

アジア経済の見通し

～景気は緩やかな回復持続を見込むも、不透明感が幾分強まる～

1. アジア経済全般

(1) 現状

景気の回復ペースは引き続き緩やか

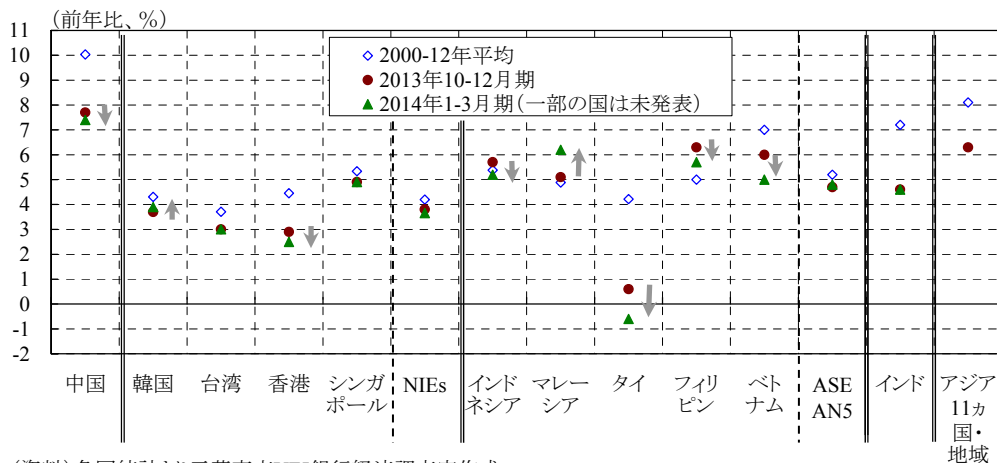
アジアでは景気回復が続くも、依然緩やかなペースに止まっている。直近 1-3 月期の実質 GDP 成長率をみると、韓国やマレーシアなどが加速する一方、中国やインドネシアなどで減速（第 1 図）。タイは前年比マイナス成長となった。輸出については、米国景気が悪天候で一時的に減速した影響もあり、1-3 月期の回復度合いは国によってばらつきがみられた。内需は、インフレ抑制のために利上げを実施したインドネシアやインドなどで引き続き減速傾向にある。

タイでは、自動車購入支援策の反動減や輸出の低迷が続くなか、昨年秋からの政局混迷が景気を一段と下押ししている。足元では、5 月 7 日にインラック前首相が退陣した後、5 月 22 日には軍事クーデターが発生。経済運営安定化の時期は、一段と遠退きかねない状況である。

金融市場は落ち着き

金融市場では、米国で量的金融緩和縮小が段階的に実施されているものの、アジア各国への影響は限られた。

第 1 図: アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率



(資料)各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 見通し

アジア経済全体の成長率は6%程度が続く見込み

今後のアジア経済を展望すると、「中国経済の投資を中心とした減速」がマイナスに働く一方、「欧米景気の持ち直しを受けた輸出の緩やかな回復」と「ASEAN・インドの内需の底堅さ」がプラスに働くとみられる。この結果、アジア11カ国・地域の実質GDP成長率は、2014年が前年比+6.1%、2015年が同+6.1%と2013年（同+6.2%）と同程度となる見通しである（第2図、第2表）。

中国経済は成長率の緩やかな低下傾向が続く

中国は、2014年、2015年と成長率の低下が続こう。安定成長持続のために多岐に亘る構造改革が必要となるなか、過剰投資や信用の抑制は最優先の政策課題となっている。当面、投資の鈍化や住宅市場の減速などが内需を下押しする見通しである。さらに、輸出も過去数年の人民元高や先進国との相対規模縮小などから、以前の様な景気の牽引力は期待出来ない。また、現政権は改革実施を優先する方針とみられ、成長率が急速に低下しない限り、大規模な景気対策は実施されないであろう。成長率の緩やかな低下をメインシナリオとしているが、中国経済が構造的な問題を抱えている状況に変わりはなく、下振れリスクを抱えながらの状況が継続しよう。

NIEs 経済の成長率は加速へ

NIEsは、米国を中心とした先進国向け輸出の回復を起点に、2013年の前年比+2.9%から総じて成長ペースが加速する見通しである。NIEs全体の成長率は、2014年に前年比+3.5%、2015年に同+3.7%を見込む。各国別の輸出以外の注目点として、香港では、割高な住宅価格の動向が指摘できる。米国の金融出口戦略が緩やかなペースに止まることで、香港の住宅価格も大幅な調整は回避されるとみているが、不確実性は高い。NIEsのなかでは最も景気の下振れリスクが大きく注視が必要だ。また、台湾では中台サービス貿易協定に反対する学生の立法院占拠などを受け、対中融和路線の修正を余儀なくされそう。短期的な景気への影響は限られようが、中長期的な成長力への影響は懸念される。韓国では、旅客船沈没事故の対応を巡り朴政権の支持率が急低下した。政策運営の停滞リスクが浮上しつつある。

ASEAN 経済は底堅さを維持する見通し

ASEAN5カ国の成長率（2013年実績前年比+5.2%）は2014年が同+4.8%、2015年が同+5.3%と底堅い成長を見込む。ただし、国ごとにはまちまちの状態である。ASEAN各国は近年、中間層が拡大し内需のウェイトが上昇。その経済成長へ与える影響も強まっている。

マレーシア、フィリピンは、短期的には大きな成長下押し要因を抱えておらず、引き続き堅調な景気回復が見込まれる。

インドネシア経済は底堅さを維持

インドネシアは、底堅い成長を維持しよう。インフレ・通貨安に伴う金融引き締めを受けた内需の緩やかな減速は当面続く一方、大統領選挙後に見込まれる投資手控えの解消が景気の下支えとなろう。成長率は2014年

が前年比+5.6%、2015年が同+5.4%と2013年（同+5.8%）よりは幾分低下するものの、過去平均（2000-12年：同+5.4%）と同程度を維持しよう。なお、インドネシアの経常収支と貿易収支の赤字幅は縮小し、物価も安定しつつあるが、内需抑制策などの効果も大きく、持続的な改善とまでは言えない状況である。仮に米国の金融出口戦略が早まるとの見方が強まれば、引き続き新興国の中では悪影響が大きく現れよう。4月に実施された総選挙では、野党の闘争民主党が国会で比較第一党を確保。7月の大統領選でも同党ウイドド氏の優勢が予想されており、その場合には10年ぶりの政権交代となる。新政権の政策は依然不透明な部分もあり、今後の動向が注目される。

タイ経済は政局混迷の影響で当面低迷

タイは、暫く経済の低迷が続く見通しである。5月22日に軍事クーデターが発生し情勢は流動的であるが、新政権発足と経済運営の正常化までには1年近くを要しそうだ。当面、①消費者・企業マインドの悪化、②観光客の減少、③海外からの投資の低迷、④政府によるインフラ投資の抑制などが続く見通しであり、2014年の成長率は2013年の同+2.9%から大きく低下、同+1.0%に止まろう。新政権発足に向けた動きが進展すると想定される2015年には、抑制されていた消費や投資が持ち直し、同+4.3%の成長率を予想する。

ベトナム経済は緩やかな回復が続く

ベトナムは、引き続き緩やかな景気回復が続く見通しである。但し、解決途上にある不良債権問題が内需の下押しとなるほか、足元で生じた中国との領有権を巡る関係悪化が下振れリスクとして指摘される。ベトナムは中国からの輸入割合が大きいほか、近年は多国籍企業の直接投資によりサプライチェーンの一角を担いつつある。仮に、中国との関係悪化が深刻化すれば、ベトナム経済の成長鈍化に止まらず、他国への影響も懸念される。

インド経済は緩やかな回復に止まる

インドは景気回復に向かうものの、その改善ペースは緩やかに止まる見通しである。インフレ率の低下により消費は最悪期を脱する見込みながら、利払い負担の増加などもあり、投資の加速は見込みにくい状況である。なお、インド下院の総選挙では野党インド人民党が勝利し、10年ぶりに政権交代が実現した。モディ新政権による経済政策の効果は中長期的なものが中心となるだろうが、マインドの好転などは短期的に期待出来そうだ。

アジア経済全体の下振れリスクは、中国経済の失速など

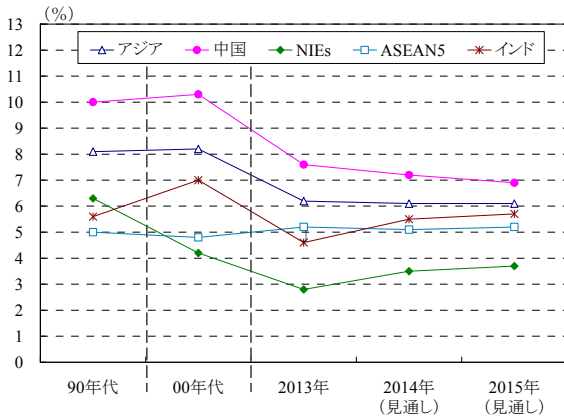
アジア全体でみた景気の一段の下振れリスクは、①金融環境の悪化などを受けた中国経済の失速、②タイの政局混迷長期化によるサプライチェーン障害への波及、③南シナ海の領有権などを巡るベトナム（やフィリピン）と中国との関係の一段の悪化、両国間の貿易・投資の大幅減少、④米国の金融引き締め観測を受けた新興国の株価・通貨の大幅下落、などが挙げられる。

金融政策については、このところ政策金利を据え置く国が多い状況にある（第1表）。この先、インドネシア・インドは当面引き締めスタンスを

維持するとみられるが、物価が落ち着く 2014 年終盤以降は利下げ実施が見込まれる。

(竹島 慎吾、栗原 浩史)

第 2 図: アジアの実質 GDP 成長率見通し



(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 1 表: アジア主要国・地域の政策金利

	政策金利の変化幅 (bp)						政策金利の直近値 (%)
	2013年				2014年		
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4月-直近	
中国	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	6.00
韓国	0.00	▲ 0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	2.50
台湾	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.88
インドネシア	0.00	0.25	1.25	0.25	0.00	0.00	7.50
マレーシア	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.00
タイ	0.00	▲ 0.25	0.00	▲ 0.25	▲ 0.25	0.00	2.00
フィリピン	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.50
ベトナム	▲ 1.00	▲ 1.00	0.00	0.00	▲ 0.50	0.00	6.50
インド	▲ 0.50	▲ 0.25	0.25	0.25	0.25	0.00	8.00

(注) 中国の現在の主要政策金利は明確でないが、本表では貸出基準金利を掲載。

(資料) 各国中央銀行資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 表: アジア経済見通し総括表

	名目GDP (2012年)		実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	(10億ドル)	シェア, %	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
中国	8,221	58.1	7.7	7.2	6.9	2.6	3.1	3.0	1,828	1,633	1,455
韓国	1,130	8.0	3.0	3.4	3.7	1.3	1.7	2.4	799	702	641
台湾	474	3.3	2.1	3.5	3.7	0.8	1.6	1.7	577	548	583
香港	263	1.9	3.0	3.3	3.7	4.3	4.2	3.9	51	75	92
シンガポール	277	2.0	4.1	3.9	4.0	2.4	2.5	2.9	544	644	543
NIEs	2,143	15.1	2.9	3.5	3.7	1.7	2.1	2.5	1,971	1,968	1,859
インドネシア	879	6.2	5.8	5.6	5.4	6.4	6.3	6.2	▲ 291	▲ 192	▲ 179
マレーシア	305	2.2	4.7	5.4	4.8	2.1	3.3	3.8	126	207	239
タイ	366	2.6	2.9	1.0	4.3	2.2	2.4	2.9	▲ 28	65	48
フィリピン	250	1.8	7.2	6.6	6.2	3.0	3.6	3.5	94	92	91
ベトナム	156	1.1	5.4	5.4	6.0	6.6	6.2	6.9	77	16	12
ASEAN5	1,955	13.8	5.2	4.8	5.3	4.5	4.7	4.9	▲ 21	188	211
インド	1,842	13.0	4.6	5.5	5.7	10.0	6.4	6.3	▲ 388	▲ 423	▲ 414
アジア11カ国・地域	14,161	100	6.2	6.1	6.1	3.7	3.6	3.6	3,389	3,366	3,111

(注) インドは年度(4月~3月)ベース。

(3) インドとインドネシアにおける政権交代の影響

インドとインドネシアで10年ぶりの政権交代の公算

インドとインドネシアでは、いずれも5年ぶりに総選挙が実施された。インドでは最大野党インド人民党 (BJP) が単独過半数を獲得、ナレンドラ・モディ氏が新首相に就任した。インドネシアでも最大野党闘争民主党 (PDI-P) が事前予想を幾分下回りながらも比較第一党を確保、7月の大統領選挙でも同党ジョコ・ウィドド氏の優勢が予想されている。

近年は、両国ともに景気減速下で経常赤字や高インフレといったマクロ不均衡が表面化、次期政権の経済政策に対する期待が高まっていた。程度

の差こそあれ、両国が取り組むべき課題は、規制緩和やインフラ整備などを通じた投資の促進、補助金改革などを通じた財政再建や過剰消費の抑制および国内貯蓄の拡大で共通している。

次期政権下で改革スピードの加速が期待されるインド

両国の次期政権またはその有力候補の経済政策を、現政権と比較してみると、幾分期待の度合いが異なる（第3表）。インドのモディ新政権は、燃料を中心とした補助金改革を進めるほか、財政再建に向けて懸案の財・サービス税（GST）導入を推進していく考え。厳しい解雇規制が残る労働関連法の見直しや土地収用問題の改善、高速道路や都市ガスなどのインフラ投資もマニフェストに盛り込まれた。国内の物流インフラの効率化を通じたインフレ抑制効果が期待される総合小売業の外資規制緩和に対して反対が明記されたが、総じて見れば多くの構造改革の前進に期待が持てる。

インドネシアでは改革の方向性には依然不透明な部分も

インドネシアでも燃料補助金の削減、それによる財源確保と道路や空港・港湾、工業団地等のインフラ投資の拡大については、具体的な政策目標が提示され前進が期待される。ただし、労働市場の規制緩和や外資規制などの方向性は依然不透明である。

これらを踏まえると、次期政権による経済改革は、両国共に前進が期待できそうだ。インドでは投資拡大を起点とした国内の供給力拡大が雇用・所得・支出への好循環に繋がるには相当の時間を要するとみられるが、中期的に見れば今回の政権交代が経済回復への分岐点になることが見込まれる。他方、インドネシアについては、引き続き連立政権が予想されることなどから改革実行のスピードは幾分限られる公算が大きいのが、インフラ投資促進などを通じ成長をサポートすると考えられる。

（シンガポール駐在 中村 逸人）

第3表：インドとインドネシアの次期政権の経済政策の評価

	インド		インドネシア		
	前政権の政策	次期政権の政策の方向感	現政権の政策	次期政権の政策の方向感	
補助金削減	<ul style="list-style-type: none"> 2012年9月、2013年1月、同5月に燃料補助金削減 支払い制度を効率化 2013年9月、貧困層8億人へ食料を提供する食糧法が可決 	<ul style="list-style-type: none"> 依然補助金負担大 食糧法成立は財政再建に逆風 財政赤字は2013年度、2014年度に縮小見込みも支出構成は悪化 	<ul style="list-style-type: none"> 2005年以降、計4度に亘り燃料補助金を削減、燃料小売価格は都度上昇（2008年12月には引き下げも実施） 	<ul style="list-style-type: none"> 燃料補助金は4年以内に撤廃、貧困者への直接支給に切り替え（ジョコ・ウィドド氏） 補助金60兆ルピア（約52億ドル）を節約（大統領選マニフェスト） 	○
財政赤字削減	<ul style="list-style-type: none"> グローバル金融危機後、財政赤字が急拡大 2016年度に同▲3.0%目標を盛り込んだ財政改革ロードマップ発表 	<ul style="list-style-type: none"> GST導入に向けて州政府と協力を推進（BJPマニフェスト） GST導入を支持（モディ氏） 	<ul style="list-style-type: none"> 国家財政法（財政赤字の名目GDP比が3%未満）等、法的な拘束の下、財政赤字は比較的小規模 補助金支出がインフラ財源を圧迫 	<ul style="list-style-type: none"> 財政については明確な方向性は見えていないが補助金の削減自体は財政効率化に寄与 	○～△
外資規制緩和 法制・制度整備	<ul style="list-style-type: none"> 2012年9月、10月、2013年8月に外資規制を緩和 総合小売業への参入を現地調達比率や後方インフラ投資を条件に出資上限51%で許可 民間航空、放送、保険・年金、通信、保健の規制緩和 	<ul style="list-style-type: none"> 総合小売業の外資規制緩和には反対（BJPマニフェスト） 雇用創出分野・インフラ特殊技術関連等を中心にFDI推進（BJPマニフェスト） 	<ul style="list-style-type: none"> 2014年のネガティブリスト改正について外資系企業からは規制強化に対する不満の声 2014年5月の第3次改正では医薬品製造・ベンチャーキャピタル等の規制が緩和の一方、倉庫・小売・エネルギーの一部で規制強化も 	<ul style="list-style-type: none"> 閣争民主党はメガワティ元大統領時代から幾分保護主義的スタンスが強いが、外資規制に関する政策の方向性は現時点で不明確 投資認可所要日数を15日以下に短縮（大統領選マニフェスト） 	△
労働規制緩和	<ul style="list-style-type: none"> 総じて労働者保護色の強い政策を採用 	<ul style="list-style-type: none"> 厳しい解雇規制存在 複雑かつ時代に合わない労働法を見直す（BJPマニフェスト） 	<ul style="list-style-type: none"> 労働法の改正案を国会に提出も、労働組合や労働者によるデモが発生、野党の抵抗も大きく改正は見送りに 	<ul style="list-style-type: none"> 労働者が過度に保護する法制度に対する実業界の不満強い 労働政策に対する明確な言及はないが、PDI-P・メガワティ元政権下で成立した2003年労働法は硬直的な労働市場の一因 	△
土地収用の改善	<ul style="list-style-type: none"> 1984年の土地収用法を改正、土地収用プロセスを透明化し、関係者間での争議を減らす・住民への補償を手厚くすることが目的 	<ul style="list-style-type: none"> 土地収容の長期化、コストの上昇への懸念高まる 	<ul style="list-style-type: none"> 土地収用問題に対処するための「国家土地利用政策」により非耕作地の取得とその開発について検討（BJPマニフェスト） 		○
インフラ投資促進	<ul style="list-style-type: none"> インフラ案件に係る汚職問題の影響で大型インフラ投資の許可が大幅に遅延 	<ul style="list-style-type: none"> 内閣投資委員会を設置、許認可手続き一部進展も、財政硬直化により公共インフラ投資は限定的 	<ul style="list-style-type: none"> 2009年1月に新鉱業法が施行、川下産業の育成を目的に未加工鉱石の輸出規制が強化 	<ul style="list-style-type: none"> 2014年1月からニッケル、ボーキサイト、銅の輸出が事実上困難に ジャカルタ州知事時代には都市交通システムを中心にインフラ整備に注力 道路2,000km、10空港・10港湾の新設・補修、工場団地10か所の新設、インフラ開発銀行の新設（大統領選マニフェスト） 	○

（注）『評価』のうち、○は前・現政権の政策・足元の状況から改善がみられるもの、△は大きな変化がないもの、×は悪化が見込まれるもの。
（資料）インド人民党マニフェスト、インドネシア大統領選マニフェスト、各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 中国

(1) 現状

景気は引き続き減速

中国経済は減速を続けている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 +7.4%となり、昨年 10-12 月期の同+7.7%から低下。地方政府ごとの実質 GDP 成長率を 1-3 月期と昨年通年で比較すると、全ての地方で 1-3 月期の成長率が低下している（第 4 表）。内陸の「西部」において低下幅の大きな地方政府が多いほか、「東部」の河北省と海南省、「中部」の黒龍江省と山西省でも低下幅が大きかった。直近 4 月の月次指標も、生産や消費など総じて低調な状態が続いている（第 5 表）。

このような景気減速の背景として、①不安定な金融環境からの景気抑制的な動き、②地方政府の高成長志向の一部是正、③住宅市場の増勢鈍化、④綱紀粛正による（高額）消費抑制の継続、⑤大気汚染深刻化による工場操業抑制などが指摘できよう。

消費者物価・住宅価格は上昇率が鈍化

消費者物価については、直近 4 月に前年比+1.8%となり、昨年 10 月（同+3.2%）をピークに上昇率が鈍化。また、住宅価格も 4 月に同+6.4%（70 都市上昇率の単純平均）となり、昨年 12 月（同+9.2%）をピークに上昇率が切り下がってきている。

景気減速を受け、政府は政策を微調整

景気減速を受け、政府は小型の景気下支え策（小企業向け優遇税制措置の拡大、中西部を中心とした鉄道網整備加速、低所得者向け住宅建設加速など）や「農村金融機関の預金準備率引き下げ」を 4 月に発表。政府高官は依然、短期且つ大型の景気対策には消極的な姿勢を示している。

金融政策運営では、農村金融機関以外の預金準備率は据え置かれ、貸出基準金利なども変更されず。公開市場操作を中心に運営されるなか、短期金利の中央銀行誘導目標が不明なこともあり、中央銀行の政策スタンスは引き続き掴みづらい状況にある。代表的な短期金利である 7 日物レポ金利は、このところ 4%を下回る水準で比較的落ち着いた推移となっている。

第 4 表：地方政府別にみた実質 GDP 成長率

		①13年	②14年1Q	②-①			①13年	②14年1Q	②-①
		(前年比、%、%ポイント)					(前年比、%、%ポイント)		
東部	1 河北省	8.2	4.2	▲4.0	中部	17 安徽省	10.4	9.6	▲0.8
	2 海南省	9.9	7.3	▲2.6		18 江西省	10.1	9.3	▲0.8
	3 天津市	12.5	10.6	▲1.9		19 河南省	9.0	8.7	▲0.3
	4 福建省	11.0	9.4	▲1.6		20 雲南省	12.1	7.7	▲4.4
	5 遼寧省	8.7	7.4	▲1.3		21 寧夏回族自治区	9.8	6.9	▲2.9
	6 広東省	8.5	7.2	▲1.3		22 甘肅省	10.8	7.9	▲2.9
	7 浙江省	8.2	7.0	▲1.2		23 広西チワン族自治区	10.2	8.0	▲2.2
	8 山東省	9.6	8.7	▲0.9		24 四川省	10.0	8.1	▲1.9
	9 江蘇省	9.6	8.8	▲0.8		25 陝西省	11.0	9.2	▲1.8
	10 上海市	7.7	7.0	▲0.7		26 内モンゴル自治区	9.0	7.3	▲1.7
	11 北京市	7.7	7.1	▲0.6		27 貴州省	12.5	10.8	▲1.7
中部	12 黒龍江省	8.0	4.1	▲3.9	28 重慶市	12.3	10.9	▲1.4	
	13 山西省	8.9	5.5	▲3.4	29 青海省	10.8	10.1	▲0.7	
	14 吉林省	8.3	7.0	▲1.3	30 新疆ウイグル自治区	—	—	—	
	15 湖北省	10.1	9.2	▲0.9	31 チベット自治区	—	—	—	
	16 湖南省	10.1	9.2	▲0.9	全国	7.7	7.4	▲0.3	

(注) 色付けは、『14年1Q』の成長率が『13年』に比べて2%ポイント以上低下した箇所。
(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 5 表：主な月次指標

	13年			14年			直近の 評価
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
輸出(前年比、%)	5.6	12.7	4.3	10.6	▲18.1	▲6.6	0.9
輸入(前年比、%)	7.6	5.3	8.3	9.9	10.0	▲11.3	0.8
固定資産投資 (年初末、前年比、%)	20.1	19.9	19.6	-	17.9	17.6	17.3
小売売上高(前年比、%)	13.3	13.7	13.6	11.8	12.2	11.9	△
工業生産(前年比、%)	10.3	10.0	9.7	8.6	8.8	8.7	△
製造業PMI	51.4	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3	50.4
非製造業PMI	56.3	56.0	54.6	53.4	55.0	54.5	54.8
消費者物価(前年比、%)	3.2	3.0	2.5	2.5	2.0	2.4	1.8
生産者物価(前年比、%)	▲1.5	▲1.4	▲1.4	▲1.6	▲2.0	▲2.3	▲2.0

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家統計局発表の指標。

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) 中国国家統計局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 見通し

成長率は緩やかな
低下傾向が続く見
通し

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。「輸出の回復」や「綱紀粛正の消費への悪影響一巡」が小幅プラスに働く一方、「信用拡大の抑制」や「構造改革の本格化」を受けた「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3図）。その結果、実質GDP成長率は2013年の前年比+7.7%から、2014年に同+7.2%、2015年に同+6.9%まで鈍化すると予想される。中長期の視点で安定的且つ持続可能な成長が志向されるなか、「信用拡大の抑制」は政権にとって最優先の政策課題であろう。

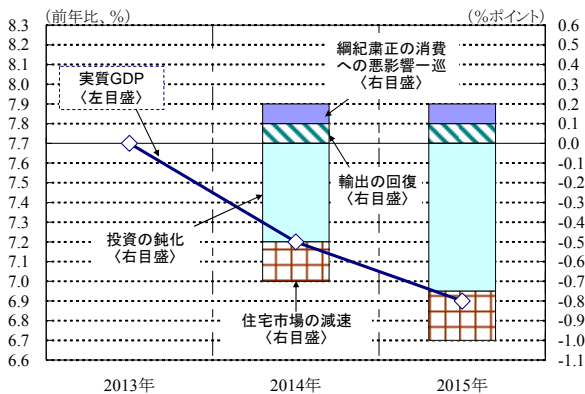
政策対応は微調整
に止まる見込み

なお、3月の全国人民代表大会（全人代）で今年の成長率目標は7.5%に設定されたが、李首相は「柔軟性と許容範囲がある」と発言を加えた。成長率が7.5%から多少下振れる（下振れる可能性が高まる）程度では、大規模な景気対策実施には到らず、政策対応は微調整に止まろう。

下振れリスクは、金
融環境の大幅悪化
など

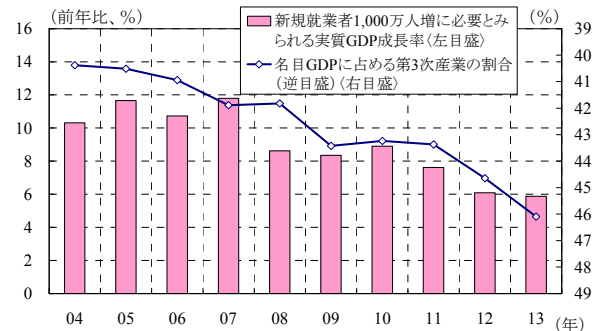
この点につき、政権が重視する雇用面からみても、7.5%成長に固執する必要性は薄れつつある。中国では、労働集約度合いの高い第3次産業の経済に占める割合上昇などにより、1%の経済成長で生み出される（＝経済成長に必要となる）就業者数は増加方向にある。このため、2014年の都市部新規就業者の政府目標（1,000万人以上）は、近年の成長率と就業者の関係でみると、6%程度の成長でも達成される可能性がある（第4図）。
景気の一段の下振れリスクは、①理財・信託商品のデフォルトなどに伴う金融環境の大幅悪化、②国有企業・地方政府プラットフォーム向け融資・債権の不良化急増に伴う金融環境の大幅悪化、③住宅・商業用不動産価格の大幅調整、④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、下振れリスクを抱えながらの状態が続こう。

第3図：実質GDP成長率へ影響を与える主な要因



(資料) 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：都市部就業者1,000万人増に必要なとみられる実質GDP成長率と第3次産業の割合



(注) 1. 2014年の都市部新規就業者の政府目標は1,000万人以上。2013年は900万人以上との目標に対して実績1,310万人。

2. 当該年の実質GDP成長率と都市部新規就業者の関係から算出。

(資料) 中国国家统计局、社会保障部統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通し上のキーポイント①～住宅市場

住宅市場は減速が鮮明化

見通し上のキーポイントとしてはまず、住宅市場の動向が挙げられる。住宅価格は2013年に上昇が顕著となった後、足元では前述の通り上昇ペースが鈍化してきている。また、販売用住宅着工面積（1-3月：前年比▲27.2%）や住宅販売面積（1-3月：同▲5.7%）などは減少に転じている（第6表）。

住宅市場減速の背景は複合的

住宅市場減速の背景として、①2013年10月頃からの（地方）政府による住宅価格抑制策強化（2軒目の住宅購入時の頭金最低比率引き上げなど）、②住宅・不動産関連の金融環境の悪化、③このところの住宅供給過剰、④住宅価格の（可処分所得比などでみた）割高感などが指摘できる。

住宅市場の減速はしばらく続く見通し

今後の住宅市場は、これらが重石、下押し圧力となることで、暫く減速が続く見通しである。ただし、上記①からの下押し圧力は今後軽減される公算が大きい。事実、安徽省や浙江省の一部地方政府は早くも住宅規制の緩和に乗り出しており、今後、他の地方政府の追随も見込まれる。また、②からの下押し圧力も、幾分改善される可能性がある。中央銀行は5月、住宅ローン審査の迅速化を銀行に要請。住宅・不動産関連の金融環境改善に取り組む姿勢を示している。こうしたことから、大幅な住宅市場調整や住宅価格下落は回避されそうだ。

住宅市場減速の景気への悪影響として、(a)住宅投資の抑制、(b)住宅関連消費の抑制（第5図）、(c)住宅価格下落による個人消費への逆資産効果、(d)住宅の担保価値毀損による資金調達環境悪化、(e)地方政府の土地譲渡金収入減少などが考えられる。

地方政府の土地譲渡金収入の動向にも注意が必要

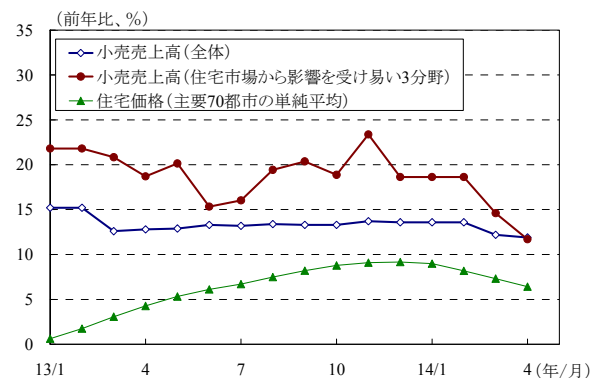
このうち(e)について、地方政府の土地譲渡金収入は、2013年に前年比+44.7%（4.1兆元）へ回復した後、1-3月期も同+40.3%と高めの上昇率を記録していたところ（前掲第6表）。土地譲渡金収入減少が大幅となる際には、地方政府の債務返済能力にも注視が必要となろう。

第6表：住宅・不動産関連指標

指標	2013年 (1-3月)	2013年 (4-6月)	2013年 (7-9月)	2013年 (10-12月)	2014年 (1-3月)	現状 評価
① 全国の住宅価格 (70都市平均、前年比)	1.8%	5.2%	7.5%	9.0%	8.2%	▲
② 北京の住宅価格 (前年比)	5.9%	11.7%	15.0%	16.2%	12.4%	▲
③ 上海の住宅価格 (前年比)	3.7%	10.2%	15.4%	18.1%	15.4%	▲
④ 販売用住宅着工面積 (前年比)	▲0.8%	5.8%	14.1%	28.2%	▲27.2%	×
⑤ 住宅販売面積 (前年比)	41.2%	23.8%	14.9%	7.2%	▲5.7%	×
⑥ 住宅ローン新規増加額 (前年比)	36.8%	187.6%	163.2%	23.6%	15.2%	▲
⑦ 固定資産投資(不動産業、前年比)	24.1%	22.2%	18.2%	19.8%	16.3%	▲
⑧ オフィス着工面積 (前年比)	▲1.3%	13.1%	8.6%	35.0%	▲21.5%	×
⑨ 地方政府土地譲渡金 収入(前年比)	46.6%	46.0%	55.5%	36.2%	40.3%	○

(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5図：小売売上高と住宅価格



(注)『小売売上高(住宅市場から影響を受け易い3分野)』は、家具、建材、家電の上昇率を単純平均した数値。

(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

(4) 見通し上のキーポイント②～“信用拡大の抑制”

“信用拡大の抑制” 見通し上のキーポイントとして、2つ目には“信用拡大の抑制”が挙げられる。社会融資総量^(注1)のうち新規実行額をみると、2014年1-3月に前年比▲9%となり、2013年7-9月、10-12月に続いてマイナスとなった。内訳では、高リスク先への債権を多く含むとみなされている委託・信託貸付などの抑制が目立つ。社会融資総量の残高は、名目GDP比180%程度(2013年末)と依然高水準であるため、“信用拡大の抑制”は長期(5～10年)に亘って続く見通しである。

急速な信用収縮は回避されるも、リスクは存在 急速な信用収縮については、政府がコントロールし回避されるとみられるが、暫くは重大なリスクとして残り続けよう。なかでも理財・信託商品は、①残高規模が大きいこと、②短期間の調達であること、③高リスク先の投融资との結び付きが強いこと、などから金融システムへ大きな影響を与え得るため、特に注意が必要といえる。

特に理財・信託商品の動向に注意が必要 仮に理財・信託商品でデフォルト圧力が高まった場合、損失負担の主体によって金融システムや経済への影響が異なろう(第7表)。まず、組成・販売金融機関が損失を負担するシナリオでは、カウンターパーティリスクが高まり、中国国内で金融危機的状況が発生するリスクがある。個人投資家がデフォルトを負担するシナリオでは、信用の収縮が景気を下押すことに加え、社会不安が一段と高まるリスクがある。中央・地方政府が損失負担するシナリオでは、緊縮財政運営が景気の下押しとなるが、短期的な景気への悪影響度合いは相対的には最も軽いと考えられる。

(注1) 実体経済が金融機関(銀行、証券、保険などの金融機関ならびに証券市場)などから調達した資金の合計額。

第7表: 理財・信託商品でデフォルト(圧力)が大規模となった際に想定されるシナリオ

損失負担	想定されるリスク	概要	景気への悪影響度合い
組成・販売金融機関 (デフォルトを抑制)	中国国内で金融危機的状況が発生	①金融機関は大規模な損失負担で、デレバレッジを強める ②不十分な情報開示と複雑な商品性が、金融機関のカウンターパーティリスク上昇に拍車、金融市場は凍結状態に ③預金保険が存在しないなか、預金者による銀行への取り付け(騒ぎ)が頻発 ④景気は大幅に失速し、マイナス成長に ⑤資本規制の存在から、海外への金融危機の波及は抑制される可能性がある	●●●
シナリオB (個人)投資家	信用が急速に縮小、抗議デモが相次ぎ社会不安が高まる	①個人投資家は理財・信託商品の解約へ殺到、理財・信託商品は期間のミスマッチが大きいと、大規模な流動性リスクに直面 ②流動性リスクに金融機関が融資で対応するも、経済全体でみた信用は急速に縮小、景気を下押し ③元本保証と受け止めていた個人投資家は抗議デモを実施、社会不安が一段と高まる ④個人投資家は手元資金の範囲内での投資が多いため、保有資産の売却圧力は限定的、但し高額消費などは抑制される	●●
中央・地方政府 (デフォルトを抑制)	緊縮財政が景気を下押し、モラルハザードが助長され問題は先送り且つ拡大	①損失負担で中央・地方政府の財政状況が悪化、緊縮財政運営が景気の下押しに ②政府保有の米国債や海外資産が大規模に売却される展開も想定される ③モラルハザードが助長され、理財・信託商品は拡大基調を維持	●

(資料) 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 見通し上のキーポイント③～改革の進展状況

改革実現に向けた動きはまずまず 見通し上のキーポイントの3つ目として、改革の進展状況を確認しておきたい。中国経済は多くの構造問題を抱えており、中長期的に成長率が下方屈折するリスクを抑制し、安定成長を維持するために、多くの改革実施が不可避な状況となっている。昨年11月の三中全会で打ち出された改革案（『決定』）に関し、急速な実現は困難ながら、足元までの実現に向けた動きはまずまずと評価できる（第8表）。過去3ヵ月程度では特に、「国有企業改革」（国有企業の一部事業の民間開放）や「金融自由化」（為替レートの変動幅拡大や民間銀行試行プログラムなど）における進展が目立っている。

新型都市化政策にはリスクも存在 改革実現に向けた動きのなかで、3月には国務院から新型都市化計画が発表された。計画は2014～20年を対象としており、“人の都市化”を重視する方針を打ち出している。中国における従来の都市化の問題点は、①“建物の都市化”や“土地の都市化”への偏重、②必ずしも戸籍転換を伴わない都市部常住人口の増加、など。今回の計画は、都市化の質的転換を促すものとなっている。

しかしながら、①初めて掲げられた戸籍ベースの都市化率目標は高めであること（2012年実績：35.3%→2020年目標：45%前後）、②インフラ整備に依然として数値目標が多いこと（公共交通利用率・水道普及率・汚水処理率など）などから、一段の地方財政悪化や過剰投資をもたらす可能性も否定できない。今後の取り組み状況に留意が必要である。

（栗原 浩史）

第8表：三中全会の主要決定事項（経済関連）の進展状況

決定事項		実現 難易度	進展状況	進展 評価
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、共同抛出を認める）	高	-	△
	土地売却収入の分配制度を確立	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 (3月)新型都市化計画公表	○
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り入れを認める試験的プログラムを年内に慎重に実行する、(3月)10の地方政府の試験的債券発行を承認	○
	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	国有企業の国庫納付金比率を20年までに30%へ引き上げ（納付金は民生の保障と改善へ）	高	(3月)中央企業の国庫納付金比率を引き上げ	○
	国有企業改革への民間参加奨励	中	(2月)シノベック、マーケティング部門の最大30%を売却し、民間資本受入へ、(3月)中国鉄路総公司、今年発足予定の開発基金に民間投資受入へ、(3月)中信集団、香港子会社へ大規模な資産売却を発表、(4月)国家電網、事業の一部を民間へ開放へ、(3月)CNPC、6つの事業分野を民間に開放へ	◎
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、資本自由化	中	(3月)為替レートの変動幅拡大、(4月)上海・香港株式市場の相互取引試行 (4月)国務院、資本市場の健全な発展促進に関する意見	○
	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	(3月)天津・上海・浙江・広東で民間銀行試行プログラムを開始する(10社)	○
	価格統制の緩和(水、石油、天然ガス、電気、輸送、通信等) 「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)	中 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	△ 済

(資料)各種資料より三菱東京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。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+3.9%と、過去 10 年間の平均成長率とほぼ同程度まで回復(第 6 図)。民間消費は同+2.6%と堅調に推移、輸出も同+4.6%と 2 四半期続けて加速した。

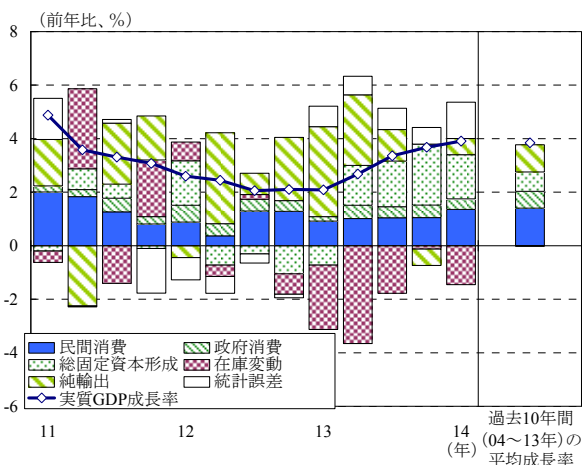
成長率は 2015 年に
かけて緩やかに加
速する見込み

今後の韓国経済は、内外需ともに持ち直しが続き、2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+3.4%、2015 年は同+3.7%と緩やかな加速を予想する。

輸出については、最大の輸出先である中国(2013 年の輸出シェア: 26.1%)の減速が下押しするものの、先進国経済の回復などを追い風に、今後も一定の伸びを確保すると見込まれる。輸出を牽引役として、消費や投資といった内需も底堅く推移するだろう。また、2 月下旬に朴大統領が発表した「経済革新 3 カ年計画」(2014~17 年)は、ベンチャー企業育成のために 3 年間で約 4 兆ウォン(約 4,000 億円)を投じることや、規制緩和による投資の促進、雇用の創出などを掲げており、今後の成長への寄与が期待される(第 9 表)。

もっとも、足元では 4 月に発生した旅客船沈没事故の政治・経済への影響が強まりつつある。消費や企業の広告活動などで自粛の動きが続いている状況を受けて、政府は内需刺激策の予算 7.8 兆ウォン(約 7,800 億円)の執行を前倒しで実施することを決定した。短期的な景気の腰折れは回避されるとみられるが、事故後の政府の対応が問題視されたことなどで、朴政権の支持率は急低下している。仮に、6 月 4 日の統一地方選挙の結果が朴政権の政策運営を揺るがすものとなれば、痛みを伴う改革や規制緩和といった政策の推進力が損なわれる可能性もある。(坂東 輝昭)

第 6 図：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 9 表：経済革新 3 カ年計画の主な概要

目標	指針	行動計画
国民幸福時代の実現	経済基盤の強化に向けた改革実施	<ul style="list-style-type: none"> 公共部門改革 債務の削減、年金制度の見直し 民間部門改革 不公正取引の是正、労使関係の改善 セーフティネット強化 失業補償の拡充
	創造経済の推進	<ul style="list-style-type: none"> 創造経済 中小企業の成長支援、新産業の育成、起業家支援 未来への投資 研究開発投資の拡大、エネルギー供給の安定 海外市場の開拓 FTAの推進、中小企業の活動支援
	内需促進	<ul style="list-style-type: none"> 消費の振興 家計の負債比率改善、住宅市場の改革 投資の促進 規制緩和、サービス産業の重点育成 女性と若年者の雇用創出 労働のフレキシブル化

(資料)韓国企画財政部資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

緩やかな回復が持続

台湾経済は緩やかな回復が続いている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+3.1%と昨年 10-12 月期 (同+2.9%) から幾分加速。内訳をみると、政府消費が前年比マイナスとなったものの、輸出 (同+3.9%) や個人消費 (同 2.7%) は堅調を維持した。

その後の月次指標をみても、4 月の輸出が前年比+6.2%、輸出受注が同+8.9%となり、共に好調な結果。このところの輸出は、品目でみるとスマートフォンなどが伸び、地域別には中国向けが弱め一方で米国や EU 向けが回復している (第 7 図)。

今後の成長ペースは輸出を起点に高まる見通し

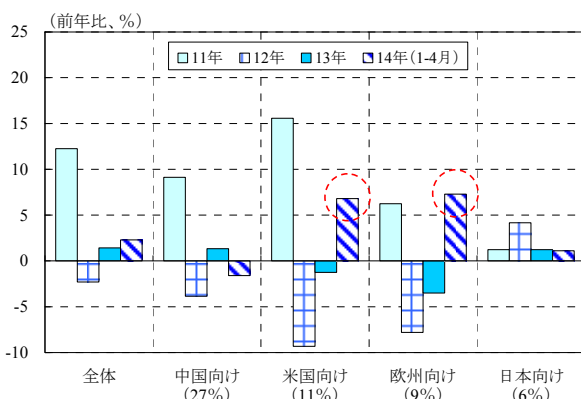
今後の台湾経済は成長ペースがやや高まろう。実質 GDP 成長率は、2013 年の前年比+2.1%から、2014 年は同+3.5%、2015 年は同+3.7%への加速が見込まれる。輸出は、減速が続く中国向けの動向は不透明ながら、欧米を中心とした先進国向けで、引き続き回復が期待できる。主力のスマートフォンについては、世界的な普及一巡まで、今暫く順調な輸出拡大が続くそう。台湾経済は典型的な輸出主導型であり、内需も運行して底堅さを増すとみられる。足元の失業率は 4%程度と 2008 年以来の低水準にあり、消費者物価も 0~2%程度で安定 (第 8 図)。輸出を起点とした経済の好循環がもたらされ易い状況といえる。

馬政権の対中融和路線は一定程度修正を余儀なくされる可能性も

なお、3 月に中台サービス貿易協定 (昨年 6 月調印) に反対する学生が立法院 (議会) を占拠。政権側が監査法制定などで譲歩したことにより事態は収束したものの、馬政権の対中融和路線は一定程度の修正を余儀なくされる可能性がある。台湾は、2 月に中国と当局間の直接対話メカニズム形成で合意するなど、中国との経済協力深化も期待されていたところであった。中国经济との関係が深い台湾にとって、中期的な経済への影響が懸念される。

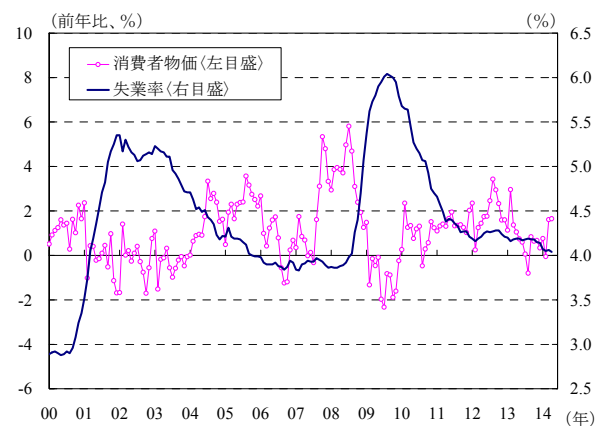
(栗原 浩史)

第 7 図: 相手先別にみた輸出



(注) 括弧内の数値は、輸出に占める各国・地域の2013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

第 8 図: 消費者物価と失業率



(資料) 台湾予算会計統計局統計より三菱東京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。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+2.5%となり、昨年 10-12 月期（同+2.9%）から幾分減速。内訳では、財輸出が大きく減速したものの、投資や政府支出は底堅く推移した。輸出の減速は、悪天候による米国景気の一時的鈍化などが背景にあると考えられる。

外需の持ち直しを受け、成長率は小幅ながら高まる展開を予想

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。ただし、不動産市場の減速で内需が伸び悩むことで、成長率加速は小幅に止まりそうだ。実質 GDP 成長率は、2013 年の前年比+3.0%から 2014 年に同+3.3%、2015 年に同+3.7%と段階的に高まっていくと予想する。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。

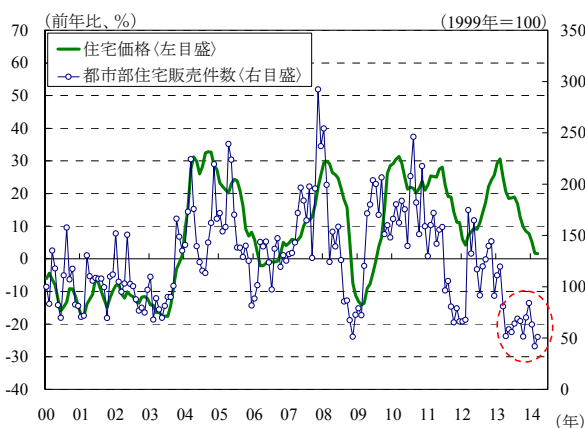
不動産価格の動向が焦点

見通し上のポイントは、引き続き不動産市場の動向である。香港の住宅・商業用不動産価格（オフィス・小売施設・工場）は、2008 年以降に大きく上昇した後、米国の量的金融緩和縮小（観測）や香港政府の不動産規制強化などを受け、昨年半ば頃より横這いで推移。また、住宅販売件数などは低迷が顕著になっている状況だ（第 9 図）。今後の不動産価格については、①米国の金融出口戦略は緩やかなペースに止まる可能性が高いこと、②不動産市場への下押し圧力が強まった際には、政府による規制緩和（印紙税規定変更など）が見込まれること、などから大幅な調整は回避されると見込むが、不確実性は高く注視が必要である。

中国向け与信の動向にも注視が必要

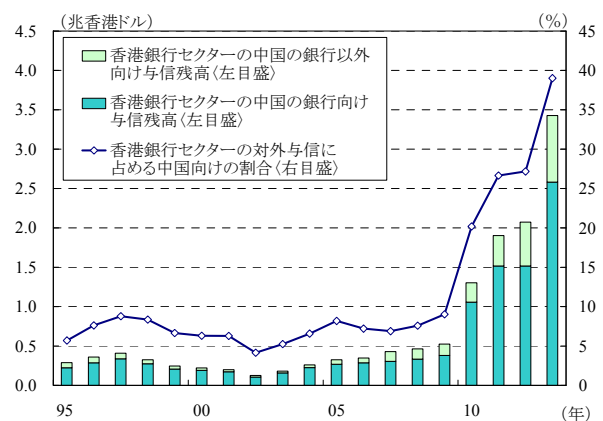
また、香港銀行セクターの中国向け与信の動向も注目される。香港銀行セクターの中国向け与信（「銀行向け」と「銀行以外向け」の合計）は、2010 年頃より急拡大しており、2013 年末時点では対外与信全体の 39%程度に達している（第 10 図）。中国経済は、信用が積み上がっているなかで、しばらく成長率の低下傾向が見込まれる状況。香港の銀行セクターにとって、不良債権が増加するリスクも否定できない。（栗原 浩史）

第 9 図: 住宅価格と販売件数



(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

第 10 図: 銀行セクターの中国向け与信



(資料) 香港金融管理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。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+4.9%と前期から変わらず、引き続き堅調に推移しているといえる。輸出が同+6.8%と高い上昇率を示したほか、個人消費も同+2.8%と6 四半期ぶりに上昇率が加速した。業種別には、製造業が輸出の拡大に牽引され約 2 年ぶりの高成長、サービス業も卸・小売や運輸・倉庫などを中心に底堅く推移した。

2015 年にかけても
外需が牽引役とな
り、底堅い成長を見
込む

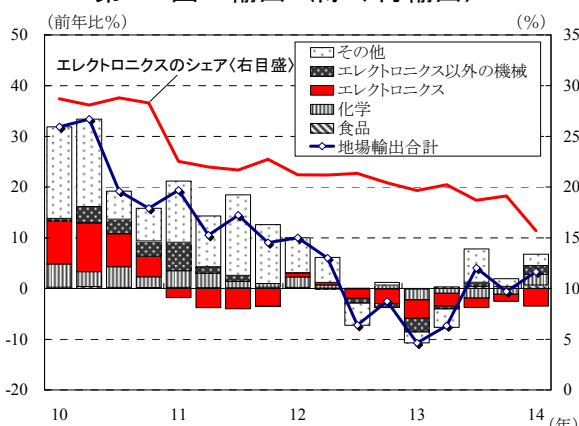
先行きも外需に牽引され、景気は堅調な推移を続ける見込みだ。輸出は主力産業であったエレクトロニクス競争力低下が近年懸念されていたが、輸送・精密エンジニアリングや石油関連、医薬を含む化学などが競争力を付けつつある（第 11 図）。足元でもエレクトロニクス輸出が依然前年比マイナス圏で推移するなか、化学やエレクトロニクス以外の機械輸出はプラスに転じている。内需面では、良好な雇用環境と賃金上昇が引き続き個人消費の支えとなろう。物価は需給の引き締まりを映じて緩やかな上昇基調を辿るとみられる。ただし、その上昇ペースは、住宅価格・賃料や車両購入権価格が政府・中央銀行の過熱抑制策を受けて落ち着きを取り戻しており、家計の購買力を損なわない程度に止まろう。こうしたなか、実質 GDP 成長率は 2014 年に前年比+3.9%、2015 年も同+4.0%と昨年同様、NIEs で最も高い成長が見込まれる。

外国人労働者の流
入規制による労働
力確保難が成長の
抑制要因に

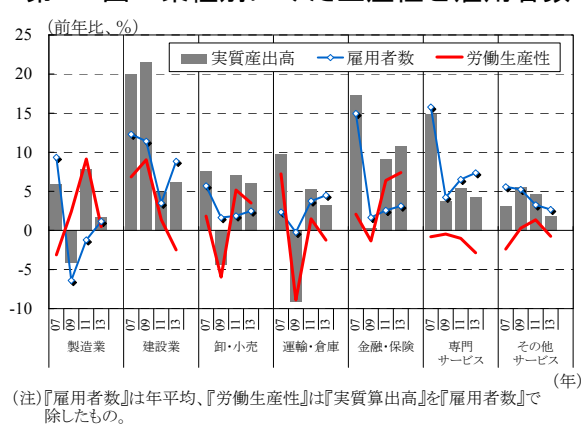
一方、景気抑制要因として懸念される点が、外国人労働者の規制強化の問題である。外国人労働者の規制は、人口増に伴う国民の不満の緩和と国全体の労働生産性を向上させることを目的に 2010 年から強化され始めた。しかしながら、金融保険業を除けば生産性の顕著な改善は窺えず、労働力流入が減少した分だけ成長も抑制されるという構図である（第 12 図）。2014 年度予算にも生産性・技術革新クレジット制度や ICT 活用支援などの施策が盛り込まれたものの、生産性向上に向けた取り組みは今のところ道半ばにあるといえる。

（シンガポール駐在 中村 逸人）

第 11 図：輸出（除く再輸出）



第 12 図：業種別にみた生産性と雇用者数



（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

（注）『雇用者数』は年平均、『労働生産性』は『実質算出高』を『雇用者数』で除したもの。
（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

投資の鈍化と規制強化に伴う輸出減により、成長率は幾分低下

インドネシア経済は幾分減速している。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+5.2%と昨年 10-12 月期の同+5.6%からやや低下し、2009 年 7-9 月期以来の低成長となった。個人消費（同+5.6%）が底堅さを保った一方、総固定資本形成（同+5.1%）は鈍化傾向。加えて、輸出（同▲0.8%）も、輸出品の高付加価値化を目的に、未加工鉱石の輸出を禁じる規制が今年 1 月に本格導入された影響などで、減少に転じた（第 13 図）。

海外企業の機械・設備投資は低迷、直接投資は 5 年ぶりの前年割れ

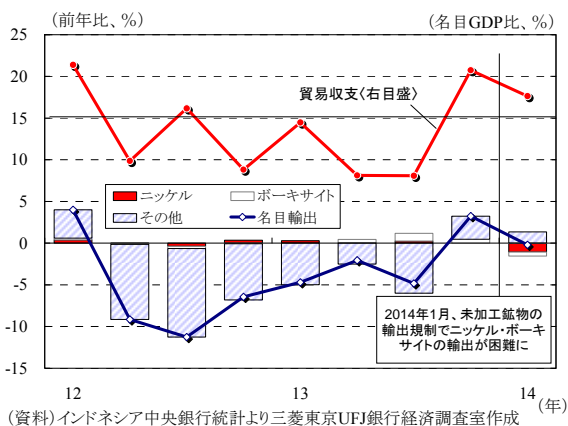
総固定資本形成は、海外企業による機械・設備など建設以外の投資を中心に鈍化してきている（第 14 図）。直近 1-3 月期は対内直接投資実行額も 2009 年 1-3 月期以来、5 年ぶりのマイナスとなった。海外企業の投資減速の背景には、4 月の総選挙と 7 月の大統領選挙を前にした投資手控えのほか、インフレや金利高、インフラ不足、外資規制・労働規制などが指摘できる。大統領選の有力候補であるジョコ・ウィドド氏や比較第一党となった闘争民主党の労働市場における規制緩和や外資規制面の方向性は不明確であるが、大統領選後は投資手控えの解消が見込まれる。実質 GDP 成長率は 2014 年に前年比+5.6%、2015 年に同+5.4%と底堅い成長が続く見通しである。

インフレ率は目先鈍化へ

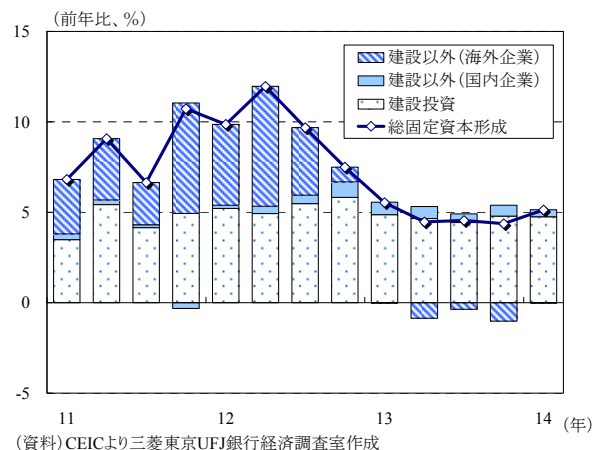
物価については、昨年 5 月の燃料価格引き上げの影響が一巡し、インフレ率は目先大きく鈍化しよう。ただし、ルピア安による輸入物価上昇圧力が残るほか、燃料補助金の追加削減の可能性も排除できない。中央銀行は当面政策金利の高め維持を通じて、物価抑制と経常赤字削減を目指すと思われる。

(シンガポール駐在 中村 逸人)

第 13 図：名目輸出



第 14 図：総固定資本形成



(2) マレーシア

内需が鈍化するなか、輸出拡大が景気を牽引

マレーシア経済は国内民間需要が緩やかに減速する一方で、輸出の拡大により景気は堅調に推移している。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.2%と昨年 10-12 月期の同+5.1%から加速し、2012 年 10-12 月期以来 5 四半期ぶりの高さとなった。輸出が同+7.9%と 3 年半ぶりの高い伸びを記録したことが主因。他方、個人消費と総固定資本形成はそれぞれ同+7.1%、同+6.3%と減速が続いた。昨年 9 月の燃料補助金削減、同 10 月の砂糖補助金の廃止、今年 1 月の電力料金引き上げが企業と家計のセンチメントの悪化に繋がっている模様だ。

利上げ観測と来年 4 月の GST 導入により消費は伸び悩む展開

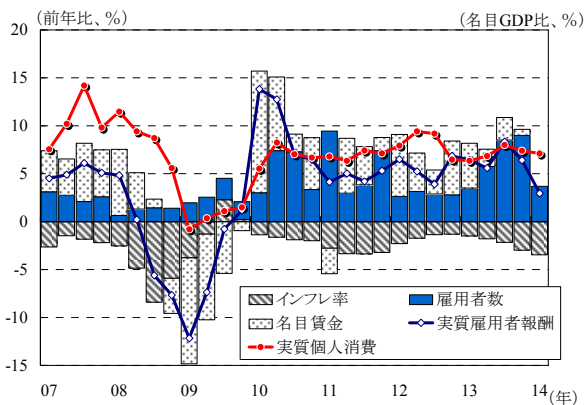
今後については、個人消費は上昇率の鈍化が継続する可能性が高い。実質雇用者報酬は、雇用者数と名目賃金の上昇率の鈍化に昨年後半以降のインフレ率の上昇が加わって、直近 1-3 月期には前年比+3.0%と約 4 年ぶりの低い上昇率を示した（第 15 図）。インフレ率が加速するなか、2013 年末時点で名目 GDP 比 86.8%まで拡大した家計債務の問題にも対応するため、中央銀行は年内にも利上げを実施するとの観測が強まっており、市中金利は上昇傾向にある。このため、資金調達コスト上昇と個人向けローンの増加率鈍化が耐久消費財を中心とした個人消費の抑制要因となろう。加えて、2015 年 5 月に予定される GST の導入が家計の実質購買力を低下させることから、2015 年にかけても個人消費は伸び悩む展開が予想される。

消費の鈍化を輸出拡大が下支え、2015 年も景気は底堅さ維持

一方、輸出は堅調な拡大を続ける公算が大きい。マレーシアは輸出依存度が 2013 年時点で 82.9%と、タイ（73.6%）やベトナム（73.5%）と比較しても高く、且つ先進国向けの高付加価値品輸出の割合が大きいことから、この先予想される先進国景気の回復から受けるメリットは相対的に大きいと考えられる（第 16 図）。これらを踏まえると、実質 GDP 成長率は 2013 年の前年比+4.7%から 2014 年に同+5.4%へ加速した後、2015 年も同+4.8%と外需に支えられる形で底堅く推移する見通しだ。

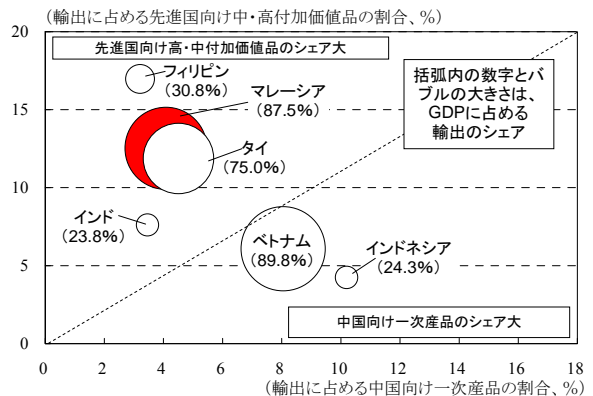
（シンガポール駐在 中村 逸人）

第 15 図：雇用者報酬と個人消費



（注）『雇用者報酬』は製造業。
（資料）CEIC、マレーシア中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 16 図：輸出依存度と輸出の品目別シェア



（注）輸出の品目別シェアは2012年時点。輸出依存度はGDPベース、2013年時点。
（資料）UNCTAD、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) タイ

政局混迷の影響により 1-3 月期はマイナス成長

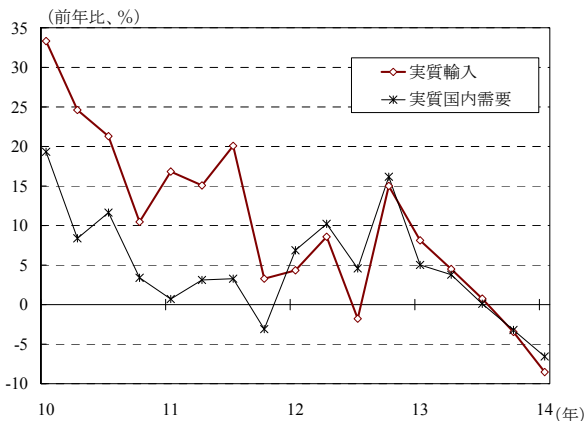
タイでは政局混迷による経済への悪影響が続いている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は内需の減少により前年比▲0.6%と、大洪水による被害を受けた 2011 年 10-12 月期以来のマイナスとなった。民間消費（同▲3.0%）は、2012 年末に期限切れとなった自動車購入支援策の反動減による影響が続いたことに加えて、政局混迷による消費者マインドの悪化や所得鈍化が下押し圧力となった。総固定資本形成（同▲9.8%）を投資の主体別にみると民間（同▲7.3%）、政府（同▲19.3%）がともに減少し、種類別にみても機械設備投資（同▲8.9%）と建設投資（同▲11.8%）が減少する結果となった。企業の投資マインドの停滞、投資案件の認可遅延、予算執行の遅れなどが重なって、投資を抑制した。また、内需減退を受けて輸入（同▲8.5%）も大幅に減少した（第 17 図）。財輸出（同+0.8%）は小幅に回復したものの、外国人観光客の減少によりサービス輸出（同▲4.2%）が下押しされた結果（第 18 図）、輸出全体（同▲0.4%）では 6 四半期ぶりに減少した。

新政権の発足までには 1 年余りを要する可能性

タイ経済ではこの先も、暫く停滞が続く見込みである。5 月 22 日の軍事クーデターにより、タクシン派と反タクシン派が互いに歩み寄りをみせない膠着状態からは抜け出し、今後は新政権発足に向けた動きが徐々に進展していくと想定される。2006 年 9 月のクーデター発生時は、約 1 カ月後の 10 月に暫定政権が発足、翌 2007 年 8 月に新憲法を公布・施行、同年 12 月に総選挙、2008 年 2 月に新政権が発足と、クーデター発生から新政権発足までに約 1 年 5 カ月を要した（第 10 表）。

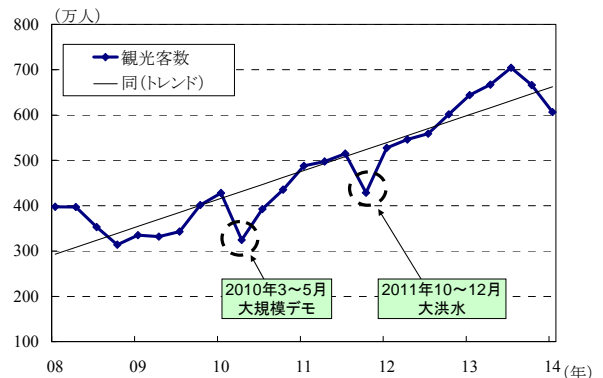
今回も同様の流れで事態が進むと仮定すると、新政権発足までに 1 年余りを要するとみられるが、その間、混迷収束への道筋が徐々に明らかとなるなかで、企業や消費者のマインド悪化を通じた経済への悪影響は逡減し

第 17 図：実質国内需要と実質輸入



(資料)タイ国家経済社会開発委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 18 図：外国人観光客数



(注) 1. 『観光客数』は、当室にて季節調整。

2. 『トレンド』の算定期間は、2008年1-3月期から2013年7-9月期。

(資料)タイ入管管理局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ていくと考えられる。一方、資金調達法案が違憲判決を受けた運輸インフラ投資計画など、インラック政権下で策定された計画の多くは、実行が大幅に遅延する見込みである。また、少なくとも戒厳令が解除されるまでの間は、外国人観光客数が減少基調を辿る公算が大きい。海外からの投資については、5月からタイ投資委員会（BOI）が投資案件の承認業務を再開したものの、海外企業は当面の投資の様子見するとみられる。

2014年の成長率は前年比+1.0%止まり、2015年は新政権発足に向けた動きが進展して持ち直し

この結果、2014年の実質GDP成長率は前年比+1.0%まで抑制されるだろう（第19図）。消費と投資の低迷により、内需に限れば2009年以降のマイナス成長となる見込みだ。輸入も内需の低迷に合わせて減少すると考えられる。輸出は、財輸出が海外経済の回復を背景に一定の伸びを確保するとみられるが、サービス輸出は1月の非常事態宣言と今回5月の戒厳令発令により外国人観光客数が下押しされるため、減少を余儀なくされるだろう。新政権発足に向けた動きが進展すると想定される2015年は、抑制されていた消費や投資が持ち直し、同+4.3%の成長率を予想する。

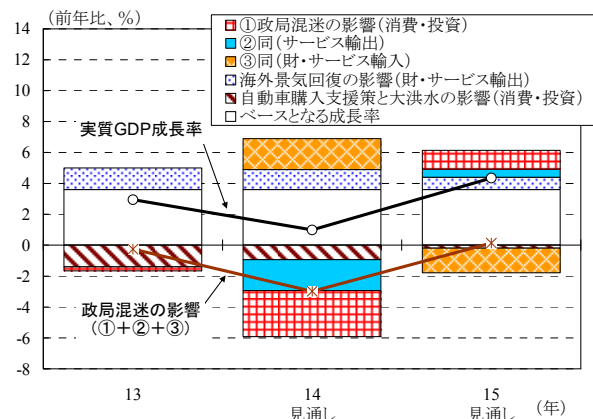
（坂東 輝昭）

第10表：2006年9月のクーデター発生後の動向

日付	出来事	クーデター発生からの経過期間
2006年9月19日	クーデター発生	-
10月1日	暫定憲法公布・施行、暫定首相就任	約1ヵ月
10月9日	暫定政権発足	
2007年1月26日	戒厳令解除	約4ヵ月
8月19日	新憲法の是非を問う国民投票実施	約11ヵ月
8月24日	新憲法公布・施行	
12月23日	新憲法に基づく下院総選挙	約1年3ヵ月
2008年1月21日	新国会召集	約1年4ヵ月
2月6日	新政権発足	約1年5ヵ月

（資料）各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：実質GDP成長率の変動要因



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

(4) フィリピン

高成長を維持するも、足元では台風被害の影響が下押し

フィリピン経済は高成長が続いている。2013年の実質GDP成長率（前年比+7.2%）は、アジア主要国の中では中国（同+7.7%）に次ぐ高さとなった。ただし、昨年11月の台風被害の影響が足元でも続いており、1-3月期の実質GDP成長率は同+5.7%と、2011年10-12月期以来の低水準となった。月次統計では、3月の工業生産額が同▲0.8%と11ヵ月ぶりのマイナス、稼働率は昨年12月をピークに低下傾向にある（第20図）。実質GDP成長率に対する在庫投資の寄与度（同▲0.9%ポイント）は5四半期ぶりのマイナスとなっており、生産面で生じた悪影響を反映したものとみられる。一方、民間消費（同+5.8%）や固定資本形成（同+11.2%）は堅調を維持、輸出（同+12.6%）は昨年10-12月期（同+3.2%）から加速した。

2014年と2015年には6%台の成長を確保する見通し

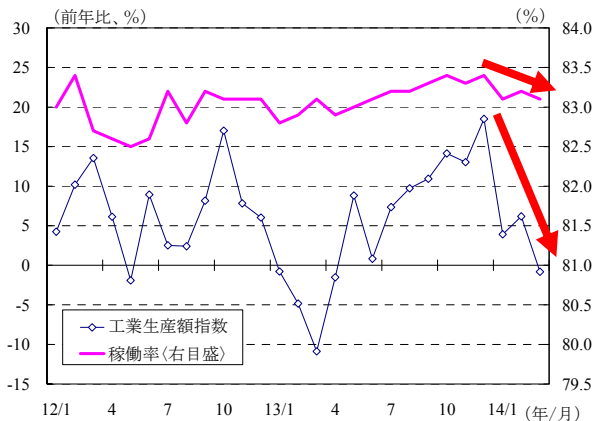
今後のフィリピン経済は、暫く台風被害の影響により下押しされるものの、復興需要や堅調な内需を牽引役として拡大を続け、2014年の実質GDP成長率は前年比+6.6%、2015年は同+6.2%と高めの成長を維持するだろう。

個人消費については、雇用環境の改善持続が見込まれることや、個人消費に対して約2割の規模となる海外労働者送金の増加が引き続きサポート要因となるだろう。海外労働者送金（米ドル建て）はリーマン・ショック以降、主に労働者数の増加を通じ、概ね前年比+5~10%のペースで増加を続けているが、この先、先進国の景気が回復するなかで、労働者の賃金上昇を通じた伸び率の拡大も期待できる（第21図）。

海外からの直接投資も増加傾向が続くとみられる。フィリピン経済区庁（PEZA）が公表した1~4月の投資認可額は前年比+25%、PEZA登録企業の従業員数も同+17%と、いずれも増加傾向が続いている。この先も固定資産投資や雇用の拡大などを通じて、フィリピンの成長率底上げに寄与する見込みだ。

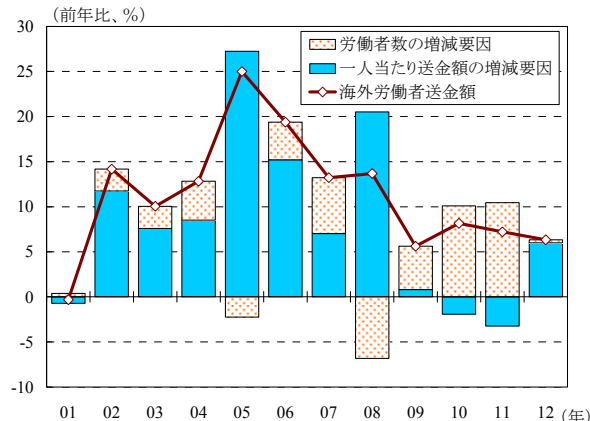
（坂東 輝昭）

第20図：工業生産額と稼働率



(資料)フィリピン国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第21図：海外労働者送金額の変動要因



(資料)フィリピン中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) ベトナム

緩やかな回復が継続

ベトナム経済は緩やかな回復が続いている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+5.0%とまずまずの結果。自動車販売は同+29.1%と回復基調が続くなか、実質小売売上高は同+6.0%と底堅く推移、輸出も同+12.2%と堅調に推移した（第 22 図）。

成長率は緩やかに加速する見込みながら、南シナ海情勢の動向には留意が必要

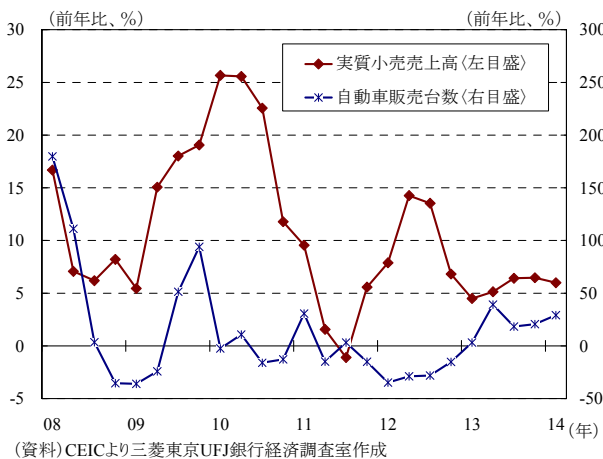
2014 年と 2015 年の実質 GDP 成長率は、不良債権問題が残るなかでも前年比+5.4%、同+6.0%と緩やかに加速していく見込みである。

輸出は、先進国経済の緩やかな回復にあわせて拡大傾向が続くと予想される。特に、近年の輸出増加を牽引してきた携帯電話は、海外大手メーカーにおいてベトナムでの生産能力を拡充する動きが相次いでおり、今後も輸出押し上げに寄与することが期待できる。消費も、雇用と物価が安定するなかで底堅さを維持する見込みだ。

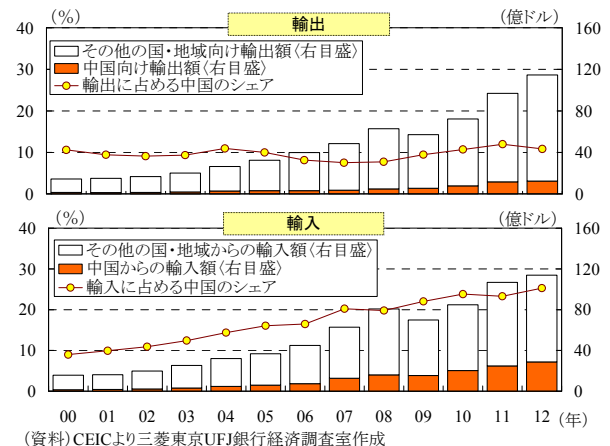
ただし、5 月初旬以降の対中関係悪化が一段と深刻化する場合には、経済への大きな下押し圧力が生じる虞がある。投資と貿易の側面から中国とベトナムの経済的繋がりを確認してみると、まず投資面では中国からベトナムへの直接投資新規認可額は 2013 年に 23 億ドルと前年の 8 倍に急増した。もっとも、GDP 比 1%程度に止まることから、投資が急減した場合にも影響は限定的と考えられる。貿易面では、中国からの輸入を通じた結び付きが緊密である（2012 年の中国からの輸入シェアは 25%。第 23 図）。輸出は、海外メーカーからの委託生産品が中心であることから、ベトナム製品への不買運動が発生する可能性は低いとみられる。もっとも、ベトナムはアジア系製造業の加工・組立拠点であるため、反中デモの過熱によりサプライチェーンが分断される場合などには、輸出・輸入の両面から経済への悪影響が拡大する可能性がある点には留意しておく必要がある。

（坂東 輝昭）

第 22 図：実質小売売上高と自動車販売台数



第 23 図：輸出入額と中国のシェア



5. インド

内需を中心に低迷が継続、対外収支は改善が一服

インド経済は引き続き低迷状態にある。足元の経済指標も、自動車販売台数が1-3月期に前年比▲6.9%の大幅減の後、4月には同▲9.5%と減少幅が一段と拡大。鉱工業生産は1-3月期に同▲0.5%と2四半期連続のマイナス、輸出も同▲2.1%と3四半期ぶりに減少する等、総じて冴えない結果となっている。高金利とインフレが内需を抑制するなか、昨年末以降のルピー反発が輸出の重石となった。対外収支面では、昨年後半に金を中心とした輸入減によって貿易赤字が大きく縮小したが、金輸入の縮小余地が乏しくなるなか、輸出伸び悩みを受けてここ数ヶ月は改善傾向が一服している。

インフレ率低下により消費は最悪期を脱する見込み

引き続きインフレ懸念が根強いなか、インド中銀は、今年1月に設定した「2015年までに消費者物価上昇率を8%未満へ低下させる」という目標に向けて、当面は引き締めスタンスを維持しよう（第24図）。金融引き締めや輸入物価上昇圧力の一服により、インフレ率は緩やかに鈍化に向かうと予想される。このため、2014年後半にかけて家計の実質購買力低下にも歯止めがかかり、個人消費は最悪期を脱していくことが見込まれる。

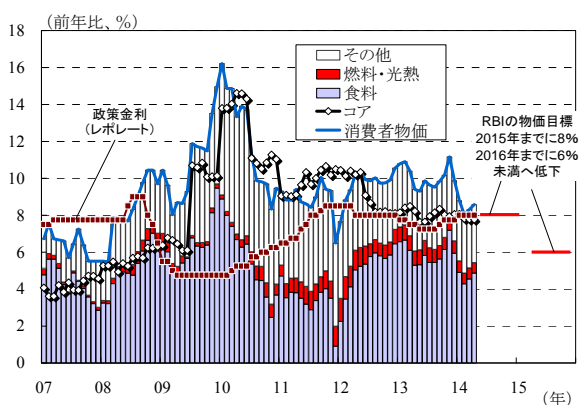
投資の加速は見込みにくい状況

投資に関しては、過去の借入にかかる利払い負担が増大しており、金利高が引き続き重石となろう（第25図）。一方、2015年には首相直轄下で1,000億ルピー以上の大型インフラ投資案件を集中審議する内閣投資委員会（CCI）で承認された300件以上の投資プロジェクトが徐々に顕在化するとみられるほか、新政権の構造改革が投資マインドを上向かせることも期待される。結果、実質GDP成長率は2014年度に前年比+5.5%、2015年度は同+5.7%と回復には転じるものの、その改善ペースは緩やかに止まろう。

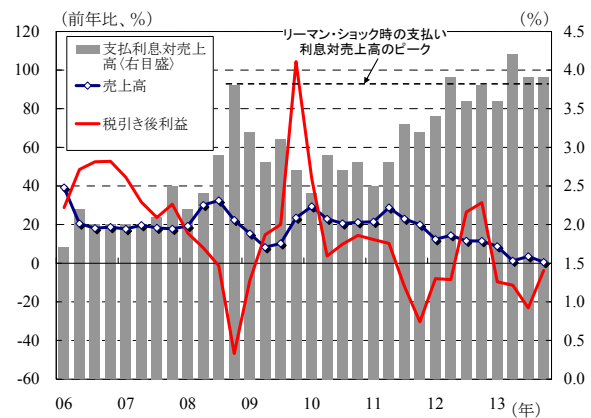
2014、2015年度も緩やかな回復に止まる見込み

（シンガポール駐在 中村 逸人）

第24図：消費者物価と政策金利



第25図：企業業績と利払い負担



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思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。