

アジア経済の見通し

～景気は減速傾向が継続、2013 年にかけても潜在成長率を下回るペースで推移～

1. アジア経済全般

(1) 景気の現状

外需の下押し圧力が継続

アジア経済は減速傾向が継続している。外需の低迷を堅調な内需が下支えする構図が続いているが、欧州経済を中心とした世界経済の低迷が重石となり、外需の下押し圧力が内需の下支え力を上回る状況が続いている（第 1 表）。

第 2 四半期の実質 GDP 成長率をみると、中国が 2009 年第 1 四半期以来の 8% 割れとなったほか、台湾が約 3 年ぶりにマイナスに転じるなど外需型の NIEs は一段と減速した（第 2 表）。また、第 1 四半期に 5% 台前半まで減速したインドは、GDP 統計は未発表ながら、低調な動きが続いているとみられる。他方、ASEAN は、洪水からの復興過程にあるタイ、内需が堅調なインドネシア、マレーシアなど軒並み前期の水準を上回り、底堅さを示した。

第 1 表：アジア主要国・地域の成長率寄与度

(%)

		2011				2012	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
中国	成長率	9.7	9.6	9.4	9.2	8.1	7.8
	内需	10.2	9.7	9.5	9.6	8.9	8.4
	外需	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.8	▲ 0.6
	誤差	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
NIEs	成長率	5.7	3.7	3.9	3.0	1.9	1.6
	内需	1.8	3.1	2.5	1.2	2.3	1.0
	外需	4.1	0.5	1.5	1.8	▲ 0.4	0.6
	誤差	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
ASEAN4	成長率	5.3	5.0	5.4	2.8	4.9	5.6
	内需	5.5	4.6	5.0	4.1	6.3	8.8
	外需	▲ 0.6	1.5	1.2	▲ 1.5	▲ 0.4	▲ 3.8
	誤差	0.4	▲ 1.1	▲ 0.8	0.2	▲ 1.0	0.7
アジア9カ国・地域	成長率	8.3	7.8	7.8	7.0	6.4	6.3
	内需	7.9	7.7	7.5	7.2	7.3	7.1
	外需	0.4	0.3	0.4	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.9

(注) 中国は年初来累計値、2012年Q2のASEAN4、アジア9はフィリピン除く。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 表：アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率

(前年比、%)

	2011				2012	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
中国	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6
韓国	4.2	3.5	3.6	3.3	2.8	2.4
台湾	6.6	4.5	3.4	1.8	0.4	▲ 0.2
香港	7.6	5.4	4.4	3.0	0.7	1.1
シンガポール	9.1	1.2	6.0	3.6	1.5	2.0
NIEs	5.7	3.7	3.9	3.0	1.9	1.6
インドネシア	6.4	6.5	6.5	6.5	6.3	6.4
マレーシア	5.1	4.3	5.7	5.2	4.9	5.4
タイ	3.2	2.7	3.7	▲ 8.9	0.4	4.2
フィリピン	4.9	3.6	3.2	4.0	6.4	N.A.
ASEAN4	5.3	5.0	5.4	2.8	4.9	5.6
アジア9カ国・地域	8.3	7.7	7.6	6.9	6.4	6.3
ベトナム	5.4	5.7	6.1	6.1	4.1	4.7
インド	9.2	8.0	6.7	6.1	5.3	N.A.
アジア11カ国・地域	8.1	7.6	7.4	6.6	6.3	6.3

(注) 2012年Q2のASEAN4、アジア9はフィリピンを除く、アジア11はフィリピン、インドを除く。
(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年にかけても
潜在成長率を下回
るペースで推移

今後のアジア経済を展望すると、当面は減速傾向が続くものの、年終盤以降は、外需の下押し圧力が徐々に弱まり回復に向かう見込みである。もともと、欧州経済が2013年にかけてもゼロ近傍の成長が続くこと、米国の成長ペースは2%台前半と牽引役は期待できないことから、輸出の回復力は弱く、全体として回復ペースは力強さに欠けるであろう。アジア11カ国・地域全体の成長率は、2013年にかけて6%台と7%台半ばと目される潜在成長率を下回るペースにとどまると予想する（第1図）。

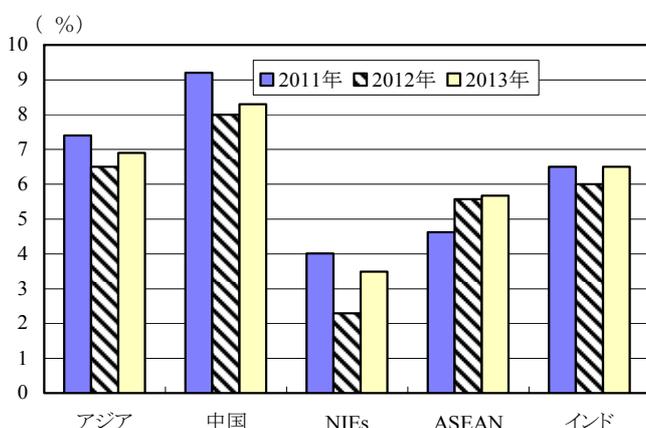
国・地域別にみると、アジアの中で最も底堅い成長が期待できるのはASEANである。内需主導の安定成長が見込まれるインドネシア、洪水の復興需要や最低賃金の大幅引き上げで消費拡大が見込まれるタイなどでは2013年にかけても底堅い成長が期待できる。また、中国は景気てこ入れ策の強化により（第3表）、投資主導で持ち直す見込みである。グローバル金融危機時のような大型対策は見込みがたく、中国に世界経済の牽引役は期待できないが、中国が投資主導の回復に向かうことは域内経済回復の起点となろう。

他方、伸び悩みが予想されるのがインドである。昨年までの金融引き締めの影響で投資が低調であることに加え、インフレや財政赤字の問題を抱え、金融・財政両面で思い切った政策が打ち出しにくいためである。2013年度にかけての成長率は6.0~6.5%と潜在成長率（7.5%前後）を大きく下回るペースにとどまるとみる。また、外需型のNIEsは2013年にかけても3%台半ばの成長にとどまる見込みである。

国際的な穀物価格
の上昇に伴うイン
フレリスクに留意

アジア経済のリスクは、引き続き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であるが、天候不順を背景にした国際的な穀物価格の上昇にも留意する必要がある。景気低迷下でインフレ圧力が高まった場合、金融緩和の妨げになる可能性がある。

第1図：アジアの主要地域の実質GDP成長率見通し



(資料) CEICより 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：中国の主な景気対策

分野	時期	施策
投資	5月下旬以降	投資プロジェクトの認可ペースを加速
	6月8日、7月6日	金融緩和
	7月中旬以降	地方版4兆元対策
	7月20日	戦略的新興産業の振興
	7月25日	不動産政策
	7月29日	独占分野に対する民間資本の参入奨励
	7月31日	地方政府への融資拡大
消費	6月1日	省エネ製品への補助金政策
		自動車買い替え補助金政策
輸出	8月1日	輸出管理手続きの簡素化

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室

<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景気減速の主因であった輸出の動向、②景気の下支え役となっている内需の持続性、の2つである。

① 輸出の動向

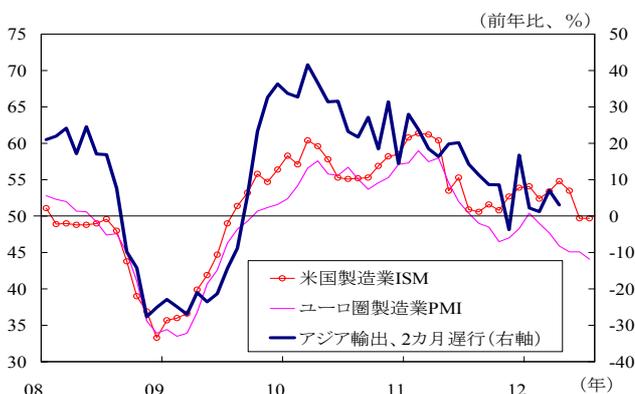
まず、輸出の動向をみると、4～5月に持ち直しの動きがみられたものの、6月以降は再び減速、7月は韓国、台湾でマイナス幅が拡大した。仕向け地別にみると、低迷が続いている欧州向けに加え、これまで比較的堅調を維持してきた米国向けやアジア域内向けもNIEsを中心に減速している。品目別にみると、主力の電子・機械関連に加え、資源価格下落の影響で資源・素材関連も軟調となっている。

当面は外需の下押し圧力が持続する見込み

欧米の景況感をみると、足元は双方ともに低迷しており、当面は外需の下押し圧力が続くことを示唆している（第2図）。こうした中、年終盤以降、下押し圧力が緩和する起点として期待できるのは、緩やかながらも回復が見込まれる米国向けと景気対策により投資主導の回復が見込まれる中国向けである。

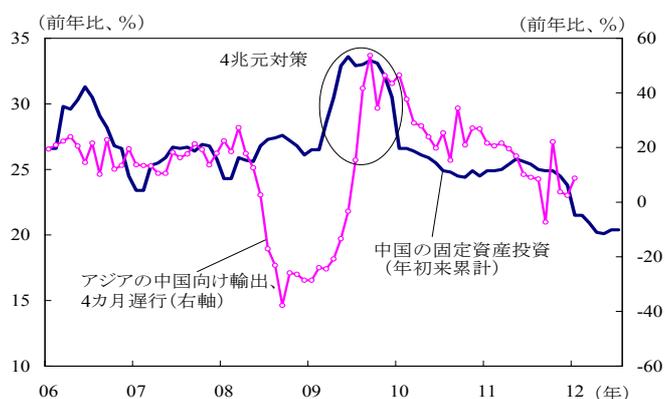
中国については、地方政府が相次いで大型インフラ投資計画を打ち出している。中国のインフラ投資向けの輸出品目は鉄鉱石やセメントなどの資源が中心で、アジア各国の直接的な恩恵は限定的とみられるが、投資主導で中国の景気が回復に向かうことで、インフラ以外の投資や消費へ波及することが見込まれる。なお、グローバル金融危機時の4兆元対策実施後のアジアの中国向け輸出動向をみると、中国の投資の持ち直しからアジアの中国向け輸出回復までに4カ月程度のラグがあり、今次局面で効果が出てくるのは年終盤頃と考えられる（第3図）。また、今般の投資実行額がグローバル金融危機時に比べ小規模にとどまる公算が大きいことから、輸出の持ち直しペースは緩やかにとどまるとみる。

第2図：欧米の製造業景況感とアジアの輸出



(資料)CEIC、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：中国の固定資産投資とアジアの中国向け輸出



(資料)CEIC、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②内需の持続性

中国・ASEAN の消費は加速

次に消費の動向をみると、所得拡大やインフレ緩和を追い風に ASEAN 及び中国は加速した。とりわけ、良好な雇用・所得環境にあるマレーシアや最低賃金の大幅引き上げが実施されたタイの伸びは顕著であった。他方、NIEs は軒並み減速したが、これは生産・輸出の減速や株価の低迷がマインドの悪化を通じ消費に波及したためと考えられる。もっとも、NIEs についても、失業率がリーマンショック前近辺の水準を維持するなど雇用環境は堅調を維持しており、消費者マインドの悪化は限定的である（第 4 図）。

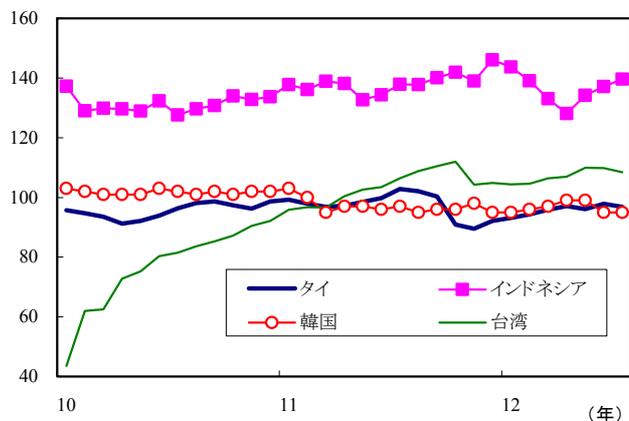
インフレ緩和に伴う実質賃金の 上昇が消費回復に

今後を展望すると、インフレ緩和に伴う実質賃金の上昇が消費回復をもたらすとみる。さらに、中国・ASEAN については、最低賃金の引き上げ幅が前年よりも鈍化する可能性はあるものの、将来的な所得拡大期待は引き続き高く、消費拡大を支えることが期待される。

民間投資の拡大も景気回復の一 因

民間投資の拡大も景気回復を支えよう。足元の実質投資の動向をみると、ASEAN は好調、中国は堅調を維持している（第 4 表）。この背景には、海外からの直接投資の増加がある。先進国経済が低成長にとどまる中、生産コストの削減と中期的に有望な消費市場であるアジアへの投資の流れが加速しているためと考えられる。足元で投資が減速している NIEs においても、韓国や台湾では直接投資が増加傾向にあり、投資の持ち直しを示唆している。足元で直接投資が低迷している中国やフィリピンでは政府が公共投資の拡大を打ち出しており、投資全体としては拡大が見込まれよう。

第 4 図：アジア主要国・地域の消費者マインド



(注) 台湾は雇用の先行き、その他は所得の先行き指数。
(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・地域の実質投資

	2011				2012		(前年比、%) (直接投資)	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	2011	2012上
中国	18.4	18.9	17.8	18.7	19.0	18.6	9.7	▲3.0
韓国	1.5	4.7	▲1.3	▲3.5	5.5	N.A.	4.6	32.5
台湾	10.6	4.8	▲9.9	▲13.2	▲9.0	▲2.2	30.0	4.1
香港	▲8.0	8.3	19.4	16.0	20.4	7.6	N.A.	N.A.
シンガポール	▲3.4	8.6	8.0	▲0.2	17.0	1.8	21.4	▲1.4
インドネシア	7.3	9.3	7.1	11.5	10.0	12.3	20.1	30.3
マレーシア	24.9	7.6	2.9	18.8	19.8	24.6	17.5	27.8
タイ	12.6	8.6	9.1	▲1.3	9.2	11.8	▲2.2	15.6
フィリピン	12.5	▲9.5	1.0	▲2.4	2.8	N.A.	37.6	▲72.9
インド	3.7	14.7	5.0	▲0.3	3.6	N.A.	31.3	▲39.9

(注1) 中国は名目投資を投資価格指数で実質化。
(注2) 中国、シンガポール、インドネシア、フィリピン、インドは政府投資を含む。
(注3) 直接投資は台湾、韓国、マレーシア、フィリピン、タイは認可ベース、その他は実行ベース。
(資料) 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 (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	8.0	8.3	5.4	2.7	3.7	2,017	2,103	1,997
韓国	1,116	8.7	3.6	2.8	3.5	4.0	2.5	2.8	265	229	206
台湾	467	3.6	4.0	1.4	3.4	1.4	1.8	1.9	416	398	405
香港	243	1.9	5.0	1.6	3.5	5.3	4.2	3.4	129	143	184
シンガポール	260	2.0	4.9	2.2	3.8	5.2	4.3	2.7	570	476	493
NIEs	2,086	16.2	4.0	2.3	3.5	3.7	2.8	2.7	1,380	1,246	1,288
インドネシア	846	6.6	6.5	6.2	6.4	5.4	4.8	5.3	17	▲172	▲137
マレーシア	279	2.2	5.1	4.2	4.9	3.2	2.0	2.7	318	250	302
タイ	346	2.7	0.1	5.5	4.8	3.8	3.1	3.3	119	80	107
フィリピン	213	1.7	3.9	5.0	5.2	4.6	3.9	4.2	71	54	77
ASEAN4	1,683	13.1	4.6	5.6	5.7	4.6	3.9	4.3	525	212	349
インド	1,676	13.0	6.5	6.0	6.5	8.4	8.0	7.1	▲782	▲701	▲763
ベトナム	123	1.0	5.9	5.3	5.9	18.6	8.8	7.5	2	▲8	▲16
アジア11カ国・地域	12,866	100	7.4	6.5	6.9	5.5	3.6	4.1	3,142	2,852	2,856

実績 →見通し

実績 →見通し

実績 →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2四半期には8%
を下回る低成長へ

中国はほぼ3年振りの低成長となっている。第2四半期の実質GDP成長率は前年比7.6%と前期(同8.1%)から一段と低下した。欧州債務問題の長期化にもかかわらず、グローバル危機時と異なり、景気対策が遅れたことが響いている。この背景として、3つのファクターが指摘できよう。第一に、グローバル危機時の大型景気対策の弊害として不動産バブルや地方政府債務問題が発生したことへの反省とその再燃への懸念がある。第二に、高成長期の終焉を踏まえ、構造調整の追求が不可欠となっており、過大な景気対策による過剰投資を繰り返せないことがある。第三に、現時点では、グローバル危機時ほど、景気が落ち込んでいないだけに、今後、危機が深刻化した場合に備え、余力を残しておく必要がある。

輸出は欧米向けを
中心に急速に悪化

足元の状況を確認すると、まず、輸出は、5~6月には前年比二桁増に回帰し、持ち直したかにみえたが、7月には一転して、同+1.0%まで急減速し、一気に先行き不透明感を高めた。地域別にみると、欧州(同▲16.2%)、ならびに米国(同+0.6%)向けの悪化が目立つ一方、NIEs、ASEAN向けなどは二桁増を維持している。

連続でのサプライズ
利下げも、投資喚起
には至らず

投資は4月の前年比+19.0%を底に緩やかに伸びを高めてきたが、7月には同+20.4%と前月に比べ、0.8%ポイント低下した。当局は、市場予想よりも早いタイミングで、6月、7月と連続で利下げに踏み切ったが、貸出増加額は6月に9,198億元まで拡大した後、7月には5,401億元に縮小し、政策効果が十分顕在化しているとは言い難い。また、購入制限を中心とする厳しい不動産規制の下では、不動産開発投資のみならず、鉄鋼を中心とする資材関連の投資についても不振は避けられなかった。

一方、消費は緩やかながら加速傾向にある。消費者物価上昇率は7月には前年比1.8%とインフレが収まり、また、多くの地域で最低賃金引き上げ(平均+19.4%)ならびに賃上げガイドライン(同+13.8%)が発表されるなか、所得も順調に拡大している。なお、6月から家電、小型車等省エネ製品購入に対する補助金政策が導入されたが、グローバル危機後の販売振興策に比べ、規模が小さく、当面の押し上げ効果は限定的となっている。

(2) 見通し

共産党大会に向け
て、投資を中心に景
気てこ入れ強化

政権交代が行われる共産党大会を今秋に控え、政府は景気てこ入れ策の強化を続けており、政策効果の浸透により、今後、景気は加速に転じる見込みである

当然ながら、対策の中心は投資に置かれている。すでに、5月下旬頃から、投資プロジェクトの認可ペースの加速に加え、前倒し認可も顕著となっている。なかでも、宝鋼と武漢鋼鉄の大型製鉄所の認可は、長く、生産

能力の過剰を警戒して、延期されていただけに、驚きをもって迎えられた。また、内陸部を中心に地方政府の大型インフラプロジェクトも相次いで発表され、グローバル危機時になぞらえて、地方版4兆円対策との呼称が定着しつつある。むろん、前回のように、安直な投資が可能な状況ではないが、中長期的な成長力に寄与する投資を選別的に実行する余地はあろう。

第12次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）についても、7月に、財政・金融等、多方面から政策支援が盛り込まれた発展計画が発表され、本格始動の見込みである。また、鉄道、エネルギーなど、国有企業の独占分野に対する民間資本の参入奨励策についても発表後2年を経て、政府の指示により、各官庁から多分野に渡る細則が出揃い、民間投資の活性化が期待される。

金融政策面では、依然として20.0%の高水準にある預金準備率の引き下げが見込まれる。また、消費者物価上昇率が前年比1.8%と1年物預金金利（3%）を大きく下回る状況では利下げの余地も大きい。

消費はインフレ緩和と所得拡大を背景に堅調推移

消費については、補助金政策に過大な期待はかけ難いが、インフレ緩和と所得拡大により、堅調推移が予想される。景気減速とはいえ、消費振興の意味合いもあり、今後も各地域で最低賃金の引き上げならびにガイドラインに基づく賃上げが実施されよう。

一方、輸出については、欧州を中心に先進国向けの伸び悩みが懸念される。相対的に景気堅調な新興国の市場開拓に尽力した成果はあろうが、全体としても目立った回復は望み難い。海外景気の悪化により、輸出が一段と落ち込む場合には、グローバル危機時同様、付加価値税の還付率引き上げに踏み切る可能性も出てこよう。

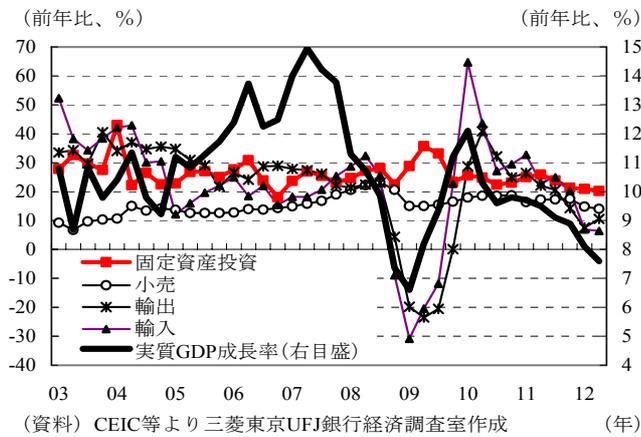
グローバル危機時ほどの大型対策には踏み切れず

このように、政府は、依然として、多種多様な景気でこ入れ策の選択肢を有している。ただし、冒頭にも示したとおり、グローバル危機対策の弊害としての不動産バブルや地方政府債務問題への反省、ならびに、高成長期の終焉を見据えた構造調整の必要性などを考慮すれば、グローバル危機時のような大型対策には踏み切り難く、勢い、景気拡大ペースは限定されよう。この結果、2012年から2013年にかけて、通年では前年比8%台前半の成長へのソフトランディングが予想される。

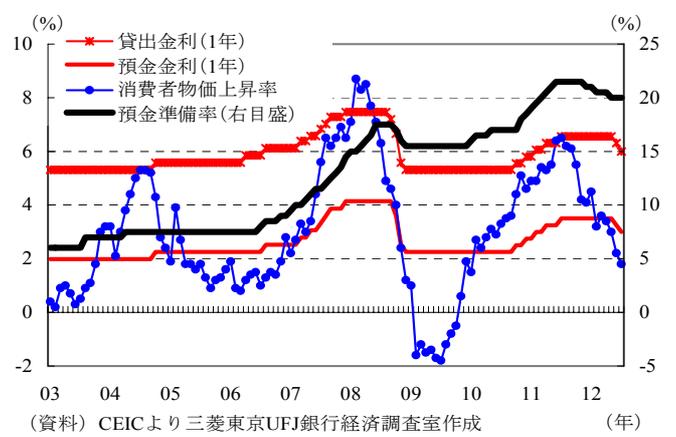
輸出の大幅悪化と不動産規制の再強化などにリスク

むろん、内外には、下ブレをもたらしかねない懸念材料も少なくない。欧州債務問題が世界経済の動揺を喚起する広がりを見せれば、輸出の大幅な悪化は避けられない。また、地方政府による不動産規制の一部緩和や利下げなどから、住宅価格が上昇する地域が増えており、不動産規制の再強化による下押しリスクも浮上している。さらには、国内外の早魃の影響によるインフレ再燃の可能性も否定できない。これらリスクが顕在化する兆候には十分注意する必要がある。

第5図：中国の成長関連指標



第6図：中国の物価と金融情勢



3. NIEs

(1) 韓国

韓国経済は引き続き減速

韓国経済は減速している。第2四半期の実質 GDP 成長率は前年比 2.4% と3四半期連続で伸びが鈍化した。輸出は世界経済の低迷で伸び悩んだほか、家計債務の調整が重石となり、個人消費（同+1.2%）も一段と減速しており、内外需共に冴えない展開が続いている。

2012年の成長率は2.8%、2013年は3.5%と予想

年終盤以降、外需の下押し圧力が徐々に弱まることから景気は回復に向かうとみられるが、そのペースは緩やかなものにとどまろう。2012年の成長率は前年比 2.8%、2013年は同 3.5%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ると予想する。

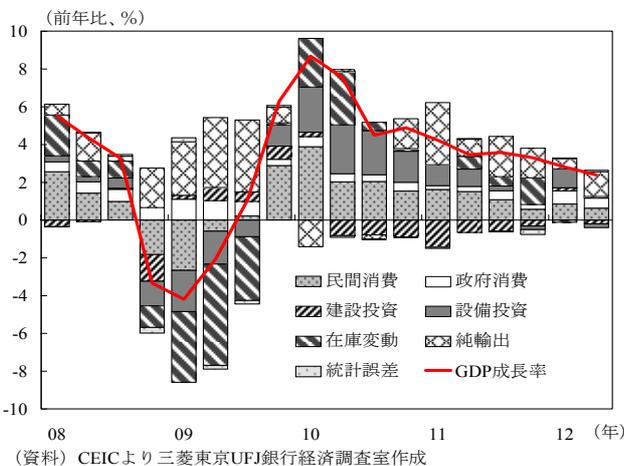
政府・中銀は景気テコ入れへ

外需による景気の牽引は期待しがたい中、景気を支えるのは政府・中銀の経済・金融政策である。政府は6月に下半期の景気浮揚策として、8兆5000億ウォン規模（GDP比0.7%）の経済対策を打ち出した。具体的には、高齢者への失業手当の支給など中間層の経済支援強化が軸となっている。グローバル金融危機後の財政出動（同7.4%）に比べると小粒であるが、年後半の景気の支えになろう。

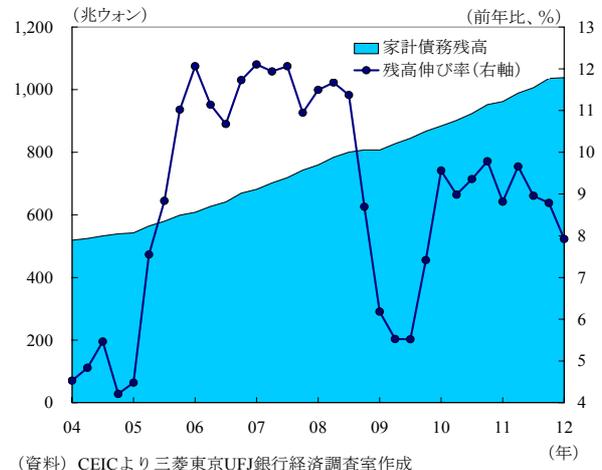
金融面では中銀が7月に、政策金利を0.25%ポイント引き下げた（現行水準：3.0%）。家計の借入金の約95%は変動金利が占めるが、金融監督院の推計によると、今回の利下げで家計利払い負担は、預金の利息収入の減少を差し引いても、1.6兆ウォン程度（GDP比約0.1%）軽減する見込みである。家計のバランスシート調整が続く中、中銀が追加利下げを行い、消費を更に下支えする可能性もあるだろう。

(福永 雪子)

第7図：韓国の実質 GDP 成長率



第8図：韓国の家計の債務残高



(2) 台湾

輸出減少続き、マイナス成長へ

台湾では、第2四半期の実質 GDP 成長率が前年比▲0.2%と前期（同0.4%）から悪化し、ほぼ3年振りのマイナス成長となった。輸出は主力のエレクトロニクスを中心に前期に引き続き減少し、外需の寄与度は大幅に縮小した。設備投資も輸出に先行した昨年後半からの減少基調を続けた。また、消費は同+0.8%と前期（同+1.4%）から一段と伸びが低下した。雇用情勢はさほど悪化していないものの、2013年からの個人投資家へのキャピタルゲイン税導入の動きが株価下落を促し、購買意欲を低下させた。

欧州債務問題に加え、構造改革も当面の景気下押し要因

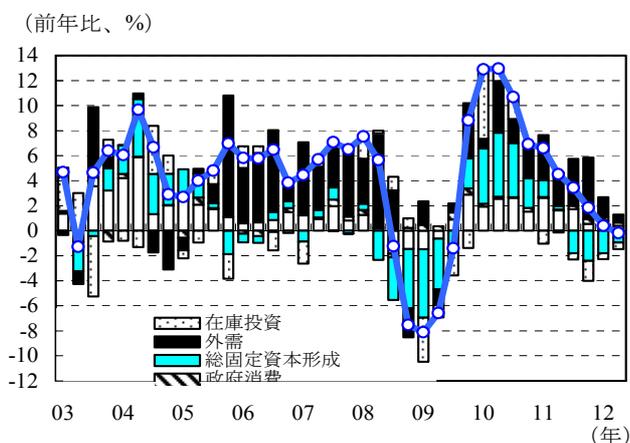
輸出主導型の台湾経済にとって欧州債務問題が燻る海外景気の先行き不安は、引き続き、重石とならざるを得ない。加えて、キャピタルゲイン税導入、電力料金の大幅引き上げなど、馬英九総統（大統領）の再選を機に進められている構造改革も当面の景気下押し要因となる。

ただし、エレクトロニクス輸出については、新型スマートフォン、最新版 OS 搭載パソコンなど新製品の投入による持ち直しが予想される。また、景気悪化を踏まえ、馬総統は7月中旬に緊急経済対策の策定を指示しており、一定の底支え効果が見込めよう。

加えて、総統選挙終了に伴い、中国との経済協力枠組み協定（ECFA）を中心とした対中経済関係強化のスピードアップにも期待がかかる。8月には ECFA の重点事項である投資保護協定がようやく締結され、台湾企業の長年の要望がかなえられた。中国からの観光客数は2012年前半で前年比+52.4%と大幅増加、中国スマートフォン市場向けの IC 出荷は好調など、中国市場を取り込む恩恵は大きい。それだけに、中国との FTA を急ぐ韓国等にも先行した貿易自由化の進展が重要視されよう。

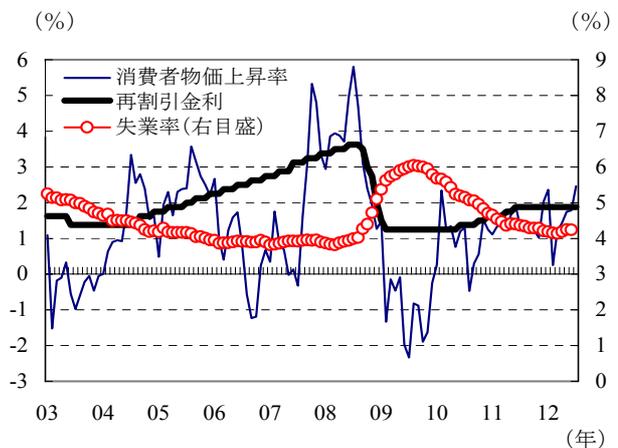
（萩原 陽子）

第9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10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

欧州債務問題の長期化は内需も下押し

香港経済は低成長が続いている。第2四半期の実質 GDP 成長率は前期の前年比 0.7%を上回ったとはいえ、同 1.1%にとどまった。欧州債務問題が長期化するなか、財輸出のマイナス幅は前期の同▲5.7%から同▲0.4%へと縮小したものの、内需が大きく減速してきた。失業率 3.2%と良好な雇用環境が続いているものの、株価は不況で、不動産市場にも先行き不透明感が広がった結果、消費の伸びは同+3.5%と前期（同+6.5%）から低下した。旺盛であった民間部門の機械・設備投資も息切れし、総固定資本形成は同+12.9%から同+5.7%まで減速した。

低成長ながら、中国効果などが景気を下支え

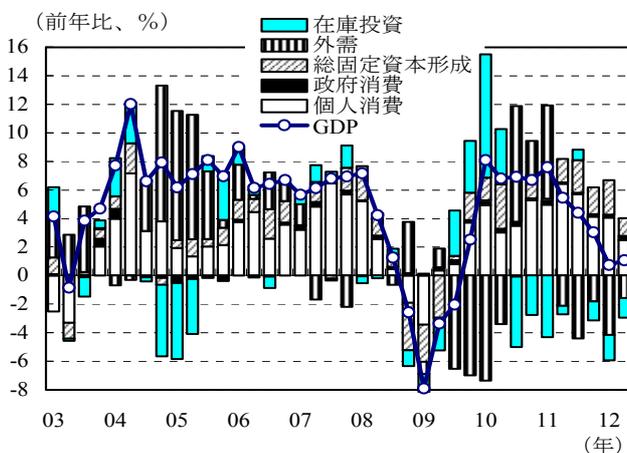
欧州債務問題が世界景気に影を落とす状況では、引き続き、低成長が見込まれる。中国の輸出において、2012 年通年の 10%成長という目標の達成が危ぶまれるなかでは、中国と世界を仲介する貿易センターである香港の輸出にも多くを期待することはできない。

こうしたなかで、依然として、中国効果には一定の期待ができよう。旅行サービス輸出は今や GDP の 1 割強を占めているが、牽引役は中国人観光客の旺盛な購買であり、その勢いには衰えがみられない。香港返還 15 周年と梁振英・新行政長官の就任を期して、中国政府は人民元オフショア商品や経済緊密化協定（CEPA）の拡充など市場開放を通じた経済支援を強化しており、中国関連ビジネス拡大への寄与が見込まれる。

ドルペッグ制の下での低金利の長期化に加え、すでに、香港当局が、不透明な海外景気を念頭に、潤沢な財政余剰を活用して、市民生活・企業支援を中心に GDP 比 1.5%の下支え効果を見込む予算を組んでいることも、景気悪化のバッファとみることができよう。

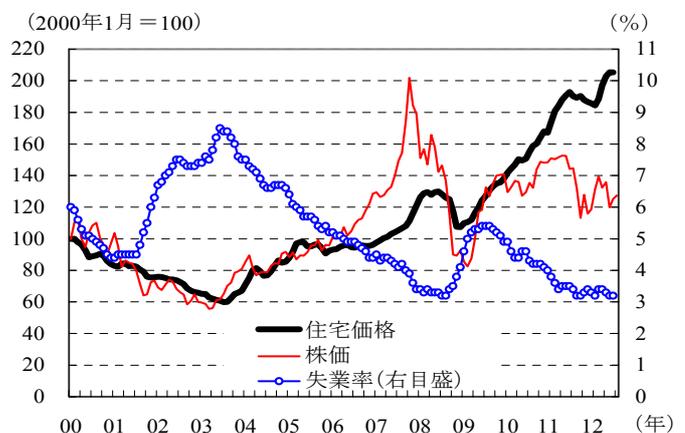
(萩原 陽子)

第 11 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 12 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

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2四半期の実質 GDP 成長率は前年比 2.0%（季節調整済み前期比年率▲0.7%）と低い伸びにとどまった。

こうした中、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、依然5%台と高止まりしている。不動産市場は政府による投機抑制策の影響で昨年と比べ軟化しつつあるものの、第2四半期の民間不動産価格指数は前期比+0.4%（前期：同▲0.1%）と再びプラスに転じた。

外需の伸び悩みで下押し圧力が続く中、内需が景気を下支え

今後も外需の伸び悩みなどによる下押し圧力が続くことが予想されるため、2012年の実質 GDP 成長率は前年比 2.2%と潜在成長率（3～5%）を下回る水準にとどまろう。もっとも、総じて良好な雇用環境（第2四半期の失業率：2.0%）や公団住宅（HDBフラット）や公共交通機関の拡充などの公共投資が内需の下支えになるとみられる。また6月末に植物園施設「ガーデンズ・バイ・ザ・ベイ」が開業したほか、9月に恒例のF1グランプリ開催、年末にかけてセントーサ島に世界最大級の海洋水族館「マリン・ライフ・パーク」や北部地域に新しい動物園「リバー・サファリ」の開業が予定されており、観光客の増加も内需を下支えしよう。2013年には世界経済の持ち直しを受け、3%台の成長回復を予想する。

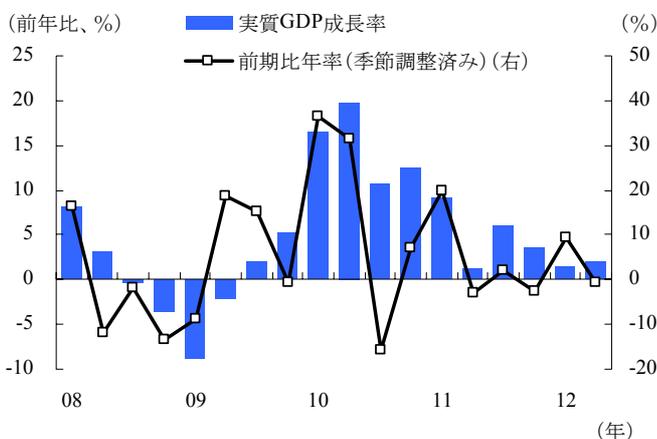
新たな観光施設の開業も追い風に

労働需給逼迫に伴うコアインフレ上昇圧力には留意

消費者物価上昇率は前年のベース効果に加え、エネルギー価格の下落などにより低下が見込まれる。ただし、外国人労働者流入抑制策の強化に伴う労働需給の逼迫が続いており、労働コストの上昇がコアインフレ率に対する上昇圧力となる可能性には留意する必要がある。

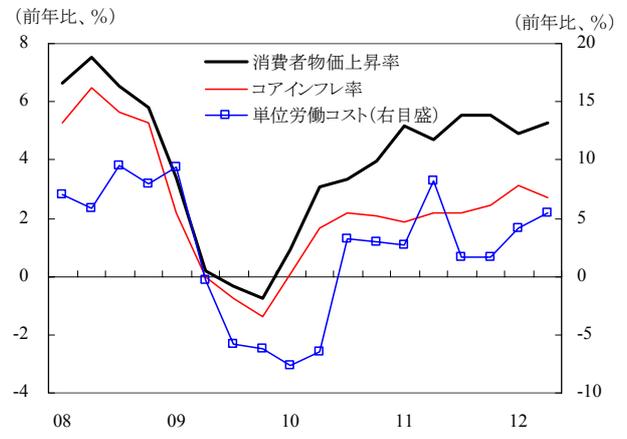
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第13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14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

第2四半期の実質 GDP 成長率は 6.4%と堅調維持

インドネシア経済は内需を牽引役に堅調な拡大が続いている。第2四半期の実質 GDP 成長率は前年比 6.4% (前期：同 6.3%) と小幅加速した。輸出が伸び悩む中、民間消費の拡大や相対的に低コストの労働力や、市場拡大を睨んだ外資による設備投資の活発化などが下支えとなった。

消費者物価上昇率は前年のベース効果の一巡や一部食品価格の上昇などを背景に緩やかな上昇傾向にあるものの、燃料価格の下落などもあり足元 4%台半ばと低水準にとどまっている。

内需を牽引役に 6%台の成長が持続

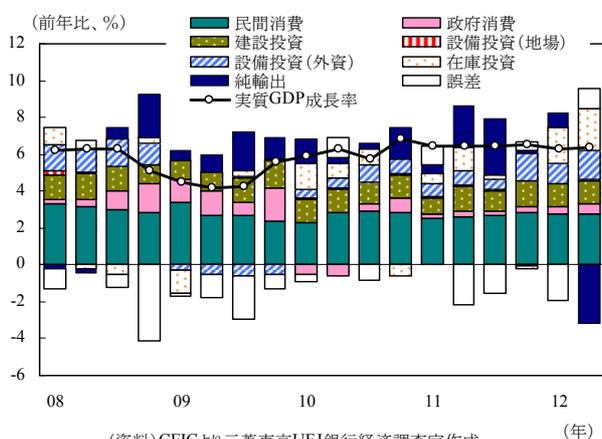
今後もインドネシア経済は内需を牽引役に 6%台の成長を維持するとみられるものの、成長ペースはやや鈍化しよう。所得水準の上昇や緩和的な金融環境などが民間消費を下支えするものの、6月の頭金比率規制導入に伴い二輪車の販売が既に伸び悩んでいるが、8月下旬の断食明け大祭後には自動車販売への影響も予想される。また、資源価格の下落や外需の伸び悩みによる下押し圧力にも留意する必要がある。

経常赤字拡大に伴う金融市場不安定化には留意

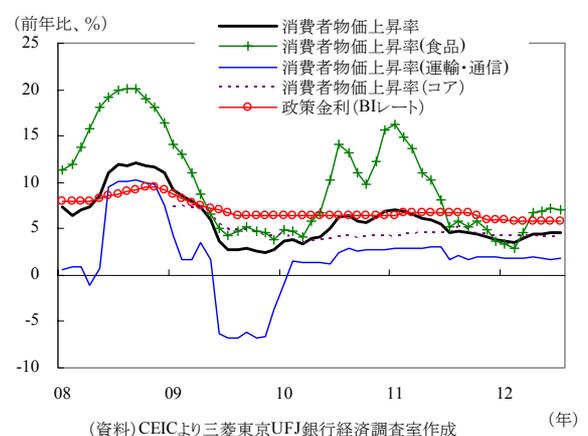
経済安定の鍵となるインフレが総じて安定を維持する中、当面のリスクとしては経常赤字の拡大に伴う金融・為替市場の不安定化が挙げられる。第2四半期の経常収支は貿易黒字の縮小を主因に▲69億ドル (前期：▲32億ドル) と赤字幅が大きく拡大した。世界経済の減速や資源価格の下落、未加工鉱物の輸出規制などにより輸出が伸び悩んだ一方、内需拡大に伴い輸入が高水準で推移した。8月にインドネシア中銀は経常赤字抑制策の一環として、中銀預金ファシリティ (FASBI) 金利を従来の 3.75% から 4.0%へ引き上げており、金利の高め誘導によりルピア安圧力を緩和したいという思惑が窺える。目先高水準の経常赤字が続くとみられることから、金融市場安定化に向け中銀は難しい舵取りを迫られている。

(シンガポール駐在 福地 亜希)

第15図：インドネシアの実質 GDP 成長率



第16図：インドネシアの物価と政策金利



(2) マレーシア

内需の好調を背景に成長ペースは加速

インフレ率は低位安定

外需の伸び悩みにより目先成長ペースは鈍化

総選挙を意識した家計支援措置の拡充が内需を下支え

2013 年にはインフレ圧力は強まる見込み

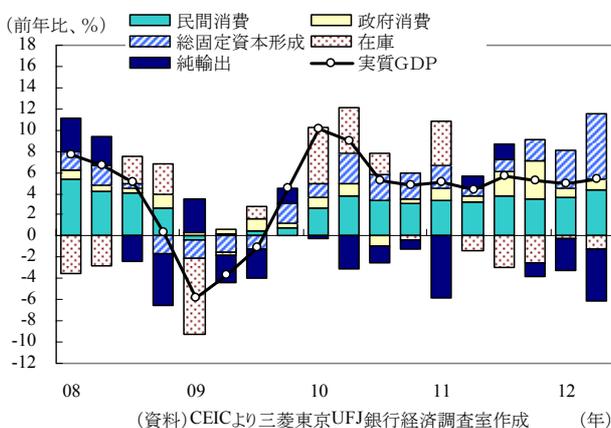
マレーシア経済は外需が伸び悩む中、内需を牽引役に堅調な拡大が続いている。第2四半期の実質 GDP 成長率は前年比 5.4%（前期：同 4.9%）へ加速した。輸出の鈍化により外需の寄与度がマイナスに転じたものの、良好な雇用所得環境や物価の低位安定を背景にした民間消費の拡大、石油・ガスなどの資源開発や大型の公共投資の活発化が景気を下支えた。消費者物価上昇率は生活必需品（コメ、砂糖、燃料など）に対する補助金の拡充に加え、エネルギー価格の下落などで足元 1% 台半ばと 2 年ぶりの低水準まで低下している。

目先マレーシア経済は、外需の伸び悩みにより成長ペースの鈍化が予想されるものの、内需は総じて堅調を維持しよう。首都における空港や公共交通インフラ整備などの大型プロジェクトが引き続き牽引役となるほか、早晚実施予定の総選挙を睨んだ家計支援措置などが民間消費を下支えしよう。公務員（127 万人）に対する賞与や年金受給者（65 万 7,000 人）に対する特別給付金（一律 500 リンギ）の支給などに加え、来年導入予定の最低賃金制度による地方を中心とした所得水準上昇への期待も当面の消費拡大に追い風となるとみられる。また 9 月末に発表予定の 2013 年度予算案でも個人所得税減税などが盛り込まれる公算が大きい。2013 年には世界経済の持ち直しもあり、景気は緩やかな回復に転じよう。

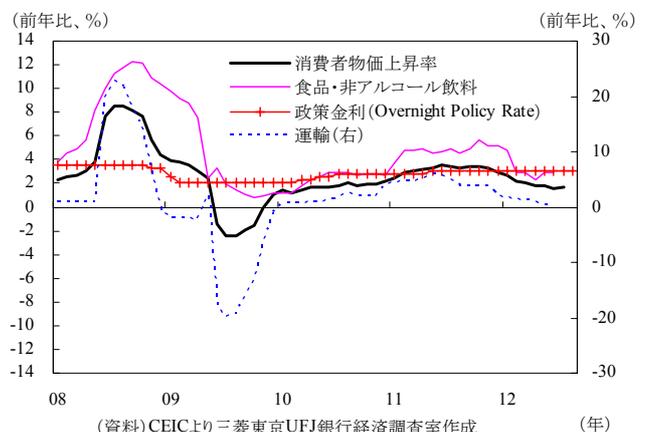
消費者物価上昇率は補助金支出の拡充により当面は安定推移が見込まれるものの、2013 年にかけて成長ペースが高まることに伴い、需要面からのインフレ圧力が強まると予想する。また最低賃金制度導入による労働コストの上昇が、サービス価格や製品価格へのコスト転嫁などを通じてインフレ圧力となる可能性には留意する必要がある。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第 17 図：マレーシアの実質 GDP 成長率



第 18 図：マレーシアの物価と金利



(3) タイ

洪水からの復興需要で急回復

タイ経済は、洪水被害から急回復している。第2四半期の実質 GDP 成長率は前年比 4.2%と前期（同+0.4%）から大幅に加速した。世界経済減速の影響で外需は低迷したが、昨年の洪水被害からの反動で、民間投資や消費が成長を押し上げた。インラック政権が今年4月に最低賃金を引き上げたことも、消費回復の追い風となった。

2012年の成長率は復興需要に牽引され5.5%へ加速

今後を展望すると引き続き復興需要が成長を押し上げよう。2012年の成長率は前年比5.5%へ加速、2013年に入ると反動増加のモメンタムは一服するとみられるが、多年度に亘る治水事業が継続することから、同4.8%と底堅い成長を維持しよう。

政府は治水対策として、総額3,500億バーツ（約9,150億円）規模の投資計画を発表、一部プロジェクトは既に実施段階にある。事業の中には長期プロジェクトも含まれており、多年度に亘るインフラ投資が景気を押し上げると見込まれる。

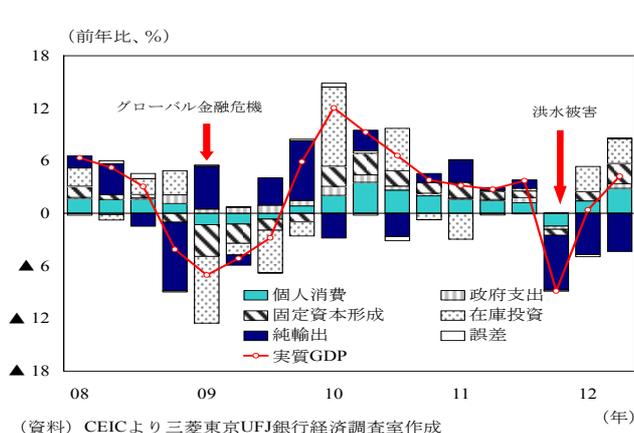
企業の復興需要も当面の景気を牽引しよう。民間投資指数に先行性のある企業信頼感指数は、4-6月期に51ポイントと高水準を維持し、当面、民間投資が強含みで推移することを示唆している。また、最低賃金の大幅引き上げが、引き続き消費の拡大をもたらすとみる。

追加利下げの可能性あり

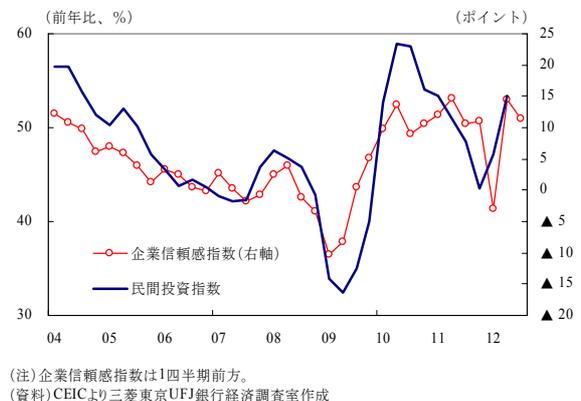
内需は堅調であるものの、外需の下押し圧力が想定以上に強いことから、中銀は8月に2012年の成長率見通しを5月時点の6.0%から5.7%へ下方修正した。同時に、中銀は追加利下げを検討し始めている。これまでの会合では、全会一致で金利据え置きを決定していたが、7月会合では5対2（2票は利下げ）と、中銀のスタンスに変化が生じている。洪水後、緊急利下げに踏み切った中銀は、景気回復の目処がたったことから利下げを一旦中止したものの、外需の低迷を受け追加利下げを行う可能性があるだろう。

（福永 雪子）

第19図：タイの実質 GDP 成長率



第20図：タイの企業部門関連指標



(4) フィリピン

フィリピン経済は 堅調

フィリピン経済は堅調に推移している。第1四半期の実質GDP成長率は前年比6.4%と6四半期ぶりの高い伸びとなった。底堅い海外労働者送金に支えられた消費や政府消費が伸びを高めた。足元でも個人消費を中心に、景気は堅調を維持している。

2012年、2013年の 成長率は5%台を 維持

今後を展望すると、フィリピン経済は堅調が続き、2012年の成長率は前年比5.0%、2013年は同5.2%と5%台を維持すると予想する。

外需の回復が緩やかにとどまるなか、景気を下支えするのは、政府によるインフラ投資の拡大と底堅い消費である。アキノ政権は、昨年まで財政健全化を目指し歳出を絞っていたが、今年は景気浮揚のため、歳出を拡大する方向に舵を切っている。歳出拡大の目玉はインフラ投資で、5月までに、今年実施予定の2,000件超のインフラ案件のうち、約9割の入札が完了した。年後半、これらの案件の実行が景気を押し上げよう。

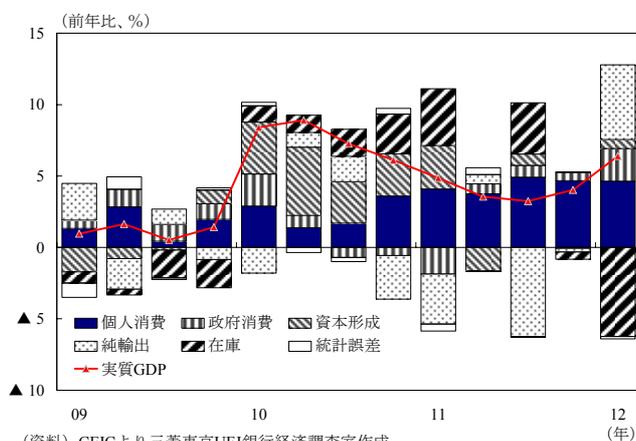
また、消費は海外労働者送金に支えられ、底堅さを維持するとみる。足元の送金動向をみると、欧州の低迷をアジアや米国からの送金が補う形で、堅調を維持している。こうした送金元の多元化を支えに、今後も送金は安定的に推移しよう。また、景気対策として、貧困世帯への現金給付の対象世帯の拡大が予定されていることも、消費の下支えになろう。

懸念は海外マネー 流入による通貨高

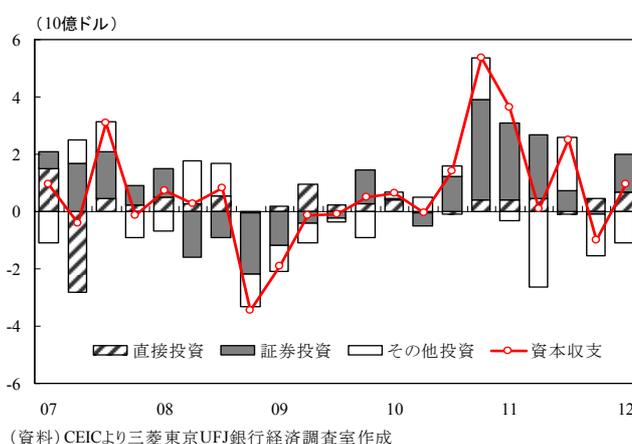
目下の懸念は海外マネー流入による通貨高である。第1四半期の資本収支は、証券投資に押し上げられ、2四半期ぶりに増加した。ペソは、下落傾向にある周辺国通貨とは対照的に年初来4%程度上昇している。経済の相対的な堅調さや、5月末に格付機関ムーディーズが格付見通しを「安定的(Stable)」から「ポジティブ(Positive)」へ上方修正したことが、海外マネー流入の要因となっている。中銀は7月に0.25%ポイントの利下げに踏み切ったが、今後、通貨高抑制を狙った利下げを行う可能性があるだろう。

(福永 雪子)

第21図：フィリピンの実質GDP成長率



第22図：フィリピンの資本収支



5. その他アジア

(1) インド

景気減速感が鮮明化

インド経済は景気減速感が鮮明となっている。4-6月期の鉱工業生産は金利高や世界経済減速に伴う製造業の生産・投資の低迷などで前年比▲0.1%と低迷した。こうした中、インフレ率（卸売物価上昇率）はエネルギー価格の低下などを背景に前年比7%を切る水準まで低下してきたが、食品価格の高止まりが続くなど予断を許さない状況が続いている。

景気は伸び悩み

今後も、インド経済は伸び悩みが予想される。賃金上昇やインフレ圧力緩和などによる民間消費の下支えに加え、インフラ分野を中心に投資拡大が見込まれるものの、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、回復ペースは緩慢なものに止まろう。また、モンスーン期の少雨に伴う農業生産の減少を景気下振れリスクとしてしておく必要がある。

インフレリスクには引き続き留意

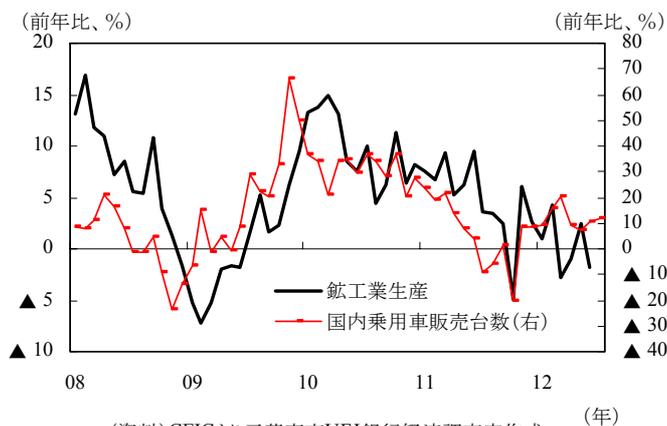
物価は前年のベース効果の剥落やエネルギー価格の下落、ルピー安の是正などでインフレ圧力の緩和が見込まれる。もっとも、所得水準の上昇に伴う消費拡大など需要面からのインフレ圧力は根強く、財政改革およびインフラ投資の加速などによる供給能力の増強が喫緊の課題である。また農業生産の減少に伴う食品価格高騰には留意する必要がある。

経常赤字は小幅改善も高水準で推移

4-6月期の貿易赤字は輸出を上回る輸入の減少により▲401億ドル（前期：▲471億ドル）へ縮小した。輸入減少の主因は輸入全体の約3割を占める原油および同1割を占める金とみられるが、この背景には国際商品価格の下落や金に対する輸入税引き上げなどが影響している。もっとも、輸出の低迷が続く中、資源関連輸入の一段の減少は難しく2012年度の経常赤字はGDP比▲4.0%（2011年度：同▲4.5%）と高水準で推移しよう。

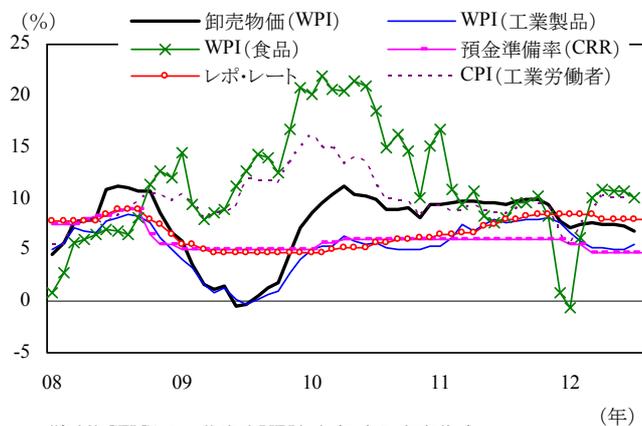
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第23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24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

景気は底打ち

ベトナム経済は底打ちしつつある。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.7%と前期（同 4.0%）から伸びを高めた。需要項目別の統計は未公表であるが、消費者物価上昇率が 5%台まで鈍化するなか、個人消費が持ち直しに転じたとみられる。一方、政府・中銀の引き締め政策の影響が残る企業部門は低調に推移したとみられる。1-3 月期の企業収益は、全体の約 7 割の企業が赤字を計上したほか、7 月の製造業購買担当者（PMI）指数は 43.6 ポイントと過去最低水準を更新した。

2013 年は 5.9%へ 加速するも、潜在 成長率を下回る

今後を展望すると、インフレ沈静化と利下げ効果の浸透、経済対策により内需は緩やかに持ち直そう。ただし、世界的な景気減速による外需伸び悩みの重石は残ると考える。2012 年の成長率は前年比 5.3%、2013 年は同 5.9%へ加速するが、6%程度と目される潜在成長率を下回ると予想する。

政府・中銀は企業 支援策を相次いで 発表

政府・中銀は低迷する企業部門を支援すべく、各種対策を矢継ぎ早に打ち出している。中銀は今年 3 月以降、リファイナンスレートを 5%ポイント引き下げた（15%→10%）ほか、商業銀行に対しては、7 月以降、新規及び既存の貸出金利を年 15%以下へ引き下げよう指示した。他方、政府は 5 月、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含む総額 29 兆ドン（GDP 比約 1%）規模の経済対策を打ち出したほか、6 月には中小企業の法人税減税（30%）を決定した。これらの政策は低迷する企業部門の回復を後押ししよう。

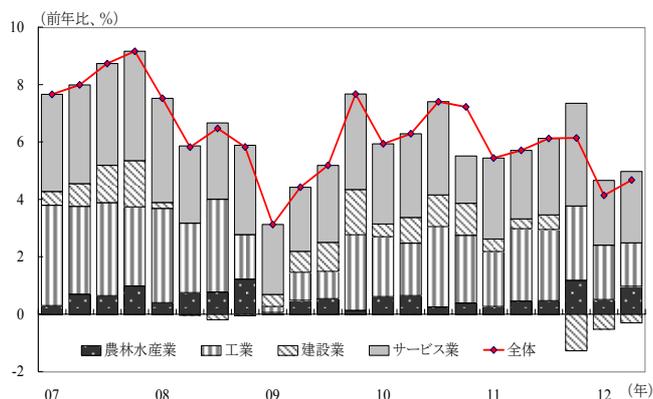
物価は高進を回避

懸案の物価は高進を回避すると予想する。5 月の公務員の最低賃金の引き上げなど根強い物価上昇圧力は残存するが、内需の回復が緩やかにとどまること、輸入インフレの要因であった通貨の下落に歯止めがかかっていること^(注)が、物価の抑制要因になると考える。中銀は 7 月に利下げの年内凍結宣言を行ったが、景気回復ペースが緩やかなことから、追加利下げに踏み切る可能性をみておく必要がある。

(注) 通貨の下落圧力緩和の背景は、①政府の総需要抑制策で 2011 年の経常収支が 10 年ぶりに黒字化したこと、②一時、輸入額比 1.5 カ月分まで減少した外貨準備高が、今年 3 月末には同 2.3 カ月分まで回復したこと、などにより通貨の信認が暫時回復していることがある。

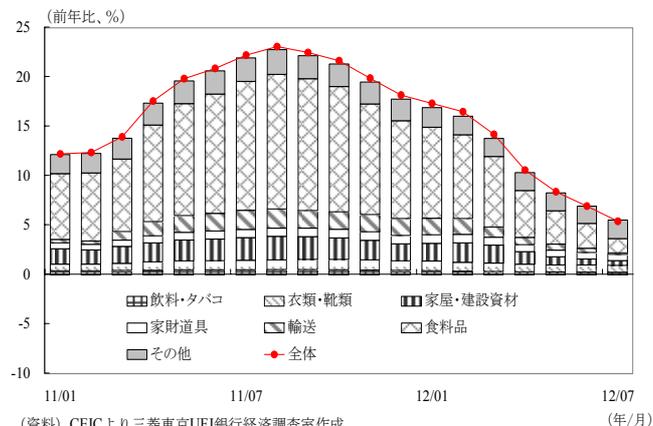
(福永 雪子)

第25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26図：ベトナム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

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、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。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、弊行ホームページでもご覧いただけます。