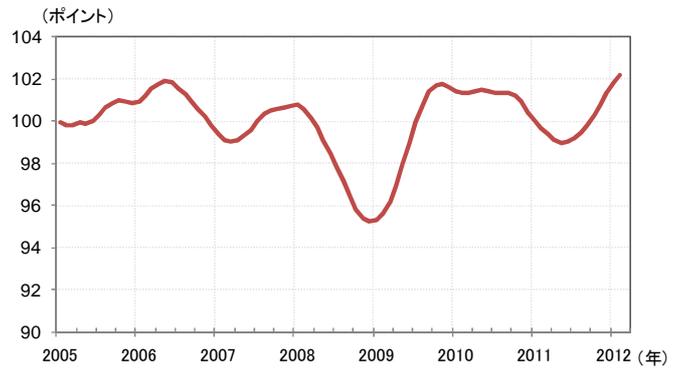
為替相場は、年明け後は好調なメキシコ経済を好感しペソ高となる局面もあったが、その後リスク回避姿勢の強まりから売られ、1 ドル=13 ペソ台に下落している（第 20 図）。

第 17 図：メキシコの実質 GDP



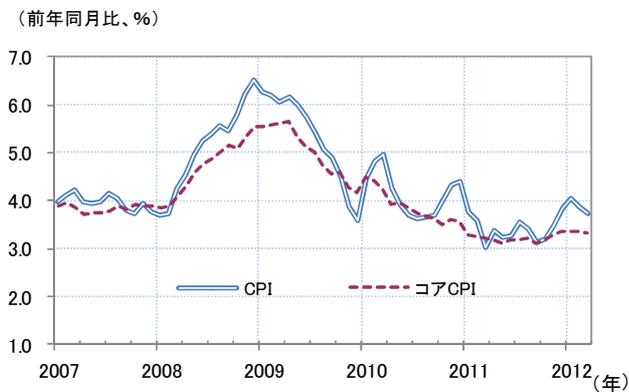
(資料)メキシコ国家統計局

第 18 図：メキシコの景気先行指数



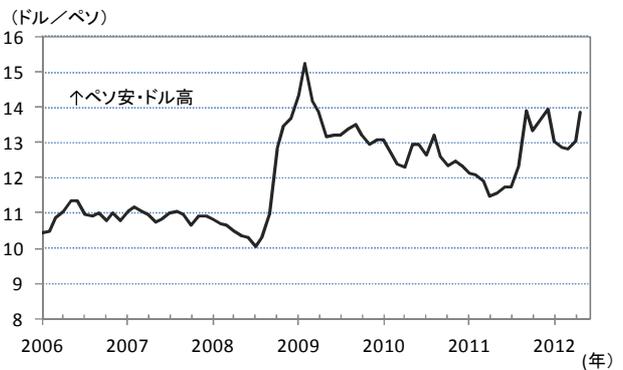
(資料)OECD

第 19 図：メキシコの消費者物価



(資料)メキシコ統計局

第 20 図：メキシコ・ペソ相場の推移



(資料)ブルームバーグ

②見通し

**潜在成長率並みの
3.5%程度の
成長が持続**

メキシコ経済を左右する米国の景気は、今後脆弱性を抱えながらも緩やかな回復を続けると思われる。米国景気拡大とペソ安による輸出増と産業の裾野の拡大による内需拡大も続く見通しで、メキシコ経済には内外需バランスのとれた成長を期待できる。そのため、2012年、2013年ともに、メキシコは潜在成長率並みの3%台後半の成長を遂げるだろう。

**インフレ率は、
やや警戒を要す
る4%弱を予想**

高めの成長が続くことから、インフレ率も高めで推移し、インフレにはやや警戒が必要となる。よって、金利は現状維持が続く公算が大である。7月の大統領選は、野党（制度改革党）ペニャ＝ニエト候補の優位が続いている。ただし有力候補の経済政策に深刻な対立はなく、選挙結果に関わらず経済政策に重大な変更はない見通しだ。

国際収支面では、2012年は自動車輸出が増加する一方、中間財や資本財の輸入も増加しており非石油収支は赤字が続いている。石油価格次第の面があるが、貿易収支は昨年並み（▲18億ドル）となり、サービス収支の赤字拡大が続いていることから、経常赤字も通年では2011年から若干拡大しよう。目先の注意点は、自動車輸出への逆風の程度。南米向け自主規制の影響と米国の第2四半期販売動向が注目される。

(4) 中南米と欧州問題

実体経済面での
ユーロ圏との結
びつきは薄い

ただし、欧州、特
にスペインから
の貸出回収には
注意が必要

足元で再びユーロ圏の債務問題が拡大しているため、改めて中南米とユーロ圏との結びつきを整理しておこう。

まず、実体経済面での結びつきは薄い。中南米諸国からユーロ圏への輸出（名目GDP比）をみると、最も高いチリですら5.3%であり、ユーロ圏との経済の一体化が進んでいる中欧諸国の二桁以上と比べると、関係が希薄であることがわかる。

ただ金融面では様相が異なる。中南米にとって、特にスペイン系銀行の存在感は大きい。スペイン系の中南米向け国際与信残高は、米国をも抑えて最大であるからだ。昨年第3四半期、スペイン系銀行は中南米全体で484億ドルの与信を引き揚げ、クレジットクランチの懸念が高まった。

その後、第4四半期は逆に114億ドル増となり懸念は和らいだが、オランダ系、ドイツ系、フランス系、英国系が引き続き与信の回収を進めており、懸念はまだまだすぶっている。この先、国際金融市場の更なる動揺に伴い、欧州の銀行の与信態度が急激に厳しくなる事態も考えられるため、引き続き注意が必要である。状況悪化の際には、金融緩和だけでなく、民間部門の外貨不足に対しては外貨準備を用いた流動性供給を行うなど、中南米諸国も迅速な対応が望まれる。

第1表 ユーロ圏向け輸出依存度（中東欧との比較）

(2010年データ)	中東欧					
	ハンガリー	ポーランド	ルーマニア	ロシア	ウクライナ	トルコ
ユーロ圏向け輸出 (自国GDP比、%)	41.9	19.0	16.5	9.0	5.4	5.0
(2010年データ)	中南米					
	チリ	ペルー	アルゼンチン	ブラジル	コロンビア	メキシコ
ユーロ圏向け輸出 (自国GDP比、%)	5.3	3.4	2.5	1.7	1.4	1.2

(資料) IMF

第2表：主要先進国銀行の中南米向け国際与信

(億ドル)

		2011年 第3四半期 前期比増減	2011年 第4四半期 前期比増減	2011年12月 国際与信 残高			2011年 第3四半期 前期比増減	2011年 第4四半期 前期比増減	2011年12月 国際与信 残高
オランダ	中南米	▲ 32.0	▲ 37.9	297.9	米国	中南米	▲ 199.4	157.2	2594.6
	アルゼンチン	1.4	▲ 1.7	19.1		アルゼンチン	1.9	7.6	78.4
	ブラジル	▲ 12.4	▲ 2.7	139.8		ブラジル	▲ 25.6	63.7	995.5
	チリ	▲ 1.5	▲ 1.2	34.9		チリ	9.7	15.9	125.1
	メキシコ	▲ 18.3	▲ 31.3	87.9		メキシコ	▲ 198.9	75.5	1040.7
ドイツ	中南米	9.6	▲ 33.0	321.4	イギリス	中南米	▲ 195.9	▲ 36.5	1491.5
	アルゼンチン	1.1	▲ 3.3	14.4		アルゼンチン	NA	NA	NA
	ブラジル	8.5	▲ 16.6	117.5		ブラジル	▲ 138.2	▲ 5.7	800.2
	チリ	▲ 6.3	▲ 6.5	60.0		チリ	NA	NA	NA
	メキシコ	6.1	▲ 13.8	58.3		メキシコ	▲ 55.2	▲ 14.3	435.8
スペイン	中南米	▲ 484.5	114.0	4615.0	スイス	中南米	▲ 37.9	6.9	435.7
	アルゼンチン	9.0	2.9	187.0		アルゼンチン	▲ 1.9	0.5	12.3
	ブラジル	▲ 303.6	64.0	1865.2		ブラジル	▲ 39.5	3.6	251.3
	チリ	▲ 43.4	8.1	621.5		チリ	1.3	0.5	12.2
	メキシコ	▲ 180.8	16.2	1344.0		メキシコ	1.9	4.4	107.5
フランス	中南米	▲ 19.5	▲ 82.3	378.7	日本	中南米	▲ 59.2	▲ 2.6	541.5
	アルゼンチン	0.5	▲ 4.7	24.7		アルゼンチン	▲ 0.3	0.4	4.0
	ブラジル	2.5	▲ 51.4	192.9		ブラジル	▲ 59.7	▲ 8.3	353.2
	チリ	▲ 2.0	▲ 6.7	35.1		チリ	▲ 1.3	3.8	28.6
	メキシコ	▲ 17.2	▲ 18.1	68.6		メキシコ	1.0	1.9	117.8

(注) 国際与信には、一般法人向け貸出のみならず、金融機関向け与信や政府向け与信（含む国債）が含まれる。

(資料) B I S

第3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(億ドル)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
ブラジル	2.7	3.5	4.2	6.6	5.1	5.4	▲ 526	▲ 600	▲ 800
アルゼンチン	8.9	3.5	3.5	9.8	10.0	10.0	▲ 22	▲ 15	▲ 30
メキシコ	4.0	3.7	3.3	3.4	3.9	3.7	▲ 88	▲ 125	▲ 140
中南米全体(注)	4.2	3.8	3.9	6.8	5.7	5.8	▲ 682	▲ 1000	▲ 1100

(注) 全体の数値は、主要14カ国の統計に基づく。各国の比重は2010年のドル建て名目GDPによる。2011年は実績。

(国際通貨研究所 森川 央)

Ⅶ. ロシア・中東欧 ～西欧経済の減速を受け、2012年の成長率は低下～

1. 概況

西欧経済減速の影響度合いは異なる

欧州債務問題が深刻化する中、西欧各国では財政緊縮策が採用されたことなどを受け、景気は軒並み悪化している。これまで西欧諸国向けの輸出がロシア中東欧経済の主なけん引役であったことを考慮すると、西欧経済の低迷がロシア中東欧経済に与えるマイナスの影響は決して小さくない。ただし、その影響度合いは各国の経済構造の違いを反映し、異なっている点に留意すべきであろう。

ロシアは、引き続き内需が景気を牽引

ロシア経済は、昨年 110 ドル前後と予想以上に原油価格（ブレント）が高止まりした結果、政府のエネルギー収入が増加し、政府の支出拡大を可能としたほか、個人消費及び投資が堅調なペースで伸びるなど、内需をけん引役に 4%台の経済成長を維持した。平均原油価格は今年も 100 ドル前後を維持することが見込まれる中、ロシア経済は消費主体で底堅く推移するであろう。ただし、内需が堅調に推移することにより輸入の増加が見込まれる一方、資源の主要輸出先である西欧諸国からの需要の鈍化により、全体の成長率に対する外需のマイナスの寄与度は更に拡大することが予想され、ロシアの実質 GDP 成長率は若干減速するであろう。

輸出のウェイトが大きいチェコ、ハンガリーは景気後退深刻化の懸念

中東欧諸国については、内需低迷が長期化しているチェコ、ハンガリーの 2 カ国では、西欧経済減速に伴う輸出需要の鈍化は、唯一の成長けん引役を失うことを意味し、景気後退がより悪化するであろう。一方、ポーランドでは、これまで内需、外需がバランスよく景気を支えてきたが、西欧経済の減速によって、成長パターンは内需主導型へとシフトしよう。人口が多い上、中間層の拡大にも支えられ、個人消費を中心に底堅い成長を期待できる。ただし、内需主導の成長は経常赤字の拡大を招くリスクがあるため、金融市場の不安定な状態が続けば、投資家のリスク警戒感の高まりによる通貨下落リスクには留意する必要があるであろう。

ポーランドは内需主導で堅調な成長持続を期待

2. 主要国動向

(1) ロシア

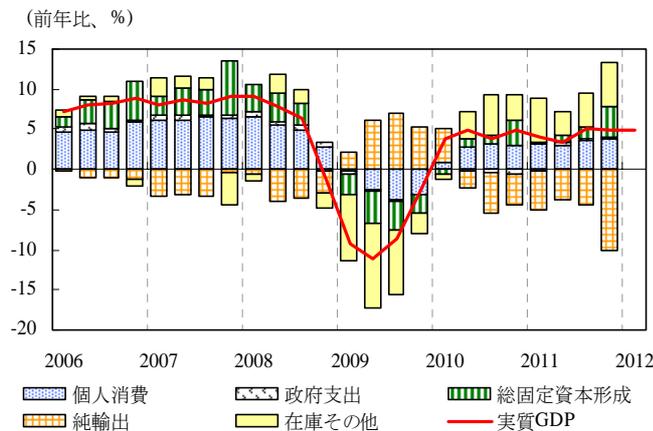
①景気の現状

昨年の実質 GDP 成長率は 4.3%

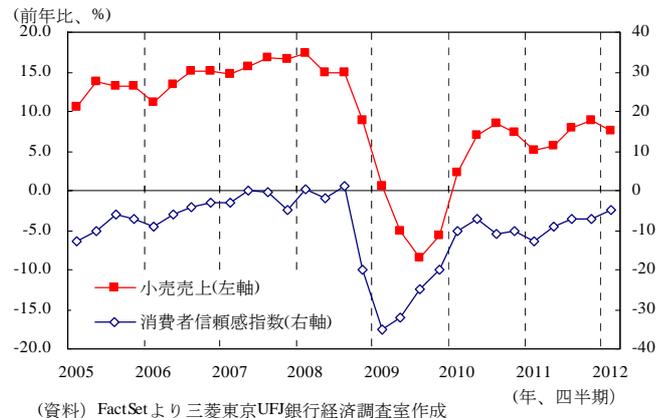
足元のインフレ率低下は個人消費を下支え

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、2011 年の実質 GDP 成長率は前年比+4.3%と底堅く推移した（第 1 図）。個人消費は、雇用情勢の改善や個人向けの銀行貸出の加速などに支えられている。また、2010 年の早魃で生産が落ち込んだ農作物の収穫が 2011 年は良好であり、食料品価格の上昇が抑えられているうえ、通常 1 月に引き上げられる電力価格などの規制価格の引き上げが 4 月実施の大統領選挙を前に 7 月まで延期されたことなどからインフレ率は歴史的な低水準に達しており、家計の実質購買力を著しく改善させている。こうした状況を反映して、消費者信頼感は改善している。一方、今年に入り実質小売売上の伸びは若干減速しているが、依然として前年比で 7%台と堅調に推移している（第 2 図）。

第 1 図：ロシアの実質 GDP 成長率



第 2 図：消費者信頼感と実質小売売上

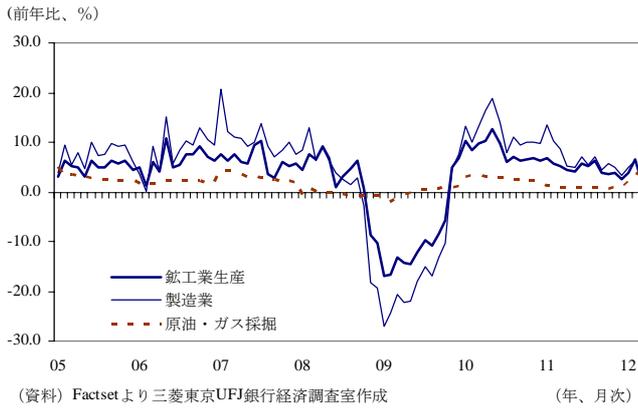


伸び悩む鉱工業生産

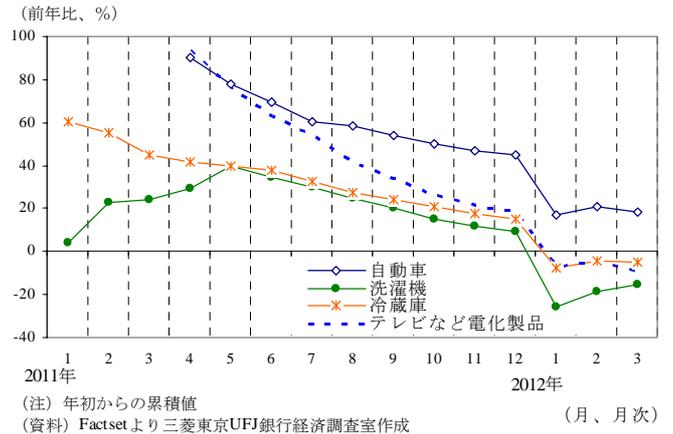
一方、鉱工業生産は伸び悩んでいる（第 3 図）。昨年は好調な国内消費に支えられ、製造業部門では、耐久消費財を含む消費財及び自動車などの生産がいずれも 2 桁の伸びを記録した。しかし、足元の推移を見ると自動車の生産については依然高い伸びを維持しているが、消費財については今年に入り耐久消費財を中心にマイナスの伸びとなっている（第 4 図）。これは、「底堅く推移する個人消費」の現状に矛盾しているように映るが、ロシアの消費者の輸入品に対する根強い選好がルーブル相場の回復によって再び強まっていることが背景にあると考えられる。

原油・ガス採掘などのエネルギー関連部門については、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、生産が伸び悩んでいるという状況は変わっていない。今年初めに原油・ガス生産の伸び率が上昇している背景には、厳寒による需要増加があり、あくまでも一時的な現象と考えられる。鉱工業生産は、弱含みの展開が続いている。

第3図：鉱工業生産



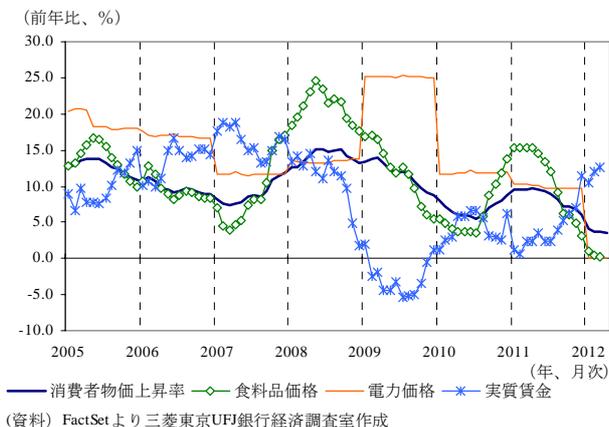
第4図：耐久消費財の生産



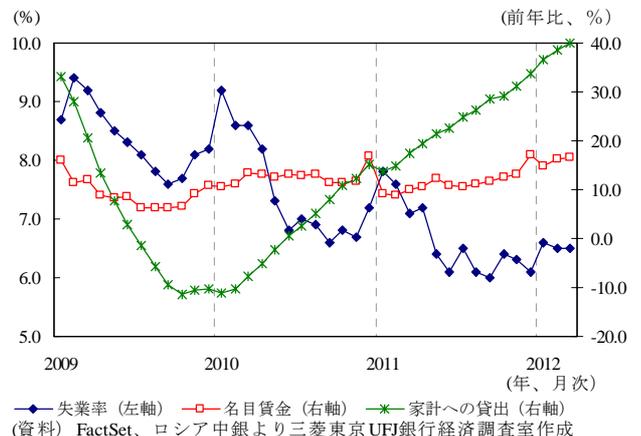
残る潜在的なインフレ上昇圧力

3月のインフレ率は前年比+3.7%と記録的な低水準となった(第5図)。その理由はすでに触れたように食料品価格の上昇率の低下、及び通常1月に実施される電力及び鉄道料金などの規制価格の引き上げが7月に延期されたことである。実際、個人向け貸出は伸び率が一段と加速しているほか、雇用情勢の改善を背景に賃金上昇ペースが前年を上回るなど、潜在的なインフレ圧力はむしろ強まる傾向にある(第6図)。規制価格が引き上げられる7月以降は、インフレ率は再び上昇トレンドに転じる可能性が高い。潜在的なインフレ圧力の高まりを受け、中銀は昨年末の利下げ以降、政策金利を8.00%で据え置く姿勢を維持している。

第5図：インフレ率、実質賃金上昇率



第6図：失業率、名目賃金上昇率、個人向け貸出の伸び

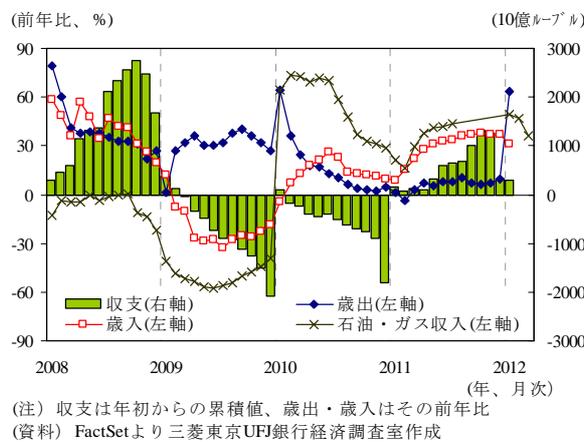


②今後の見通し

財政支出拡大に
支えられ、個人消費、
投資をけん引役に
引き続き底堅い伸
びを予想

2012年全体の実質GDP成長率は、政府支出拡大に伴う年金支給額及び公務員給与の引き上げや、加速する個人への銀行貸出、更には上半期のインフレ率の大幅な低下などから個人消費が堅調に推移し、前年比+3.8%と前年を若干下回るものの、引き続き底堅く推移すると見込んでいる(第7図)。2013年はインフレ率の高止まりから個人消費の勢いは若干弱まろう。しかし、2014年に実施が予定されている冬季オリンピックに向けた投資拡大が個人消費の鈍化を補って成長を支え、同+3.7%の成長を維持しよう。

第7図：歳出・歳入の伸び、財政収支



2012年後半、イン
フレ率は再び上昇
トレンドに

2012年前半のインフレ率は、通常1月に実施される規制価格の引き上げが7月に先送りされたことで低水準の推移となろう。しかし、底堅い個人消費や加速する個人向け貸出の伸びなどを背景に規制価格の引き上げが実施される7月以降は、再び上昇トレンドに転じると見込まれる。一方で、ルーブル相場の回復や6月以降のWTO加盟に伴う関税率の引き下げによって、インフレ圧力はある程度抑制されることが見込まれるため、2012年のインフレ率は前年を2%ポイント程度下回り、前年比+6.5%となろう。

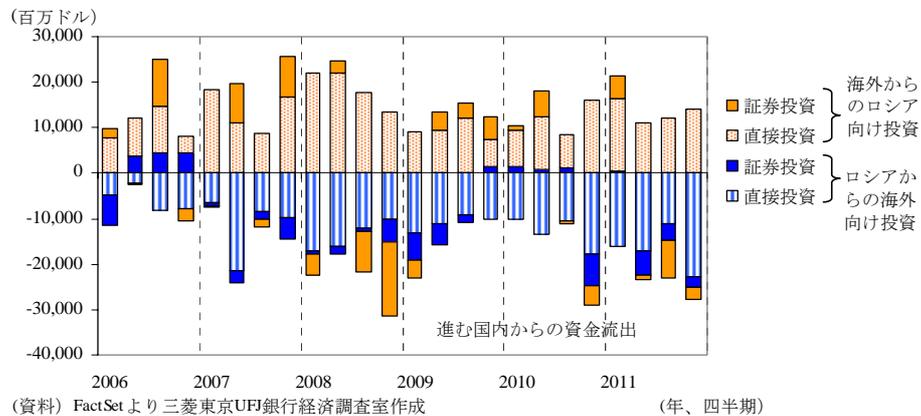
2013年は、規制価格の引き上げが通常通り1月に実施されることを考慮すると、上半期はベース効果から高めの水準となることが予想されるため、通年のインフレ率は、前年を若干上回り、前年比+6.8%と見込まれる。

プーチン大統領
の影響力の低下
が懸念される中、
資金流出が続く
可能性は残る

プーチン氏が大統領に就任したことで、とりあえず最大の政局不透明感
は払拭されたことになる。しかし、大統領選挙を巡り、政府及びプーチン
氏に対する市民の不信、不満が広範囲に渡っていることが表面化したこと
を考慮すると、3期目のプーチン大統領の影響力は以前の2期と比較する
と弱まろう。法の支配、及び各行政部門の基盤が弱いロシアにおいては、
指導者のカリスマ性が政局の安定に不可欠である。足元、そのカリスマ性
に陰りが見え始めたことで、プーチン政権及びロシアの政治の先行き不透明
感が中長期的にはむしろ強まる可能性がある。こうした状況を鑑みると、

大統領選挙前に政局の先行き不透明感の強まりを主因に加速した資金流出はまだ当面続くと考えておくべきだろう（第8図）。

第8図：証券投資、直接投資



③当面のリスク要因

主なリスク要因は、①原油価格の大幅下落、②資金流出、③インフレ圧力の強まり

足元、再び深刻化しているユーロ圏の政府債務問題がロシアに及ぼす影響は次の3点が考えられる。第1は、ユーロ圏の政府債務問題の深刻化等から、世界経済が減速し、原油価格が政府の想定値^(注1)を大幅に下回り、政府のエネルギー収入が減少する結果、政府が歳出削減を迫られることなどによって内需の勢いが急速に弱まるリスクである。第2に、投資家のリスク回避志向の高まりに、第3期プーチン政権の先行き不透明感が加わり、ロシアからの資金流出が止まらず、すでに逼迫気味にある国内の資金市場での流動性が更に逼迫するリスクである。第3は資金流出によるルーブル安が進み、これが国内のインフレ圧力を更に押し上げるというリスクである。

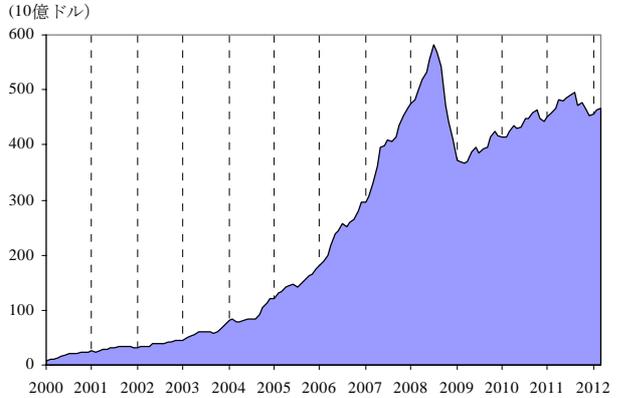
(注1) 昨年9月にリリースされた政府財政運営計画書の中では、ロシア政府は向こう3年間の原油価格(ウラル/ブレントとほぼ同水準)をそれぞれ1バレル当たり93.0ドル、95.0ドル、97.0ドルと想定している。

第1については、イランの核開発疑惑など中東情勢の緊張感が高まる中、原油価格が大幅に下落するリスクはむしろ限定的といってもよいであろう。また、第2については、資金流出が続いたとしても、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、資金流出がもたらす流動性の枯渇といったリスクを最小限にとどめる余力を少なくとも短期的には十分保有している(第9, 10図)。最も懸念される点は、第3のルーブル下落によるインフレリスクであろう。インフレ率の過度の上昇は、家計の実質購買力を低下させ個人消費の勢いを鈍化させる。現在、個人消費がロシア経済のけん引役となっていることに加え、ロシア経済が歴史的にインフレに対し脆弱であったことを考えると、ロシア経済にとって当面最も警戒すべきなのはインフレリス

最大の懸念は、過度のインフレ圧力の強まり

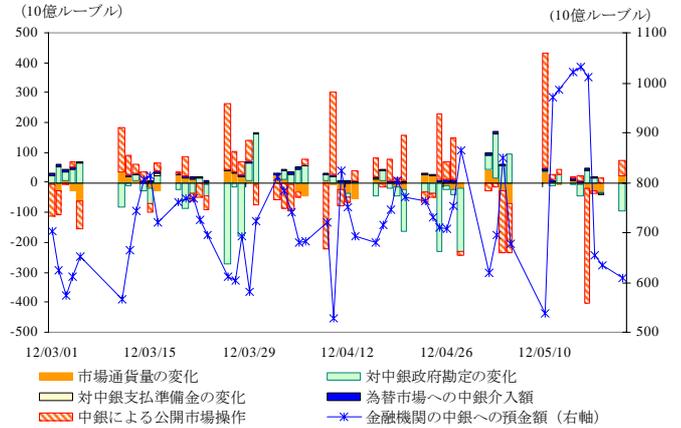
クであると思われる。

第9図：外貨準備高
～依然として潤沢



(資料) FactSet、ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年、月次)

第10図：中央銀行の資金供給
～流動性不足を中銀が積極的にカバー



(資料) ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) チェコ

①景気の現状

内需の落ち込みによりチェコ経済は景気後退局面に

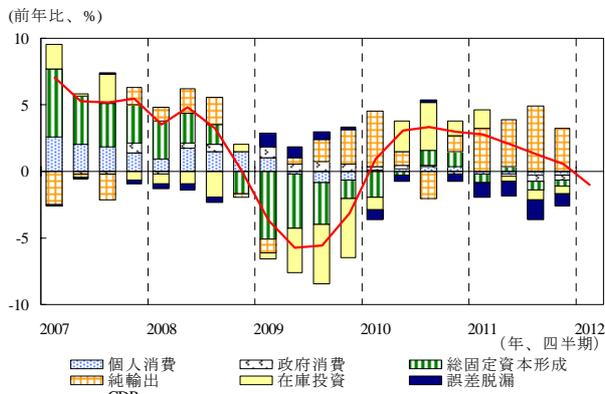
チェコ経済は内需の落ち込みを主因に後退している。2011年の実質GDP成長率は前年比+1.7%と前年の同+2.6%から減速した(第11図)。個人消費が同▲0.5%、総固定資本形成が同▲1.2%と共にマイナスの伸びを記録するなど内需が成長率を押し下げた。また、輸出の伸びがEU域内からの需要減少を理由に減速したことも成長率押し下げ要因となった。2012年第1四半期の実質GDP成長率は、前年比、前期比とも▲1.0%となり、前期比では昨年第3四半期以来3期連続のマイナス成長となった。

財政緊縮策の実施から落ち込む消費

消費落ち込みの原因は、財政緊縮策の実施である。2009年の景気後退時に財政赤字が対GDP比で5.9%まで拡大した後、チェコ政府は積極的な財政緊縮策を採用し、昨年(2012年)の財政赤字を同3.7%まで縮小させた。しかし、その過程で実施された公務員賃金の削減及び凍結をはじめ、所得税控除枠の縮小、更には増税の実施によって個人消費は大きく落ち込んだ。足元の小売売上の推移をみると、年初に導入されたVAT軽減税率の引き上げ(10%→14%)などの影響で引き続き低迷している。失業率も高止まりしている上に足元の実質賃金はマイナスの伸びとなるなど、個人消費を取り巻く環境は厳しい(第12図)。

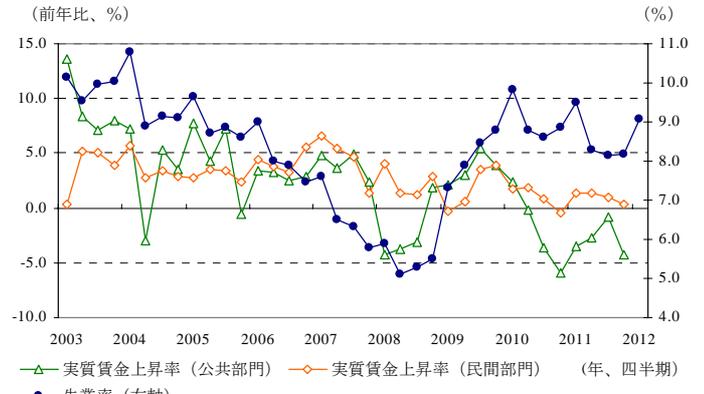
これまでドイツ向けの輸出が予想以上に底堅く推移し、鉱工業生産の鈍化を抑えてきたが、昨年以降、生産水準はほぼ横ばいで推移している(第13図)。鉱工業生産全体を押し上げてきた資本財及び中間財の生産水準が頭打ちとなっているほか、これまで低水準で推移している消費財の生産においては、減少する兆しすら窺える。

第 11 図：チェコの実質 GDP 成長率



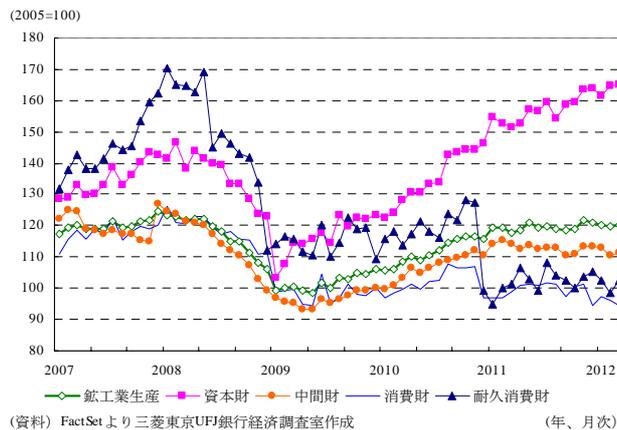
(資料) FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成、データは季節調整済

第 12 図：失業率・賃金上昇率



(資料) FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 13 図：鉱工業生産



(資料) FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(年、月次)

②見通し

西欧景気低迷の影響がより色濃くなる

低迷する西欧諸国の景気が近い将来好転する可能性は低く、チェコの EU 向け輸出もその影響を免れない（第 14 図）。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は、年初をピークに水準が低下していることから、鉱工業生産は今後これまで以上に弱含みの展開となることが予想される（第 15 図）。鉱工業生産の増勢鈍化を受け、雇用情勢や一般経済状況が悪化し、消費者信頼感指数が低下するなど、長期化する消費の落ち込みを打開する糸口を見つけるのは難しい環境にある（第 16 図）。

今年いっぱいはいは続く財政緊縮姿勢

財政緊縮策の実施による内需の落ち込みから景気が後退しているにもかかわらず、政府は今年の財政赤字目標を対 GDP 比 3.5%、2013 年には同 2.9% と財政緊縮策を維持する姿勢を崩していない。実際、今年 1 月から実施された食料品などへの VAT 税率の引き上げによって、既に落ち込んでいる消費者の消費意欲は更に抑えられているほか、景気の先行きに対する強い懸念が企業の投資意欲も抑えている（第 17 図）。

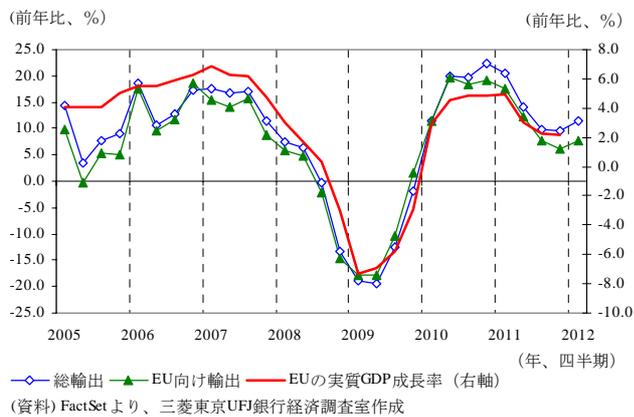
成長率は 2012 年 0.1%、2013 年は財政緊縮姿勢の緩和から 1.5%の見込み

インフレ率は VAT 税率の引き上げで高めに推移

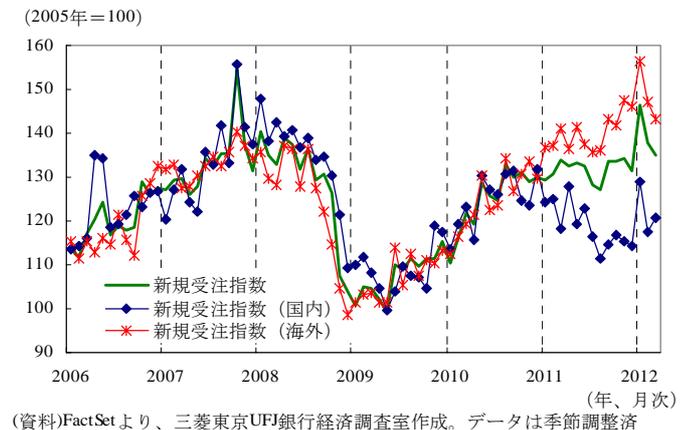
これらを踏まえると、2012 年のチェコの実質 GDP 成長率は前年比+0.1%にとどまろう。2013 年の成長率は、翌年の総選挙を控え政府が財政緊縮姿勢を若干緩和することが予想されることから、前年比+1.5%と予想する。

インフレ率については、1 月から一部商品に対する VAT 税率引き上げが実施された影響もあり、中銀の政策目標値である 2.0% (±1%) の上限を上回る状態が続いている。しかし、内需の落ち込みを主因に景気が後退するなか、潜在的なインフレ圧力は大幅に後退している。これらを踏まえチェコ中銀は、現在の歴史的な低水準にある 0.75%の政策金利を当面維持すると見込まれる。

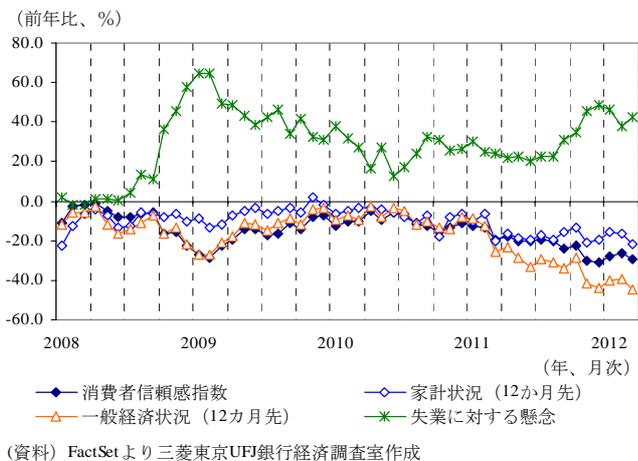
第 14 図：チェコ輸出と EU の実質 GDP



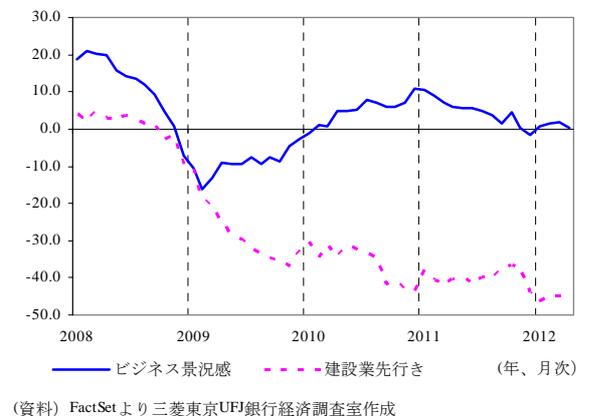
第 15 図：新規受注の推移



第 16 図：消費者信頼感



第 17 図：ビジネス景況感



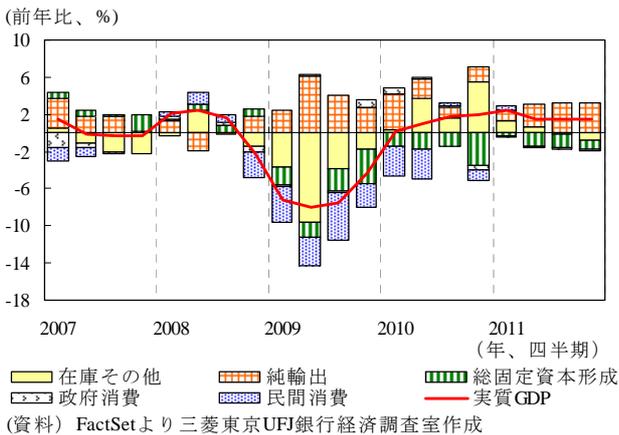
(3) ハンガリー

①景気の現状

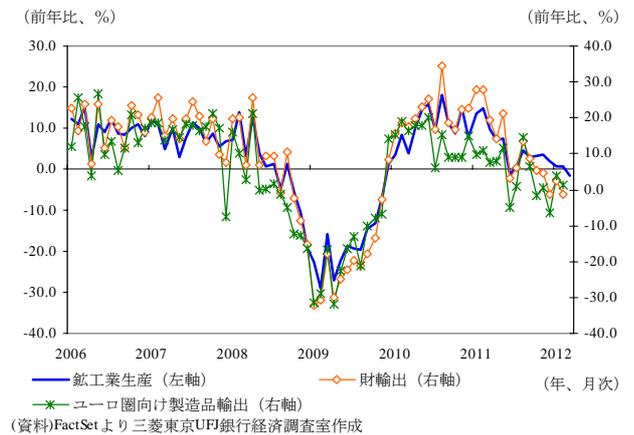
成長のけん引役である輸出の伸び鈍化がより鮮明に

2011年のハンガリー経済は、特に上半期の輸出の伸びが堅調であったことから実質 GDP 成長率は前年比+1.7%とわずかながら前年の成長率を上回った（第 18 図）。ただし、内需は、個人消費が前年比+0.1%、総固定資本形成は同▲5.3%と基調は弱い。加えて、成長のけん引役である輸出は、ユーロ圏の景気低迷を受け、昨年第 4 四半期以降減速している。このため、鉱工業生産の伸びは弱含みで推移している（第 19 図）。足元、2 月の小売売上は前年比▲1.4%と、雇用情勢の悪化や VAT 税率の引き上げに伴うインフレ率の上昇、更には銀行貸出抑制などを背景に冷え込んでいる（第 20、21 図）。

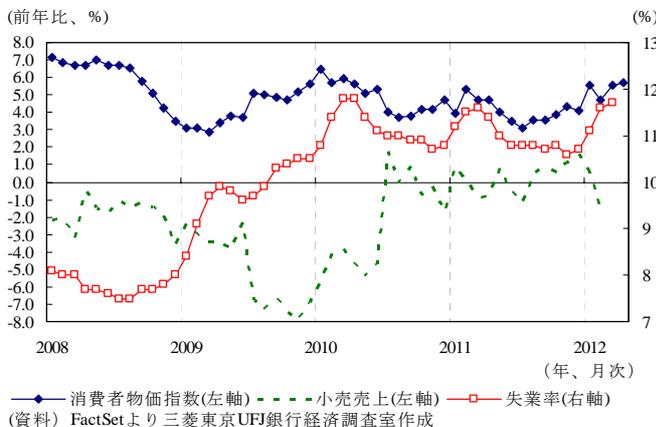
第 18 図：ハンガリーの実質 GDP 成長率



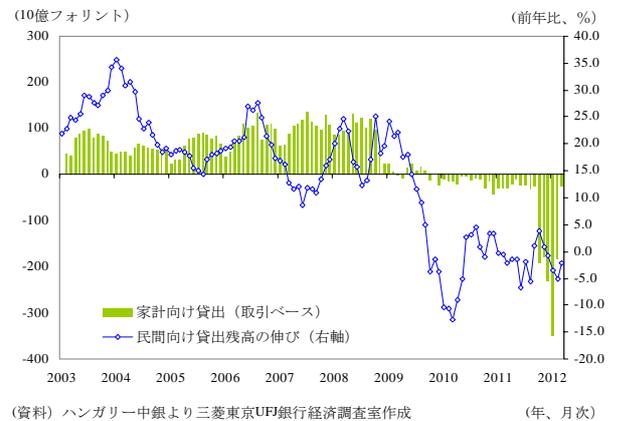
第 19 図：輸出、鉱工業生産



第 20 図：失業率、インフレ率、小売売上



第 21 図：家計向け銀行貸出



②見通し

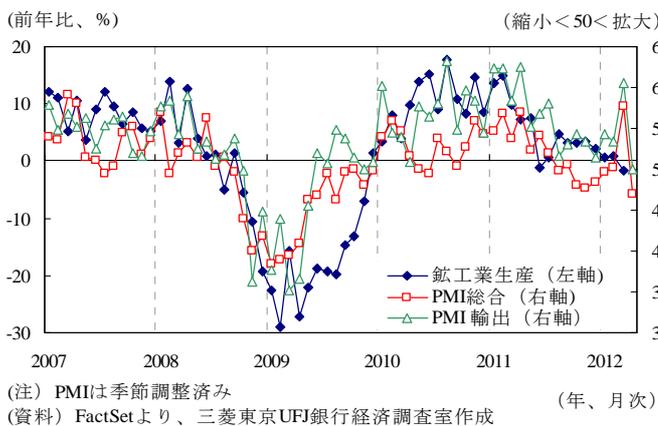
輸出減速から、再びマイナス成長に

今後のハンガリー経済は外需の失速と内需の冷え込みにより、マイナス成長となる見込みである。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4月には46.9と拡大、縮小の分岐点である50を大きく下回っている。特に輸出指数が49.9と2009年5月以来初めて50を割り込むなど、今後のユーロ圏の景気低迷に伴う輸出需要の縮小から製造業部門を中心に生産がさらに減少する可能性があることを示唆している（第22図）。

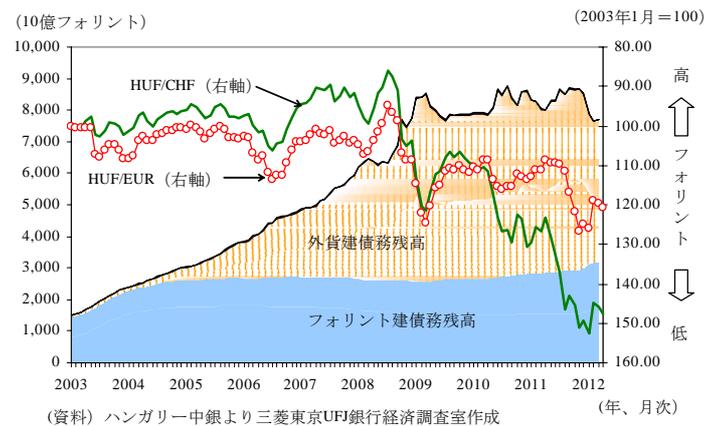
引き続き低迷が予想される個人消費

長期にわたり冷え込んでいる個人消費については、未だ改善の糸口すらみえない。家計の多くが依然として外貨建債務を抱え、潜在的な為替変動リスクに晒されているほか（第23図）、失業率の高止まりや賃金の伸び悩みに加え、VAT税率の引き上げ（25%→27%）によるインフレ率の上昇など、家計を取り巻く環境は引き続き厳しく、消費が成長のけん引役になることは当分難しい。

第22図：購買担当者指数（PMI）、鉱工業生産



第23図：フォリント相場と家計債務残高



追加の財政緊縮策実施を求める圧力が強まる

一方で、政府に対し追加の財政緊縮策の実施を求める圧力が強まっている。2011年の財政収支は、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、対GDP比4.3%の黒字を計上した。しかし、この年金基金の移転がなければ同国の財政赤字は同5.5%と推計されるなど、基本的に財政状況は改善していない。政府は2012年の財政赤字目標を対GDP比2.5%とし、VAT税率の引き上げなどの増税によって目標を達成しようとしている。しかし、欧州委員会は、ハンガリーの財政運営に対し持続性の面で疑問があるとし、制裁として2013～15年に支給されることになっている5億ユーロのEU基金支給を差し止める可能性すら示唆している。この制裁を避けるためには、政府は更なる財政緊縮策の実施を迫られることになるだろう。これによって家計の負担は増加し、ますます個人消費は抑制されることになるだろう。

また、企業部門についても、エネルギー、銀行、保険、テレコムといった業種への特別税の課税が 2012 年まで続くほか、低い稼働率や景気の先行き不透明感を背景に、引き続き企業の投資意欲が弱い状況が続こう。これらを踏まえると、今年の実質 GDP 成長率は前年比▲0.4%、2013 年は 0.8%にとどまろう。

消費の冷え込みを受け、インフレ圧力は大きく後退

消費者物価の上昇率は、直近 3 月に前年比+5.5%となるなど、VAT 税率の引き上げなどを背景に中銀の目標値である 3.0% (±1%) を上回る状況が今年に入り続いている。ただし、国内の消費が冷え込む中、需要サイドのインフレ圧力は著しく後退している。

足元の政策金利がピークとなる可能性大

一方、中銀は、フォリント相場下落を抑える目的で昨年末に 2 度にわたり利上げを実施し、現在政策金利は 7%に達している。景気の先行きに対する懸念の高まりを考慮すると、現在の水準をピークとみるだけでなく、今後は、利下げに向かうとみることができる。

ただし、過度のフォリント下落が進めば、利上げを迫られるリスクも

ただし、家計および企業が外貨建債務を抱えていることから、過度のフォリント安を許容できない現実もある。ハンガリーは 2010 年以降、内需の落ち込みから経常収支が黒字を計上しているなど、構造的なフォリント下落圧力はさほど強くないと思われる。しかし、金融危機後の景気後退時、政府が銀行税をはじめ企業に対し特別税を課するというポピュリスト的な政策を採用したため、現政府に対する市場の不信は根強い。これが、投資家のリスク警戒感が高まった際、資金流出が容易に加速しフォリント安が進み易いという土壌につながっている。それ故に現在交渉中の EU/IMF から予備的な与信枠などのクレジットラインを早い段階で確保し、不安定な投資家の信頼感の維持を図り、フォリント下落のリスクを抑制することが求められているのである。この交渉の遅れによって投資家の信頼感が悪化し、フォリント相場への下落圧力が強まった場合、中銀が経済情勢が悪化しているにも関わらず、政策金利の引き上げを余儀なくされる可能性のある点には留意すべきであろう。

(4) ポーランド

①景気の現状

内需、外需が共にけん引役を果たし、景気は堅調に推移

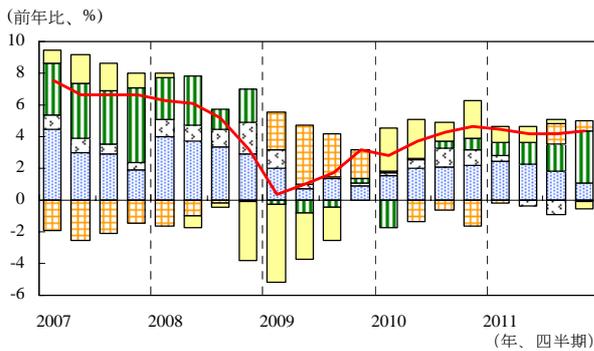
2011 年のポーランド経済は、内需・外需がともにバランスよく成長を支え、前年比+4.3%と前年を上回る高い成長率を記録した(第 24 図)。個人消費は前年比+3.1%と前年からやや減速したものの、総固定資本形成は同+8.7%へと加速した。総固定資本形成の増加は 2012 年 6 月にウクライナと共催で行われるサッカー欧州選手権に向けた建設プロジェクトによる部分が大きい。

足元、僅かながら消費鈍化の兆し

家計部門は底堅く推移しているものの、足元若干鈍化の兆しが見える。直近3月の実質小売売上は前年比+6.9%と高い伸びを示しているが、今年に入り2カ月連続で減速しているほか、3月の失業率は13.3%と高止まりしている。家計向けの銀行貸出は引き続き高い伸び率を維持しているが、そのペースは減速気味である（第25図）。

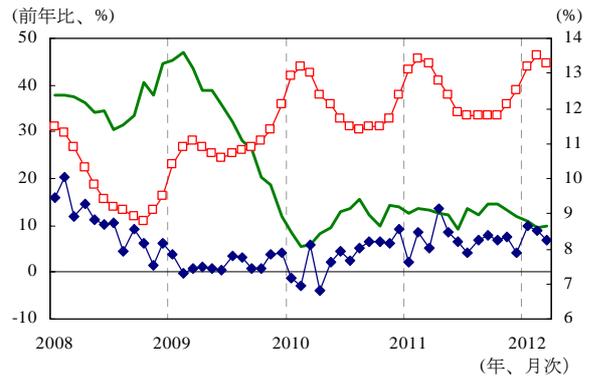
企業部門についてみると、鉱工業生産は今年に入り減速している。直近の3月は前年比+0.7%と前月の同+4.6%から低下した。生産鈍化のトレンドがより鮮明になっている（第26図）。企業信頼感指数は、景気の先行きに対する懸念が強まる傾向を示している（第27図）。ユーロ圏を始め欧州景気の低迷が、輸出需要の鈍化あるいは減少を通じて国内景気に影響を及ぼすと企業経営者が考えているとみられる。実際、輸出は今年に入り著しく減速している（第28図）。

第24図：ポーランドの実質GDP成長率



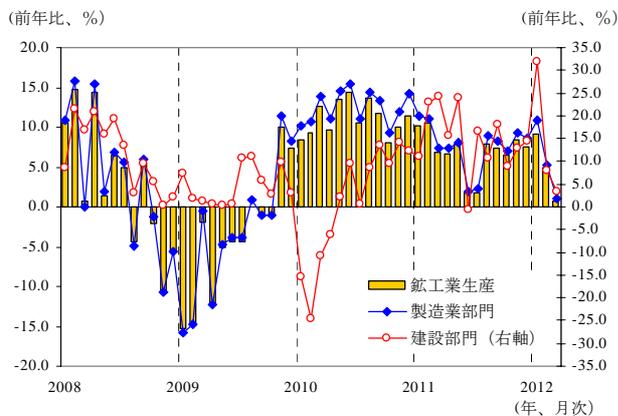
(資料) FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第25図：小売売上、失業率と家計への貸出の伸び



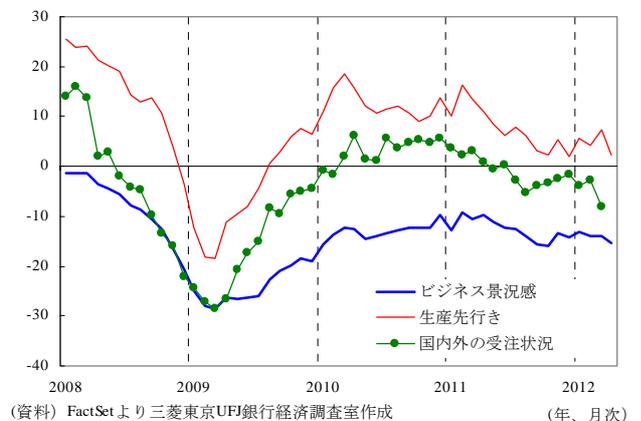
(資料) FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第26図：鉱工業生産



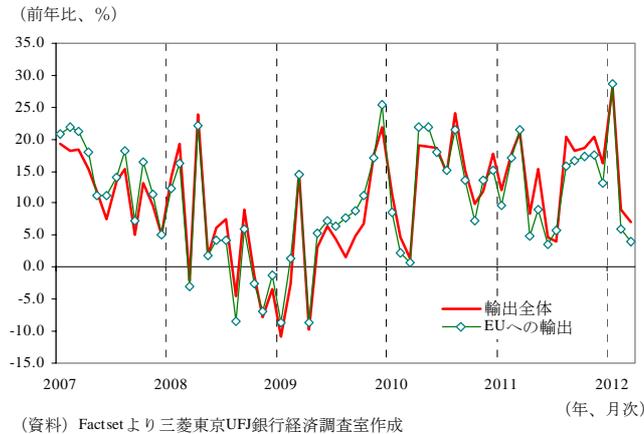
(資料) FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：企業信頼感指数



(資料) FactSetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 28 図：輸出の動向



②見通し

賃金上昇率の低下
や貸出鈍化を背景
に消費はやや弱含
みで推移

ポーランド経済は、2012 年前半は 6 月に開催されるサッカー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のほか、個人消費も比較的堅調に推移し成長を支えるであろう。ただし、その後は、失業率の高止まりや賃金上昇率の低下、及び貸出姿勢の厳格化による銀行貸出の鈍化などから消費が弱含むほか、総固定資本形成については前年の反動から低めの伸び率が予想されるなど、内需のけん引力は弱まるとみられる。また、外需についても、ユーロ圏などの景気低迷から輸出の勢いが弱まることは免れないであろう。これらを踏まえ、2012 年の実質 GDP 成長率は前年比+3.0%、2013 年は同+2.9%と潜在成長率（3%）並みで推移すると予想する。

若干高めの経常赤
字から潜在的に残
るズロチ下落圧力

一方、消費の勢いが鈍化することで経常赤字の縮小が期待されるが、輸出減少の可能性を考慮すると、経常赤字が 2011 年の規模（対 GDP 比で 4.3%）から著しく改善することは期待できない。経済規模に比べて高水準にある経常赤字の存在は、特に新興諸国にとっては、投資家のリスク警戒感を招く要因になり易く、ズロチ相場は今後も不安定な状況が続こう。

今後も財政引き締
め姿勢を維持

財政については、企業収益が底堅く税収が伸びたことなどから、2011 年の財政赤字は、政府目標値である対 GDP 比 5.6%を達成した。足元、景気減速に対する懸念が高まっているにもかかわらず、政府は今年の財政赤字目標値を同 2.9%におき、財政緊縮策を実施する姿勢を示している。その理由は、ポーランド憲法において、国内基準で算出した政府債務残高の対 GDP 比が 55%を上回ると、自動的に予算の執行に厳しい制約が課されることにある。2011 年の同比率が 53.5%であったことから、2012 年も引き続き財政を引き締めざるを得ないというのが現状である。

更に、政府債務残高のおよそ30%が外貨建であることから、ズロチ安が進むことで、債務残高が対GDP比55%を超えてしまう事態もあり得る。足元の為替相場が不安定な状況下では、政府はなおさら追加の財政緊縮策を実施せざるを得ないと考えられる。しかし、それによって景気の下ぶれリスクが高まる可能性がある点には留意する必要があるだろう。

表：ロシア東欧経済の見通し

	名目GDP 2011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)		
		2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
ロシア	1,857	4.3	3.8	3.7	8.5	6.5	6.8	988	700	530
チェコ	215	1.7	0.1	1.5	1.9	3.2	2.4	▲63	▲48	▲53
ハンガリー	140	1.7	▲0.4	0.8	4.1	5.5	3.2	20	25	23
ポーランド	514	4.3	3.0	2.9	4.3	3.5	2.9	▲221	▲190	▲220
ロシア・中東欧	2,726	3.9	3.1	3.2	6.8	5.5	5.4	594	414	297

(ロンドン駐在 石原 尚子)

Ⅷ. 原油価格

～世界景気の先行き不安は払拭されないが、供給懸念の強さが原油価格の押し上げ要因に～

1. 価格動向

ギリシャ政局不安を受けて、89ドル台へ大幅下落

過去2ヵ月間ほどの原油価格(WTI期近物)の推移をみると(第1図)、3月にはイラン情勢やギリシャ債務交換、米国や中国の経済指標が強弱それぞれの材料となり、106ドルを挟んでもみ合う展開が続いた。月末には欧米諸国の石油備蓄放出観測が高まったことから102ドル台へ下落し、4月も102ドル近辺の狭いレンジで推移した。

5月に入ると、良好な米経済指標を受けて、原油価格は106ドル台へ上昇した。しかしその後、石油輸出国機構(OPEC)増産観測、米4月分雇用統計悪化、スペインの景気後退やギリシャ政局不安を受けた欧州債務問題への懸念の再燃等、売り材料が相次いだことから、原油価格は下げ足を速め、5月23日には89ドル台と約半年振りの水準へ下落した。足元では90ドル台へ値を戻している。

第1図：原油価格(WTI期近物)の推移



2. 需要動向

1～3 月期は供給超過

国際エネルギー機関（IEA）によれば、1～3 月期の世界の原油需給は2009 年以来の供給超過となった（第2 図）。先進国（OECD 諸国）と新興国（非 OECD 諸国）のいずれの需要も前期から減少した一方、石油輸出国機構（OPEC）の供給が増加したためである。

先進国の原油需要は減少の見込み

需要サイドについてみると、1～3 月期の先進国の原油需要は前年比▲1.7%と4 四半期連続でマイナスの伸びとなった。日本の原油需要は火力発電用原油需要の増加により+8.0%と高い伸びを示したが、米国（▲3.1%）と欧州（▲3.8%）は、原油価格上昇と暖冬の影響もあっていずれも減少した。IEA によれば、2012 年の先進国の原油需要の伸びは▲1.0%と前年（▲1.1%）に続いて減少が見込まれている（第3 図）。

新興国の原油需要増加の中心は輸送用燃料

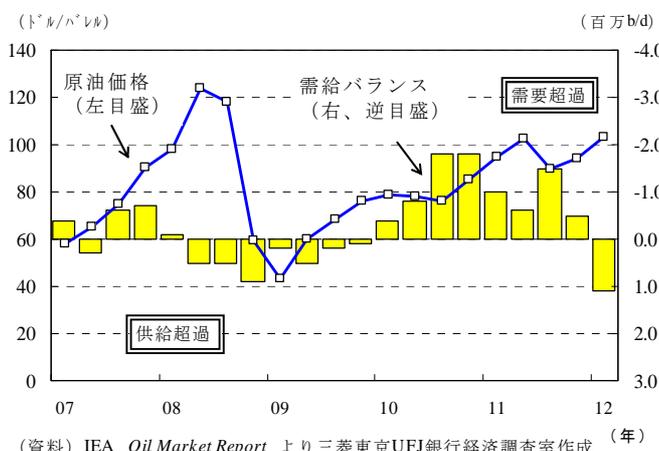
新興国の原油需要は+2.6%と底堅い伸びとなった。需要増加の中心は、自動車の普及を背景としたガソリンやディーゼル・オイルといった輸送用燃料である。また、政府の補助金が支給されている国も多いことから、原油価格上昇の影響はこれまでのところ限定的となっている。2012 年の新興国の成長率は小幅鈍化が見込まれるため、原油需要の伸びは+2.9%と前年（+3.2%）から低下するものの、底堅い伸びが予想されている。

2012 年の世界の原油需要は小幅増加にとどまる見込み

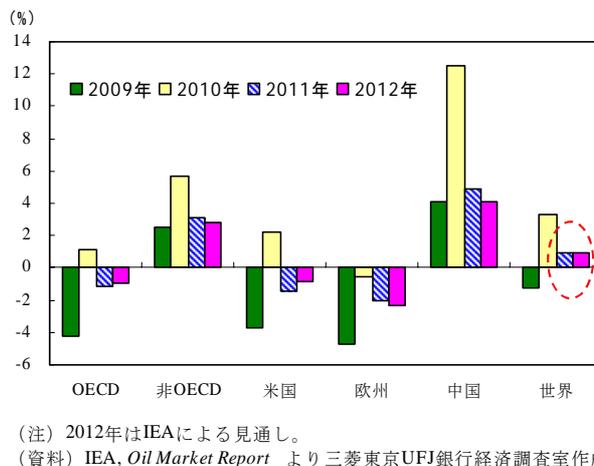
こうした先進国と新興国の動向により、2012 年の世界の原油需要の伸びは+0.9%と、前年（+0.9%）と同程度の小幅増加にとどまるとみられている。2013 年については、世界景気が緩やかな回復傾向を辿るのに伴い、世界の原油需要も緩やかながら増加するとみられる。

先進国については、高いエネルギー効率や環境対策など構造的要因もあって、景気回復下でも原油需要の伸びは小幅なものにとどまるとみられるため、引き続きアジアを中心とする新興国が増加の牽引役となろう。

第2 図：世界の原油需給バランス



第3 図：地域・国別の原油需要の伸び



3. 供給動向

1～3 月期の原油生産は増加

供給サイドについてみると、1～3 月期は OPEC 諸国の生産が増加したことから、世界の原油生産量は日量 9,064 万バレルと前期から同 124 万バレル増加した。

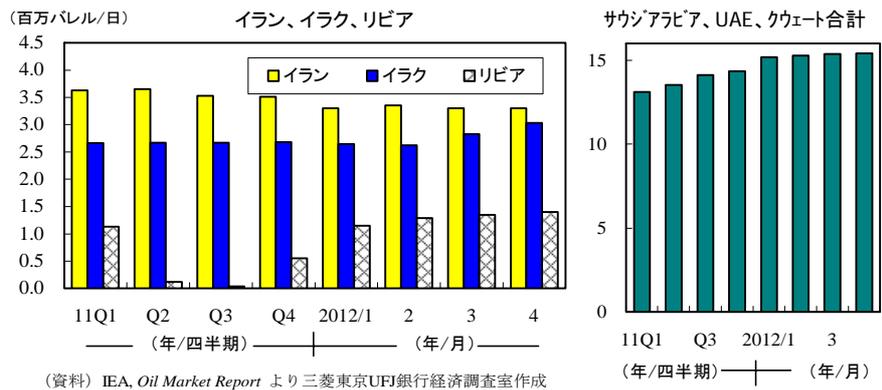
非 OPEC の生産量は増加傾向

非 OPEC については、英国やノルウェーなど北海油田の生産が近年減少傾向を辿っているのに加え、内戦状態に陥っているシリアとイエメンの生産は平時からほぼ半減している。しかし、旧ソ連やアジア、中南米諸国の生産は増加していることから、非 OPEC 全体の生産量は増加傾向にある。今後のシリアとイエメンの生産回復は情勢次第であるが、旧ソ連やアジア諸国の生産が増加するとみられていることから、非 OPEC の生産は 2013 年にかけて緩やかな増加傾向を辿ると見込まれる。

イランの生産量は制裁の影響により減少

OPEC についてみると、イランの産油量は昨年 12 月以降減少が続いており（第 4 図）、4 月には日量 330 万バレルと 10 年振りの低水準となっている。7 月からの欧州連合（EU）によるイラン産原油の輸入全面禁止を控え、EU 各国が輸入を削減していることや、制裁を踏まえて外国企業がイランの石油開発から撤退していることが理由とみられている。IEA によれば、夏頃にイランの生産量は 260 万～280 万バレル（日量、以下同様）と制裁強化発表前の 3 割減になると見込まれている。

第 4 図：イラン、イラク、リビアと
サウジアラビア、UAE、クウェートの原油生産量



湾岸産油国の生産は高水準維持

イランの生産量は減少しているが、OPEC 全体の生産量は増加傾向にあり、4 月の生産量は 3,185 万バレルと生産目標（3,000 万バレル）を上回っている。これは、サウジアラビアやクウェート、UAE といった湾岸産油国が高水準の生産量を維持しているのに加え、リビアとイラクの生産が回復しているためである。

リビアとイラクの 生産回復

リビアでは、内戦終結を受けて原油生産の回復が続いており、4月の生産量は140万バレルと平時の水準(160万バレル)の9割近くまで回復している。また近年、治安が回復しているイラクでは、ペルシャ湾岸の輸出拠点新設によって生産量が3月以降大幅に増加しており、4月には303万バレルと1979年以来の高水準となった。イラクは豊富な原油埋蔵量を有していることから、今後も生産増加の期待が高まっている。

OPEC 総会では生 産目標据え置き の見込み

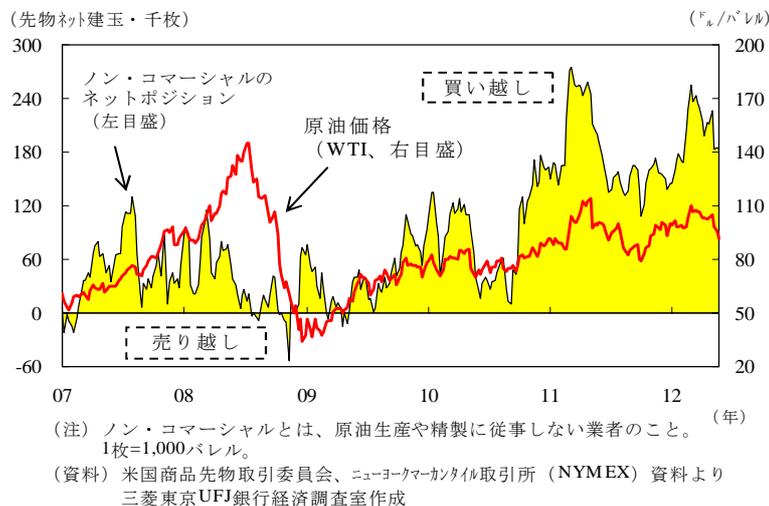
次回 OPEC 総会は6月14日に予定されている。関係者から目立った発言がなされていないことから、生産目標は据え置かれる見込みだが、現行生産水準を追認する形で目標が引き上げられる可能性もあろう。

4. 原油市場を巡る資金動向

投機筋の買い越し 額は5月に急減

原油先物市場における投機筋の買い越し額は、イラン核開発疑惑を巡る欧米諸国との緊張の高まりを背景に、2月末に昨年5月以来の高水準に達した(第5図)。その後、欧州債務問題への懸念が再燃するなか、IEA石油備蓄放出観測が高まり供給懸念が後退したこともあって、買い越し額は減少傾向を辿った。5月に入ると、ギリシャ情勢への警戒感から投資家のリスク回避姿勢が強まり、買い越し額は急減した。

第5図：原油先物市場の投機筋ネットポジション



5. 価格の見通し

原油価格は四半期 平均で100ドル前 後の推移が見込ま れる

足元で原油価格は大幅に下落しているが、これは主にギリシャのユーロ離脱を巡る懸念が高まる中、投資家のリスク回避姿勢や世界景気下振れ観測が急速に強まったことによる。こうした形で今後も原油価格は値動きが大きい展開となろう。

原油市場独自の要因についてみると、世界景気は2013年にかけて回復傾向をたどると見込まれるが、緩やかなペースにとどまるとみられることから、需要面からの価格押し上げ圧力は大きくないと思われる。また、世界景気先行き不安は容易には払拭されず、原油価格の上値を抑制する

だろう。

イラン減産に伴う
供給懸念が続く見
込み

他方、経済制裁強化の影響によりイランの生産は減少している。他の OPEC 諸国が増産傾向にあることから、世界の原油供給はむしろ増加しているが、7月からの EU によるイラン禁輸分の代替需要や、増産に伴う OPEC の生産余力縮小により供給懸念が強い状況が続くとみられ、原油価格の押し上げ要因になると見込まれる。これらを踏まえると、原油価格は四半期平均で 100 ドル前後の推移が予想される。

また、仮に、イランがホルムズ海峡を封鎖すれば、供給懸念が一気に高まり、原油価格は史上最高値である 147 ドルを更新するおそれがある。

原油価格の見通し

	WTI先物 (ドル/バレル)	前年同期比 (%)
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	94.1	10.3%
12/1Q	103.0	8.9%
12/2Q	98	▲4.2%
12/3Q	101	12.8%
12/4Q	101	7.4%
13/1Q	102	▲1.0%
13/2Q	103	5.1%
13/3Q	105	4.0%
13/4Q	105	4.0%
	WTI先物 (ドル/バレル)	前年比 (%)
2010年	79.6	28.2%
2011年	95.1	19.5%
2012年	101	5.9%
2013年	104	3.0%

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)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
日本 (年度ベース)	▲0.7 (▲0.0)	2.7 (2.5)	1.3 (1.3)	▲0.2 (0.0)	0.0 (0.0)	0.0 (0.1)	1,204 (999)	919 (959)	1,403 (1,555)
米国	1.7	2.2	2.6	3.2	2.2	2.0	▲ 4,734	▲ 5,100	▲ 5,180
ユーロ圏	1.5	▲0.3	0.5	2.7	2.3	1.7	▲ 45	▲ 39	155
ドイツ	3.1	0.8	1.5	2.5	2.0	1.8	2,054	1,712	1,803
フランス	1.7	0.1	0.9	2.3	2.1	1.7	▲ 620	▲ 553	▲ 502
イタリア	0.4	▲1.3	0.0	2.9	2.5	1.9	▲ 701	▲ 525	▲ 336
英国	0.7	0.1	0.7	4.5	4.5	2.5	▲ 465	▲ 361	▲ 262
アジア11カ国・地域	7.4	7.0	7.3	5.5	4.0	4.2	3,231	3,045	3,192
中国	9.2	8.4	8.6	5.4	3.3	3.6	2,011	2,196	2,213
NIEs	4.0	3.0	4.2	3.7	3.1	3.0	1,372	1,210	1,291
ASEAN 4 カ国	4.6	5.4	5.7	4.6	4.2	4.7	530	411	467
インド	6.9	7.3	7.5	8.4	7.5	7.3	▲ 652	▲ 743	▲ 754
オーストラリア	2.0	3.0	3.4	3.4	2.4	2.9	▲ 329	▲ 421	▲ 461
中南米	4.2	3.8	3.9	6.8	5.7	5.8	▲ 682	▲ 1,000	▲ 1,100
ブラジル	2.7	3.5	4.2	6.6	5.1	5.4	▲ 526	▲ 600	▲ 800
ロシア・中東欧	3.9	3.1	3.2	6.8	5.5	5.4	594	414	297
ロシア	4.3	3.8	3.7	8.5	6.5	6.8	988	700	530

(注) 2011年は実績値、2012、2013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・見通しをドル円相場（銀行間中心・期間平均）の実績・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、マルタ、キプロス、スロヴァキア、エストニアの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：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室（次長 伊達）

TEL:03-3240-3204 E-mail:nobuo_date@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。