

アジア経済の見通し

～景気は持ち直すも、アジア全体の成長ペースは力強さを欠く展開～

1. アジア経済全般

(1) 景気の状態

先進国向け輸出の回復を背景に景気は持ち直し

各国固有の課題を抱え、アジア全体の成長ペースは力強さを欠く

アジア経済は 2012 年終盤以降、輸出の伸び悩みを背景に足踏みが続いていたが、足元では米国を中心とした先進国向け輸出の回復を受け持ち直している。もっとも、先進国の回復ペースが緩やかに止まるなか、安定成長への移行を目指す中国が中期的な減速局面に入っていることに加え、供給制約（インド）や政局の混迷（タイ）、不良債権問題（ベトナム）、など各国固有の課題を抱えており、アジア全体の成長ペースは力強さを欠いている（第 1 表）。金融市場に目を転じると、米国の量的金融緩和縮小の影響で不安定さが残っており、インド、インドネシアは、通貨防衛やインフレ抑制のため金融引き締め姿勢を維持しており、成長ペースが抑制されている。

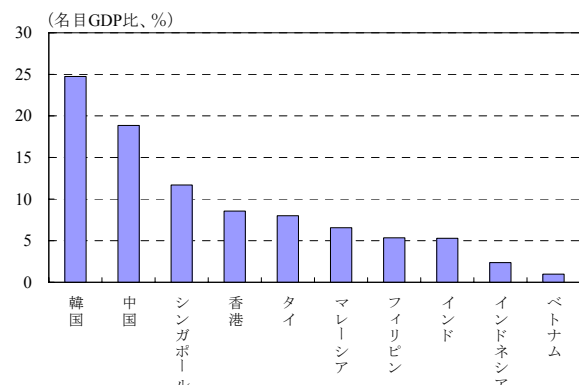
こうしたなか、韓国を中心とした NIEs は緩やかな回復が続いている。NIEs は輸出に占める欧米向けの高付加価値品の割合が高いことから、先進国経済回復の恩恵を受けやすいと考えられる（第 1 図）。

第 1 表：アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率

	(前年比%、%ポイント)					
	2000-12年平均	2013/Q1	Q2	Q3	Q4	2012年以降のボトムからの変化幅
中国	10.0	7.7	7.5	7.8	7.7	0.3
韓国	4.3	1.5	2.3	3.3	3.9	2.4
台湾	3.7	1.4	2.7	1.3	3.0	2.9
香港	4.5	2.9	3.2	2.8	3.0	2.3
シンガポール	5.3	0.6	4.2	5.8	5.5	4.9
NIEs	4.2	1.5	2.8	3.1	3.8	-
インドネシア	5.4	6.1	5.8	5.6	5.7	0.1
マレーシア	4.9	4.1	4.4	5.0	5.1	1.0
タイ	4.2	5.4	2.9	2.7	0.6	0.2
フィリピン	5.0	7.7	7.6	6.9	6.5	0.2
ベトナム	7.0	4.8	5.0	5.5	6.0	1.4
ASEAN5	5.2	5.1	4.8	5.0	4.7	-
インド	7.2	4.8	4.4	4.8	-	0.4
アジア11カ国・地域	8.1	6.1	6.1	6.3	-	-

(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 1 図：欧米向け高付加価値品輸出(名目 GDP 比)



(注) 高付加価値品は電子、家電、輸送機器、化学、精密機械、一般機械
(資料) 経済産業研究所より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

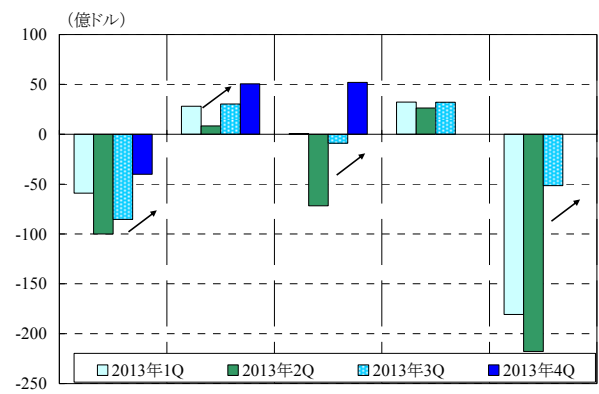
米国は1月より量的金融緩和縮小を開始したが、目下のところアジアの金融市場で危機が連鎖するような状況は生じていない。米FRBが量的金融緩和縮小を示唆した昨年5月下旬以降、経常赤字かつインフレ国であるインド、インドネシアは通貨急落に見舞われたが、金融引き締めや輸入抑制などの政策効果（第2表）が浸透し、経常収支の悪化に歯止めがかかりつつあるためである（第2図）。

第2表：インド・インドネシアの主な資本安定化策

	主な施策
インド	<ul style="list-style-type: none"> ・国営企業による債券発行(8月) ・対外商業借入(ECB)のガイドライン緩和(8月) ・国営石油会社を通じたドル売り介入(8月) ・外国人投資家に対する株式追加取得規制の緩和(9月) ・金宝飾品の輸入関税引き上げ(10%→15%、9月) ・政策金利の引き上げ(累計75bp、9、10、1月) ・政府系ファンドや海外中銀など長期保有を目的とする投資家による国債購入上限額の引き上げ(50億ドル→100億ドル、1月) ・為替先物予約に関する規制を緩和(1月)
インドネシア	<ul style="list-style-type: none"> ・外貨預金の預け入れ期間拡大(8月) ・インドネシア銀行証券(SBI)の最低保有期間の短縮(8月) ・輸出企業の外貨購入要件緩和(8月) ・国営企業の為替・金利ヘッジ取引解禁(10月) ・政策金利の引き上げ(累計175bp、6、7、8、9、11月) ・日銀との二国間通貨スワップ協定額を引き上げ(120億ドル→227.6億ドル、12月)

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：ASEAN・インドの経常収支



(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

2014年のアジア全体の成長率は前年並み

2014年のアジア経済を展望すると、海外景気の持ち直しを受け輸出は緩やかに回復するものの、安定成長への移行を目指す中国が成長ペースを切り下げることに加え、ASEAN・インドでは内需がやや鈍化することから、アジア11カ国・地域の実質GDP成長率は、前年比+6.1%と前年(同+6.2%：見込み)並みのペースに止まる見込みである(第3図)。

中国は構造改革を本格化

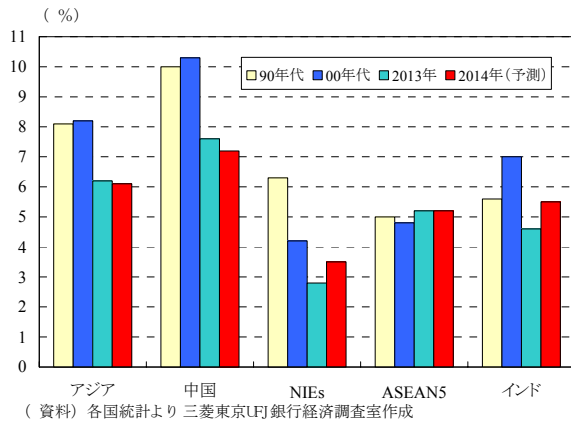
中国は、構造改革を本格化させる姿勢を明示している。昨年6月の短期金融市場の混乱以降、急拡大を続けるシャドーバンキングが問題視されるようになったが、これは1978年の「改革開放」以降、30年余りにわたる高成長の副作用である過剰投資などの構造問題と表裏一体とみることができる。今年に入り、2つの信託商品(投資先はいずれも採炭業者)が返済困難な状況に陥ったが、中国人民銀行は資金吸収レポなど金融引き締めの調整を行っている。信用の抑制は政府の最優先課題であり、インフラ投資や住宅投資の鈍化を通じ、2014年の実質GDP成長率は前年比+7.2%まで減速することが見込まれる。

中国政府は2014年の成長率目標を引き下げる可能性も

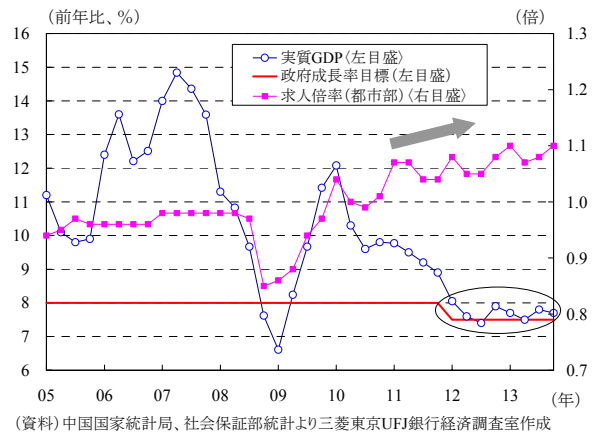
例年、3月の全国人民代表大会(全人代)において、政府の成長率目標が発表される。構造改革を優先する政府は今年の成長率目標を昨年(7.5%)から引き下げる可能性がある。実際、全人代に先立って1月に開催された地方全人代で、大半の地方政府が2014年の成長率目標を引き

下げている。政府の成長率目標と成長率実績の推移をみると、実績が目標を大幅に上回る状況が続いていたが、2012年以降は両者の乖離幅が急速に縮小している（第4図）。これは、景気減速下においても都市部の求人倍率が1倍を超え、労働需給がタイトな状況が続いており、7%台の成長ペースでも雇用環境の安定が可能との政府の判断があると考えられる。

第3図：アジアの実質 GDP 成長率



第4図：中国の成長率目標と求人倍率（都市部）



ASEANはマレーシア、フィリピンは堅調が見込まれる一方、インドネシアは減速、タイは低調

ASEANに目を転じると、マレーシア、フィリピンは堅調が見込まれる一方、インドネシアは小幅減速、タイは低調と景気の先行きは国によって差異がある。インドネシアは、インフレ・通貨安に伴う金融引き締めの影響で年前半にかけて内需の減速が続く見込みである。他方、タイは、自動車購入支援策の反動や政局混迷の影響で消費の低迷が続くことに加え、景気の下支え役として期待されていた政府の大型インフラ投資の執行が今年終盤まで遅延する可能性が大きく、2014年の実質GDP成長率は前年比+3.1%と前年（同+2.9%）に続き低成長に止まる見込みである。

ベトナムは、物価や雇用の安定を背景に消費の堅調が続くことに加え、携帯電話を中心とした輸出の下支えが引き続き期待できる。もっとも、懸案の不良債権問題については、国家資産管理会社が昨年10月から不良債権の買い取りを開始したが、抜本的な処理には相応の時間がかかることから中期的な景気の抑制要因となろう。

インドは景気低迷が続く

インドは引き続き景気低迷が続く見込みである。通貨安やインフレ抑制を目的として、景気低迷下にもかかわらず中銀が1月にも追加利上げに踏み切っており、消費や投資の抑制を通じ、潜在成長率を大幅に下回る成長ペースが続く公算が大きい。

輸出依存度が高いNIEsについては、輸出の持ち直しを背景に回復基調が続くとみるが、世界経済の回復ペースが緩慢なことを踏まえると、そのペースは緩やかに止まろう。

インドは1月に追加利上げ、ラジャン中銀総裁はインフレ抑制を最優先課題とする姿勢を明示

金融政策をみると、インフレ抑制のため1月にインドが25bpの追加利上げに踏み切った(第3表)。昨年9月に就任したラジャン中銀総裁は、1月にインフレ目標の導入を含む新たな金融政策の枠組みに関する提言を公表、インフレ抑制を最優先課題とする姿勢を明示した。他方、昨年6月以降、累計175bpの利上げを実施してきたインドネシアは、11月以降は金利を据え置いている。また、信用の抑制を企図する中国は、貸出基準金利を据え置いているものの、2月には8ヵ月ぶりに資金吸収レポを実施し、引き締め的な金融調整をしている。

今後の金融政策を展望すると、景気の減速感が強まっているタイでは追加利下げの可能性もある。他方、インド、インドネシアはインフレ沈静化が見込まれる今年後半まで金融引き締め姿勢を維持すると予想する。

第3表：アジア主要国・地域の政策金利

	対象金利	政策金利(変化幅bp、%)											直近 (2月28日)	2012年以降 の変化幅 (bp)
		2013年 4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2014年 1月	2月		
インドネシア	政策金利			+25	+50	+50	+25		+25				7.5	+175
インド	政策金利		▲25				+25	+25				+25	8.0	+75
ベトナム	政策金利		▲100										7.0	▲800
タイ	政策金利		▲25						▲25				2.25	▲100
韓国	政策金利		▲25										2.5	▲75
中国	貸出基準金利	据え置き											6.0	±0
フィリピン	政策金利	据え置き											3.5	±0
台湾	政策金利	据え置き											1.88	±0
マレーシア	政策金利	据え置き											3.0	±0
シンガポール	為替	通貨高											-	-

(注)1.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。ベトナムの政策金利はリファイナンスレート。

2.『2012年以降の変化幅』は、インド、インドネシアは利上げ局面のみ。

(資料)各国中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通し上のキーポイント①～タイの政局混迷の経済への影響

政局混迷の影響が本格化するのは1-3月期以降

タイの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+0.6%と大洪水の影響が大きかった2012年1-3月期以来の低成長となった。2012年末に期限を迎えた自動車購入支援策の反動で消費が前年割れとなったことに加え、投資も低迷した。10-12月期の成長率減速には昨年11月下旬からの大規模デモの影響もあるが、政局混迷の影響が本格化するのは1-3月期以降である。2月に実施された総選挙後も混迷収束の糸口が見出せないなか、景気への影響が懸念される。

消費減速やインフラ投資の遅延などを通じ、2014年の成長率を0.5～1.7%ポイント下押し

政局の混迷が経済に影響を与える主な経路は、①マインド悪化を通じた「消費の減速」、②海外からの観光客減少に伴う「サービス輸出の減少」、③政府の大規模インフラ投資遅延に伴う「投資の減速」、の3つである。これらの経路を通じ、政局混迷収束までの期間に応じ、2014年の実質GDP成長率を0.5～1.7%ポイント下押しするとみる(第4表、第5図)。

これら3つの要因のうち、最も影響が大きいのは大規模インフラ投資の

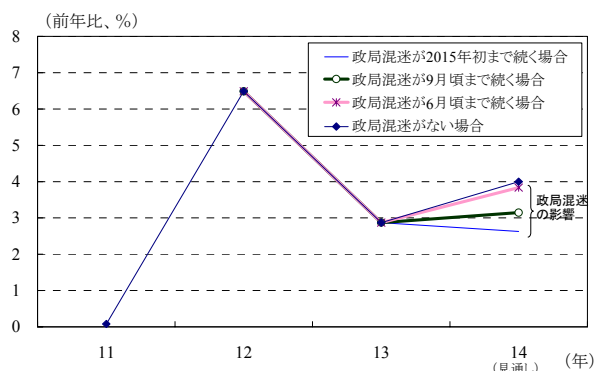
遅延である。政府が打ち出したインフラ投資計画は、輸送コストの削減を目的とした「運輸インフラ投資計画」と洪水被害の抑制を目的とした「治水事業計画」の2つあり、前者は7年間で総額2兆バーツ（名目GDP比16.8%）、後者は5年間で3,500億バーツ（同2.9%）規模で、2014年度（2013年10月～2014年9月）には各々1,200億バーツ（同1.0%）、600億バーツ（同0.5%）の投資が予定されていた。これらの投資により、2014年の実質GDP成長率を前年比+1.0%ポイント程度押し上げることが期待されていたが、運輸インフラ投資の財源確保に向けた借入法案が野党の反対で憲法裁判所で審議中であることや、治水事業に関する事前公聴会がデモ活動で実施出来ない状況にあり、現時点で執行の目処が立っていない。加えて、反政府デモ勢力の財務省占拠による影響で、通常予算の執行率も低下しており、政府支出・公共投資を通じた景気浮揚効果は、政局混迷の長期化により大きく下振れを余儀なくされる公算が大きくなっている。

第4表：タイの政局混迷の経済への影響

政局混迷 収束までの 期間	想定される展開 (例)		3月	6月	9月	12月	実質GDP成長率 への下押し圧力 (2014年通年)
			デモ開始からの経過期間				
			5ヵ月	8ヵ月	11ヵ月	1年2ヵ月	
約4ヵ月間 6月頃まで	・反政府デモの規模が 縮小し収束 ・投票再実施の結果、現 政権が与党として政権を 運営	景気全体	×	△	○	○	▲0.5%pt程度
		民間消費	減速	減速歯止め	回復	回復	
		サービス輸出	減速	回復	回復	回復	
		投資(政府)	遅延	施行準備	施行準備	施行	
約7ヵ月間 9月頃まで	・選挙妨害が長引くも、 デモの規模が縮小 ・選挙無効等を背景に、 再選挙を実施。現政権 が与党として政権を運営	景気全体	×	×	△	△	▲1.2%pt程度
		民間消費	減速	減速	減速歯止め	回復	
		サービス輸出	減速	減速	減速歯止め	回復	
		投資(政府)	遅延	遅延	施行準備	施行準備	
約10ヵ月間 12月頃まで まで	・選挙妨害・デモ活動が 長期化したまま、民主的 な手段を通じた新政権 の誕生・国会召集が展 望できない	景気全体	×	×	×	×	▲1.7%pt程度
		民間消費	減速	減速	減速	減速	
		サービス輸出	減速	減速	減速	減速	
		投資(政府)	遅延	遅延	遅延	遅延	

(資料)三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：タイの政局混迷の実質GDPへの影響



(3) 見通し上のキーポイント②～米国の量的金融緩和縮小を巡る金融市場の動向

アルゼンチンペソ急落を契機に、新興国の金融市場は不安定化

米国が量的金融緩和の縮小を開始した1月以降、アルゼンチンの外貨準備高減少に伴うアルゼンチンペソ急落や米国・中国の軟調な経済指標を契機に、新興国の金融市場では通貨安・株安・債券安のトリプル安が進行した。アジア以外の新興国の資本構造をみると、トルコ、南アフリカ、ブラジルは経常赤字国、なかでもトルコ、南アフリカは経常収支に長期的な安定資本である直接投資を加えた収支をみても赤字となっている（第5表）。

米国の量的金融緩和第3弾（QE3）が開始された2012年9月以降のASEAN・インドの株式・債券市場への資本フロー（外国人投資家の株式ネット売買額及び債券保有残高の増減額）をみると、バーナンキFRB議

長（当時）が量的金融緩和縮小を示唆した2013年5月までの間、タイ、マレーシアへは名目GDP比4～5%規模の資本が流入した。量的金融緩和の早期縮小観測が高まった6月以降は資本流出に転じたが、市場別にみると、タイでは株式市場からの資本流出が大きい一方、債券市場への資本流入は続いた（第6表）。また、通貨急落に見舞われたインドでは、債券市場からの資本流出が大きい一方、株式市場への資本流入は持続、インドネシアでは株式市場からの資本流出が大きい一方、債券市場への資本流入は持続しており、国・資産毎に資本フローの動きは異なっている。

1月下旬のアルゼンチンペソ急落に端を発した金融市場の混乱の影響はアジアにも及んだものの、株・債券の下落幅は南米や中東欧と比較して限定的であった。この背景には、前述の通り、インド、インドネシアでは、金融引き締めや輸入抑制などの政策効果が浸透しつつあり、通貨急落の引き金となった経常収支の悪化に歯止めがかかりつつあることが一因と考えられる。もっとも、経常赤字構造の改善には時間がかかること、米国の「出口戦略」はスタートしたばかりであることから、アジアの資本フローは米国の金融政策を睨みながら、当面、不安定な状態が続くことが予想される。

第5表：主要新興国の資本構造関連指標

	経常収支		経常収支+直接投資		対外債務残高		外貨準備高	
	(名目GDP比、%)		(名目GDP比、%)		(GNI比、%)		(輸入、ヵ月)	
	2007年	2012年	2007年	2012年	2007年	2012年	2007年	2012年
インド	▲0.7	▲4.9	▲1.3	▲4.1	16.5	20.8	14.0	6.6
インドネシア	2.4	▲2.8	2.9	▲1.2	35.7	29.9	8.9	6.8
タイ	6.3	▲0.4	9.7	▲0.9	26.4	38.2	8.2	9.5
中国	10.1	2.3	14.1	4.7	10.6	9.2	19.2	22.0
フィリピン	4.8	2.8	4.3	3.2	39.8	24.6	6.5	14.2
韓国	2.1	4.3	0.4	2.6	32.0	34.3	8.8	7.5
ベトナム	▲9.0	5.8	▲0.6	10.4	33.8	44.1	4.5	2.7
マレーシア	15.4	6.1	14.0	3.8	33.3	35.5	8.3	8.4
トルコ	▲5.8	▲6.2	▲2.8	▲5.0	40.4	43.1	5.2	5.1
南アフリカ	▲7.0	▲5.2	▲5.7	▲4.8	25.1	36.6	4.4	5.1
ブラジル	0.1	▲2.4	2.1	0.6	17.8	19.9	17.9	19.9
アルゼンチン	2.8	0.0	4.7	2.3	47.1	26.3	12.0	7.0
ロシア	5.6	3.5	6.4	3.6	37.1	31.1	25.1	17.4

(注)色掛け部分は、2007年比で数値が著しく変化(経常収支/経常収支+直接投資:マイナス幅拡大、対外債務残高:10%ポイント以上上昇、外貨準備高:減少)したことを示す。2012年のロシア対外債務残高は2011年値。

(資料)IMF、世界銀行、各国中央銀行・統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6表：ASEAN・インドの資本フロー

		①2012年9月 ～2013年5月		②2013年6月 ～2014年1月	
		(億ドル)	名目GDP 比(%)	(億ドル)	名目GDP 比(%)
インド	株	274.5	1.6	48.7	0.3
	債券	64.7	0.4	▲103.9	▲0.6
インドネシア	株	29.2	0.3	▲37.4	▲0.4
	債券	72.2	0.8	16.1	0.2
マレーシア	株	68.9	2.2	▲47.7	▲1.5
	債券	91.8	2.9	▲22.6	▲0.7
タイ	株	▲2.4	▲0.1	▲54.4	▲1.4
	債券	186.4	4.6	25.1	0.6
フィリピン	株	20.9	0.8	▲12.6	▲0.5
	債券	▲9.6	▲0.4	▲0.9	▲0.0

(注)1.『インド』は外国人機関投資家による株式及び債券のネット売買高。

『インド』以外の国は外国人投資家の株式のネット売買高及び債券保有残高の増減額。

2. 株式及び債券の『名目GDP比』は全て2013年の名目GDP見込み額(IMF予測)。

(資料)Bloomberg、CEIC、各国中銀、IMFより三菱東京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 (2012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)				
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年		
中国	8,221	58.1	7.7	7.7	7.2	2.6	2.6	3.3	1,931	1,886	1,709
韓国	1,130	8.0	2.0	2.8	3.4	2.2	1.3	1.7	481	707	585
台湾	474	3.3	1.5	2.1	3.5	1.9	0.8	1.6	507	574	547
香港	263	1.9	1.5	2.9	3.3	4.1	4.3	4.2	41	56	75
シンガポール	277	2.0	1.9	4.1	3.9	4.6	2.4	2.6	514	533	708
NIEs	2,143	15.1	1.8	2.8	3.5	2.7	1.7	2.1	1,543	1,870	1,915
インドネシア	879	6.2	6.3	5.8	5.6	4.0	6.4	6.3	▲244	▲285	▲172
マレーシア	305	2.2	5.6	4.7	5.4	1.7	2.1	3.3	186	117	207
タイ	366	2.6	6.5	2.9	3.1	3.0	2.2	2.5	▲15	▲28	5
フィリピン	250	1.8	6.8	7.2	6.6	3.2	3.0	3.3	71	105	94
ベトナム	156	1.1	5.3	5.4	5.4	9.1	6.6	6.9	91	77	9
ASEAN5	1,955	13.8	6.2	5.2	5.2	3.8	4.5	4.8	89	▲13	144
インド	1,842	13.0	4.5	4.6	5.5	10.2	10.0	6.4	▲882	▲447	▲500
アジア11カ国・地域	14,161	100	6.2	6.2	6.1	3.8	3.7	3.7	2,681	3,296	3,268

(注) インドは年度(4月～3月)ベース。

(竹島 慎吾、前原 佑香)

2. 中国

(1) 現状

足元の景気は減速感が強い

中国経済は減速している。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+7.7%となり、7-9月期の同+7.8%から小幅減速に止まったが、直近の月次指標は固定資産投資やPMIをはじめ低調な結果が多く（第8表）、春節連休中の小売売上高も前年比+13.3%と、2013年の同+14.7%から上昇率が鈍化。足元について言えば、景気減速感が強まっている。

投資主導型からの脱却は進まず

2013年通年でみると、実質GDP成長率は同+7.7%となり、2012年と同水準であった。寄与度をみると、消費が+3.9%ポイント、投資が+4.2%ポイント、純輸出が▲0.3%ポイントとなっている（2012年の寄与度は、消費が+4.2%ポイント、投資が+3.6%ポイント、純輸出が▲0.2%ポイント）。中国経済は、投資主導型経済から消費主導型への移行が課題となっているが、投資の成長への寄与度は一段と高まった（第6図）。

住宅価格は上昇率が鈍化

また、住宅価格については、直近1月に前年比+9.0%（70都市上昇率の単純平均）となった。昨年秋からの一連の住宅価格抑制策の影響もあり、上昇率は12月（同+9.2%）から幾分鈍化した。

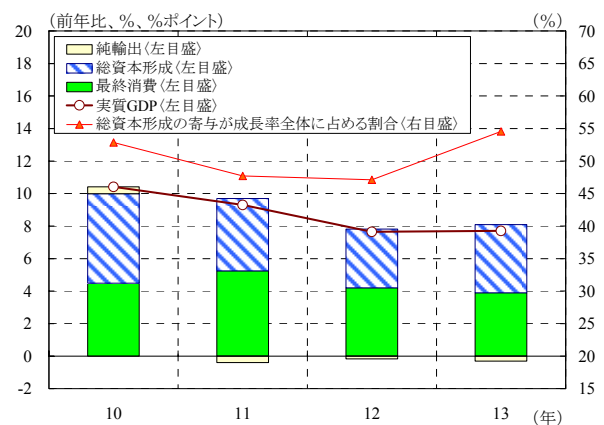
金融政策面では、「過去に比べ低めの経済成長率」と「住宅価格の高めの上昇率」が並存する環境下、金利並びに預金準備率の操作は見送られ、公開市場操作による機動的なコントロールが行われている。

第8表：主な月次指標

	13年							14年	直近の 評価
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月		
輸出(前年比、%)	5.1	7.2	▲0.3	5.6	12.7	4.3	10.6	○	
輸入(前年比、%)	10.9	7.0	7.4	7.6	5.3	8.3	10.0	○	
固定資産投資 (年初末、前年比、%)	20.1	20.3	20.2	20.1	19.9	19.6		△	
小売売上高(前年比、%)	13.2	13.4	13.3	13.3	13.7	13.6		△	
工業生産(前年比、%)	9.7	10.4	10.2	10.3	10.0	9.7		△	
製造業PMI	50.3	51.0	51.1	51.4	51.4	51.0	50.5	△	
非製造業PMI	54.1	53.9	55.4	56.3	56.0	54.6	53.4	△	
消費者物価(前年比、%)	2.7	2.6	3.1	3.2	3.0	2.5	2.5	-	
生産者物価(前年比、%)	▲2.3	▲1.6	▲1.3	▲1.5	▲1.4	▲1.4	▲1.6	-	

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家统计局発表の指標。
2. 色付けは、伸び率または指数が前月から低下した箇所。
(資料) 中国国家统计局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：寄与度別にみた実質GDP



(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 見通し

成長率は緩やかな低下傾向が続く

先行きを展望すると、中国経済は成長率の緩やかな低下傾向が続く見通しである。2014年は、「輸出の回復」や「綱紀粛正の消費への悪影響一巡」がプラスに働く一方、「信用拡大の抑制」や「構造改革の本格化」を受けた「インフラ投資の鈍化」や「住宅投資の鈍化」がマイナスに影響し

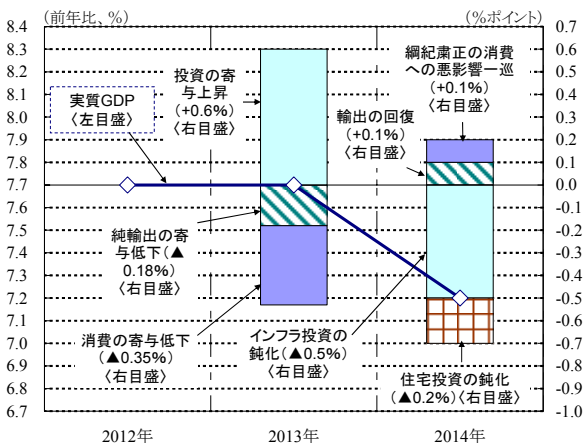
よう（第7図）。その結果、2014年の実質GDP成長率は、2013年の前年比+7.7%から同+7.2%への低下を見込む。中長期的に安定的な成長を目指すなか、“信用拡大の抑制”は最優先の政策課題である。

なお、例年、3月の全国人民代表大会（全人代）において、（中央）政府による当該年の成長率目標が発表される。構造改革を優先するため、今年の（中央）政府の成長率目標は、昨年（7.5%）から引き下げられる可能性がある。実際、1月に行われた地方全人代では、多くの地域において2014年の成長率目標が引き下げられた（第9表）。また、そもそも（中央）政府の成長率目標が発表されないことも考えられる。

下振れリスクは、金融環境の大幅悪化など

景気の一段の下振れリスクは、①国有企業・地方政府プラットフォーム向け融資・債権の不良化急増に伴う金融環境の大幅悪化、②住宅・商業用不動産価格の大幅調整、③環境問題の深刻化に伴う経済活動の抑制、などが挙げられる。政府のコントロールにより、これらの顕在化は何とか回避されるとみているが、不確実性は高く、下振れリスクの大きな状態が続こう。

第7図：実質GDP成長率へ影響を与える主要因



第9表：地方政府の成長率目標

順位	省/市/自治区	13年目標		14年目標			
		13年目標 (%)	14年目標 (%)	13年目標 (%)	14年目標 (%)		
1	北京市	8.0	7.5	17	山東省	9.5	9.0
2	上海市	7.5	7.5	18	甘肅省	12.0	11.0
3	天津市	12.5	11.0	19	雲南省	12.0	11.0
4	重慶市	12.0	11.0	20	吉林省	12.0	8.0
5	浙江省	8.0	8.0	21	貴州省	14.0	12.5
6	広東省	8.0	8.5	22	海南省	10.0	10.0
7	河北省	9.0	8.0	23	安徽省	10.0	9.5
8	山西省	10.0	9.0	24	陝西省	12.5	11.0
9	四川省	11.0	9.0	25	青海省	12.0	10.5
10	江西省	10.0	10.0	26	湖南省	10.0	10.0
11	湖北省	10.0	10.0	27	内モンゴル自治区	12.0	9.0
12	遼寧省	9.5	9.0	28	チベット自治区	12.0	12.0
13	河南省	10.0	9.0	29	寧夏回族自治区	11.5	10.0
14	江蘇省	10.0	9.0	30	新疆ウイグル自治区	11.0	11.0
15	黒龍江省	11.0	8.5	31	広西チワン族自治区	11.0	10.0
16	福建省	11	10.5	地方目標の単純平均		10.6	9.7

(注)『14年目標』における色付けは、『13年目標』よりも引き下げられた箇所。
(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通し上のキーポイント①～シャドーバンキングの動向

社会融資総量残高は依然高水準

見通し上のキーポイントとして、まずシャドーバンキングの動向が挙げられる。中国では、近年のシャドーバンキングの急拡大を背景に、信用が積み上がっている。社会融資総量^(注1)の残高をみると、2013年末時点で名目GDP比180%程度（銀行貸出が同119%、銀行貸出以外の広義のシャドーバンキングが同61%）と高水準である（第10表）。社会融資総量の新規実行額は、2013年10-12月期に前年比▲18%となり抑制されつつあるが、残高の名目GDP比を低下させるためには、しばらく抑制が必要となる。また、シャドーバンキングを調達手段からみた場合、問題が大きい

とみられている理財商品の直近 2013 年 9 月末残高（銀行販売分）は 9.92 兆元。2012 年末（7.10 兆元）から 40% 増となっている（第 8 図）。

理財商品・信託商品で返済困難な事例が相次ぐ

このように信用が拡大してきたなか、今年に入り 2 つの信託商品が返済困難な状況に陥った。投資先は 2 件とも採炭業者であったが、石炭業界の苦境は、①「業界での過剰生産能力の存在」、②「昨今の大气汚染への問題意識の高まりに伴う石炭から他エネルギー源へのシフト」、などを考えると今後も継続しよう。また、信託商品全体の運用先をみると、「インフラ関連」や「不動産」などのウェイトも高い（注 2）。採炭業者向け信託商品の最近の事例は、氷山の一角とも言えそうだ。

（注 1）实体经济が金融システム（銀行、証券、保険などの金融機関ならびに証券市場）から獲得した全ての資金の合計。

（注 2）信託商品の 2013 年末の投資先ウェイトは、「商工業」が 29%、「インフラ関連」が 25%、「不動産」が 10%、「証券」が 10%、「金融機関」が 12%、「その他」が 14%となっている。

第 10 表：社会融資総量

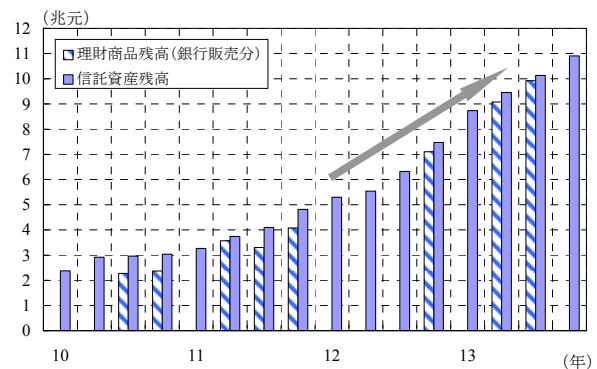
フロー (新規実行額)	年間累計		四半期累計									
	12年		13年		13年1Q		13年2Q		13年3Q		13年4Q	
	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比
社会融資総量	15.8	▲23	17.3	▲10	6.2	▲59	4.0	▲3	3.8	▲3	3.3	▲18
銀行貸出	9.1	▲13	9.5	▲4	3.2	▲23	2.5	▲3	2.1	▲1	1.7	▲10
銀行貸出以外	6.6	▲39	7.8	▲18	3.0	▲129	1.5	▲13	1.7	▲8	1.6	▲25
委託・信託貸付	2.6	▲71	4.4	▲71	1.3	▲193	1.0	▲178	1.1	▲43	1.0	▲2
銀行引受手形	1.0	▲2	0.8	▲26	0.7	▲189	▲0.2	▲141	0.1	▲22	0.1	▲52
社債	2.3	▲65	1.8	▲20	0.8	▲91	0.5	▲6	0.3	▲57	0.3	▲61
その他	0.8	▲14	0.8	▲10	0.2	▲9	0.2	▲24	0.2	▲4	0.2	▲31

ストック (残高)	12年		13年		13年1Q		13年2Q		13年3Q		13年4Q	
	金額	名目GDP比	金額	名目GDP比	金額	名目GDP比	金額	名目GDP比	金額	名目GDP比	金額	名目GDP比
	社会融資総量	85.0	164	102.3	180	91.2	171	95.2	175	99.0	178	102.3
銀行貸出	58.4	112	67.8	119	61.6	116	64.0	118	66.1	119	67.8	119
銀行貸出以外	26.7	51	34.5	61	29.6	56	31.2	57	32.9	59	34.5	61
委託・信託貸付	8.6	17	13.0	23	10.0	19	11.0	20	12.0	22	13.0	23
銀行引受手形	5.9	11	6.7	12	6.6	12	6.4	12	6.5	12	6.7	12
社債	7.3	14	9.1	16	8.1	15	8.5	16	8.8	16	9.1	16
その他	4.8	9	5.7	10	5.0	9	5.2	10	5.4	10	5.7	10

(注) 1. 『社会融資総量残高』は、02年以降の新規実行額の累計を残高と見做すことで算出。
2. 四半期末の『名目GDP比』は、期間案分した名目GDPを用いて算出。

(資料) 中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 8 図：理財商品（銀行販売分）と信託資産の残高



(注) 『理財商品残高』は、12年12月末以降が中国銀行業管理監督委員会、中国銀行業協会の集計値、それ以前が中国人民銀行の集計値。

(資料) 中国人民銀行、中国銀行業管理監督委員会、中国銀行業協会、中国信託業協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

北京市、上海市、黒竜江省などで銀行貸出以外の割合が高め

なお、地方政府毎に 2013 年の社会融資総量（新規実行額）をみてみると、銀行貸出以外の割合が高めである地方として、北京市、上海市、黒竜江省、雲南省、山東省、湖北省などが挙げられる（第 11 表）。また、社会融資総量の名目 GDP 比が大きい地方として、北京市、青海省、貴州省、甘肅省、上海市、重慶市などが挙げられる。

第 11 表: 地方政府別にみた社会融資総量(2013 年の新規実行額)

(億円)

順位	地域	社会融資総量(2013年の新規実行額)						名目GDP比	銀行貸出以外の割合	社会融資総量(2013年の新規実行額)						名目GDP比	銀行貸出以外の割合		
		銀行貸出	委託信託貸付	銀行引受手形	社債	その他	銀行貸出			委託信託貸付	銀行引受手形	社債	その他						
1	北京市	12,556	4,798	2,838	257	4,246	417	64%	62%	17	陝西省	4,254	2,405	945	245	485	174	27%	43%
2	上海市	7,964	3,444	3,667	26	494	333	41%	57%	18	四川省	7,137	4,125	2,142	▲27	510	635	27%	42%
3	黒竜江省	3,333	1,518	1,527	▲32	167	153	23%	54%	19	安徽省	4,969	2,876	1,158	277	358	300	26%	42%
4	雲南省	4,268	1,955	1,721	62	280	250	36%	54%	20	湖南省	4,165	2,459	555	365	526	265	17%	41%
5	山東省	10,838	5,023	2,264	2,036	1,128	387	20%	54%	21	江蘇省	12,070	7,143	2,383	432	1,624	488	20%	41%
6	湖北省	6,114	2,866	1,877	529	517	325	25%	53%	22	内蒙古自治区	2,730	1,644	646	▲124	288	276	16%	40%
7	重慶市	5,031	2,405	1,311	346	528	441	40%	52%	23	遼寧省	5,654	3,419	766	612	564	293	23%	40%
8	河北省	6,247	3,047	1,656	720	349	475	22%	51%	24	広西チワン族自治区	2,801	1,725	543	60	256	217	20%	38%
9	山西省	3,701	1,811	879	148	678	185	28%	51%	25	広東省	13,826	8,516	2,846	1,106	599	759	22%	38%
10	天津市	4,910	2,465	1,081	397	802	165	34%	50%	26	甘肅省	2,617	1,621	264	289	225	218	42%	38%
11	福建省	6,923	3,484	2,584	64	532	259	32%	50%	27	海南省	1,084	752	131	75	97	32	34%	31%
12	貴州省	3,541	1,801	971	525	178	66	44%	49%	28	浙江省	8,345	5,793	2,089	▲1,090	871	682	22%	31%
13	江西省	3,898	1,987	1,300	147	282	182	27%	49%	29	新疆ウイグル自治区	2,854	1,996	195	94	332	237	34%	30%
14	青海省	1,229	646	378	26	153	26	58%	47%	30	吉林省	2,172	1,529	341	19	117	175	17%	30%
15	チベット自治区	773	412	336	12	▲20	33	47%		31	寧夏回族自治区	664	574	67	▲32	16	39	26%	14%
16	河南省	5,691	3,155	846	512	861	317	18%	45%		合計	162,359	87,394	40,305	7,811	18,043	8,804		

(資料) 中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通し上のキーポイント②～地方政府債務の拡大

地方政府債務は引き続き問題が多い状況

次のキーポイントとして、シャドーバンキングと密接に関わる地方政府債務が挙げられる。中国政府が昨年末に公表した地方政府債務の監査結果では、地方政府債務残高の顕著な増加に加えて、①調達手段に占める銀行貸出割合の低下、②借り手に占める融資プラットフォーム割合の上昇、③返済期限の短期化、など引き続き問題の多い状況が確認された(第12表)。

地方政府の返済能力は不安定

地方政府の収入(≒債務返済能力、偶発債務などの負担余地)については、財政収入が絶対的に不足しているなか(注3)、土地譲渡金収入が近年重要な役割を担っている。土地譲渡金収入は、2013年に前年比+44.7%の4.1兆元へ回復した模様である(第9図)。しかしながら、今後「住宅市場の鈍化」や「土地改革の進展」が見込まれるため、土地譲渡金収入の回復持続性は不透明だ。地方政府債務の拡大を抑制しつつ、改革を通じて地方政府債務の安定性・健全性を早急に高める必要があり、動向が注目される。

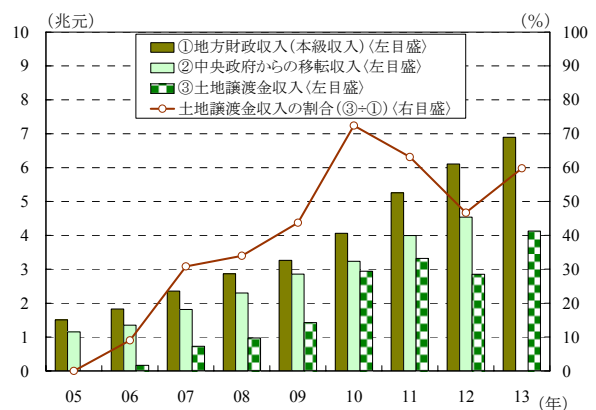
(注3) 2013年の財政収入は、前年比+12.9%の6.9兆元。

第 12 表: 地方政府債務の状況

指標	①10年12月末	②13年6月末	変化(①→②)	備考
地方政府債務残高	10.7兆元	17.9兆元	+7.2兆元	2年半で67%増加
うち直接債務	6.7兆元	10.9兆元	+4.2兆元	大幅増加
うち債務保証	2.3兆元	2.7兆元	+0.4兆元	横這い
うち偶発債務(その他債務)	1.7兆元	4.3兆元	+2.6兆元	大幅増加
地方政府債務残高(名目GDP比)	26.6%	33.0%	+6.4%ポイント	比率も大幅上昇
【借り手別】融資プラットフォームの割合	46%	39%	▲7%ポイント	規制強化などから低下も、依然高め
【調達手段別】銀行貸出の割合	79%	57%	▲22%ポイント	シャドーバンキング経由が増加
【用途別】都市建設の割合	37%	35%	▲2%ポイント	著変無し
【返済期限別】平均残存期間	36ヵ月	24ヵ月	▲12ヵ月	短期化が進む

(注)『平均残存期間』の算出に際しては、返済期限が年単位でしか公表されていないため、年央が平均残存期間と仮定して算出。最も期間が長い分類である“～年以降”については、“～年”と見做して算出。(資料) 中国審計署資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 9 図: 地方政府収入



(注) 13年は、地方財政収入と土地譲渡金収入の数値のみ。(資料) 中国財政部統計、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

債務残高（名目 GDP 比）は貴州省などで高め

なお、地方政府別に債務残高（2013年6月末時点）をみると、債務規模は江蘇省が最大で1.5兆元程度（地方政府債務全体の8%程度）。次いで、広東省、四川省、上海市となっている（第13表）。債務残高（名目 GDP 比）では、貴州省、重慶市、雲南省、青海省などが50%超とやや高めである一方、山東省、広東省、河南省、浙江省などは比率が低めである。

第13表：地方政府別にみた債務残高(2013年6月末時点)

(債務:億元、名目GDP比:%)

	総債務	債務の種類			総債務 の名目 GDP比		総債務	債務の種類			総債務 の名目 GDP比
		直接 債務	債務 保証	偶発 債務				直接 債務	債務 保証	偶発 債務	
1 江蘇省	14,769	7,636	977	6,156	25	16 河南省	5,542	3,528	274	1,740	17
2 広東省	10,166	6,932	1,021	2,213	16	17 安徽省	5,297	3,077	601	1,619	28
3 四川省	9,230	6,531	1,651	1,048	36	18 天津市	4,834	2,264	1,481	1,089	34
4 上海市	8,455	5,194	532	2,729	44	19 内蒙古自治区	4,542	3,392	867	283	27
5 湖南省	7,737	3,478	733	3,526	32	20 福建省	4,382	2,454	244	1,684	20
6 湖北省	7,681	5,151	777	1,753	31	21 広西チワン族自治区	4,330	2,071	1,231	1,028	31
7 遼寧省	7,590	5,663	1,258	669	31	22 吉林省	4,248	2,581	973	694	33
8 北京市	7,554	6,506	152	896	39	23 山西省	4,179	1,521	2,334	324	32
9 河北省	7,514	3,962	949	2,603	27	24 江西省	3,932	2,426	833	673	27
10 重慶市	7,360	3,575	2,300	1,485	38	25 黒竜江省	3,588	2,042	1,050	496	24
11 山東省	7,108	4,499	1,219	1,390	13	26 甘肅省	2,962	1,221	423	1,318	47
12 浙江省	6,928	5,088	327	1,513	18	27 新疆ウイグル自治区	2,746	1,642	808	296	32
13 貴州省	6,322	4,623	974	725	79	28 海南省	1,410	1,050	225	135	45
14 陝西省	6,094	2,733	948	2,413	38	29 青海省	1,058	745	161	152	50
15 雲南省	5,954	3,824	439	1,691	51	30 寧夏回族自治区	791	502	181	108	30
						合計	174,303	105,911	25,943	42,449	-

(資料) Reutersより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通し上のキーポイント③～不安定な金融市場動向

短期金融市場は不安定な状態が続く見込み

短期金利は、昨年6月に急騰した後、12月、1月も上昇する展開となった。信用抑制を企図した中央銀行の引き締めの金融調整を受け、短期金融市場は今後も不安定な状態が続く見込みである。中央銀行は、2月18日に8ヵ月ぶりのレポ（資金吸収）オペを実施しており、引き締めのスタンスを今後一段と強める可能性もある（第14表）。引き締めの金融調整は望ましい動きであるが、理財・信託商品のデフォルト懸念なども燦るなか、中央銀行のコントロール範囲を超えて金融市場が不安定化しないか、注視が必要となる。

なお、短期金利の代表的な指標である7日物レポ金利は、超過準備率から判断すると、3~4%程度が妥当な水準とみられる（第10図）。

長期金利は上昇傾向が続く

長期金利については、金利自由化の加速観測を受け、昨年7月後半以降、上昇基調が続いている。長期金利が上昇するなか、政策銀行・商業銀行債、地方企業債、メディアム・ターム・ノート（MTN）などの発行金利も上昇傾向となっている（民間の資金調達環境も悪化）。今後も、「金利自由化の進展」や「不安定な短期金利」を受け、長期金利の緩やかな上昇が予想される。中国の長期金利は、名目GDP成長率に比して大幅に低い水準であり、上昇余地は大きそうだ。

第 14 表：中央銀行による金融調節(オペ)

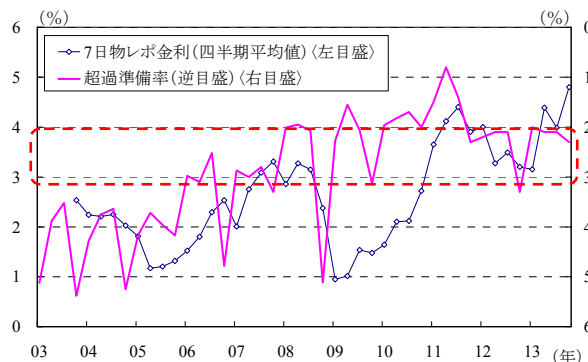
(億元、中央銀行による資金吸収はマイナス表示、資金供給はプラス表示)

	リバースレポ		レポ		手形売却		吸収計 (①)	供給計 (②)	ネット (①+②)
	開始 (供給)	終了 (吸収)	開始 (吸収)	終了 (供給)	開始 (吸収)	終了 (供給)			
13年1月	4,840	▲ 7,840	0	0	0	0	▲ 7,840	4,840	▲ 3,000
2月	8,600	▲ 10,580	▲ 550	0	0	0	▲ 11,130	8,600	▲ 2,530
3月	0	0	▲ 1,980	450	0	0	▲ 1,980	450	▲ 1,530
4月	0	0	▲ 2,650	2,280	0	1,050	▲ 2,650	3,330	680
5月	0	0	▲ 2,230	2,450	▲ 920	2,300	▲ 3,150	4,750	1,600
6月	0	0	▲ 240	2,230	▲ 220	1,280	▲ 460	3,510	3,050
7月	510	0	0	240	▲ 1,838	2,670	▲ 1,838	3,420	1,582
8月	2,010	▲ 1,530	0	0	▲ 1,270	2,580	▲ 2,800	4,590	1,790
9月	2,060	▲ 2,250	0	0	▲ 900	1,270	▲ 3,150	3,330	180
10月	1,520	▲ 2,030	0	0	▲ 114	220	▲ 2,144	1,740	▲ 404
11月	1,360	▲ 810	0	0	▲ 100	110	▲ 910	1,470	560
12月	470	▲ 1,310	0	0	0	0	▲ 1,310	470	▲ 840
14年1月	2,250	▲ 750	0	0	0	0	▲ 750	2,250	1,500
2月	0	▲ 1,500	▲ 1,080	0	0	0	▲ 2,580	0	▲ 2,580

(注)1. 週単位のデータを用いて、月単位に集計。週初が属する月に、当該週のデータを分類。
2. 『14年2月』は、2月20日までの数値。

(資料) Reutersより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 10 図：7 日物レポ金利と超過準備率の関係



(注)『超過準備率』は、金融機関による中央銀行への超過準備額を、金融機関の預金額で除した数値。

(資料) 中国人民銀行統計、国際決済銀行資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通し上のキーポイント④～改革の進展状況

改革に向けた進展 はまずまず

中国経済は多くの構造問題を抱えているため、中長期的に成長率が下方屈折するリスクを抑制し、安定成長を持続するために、多くの改革実施が不可避となっている。この点につき、昨年11月に開催された共産党第18期中央委員会第三回全体会議（三中全会）において、15分野で60項目の改革案が採択された。

三中全会以降、土地改革・戸籍改革・地方債務・金利自由化・「一人っ子政策」緩和などの分野で、改革実現に向けた動きが進展している（第15表）。三中全会からは浅いが、現状の進展度合いはまずまずであり、政権内での改革機運は維持されている模様だ。

「一人っ子政策」緩和は、出生数を年100万人程度押し上げへ

打ち出された改革のなかで、「一人っ子政策」の緩和は、他の政策に先駆け、地方政府毎に実施に移されつつある。今般の「一人っ子政策」緩和の内容は、夫婦どちらかが一人っ子であれば、第二子出産を認めるものだ（注4）。中国の近年の出生率低下には、「一人っ子政策」以外の影響も大きいとみられ、緩和策対象者による第二子出産割合は大幅とはならないであろう。今回の緩和措置による出生数増加は、向こう3年間で年100万人程度と試算され、現在の年間出生数（16百万人）を6%程度押し上げることとなる（第16表）。中長期的な人口動態の見通しを、大きく変えるまでには至らなそうだ。

(注4) 夫婦双方が一人っ子の場合に第二子出産を認める緩和措置は、2002年から2011年にかけて実施済み。

(栗原 浩史)

第 15 表：三中全会で決定された改革の進展状況

決定事項	実現 難易度	進展状況	
土地改革 農民の土地権利拡大(農村部の集団所有地の譲渡や貸出、共同拠出を認める) 土地売却収入の分配制度を確立	高 高	- -	
戸籍 小都市での登録制限を完全に撤廃、中都市での登録制限を徐々に緩和、大都市は人口を管理	高	(12月)第一回都市化工作会議を開催、都市化推進の原則を公表	
税制・財政	地方政府の債券発行容認、都市建設の透明且つ標準化された資金調達制度を創設	中	(12月)債務調査結果公表、(1月)農村部の土地使用权を担保にした借入れを認める試験的プログラムを年内に慎重に実行
	中央・地方政府間の歳出責任を是正、地方税制改善(直接税の割合を拡大)	高	-
	不動産税の推進	高	-
国有企業	高	-	
国有企業改革への民間参加奨励	中	大手石油会社が民間資本受入を決定	
金融	人民元の取引規制緩和と加速、相場形成メカニズム改善	中	-
	金利自由化の加速	低	(11月)貸出金利の新たなベンチマークを導入、(12月)CDを解禁
その他	民間による金融機関設立容認	低	-
	価格統制の緩和(水、石油、天然ガス、電気、輸送、通信等)	中	-
「一人っ子政策」の緩和(夫婦どちらかが1人っ子であれば、第二子出産を認める)	低	(12月)全人代で決定、(1月以降)地方毎に順次緩和を実施中	

(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 16 表：「一人っ子政策」緩和の影響

緩和の対象	(人)	備考	
人口	1,354,040,000	12年時点	
女性の人口	660,090,000	12年時点	
35-39歳の女性の人口	57,427,830	一人っ子政策は79年から開始されたため、34歳以下は基本的に一人っ子。一人っ子同士の夫婦による第二子出産は既に許容済み。よって、今回の措置の主な対象は35-39歳。全人口に占める35-39歳の割合は8.7%(10年時点)。	
35-39歳の都市部の女性の人口	19,640,318	農村部は緩和が進んでおり、今回の措置による出生数の増加は限定的。都市部人口の算出では、戸籍ベースの比率(10年時点で34.2%)を使用。	
今回の緩和の対象人数	9,820,159	35-39歳の都市部女性のうち、既婚且つ夫婦のどちらかが一人っ子の割合を、50%と想定	
	対象女性のうち、 第二子出産を行う割合	出生増加数(人)	3年に渡る場合の年平均 出生増加数(人)
ケース1	30%	2,946,048	982,015
ケース2	50%	4,910,079	1,636,693
ケース3	70%	6,874,111	2,291,370
		(参考)最近の年間出生数	16,000,000

(資料)中国国家統計局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. NIEs

(1) 韓国

景気は回復基調が強まる

韓国経済は回復基調が強まっている。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+3.9%と4四半期連続で加速した(第11図)。雇用や所得の改善を背景に民間消費(同+2.4%)が底堅く推移したほか、建設投資や設備投資などの固定資本形成(同+8.8%)が加速するなど、輸出の回復が内需にも波及しつつある。

2014年にかけても回復基調は持続

今後の韓国経済を展望すると、内外需の持ち直しが続き、2014年の実質GDP成長率は前年(前年比+2.8%)から同+3.4%へ加速すると予想する。輸出は、先進国景気の持ち直しを背景に米国やEU向けなどを中心に増加ペースが高まることを見込まれる。輸出を起点とした回復が内需に波及し、民間消費も引き続き底堅い推移となろう。物価が低位安定するなか、雇用者数(2013年:前年比+1.6%)や実質所得(同+1.1%)の増加が続くことが期待できる。雇用環境の改善は、朴政権の政策の柱の一つであり、2014年予算でも雇用関連支出は社会福祉を含め全体の約3割を占めている。雇用創出企業への支援や行政による雇用ミスマッチ解消などの取り組みにより、2014年は前年の38万人を上回る45万人の雇用を創出し、一人当たり所得の拡大を目指す方針である(第17表)。

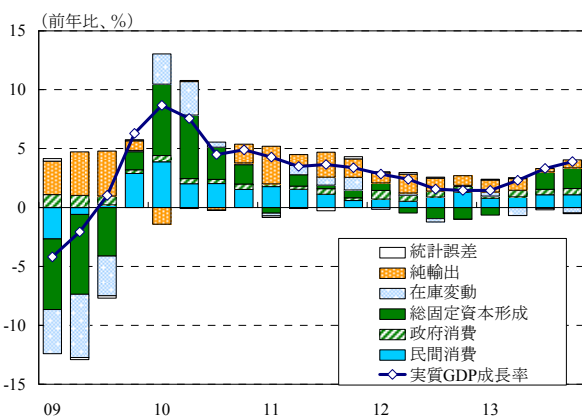
雇用環境の改善が持続

韓国経済のリスクは、輸出全体の26.1%(2013年)を占める中国経済の変調や米国の量的金融緩和縮小に伴う金融市場の不安定化である。また、家計債務負担の増大による消費下押しリスクにも引き続き目配りする必要がある。足元の家計債務残高は可処分所得比86%と上昇ペースは鈍化しているものの依然高水準にある。米国の金融政策を巡り、長期金利が一段と上昇する局面では利払い負担が高まる点には留意が必要である。

高水準の家計債務にも引き続き留意

(前原 佑香)

第11図:韓国の実質GDP成長率



(資料)韓国中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17表:韓国の2014年予算と雇用創出目標

	2013年	2014年	
	(兆ウォン)	(兆ウォン)	シェア (%)
総歳出 (名目GDP比)	342.0 (26.9)	355.8 (28.0)	-
保健・社会福祉・雇用	97.4	106.4	29.9
一般行政	55.8	57.2	16.1
教育	49.8	50.7	14.2
国防	34.3	35.7	10.0
インフラ	24.3	23.7	6.7
農林・水産・食品	18.4	18.7	5.3
R&D	16.9	17.7	5.0
公安	15.0	15.8	4.4
産業・中小企業・エネルギー	15.5	15.4	4.3
環境	6.3	6.5	1.8
文化・スポーツ・観光	5.0	5.4	1.5
外交・統一	4.1	4.2	1.2

目標	
2014年	2013年 (参考)
創出雇用者数	45万人 / 38万人
就業率(15-64歳)	65.2% / 64.4%

(注)名目GDPは、2012年実績。

(資料)韓国企画財政部資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

緩やかな回復が続く

台湾経済は緩やかな回復が続いている。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+2.9%と7-9月期(同+1.3%)から加速した(第12図)。個人消費が同+3.3%と2011年7-9月期以来の高めの伸びとなり、設備投資も同+8.9%と2011年1-3月期以来の高い伸びとなった。輸出も同+4.0%と7-9月期(同+1.7%)から回復。ただし、輸入が同+6.1%へ加速した結果、純輸出の寄与は▲0.2%ポイントとなっている。

その後の月次指標は、1月の製造業PMIが55.5と2011年4月以来の高水準となり、回復ペースが加速している模様である。なお、1月の輸出は前年比▲5.3%、輸出受注は同▲2.8%と低調であったが、春節に伴う統計の歪みが影響している可能性が高そうだ。

輸出を起点に成長ペースは高まる見通し

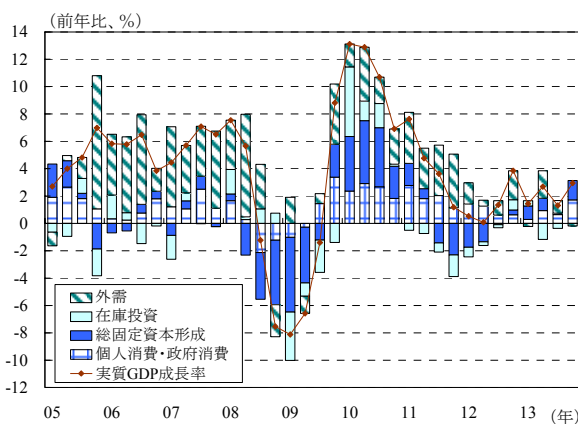
今後の台湾経済は成長ペースがやや高まろう。2014年の実質GDP成長率は、2013年の前年比+2.1%から同+3.5%への加速を見込む。牽引役の輸出は、減速が続く中国向けの動向は不透明ながら、底打ちした欧州向け、景気回復が続く米国向けともに、2014年はプラス転換が見込めよう(第13図)。欧米先進国を中心とした世界経済の回復は、高付加価値品の輸出ウェイトが高い台湾にとっては、好ましい形だ。台湾経済は、典型的な輸出主導型であり、内需も遅行して底堅さを増すとみられる。加えて、昨年8月に始動した自由経済モデル区の第二段階実施(面積の増加や適用範囲の拡大など)も民間投資を後押ししよう。

TPP加盟へ向け交渉を加速

なお、台湾は最近になりFTA網を強化しているが、米国を中心とした環太平洋経済連携協定(TPP)加盟へ向けても、調整を加速し始めた。一方、2月には中国と当局間の直接対話メカニズムを作ることで合意。米国・中国両国と距離を縮めており、今後の動向が注目される。

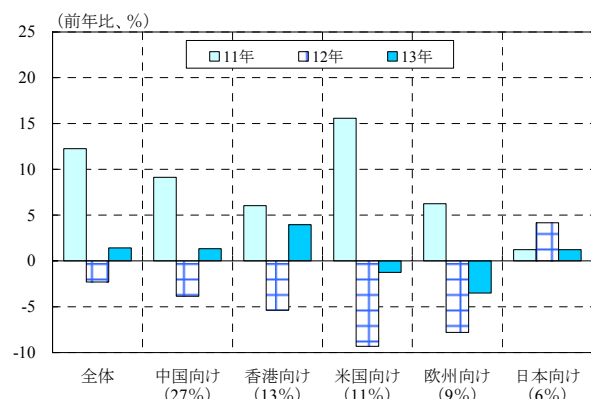
(栗原 浩史)

第12図:台湾の実質GDP成長率



(資料)台湾行政院主計処統計、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図:相手先別にみた台湾の輸出



(注)括弧内の数値は、輸出に占める各国・地域の13年のウェイト。

(資料)台湾財政部統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 香港

緩やかな景気回復が続く

香港では、緩やかな景気回復が続いている。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+3.0%となり、7-9 月期（同+2.8%）から小幅加速した（第 14 図）。内訳をみると、財輸出が同+5.8%、サービス輸出が同+4.9%と減速した一方、個人消費が同+3.2%、総固定資本形成が同+5.3%と加速した。その後、1月のPMIは52.7（12月51.2）と23ヵ月ぶりの高水準となっており、足元でも緩やかな景気回復が続いている模様だ。

なお、2013 年通年の実質 GDP 成長率は前年比+2.9%となり、2012 年（+1.5%）からは大幅に回復した。

外需の持ち直しから成長率は小幅高まる展開を予想

今後の香港経済は、外需の持ち直しを受け緩やかに成長率が高まろう。但し、不動産市場の減速による内需の伸び悩みで、成長率加速は小幅に止まりそうだ。2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+3.3%を予想する。外需は、成長率低下が見込まれる中国向けで力強い伸びは期待しづらいが、米国や欧州向けが持ち直そう。

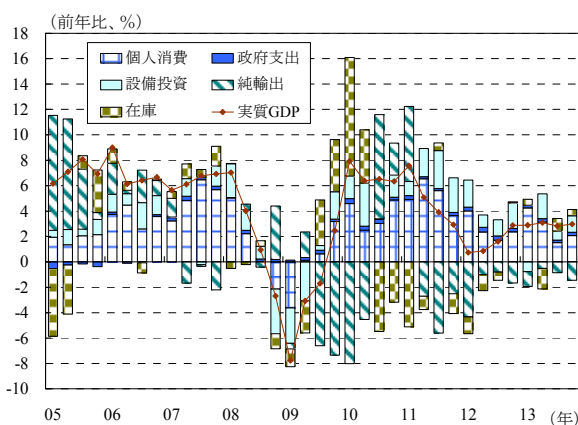
不動産価格の動向が焦点

見通し上のポイントは不動産価格であり、景気の最大の下振れリスクも不動産価格の大幅調整であろう。香港はドルペッグ制を採用しているため、リーマン・ショック以降の米国の金融政策運営に連れ、自国内の金融環境が過度に緩和的だったとみられる。実際、住宅価格は、2008 年以降 200% 程度上昇している（注 5）。このところの住宅価格は、昨年 2 月の前年比 +30.6% をピークに伸びが鈍化し、直近 12 月は同+7.7%となった。都市部住宅販売件数や非居住建物販売件数は低迷しており、住宅価格の上昇率鈍化は当面続く可能性が高い（第 15 図）。米国の金融出口戦略は緩やかに止まり、住宅価格の大幅調整回避を見込むが、不確実性は高い。

（注 5）住宅価格の可処分所得倍率も高水準となっている結果、香港政府は中低所得層向け住宅供給の拡大が課題となっている。

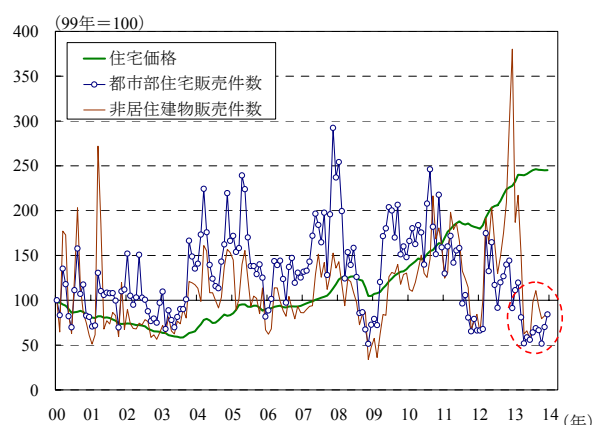
（栗原 浩史）

第 14 図：香港の実質 GDP の推移



（資料）香港統計局統計、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 15 図：香港の住宅価格と販売件数の推移



（資料）香港評価局、法務局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) シンガポール

輸出拡大を主因に
景気は回復基調を
維持

シンガポール経済は回復基調が続いている。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+5.5%と前期の同+5.8%からは幾分低下したものの、高い伸びが続いた。需要項目別にみると、個人消費と投資は冴えなかったものの、政府支出が大幅増となったほか、輸出の拡大が支えとなった(第16図)。業種別にはエレクトロニクスや輸送エンジニアリングを中心に製造業が同+7.0%と2年ぶりの高い伸びを示したほか、サービス業も卸・小売業や金融保険業に牽引されて底堅い伸びを示した。

グローバル貿易の
拡大を受けて 2014
年も底堅い成長に

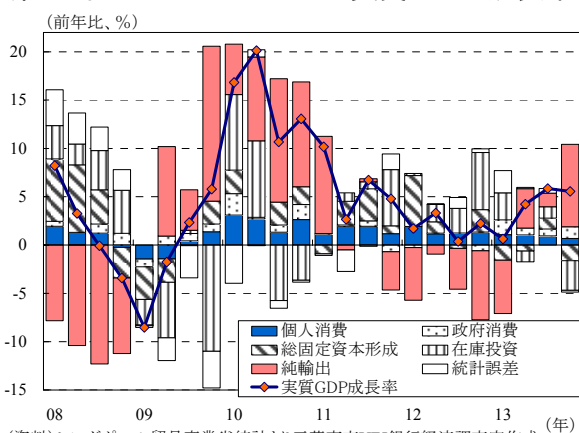
先行き、輸出は中国经济減速の影響がある一方、先進国向けを中心として緩やかながら増加ペースが拡大していくとみられる。近年、主要輸出産業であるエレクトロニクスでは通貨高や世界的な需要構造の変化を背景に輸出競争力の低下が指摘されてきた。一方、このところ国内輸出(輸出全体から再輸出を差し引いた部分)と比べて、再輸出の伸びが高めに推移している(第17図)。グローバル貿易が緩やかながらも回復する局面においては、シンガポールは東南アジアの貿易ハブとして製造業のみならず、運輸業や卸売業を通じてメリットを享受できる経済構造にある点が窺える。また、内需に関しては、引き続きタイトな労働需給が賃金上昇を通じて消費を下支えする見込みだ。結果として、2014年の成長率は前年比+3.9%と前年の同+4.1%と同程度の底堅い成長を維持する見通しである。

コア物価には上昇
圧力残るが、住宅・
運輸の伸び鈍化を
受けて物価は安定
推移

物価については、これまでインフレ率の押し上げ要因となってきた住宅や運輸の伸び率鈍化を背景に安定推移している。特に、住宅に関しては政府の需要抑制策の影響で民間住宅の取引件数は減少が続き、民間住宅価格は約2年ぶりに下落に転じている。賃金上昇を背景にコア物価には引き続き上昇圧力が残ろうが、2014年を通じて物価全体は落ち着いた動きが続くと予想する。

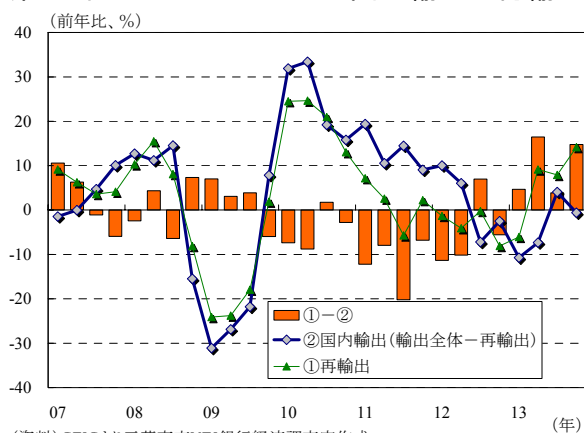
(シンガポール駐在 中村 逸人)

第16図：シンガポールの実質GDP成長率



(資料)シンガポール貿易産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：シンガポールの国内輸出と再輸出



(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

内需が減速

インドネシアでは内需が減速している。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+5.7%と前期(同+5.6%)並みとなったが、内需は個人消費は同+5.3%、総固定資本形成は同+4.4%といずれも前期から伸びが低下した(第18図)。この結果、2013年通年の実質GDP成長率は前年比+5.8%と4年ぶりに6%を下回った。一方、世界経済が緩やかに回復するなか、ルピア安や資源価格の下落幅縮小、1月からの未加工鉱物の輸出規制開始前の駆け込みも加わり輸出が拡大する一方、内需減速を背景に輸入が減少したことから、貿易収支は10月以降プラスに転じている(第19図)。経常収支も10-12月期には名目GDP比▲2.0%(7-9月期は同▲3.9%)まで赤字幅が縮小。対外収支の改善を受けて、足元のルピア相場や債券市場、対内証券投資フローは一旦安定を取り戻している。

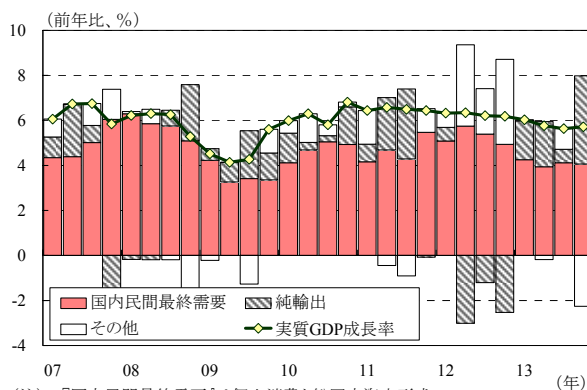
対外収支は改善傾向が継続

年前半の内需減速が影響し、2014年も成長ペースは鈍化

今後の景気展開は、年前半にかけて金利高やインフレ率の高止まりを受けて内需の減速が続く見込みである。年後半には、昨年5月の燃料価格引き上げと同時期から急進したルピア安の影響が一巡、内需は回復に転じるとみられるが、年前半の落ち込みを補いきれず、2014年通年の成長率は前年比+5.6%と一段の鈍化を予想する。リスクは米金融緩和縮小の悪影響が金融市場を通して予想以上に表れる場合であろう。足元では通貨安に伴う交易条件の改善とインフレ及び利上げによる内需減速が対外収支の改善に繋がっているが、4月の総選挙を控え、財政支出や家計への所得移転が拡大し、内需の勢いが再び強まる可能性も十分にある。新興国不安が燻り続けるなか、対外収支改善の停滞は資金フローの弱まりに直結する虞がある。引き続き、景気は下方リスクを見ておいた方が良さそうだ。

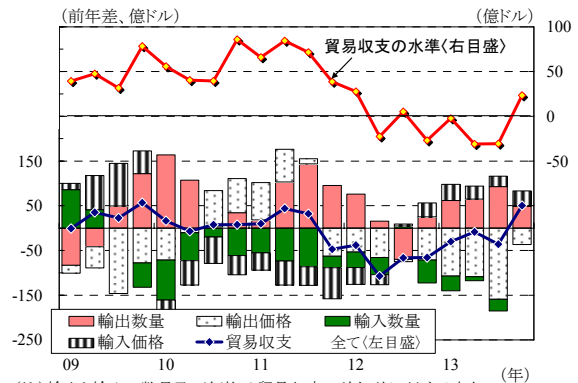
(シンガポール駐在 中村 逸人)

第18図：インドネシアの実質GDP成長率



(注)1.『国内民間最終需要』は個人消費と総固定資本形成。
2.『その他』は在庫投資、政府消費、統計誤差。
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：インドネシアの貿易収支



(注)輸出と輸入の数量及び価格は貿易収支の前年差に対する寄与。
従って、プラスは輸出(輸入)数量・価格の増加、上昇(減少、低下)を示す。
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) マレーシア

内需の勢いが幾分鈍化

マレーシア経済は輸出が回復する一方、内需の勢いが幾分鈍化している。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+5.1%と前期(同+5.0%)から小幅加速したが、中身を見ると、輸出が拡大した一方、消費及び総固定資本形成は減速した(第20図)。昨年末にかけてのガソリン・砂糖の補助金削減・撤廃に伴いインフレが加速したことに加え(第21図)、今年1月に実施された電力料金引き上げを控え企業・家計マインドが冷え込んだことが影響した。なお、2013年通年の成長率は同+4.7%と4年ぶりに5%を割り込んだ。

輸出回復とインフラ投資の拡大により景気の持ち直しが続

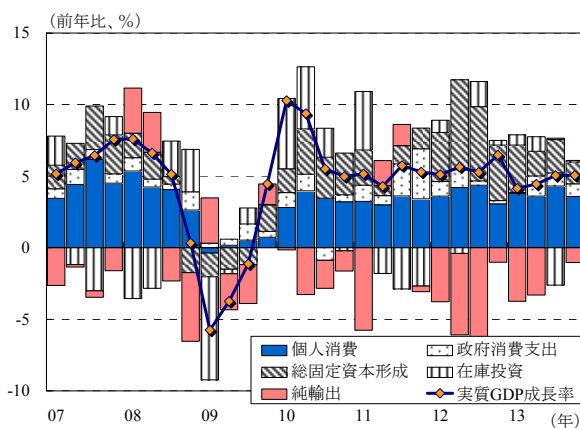
先行き、輸出は中国经济減速の影響でかつてほどの高い伸びは期待できないが、先進国向けを中心とした復調により緩やかに加速していきだろう。他方、内需はインフレが懸念材料となるものの、経済変革プログラムに伴うインフラ投資が民間投資を喚起すると予想されるほか、雇用・所得環境の安定も消費を下支えするとみられる。このため、2014年の実質GDP成長率は同+5.4%と前年の同+4.7%から加速する見通しである。

新興国を取り巻く資本フローが不安定ななか、財政再建の停滞がリスク

昨年7月、大手格付け機関フィッチが外貨建て長期債格付け見通しをネガティブに引き下げて以降、政府は燃料補助金削減や砂糖補助金撤廃などの財政再建を進めてきた。一方、これらがもたらしたインフレ圧力によって、ナジブ首相の支持率は昨年12月の世論調査で52%と前回8月調査から10%ポイントも低下するなど、国民の政府への反発は強まっている。こうしたなか、政府は生活必需品値下げキャンペーンの実施や高速道路料金の値上げを見送る等、家計負担を軽減する施策を打ち出している。新興国を取り巻く資本フローが不安定さを残すなか、海外投資家は投資対象国のファンダメンタルズを厳しく選別しており、財政再建の停滞がマレーシア経済のリスクとなりうる。

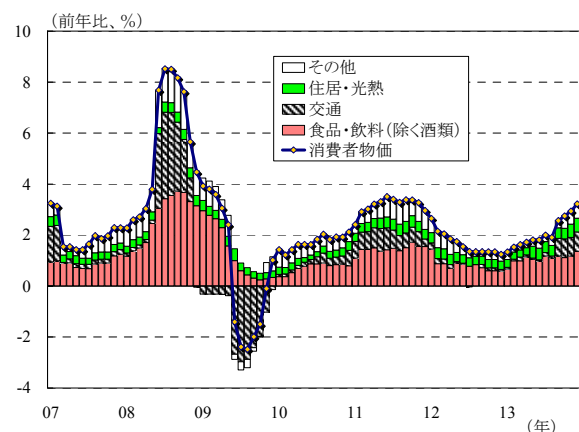
(シンガポール駐在 中村 逸人)

第20図：マレーシアの実質GDP成長率



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第21図：マレーシア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

(3) タイ

政策効果の剥落に
デモの影響も加わ
り景気は失速

タイ経済は失速している。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+0.6%と大洪水直後の2012年1-3月期以来の低い伸びとなった。2012年末に期限切れとなった自動車購入支援策の反動減により民間消費（同▲1.2%）が前年割れとなったことに加え、固定資本形成（同▲6.5%）の低迷も全体を押し下げた（第22図）。更に、昨年11月以降続いているデモの影響で、予算の執行率が低下したため、政府支出の伸びも大幅に鈍化した。

政局混迷の影響で
2014年も低調が続
く見込み

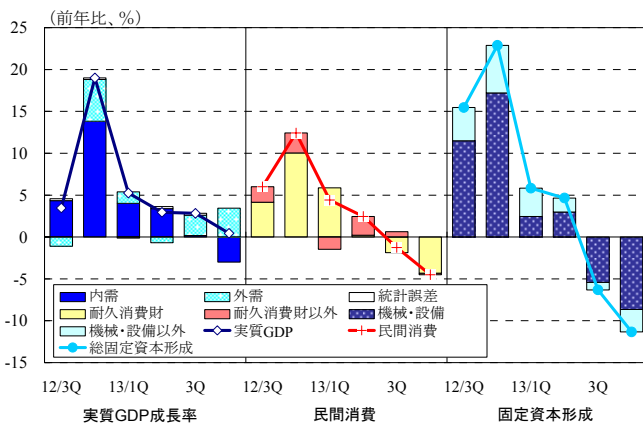
2014年のタイ経済を展望すると、政局混迷の影響で低調が続く見込みである。2014年の実質GDP成長率は前年比+3.1%と2013年（同+2.9%）並に止まると予想する。自動車購入支援策の反動減による民間消費の低迷が年央まで続くとみられるほか、長期化の様相を呈している政局混迷が以下の3つの経路を通じて景気を下押しと見込むためである。政局混迷は、①マインドの悪化を通じた消費の低迷、②外国人観光客の減少によるサービス輸出の減少、③大規模の運輸・治水インフラプロジェクト等の公共投資の執行遅延に伴う投資の減速・政府支出の遅延、などを通じ2014年の実質GDP成長率を1.2%ポイント程度下押し可能性が大きい（第23図）。一方で、輸出は緩やかに拡大するとみる。輸出は、2012年から2013年初にかけて海外景気の弱さを背景に伸び悩みをみせたが、2014年は先進国向けを中心に回復が見込まれる。

政局混迷により
2014年の成長率を
1.2%ポイント下押
し

タイ中銀は、懸案の家計債務の拡大ペースが鈍化したことや政局混迷による景気への悪影響を受け、11月に政策金利を0.25%ポイント引き下げたが、その後は様子見の姿勢を維持している。もっとも、政局の混迷を背景に景気浮揚のための財政政策の施行が難しいなか、景気が一段と減速する局面では追加利下げに踏み切る可能性があるだろう。

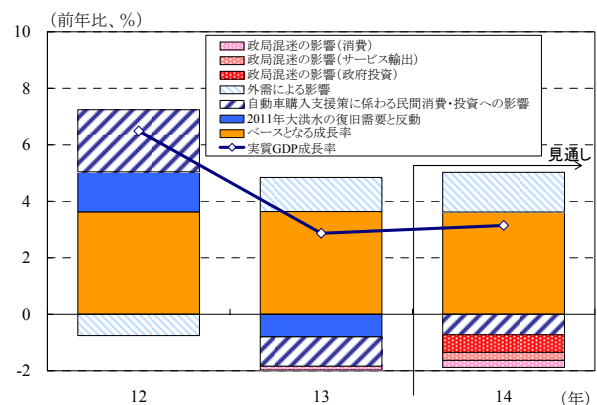
（前原 佑香）

第22図：タイの実質GDP成長率



(資料)タイ国家経済社会開発委員会等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第23図：タイの実質GDPに対する各要因の影響



(注)政局混迷状態が2014年9月頃まで続く想定した場合。

(資料)タイ国家経済社会開発委員会等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) フィリピン

内需主導で高成長を維持

フィリピン経済は内需主導で高成長が続いている。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.5%と高い伸びを維持した（第 24 図）。大型台風の影響や政府支出の抑制から減速が予想されていたものの、個人消費（同+5.6%）や設備投資を中心とした固定資本形成（同+7.0%）が成長を下支えしたほか、予想されていた政府支出の減少幅は限定的に止まった。この結果、2013 年の実質 GDP 成長率は前年比+7.2%と前年（同+6.8%）から加速し、政府目標（同+6~7%）を上回った。

2014 年も 6%台の高成長が続く見込み

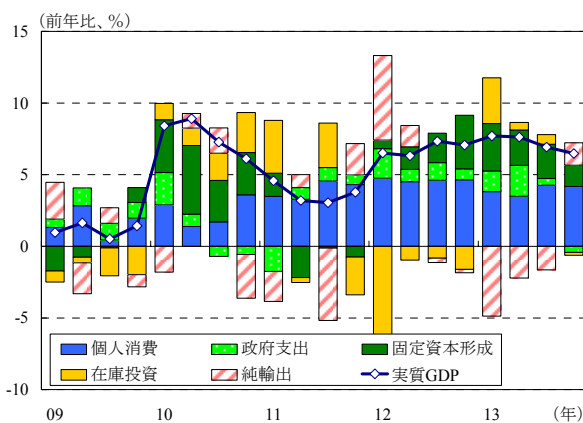
2014 年のフィリピン経済は、投資の拡大や底堅い個人消費に支えられ、実質 GDP 成長率は同+6.6%の高成長が続くと予想する。実質最低賃金の上昇が続いていることや高賃金職種（専門職・技術職等）の雇用者比率が高まっていること（第 25 図）に加え、海外景気の回復を受け海外労働者送金の増加が見込まれることなどから、個人消費は引き続き底堅い伸びが期待できる。また、海外からの直接投資の拡大が続くことも成長を支えよう。ASEAN の労働需給が逼迫するなか、フィリピンは雇用確保が比較的容易であることに加え、近年、フィリピン経済区庁（PEZA）が投資環境の改善に取り組んだ結果、2013 年 1-9 月期の投資認可額は前年比+114.8%と大幅な伸びを記録した。また、好況を背景に国内企業の投資意欲も高まっており、内外からの投資増を通じて成長を下支えしよう。

消費・投資の拡大が成長を下支え

内需主導の高成長が続くなかでも、物価は中央銀行の目標レンジ（前年比+3%~5%）内で推移している。2013 年 12 月以降は、11 月に襲来した大型台風の影響で、食料品を中心に価格の上昇がみられるものの、安定的な経常黒字を背景に大幅な通貨安には陥っておらず、物価への影響は限定的とみられる。物価・為替が安定するなか、中銀は、当面の政策金利を据え置く公算が大きい。

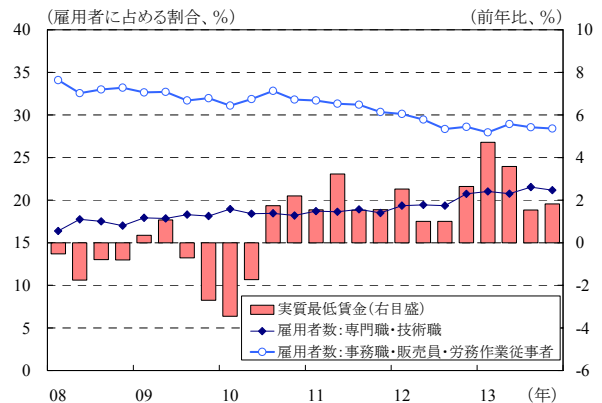
（前原 佑香）

第 24 図: フィリピンの実質 GDP 成長率



(資料) フィリピン国家統計調整委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 25 図: フィリピンの実質最低賃金と雇用者数



(資料) フィリピン国家統計局、国家賃金生産性委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

5. その他アジア

(1) インド

景気は内需を中心に低迷が継続、対外収支は改善傾向を維持

インド経済は引き続き低迷している。10-12月期の経済指標をみると、鉱工業生産は前年比▲1.1%と再び前年割れに転じたほか、自動車販売は同▲6.9%と4四半期連続で減少しており、かつマイナス幅が前期から拡大した(第26図)。一方、輸出の伸びは一桁台に鈍化しつつも、金を中心に輸入の抑制が続いたことで貿易収支は改善傾向を維持している。

2014年度も潜在成長率を大幅に下回る成長ペース

インド経済は先行きも低迷が続く公算が大きい。物価高が消費の重石となるほか、金利高も資金調達コストの上昇を通じて企業の投資を抑制しよう。輸出はルピー安により、米国や中東・アフリカ向けを中心に拡大が続くとみられるが、輸出依存度の低いインドでは成長率全体を顕著に押し上げることは期待できない。この結果、2014年度の実質GDP成長率は前年比+5.5%と、6%台前半と目される潜在成長率を大きく下回る見通しだ。

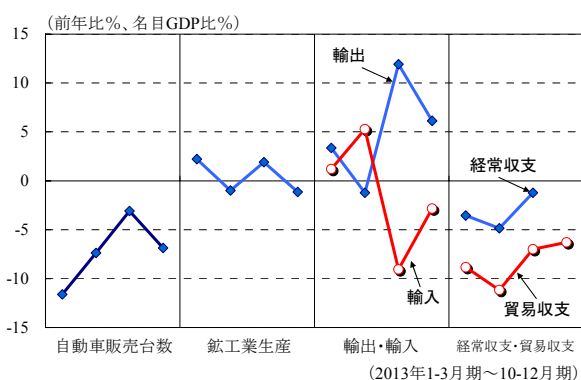
インド中銀はインフレ目標の導入など新たな金融政策の枠組みを公表

1月21日、インド準備銀行は、新たな金融政策の枠組みに関する提言を公表した。提言は、①政策決定の際に消費者物価を重視(従来は卸売物価)、②4%(±2%)のインフレ目標導入、インフレ率を1年以内に8%未満、2年以内に6%未満へ抑制、③新設する金融政策決定会合にて金融政策を決定、という内容。直後の28日には、昨年9月、10月に次いで3度目の利上げを決定した。中銀がインフレ抑制を最優先課題とするなか、金利は今後も高止まりが予想される。一方、現在のインフレは供給制約下での食料価格高騰による要因が大きく、利上げによる需要抑制が物価を落ち着かせる効果は限定的と考えられ(第27図)、投資規制緩和など供給拡大をもたらす投資促進策の推進が不可欠である。この意味でも5月末までに実施予定の総選挙を経て発足する政権の手腕に期待が集まっている。

インフレ抑制には金融引き締めのみならず、政府の投資促進策の推進が不可欠

(シンガポール駐在 中村 逸人)

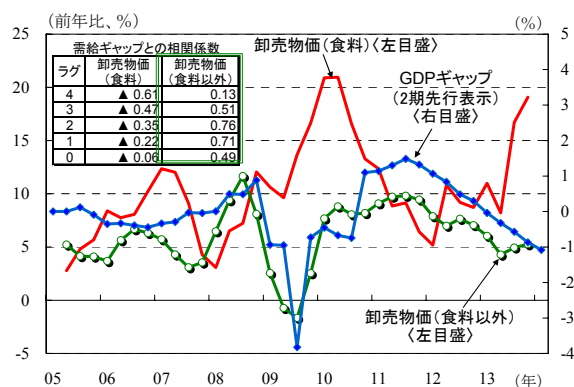
第26図：インドの10-12月期の経済指標



(注)『貿易収支』および『経常収支』のみ名目GDP比(%)。10-12月期の名目GDPは当室試算値。

(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：インドの卸売物価とGDPギャップ



(注)1.『GDPギャップ』=(実質GDPの実績-潜在GDP)÷潜在GDP

2.潜在GDPは、HPフィルターを用いて機械的に抽出したトレンド部分。

(資料)CEIC、インド統計計画実施省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) ベトナム

緩やかな回復が持
続

ベトナム経済は内需主導で緩やかな回復が続いている。10-12月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.0%と3四半期連続で伸びが高まった。2013年通年では同+5.4%と政府目標を達成した(第28図)。2013年通年の成長率を需要項目別にみると、個人消費(同+5.4%)や投資(同+6.2%)が加速した。一方、外需は、輸出・輸入がともに増加したため、純輸出(輸出-輸入)の成長率への寄与度は0.1%ポイントと2012年から縮小した。

2014年の成長率は
5.4%と前年並み

今後のベトナム経済を展望すると、消費の堅調を背景に2014年の実質 GDP 成長率は前年比+5.4%と前年並みの成長となる見込みである。

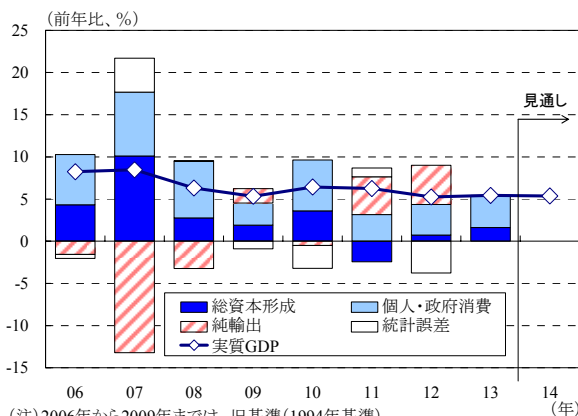
ベトナム経済の成長の起点となっているのは海外からの直接投資であるが、2013年の対内直接投資認可額は、日本・韓国を中心に前年比+54.5%(216億ドル)と大幅に増加した。海外からの投資拡大は、生産・輸出の拡大のみならず雇用拡大にも寄与している。外国企業による雇用指数は前年比+6.6%と国営・民間企業を含む全企業の伸び(同+4.3%)を上回っている。足元の失業率は2.2%の低水準で推移しており、雇用及び物価の安定による実質所得の増加を背景に消費は堅調が続くとみられる。

輸出は、近年急拡大している携帯電話・部品(輸出シェア約16%)が引き続きけん引役として期待できる。2014年も外資系企業による携帯電話の生産増が計画されているものの、大幅増となった2013年(同+67.1%)から伸びは鈍化が見込まれる。他方、内需の持ち直しを背景に輸入の増加が見込まれることから、ドン相場に影響を及ぼす貿易収支は、2014年は赤字に転じる公算が大きい(第29図)。

なお、懸案の不良債権問題は、昨年10月から国家資産管理会社(VAMC)が不良債権の買い取りを開始したが、不良債権の抜本的な処理には相応の時間がかかることから中期的な景気の抑制要因となろう。

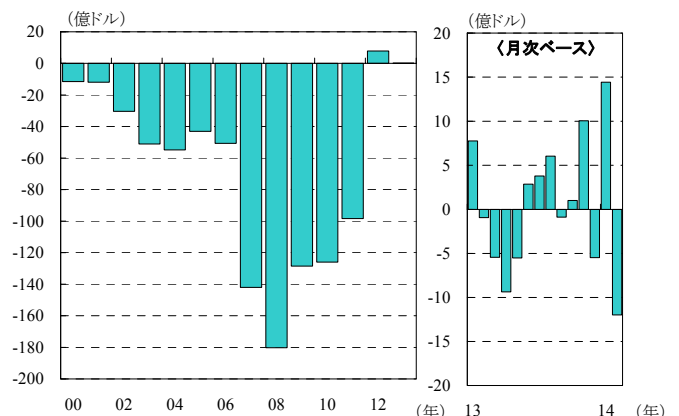
(前原 佑香)

第28図：ベトナムの実質 GDP 成長率



(注)2006年から2009年までは、旧基準(1994年基準)。
(資料)ベトナム統計総局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第29図：ベトナムの貿易収支



(資料)ベトナム税関総局統計より三菱東京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 石丸）

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuhiro_ishimaru@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。