

# アジア経済の見通し

～資源安と金融緩和が内需拡大の支えとなるも、輸出の伸び悩みにより力強さを欠く展開～

## 1. アジア経済の現状

**全体として力強さに欠ける展開** アジア経済は緩やかな成長を続けているが、総じて力強さに欠ける展開となっている。直近 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、多くの国で前期から鈍化した（第 1 表）。中国では、不動産市場の調整継続や過剰投資の抑制など景気への下押し圧力が強まっており、前年比+7.0%（2014 年 10-12 月期：同+7.3%）へ減速した。NIEs でも、輸出の伸び悩み等を受け、成長ペースが減速ないし略横這いで推移した。ASEAN については、相対的に高めの成長を維持しているものの、資源国であるインドネシアやマレーシアで輸出の減速を主因に下押し圧力が強まっている。また、タイでも、同+3.0%と前期から成長率の加速がみられたが、家計のバランスシート調整や輸出の伸び悩みが重石となり回復ペースは引き続き緩やかである。

第 1 表:アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率

(前年比、%)

	2013年				2014年				2015年
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
中国	7.7	7.5	7.8	7.7	7.4	7.5	7.3	7.3	7.0
韓国	2.1	2.7	3.2	3.5	3.9	3.4	3.3	2.7	2.5
台湾	1.4	2.6	1.4	3.4	3.4	3.9	4.3	3.5	3.4
香港	3.4	3.1	3.1	2.8	2.7	2.0	2.9	2.4	2.1
シンガポール	1.5	4.0	5.0	5.4	4.6	2.3	2.8	2.1	2.6
<b>NIEs</b>	<b>2.0</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>	<b>3.6</b>	<b>3.8</b>	<b>3.2</b>	<b>3.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>
インドネシア	5.6	5.6	5.5	5.6	5.1	5.0	4.9	5.0	4.7
マレーシア	4.3	4.6	4.9	5.0	6.3	6.5	5.6	5.7	5.6
タイ	5.3	2.7	2.6	0.7	▲ 0.4	0.9	1.0	2.1	3.0
フィリピン	7.7	7.9	6.8	6.1	5.6	6.7	5.5	6.6	5.2
ベトナム	4.8	5.0	5.5	6.0	5.1	5.3	6.1	7.0	6.0
<b>ASEAN5</b>	<b>5.6</b>	<b>5.2</b>	<b>5.1</b>	<b>4.7</b>	<b>4.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>	<b>5.0</b>	<b>4.7</b>
インド	4.7	7.0	7.5	6.4	6.7	6.7	8.4	6.6	7.5
<b>アジア11カ国・地域</b>	<b>5.7</b>	<b>6.5</b>	<b>6.7</b>	<b>6.6</b>	<b>6.4</b>	<b>6.4</b>	<b>6.5</b>	<b>6.2</b>	<b>6.1</b>

(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. アジア経済の見通し

2016年にかけての  
アジアの実質成長  
率は6%近辺に止  
まる見込み

アジア経済の先行きを展望すると、資源安の継続が引き続き ASEAN・インドを中心に内需の下支えとなることが見込まれる一方、外需の伸び悩みが NIEs を中心に成長ペースを下押しする公算が高い。また、2016年にかけて、米国での金融出口戦略実施に伴う緩和的な金融環境の縮小・終了が、消費や投資拡大ペースの抑制を通じて成長の重石になることが予想される。アジア11カ国・地域の実質 GDP 成長率は、2015年が前年比+6.1%、2016年は同+6.0%となる見込みである（第2表）。

中国では構造調整  
を背景に緩やかな  
成長ペースの減速  
が続く

国別にみると、まず中国では、不動産市場の調整継続や過剰設備投資の抑制などを背景に、景気の減速が続く見通しである。但し、資源や重工業への依存が高い地域を中心に景気失速リスクへの懸念が強まっていることなどから、財政・金融両面からの下支え策が強化される公算が高い。2015年の実質 GDP 成長率は前年比+6.8%、2016年には同+6%台半ばと緩やかな減速が続くと予想する。

NIEs 経済は輸出の  
不振を背景に力強  
さに欠ける展開

NIEs の実質 GDP 成長率は、2015年、2016年ともに同+3%程度に止まる見込みである。先進国経済は緩やかながら回復に向かうものの、最大の輸出先である中国経済の減速などに伴う輸出の伸び悩みなどから、景気は力強さに欠けるものとなろう。韓国では、金融緩和や不動産融資規制の緩和などを背景に、不動産取引の活発化など、一部景気対策の効果も窺われるが、依然高水準にある家計の利払い負担などが引き続き消費拡大の重石になるとみられる。また、米ドルペッグ制により金利が米金利に連動する香港では、米国の出口戦略実施に伴う金利上昇が、不動産投資の抑制等を通じ、成長を下押しする公算が高い。

第2表:アジア経済見通し総括表

	名目GDP(2014年)		実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	シェア、%	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
中国	10.38	60.9	7.4	6.8	6.5	2.0	1.5	1.8	2,197	3,129	2,970
韓国	1.42	8.3	3.3	3.2	3.3	1.3	0.9	1.9	892	900	878
台湾	0.53	3.1	3.8	3.4	3.5	1.2	0.2	1.2	653	671	620
香港	0.29	1.7	2.5	2.3	2.0	4.4	3.1	3.0	56	51	31
シンガポール	0.31	1.8	2.9	3.2	3.3	1.0	0.3	1.2	588	612	671
NIEs	2.54	14.9	3.2	3.2	3.2	1.6	0.9	1.8	2,189	2,234	2,200
インドネシア	0.89	5.2	5.0	5.2	5.4	6.4	6.4	5.1	▲262	▲197	▲195
マレーシア	0.33	1.9	6.0	4.8	5.0	3.1	2.5	2.6	151	118	123
タイ	0.37	2.2	0.7	3.5	3.7	1.9	0.2	2.4	131	184	117
フィリピン	0.28	1.7	6.1	6.1	6.0	4.2	2.4	3.0	127	101	87
ベトナム	0.19	1.1	6.0	6.1	6.3	4.1	2.5	5.0	94	65	75
ASEAN5	2.06	12.1	4.6	5.0	5.2	4.5	3.7	3.9	241	272	206
インド	2.05	12.0	7.3	7.6	7.9	6.0	5.4	5.6	▲275	▲255	▲339
アジア11カ国・地域	17.04	100	6.4	6.1	6.0	2.7	2.2	2.5	4,352	5,380	5,037

(注)インドは年度(4月~3月)ベース。

(資料)各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ASEAN 経済はごく  
緩やかな加速にと  
どまる

ASEAN5 カ国の実質 GDP 成長率は、2015 年の同+5.0%から 2016 年には同+5.2%へと緩やかに加速する見込みである。インドネシアでは、予算執行の加速や直接投資回復がプラス材料ながら、引き締め的な金融政策や外需不振が引き続き重石になるとみられる。タイでも、高水準の家計債務が消費の抑制要因となることや、輸出の伸び悩みなどが今後も成長ペースを抑制するとみられ、2015 年の成長率は同+3.5%、2016 年は同+3.7%と、力強さに欠ける回復となろう。

インド経済は、投資  
の緩やかな持ち直  
しで回復持続へ

インドでは、消費・投資の持ち直しに牽引され、緩やかながらも回復が続くと予想する。資源安などに伴うインフレ率低下と実質購買力の改善が個人消費を下支えするほか、今年に入り 3 度にわたる利下げも資金調達コストの低下等を通じて設備投資や消費のプラス材料となろう。モディ政権下で拡大している直接投資も景気を下支えする公算。実質 GDP 成長率は、2015 年度の同+7.6%に対し、2016 年度が同+7.9%と緩やかに高まる見通しである。

インフレ圧力緩和  
で、金融緩和の動き  
が続く

金融政策面では、資源安に伴うインフレ圧力の緩和を受け、アジア主要国・地域で金融緩和の動きが続いている（第 3 表）。中国は預金準備率の引き下げのほか、昨年 11 月以降 3 回目となる追加利下げを 5 月に実施。タイでは 3、4 月と 2 会合連続の利下げ、インドでは 6 月に今年 3 度目となる利下げ、韓国では 3 月に続き 6 月に追加利下げが実施された。

今後についても、インフレ率の低位安定が続くなか、緩和的な金融政策が続くと想定されるが、米国金融出口戦略の影響も睨みつつ、徐々に緩和度合いは縮小に向かうとみられる。インフレ目標達成や経常赤字縮小への配慮が必要なインドネシアでは、引き締め的な金融政策が維持されよう。

第 3 表：アジア主要国・地域の金融政策

		消費者物価上昇率(前年比、%)						政策金利の変化 (2014年7月～直近)	足元の政策 スタンス
		2014年			2015年		直近 直近の加 減速		
		4-6 月期	7-9 月期	10-12 月期	1-3 月期	直近			
N I E S	中国	2.2	2.0	1.5	1.2	1.5	↓	▲40bp、▲25bp、▲25bp (2014年11月)(2015年3月)(同5月)	緩和
	韓国	1.6	1.4	1.0	0.6	0.4	↓	▲25bp、▲25bp、▲25bp、▲25bp (2014年8月)(同10月) (2015年3月)(同6月)	緩和
	台湾	1.6	1.5	0.8	▲0.6	▲0.9	↓	不変	中立
	シンガポール	2.4	0.9	▲0.1	▲0.3	▲0.5	↓	通貨高ベースを 調整。(2015年1月)	引き締めの 緩和
A S E A N 5	インドネシア	7.1	4.4	6.5	6.5	6.8	↑	+25bp、▲25bp (2014年11月)(2015年2月)	引き締めの 緩和
	マレーシア	3.3	3.0	2.8	0.7	1.8	↓	+25bp (2014年7月)	中立
	タイ	1.7	2.0	1.1	▲0.5	▲1.0	↓	▲25bp、▲25bp (2015年3月)(2015年4月)	緩和
	フィリピン	4.4	4.7	3.6	2.4	2.2	↓	+25bp、+25bp (2014年7月)(同9月)	中立
	ベトナム	4.7	4.3	2.6	0.7	1.0	↓	不変	中立
	インド	8.1	7.4	5.0	5.3	4.9	↓	▲25bp、▲25bp、▲25bp (2015年1月)(同3月)(同6月)	緩和

(注)1. 香港は米ドルペッグ制を採用し、米国の金融政策に追随するため掲載せず。  
2. 『シンガポール』の金融政策の対象は為替。  
2015年1月の金融政策見直しでは自国通貨変動幅の傾斜を緩やかにし、引き締め度合いを緩和した。  
3. 『ベトナム』の『政策金利』はリファイナンスレート。  
4. 『直近』は、2015年4月の値。『直近の加減速』は、『2014年10-12月期』からの『直近』の変化の方向を示す。  
(資料) 各国統計、報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. アジア経済の注目点

#### (1) 資源安の影響

家計の実質購買力の改善を通じて内需を下支え

今後のアジア経済を展望する上で、資源安は引き続き大きなポイントの一つである。1-3月期のアジア主要国・地域の実質民間消費は、総じて堅調を保っており、資源安は非資源関連企業の収益改善に伴う雇用・賃金の拡大や、インフレ率鈍化に伴う家計の実質購買力の改善を通じ、個人消費を中心とした内需の下支えになっているとみられる（第4表）。

加えて、資源安は、純輸出のプラス寄与押し上げやマイナス寄与の縮小を通じ、成長率を押し上げる方向に働いている。

原油価格は持ち直しの動きがみられるが、2015年を通じて上値の重い状況が続くとみられ、アジアの多くの国にとっては、引き続き内需を中心とした景気の下支えとなる見込みである。

#### (2) 外需の伸び悩み

欧州や中国をはじめとする新興国向けの伸び悩みが成長を下押し

一方で、想定を上回る輸出の伸び悩みは、成長の追加的な下押し要因として留意が必要である。中国を除くアジア主要国・地域の輸出は1-3月期にマイナス幅を拡大させた（第1図）。価格下落により資源関連を中心に輸出額が減少しただけでなく、世界的な需要の伸び悩みを反映し、相対的に底堅かった非資源輸出額や輸出数量も足元にかけて伸びが鈍化・減少している。

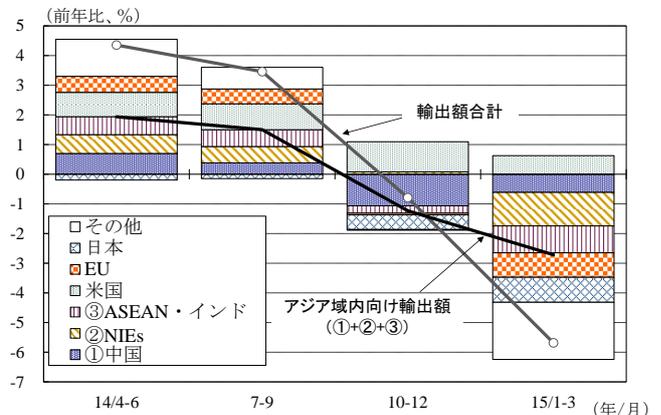
今後は、米国など先進国向けを中心とした輸出の持ち直しが支えになるとみられるが、中国や資源国など新興国の景気減速や、欧州経済の低成長に伴う輸出の持続的な伸び悩みが想定され、輸出依存度の高いNIEsなどを中心に成長を抑制する見込みである。

第4表: アジア主要国・地域の賃金と民間消費

	（前年比、%）							
	実質平均賃金				実質民間消費支出			
	2014年		2015年		2014年		2015年	
	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
中国	9.6	9.3	9.0	8.3	12.3	11.9	11.7	10.5
N 韓国	0.2	0.2	3.2	3.1	1.7	1.5	1.4	1.5
E 台湾	▲0.0	0.3	1.0	2.2	3.3	3.8	2.4	2.5
S 香港	0.7	▲7.5	▲2.5	N.A.	1.8	4.7	4.1	3.5
A シンガポール	0.5	1.4	0.9	3.3	3.1	1.9	2.2	2.8
A インドネシア	8.4	11.5	9.4	N.A.	5.1	5.1	5.0	5.0
S マレーシア	4.0	2.8	0.5	5.3	6.5	6.8	7.6	8.8
A タイ	8.2	6.6	9.8	4.3	0.8	2.5	2.1	2.4
A フィリピン	5.7	6.8	5.0	5.4	5.7	4.9	5.0	5.4
N ベトナム	3.7	4.7	4.2	2.8	6.6	7.6	6.6	9.3
インド	1.1	1.3	2.4	4.2	6.2	7.1	4.2	7.9

(注)1. 『実質平均賃金』は、名目賃金を消費者物価上昇率で実質化したもの。『中国』は可処分所得、『フィリピン』は海外労働者送金で代替。  
2. 『実質民間消費支出』は、『中国』『ベトナム』は小売売上高を消費者物価上昇率で実質化したもの。  
(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: 仕向地別にみた  
アジア主要国・地域(除く中国)の輸出



(注)1. 『ASEAN・インド』は、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナム、インド。  
2. 『輸出額』は、米ドルベース。  
(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 米国金融出口戦略の影響

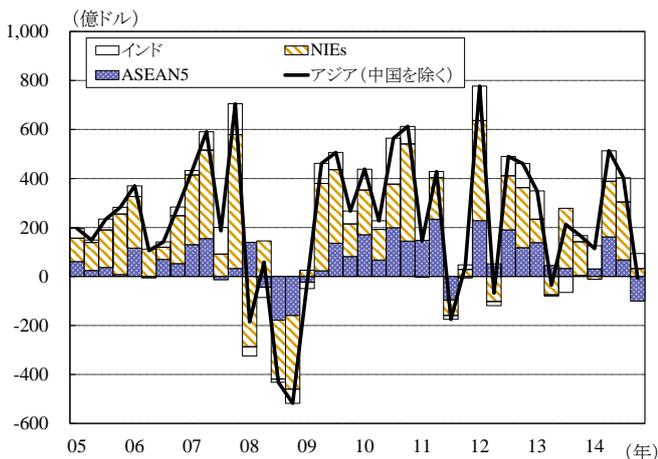
米金融出口戦略の実施に伴う緩和的な金融環境の縮小が成長ペースを抑制

また、2016年にかけて、米国での金融出口戦略実施に伴う緩和的な金融環境の縮小が、消費や投資拡大ペースを抑制し、アジアの成長抑制要因となることが予想される。但し、米金利の上昇ペースが緩やかにとどまるとみられることから、下押し圧力は限られよう。

アジアでは、グローバル金融危機以降、米国における量的緩和や異例の超低金利政策が長期化するなか、高金利や為替差益を狙った海外投資家の資金流入が続いてきたほか、資金調達コストの低下を受け、企業・家計が借入や債券発行などによる資金調達を拡大させてきた(第2図、第5表)。しかし、2014年の米国における資産買入れの段階的縮小・終了を受け、アジアへの証券投資は流入ペースが縮小、2014年第4四半期には、資源安に伴うリスク回避の動きもあり、流出超に転じた。

今後、①米国の利上げ開始に伴う米金利の上昇、ドル高の進行を受け、②アジアでは、資金流入ペースが鈍化または流出し、金利上昇や自国通貨安などを通じた資金調達環境の悪化が、③消費や投資など内需の拡大を抑制し、経済にマイナスの影響を及ぼすことが予想される。特に、米ドルペッグ制により金利が米金利に連動する香港をはじめ、過去数年間で企業や家計の債務残高が大きく膨らんだ国では、利払い負担の増大もあり、これまでのような債務の拡大を前提とした支出拡大が抑制され、成長ペースを制限することが予想される。

第2図: アジア主要国(除く中国)への証券投資



(注) ベトナムは、2005年第4四半期より統計開始、2014年第2四半期以降は未発表。  
(資料) IMF、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5表: アジア主要国・地域の部門別債務残高

	各部門の債務残高 (GDP比、%)			2007年末からの変化幅 (%pt)		
	家計	企業	政府	家計	企業	政府
中国	35.0	151.3	32.5	15.9	52.5	▲ 9.6
香港	63.7	222.2	37.8	12.6	90.5	29.5
韓国	81.9	103.9	51.5	9.7	13.3	6.8
シンガポール	59.9	81.0	49.8	20.9	22.6	13.6
インドネシア	16.4	21.9	13.0	4.1	6.3	▲ 5.4
マレーシア	131.5	130.7	60.5	17.8	21.1	13.2
タイ	73.5	53.9	53.5	25.9	4.7	12.1
インド	8.6	47.3	6.6	▲ 1.5	7.4	▲ 6.5

(注) 1. 債務残高は2014年9月末時点。『政府』は2014年12月末時点。  
2. 『企業』は、社債および金融機関借入を含む。『政府』は、債券のみ。  
3. 『変化幅』の網掛け部分は、10%pt以上の場合。  
(資料) BIS、IMF、ADB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

他方、インドネシアやインドなどでは、各部門の負債拡大の状況からみた金利上昇による直接的な影響は限られるとみられるものの、ドル高＝自国通貨の下落が、消費者物価上昇＝実質購買力低下を通じて消費の抑制に

繋がり易い。今局面においては、資源安の継続もあり、過去のドル高局面に比べて相対的に物価の上昇は抑えられる公算が高いとみられるものの、過去に例を見ない金融緩和状態からの出口戦略となるため、不確実性が高く、留意が必要だ。

#### (4) 中国：景気減速感が強まるなか、政策面からの下支えを強化

**景気は一段と減速** 中国では、1-3月期の実質GDP成長率が前年比+7.0%と前期(同+7.3%)から減速し、月次の経済指標も総じて軟調推移となっており、減速感の強まりが窺われる。特に、遼寧省、山西省などの石炭・鉄鉱石等、鉱物資源や鉄鋼・セメント等の重工業への依存が高い地域では、1-3月期の成長率が2015年通年の目標を大幅に下回り、景気失速が懸念される状況にある(第6表)。

**住宅市場では、地方を中心に調整が長期化** 懸案の住宅市場では、政府の住宅市場挺入れ策や不動産業者の値引き販売等もあり、大都市を中心に販売価格が前月の水準を上回る都市が増えつつある。一方、地方では価格下落が続いているほか、在庫水準が高止まりするなど、二極化が継続している(第3図)。年明け以降、不動産投資が前年比一桁の伸びに鈍化するなど、一段の落ち込みがみられる背景には、需要低迷に加え、社債の格下げ増加などに伴う不動産開発業者の資金調達環境悪化等も影響したとみられる。不動産・建設業は、鉄鋼・セメント等の関連産業を含めてGDPの16%を占め、経済全体への波及効果は大きい。

第6表：中国の地方政府の成長率目標と実績

(%、%ポイント)

		① 2014年 実績	② 2015年 1Q実績	③ 2015年 目標	前年差 ②-①	目標比 ③-②		① 2014年 実績	② 2015年 1Q実績	③ 2015年 目標	前年差 ②-①	目標比 ③-②	
東部	1 北京市	7.3	6.8	7.0	▲0.5	▲0.2	中部	17 安徽省	9.2	8.6	8.5	▲0.6	0.1
	2 天津市	10.0	9.3	9.0	▲0.7	0.3		18 河南省	8.9	7.0	8.0	▲1.9	▲1.0
	3 上海市	7.0	6.6	-	▲0.4	-		19 江西省	9.7	8.8	9.0	▲0.9	▲0.2
	4 江蘇省	8.7	8.4	8.0	▲0.3	0.4		20 内蒙古自治区	7.8	7.0	8.0	▲0.8	▲1.0
	5 浙江省	7.6	8.2	7.5	0.6	0.7		21 重慶市	10.9	10.7	10.0	▲0.2	0.7
	6 広東省	7.8	7.2	7.5	▲0.6	▲0.3		22 陝西省	9.7	6.9	10.0	▲2.8	▲3.1
	7 福建省	9.9	8.5	10.0	▲1.4	▲1.5		23 寧夏回族自治区	8.0	7.0	8.0	▲1.0	▲1.0
	8 山東省	8.7	7.8	8.5	▲0.9	▲0.7		24 新疆ウイグル自治区	10.0	6.9	9.0	▲3.1	▲2.1
	9 河北省	6.5	6.2	7.0	▲0.3	▲0.8		25 青海省	9.2	7.5	8.0	▲1.7	▲0.5
	10 海南省	8.5	4.7	8.0	▲3.8	▲3.3		26 四川省	8.5	7.4	7.5	▲1.1	▲0.1
東北部	11 遼寧省	5.8	1.9	6.0	▲3.9	▲4.1	27 広西チワン族自治区	8.5	7.6	8.0	▲0.9	▲0.4	
	12 吉林省	6.5	5.8	6.5	▲0.7	▲0.7	28 チベット自治区	10.8	10.0	12.0	▲0.8	▲2.0	
	13 黒龍江省	5.6	4.8	6.0	▲0.8	▲1.2	29 雲南省	8.1	7.2	8.5	▲0.9	▲1.3	
中部	14 湖北省	9.7	8.5	9.0	▲1.2	▲0.5	30 甘肅省	8.9	7.8	8.0	▲1.1	▲0.2	
	15 湖南省	9.5	8.4	8.5	▲1.1	▲0.1	31 貴州省	10.8	10.4	10.0	▲0.4	0.4	
	16 山西省	4.9	2.5	6.0	▲2.4	▲3.5	地方目標の加重平均	8.3	7.3	8.0	▲1.0	▲0.6	
							全国	7.4	7.0	7.0	▲0.4	0.0	

(注)1. 『前年差』『目標比』における色付けは、『2015年1Q』の成長率が『2014年実績』『2015年目標』に比べて2%ポイント以上下回った箇所。

2. 上海市は2015年の成長目標を定めない方針を発表。加重平均に際しては、上海市の2015年の成長目標が7.0%として推計。

(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

構造改革を継続しつつも、景気失速の回避に向けた政策対応強化で減速ペースは緩やかに

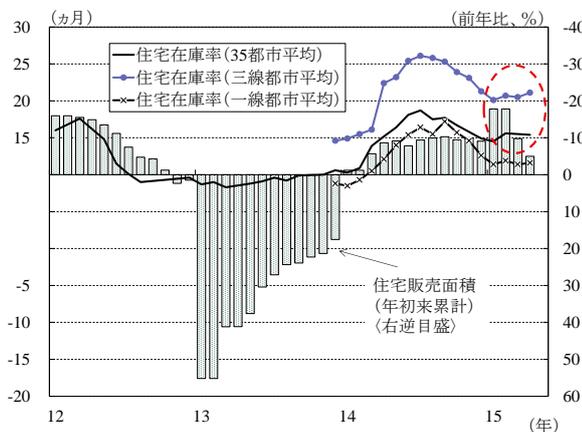
先行きを展望すると、過去の過剰な信用・投資拡大の調整余地は依然大きく、政府は緩やかな成長ペースの低下を容認しつつ、構造改革を継続していくとみられる。但し、景気失速回避に向けた財政・金融両面からの下支え強化により、減速ペースは緩やかなものとなることが見込まれる。

中国人民銀行は、2月と4月の2度にわたる預金準備率引き下げに加え、5月には11月以降3度目となる追加利下げを実施した。企業や地方政府の資金調達コストの引き下げを通じた景気の急失速の回避に加え、5月の預金保険制度導入や地方債発行などを睨んだ流動性供給による金融市場の安定確保などの狙いもあったとみられる。もっとも、預金準備率は18%（全金融機関）と前回の金融緩和局面である2009年の15%に対して依然高水準にあり、追加的な緩和余地はあるとみられる。他方、中央政府も、鉄道・道路など交通インフラを中心に投資の認可を加速している。昨年10月以降の投資認可累計額は約2兆元（GDP比3%）に達し、今後、投資が実行段階に移るにつれて、下振れリスクが強まっている地方を中心に経済を下支えすることが見込まれる。

地方政府債務問題と景気減速下での急速な株高に留意が必要

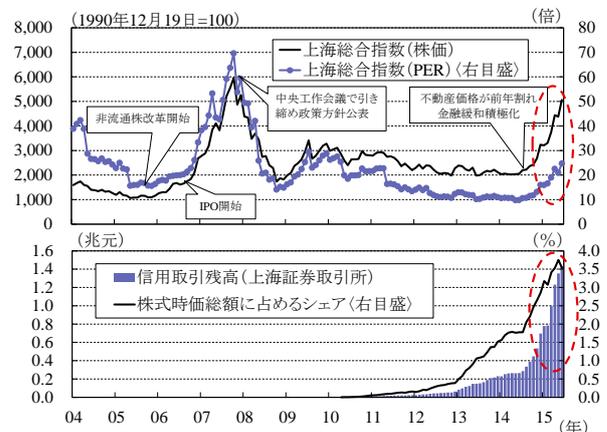
当面のリスクとしては、①地方政府債務問題、②景気減速下での株高などが挙げられる。第1に、不動産市場の低迷が続くなか、土地譲渡金収入への依存度が高い地方政府の財政・債務を巡る問題は、当面の経済・金融市場不安定化リスクの一つとして引き続き注視が必要である。2015年に償還を迎える地方政府債務残高は2.8兆元と2014年（3.6兆元）に続き高水準にあり、中央政府は3月中旬に地方政府債務交換プログラムを公表し（地方債発行枠は当初の総額1兆元から6月に2兆元へ拡大）、8月頃までを目途とした借換債の発行を促している。同プログラムに基づき、江蘇省政府が5月と6月に合計約1,000億元の地方債を発行したほか、新疆ウイグル自治区、湖北省など地方債の発行が相次いでいる。借り換えが必要な地方政府債務残高は引き続き高水準にあり、引き続き予断を許さない状況が続くとみられる。

第3図：中国の住宅販売面積と住宅在庫率の推移



(資料) 中国国家統計局、上海易居房地產研究院統計より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：中国の株価と株価収益率、信用取引残高



(注) 2015年6月9日時点。  
(資料) 上海証券取引所統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2に、景気減速下での急ピッチでの株高にも細心の注意が必要だ。昨年11月に中国人民銀行が利下げに転じて以降、株価が7割強上昇し（上海総合指数）、4月に当局が株式の信用取引に関わる規制強化や空売り規制の緩和を打ち出したほか、5月には一部の証券会社が信用取引融資の条件を厳格化するなど、景気減速下での株高に警戒感が強まりつつある（第4図）。住宅市場の低迷や理財商品への投資抑制などで投資先が限られるなか、個人投資家に対する株式投資規制の緩和<sup>(注)</sup>などもあり、株式市場への資金流入が拡大したとみられる。上海総合指数に限ってみれば、足元の株価収益率（PER）は25倍と2007年の株高局面のピーク時（70倍）に比べて低いが、2009年に発足した新興企業向け市場「創業板」のPERは6月初めに一時147倍まで上昇するなど過熱感が強まっている。信用取引等を利用したレバレッジの急拡大が相場を押し上げている面もあり、その反転が金融市場の不安定化に繋がるリスクには留意が必要だ。

（注）A株（人民元建て）市場の口座は、2015年4月13日から1人20口座まで開設可能となった（従来は1人1口座）。

## （5）タイ：輸出の伸び悩みと高水準の家計負債が今後も回復ペースを抑制

**持ち直しの動きも引き続き回復ペースは緩やか** タイ経済は持ち直しの動きがみられるが、そのペースは緩やかなものに止まっている。1-3月期の実質GDP成長率は、政府の景気刺激策などによる公共建設投資の拡大を主因に、前年比+3.0%と前期（同+2.3%）から加速したが、前期比では+0.3%と小幅なプラスに止まった。

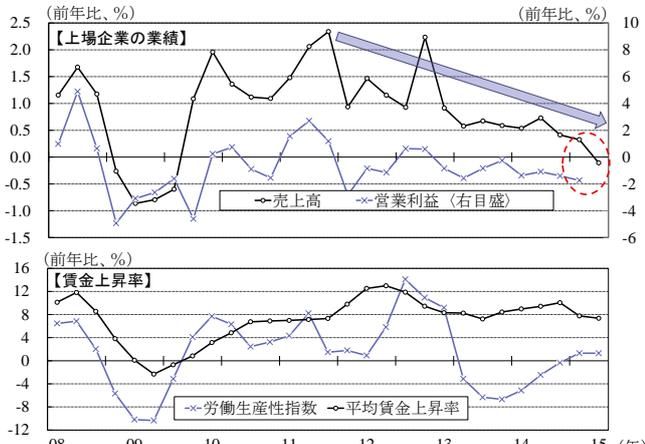
回復のペースが緩やかなものに止まっている要因として、輸出の伸び悩みが挙げられる。輸出は、中国の減速や欧州の低成長などに伴う需要の伸び悩みのほか、1月からのEU一般特惠関税の適用除外、資源価格下落などにより石油製品や農産物を中心に低迷し、成長を下押ししている。更に、輸出企業を中心とした企業収益の悪化が、追加投資余力の制限やマインド悪化などを通じて内需の拡大を抑制している（第5図）。同国では、2011年の大洪水や昨年クオーター後の景気低迷を経るなかでも、最低賃金の大幅引き上げや労働需給の逼迫を受け過去5年間で平均8%の賃金上昇が続いており、大洪水以降は企業業績の趨勢的な低下がみられる。持続的な人件費上昇が、企業収益の圧迫要因に繋がっているとみられることも出来る。

**輸出伸び悩みや家計のバランスシート調整が回復を抑制** 今後も観光業での持ち直しに加え、在庫調整の進展などによる生産底入れの動きや、政府投資の効果が徐々に発現し、内需中心の持ち直しが続く公算が高い。但しそのペースは引き続き緩やかなものとなる見込みである。

まず、外需が伸び悩むなか、当面、輸出主導での高成長は望みにくい。加えて家計消費については、耐久財や非必需品などを中心に伸び悩みが続いている。家計負債が依然高水準にあるうえ、農産物価格下落を背景にした農家の所得減少に伴う返済負担の増加もあり、家計の借入を前提とした

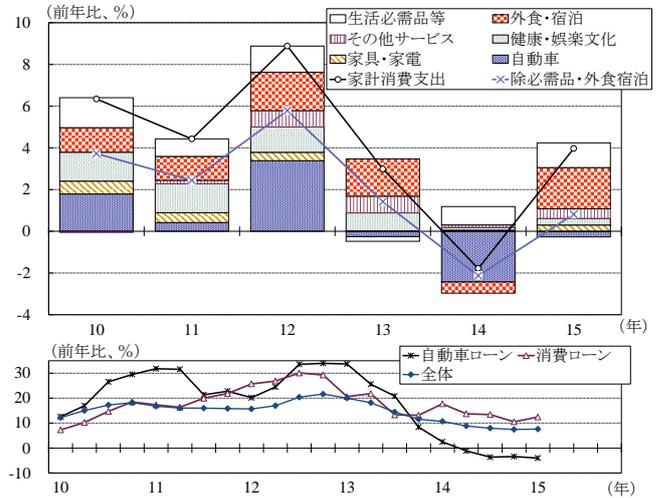
消費拡大が難しくなっていることなどから、今後も内需の回復を抑制する見通しである（第6図）。

第5図：タイの上場企業の業績と賃金上昇率



(注) 1. 『売上高』『営業利益率』は、SET上場企業から金融機関を除いた約400社の売上高規模で加重、且つ中央平均値の比較。  
2. 『賃金上昇率』と『労働生産性』は3四半期移動平均。  
(資料) Bloomberg、タイ商務省・タイ中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：タイの家計消費と家計向けローン



(注) 『生活必需品等』は、食品や衣服、住居関連費など。2015年は第1四半期。  
(資料) タイ国家経済社会開発局、タイ中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希、土屋 祐真、前原 佑香、中村 逸人)

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 竹島 慎吾 shingo\_takeshima@mufg.jp  
 福地 亜希 aki\_fukuchi@mufg.jp  
 土屋 祐真 yuuma\_tsuchiya@mufg.jp  
 前原 佑香 yuka\_maehara@mufg.jp  
 シンガポール駐在 中村 逸人 hayato\_nakamura@sg.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、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませ、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。