

・アジア

～景気は一段と減速、各国中銀は金融緩和へ軸足をシフト～

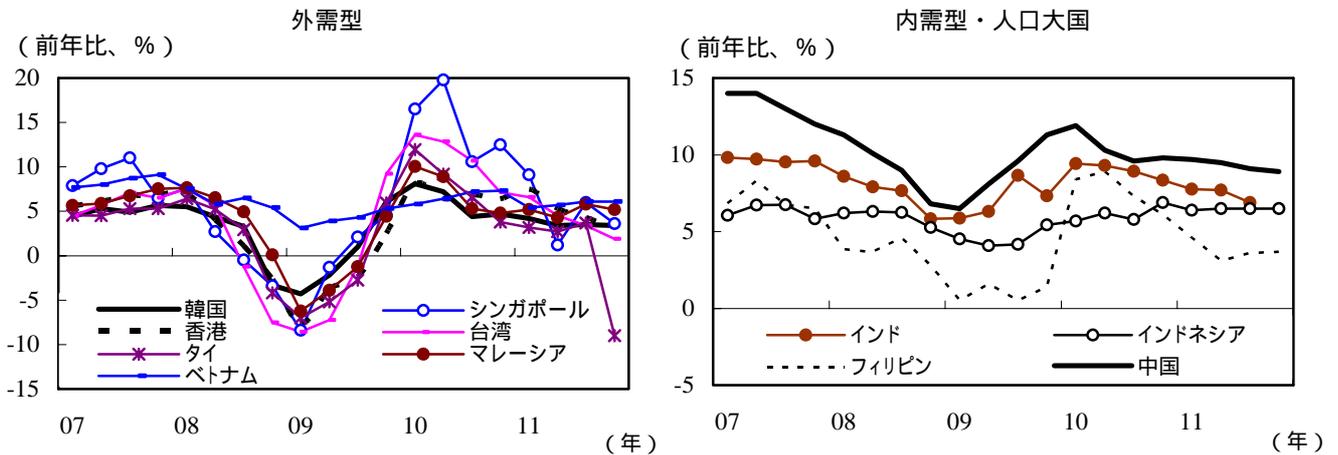
1. アジア経済全般

(1) 景気の現状

欧州経済の減速を受け、成長ペースは一段と鈍化

米国経済は低調とはいえ比較的底堅い成長を維持しているものの、欧州経済の失速が鮮明になったことを受け、アジア経済の成長ペースは一段と鈍化している。アジア主要国・地域の第4四半期の実質GDP成長率は、外需依存度が高い台湾（3Q：前年比3.4% 4Q：同1.9%）やシンガポール（同6.0% 同3.6%）などNIEsが軒並み減速したほか、大規模な洪水被害に見舞われたタイ（同3.7% 同9.0%）が大幅なマイナス成長となった（第1図）。また、中国（同9.1% 同8.9%）は相対的に高い伸びを保ったものの2年半ぶりに8%台へ減速、第3四半期に6%台まで減速したインドは、統計は未発表ながらインフレ高進に伴う金融引き締めの影響で消費や投資を中心に成長率は一段と減速したとみられる。一方、内需型のインドネシア（同6.5% 同6.5%）やフィリピン（同3.6% 同3.7%）は比較的堅調を維持した。

第1図：アジア主要国・地域の実質GDP成長率



（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

2012年のアジアの成長率は7.1%へ減速

2012年を展望すると、米国経済は比較的底堅い成長を維持するとみられるものの、欧州経済の低迷が重石となり、アジアの景気を下押ししよう。もっとも、中国やインド、インドネシアなどの人口大国を中心に内需が景気を下支えし、アジア経済は大幅な減速を回避するであろう。

2012年のアジア11カ国・地域全体の成長率は7.1%と2011年の7.3%

(見込み)から小幅減速すると予想する。特に年前半は減速感が強いとみられる。年半ば以降は、堅調な雇用環境を背景に内需が回復に向かい、成長ペースは緩やかに持ち直すとみる。もっとも、年間を通じ7%台半ばと目される潜在成長率をやや下回る見込みである。

国・地域別にみると、政権交代を迎える中国、内需主導の安定成長が見込まれるインドネシアや洪水の復興需要が期待できるタイなど ASEAN は比較的底堅い成長が期待できる一方、輸出依存度が高いNIEs は大幅な減速を余儀なくされるであろう。インドは、インフレ沈静化に伴い内需が回復に向かうものの力強さに欠け、7%台前半の成長にとどまる見込みである。

依然大きい下ブレ リスク

目下のアジア経済の下ブレリスクは、欧州債務問題の深刻化に伴い景気の下押し圧力が一段と強まること、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いるが、財政赤字に対する視線が世界的に厳しくなる中、景気減速時に財政出動が遅れること、などがある。

他方、上ブレリスクとしては、世界的に低金利が長期化する環境下、アジアへの資本流入が加速し、景気が過熱気味になることが考えられる。もっとも、各国ともインフレへの警戒感を解いておらず、インフレの芽が生じた場合は迅速な対応が期待できる。従って、アジア経済は依然下ブレリスクの方が大きいといえる。

< 欧州債務問題の影響 >

欧州債務問題はアジア経済にどの程度の影響を与えているだろうか。以下で、実体経済(輸出減速、消費減速)及び金融(資本流出、欧州銀行の資産圧縮)の両面から考察する。

< 実体経済面 >

輸出への影響

まず、輸出をみると、欧州債務問題が深刻化した7-8月期をピークに減速傾向が鮮明となり、11月以降は多くの国・地域で伸び率が一桁もしくは前年割れに転じた。第4四半期の伸び率を確認すると、中国(3Q:前年比+20.6% 4Q:同+14.3%)、NIEs(同+17.1% 同+7.7%)、ASEAN4(同+22.8% 同+2.4%)とともに前期から減速した¹(第2図)。

欧州向けの減速 が顕著

仕向地別にみると、欧州向けの減速が顕著であったほか、米国向けは中国からの輸出が加速したものの、ASEAN及びNIEsからの輸出は減速しており基調は弱いといえる。また、これまで堅調であったアジア域内貿易は、石炭やパーム油を中心に中国向け輸出が底堅さを維持したものの、NIEs向け輸出は減速しており、欧州経済減速の影響が浸透しているといえる(第1表)。

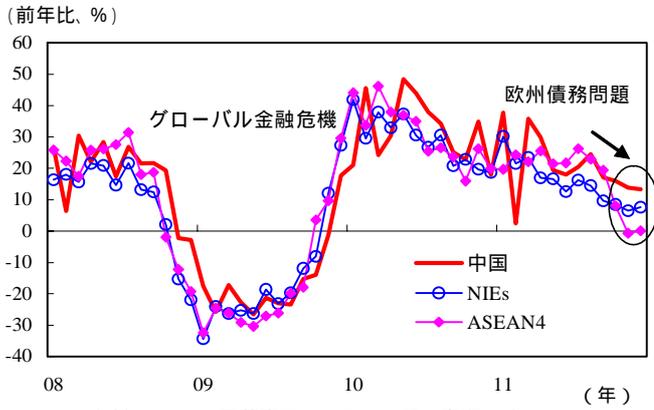
輸出は特に年前 半は減速基調が 持続する公算大

輸出の先行きをみると、ISM製造業指数が足元で持ち直すなど米国経済が底堅い動きを示していることが明るい材料である。もっとも、輸出の

¹ ASEANの減速幅が大きいのは、大規模な洪水被害に見舞われたタイの影響があるため。

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が低下基調にあることもあり、2012 年前半は輸出の減速基調が続く公算が大きい(第3 図、第4 図)。

第2 図：アジア主要国・地域の輸出



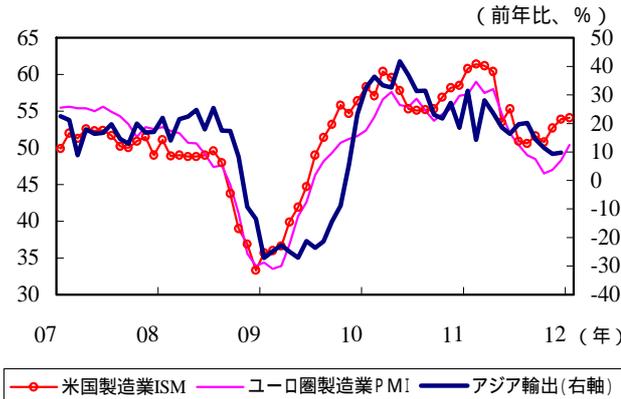
第1 表：アジア主要国・地域の仕向地輸出

仕向地	2011	輸出全体	中国	NIEs	ASEAN	米国	欧州	日本
中国	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
NIEs	1Q	25.4	17.8	24.6	23.8	20.0	28.5	26.0
	2Q	18.0	12.6	18.3	22.1	19.5	10.7	25.1
	3Q	17.1	17.4	15.5	23.8	3.9	4.5	20.7
	4Q	7.3	8.6	9.2	15.7	1.0	▲13.0	14.2
ASEAN4	1Q	22.0	20.3	22.6	25.0	14.5	16.8	26.4
	2Q	22.9	31.2	22.5	14.4	9.9	20.2	37.0
	3Q	22.8	47.4	18.8	24.1	2.8	13.1	26.9
	4Q	2.4	15.7	▲1.3	6.7	▲5.8	▲8.5	7.8
アジア計	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	10.3	6.8	16.5	9.3	▲0.3	14.4

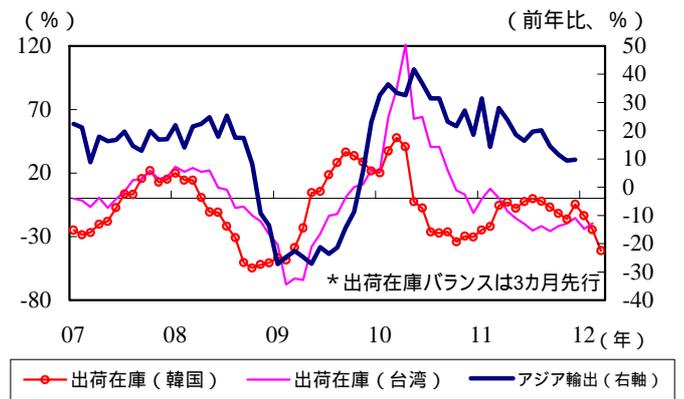
(前年比、%)

(注)4Qの対象期間：輸出全体は10-12月期、それ以外は10-11月期実績。
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3 図：欧米の製造業景況感とアジアの輸出



第4 図：韓国・台湾の電子関連出荷在庫バランス



消費への影響

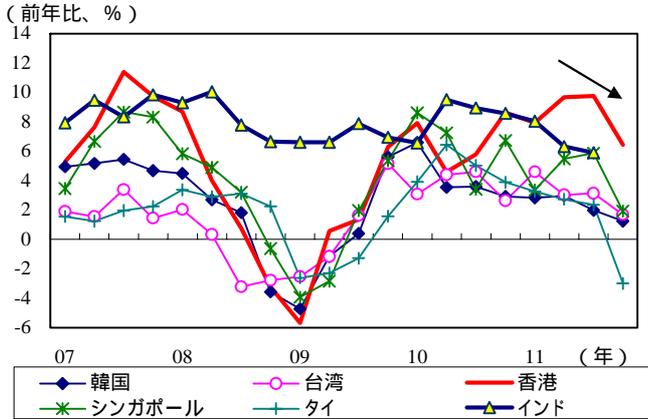
中国・ASEAN
が堅調な一方、
NIEs は減速

次に消費をみると、足元で二極化が進展している。中国や ASEAN (インドネシア、マレーシア、フィリピン) が総じて堅調を維持する一方、NIEs (香港、台湾、韓国、シンガポール) やタイでは減速傾向が鮮明となっている(第5 図)。

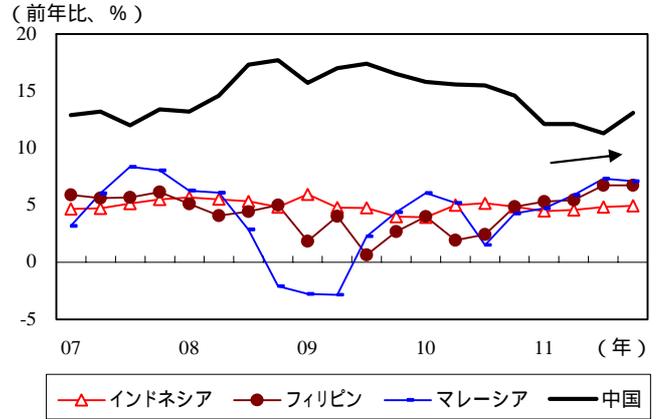
タイの減速は洪水被害が主因といえるが、NIEs の低迷は実質賃金の伸びが低いためと考えられる(第6 図)。この背景には、中国・ASEAN の賃金上昇率が物価上昇率を上回った一方、NIEs の賃金上昇率は概ね物価上昇率の範囲に抑制されたことがある。また、家計の株式保有比率が高い NIEs では、昨年 8 月以降の株価下落が消費者マインドの低下を通じ、消費抑制の一因となったと考えられる(第7 図)。

第5図：アジア主要国・地域の実質消費

<消費が減速している国・地域>

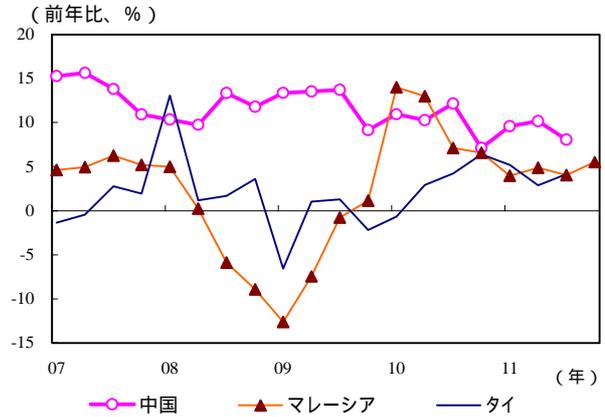
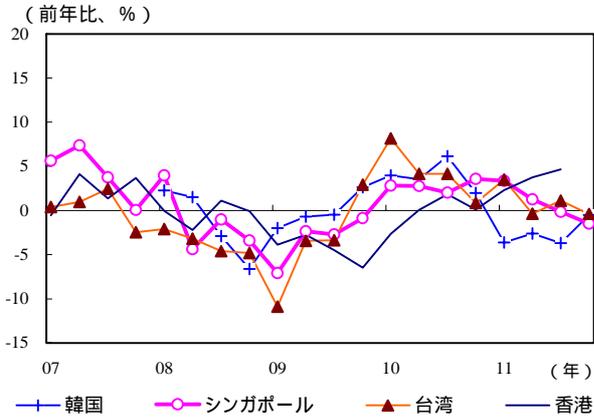


<消費が堅調な国>



(注) 中国は名目社会消費品小売総額を小売物価で実質化
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

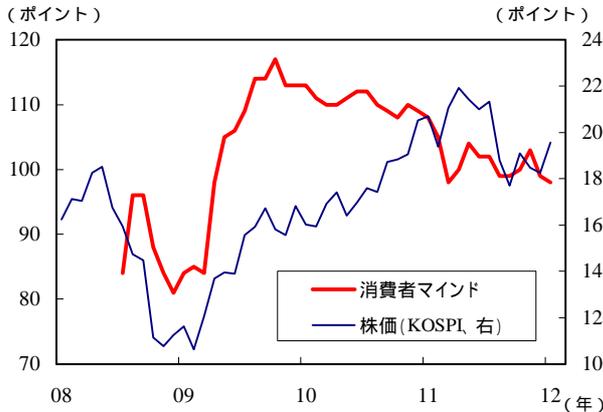
第6図：アジア主要国・地域の実質賃金



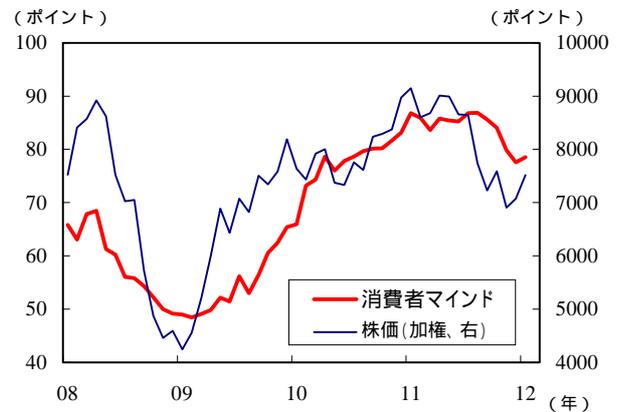
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：韓国・台湾の消費者マインドと株価

<韓国>



<台湾>



(注) 株価は月末値
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

もっとも、失業率は低下傾向が足元まで持続していることから(第2表)、輸出を起点とした景気減速スパイラル(輸出減 雇用減 消費減)は顕在化していない。

今後を展望すると、足元の欧州経済失速の影響が雇用の悪化を通じて消費に波及する面もあるが、以下の2つの理由で年後半にかけて消費は持ち直すと考える。

インフレ緩和に伴い実質賃金は上昇へ

一つは、インフレ緩和に伴い実質賃金の上昇が見込まれることである。食料インフレの沈静化に伴い、2012年のアジア11カ国・地域の消費者物価上昇率は4.3%と前年の5.6%から低下する見込みである(物価の分析については後述)。NIEsは引き続き実質賃金の大幅な伸びが期待しにくいものの、2012年も二桁台の最低賃金上昇率が見込まれる中国やASEANを中心に実質賃金は全体として堅調な伸びが見込まれ、消費を下支えするであろう。

サービス業を中心に雇用の裾野が拡大

二つめは、今後も雇用は底堅い推移が見込まれることである。失業率の低下が続いている背景には、サービス業を中心に雇用の裾野が拡大していることがある。四半期データの入手が可能なタイ、フィリピン、シンガポール、韓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。タイ、フィリピンでは内需拡大を背景に小売業が拡大、シンガポールは2010年に大型カジノ施設が開業したことがサービス業の雇用増加に寄与したと考えられる。内需の拡大期待を背景に、サービス業の雇用は拡大傾向が続くとみる。

また、リーマンショック以降、減少傾向が続いていた製造業の雇用が足元でリーマンショック前の水準を回復している。更に、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²(第3表)。

第2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
中国	4.1	4.1	4.3	4.2	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
香港	4.1	3.4	5.2	4.4	3.4	3.6	3.5	3.2
韓国	3.3	3.2	3.7	3.7	3.9	3.4	3.2	3.1
シンガポール	2.1	2.3	3.0	2.2	1.9	2.1	2.0	2.0
タイ	1.4	1.4	1.5	1.1	0.8	0.6	0.6	0.7
マレーシア	3.2	3.3	3.7	3.4	3.1	3.0	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
インドネシア	9.4	8.4	8.0	7.3	6.8	6.8	6.6	6.6
ベトナム	4.6	4.7	4.6	4.3	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.

(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

² リーマンショック後、製造業で雇用調整が進化した際、農業が雇用の受け皿となった。その後、製造業が回復するにつれ、農業から製造業へ回帰したものの、足元では農産物価格の上昇を受け、農業の雇用も底堅く推移している。

第3表：アジア主要国の雇用者数（業種別）

(2006年4Q=100)

		06/4Q	07/4Q	08/4Q	09/4Q	10/4Q	11/4Q
タイ	雇用全体	100	102	104	106	106	107
	農業(39.9%)	100	101	104	98	104	102
	製造業(13.7%)	100	102	98	98	97	100
	サービス業(41.1%)	100	103	105	115	112	116
フィリピン	雇用全体	100	102	105	108	111	117
	農業(33.4%)	100	101	102	100	102	107
	製造業(8.2%)	100	102	96	98	102	106
	サービス業(53.0%)	100	103	108	115	119	126
シンガポール	雇用全体	100	109	118	120	124	129
	製造業(16.7%)	100	110	113	105	104	101
	サービス業(70.3%)	100	108	116	120	126	134
韓国	雇用全体	100	101	101	101	103	105
	製造業(16.6%)	100	99	97	95	102	100
	サービス業(77.1%)	100	102	103	104	105	108

(注) () は雇用者全体に占める比率(2011年)

(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<金融面>

資本取引への影響

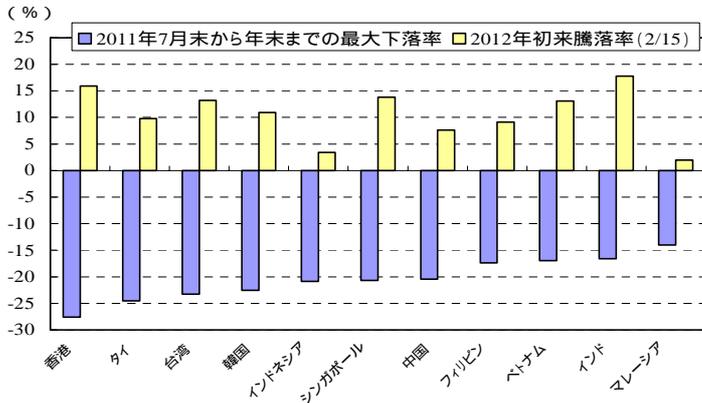
欧州債務問題が深刻化した昨年8月以降、世界的なリスク回避の動きの強まりを背景に、アジアでも資本流出が生じたと見込まれる。株価の動向をみると、昨年7月末から年末までの最大下落率は、14.0~27.6%を記録した(第8図)。株価下落に伴い通貨(対ドル)も下落、直近までの最大下落幅はインド(15.2%)を筆頭に、韓国(7.9%)、インドネシア(6.3%)が大きかった(第9図)。

昨夏以降、株価・通貨ともに大幅下落

国債市場でも債券を売却する動きが顕著となった。とりわけインドネシアでは短期債を中心に売りが加速、昨年12月末時点の外国人国債保有比率は30.8%と6月末の34.0%から低下した(第10図)。

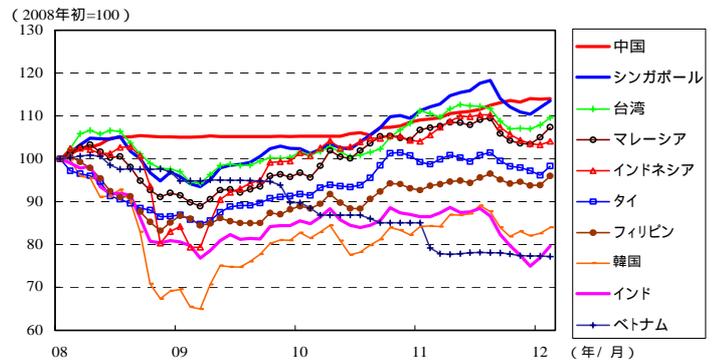
ただし、年明け以降は欧州債務問題の深刻化に歯止めがかかったとの見方が広がったことに加え、米国の低金利長期化観測を受け、株価・通貨は下げ止まり、一部では再び上昇に転じている。また、アジア主要国のCDSは昨年9月から10月にかけて一時上昇したが、その後は落ち着きを取り戻し、リーマンショック直後と比べ低水準にとどまっている(第11図)。

第8図：アジア主要国・地域の株価騰落率



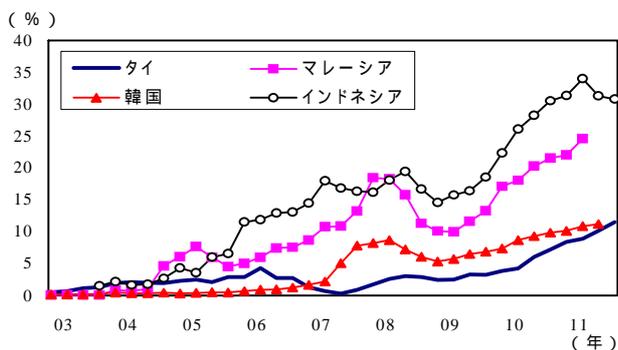
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：アジア主要国・地域の為替変動率



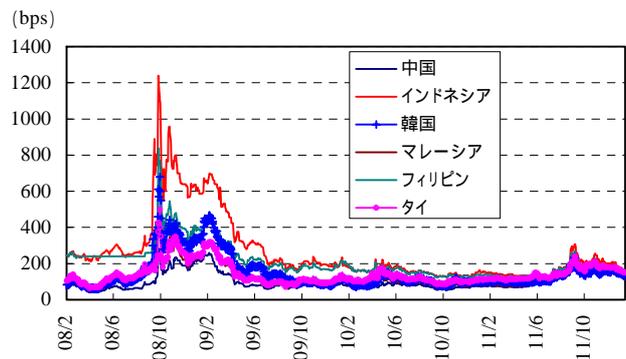
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 10 図：アジア主要国の国債の外国人保有比率



(資料) ADBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 図：アジア主要国の CDS (5 年)



(資料) ADBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年/月)

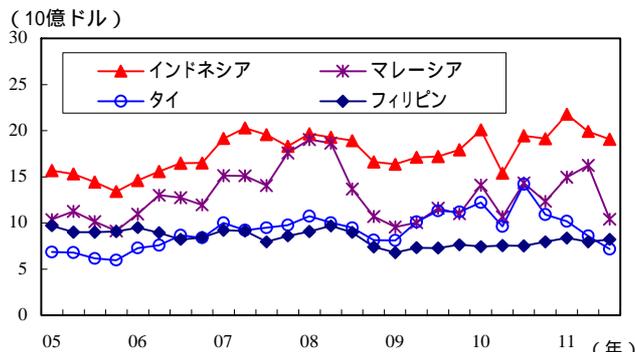
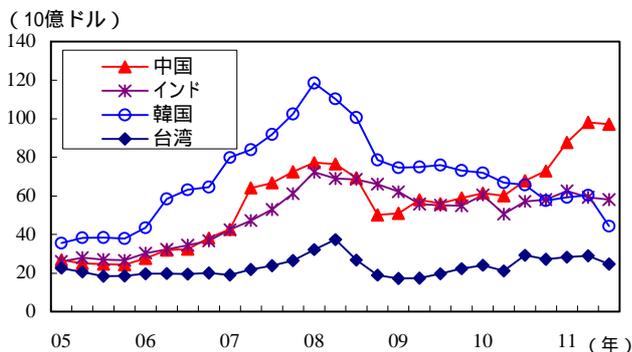
ユーロ圏銀行の
資産圧縮の影響

韓国、台湾、マ
レーシアの与信
残高の減少幅大

BIS (国際決済銀行) が発表した昨年 9 月末時点のユーロ圏銀行のアジア向けの国際与信残高をみると、フィリピンを除き減少しており、ユーロ圏銀行がアジアから資金を引き上げたことが示唆されている(第 12 図)。中でも減少幅が大きいのは、韓国、台湾、マレーシアで、アジア向けクロスボーダー与信の対国内与信比率の変化(2011 年 6 月末 9 月末)をみると、これらの国・地域では 1~2%程度低下している(第 4 表)。ユーロ圏銀行以外の動きをみると、英銀、スイス銀や米銀でも低下している一方、邦銀はマレーシアを除き比率が上昇している。

目下のところ、ユーロ圏銀行の資産圧縮は緩やかであり、アジア域内の金融機関がユーロ圏銀行の資産を肩代わりする動きもみられることから、資産圧縮の影響が顕在化するには至っていない。もっとも、欧州の金融機関はシンジケート・ローンや貿易金融などでアジアにおいて一定のプレゼンスを有しており、今後の動きには留意が必要である。

第 12 図：ユーロ圏銀行のアジア向け国際与信残高



(注) 所在地ベース。クロスボーダー与信+現地向け与信(現地通貨建て+非現地通貨建て)
現地向け与信...外国銀行の現法・支店から居住者に対する与信。

クロスボーダー与信...非居住者外国銀行から居住者に対する与信(現地通貨+非現地通貨)及び現法・支店からの外貨建て与信。

(資料) BISより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4表：アジア向け国際与信（国内与信比）の変化（2011年6月末 9月末）
（％）

	全世界	ユーロ圏	英国	スイス	米国	日本
フィリピン	0.5	0.1	0.6	0.2	0.1	0.1
インドネシア	0.9	0.4	0.1	0.2	0.6	0.1
インド	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1
韓国	1.9	1.1	0.4	0.1	0.5	0.1
台湾	1.1	0.5	0.2	0.3	0.9	0.1
マレーシア	1.4	1.3	0.7	0.1	0.1	0.0
タイ	0.7	0.3	0.1	0.0	0.0	0.2
中国	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
ベトナム	0.0	N.A.	N.A.	0.1	0.0	0.2

（注）所在地ベース。クロスボーダー与信+現地向け与信（現地通貨建て+非現地通貨建て）
 国内与信比率 = (クロスボーダー与信+現地向け与信) / (クロスボーダー与信+国内与信)
 国内与信は現地向け与信を含む。与信対象は貸出のほか株式及び債券を含む。
 （資料）BISより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

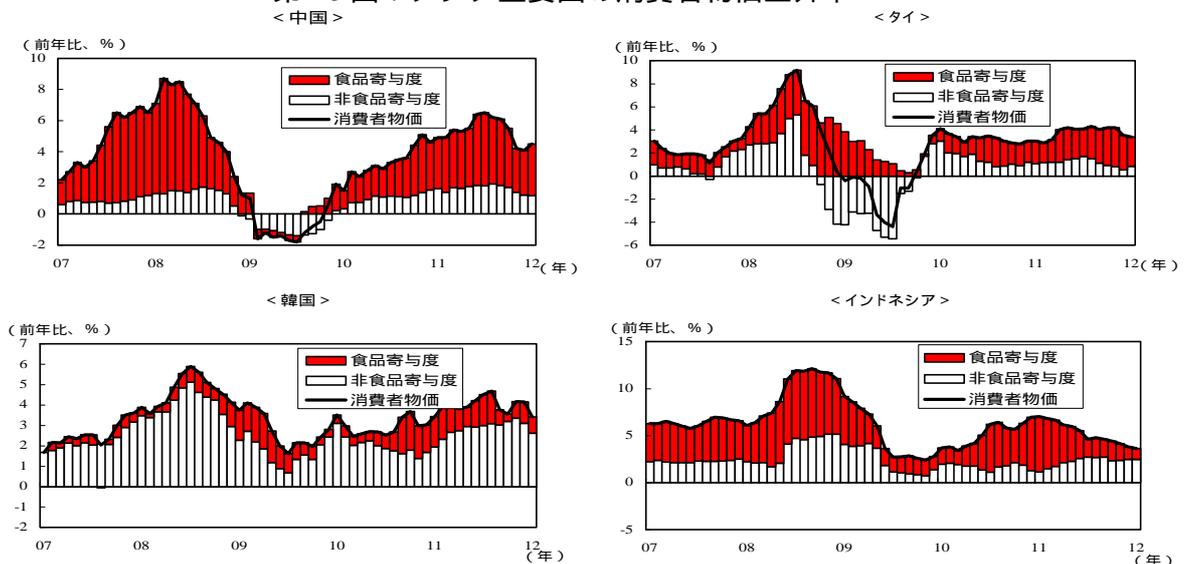
インフレはピークアウト

物価は食料インフレの緩和を受けピークアウトしている（第13図）。他方、非食品物価の上昇率は小幅な鈍化もしくは横這いとどまり、政府・中銀の目標を上回る水準で推移している。今後を展望すると、前半は食料インフレの緩和でインフレ圧力は弱まるものの、同後半は最低賃金引き上げの影響が顕在化することから、物価は再加速が見込まれる（第14、15図）。

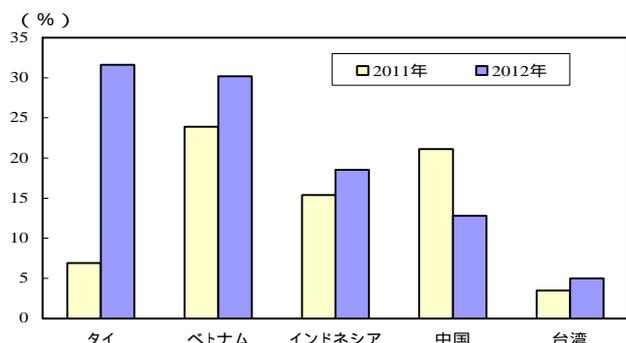
各国中銀は政策の軸足をインフレから景気へシフト

金融政策に目を転じると、景気減速とインフレ緩和に伴い、各国中銀は政策の軸足をインフレ抑制から景気下支えへシフトしている。インドネシア、フィリピン、タイは利下げを実施、中国、インドは預金準備率を引き下げた。その他の国・地域も金融緩和のタイミングを模索している。もっとも、物価の大幅な低下は見込みにくいこと、インドやベトナムを除き金利の引き下げ余地が大きいことから、今局面の利下げは小幅にとどまる公算が大きい。

第13図：アジア主要国の消費者物価上昇率

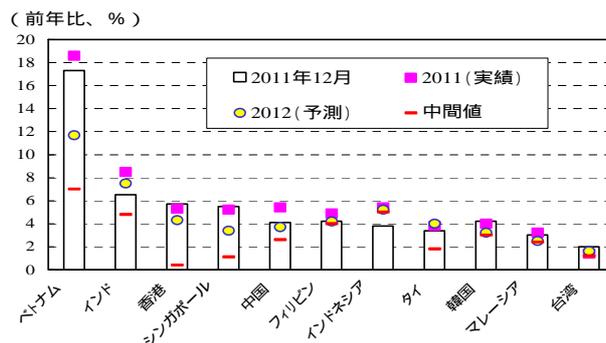


第14図：アジア主要国・地域の最低賃金上昇率



(注) インドネシアはジャカルタ、フィリピンはマニラ、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

第15図：アジア主要国・地域の物価見通し



(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

第5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	8.8	3.3	5.4	3.7	3,054	2,011	1,888
韓国	1,007	6.2	3.6	3.5	3.0	4.0	3.2	294	277	264
台湾	430	10.7	4.0	3.0	1.0	1.4	1.6	399	413	406
香港	225	7.0	5.0	2.8	2.4	5.3	4.3	139	116	122
シンガポール	223	14.8	4.9	2.2	2.8	5.2	3.4	555	570	530
NIEs	1,885	8.3	4.0	3.1	2.4	3.7	3.0	1,387	1,375	1,322
インドネシア	707	6.1	6.5	6.2	5.1	5.4	5.2	51	21	▲6
マレーシア	238	7.2	5.1	3.9	1.7	3.2	2.5	273	320	301
タイ	319	7.8	0.1	5.5	3.3	3.8	4.1	132	119	70
フィリピン	189	7.6	3.7	4.0	3.8	4.9	4.2	85	73	71
ASEAN4	1,452	6.9	4.5	5.4	4.0	4.6	4.4	541	532	436
インド	1,538	8.4	7.0	7.3	10.5	8.5	7.5	▲460	▲552	▲609
ベトナム	104	6.8	5.9	6.1	9.2	18.6	11.7	▲56	▲62	▲54
アジア11カ国・地域	10,857	9.3	7.3	7.1	4.3	5.6	4.3	4,466	3,305	2,983
			見込み	見通し		見込み	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4四半期の成長率は8%台へ低下

中国では景気減速が続いており、第4四半期の実質GDP成長率は前年比8.9%と前期(同9.1%)から低下した。成長率が8%台となったのは2年半振りで、輸出には欧州の債務問題の拡大、内需には引き締め政策の浸透がともに下押し圧力となった。この結果、通年の成長率も前年の同10.4%から同9.2%へと低下した。

輸出は欧州、NIEs向けの不振が目立つ

足元までの実績をより詳細にみていくと、輸出の伸びは2011年9月以降、漸減傾向にある。12月の前年比+13.4%に続き、2012年1月には同0.5%まで落ちこんだが、旧正月休暇が前年の2月から1月にずれたことによる稼働日数の相違を調整すれば、同+10.3%と推計されている。地域別にみると、欧州向けならびに輸出依存度が高いNIEs向けの悪化が目立つ一方、復興需要を背景とする日本向けに加え、ASEANを中心とする新興国向けは底堅く、米国向けも持ち直してきた。

投資は金融引き締めの効果が浸透し、急減速

投資は年末にかけて急減速した。10月の前年比+24.9%から11月には同+21.2%、さらに12月には同+18.3%まで伸びが低下し、ほぼ4年振りに20%を割り込んだ。2010年10月以降強化されてきた金融引き締め政策は2011年7月の利上げを最後に打ち止めとなったが、それまでに預金準備率が過去最高水準を8回も更新したことなどによる引き締め効果が浸透したものと考えられる。マネーサプライ(M2)は4月以降、通年目標(前年比+16%)を下回る水準で推移し、年末には同+13.6%となった。

こうしたなか、中小企業が銀行からの資金供給を受けられず、高利の民間金融に依存した結果の経営不振が大きな問題として浮上した。このため、10月には温家宝首相が国慶節の大型連休中という異例のタイミングで同問題の中心地を視察し、中小企業対策に本腰を入れるに至った。

一方、消費者物価上昇率は7月のピーク(同+6.5%)から11月以降、同+4%台に収まり、金融緩和の余地は広がってきた。当局は12月に市場予想よりも早く3年振りの預金準備率引き下げに踏み切り、さらに2012年2月に2度目の引き下げを行った(ともに引き下げ幅は0.5%)。

消費にはインフレ緩和と家電販売振興策終了前の駆け込み需要が好影響

消費は持ち直しに転じている。インフレ緩和による消費意欲の改善に加え、家電販売振興策の期限切れを前にした駆け込み需要も窺われた。11月には農村向け購入補助策の先行実施地域(四川、山東、河南各省、および青島市)における期限切れに伴う駆け込み購買があり、翌12月にはその反動減があったものの、これを上回る勢いで、12月に期限切れとなる都市部の買い替え補助策に基づく駆け込み購買が現れた。

なお、自動車販売については2011年を通じ、大型販売振興策の期限切れの影響が払拭できず、通年で前年比+2.5%にとどまった。とはいえ、2009年(同+45.4%)、2010年(同+32.4%)と2年連続の大幅増加ペースから2011年には減少を危ぶむ声もあったこと、また、振興策の恩恵が小さか

った中・大型乗用車については年後半に前年比二桁増に復していることなどを考えると、過度の悲観論には違和感を禁じ得ない。

(2) 見通し

政権交代の年ながら、構造調整路線を堅持

2012 年は政権交代の年に当たる。大規模な党・政府人事異動に絡み、実績作りのために投資拡大意欲が発揮されると見込まれる。ただし、胡錦濤現政権が率いる中央政府は持続的成長に向けて構造調整路線を堅持するとみられ、リーマンショック後のように輸出悪化を補うほどの投資過熱が再来する可能性は低い。

新興国向けや政策効果を通じて輸出安定拡大

詳細をみていくと、まず、輸出については減速とはいえ、安定成長を維持すると考えられる。欧州の景気低迷の悪影響は続くものの、これまで先進諸国との貿易摩擦などを踏まえて市場開拓に注力してきた新興国向けの堅調が底支え要因として寄与しよう。また、政府の所得拡大方針からも需給逼迫という側面からも賃金上昇は避けられないが、すでに2011年9月頃から、人民元の上昇はペースダウンしており、通貨上昇面からのコスト競争力低下は限定されつつある。加えて、政府は輸出企業向け融資対策を中心に輸出拡大策も検討している。

投資については、政府が構造調整路線を堅持しつつも、底割れを回避すべく、肌理細かく、多様な政策を投入するなかで堅調な拡大が見込まれる。

投資も重点分野を中心に堅調な拡大持続

産業政策面では、昨年12月に開催された中央経済工作会議において、本年は、低所得層向け住宅、発展の遅れた地域、技術革新、省エネ・環境保護、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）など重点分野への投資が政策支援対象とされ、これらを中心に適度な投資規模を維持する方針が示された。また、同会議では、建設中の水利・鉄道・重大装置等のプロジェクトに対する資金確保を通じ、中断を回避するとし、とくに鉄道工事が全国的に中断されている事態の打開を図ろうとしている。中小企業については、2月の国务院常务会议において、150億元規模の中小企業基金創設、税費用の減免、融資拡大、技術支援、公共サービスの強化など対策が拡充された。

金融政策面では、依然として20.5%と高水準にある預金準備率の引き下げを中心に金融の引き締め過ぎを緩和する一方、リーマンショック前の水準より相当に低い金利については、景気悪化が深刻化しない限り、据え置く可能性が高い。また、金融当局は銀行に対し、産業政策面で支援対象となっている分野には貸出を傾斜配分するよう促している。

消費はインフレ緩和と所得拡大を背景に底堅く推移

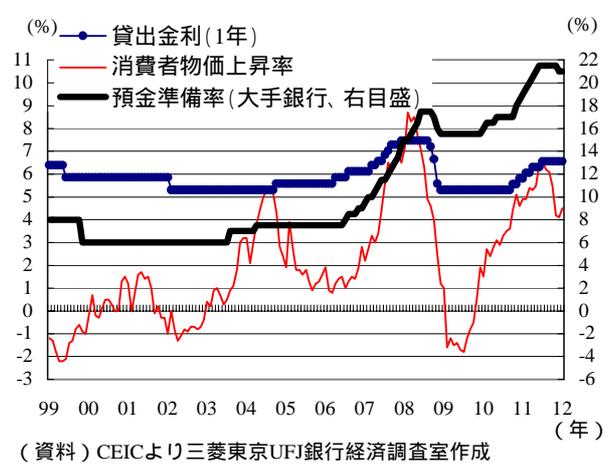
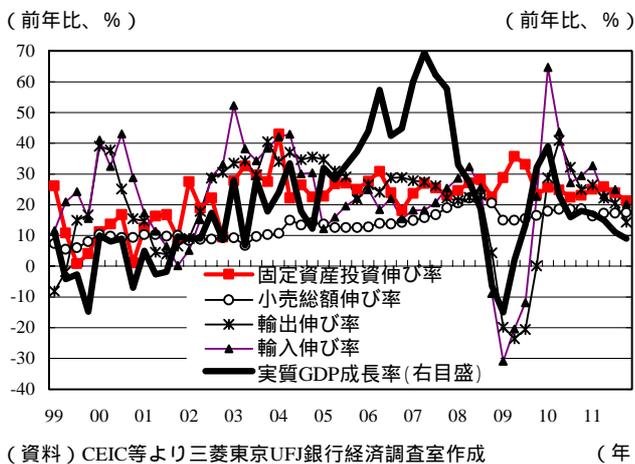
消費については、インフレ圧力が緩和するなか、所得の安定拡大を背景に底堅く推移しよう。政府は2月に第12次5カ年計画期（2011～2015年）の雇用促進計画を公表し、そのなかで、最低賃金の年平均13%以上の上昇、平均賃金の40%の水準への引き上げという目標を提示している。

また、商務部の5カ年計画では年平均15%の消費拡大を目標に掲げ、家電販売振興策の経験を総括し、省エネ・リサイクルへのリンクも考慮に入れつつ、新たな消費振興策を模索している。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昨年で一巡しよう。都市部の世帯保有率は2割程度と普及率が低いこともあり、2012年には拡大ペースが再加速してくると予想される。

以上を総合すれば、2012年の実質GDP成長率は前年の前年比9.2%から一段の低下は避けられないものの、同8.8%と底堅い水準を維持するものと予想される。一方、消費者物価については、食料インフレの緩和に伴い、2011年通年の同+5.4%という高水準からは低下するものの、賃金の上昇による押し上げ圧力により同+3.7%程度の上昇が見込まれる。

第16図：中国の成長関連指標

第17図：中国の物価と金融情勢



(3) リスクファクター

このように、中国は景気減速とはいえ、安定成長を維持するというのがメインシナリオであるが、内外にはこれを脅かすリスクファクターも少なからず存在する。

海外要因には、経済・金融危機の再来と米中貿易戦争

最も懸念すべきは、当然ながら、欧州の債務問題が再度グローバルな経済・金融危機を引き起こす場合であり、IMFは、中国でも、財政出動がなければ4%程度にまで成長率が低下する可能性を提示している。また、貿易黒字のGDP比は2007年の7.6%から2011年には2.1%と、貿易不均衡は急速に是正されているにもかかわらず、米国大統領選挙を睨んで、オバマ大統領が一般教書演説で不公正貿易国として中国を名指しするなど、チャイナバッシング激化の兆しをみせており、米中貿易戦争のリスクにも注意を要する。

一方、国内要因としては地価急落があろう。価格抑制策と金融引き締めがともに強化されるなかで10月頃から地価が下落に転じる都市の数は急増している。ただし、これまでのところ下げ幅は小さく、また、銀行業監督管理委員会・劉明康主席(当時)によれば、ストレステストの結果

果では不動産価格が 50% 下落しても、銀行への影響は限定的とのことである。確かに、現在の銀行の不良債権比率は 0.9% と低水準にあり、危険ラインとされる 5% に達するとすれば、住宅ローンが 10%、不動産開発ローンが 43% とともに不良債権化するという極端なケースを想定しなければならない。

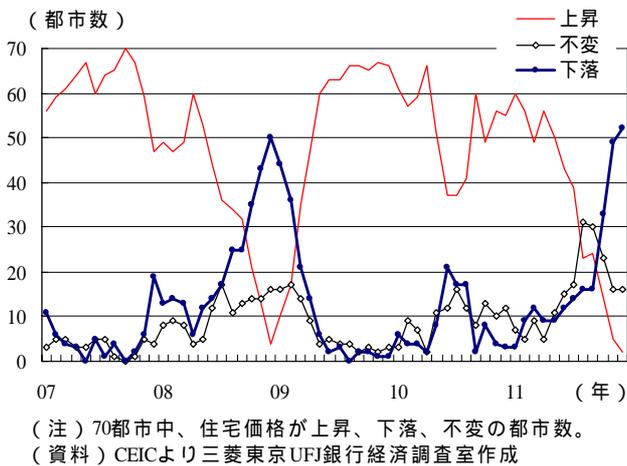
地価急落には地方
債務問題深刻化の
リスク

もっとも、グローバル危機後の積極財政に伴い急増した地方政府債務を考慮すれば事情は異なってくる。地方政府向けが貸出全体に占めるシェアは 16% であるが、収益性の低いプロジェクトへの投下が少なくないといわれる。このため、返済原資として土地譲渡収入への依存が高まるうが、地価下落はこれを急減させる要因となる。また、不動産投資は投資全体の 25% を占め、しかも他の産業にも波及するだけにその失速による経済成長への影響も軽視できない。

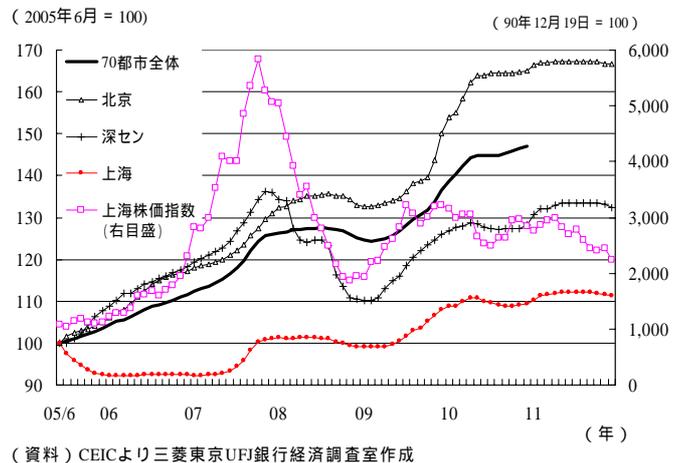
株価については過去 4 年間に渡る低迷においても実体経済への目立った悪影響は認められないが、不動産価格が下落した場合の実体経済へのインパクトはそれに比べれば相当に大きくなると予想される。経済成長と都市化進展に伴う実需の底堅さからすれば、購入規制緩和等の政策変更により暴落回避は可能と考えられる。しかし、政府がストレステストを踏まえ、大幅下落を容認した場合、政府の想定以上のマイナス効果が顕在化する可能性にも留意する必要がある。

(萩原 陽子)

第 18 図：住宅価格の騰落状況



第 19 図：中国の住宅価格と株価



3. NIEs

(1) 韓国

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 4 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 3.4% と、前期 (同 3.5%) を下回る伸びとなった。中身をみると、欧州経済の減速の影響で企業部門が低調で、外需が減速するなか在庫が積み上がり、設備投資は減少に転じた。また、不動産市場の低迷を反映し建設投資は前年割れが続いた。他方、GDP の約 5 割を占める個人消費は、マインドの悪化などから翳りがみられた。

足元の指標に目を向けると、1月の輸出(前年比 6.6%)が2年3カ月ぶりに前年割れとなった。これは旧正月が前年の2月から1月にずれ込んだ影響によるものであるが、この要因を割り引いても、12月(同+10.8%)から減速したとみられる。また、消費者マインド指数は98ポイントと10カ月ぶりの低水準となるなど、内外需ともに基調は総じて弱い。

インフレは緩和

インフレは、食料品やエネルギーを始めとする幅広い品目の落ち着きを反映し緩和している。1月の消費者物価上昇率は前年比3.4%と、前月(同4.2%)から鈍化し、3カ月ぶりに中銀の目標(同2~4%)圏内に収まった。また、コア物価上昇率(同3.2%)も3カ月連続で低下した。こうしたなか、中央銀行は2月9日の定例会議で、政策金利を8カ月連続で3.25%に据え置いた。国内需要の鈍化がインフレ緩和に寄与しているとの見方を示しつつ、エネルギー価格の上昇や地政学的リスクなど、将来的なインフレ圧力の高まりへの警戒も緩めなかった。

中銀は1月会合で政策金利を据え置き

見通し：2012年の成長率は前年比3.5%へ鈍化

2012年の韓国経済は、内外需の鈍化により4%程度とみられる潜在成長率を下回る伸びにとどまろう。実質GDP成長率は前年比3.5%と、前年(同3.6%)を小幅下回ると予想する。

2012年前半は、欧州経済減速の影響が輸出を下押ししよう。もっとも、韓国の輸出先は中国、ASEANを中心とする新興国が全体の約7割を占めていることから、相対的に堅調な新興国経済を支えに輸出の大幅な減速は回避され、景気は底堅さを維持すると考える。年後半は外需の減速に歯止めがかかることに加え、雇用が底堅く推移することから消費が持ち直し、景気の回復基調が強まる展開を予想する。

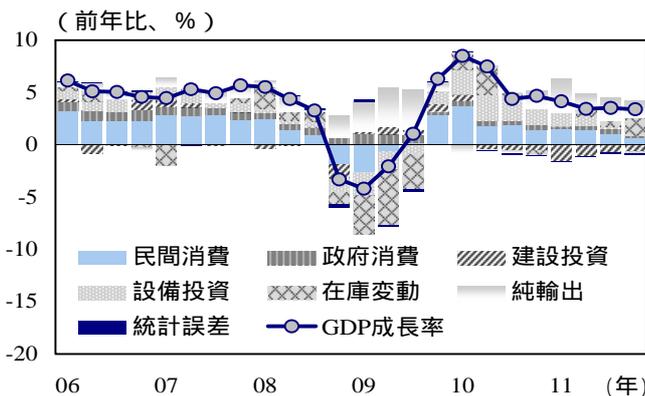
物価は安定的に推移しよう。成長ペースが潜在成長率を下回るなか、消費者物価上昇率は前年比3.2%と、前年(同4.0%)の伸びを下回ると予想する。

中銀は当面金利を据え置き

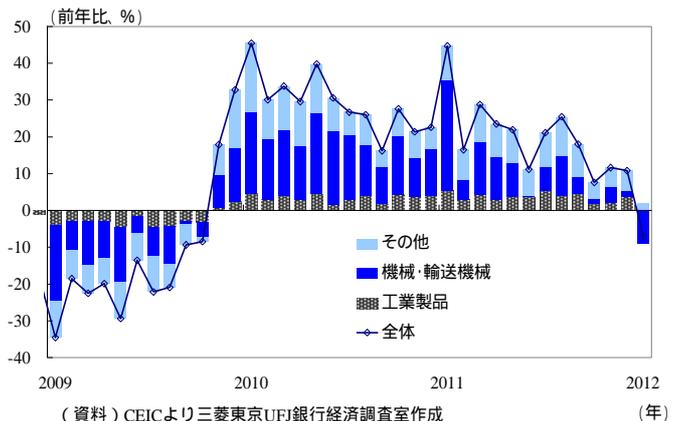
中銀は政策金利を当面据え置こう。欧州問題の深刻化などで想定以上に景気の下振れリスクが強まる場合には、利下げに踏み切る可能性もあると考える。

(福永 雪子)

第20図：韓国の実質GDP成長率



第21図：韓国の輸出動向



(2) 台湾

現状：第 4 四半期には景気減速目立つ

台湾では、第 4 四半期の実質 GDP 成長率が前年比 1.9%と景気減速が目立ってきた。前期比ベースでは 0.15%と二期連続で減少している。この結果、2011 年通年では同 4.0%と前年の同 10.7%から大幅低下となった。

第 4 四半期の動きを需要項目別にみると、内外需ともに不冴えとなっている。輸出は主力のエレクトロニクスを中心に前年比+0.8%と前期(同+2.1%)から一段と低迷してきた。海外需要の減退を受けて、設備投資も落ち込み、同 12.4%と 2 四半期連続の大幅減少となった。消費も同+1.0%と前期(同+3.2%)から大幅に伸びが低下した。失業率の上昇はみられないものの、無給休暇という形での雇用調整が広がりつつあり、株価も低迷したことが響いた模様である。

政策金利は 2 度目の据え置き

世界経済の先行きにさらなる減速リスクが広がっていることを踏まえて、中央銀行は 12 月の金融政策決定会合(3 カ月毎)では 9 月に続いて政策金利を据え置いた。こうしたなか、1 月の消費者物価は前年比+2.4%とほぼ 2 年振りの高水準に達したが、天候不順による生鮮食品の値上がりや旧正月要因によるところが大きく、本格的なインフレの到来は予想し難い。

見通し：外部環境悪化が輸出主導型経済に強い逆風

今後も、輸出主導型の台湾経済には欧州景気の失速が強い逆風となる厳しい外部環境が予想される。そこで、新たな危機到来に対応すべく、1 月の総統(大統領)選挙で再選を果たした馬英九総統は、新行政院長(首相)として陳冲・行政院副院長を指名し、陳氏を中心とした新内閣には経済の専門家が名を連ねた。

馬総統は陳院長の起用に当たり、雇用対策や格差是正を強調したが、台湾の主力産業である IT 産業においては海外需要の減退のみならず、海外企業との競争激化にも晒されており、産業再編も含めた競争力強化策も喫緊の課題となっている。

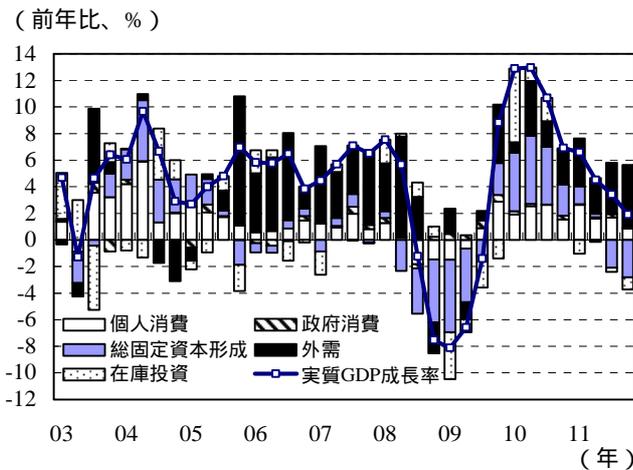
対中関係強化の恩恵を取り込むための有効策に期待

また、中国との経済緊密化を通じて巨大市場の恩恵を取り込むための有効策も欠かせまい。中国との経済協力枠組み協定(ECFA)による市場開放は 539 品目と中国の対台湾輸入額の 16.1%にとどまっている。ASEAN と中国との間では FTA に基づき、2010 年に一部のセンシティブ品目を除き、関税撤廃に至っているのに比べれば、大きく水をあけられており、ECFA の拡充は急務といえよう。加えて、産業界では、中台間で連携して競争力の強化を図る産業協力の推進にも期待が高まっている。

むろん、経済政策を駆使しても、輸出環境の悪化に伴う台湾経済への下押し圧力に抗しきることは難しく、2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 3.0%と前年の同 4.0%からの減速は避けられまい。一方、消費者物価は景気が減速するなか、通年で 1%台の安定推移が見込まれる。

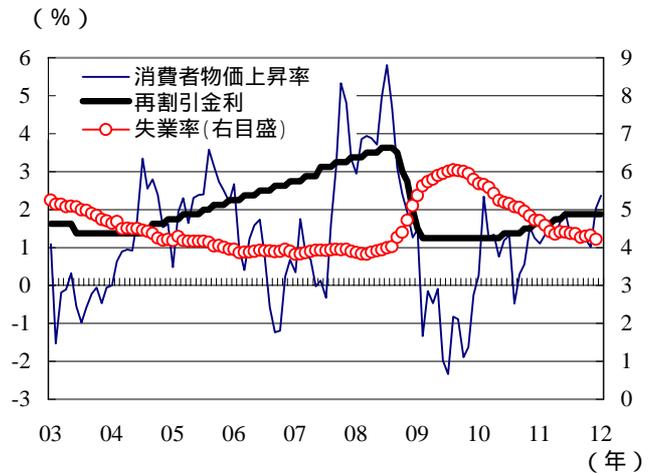
(萩原 陽子)

第 22 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 23 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

現状：輸出が低迷するなか、内需も減速へ

香港では景気減速基調が続いている。第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 3.0%と前期(同 4.3%)からさらに低下した。この結果、2011 年通年でも同 5.0%と前年の同 7.0%から減速となった。

2011 年半ば以降、財輸出は失速が目立ち、第 3 四半期には同 2.2%と下落し、第 4 四半期には増加に復したとはいえ、同+2.0%と低い伸びにとどまっている。とくに欧州向けは悪化が目立っている。

内需に目を転じると、消費の伸びは前 2 四半期には前年比+10%近い高水準であったが、第 4 四半期には同+7.1%まで低下してきた。失業率は 12 月時点でも 3.3%と良好な雇用環境が持続し、中国人旅行客の増勢にも陰りはみられない。しかし、輸出不振に伴う先行き不透明感に加え、規制強化の影響で不動産価格は下落に転じ、世界的な株安局面を受けて、株価の下落も目立つなど資産市況の悪化が影響したと考えられる。一方、総固定資本形成は同+8.8%と前期の同+11.2%から減速したとはいえ、低金利が続くなかで高い伸びを維持した。

インフレ対策による押し下げ効果を除くと物価は高止まり

消費者物価は 7 月の前年比+7.3%というピークから 12 月には同+5.7%と低下しているように見えるが、電力料金の引き下げ、固定資産税の減免などインフレ対策による押し下げ効果を除くと同+6.4%という高水準が 4 カ月続いており、食料品価格や家賃の上昇圧力に目立った改善はみられない。当然ながら、2011 年通年では同+5.3%と前年の同+2.3%からの大幅上昇は避けられなかった。

見通し：政策効果、中国効果を含めても、景気は減速

2012 年には一段の景気減速が見込まれる。欧州では債務問題が長期化しており、輸出のさらなる低迷は避け難い。こうした状況下、最新の事業動向調査によれば、多くの大企業において先行きの見通しは悪化しており、堅調な実績を示してきた消費・投資にその影響が波及する可能性

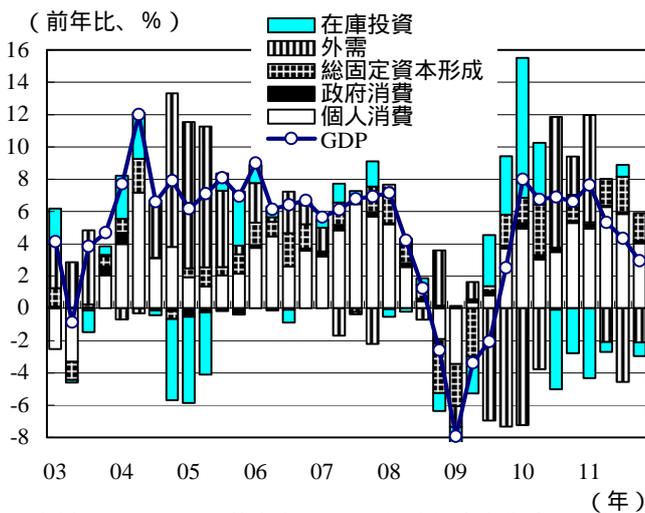
を示唆している。

先行き不安の広がりに対応すべく、当局は 2012 年度予算案に GDP1.5% の下支え効果を見込む 800 億香港ドルの景気対策を盛り込んだ。香港の財政余剰は潤沢であり、状況に応じて、より対策を拡充する余力は十分ある。また、中国経済が相対的には堅調を維持すると予想されるなか、中国人旅行客の購買に加え、急速に進展する人民元の国際化の中心地としての金融・貿易ビジネスなどには安定成長が期待できよう。

欧州景気の失速が予想されるなかでは、これらの政策効果、中国効果を考慮しても、2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 2.8% と前年の同 5.0% から大幅低下は避けられまい。一方、物価については、税・公共料金の減免を始めとするインフレ対策が継続されるとはいえ、国際的な食料品価格ならびに香港の不動産価格の安定化が物価に反映されるには若干の時間を要する見込みである。このため、消費者物価上昇率は前年の同+5.3% から同+4.3% へと小幅の低下にとどまろう。

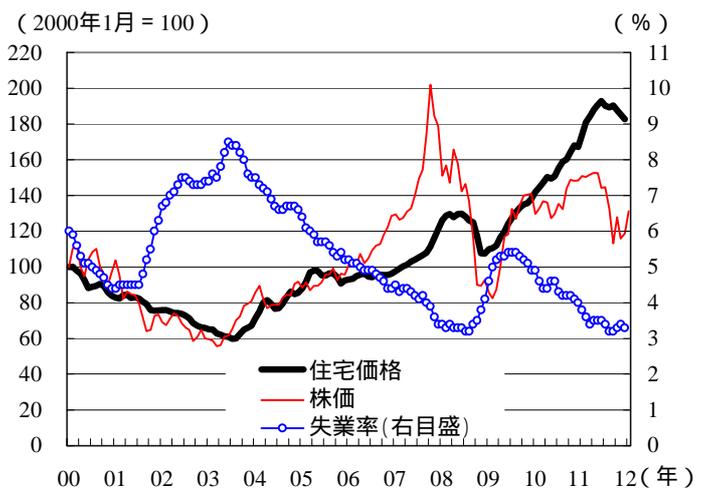
(萩原 陽子)

第 24 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 25 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

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減速している。第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 3.6% (前期：同 6.0%) へ低下した。この結果、2011 年通年の成長率は前年比 4.9% と建国以来最高を記録した 2010 年 (同 14.8%) から大幅に鈍化した。

減速の主因は、外需の低迷や欧州債務問題の深刻化を受けた資本市場の低迷など外部環境の悪化である。製造業 (前年比+9.2%) は、世界的な半導体需要の冷え込みを背景にエレクトロニクス部門の不振が続いたほか、サービス業 (同+2.1%) は卸小売や銀行貸出が拡大したものの、株式市場の低迷に下押しされた。建設業 (同+2.9%) も民間住宅建設の減少な

どで低い伸びにとどまった。

需要項目別では、輸出（同+0.9%）の減速により外需のプラス寄与度が縮小した。他方、民間消費（同+1.9%）は、前年の高水準の反動もあり低い伸びにとどまった。また、総固定資本形成（同 0.2%）は、民間住宅建設の減少などで前年を小幅下回った。

物価は依然高水準

第4四半期の消費者物価上昇率は、住居費や自動車購入費用の高止まりなどを背景に、前年比5.5%と高水準で推移した。不動産価格は、依然として過去最高値圏にあるものの、当局の過熱抑制策などを受け上昇ペースは徐々に鈍化しており、第4四半期の民間住宅価格指数は前期比+0.2%（前期：同+1.3%）へ伸びが低下した。

見通し：2012年の成長率は一段と低下

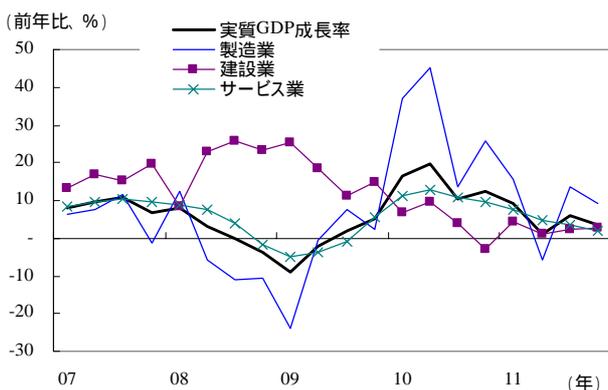
2012年のシンガポール経済は、輸出の低迷などで前半の成長ペースは減速するとみられる。2012年通年の実質GDP成長率は潜在成長率（3～5%）を下回る前年比2.2%程度を予想する。民間消費は、総じて良好な雇用環境が下支えしよう。政府が外国人雇用税の引き上げや外国人就業許可証（EP）発給基準の厳格化などで外国人労働者の流入抑制策を強化するなか、ホテル・飲食、ビジネスサービスなどのサービス業を中心に雇用が拡大、失業率（2011年第4四半期）は2.0%と14年ぶりの低水準にある。2012年度予算案では、今年7月から産業別の外国人依存比率（Dependency Ratio Ceilings :DRCs）を引き下げる方針を表明、労働需給の逼迫が続く可能性がある。また、低所得層や高齢者に配慮した予算配分、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

物価については、前年のベース効果に加え、政府が12月に発表した追加の不動産投機抑制策もあり不動産市場の軟化が見込まれることなどから、インフレ率は低下へ向かおう。2012年の消費者物価上昇率は、前年比3.4%（前年：同5.2%）を予想する。

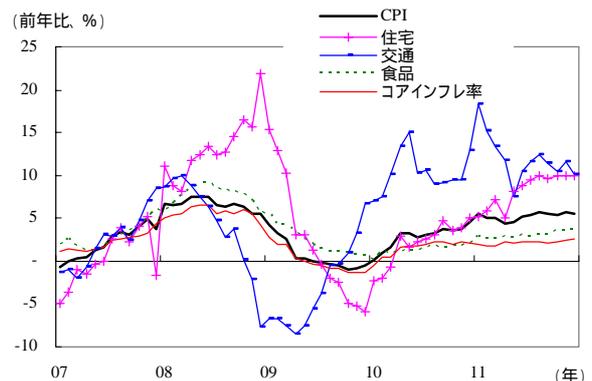
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第26図：シンガポールの実質GDP成長率



(資料)シンガポール通産省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27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

現状：2011年の成長率は6.5%と15年ぶりの高成長

インフレ率低下を受け、中銀が利下げを積極化

見通し：内需を牽引役に6%台の成長が持続

物価の安定を左右するエネルギー政策の行方には留意

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4四半期の実質GDP成長率は前年比6.5%と年間を通じてほぼ同水準を維持、2011年通年でも同6.5%と1996年以来15年ぶりの高成長となった。第4四半期の内訳を見ると、物価の安定や消費者マインドの改善などを背景に民間消費(同+4.9%)が堅調を維持したほか、企業の設備投資拡大などで総固定資本形成(同+11.5%)が約3年ぶりの二桁増となった。他方、外需のプラス寄与度は縮小した。輸出(同+7.9%)は石炭、パーム油などの資源関連が堅調を維持したものの工業製品が伸び悩み、伸びが鈍化した。輸入(同+10.1%)は投資拡大に伴い資本財などが拡大した。

物価は総じて安定を維持している。前年に高騰したコメやトウガラシなど食品の供給量増加による価格下落に伴い、1月の消費者物価上昇率は前年比3.7%と2010年3月以来の低水準まで低下した。こうしたなか中銀は、世界経済の先行き不透明感などに配慮し、金融緩和を積極化している。昨年10月と11月に続き今年2月にも利下げを実施(合計100bps)。政策金利(BIレート)は過去最低の5.75%まで低下した。

2012年のインドネシア経済は、引き続き内需を牽引役に堅調が見込まれる。年央にかけて輸出の伸び悩みなどが下押し圧力となるものの、賃上げや資源価格の高止まりなどによる所得増加および緩和的な金融環境が民間消費を下支えしよう。2011年の1人当たりGDPは3,543ドルと耐久消費財の本格的な普及期に入っており、サービス分野への支出も拡大傾向にある。また、相対的に低コストの労働力や市場拡大を見込んだ外資による新規・拡張投資の活発化なども内需を後押ししよう。2012年通年の実質GDP成長率は同6.2%を予想する。

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、電力料金引き上げ、燃料価格引き上げまたは補助金付き燃料の販売制限(補助金削減)などによる物価上押しが懸念される。2012年通年の消費者物価上昇率は前年比5.2%を予想するが、補助金削減が見送られれば、インフレ率は予想を下回る一方、財政改革という点では課題を残すことになる。また、仮に、世界経済の急減速などによる資源価格の大幅下落があれば、補助金支出の抑制というプラスの面がある反面、輸出や所得の減少を通じて成長率の下振れにつながるリスク要因としてみておくべきであろう。

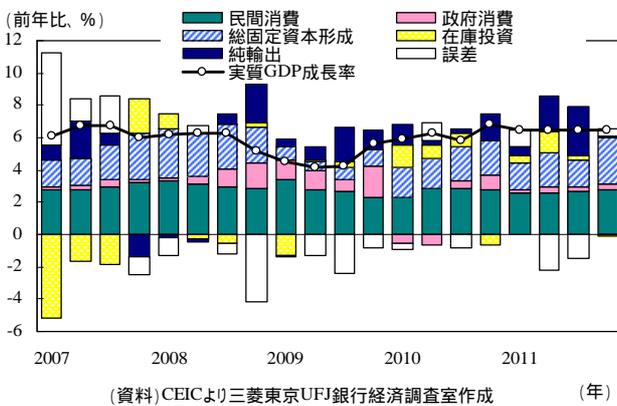
金融政策については、目先、インフレ率が低水準で推移するなか、欧州債務問題など不透明な外部環境などを踏まえ、追加利下げの可能性も否定できない。ただし、インフレの動向次第では、年央以降、利上げに転じるという選択肢もみておく必要がある。

14年ぶりの「投資適格」復帰を受け資本流入拡大基調が持続、ただし一時的な調整リスクには引き続き留意

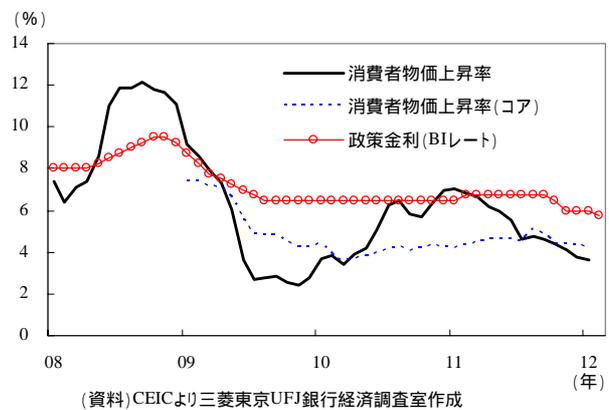
良好なファンダメンタルズや昨年半以降の急激な資本流出への対応力などを踏まえ、昨年末から今年初めにかけて、大手格付け会社によるインドネシアのソブリン格付けの上方修正が相次ぎ、アジア通貨危機以来14年ぶりに「投資適格級」に復帰した。政府や企業の借入コストの低下、安定した資本流入の拡大などを通じて、成長の支えになることが期待できる一方、海外投資家の国債保有比率が30%程度と依然高水準にあるだけに、世界的なリスク回避の動きの強まり等に伴う一時的な調整リスクには引き続き留意する必要がある。

(シンガポール駐在 福地 亜希)

第28図：インドネシアの実質GDP成長率



第29図：インドネシアの物価と金利



(2) マレーシア

現状：成長ペースは外需を中心に鈍化傾向

マレーシア経済は減速している。第4四半期の実質GDP成長率は前年比5.2%（前期：同5.8%）へ低下した。需要項目別に見ると、外需が減速する中、内需は総じて堅調を維持している。輸出（同+4.9%）は石油やパーム油などの資源関連を中心に拡大したが、資本財などの輸入（同+7.0%）拡大により外需の寄与度がマイナスに転じた。

一方、民間消費（同+7.1%）は良好な雇用・所得環境を支えに小幅鈍化にとどまったほか、公務員給与などの政府支出（同+23.6%）が急拡大し成長を押し上げた。また、総固定資本形成（同+8.5%）も輸送機械などの設備投資や石油・ガスなど資源開発の活発化が追い風となった。

産業別では、製造業（同+5.2%）は電子・電機などの輸出向けが伸び悩む中、食品・飲料、輸送機器などの内需向けが下支えした。サービス（同+6.4%）では卸小売、通信、保険などが堅調を維持、建設（同+6.4%）も大型インフラプロジェクトなどを中心に拡大した。一方、鉱業（同-3.3%）では、国営石油大手のプラント事故を受けた国内向け天然ガスの生産停止の影響が続いたが、マイナス幅は前期（同-6.1%）から縮小した。

物価は総じて安定

物価は総じて安定している。第 4 四半期の消費者物価上昇率は、ガソリンやディーゼルなど燃料統制価格の引き上げが実施されなかったこともあり、前年比 3.2%（前期：同 3.4%）へ小幅低下した。

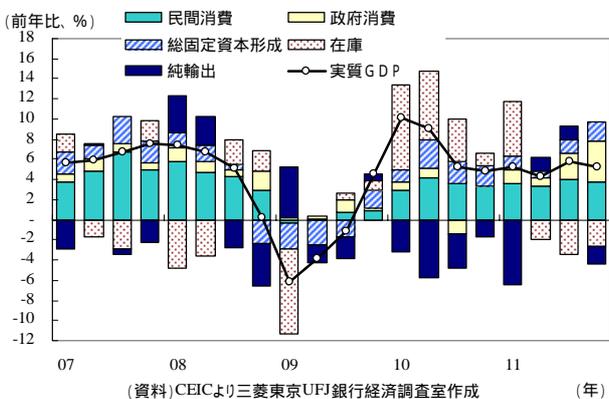
見通し：2012 年は成長ペースが鈍化するものの、大幅失速は回避

2012 年のマレーシア経済は、外需の低迷を受け、年前半は成長ペースの減速が続くものの、内需拡大を支えに大幅失速は回避しよう。実質 GDP 成長率は 2011 年の前年比 5.1% に対し、2012 年は同 3.9% を予想する。民間消費は、中銀による家計向け融資規制強化が下押し圧力となる虞があるものの、安定した雇用・所得環境に加え、年央までに実施が見込まれる総選挙を意識した景気刺激措置（低所得者層への一時金支給や生活支援策、公務員給与の引き上げなど）が下支えしよう。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公共工事、サバ州におけるガス火力発電所建設などの大型プロジェクトを中心に拡大が見込まれる。また、イスラム金融と関連サービスの国際ハブ化を目指す「クアラルンプール国際金融地区」構想、サービス業 17 業種（病院、建築、エンジニアリング、会計・税務サービスなど）に対する外資規制撤廃なども、民間企業の投資拡大を後押ししよう。

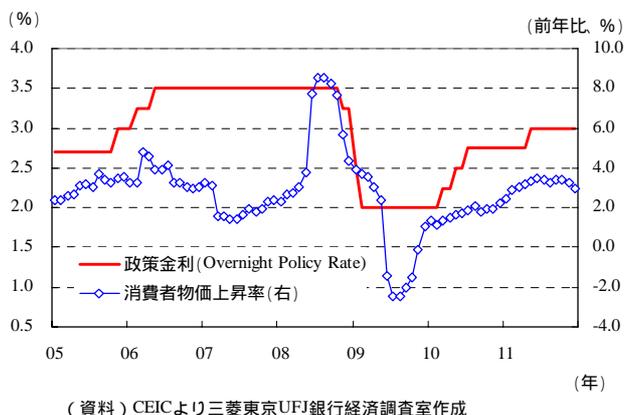
消費者物価上昇率は、生活必需品（コメ、砂糖、燃料など）に対する補助金支出の拡充や景気鈍化に伴う需要サイドからのインフレ圧力の緩和もあり、2012 年は前年比 2.5%（2011 年：同 3.2%）への低下を予想する。中銀は、2011 年 5 月の利上げを最後に、政策金利（翌日物政策金利）を 3.0% で据え置いている。欧州債務問題の深刻化などで予想以上に景気下振れのリスクが強まる場合には、利下げの可能性も視野に入ってくる。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第 30 図：マレーシアの実質 GDP 成長率



第 31 図：マレーシアの物価と金利



(3) タイ

現状：第4四半期の成長率は前年比 9.0%、アジア通貨危機以来の落ち込み

タイ経済は、欧州経済失速の影響に加え、国内の洪水被害が大きな打撃となっている。昨年第4四半期の実質 GDP 成長率は前年比 9.0%と、アジア通貨危機時の 98 年第3四半期以来の大幅な落ち込みを記録した。

中身をみると、全ての需要項目がマイナスとなったが、なかでも最も落ち込みが大きかったのは純輸出で、欧州経済減速の影響に加え、主要工業団地浸水による生産停止で、輸出(同 6.5%)が大幅に減少した。また、企業マインドの悪化や投資案件の一時的な凍結などから固定資本形成(同 3.6%)が落ち込んだほか、日用品の品不足や耐久消費財を中心とした買い控えなどから個人消費(同 3.0%)も低迷した。この結果、2011 年通年の伸びは同 0.1%と、前年(同 7.3%)から急減速した。

指標は11月をボトムに持ち直し

もっとも足元の経済指標は、持ち直しの兆しがみえる。12月の製造業生産指数は前年比 25.8%(11月:同 47.2%)、民間消費指数は同+0.1%(11月:同 1.6%)など、いずれも11月をボトムに反転しており、最悪期は脱しつつあると考えられる。

中銀は2会合連続で利下げ

インフレ圧力は緩和している。1月の消費者物価上昇率は前年比 3.4%と、3カ月連続で鈍化した。中身をみると、家財道具(同 2.2%)など伸びが加速した項目もあったが、ウェイトの大きい食料品(同 7.7%)が鈍化し、全体の伸びを抑制した。こうした中、タイ中銀は1月25日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利の1日物レポ金利を 0.25%ポイント引き下げ 3.0%とした。利下げは、昨年11月に続き2会合連続で、インフレが一服する中、深刻な洪水被害や欧州経済減速の影響を考慮し、政府の財政出動とともに金融面からの景気下支えを意図している。

見通し：2012年の成長率は前年比 5.5%へ加速

2012年のタイ経済を展望すると、欧州経済減速の影響に伴う輸出の下押し圧力は避けられないものの、洪水からの復興需要や経済対策に押し上げられ、成長率は前年比 5.5%へ加速すると予想する。

年前半は、欧州経済減速が重石となることに加え、生産活動は復興途上にあることから、回復ペースは緩やかにとどまると考える。進出企業の中には比較的洪水被害の少ない地域へ工業団地を移転する動きもあるほか、道路の補修作業などインフラの再構築にも今しばらく時間を要するとみられるためである。

年後半、景気の回復ペース高まる

年後半は生産活動が本格的な回復局面を迎え、雇用・所得環境も改善しよう。また、4月の最低賃金引き上げ(39.5%)も個人消費の押し上げ要因となり、景気の回復ペースは高まると予想する。

景気回復を支えるのは復興対策

年間を通して景気回復を牽引するのは、各種復興対策である。政府は昨年12月に 9,000 億バーツ規模(名目 GDP 比 8.3%)の復興計画、「ニュータイランド」構想を打ち出した。このうち 2011 年度(2011 年 10 月~2012 年 9 月)については、1,200 億バーツ(同 1.1%)の財政出動が見込

まれている。内訳は被災世帯への給付金、インフラ復旧費用、治水事業費などで、幅広い層が恩恵を被ることが見込まれる。また、民間企業への保険金の流入も、復興の助けとなろう^(注)。

インフレ急進は回避

消費者物価上昇率は前年比 4.1%へ小幅上昇すると予想する。4 月の最低賃金の引き上げといった物価の上昇圧力はあるものの、景気回復に伴いパーツ高基調が予想されること、年末にかけ、洪水被害を受けた昨年の物価高の反動が見込まれること、などが物価の伸びを小幅なものに抑制すると考える。

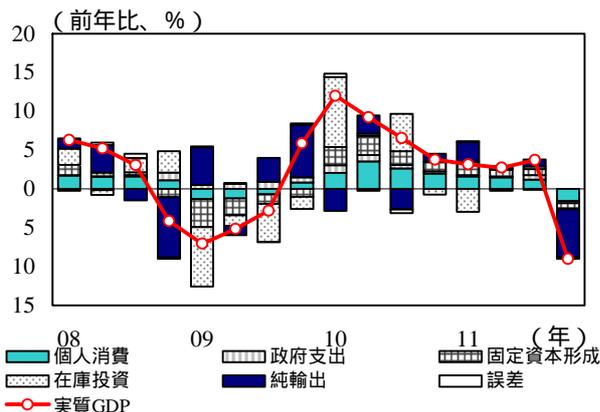
中銀は追加利下げの可能性も

中銀は物価動向を見極めつつ、景気回復ペースが想定以上に遅れる場合は、追加利下げを実施する可能性もあろう。

(注) 日系大手 3 損保グループが、タイの洪水で被害を受けた日系企業に支払う保険金総額は 4000 億円を超える見込み。これは同グループ史上 3 番目の支払い規模。

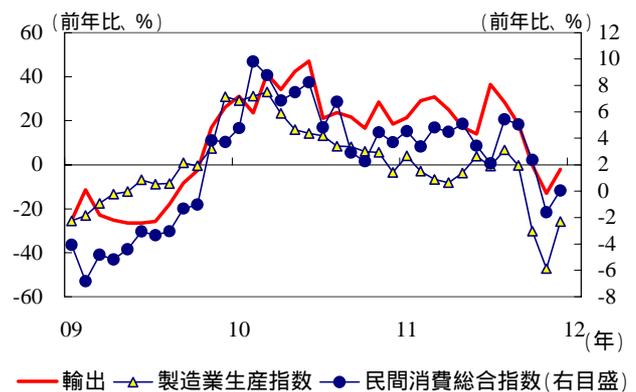
(福永 雪子)

第 32 図：タイの実質 GDP 成長率



(資料) NESDBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 33 図：タイの生産・輸出・民間消費



(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

現状：景気は底堅く推移

フィリピン経済は欧州経済失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%) からやや持ち直した。

欧州経済失速の影響で、主力の電子機器類を中心に輸出 (前年比 5.5%) は減少した。生産部門の低迷を反映し第 4 四半期の企業収益 (同 13.2%) は低下しており、固定資本形成 (同 4.3%) の低迷も景気を下押しした。一方、個人消費 (同+6.7%) は底堅い海外労働者送金 (OFW) に支えられ堅調に推移し、企業部門の低迷を緩和した。

物価は安定

物価は安定している。1 月の消費者物価上昇率は前年比 3.9%と、13 カ月ぶりの低い伸びとなった。娯楽や教育など一部上昇している品目もあるが、ウェイトが高い食料品や交通費などの鈍化が全体の伸びを抑制した。インフレ圧力の緩和を受け、中銀は 1 月の金融理事会で、2011 年 5 月

中銀は 1 月に利
下げを実施

以来、据え置いていた政策金利を 0.25%ポイント引き下げた。この結果、翌日物借入金利と貸出金利はそれぞれ 4.25%、6.25%となった。1 月の物価上昇率が低水準にとどまったことで、市場は 3 月会合での追加利下げを織り込みつつある。

見通し：2012
年の成長率は前
年比 4.0%

2012 年のフィリピン経済を展望すると、内需が下支えとなり、成長率は前年比 4.0%と 2011 年（同 3.7%）を上回る伸びになると予想する。

欧州経済失速に伴う外需の低迷は、引き続き景気の重石となるものの個人消費や投資が景気を下支えしよう。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%）など周辺国と比べ高いことから、主力の電子機器類を中心に欧州経済失速の影響を受けることは避けられない。

個人消費、財政
出動、PPP が
内需の支えに

他方、内需は、底堅い海外労働者送金に支えられた個人消費、政府の財政出動、官民パートナーシップ（PPP）事業の本格化が支えになると考える。

の海外労働者送金は昨年第 4 四半期に前年比+7.7%と、前期（同 +8.6%）からペースダウンしたとはいえ、高い伸びを維持した。フィリピンの海外労働者は先進国だけでなく、アジアや中東など幅広い地域に派遣されており、近年では景気減速の影響を受けにくくなっている。先進国が軒並みマイナス成長に陥った 2009 年も同 5.6%と、底堅い伸びを維持した。2012 年についても伸びの鈍化は見込まれるが、底堅い海外労働者送金が引き続き個人消費の支えになると考える。

の財政出動については、政府は昨年 10 月に打ち出した 721 億ペソ規模（名目 GDP 比 0.7%）の経済対策のうち、12 月に約 85%を拠出した。今年に入り、その本格的な波及効果と残額の拠出が見込まれる。

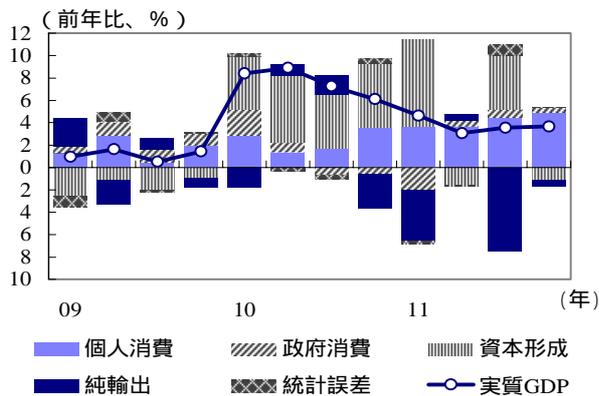
の PPP 事業はアキノ政権発足直後からの目玉政策であったが、ここに来てようやく実行の見通しが立った。PPP 事業はインフラ整備計画から運営まで官民が協働で行うもので、政府は財政支出を抑制出来る一方、民間企業は事業運営による収益の恩恵を受ける利点がある。現在進行中の事業は 17 件、道路、鉄道、水供給施設など多岐にわたり、総事業費は 1,500 億ペソ（名目 GDP 比 1.5%）に上る。これらのプロジェクトが順次実行されることで、投資及び雇用の拡大が見込まれる。

追加利下げで
景気をテコ入
れ

中銀は政府と一体になり景気浮揚を狙っていることから、エネルギー価格の鈍化などでインフレ圧力が緩和する中、追加利下げで景気テコ入れを図ると考える。

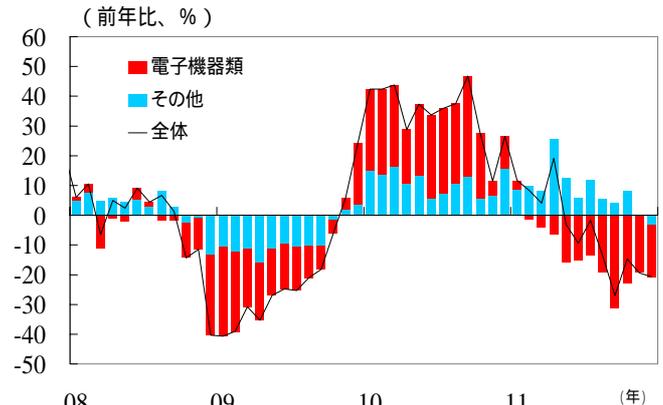
（福永 雪子）

第 34 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 35 図：フィリピンの輸出



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

5. その他アジア

(1) インド

現状：成長ペースは鈍化が鮮明化、ただし足元は底打ちの兆し

インド経済は内需を中心に減速傾向が鮮明となっている。10-12月期の鉱工業生産は前年比+0.9%（前期：同+3.2%）と低水準にとどまった。金融引き締めの影響による投資の落ち込みに加え、前年の高水準の反動もあり、資本財（同 16.2%）の不振が目立った。もっとも、1月の製造業購買担当者指数（PMI）は57.5ポイントと11月（51.0ポイント）をボトムに2カ月連続で改善するなど、足元は底打ちの兆しが見られる。

乗用車販売台数についても、金利高および燃料高に加え、一部メーカーにおけるストライキに伴う生産減の影響などもあり、10-12月期は前年比 2.1%（前期：同 4.3%）と伸び悩んだものの、月次ベースで見ると11月以降は20万台超の高水準、前年比プラスの伸びを維持している。供給サイドの要因の剥落に加え、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とみられる。

インフレはピークアウトの動き

こうした中、1月の卸売物価（WPI）上昇率は前年比 6.6%と約2年ぶりに7%以下の水準まで低下し、インフレ沈静化の兆しが窺える。野菜価格の下落などの季節要因の影響が大きいというえ、高たんぱく食品の価格上昇や燃料価格の高止まりが続くなど予断は許さないものの、コアインフレの代替指標として注目される工業製品価格の上昇ペースが鈍化しつつある点はプラスに評価できる。

中銀は緩和方向に転換しつつも、引き続きインフレを警戒

インド準備銀行（RBI、中央銀行）は、景気の先行き不透明感の強まりを受け、1月の金融政策会合で現金準備率（CRR）を50bps引き下げ5.5%とした。ただし、需要サイドからのインフレ圧力に対する警戒などから、主要政策金利（レポレート 8.5%、リバースレポレート 7.5%）の早期の引き下げには慎重スタンスを崩していない。

インド経済は、目先、金利の高止まりにより投資を中心に内需が伸び悩むほか、輸出の減速などが重石となるものの、年央以降は、インフレ

見通し：インフ
レ沈静化を受け、
緩やかに持ち直
しへ

の沈静化を受け、内需を中心に緩やかに持ち直しに転じよう。2011 年度の実質 GDP 成長率は前年比 7.0% (前年度：同 8.4%)、2012 年度については同 7.3%を予想する。

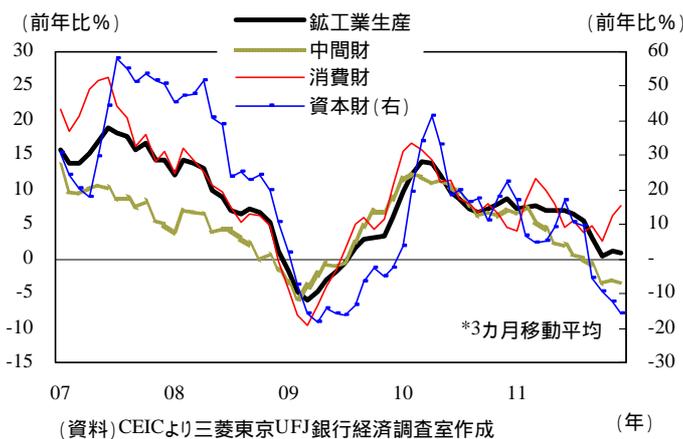
物価については、前年要因の剥落に加え、引き締め効果の浸透による期待インフレ率の低下などで、上昇ペースの鈍化が見込まれる。インフレの沈静化に伴い、徐々に金融緩和が視野に入ってくる。

財政再建に向け
た道筋の提示が
金融緩和の鍵

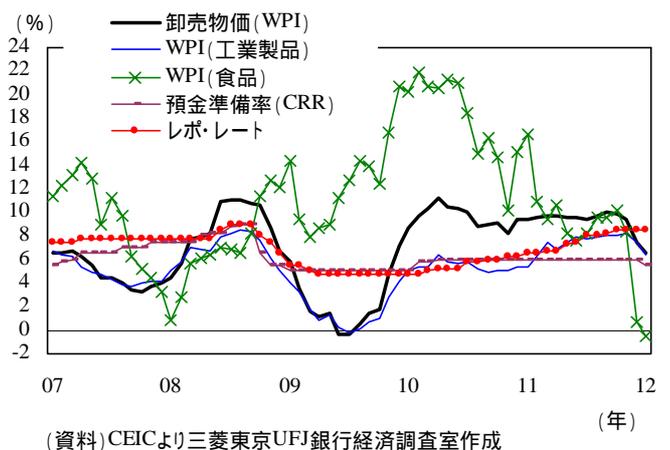
もっとも RBI は、利下げの前提条件として、政府による財政再建を挙げている。中央政府の財政赤字は、グローバル金融危機後の景気刺激策もあり 2009 年度には対名目 GDP 比 6.4%まで拡大、2011 年度については同 4.6%への縮小を見込んでいるが、利払い、補助金、公共サービスなど経常歳出の硬直化が財政赤字の主因となっており、中長期的な成長に不可欠なインフラ整備等の資本歳出向け支出は、近年一段と縮小している。特に、農村における雇用対策の拡充については、所得増加を通じ内需拡大の支えとなる反面、需要サイドからのインフレ圧力につながっているとみられる。また、財政赤字ファイナンスのための国債増発により国内金利が高止まり、低コストの海外からの借入への依存を強める一因にもなっている。対外債務残高や外貨準備高の水準に鑑み対外バランス上の不安は小さいものの、経常収支が赤字基調であるだけに、欧州債務問題などに絡むリスクマネーの流出時には通貨の下落や流動性逼迫など金融市場の不安定化を招き易く、留意する必要がある。

(シンガポール駐在 福地 亜希)

第 36 図：インドの生産動向



第 37 図：インドの卸売物価と政策金利



(2) ベトナム

現状：2011年の成長率は前年比5.9%、政府目標を下回る

ベトナム経済はインフレが重石となり、成長ペースが鈍化している。第4四半期の実質GDP成長率は前年比6.1%と、前期並みにとどまった。この結果、2011年の実質GDP成長率は前年比5.9%と、前年(同6.8%)の伸びを下回った。政府は年初来、通年の成長目標を段階的に下方修正し、最終的に同6.0%としていたが、その水準も小幅ながら下回る結果となった。業種別にみると、農林水産業は2年連続で加速したが、ウェイトの最も大きい鉱工業・建設業が同5.5%へ減速したほか、サービス業も同7.0%へ鈍化した。

個人消費は大幅減速

需要項目別の内訳は未公表ながら、2011年の実質小売売上高は前年比4.7%と、2010年(同+14.0%)を大幅に下回っており、GDPの約7割弱を占める個人消費の伸び悩みが景気を下押ししたと考えられる。

物価上昇率は鈍化しているが、依然高水準

インフレはピークアウトしているが、沈静化には至っていない。2月の消費者物価上昇率は前年比16.4%と、昨年8月以降、伸びは鈍化が続いているが、依然二桁台が続いた。中身をみると、ウェイトの大きい食料品(同14.0%)をはじめとする幅広い品目が、物価の上昇圧力となっている。

中銀は、インフレ抑制のため昨年10月に主要政策金利であるリファイナンス・レートを14%から15%へ引き上げた。中銀の引き締め政策の効果が顕在化しており、2011年の貸出残高は前年比+12%程度と、過去10年間の平均(同+30%程度)を大きく下回った。

ズン首相は昨年12月、2012年の経済目標として、実質GDP成長率6%、インフレ率9%以下を掲げ、引き続きマクロ経済の安定化が最重要課題との方針を示した。

見通し：2012年は6.1%へ小幅加速

2012年のベトナム経済を展望すると、インフレ緩和により個人消費はやや持ち直すが、欧州経済の失速により外需が低迷すること、政府は今年も需要抑制策を持続する方針を示していること、などが重石となり、成長率は前年比6.1%と前年から小幅加速するにとどまると予想する。

根強いインフレ圧力は残存

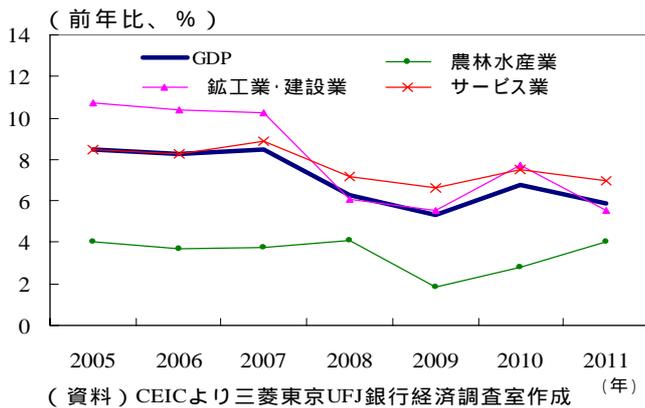
政府の需要抑制策により、インフレ圧力は緩和しよう。ただし、2011年に実施された最低賃金の引き上げ(外資系企業・全国平均：約30%)、12月の電気料金の引き上げ(前年比+5.0%)、通貨安による輸入物価の上昇など根強い物価の押し上げ圧力が残存することから、2012年の消費者物価上昇率は前年比11%台と、引き続き二桁台の伸びになると予想する。

注目は中銀の出口戦略である。引き締め政策の結果、市中には資金繰りに窮する企業が多く、金融緩和を求める声も多い。こうしたなか中銀は、インフレの緩和が予想される第2四半期にも利下げに踏み切るとの見解を示している。足元の物価上昇圧力の緩和は当面持続するとみられ

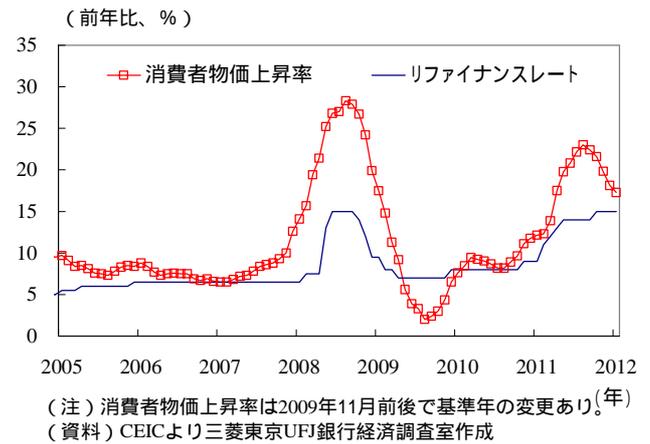
ることから、年央にかけ実際に利下げが行われる公算は大きくなっている。もっとも、物価上昇率が二桁台にとどまるなかでの利下げは、インフレ圧力の高まりを助長させかねない。ビン総裁には、安定成長とインフレ抑制の両立を目指した難しい舵取りが求められている。

(福永 雪子)

第 38 図：ベトナムの実質 GDP 成長率



第 39 図：ベトナムの消費者物価上昇率



・オーストラリア

～ 2012年の成長ペースは3%台半ばへ加速、中銀は金利を据え置き ～

1. 経済動向

豪州経済は回復基調が持続

豪州経済は、欧州経済失速の影響を受けつつも、緩やかな回復基調を辿っている。2011年1-3月期の実質GDP成長率は、洪水の影響で前年比1.1%とリーマンショック直後のペースまで減速したが、その後は持ち直し、7-9月期は前年比2.5%と3%程度とみられる潜在成長率をやや下回るペースまで回復した（第1図）。

企業部門は底堅く推移

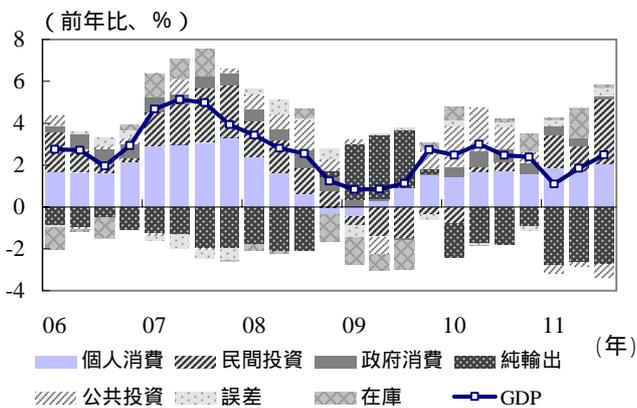
景気回復を支えたのは企業部門と個人消費で、足元でも堅調が持続している。まず企業部門をみると、1月の設備稼働率は81.3%（前月：80.8%）と長期平均（81.5%）並みの水準へ上昇した。設備投資が好調で、7-9月期の民間設備投資額は前年比+31.1%と、記録的な伸びを記録した。伸び率の寄与度の約7割は資源部門が占めており、中長期的な資源需要を見込んだ旺盛な投資意欲が窺える。7-9月期の民間設備投資計画（中長期合計）は同+26.6%と高い伸びをみせていたことから（第2図）、足元も積極的な設備投資が持続していると考えられる。

輸出は、欧州債務問題に起因する外部環境の悪化で、8月以降、伸びが鈍化していたが、12月は前年比+15.6%と、3カ月ぶりに小幅加速した。品目別には主力の石炭の伸びが高まっており、洪水被害で低迷していた石炭生産は持ち直しの動きがみられる。

家計部門は持ち直し

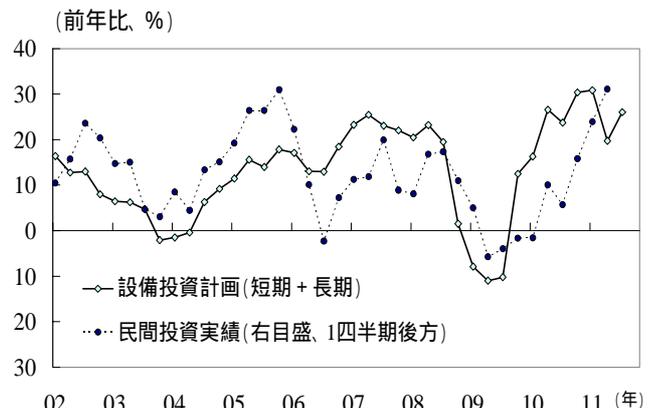
家計部門に目を向けると、失業率は、昨年4月の4.9%をボトムに上昇（悪化）に転じたが、8月（5.3%）をピークに、その後横ばいの動きが続き、1月には5.1%へ低下した。同月の雇用者数は前年比+0.3%と、前月（同+0.0%）から持ち直しており、労働市場の改善の兆しとも映る。

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： 民間設備投資計画と投資実績



（資料）豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

こうしたなか 10-12 月期の実質小売売上高は前年比+1.4%と、前期（同 +0.2%）から加速した。中身を見ると、外食（同 1.6%、7-9 月期：同 5.4%）、衣料品（同 6.1%、同：同 10.0%）など、選択的支出の減少幅が縮小した。利下げによる消費者マインドの改善や、インフレ緩和による実質所得の増加が個人消費を支えているとみられる。

物価は安定

物価は安定している。10-12 月期の消費者物価上昇率は前年比 3.1%と、前期（同 3.5%）から鈍化した。これは洪水の影響で高騰していた、食料品価格の落ち着きが主因である。

2. 今後の見通し

2012 年の成長率は前年比 3.5%へ加速

2012 年の豪州経済を展望すると、欧州経済低迷の影響は避けられないものの、自然災害からの復興需要や、資源部門を中心とする設備投資が見込まれることから、景気回復のモメンタムは持続しよう。2012 年の成長率は前年比 3.5%と、前年（同 1.9%）から加速すると予想する。

豪州から欧州向けの輸出は全体の 7%程度（2011 年）に過ぎないため、欧州経済低迷の直接的な影響は限定的とみられるが、輸出先の 4 割を占めるアジアの減速を通じて、間接的に波及すると考える。

外需が減速するなか、景気の支えとなるのは、昨年前半の自然災害からの復興需要や資源部門を中心とする設備投資である。とりわけ資源部門の設備投資は、引き続き成長の支えとなろう。現在、国内では 102 件、総額 2,317 億豪ドル（約 2,494 億米ドル）の大型資源プロジェクトが進行している。今年 1 月には日本の石油開発会社が、西オーストラリア州のイクシスガス田で投資総額 340 億米ドルに上る大規模ガス開発プロジェクトで合意するなど、大型投資案件に衰えはみられない。政治、経済の両面で安定している豪州は、新興国だけでなく、先進国にとっても安定的な資源調達先としての魅力が大きく、それが資源部門の持続的な設備投資を支えている。

資源部門の安定的な回復は、サービス業など他産業へも緩やかに波及し、雇用は、年後半、徐々に改善に向かおう。雇用、所得環境の改善は、個人消費の支えとなると考える。

物価は安定的に推移しよう。豪ドル高による輸入物価の下落が見込まれること、また、雇用は緩やかに改善するも、賃金インフレを引き起こすほどの労働需給逼迫には至らないことから、当面、インフレ圧力は抑制されると考える。

年央以降、資源税及び炭素税の新税導入が予定されており、RBA（豪州準備銀行）は 2012 年 7-9 月期から 1 年間、新税導入により消費者物価上昇率は 0.7%ポイント押し上げられると試算している。もっとも物価上昇は一時的なものであることから、金融政策の判断に与える影響は限定的と考える。

第1表：豪州経済の見通し

	2010年	2011年	2012年
実質GDP成長率(%)	2.6	1.9	3.5
消費者物価上昇率(%)	2.8	3.4	2.8
経常収支(億ドル)	▲ 331	▲ 330	▲ 409

→ 見通し

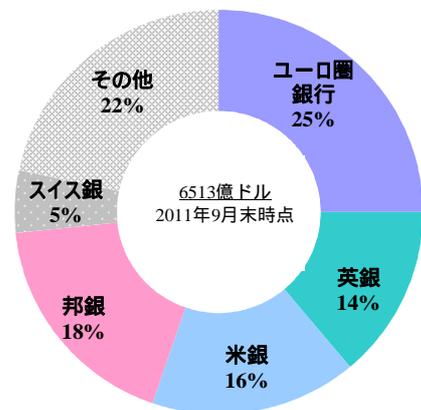
欧州債務問題が金融市場に与える影響

足下の懸念材料は、欧州債務問題が金融市場に与える影響である。第一の懸念は、ユーロ圏銀行による資金引き上げの動きである。豪州におけるユーロ圏銀行の国際与信残高は、2011年9月時点で名目GDP比13.2%と、6月時点(同14.4%)より低下した。同期間、他の国・地域の銀行も資金引き上げに動いたが、ユーロ圏銀行による資金の引き上げ幅は相対的に大きいものだった(第3、4図)。10月以降、ユーロ圏銀行は自己資本比率の引き上げのため資産圧縮の動きを強めていることから、豪州経済の成長の鍵を握る、資源関連大型プロジェクトに流入する資金に変調がないか、みておく必要がある。

国内金融機関は海外からの資金調達コストの上昇に苦戦

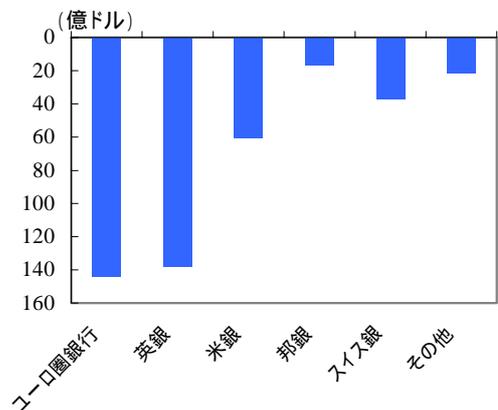
二点目は、金融機関の資金調達コストへの影響である。国内銀行は近年、融資資金調達にあたり海外市場への依存を高めており、足元は約2割を海外市場から調達している。しかし欧州債務問題の影響で、海外からの資金調達コストは上昇していることから、一部の大手銀行はRBAによる利下げにもかかわらず、住宅ローン金利を引き上げる動きをみせている。格付け機関のなかには、こうした豪州の金融機関の脆弱な資金調達構造を指摘し、格下げ方向で見直す動きも出てきている。金融機関の金利上昇の動きはRBAの金融政策にも影響を及ぼしかねず、その動向には注視が必要である。

第3図：豪州向けの国別国際与信残高



(注) 所在地ベース
(資料) BISより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：豪州向けの国際与信残高の増減額 (2011年6月末-9月末時点)



(注) 所在地ベース
(資料) BISより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

トピックス：国内
で拡大する経済格
差

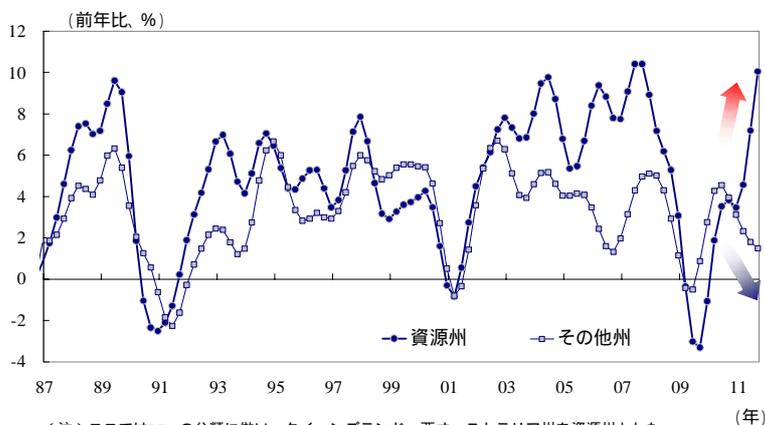
豪州経済の課題として、二速経済（two-speed economy）、あるいはマルチスピードエコノミーと称される経済格差がある。格差の切り口は産業間、地域間など様々であるが、議論は、そのセグメントが資源を有するかどうかという点に集約される。

実際、資源を有する州の成長率は足元で前年比 10.1%へ急加速する一方、それ以外の州は同 1.5%へ鈍化しており（第 5 図）、資源の有無が成長格差をもたらしているといえる。

資源部門以外の産業が低迷している一因には、定着しつつある豪ドル高がある。RBA は豪ドル高の影響が大きい産業に、観光業、製造業に加え、このところ流通業も挙げている。流通業は、豪ドル高を背景に海外のオンラインショッピングに需要を奪われている側面があるとみているためだ。通貨高はインフレ圧力の抑制に寄与する半面、製造業やサービス業に大きな影響をもたらしている。

豪州の景気拡大は 20 年目に突入している。政府は資源部門の恩恵を他部門に再配分すべく、7 月以降、資源税を導入する予定であるが、さらに息の長い成長を確かなものにするためには、こうした再配分を着実に推進することが不可欠であろう。

第 5 図：州間の成長率格差



（注）ここではRBAの分類に倣い、クィーンズランド、西オーストラリア州を資源州とした。
（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策

（1）金利動向

RBA は予想外の金
利据え置き

RBA は 2 月 7 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 4.25%で据え置いた（第 6 図）。RBA は世界的な景気減速への警戒を背景に、2011 年 11、12 月に合計 0.5%ポイントの利下げを実施していた。市場は、RBA が利下げサイクルに入ったとみていたこと、事前に公表された物価関連指標でインフレ圧力の緩和が確認されたことなどから、追加利下げを織り込んでおり、結果はサプライズとなった。

RBA のスティーブンス総裁は決定後の声明文で、世界的な金融市場の混乱は引き続き警戒すべきであるが、前回会合時（12 月時点）より市

場は落ち着いていること、 中国経済は予想通り鈍化しているが、多くの指標が依然底堅いこと、 国内物価は安定的推移が見込まれること、 2度の利下げで市中の貸出金利は長期平均を下回る水準へ低下していること、などを踏まえ、「現行水準は適切」と説明した。

声明文は追加利下げに含み

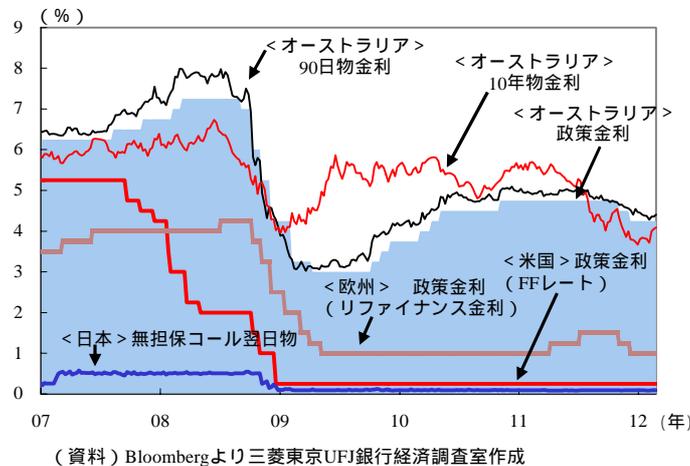
もっとも、利下げ打ち止めを示唆する文言はなく、「持続的成長とインフレ抑制を維持するため必要に応じて政策金利を調整する」と、追加利下げに含みを残した。

今後について、国内の景気拡大ペースは加速するとみられることから、国内要因で追加利下げを余儀なくされる展開は考えにくい。RBA は欧州債務問題の影響を注視しつつ、追加利下げに踏み切るか否かを判断するとみられる。

市場金利についてみると、2月の決定会合以降、金利据え置き観測が高まったことから、短期金利は低下基調に歯止めがかかった。一方、長期金利は4.1%と、会合前の水準(3.7%)から急上昇した。長期金利は既に複数回の追加利下げを織り込んでいたが、2月の声明文を受け、今局面での利下げ幅が従来見通しより小幅になるとの見方が広がったためである。

こうしたなか、長短金利ともに、今後の低下余地は限定的となろう。

第6図：金利動向



(2) 為替動向

豪ドルはパリティを上回る高値圏で推移

豪ドルはパリティ(1豪ドル=1ドル)を上回る高値圏で推移している(第7図)。昨年8月以降、欧州債務問題の深刻化を受け軟調となり、一時は1豪ドル=0.95ドル台へ急落する局面もあったが下値は固かった。年初以降は欧州債務問題の一服で再び上昇基調を辿り、足元は1豪ドル=1.07ドル前後と、約4カ月ぶりの高値圏で推移している。

豪ドルは当面、パリティ近傍の高値圏で推移しよう。豪ドルは 相対的に高金利であること、 資源国通貨であること(第8図)、 米国の金融緩和の長期化観測などから、上昇圧力がかかり易くなっている。加えて、従来、豪ドルと相関が強かったユーロが、欧州債務問題が深刻化した後、

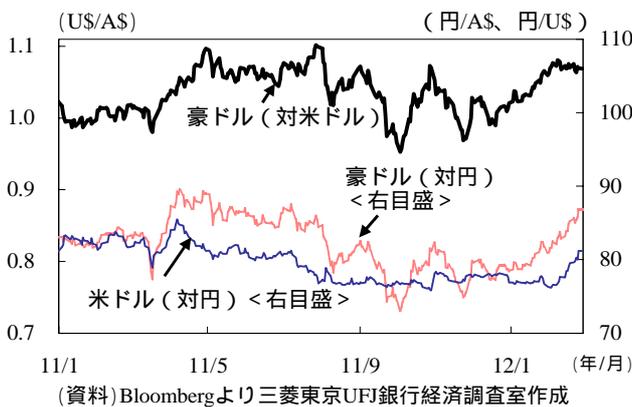
政府の財政健全化への強い意志を、市場は好感

独歩安となったことも、豪ドルに流入する資金が増加し、豪ドルを押し上げる結果になっていると考えられる。欧州債務問題で財政の健全性が重視されるなか、豪州政府が2012年度(2012年7月~2013年6月)の財政収支黒字化に向け、新税導入など財政基盤の強化に向けた取り組みを行っていることが、市場に好感されているとみられる(第9図)。

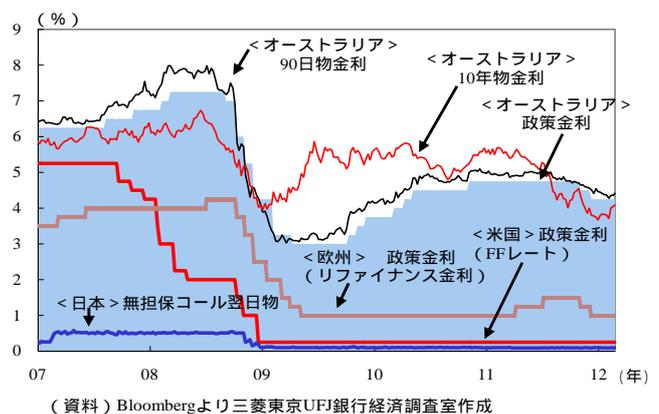
一方で、引き続きリスク性資産の色合いが濃い豪ドルは、市場のリスク回避局面で投機筋のポジション調整による急落リスクを抱える(第10図)。欧州債務問題が燻るなか、今後についても市場がリスク回避の動きを強める局面が想定されることから、レンジを抜けて上昇する可能性は限定的で、底堅いながらも上値は重いと考える。

対円相場は対ドル相場と同じく、このところ上昇基調を辿っている。先行きについても当面底堅い推移を予想する。

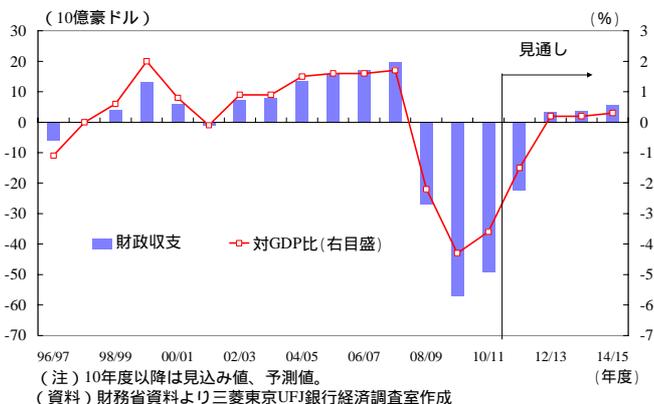
第7図：為替動向



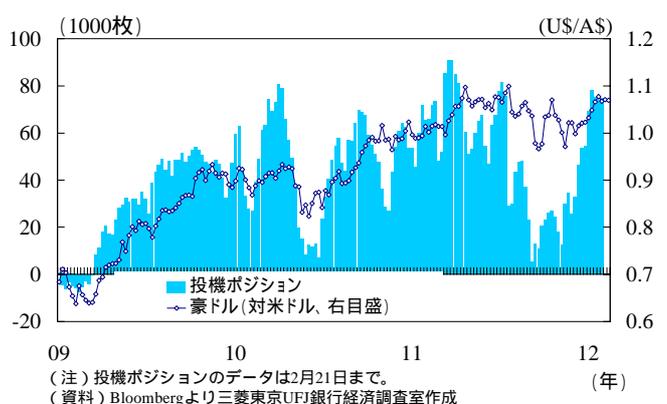
第8図：豪ドルと商品価格



第9図：財政収支



第10図：CME 通貨先物投機ポジションと豪ドル



(福永 雪子)

VI.中南米

～政策対応などから緩慢ながらもプラス成長を維持～

1. 中南米全般

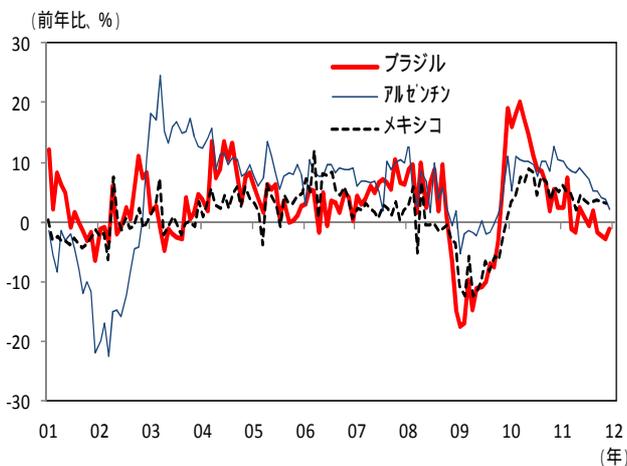
景気は減速傾向、輸出と生産の伸び悩みが鮮明に

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で推移している。欧州をはじめ世界経済の成長ペース鈍化を背景に輸出と生産の伸び悩みが鮮明となった。とくに、ブラジルは年央にかけての金融引き締めにより、個人消費や投資の拡大ペースが鈍化し、内外需ともに勢いを欠いたため、経済成長の減速が目立っている。また、消費者物価上昇率は、ブラジル・アルゼンチンでは、緩やかに低下しながらも高水準を維持する一方、メキシコでは、食品・エネルギー価格の下落、為替相場上昇による輸入物価の安定などを背景に中央銀行のインフレターゲット（3%±1%）の範囲内で推移している。

ブラジルは内外需の減速により成長率が低下傾向

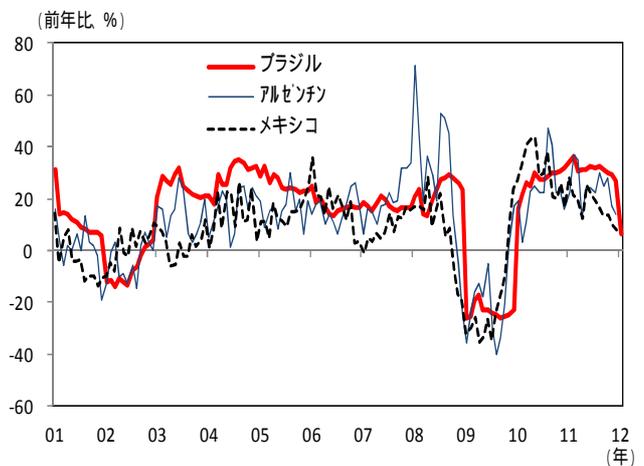
ブラジルは、2011年前半にかけての金融引き締めの効果から内需の伸び鈍化が顕著になったほか、世界的な景気減速を背景に輸出が減速傾向で推移したため、実質GDP成長率は低下傾向で推移した。2012年に入ってから、輸出の伸びの急低下や消費者物価の一段の安定など、速報

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

金融緩和の効果もあり、2012年半ば以降ブラジル景気は持ち直しへ

性の高い指標をみる限りは、景気減速が続いている模様である。景気の減速が続くなか、インフレが落ち着きつつあることなどから、中央銀行は2011年8月以降2012年1月の決定会合まで、4回連続で利下げを実施した一方、成長ペースは鈍化しているものの、失業率は歴史的低水準にあり、また、実質賃金が増加傾向で推移していることに加え、2012年の最低賃金は過去5年で最大の上昇が見込まれるなど、家計の所得環境は比較的良好である。中央銀行はすでに政策金利を2%ポイント引き

下げており、金利低下の効果などから、年央以降、景気は持ち直しに転じよう。

メキシコは米国景気の緩やかな持ち直しにつれ徐々に回復

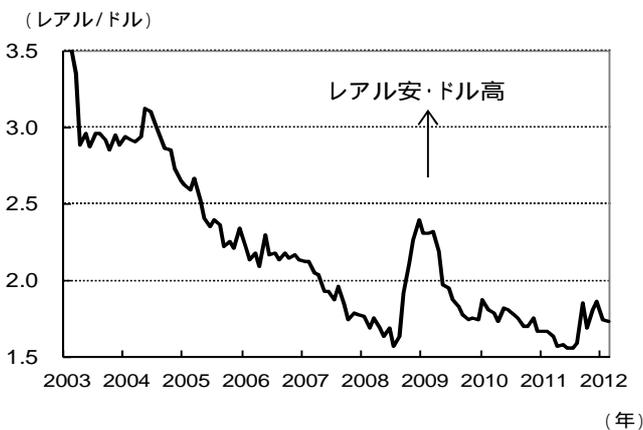
メキシコは、輸出の8割を占める米国経済の成長が力強さを欠いていることなどから、冴えない景気展開が続いているが、自動車販売など消費関連指標の一部は依然高い伸びを示しており、内需は比較的底堅く推移しているとみられる。2012年は米国景気が緩やかに持ち直すこと、および原油価格が高止まりを続けるとみられることから、メキシコの成長率も持ち直しに転じる公算が大きい。

アルゼンチンは通貨安や保護貿易により減速に歯止め

アルゼンチンは、輸出や生産の伸び鈍化に加え、建設活動の増加ペースが低下するなど、景気にピークアウトの兆候がみられる。ただし、2012年は世界景気の悪化に歯止めがかかるうえ、これまでの通貨安や政府の保護貿易政策の効果などにより、主力の一次産品を中心に輸出の回復が見込まれるため、年半ばには景気の減速に歯止めがかかる。

以上を総合すると、中南米主要3カ国の経済は、この先景気後退に陥る事態は避けられ、全体としてみれば年央を底に徐々に持ち直しに向かうとみられる。ただし、成長ペースはリーマン危機前を下回る緩やかなものとなる公算が大きい。

第3図：ブラジル・レアル相場の推移



(資料) IMF (IFS)、ブラジル中央銀行

第4図：アルゼンチン・ペソ相場の推移



(資料) IMF (IFS)、ブラジル中央銀行

2. 主要国動向

(1) ブラジル

現状

2011年後半以降、景気減速が鮮明に

ブラジル経済は、2011年後半以降、景気減速が鮮明になった。第3四半期の実質GDP成長率は、世界経済の低成長を主因とする輸出の伸び悩みや、昨年来の金利の引き上げなどの影響による投資の減速などから2.1%まで低下した。その後も、輸出や生産は低調に推移しており、

経済成長は緩やかなペースにとどまっている模様である。ただし、失業率は低下を続け、消費者信頼感が高止まるなど、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、1月の消費者物価上昇率は、前年比 6.2%と中央銀行の目標上限を割り込む水準にまで低下した。

中央銀行は利下げを
継続

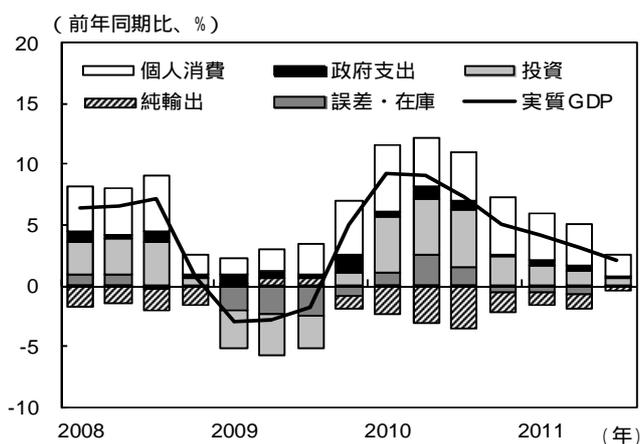
中央銀行は、このようにインフレが鎮静化に向かいつつあるなか、国内景気の減速や欧州債務問題の深刻化、先進国の低成長から受ける悪影響への配慮から金融緩和を続け、2011年8月以降2012年1月までに合計で200bpsの利下げを行った（2月23日時点の政策金利は10.5%）。

国際収支は、貿易黒字は世界経済の減速を主因に縮小傾向で推移している。また、外資系企業の本国向け利益・配当送金の拡大を背景に所得収支が大幅な赤字となっているため、経常収支は赤字での推移が続いている。2011年通年の経常赤字は526億ドルと前年から赤字幅が拡大した。

リアル相場は強含みの
推移

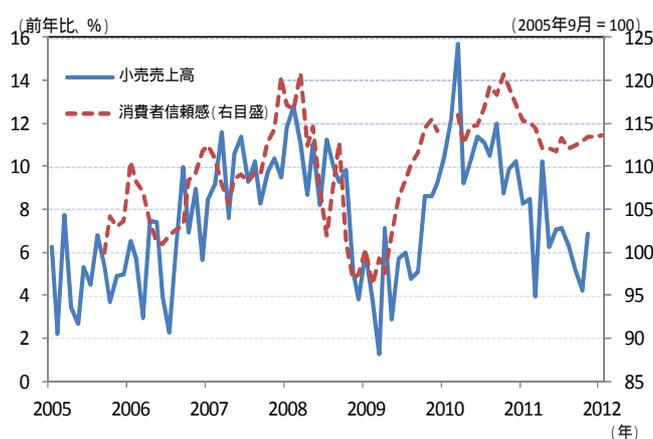
リアル相場は景気減速や金融緩和を背景に2011年末にかけて低下傾向で推移した。その後、株式購入時の外国為替取引に課される金融取引税の引き下げ、およびブラジル経済の先行き回復期待を主因に上昇傾向で推移している。中央銀行はリアル高に歯止めをかけるため、2012年2月に入り、リアル売りの市場介入を実施した。

第5図：ブラジル実質 GDP 成長率



(資料) ブラジル国家統計局

第6図：ブラジルの小売売上高と消費マインド



(資料) ブラジル国家統計局

今後の見通し（実体経済）

景気は減速するも、
年半ば以降徐々に回
復。通年では 3%成
長へ

景気は当面減速基調での推移が見込まれるものの、年半ば以降徐々に持ち直しに向かう公算が大きい。家計の所得環境が比較的底堅く推移するとみられるなか、これまでの金融緩和の効果などに支えられ、内需の拡大ペースが次第に速まることが予想されるためである。

債務問題の深刻化に伴い欧州景気が低迷を続けるため、外需には期待しにくいものの、他の中南米諸国に比べれば経済に占める輸出の割合が小さく内需の役割が大きいことは、ブラジル経済の強みである（第7図）。債務問題の深刻化に伴い欧州景気が低迷を続けるため、外需には期待しにくいものの、他の中南米諸国に比べれば経済に占める輸出の割合が小さく内需の役割が大きいことは、ブラジル経済の強みである（第7図）。

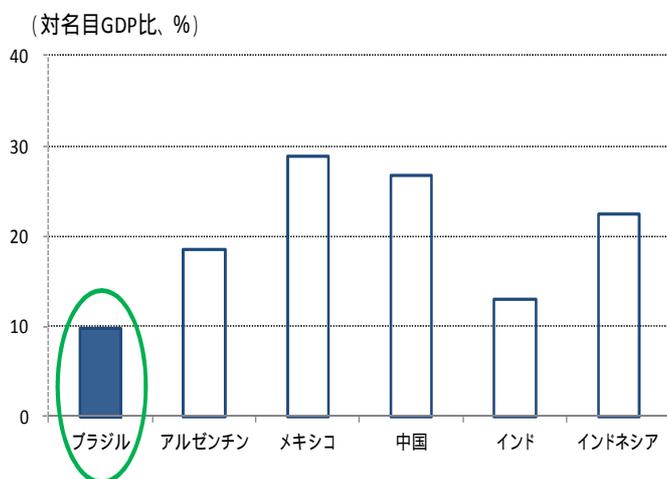
当面の景気押し上げ要因は、家計所得と利下げの効果

今後当面の間、経済の押し上げ要因として期待されるのは、家計所得および政策効果である。景気減速の一方で、失業率が5%近辺と歴史的低水準で推移し、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8図）。中央銀行はすでに200bpsの利下げを行っており、この先、家計の耐久財消費などを中心に金融緩和の景気刺激効果が顕在化することを勘案すると、経済は年半ば以降緩やかに持ち直しに転じよう。

中期的には、中・高所得層の増加が経済を下支え

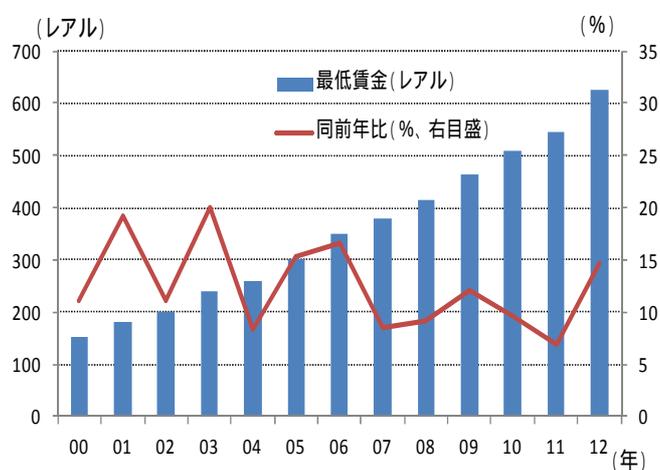
なお、こうした景気の循環的な持ち直しを支える一因となる、経済の中期的な押し上げ要素として、この先、所得階層のなかでの中・高所得層の拡大、および自動車の販売拡大が見込まれることがあげられる。

第7図：中南米主要国の輸出依存度（2010年）



（資料）IMF “Direction of Trade” 等

第8図：ブラジルの最低賃金



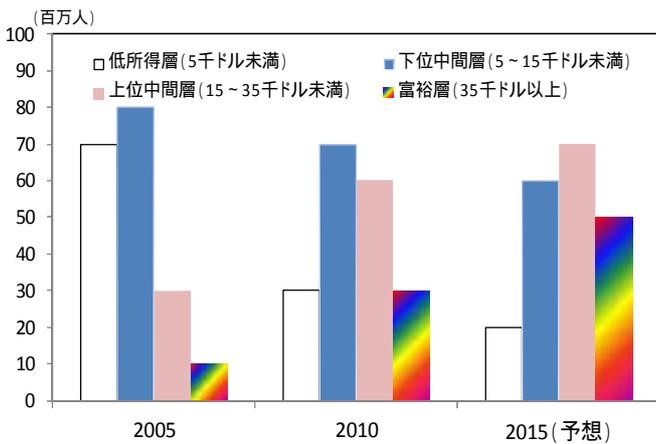
（資料）ブラジル雇用労働省

ブラジルでは、今後、中・高所得層（上位中間層および富裕層）の増加が見込まれ、2015年には主力の所得階層になると予想される（第9図）。所得の増加が富裕層に偏るアルゼンチンとは対照的に、経済全体として所得が底上げされることは、中期的な消費の押し上げ要因となる。

自動車普及の拡大も
今後の経済のプラス
要因

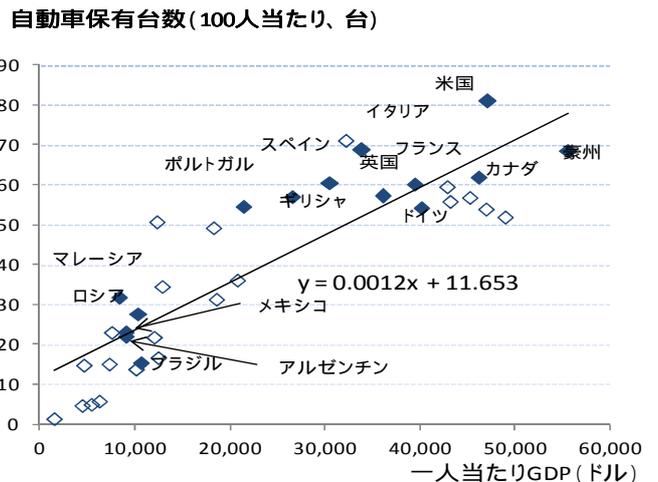
また、ブラジルは2010年に自動車生産で世界第6位、販売で同第4位の巨大市場に浮上したが、国民の自動車保有はいまだ道半ばとみられる。1人当たりGDPで測った所得水準は1万ドルを超えるレベルに達しているが、自動車保有台数は人口100人当たり15.3台と、所得水準が同程度のロシア（同27.6台）、また同じ中南米で所得水準がやや小さいメキシコ（同23.1台）、アルゼンチン（同21.9台）を大幅に下回る（第10図）。原因は、道路舗装率が5.5%と他の国と比較しても極端に低いこと、および鉄道貨物輸送のウェイトが大きいことにあると考えられる。ただし、今後サッカーワールド杯や五輪開催を前に道路整備の進展が見込まれることから、自動車保有率が高まる可能性が大きい。景気の好不調による振れは避けられないものの、普及率の上昇を追い風に、自動車販売は今後中期のスパンで趨勢的に増加を続けることが予想される。

第9図：ブラジルの所得階層別人口



(資料) 経済産業省「通商白書(2011年版)」

第10図：主要国の所得水準と自動車保有台数



(資料) World Bank “World Development Indicators”

北東アジアにとって厄介な“GCR”がブラジルには好影響

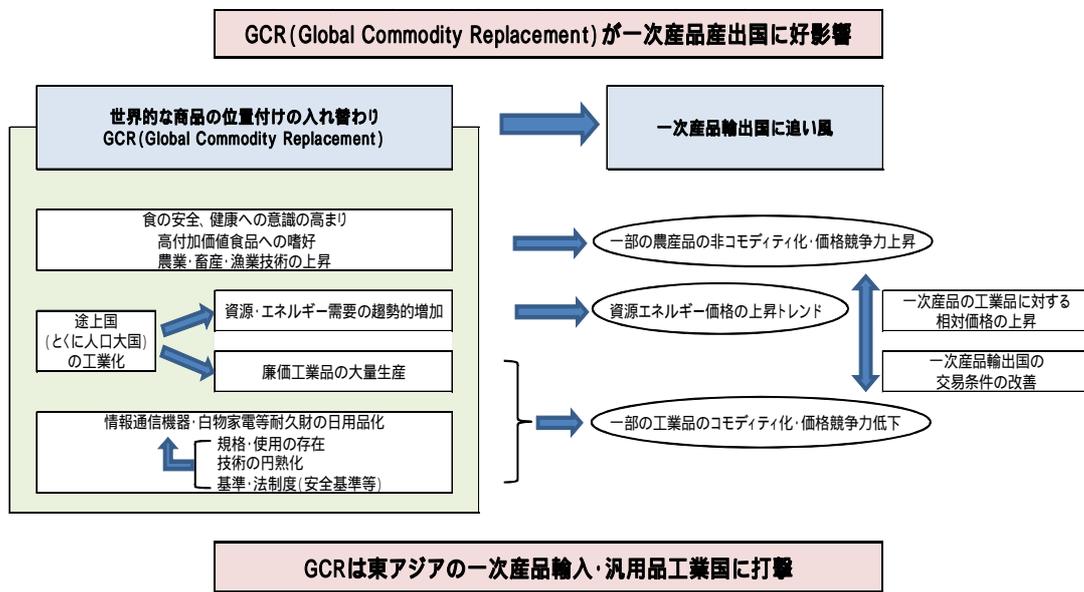
他方で、中期的な経済の押し上げ要因と同様に注目すべきブラジルの強みは、昨今の世界的な一次産品と工業品の相対価格の変化である。かつて、一次産品価格は工業品価格に比べ相対的に上昇スピードが鈍かったため、一次産品輸出国は、工業品を輸出の中心とする先進国に比べて交易条件が悪化する傾向にあった。しかし、1990年代以降に急速に進んだ中国・インドなど途上国かつ人口大国の工業化、および食に対する消費者の意識の変化、通信機器・白物家電といった耐久財の日用品化などの要因により、状況は変化した。すなわち、一次産品については、農産品の一部における非コモディティ化と資源エネルギー価格の上昇トレンドが定着する一方(注)、工業品では耐久財にコモディティ化する商品が登場した。こうした世界的な商品の位置付けの入れ替わり(Global Commodity Replacement、以下では

一次産品の工業品に対する相対価格の上昇により、一次産品輸出国の交易条件が改善

GCR)の進行により、一次産品の工業品に対する相対価格は上昇してきた(第11図)。この結果、ブラジルをはじめ一次産品輸出国の交易条件は改善し、対外取引の好調を通じ経済に恩恵をもたらすこととなった。GCRは、韓国をはじめ一次産品を輸入に頼り、工業品のなかでも汎用品を輸出品目の中心とする東アジア諸国の一部には打撃となる一方、ブラジルなど中南米に多く存在する一次産品輸出国にはメリットとなったのである。

(注)一次産品価格は、リーマン危機後にみられた通り短期的には大きな価格の上下動があるが、ここでの上昇トレンドは、3年、5年という中期でみた場合の動きを想定している。

第11図：GCR (Global Commodity Replacement) が生じる背景とその影響



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高水準

物価は、景気にやや遅行し上昇率の低下が続くと予想されるが、失業率が低水準で推移し、賃金の上昇加速が簡単に収まらない可能性が高いため、低下の度合いは緩やかにとどまる公算が大きい。消費者物価上昇率は、当面中央銀行のターゲット(前年比4.5%)を上回る推移を続け、2012年通年の上昇率は5%台半ば程度となろう。

2012年の貿易黒字は小幅、経常赤字は拡大へ

貿易収支は、主力の一次産品を中心に小幅な黒字の持続が見込まれるが、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年通年で前年からの拡大が予想される。

レアル相場は、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。相場は、ブラジル経済の先行き回復期待から強含む場面もあるだろうが、急激な上昇に対しては当局によるレアル売り介入も想定されるため、当面の間は現状程度の水準で推移するとみられる。

リスク要因

欧州系銀行の資産
圧縮加速が懸念要
因

今後の景気動向および現地での事業展開に関するリスク要因として以下の2点があげられる。第1点は、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である。現在、民間向け銀行貸出残高は緩やかな伸びの鈍化にとどまっており、現段階で欧州系銀行の貸出資産圧縮の動きは限定的とみられる。スペインの銀行は収益の多くをブラジルに負っているため、与信を引き上げにくいことなどが影響している可能性がある。この先、国際金融市場の更なる動揺に伴い貸出態度が急激に厳しくなる事態には引き続き注意が必要であるが、当局の追加金融緩和や、豊富な外貨準備を用いた流動性供給など対応余地が大きく、状況が悪化した際には迅速な対応が見込まれる。

自動車への課税も
要警戒

第2点は、自動車に対する課税強化の動きである。政府は、自動車（完成車）に対する関税や国内課税を強化している。2012年1月にはメキシコに対し自動車関税協定の見直しを要求した。同国では、わが国をはじめ外資系自動車会社がメキシコ製自動車を多く販売しており、今後のブラジル政府の方針如何では活動に制約が生じる虞もあり、注視が必要である。

第12図：ブラジルの銀行貸出の推移(対民間部門)



(資料) ブラジル中央銀行

(2) アルゼンチン 現状

景気はピークアウト、インフレ率は低下しつつも高水準

経済は、第3四半期の実質GDP成長率が個人消費と投資を主因に拡大基調で推移してきたが、輸出や生産の伸びの鈍化、建設活動の増加のペースの低下など、景気はピークアウトの兆候がみられる。消費者物価の上昇率は低下傾向にあるものの、依然として前年比9%を上回るペースが続いている。

国際収支面では、貿易収支は黒字を維持しているが、世界景気の減速を主因に輸出が伸び悩むなかで、黒字幅は緩やかに縮小している。このため、経常収支も徐々に赤字化しつつある。

為替相場は緩やかなペソ安基調が続いている。2011年9月以降、通貨安が加速すると、中央銀行は断続的にペソ買い・ドル売りの市場介入を実施した。介入の終了とともに、相場は再びもとの緩やかな下落基調に復している。

見通し

経済は底割れ回避、ただし保護主義の拡大に注意が必要

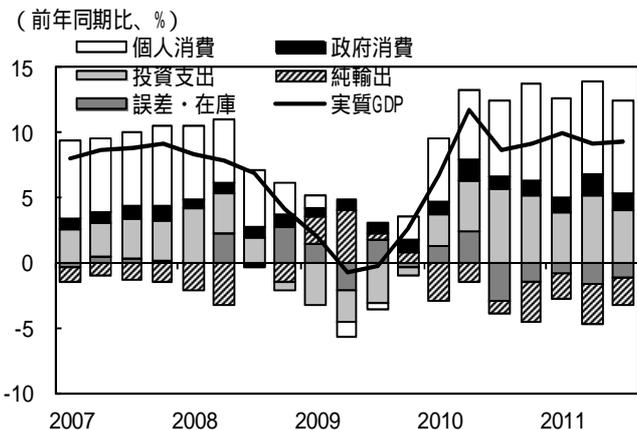
当面は景気の減速基調が続くと考えられるが、最大の輸出相手であるブラジル景気の持ち直し、これまでの通貨安の効果、政府の保護貿易政策の効果などにより、主力の一次産品を中心に輸出の回復が見込まれるため、この先、年半ば以降は景気の減速に歯止めがかかろう。ただし、2012年通年の実質GDP成長率は前年比4.8%とリーマン危機前の5年間の平均(8.4%)を大きく下回る水準にとどまる見通しである。

消費者物価上昇率は、景気減速を背景に低下が見込まれるものの、内需が比較的底堅く労働需給のひっ迫が続くなか、賃金の引き上げも想定されるため、低下の度合いは小幅にとどまり相対的に高水準で推移しよう。2012年平均では前年比10.0%と2桁台のインフレが続く公算が高い。

国際収支は、貿易収支が黒字の縮小もしくは若干の赤字化が見込まれることから、すでに黒字が縮小傾向にある経常収支は、2012年通年では小幅の赤字に転じることが予想される。

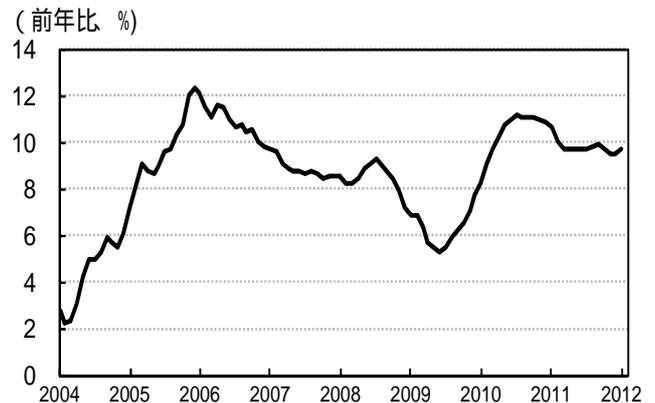
政府は、新体制の下、引き続き民間経済活動への介入、対外取引規制の強化を継続している。自動車産業への輸出入均等の強制に続き、2012年に入り、自動車や二輪車の内国税課税対象基準額引き下げを決定した。さらに、すべての消費財の輸入取引に対して事前に宣誓供述書の提出を義務付ける方針を表明している。経済は、こうした保護主義的かつ強権的な経済政策に支えられている面が多分にあり、景気の先行き不透明感が払拭されないなか、内向きの政策が加速するリスクに対しては引き続き注意が必要である。

第13図：アルゼンチン実質GDP成長率



(資料) アルゼンチン経済省

第14図：アルゼンチンの消費者物価



(資料) アルゼンチン国家統計局

(3) メキシコ

現状

外需を主因に景気は減速、物価は安定

メキシコは、2011年第3四半期の実質GDP成長率が前年比4.5%と前期(同3.3%)から上昇するなど、年半ば過ぎまで堅調な景気拡大が続いた。その後第4四半期の成長率は同3.7%と前期から低下しつつも高めの水準を維持した。また、自動車販売など消費関連指標の一部は高い伸びを示しており、内需は一本調子ではないものの、比較的底堅く推移している様子が窺える。一方で、米国経済の拡大に力強さがなくなどから、輸出の伸び悩みが顕著になり、全体としてみれば景気は減速に向かっている。

消費者物価は、2011年以降食品・エネルギー価格の下落、為替相場上昇による輸入物価の安定などを背景に上昇率は低下傾向にあり、中央銀行のインフレターゲット(3%±1%)の範囲内で推移している。

国際収支は、輸出の伸び悩みにより貿易収支が年後半に基調として赤字となったため、経常収支も赤字が続いている。一方、資本収支は、内需の底堅さおよび先行きの成長期待などを主因に資本の流入が続いている。

為替相場は投資家のリスク回避姿勢の強まりからペソが売られ、2011年終盤には1ドル=13ペソ台で推移していたが、2012年に入り幾分強含み1ドル=12ペソ台を回復する場面がみられた。

見通し

米国経済の回復と原油価格の高止まりで、かろうじて3%台を維持

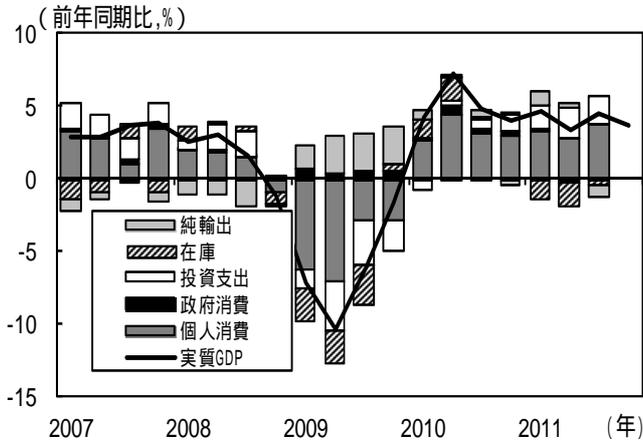
メキシコ経済を左右する米国の景気は、今後脆弱性を抱えながら緩やかな回復を続け、また、同様に重要な要素である原油価格も1バレル=100ドル近辺と比較的高水準で推移する見通しである。このため、メキシコ経済は深刻な落ち込みを回避し、持ち直しに転じよう。2012年の実質GDP成長率は2011年の3.9%から低下するものの、かろうじて3%台を維持すると予想する。

消費者物価上昇率は今後の景気回復が緩慢にとどまるとみられることから3%台で安定的に推移することが見込まれる。

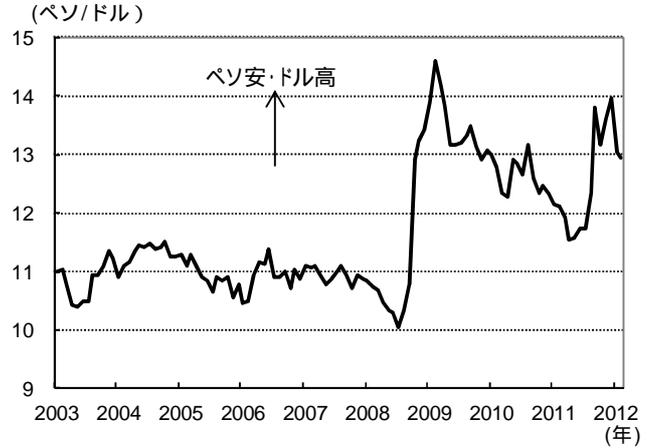
国際収支面では、2012年は内需の鈍化に伴い貿易赤字の拡大に歯止めがかかるとみられるが、所得収支が赤字傾向で推移し、経常赤字も通年では2011年から若干拡大しよう。

なお、本邦大手自動車メーカーの工場新設が予定されており、中期的に自動車生産拡大が視野に入っている。こうした状況下、既述の通りブラジル政府がメキシコに対し自動車関税協定の見直しを要求している点は、今後の不確定要因といえ注視が必要である。

第 15 図：メキシコ実質 GDP 成長率



第 16 図：メキシコ・ペソ相場の推移



第 1 表：中南米諸国の経済見通し

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支(億米ドル)		
	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
ブラジル	7.5	3.0	3.4	5.9	6.5	5.6	475	526	600
アルゼンチン	9.2	9.2	4.8	10.9	9.8	10.0	30	7	20
メキシコ	5.4	3.9	3.2	4.4	3.4	3.3	57	85	160
中南米全体(注)	6.1	4.4	3.8	5.9	7.0	6.2	517	567	860

(注) 全体の数値は14か国の統計に基づく（各国の比重は2007年の名目GDP値をベ - ス）、消費者物価上昇率は3か国の加重平均値

(2010年のすべての系列、および2011年の消費者物価とメキシコの実質GDP成長率は実績値。その他2011年の系列と2012年は予想値)

(国際通貨研究所 中村 明)

・原油価格

～原油価格は高値圏で推移する見込み～

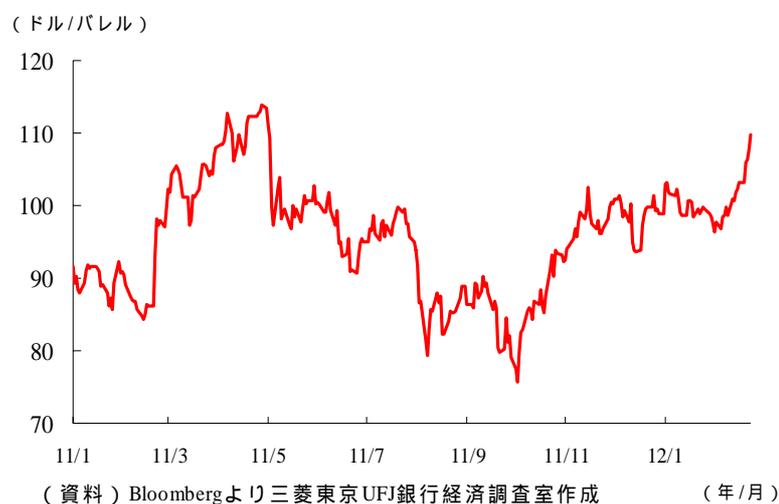
1. 価格動向

イラン情勢緊迫化を受けて、109ドル台へ上昇

過去2ヵ月間ほどの原油価格（WTI期近物）の推移をみると、昨年12月上旬には、米英による対イラン制裁に伴う供給懸念の高まりや、日米欧6ヵ国中央銀行による流動性供給策が好感されたことから、100ドル台で推移した。同月中旬には欧州債務問題への不安からいったん軟化した。同月下旬には再び100ドル近辺に反転した。

1月に入り、4日に欧州連合（EU）がイラン産原油輸入禁止に原則合意したことを受けて供給懸念が高まり、原油価格は103ドル台と約8ヵ月振りの高値に上昇し、その後もイラン情勢が意識され100ドル近辺で推移した。2月に入り、米原油在庫増加やギリシャ債務問題を巡る協議難航を受けて、原油価格はいったん96ドル台へ軟化した。2月中旬にはイラン情勢や米原油在庫減少、米雇用および住宅関連指標の改善を受けて109ドル台へ上昇した。

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



2. 需要動向

2011 年は需要超過

2011 年の世界の原油需給バランスは 2 年連続で需要超過となったが（第 2 図）、超過幅は 60 万バレル（日量、以下同様）と前年の 90 万バレルから縮小した。石油輸出国機構（OPEC）諸国を中心に供給が増加した一方、先進国（OECD 諸国）の需要が減少したことから、超過幅が縮小した。

2011 年の世界の原油需要の伸びは +0.8% と前年から大きく鈍化

需要サイドについてみると、2011 年の先進国の原油需要は前年比 1.1% と 2 年振りにマイナスの伸びに転じた（第 3 図）。米国（-1.5%）と欧州（-2.1%）の原油需要は景気減速を受けていずれも減少した。日本については、一部の原子力発電所の運転停止に伴う火力発電用原油需要の増加を受けて、10～12 月期には +6.1% と高い伸びを示し、通年では +0.9% とプラスの伸びとなった。

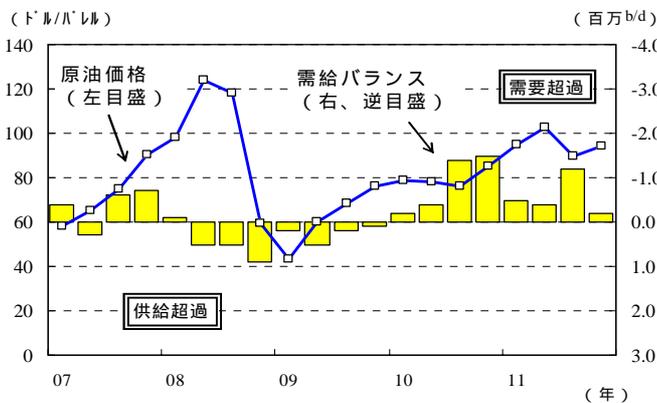
また、新興国については、成長率鈍化や前年の反動もあって、原油需要の伸びは +3.0% と前年（+5.6%）から低下した。この結果、世界の原油需要は +0.8% にとどまり、前年（+3.2%）を大きく下回った。

2012 年についても小幅増加にとどまる見込み

2012 年については、国際エネルギー機関（IEA）によれば、先進国の原油需要は景気の弱含み推移に伴い、-0.8% と 2 年連続で減少すると見込まれている。しかし、日本については、引き続き火力発電用需要の増加を受けて、前年並みのプラスの伸びが想定されている。

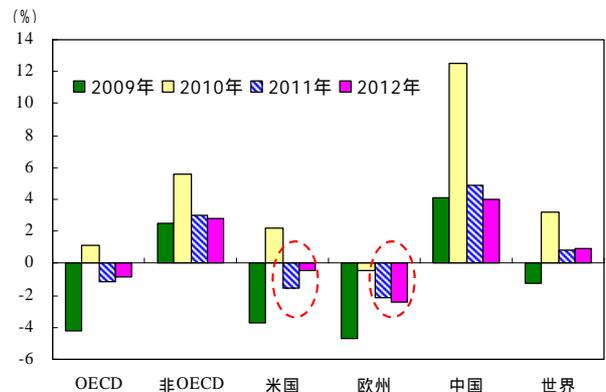
新興国については、底堅さを維持しつつも、景気がやや減速することから、原油需要は +2.8% と前年から伸びは低下する見込みだ。この結果、2012 年の世界の原油需要は +0.9% と、前年と同程度の小幅な伸びにとどまると予想されている。ただし、先進国と新興国ともに、原油需要は年後半にかけて緩やかな回復傾向をたどると見込まれている。

第 2 図：世界の原油需給バランス



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

第 3 図：地域・国別の原油需要の伸び



（注）2012年はIEAによる見通し。

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

3. 供給・在庫動向

2011年の原油生産は増加

供給サイドについてみると、2011年の原油生産量は、サウジアラビア等の増産により OPEC 諸国の生産が増加するとともに非 OPEC 諸国の生産も小幅に増加した結果、世界の原油生産量は 8,848 万バレルと、前年から同 105 万バレル増加した。

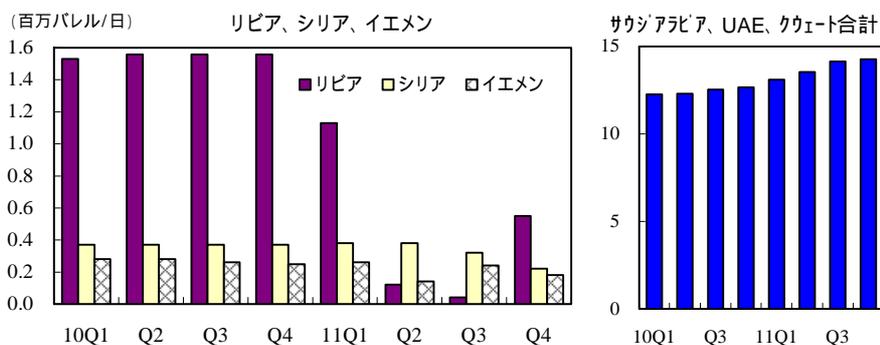
非 OPEC の生産量は緩やかに増加

非 OPEC 諸国については、英国やノルウェーなど北海油田の生産が減少している一方、旧ソ連諸国や中南米諸国の生産は増加するなど、原油生産動向は二極化している。IEA によれば、今後も北海油田の生産は減少基調が見込まれるが、旧ソ連諸国や中南米諸国の生産が増加するとみられ、非 OPEC 生産量は緩やかな増加傾向を辿ると予想されている。

リビアの原油生産は平時の 6 割にまで回復

OPEC についてみると、リビアの生産量は内戦終結を受けて昨年 9 月以降、回復が続いており、1 月の生産量は 98 万バレルと平時の水準（160 万バレル）の約 6 割にまで回復しているが、現在内戦状態に陥っているシリアとイエメンでは産油量が減少している（第 4 図）。サウジアラビア、UAE とクウェートは増産してリビア減産分を補ってきたが、OPEC に加盟していないシリアとイエメンの減産分も結果的に補った格好となっている。

第 4 図：リビア、シリア、イエメンとサウジアラビア、UAE、クウェートの原油生産量



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

イラン核開発疑惑を巡り、欧米との緊張高まる

イランについては、核兵器開発疑惑を巡り、欧米諸国との間で急速に緊張が高まっている。米国が昨年 12 月末、対イラン経済制裁を強化したのに続き、1 月には EU がイラン産原油の輸入禁止について正式決定し、7 月から全面禁輸に踏み切ることとなった。EU 各国は代替調達先を確保する必要があるが、イランからの原油輸入量約 60 万バレルは、生産余力約 200 万バレルを有するサウジアラビア単独でも代替可能な水準である。加えて、サウジアラビアの他、ロシアも代替調達先となる模様だ。

現時点ではホルムズ海峡封鎖の可能性は小さい

欧米諸国の一連の制裁強化の動きに対し、イランは、世界の重要な原油輸送航路であるホルムズ海峡の封鎖の可能性について言及し、対抗姿勢を強めている。イランがホルムズ海峡を封鎖すれば、米英軍事行動によるイランへの打撃は大きいとみられるため、現時点では海峡封鎖の可能性は小さいとの見方が多い。

封鎖時には IEA 石油備蓄放出の見込み

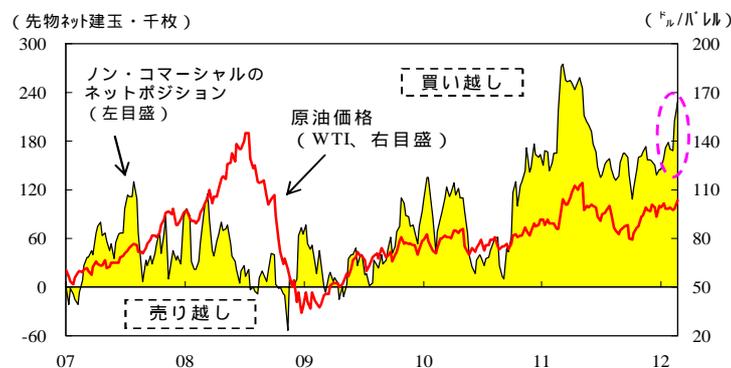
仮にイランが海峡封鎖した場合でも、米英軍事行動を受けて短期間で終息すると予想される。また、封鎖時には、IEA が石油備蓄を放出する可能性が高いのに加え、代替輸送ルートとしてサウジアラビアを横断する「東西パイプライン」が使用される等、海峡封鎖に伴う原油輸出途絶の影響を緩和すべく各種対応策が取られるとみられる。

4. 原油市場を巡る資金動向

投機筋の買い越し額はイラン情勢緊迫化を受けて、拡大

原油先物市場における投機筋の買い越し額は、昨年 11 月下旬以降、欧州債務問題への懸念を背景に投資家のリスク回避姿勢が強まったことから、5 週連続で減少した（第 5 図）。しかし、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、買い越し額は 12 月末に増加に転じ、最新 2 月 21 日時点では 9 ヶ月振りの高水準となっている。

第 5 図：原油先物市場の投機筋ネットポジション



(注) ノン・コマースシャルとは、原油生産や精製に従事しない業者のこと。
1枚=1,000バレル。
(資料) 米国商品先物取引委員会、ニューヨーク・カンタイル取引所 (NYMEX) 資料より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

5. 価格の見通し

原油価格は四半期平均で 97~99 ドル台の推移が見込まれる

2012 年については、アジアなど新興国景気の底固い推移が見込まれるものの、欧米景気は弱含み推移が予想されることから、需要面からの価格押し上げ圧力は小さいとみられる。

他方、イランと欧米諸国との緊張の高まりや、シリアやイエメン情勢混迷等を受けて供給懸念が根強いことが、価格押し上げ要因となる。さらに、EU のイラン禁輸分をサウジアラビアが代替した場合には、サウジアラビアの生産余力低下が供給懸念の高まりにつながると見込まれる。

これらを踏まえると、原油価格は四半期平均で 97～99 ドル台の高値圏推移が予想される。

欧州債務問題の深刻化とそれに伴う金融システム不安への懸念が熾り続ける中、投資家のリスク回避姿勢の強まりによって原油価格が大きく変動する局面もあろう。また、仮にホルムズ海峡が封鎖されれば、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。

ホルムズ海峡封鎖
の場合は、最高値更
新のおそれ

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	97	2.5%	見 通 し ↓
12/2Q	98	▲4.2%	
12/3Q	99	10.6%	
12/4Q	98	4.2%	
13/1Q	98	1.0%	
	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	98	3.0%	

(注) 期中平均価格

(篠原 令子)

世界経済見通し総括表

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
日本 (年度ベース)	4.4 (3.1)	▲ 0.9 (▲ 0.5)	2.3 (2.5)	▲ 1.0 (▲ 0.9)	▲ 0.2 (▲ 0.1)	▲ 0.5 (▲ 0.4)	1,956 (1,883)	1,206 (1,013)	1,128 (1,205)
米国	3.0	1.7	2.1	1.6	3.2	1.9	▲ 4,709	▲ 4,686	▲ 4,731
ユーロ圏	1.8	1.5	▲ 0.3	1.6	2.7	2.0	▲ 574	▲ 69	▲ 455
ドイツ	3.7	3.0	0.4	1.2	2.5	1.8	1,760	1,880	1,712
フランス	1.5	1.6	▲ 0.1	1.7	2.3	1.9	▲ 531	▲ 620	▲ 553
イタリア	1.5	0.4	▲ 1.2	1.6	2.9	2.3	▲ 720	▲ 769	▲ 525
英国	2.1	0.8	0.2	3.3	4.5	2.5	▲ 751	▲ 564	▲ 261
アジア11カ国・地域	9.3	7.3	7.1	4.3	5.6	4.3	4,466	3,305	2,983
中国	10.4	9.2	8.8	3.3	5.4	3.7	3,054	2,011	1,888
NIEs	8.3	4.0	3.1	2.4	3.7	3.0	1,387	1,375	1,322
ASEAN 4 カ国	6.9	4.5	5.4	4.0	4.6	4.4	541	532	436
インド	8.4	7.0	7.3	10.5	8.5	7.5	▲ 460	▲ 552	▲ 609
オーストラリア	2.6	1.9	3.5	2.8	3.4	2.8	▲ 331	▲ 330	▲ 409
中南米	6.1	4.4	3.8	5.9	7.0	6.2	▲ 517	▲ 567	▲ 860
ブラジル	7.5	3.0	3.4	5.9	6.5	5.6	▲ 475	▲ 526	▲ 600

(注) 2010年は実績値、2011、2012年は予想値。

- ・日本の消費者物価は生鮮食品を除く総合ベース。経常収支は、円建ての経常収支実績・見通しを円ドル相場（銀行間中心・期間平均）実績・見通しにより換算したものの。
- ・「ユーロ圏」は、ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、スペイン、ポルトガル、オーストリア、フィンランド、アイルランド、ギリシャ、スロベニアの13カ国に、2008年からはマルタ、キプロス加わり15カ国。2009年からスロヴァキア加わり16カ国、2011年からはエストニア加わり17カ国。
- ・ユーロ圏及び英国の消費者物価は、EU統一基準インフレ率（HICP）。
- ・インドは年度（4月～3月）ベース。
- ・「中南米」は、実質GDP成長率と経常収支については14カ国の数値。消費者物価上昇率についてはメキシコ、ブラジル、アルゼンチン3カ国の加重幾何平均値。

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