

# アジア経済の見通し

～外需の伸び悩みが続くなか、財政・金融政策が内需を下支え～

## 1. アジア経済の現状と見通しの概要

多くの国で成長ペースは勢いを欠く状況

アジア経済は総じて力強さを欠く状況が続いている。域内最大の経済規模を持つ中国では、不動産や過剰な生産能力を抱える重工業での投資の減速を起点とした景気への下押しが続いており、直近 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.8% (7-9 月期：同+6.9%) へ減速し、足元の月次経済指標も総じて軟調な推移となっている。

輸出の不振を背景に低めの成長ながらも、一部持ち直しの兆し

その他のアジアについては、輸出の不振を背景に低めの成長が続いているが、昨年 10-12 月期にかけて一部で持ち直しの兆しも窺われる。台湾については、前期比年率+2.2%と 3 四半期ぶりのプラス成長となり、シンガポールでも同+6.2% (7-9 月期：同+2.3%) と伸びを高めた。ASEAN では、インドネシアが非資源部門での投資拡大を背景に前年比+5.0% (同+4.7%) と 4 四半期ぶりに加速したほか、マレーシアでは資源部門の企業活動停滞が重石となるなか、通貨安を梃子とした非資源輸出の好調や GST 導入に伴うマイナスの影響の一巡などが押し上げ要因となり、同+4.5% (同+4.7%) と底堅い伸びを維持した。フィリピンやベトナムでも内需の堅調を支えに 6~7% と高めの伸びを維持している。一方、タイでは来訪者数 (サービス輸出) の増加や公共投資の拡大などが下支えしたものの、財輸出の不振が重石となり、同+2.8% (同+3.0%) と ASEAN 諸国のなかでも低めの伸びが続いている。

中国では構造調整を背景に成長率の緩やかな低下傾向が続く

先行きを展望すると、まず中国では、政府が「三期叠加 (3 つの時期の重なり)」と称する複合的な調整期にあるなか、成長率の低下傾向が続く見込みである。但し、投資については過剰感が強い不動産や重工業を中心に減速が続く一方、都市化推進に不可欠なインフラ投資等が相応の支えになるとみられる。また、サービス業を中心に雇用・所得環境が総じて安定を維持し、家計部門の需要拡大による景気下支えが続こう。加えて、金融・財政政策による下支えもあり、景気失速は回避されるとみられ、2016 年については前年比+6%台半ばまでの減速に止まると予想する (第 1 表)。

外需の伸び悩みが引き続き成長ペースを抑制

その他のアジア諸国・地域では、輸出の伸び悩みが引き続き成長ペースを抑制するとみられ、力強い成長までは見込み難いが、底堅い内需や財政面からの下支えにより、略昨年並みの成長率を維持すると予想する。輸出については、先進国の緩やかな景気拡大を支えに持ち直しが予想されるものの、資源安や中国経済の減速が重石となろう。このため輸出依存度の高いNIEsの実質GDP成長率は、2015年の前年比+2%近辺に対し、2016年も同+2%台半ばに止まろう。

ASEAN・インドは内需を中心に緩やかに回復

ASEANについても輸出の伸び悩みが引き続き重石となるものの、雇用・所得環境の安定を背景に内需が総じて底堅いことや、景気刺激策による下支えもあり、2016年も同+4%台後半の成長を維持すると予想する。インドネシアでは、インフレ鈍化に伴う購買力改善や利下げ、政府のインフラ投資拡大が内需の支えになるとみられる。ASEANのなかでも外需依存度が高いタイでは、観光客の消費に加え、政府の内需刺激策が引き続き景気を下支えしよう。インドは、低インフレや資源安の継続に伴う実質所得か企業業績の改善が追い風となり、内需を中心に回復が続き2016年度にかけて同+7%台後半と高めの成長率が見込まれる。

リスクは中国経済の失速や世界的なリスク・オフの動きに伴う金融市場の不安定化

当面のリスクとしては、中国経済の一層の変調が挙げられる。仮に資産バブル崩壊やそれに伴う不良債権の増加が景気失速懸念を強め株価や通貨の下落などにつながると、他のアジア諸国も大幅なマイナス影響を免れまい。米国の利上げに伴う世界的なリスク・オフの動きの強まりなどで金融市場が更に不安定化し、資産市場に更に打撃を与える展開となれば、域内全体が大きな調整局面に陥ることにもなりかねず留意が必要である。

第1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	7.3	6.9	6.5	2.0	1.5	1.9	2,197	2,932	2,710
韓国	1.42	8.3	3.3	2.6	2.9	1.3	0.7	1.3	844	1,060	1,044
台湾	0.53	3.1	3.9	0.8	2.4	1.2	▲0.3	1.2	654	724	616
香港	0.29	1.7	2.6	2.4	2.0	4.4	3.0	2.6	36	106	91
シンガポール	0.31	1.8	3.3	2.0	2.5	1.0	▲0.5	0.6	588	705	730
NIEs	2.54	14.9	3.4	2.1	2.6	1.6	0.6	1.3	2,122	2,595	2,481
インドネシア	0.89	5.2	5.0	4.8	5.0	6.4	6.4	4.3	▲275	▲180	▲175
マレーシア	0.33	1.9	6.0	5.0	4.9	3.1	2.1	2.0	145	90	102
タイ	0.37	2.2	0.8	2.8	3.2	1.9	▲0.9	1.0	154	348	212
フィリピン	0.28	1.7	6.1	5.8	6.0	4.2	1.4	2.5	109	78	46
ベトナム	0.19	1.1	6.0	6.7	6.3	4.1	0.6	3.2	95	88	48
ASEAN5	2.06	12.1	4.6	4.8	4.9	4.5	3.2	3.0	228	425	233
インド	2.05	12.0	7.4	7.6	7.9	6.0	4.8	5.0	▲267	▲152	▲232
アジア11カ国・地域	17.04	100	6.4	6.0	5.9	2.7	2.0	2.3	4,279	5,801	5,191

(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

## 2. 見通し上のキーポイント

### (1) 中国経済：過剰生産能力の削減に伴う成長下押しが継続

「中国減速リスク」が再燃するも、経済実体は緩やかな減速が継続

中国では、年初より株価下落や人民元安の進行、資本流出の強まりなど、「中国減速リスク」が再び意識されている。まず月次の経済指標で実体経済の動向を確認すると、生産や投資を中心に総じて弱めのものが目立つが、金融市場の混乱を招くほどの更なる変調が確認されたわけではない（第2表）。焦点となる不動産投資については、政府の挺入れ策等を支えに人口流入の続く都市部を中心に底堅さを維持する一方、高水準の在庫を抱える地方を中心に調整圧力は根強く、地域別でも明暗が分かれている。

株式市場不安定化の背景にはファンダメンタルズ以外の要因が影響

株価下落の背景には、需給悪化懸念や後手に回る政策対応などファンダメンタルズ以外の要因の影響が大きいとみられ、政府の各種株式市場安定化措置で一旦は落ち着きを取り戻した場合でも、歴史的な株式バブル崩壊の先進事例を踏まえると、ファンダメンタルズの裏付けに乏しい以上、先行きについては慎重にみておく必要がある。

資本流出・外準減少の背景には中国企業の人民元安対策も影響

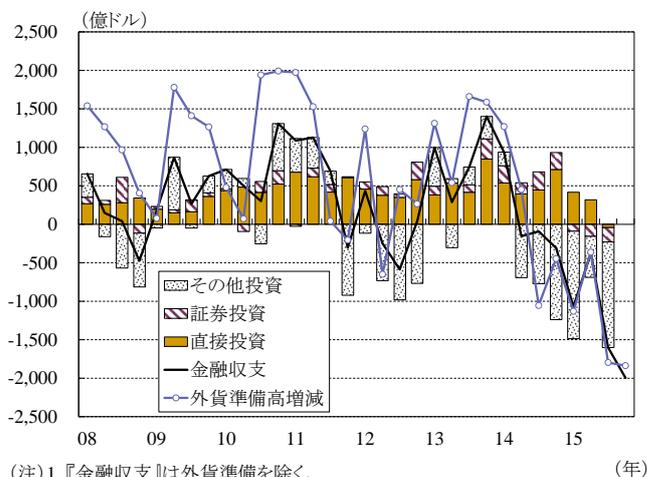
他方、2015年10-12月期の金融収支（ネット）は、▲1,997億ドルと統計開始以来最大の支払い超となるなど資本流出への懸念は根強い（第1図）。7-9月期までの内訳をみると、貸出を中心とする「その他投資」での流出超が目立っており、海外金融機関の対中与信の縮小に加え、人民元安を睨んだ中国企業の外貨建て借入の返済の動きも影響しているとみられる。当局は昨年半ば以降、投機的な為替取引に対する牽制を強化しており、人民元相場の安定化が見込まれる。但し、国際決済銀行（BIS）統計では（2015年9月末時点）、海外からの中国向け与信残高のうち短期与信（1年以内に返済期限が到来）が全体の約7割を占め、資本流出や外貨準備の減少に伴う不安定化リスクには留意する必要がある。

第2表：中国の主な月次経済指標の推移

	2015年				2016年	評価
	9月	10月	11月	12月	1月	
輸出(前年比、%)	▲ 3.9	▲ 7.0	▲ 7.0	▲ 1.6	▲ 11.2	×
輸入(前年比、%)	▲ 20.2	▲ 18.6	▲ 8.8	▲ 7.4	▲ 18.8	×
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	10.3	10.2	10.2	10.0	n.a.	×
小売売上高(前年比、%)	10.9	11.0	11.2	11.1	n.a.	△
工業生産(前年比、%)	5.7	5.6	6.2	5.9	n.a.	×
製造業PMI	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	×
非製造業PMI	53.4	53.1	53.6	54.4	53.5	△
外貨準備高 (前月差、億ドル)	▲ 433	114	▲ 872	▲ 1,079	▲ 995	-

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家统计局発表の指標。  
2. 色掛け部分は、伸び率/指数が前月から低下したものを。  
3. 『評価』は、直近の伸び率/指数の水準と半年前と比べた加減速度合い等から判断。  
(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1図：中国の金融収支の推移



(注) 1. 『金融収支』は外貨準備を除く。  
2. 『外貨準備高増減』は、前期末からの残高の差。  
(資料) 中国国家外貨管理局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

「供給側改革」の着手もあり投資の減速が継続

先行きを展望すると、過去の過剰な資本ストックの調整余地は大きく、不動産や重工業を中心とした投資の減速による景気下押し圧力が続くと思われる。政府は昨年終盤以降、「供給側改革」の方針を打ち出し、過剰生産能力の削減や住宅在庫の解消を最重要任務の一つとして位置付けており、既に、粗鋼生産能力を今後数年間で1億～1.5億トン（生産能力全体の8～12%）、石炭産業についても7億トン（同約13%）削減する目標を打ち出している。不動産および重工業分野での投資は固定資産投資全体の約4割弱（2015年時点）を占めるため、短期的には投資・生産面での下押し圧力が強まる可能性をみておく必要はある。

一方で、各地方政府はインフラ投資に加え、ハイテク、省エネなど戦略的新興産業7分野での投資計画を相次いで打ち出しており、一定の景気下支えが見込まれている。加えて、中央政府は財政面からの支援により、失業者の再就職や生活保障を実施する方針を打ち出している。具体的には「雇用対策基金」を設立し、過剰生産能力を抱える産業における失業者の社会保障費用や再就職のための職業訓練の資金に充てる計画をしている（第3表）。過剰な生産能力を抱える各産業で生産能力削減と同時に、同じ割合の雇用削減を行うと仮定した場合、約300万人前後が失業する可能性が指摘されるものの、2015年末時点の工業部門の雇用者数の3%程度に過ぎない。また、全国を網羅した雇用統計の業種別内訳が非公表なため、不透明な部分もあるが、第三次産業における新規雇用で吸収し得るレベルとみることもできる（第2図）。実際、2015年10-12月期の都市部求人数をみると、製造業や建築業などを中心に前年割れとなる一方、交通・運輸、金融、情報通信等のサービス業は前年を上回る伸びを示している。こうした総じて安定的な雇用・所得環境を支えに個人消費は堅調を維持し、景気の下支えとなることが見込まれる。加えて、金融緩和や歳出の拡大など政府の対応余地も十分にあり、景気の失速までは想定し難い。

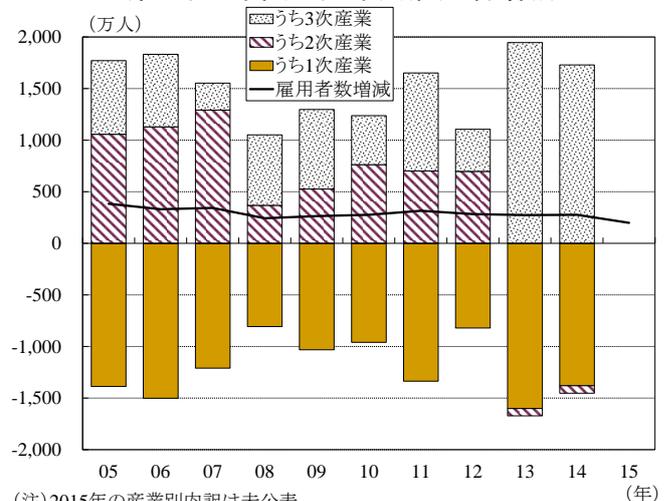
個人消費はサービス業を中心とした雇用増加等を支えに総じて安定を維持

第3表：中国の過剰生産能力削減を巡る動き

分野	概要		雇用への影響
生産能力削減計画	粗鋼	1億～1.5億トン (生産能力全体の8～12%)	29～43 万人
	石炭	7億トン (生産能力全体の約13%)	約60 万人
	レアアース	生産能力全体の10～16%	n.a.
	亜鉛	2016年の生産量を50万トン削減	n.a.
	ニッケル	生産能力全体の20%	n.a.
	銅	2016年の生産量を35万トン削減	n.a.
構造調整基金	政府は二大業種（鉄鋼、石炭）の過剰生産能力の淘汰の支援に向けて1月に「構造調整基金」の設立を決定。		
雇用対策	中央政府が雇用対策基金を設立（約300億元）。基金の補助対象は鉄鋼、セメント、板ガラスなど過剰生産能力を抱える産業の企業。リストラされた社員の社会保障費用や再就職に向けた職業訓練の資金に充てる予定。		

(注)『雇用への影響』は、生産能力削減と同じ割合で雇用削減を行う場合。  
(資料)報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：中国の産業別雇用者増減



(注)2015年の産業別内訳は未公表。  
(資料)中国人力資源社会保障部統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) その他アジア：雇用・所得環境の安定や景気刺激策が内需を下支え

輸出は先進国向けを中心に緩やかな回復へ

アジア各国の輸出は、数量ベースで底入れの兆しも一部で窺われるが、需要の伸び悩みや一段の資源安もあり、依然、金額ベースでは前年割れが続いている。先行きを展望すると、資源安の継続や中国経済減速が続くなか、各国輸出の約3割を占める日米欧を中心とした先進国向け輸出の回復が鍵を握る。この点で、アジアの先進国向け輸出に先行する日米欧の景況感をみると、足元は製造業を中心にやや足踏みがみられるものの、先行きの景気は内需を中心に緩やかな拡大基調を辿るとみられ、アジアの輸出の回復の支えになるとみられる（第3図）。

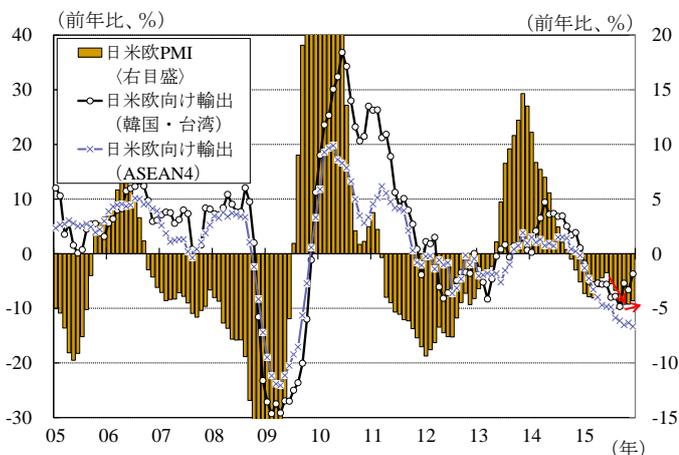
雇用・所得環境の安定が内需を下支え

かかる状況下、各国の内需が堅調を維持できるかがポイントとなる。この点、消費の鍵を握る雇用や賃金は増勢を維持しているほか、物価の低位安定の継続も消費のサポート要因となろう。また消費の内訳では、「外食・宿泊」や「娯楽・文化・健康・教育」といったサービス関連項目が底堅く、所得水準上昇に伴う消費の多様化、裾野拡大が消費の支えとなることが見込まれる。

インフラ投資の拡大や歳出拡大も景気の下支えに

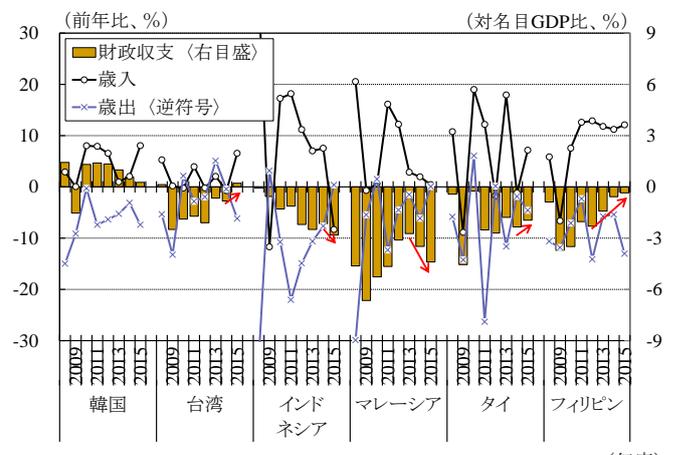
加えて、各国におけるインフラ投資の拡大や歳出拡大も内需の下支えとなろう。インドネシアやタイなどでは、公共投資の遅れ解消が徐々に成長率押し上げ要因として発現し、民間投資の伸び悩みをカバーしつつある。加えて各国政府は、昨年より景気刺激策を相次いで発表している。財政黒字国である韓国に加え、赤字の縮小傾向が続いているタイおよびフィリピンなどでは今後も歳出増加による景気下支えの余地がある（第4図）。資源安に伴う歳入減を主因に財政赤字が拡大しているインドネシアやマレーシアでは、積極的な歳出拡大は望めないまでも、追加の財政出動を伴わない規制緩和や各種手続き加速などにより内需を下支えするとみられる。

第3図：先進国 PMI と主なアジア諸国・地域の輸出



(注) 日米欧PMIは、米国ISM製造業指数と日本・ユーロ圏製造業PMIを、アジア各国・地域の輸出に占めるシェアで加重平均したもの。3ヵ月移動平均値。  
(資料) 各国統計、マーケットより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：アジア主要国・地域の財政収支



(注) 韓国、インドネシア、マレーシア、タイは、中央政府の財政収支。  
タイは会計年度末の9月、他の国・地域は2015年11月時点まで。  
(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) タイ経済：内需刺激策と観光による景気下支えが継続

外需低迷により ASEAN 諸国のなかで低めの成長ペースが続く

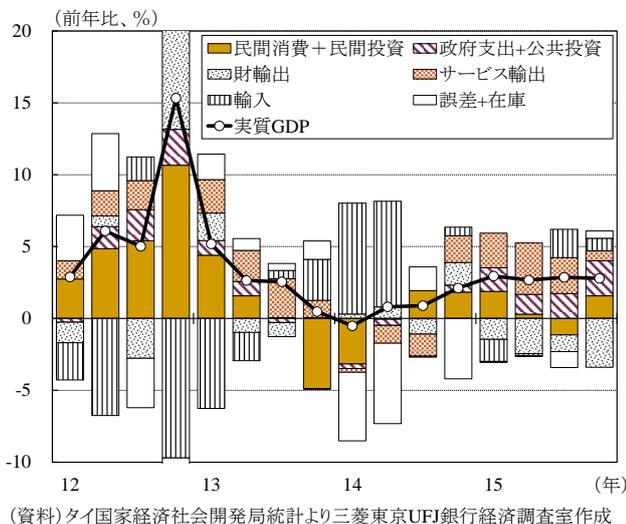
タイ経済は外需低迷を主因に低成長が続いている。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+2.8%と、ASEAN 諸国が平均して同+5%程度の経済成長を維持するなか、相対的に低めの成長となった（第 5 図）。

内訳をみると、前期に続き財輸出（同▲5.6%）が景気の重石となった。ASEAN のなかで外需依存度が高い同国では、輸出の低迷が輸出企業の収益圧迫を通じ設備投資を抑制しているほか、賃金の伸び悩みを通じて消費を下押しするなど、内需に波及している。消費は、昨年後半に持ち直しの動きをみせたが、自動車の物品税改定前の駆け込みなどの影響を割り引いてみる必要がある。一方、経済が失速に至っていない背景として、政府支出や公共投資、観光（サービス輸出）による下支えが挙げられる。例えば、中国を中心とする域内からの観光客増加は、小売や外食・宿泊などサービスセクターの好調を通じ内需を支えている。

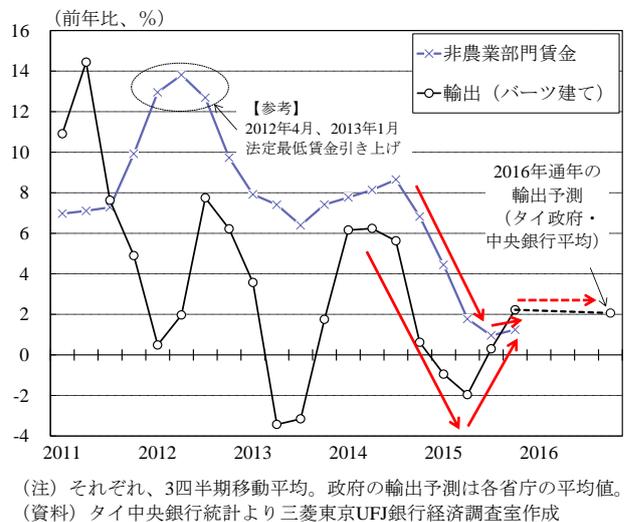
政府の内需刺激策と観光による景気下支えに加え、輸出の持ち直しが徐々に成長を押し上げ

先行きを展望すると、内需刺激策と観光による景気下支えが続くなか、輸出の持ち直しが徐々に成長を押し上げよう。足元の輸出（パーツ建て）は、為替下落もあり、全体の約 4 割を占める先進国向けの回復を支えに、前年比プラスに転じている（第 6 図）。今後も先進国景気が緩やかな拡大基調を辿るなか、輸出も緩やかな持ち直しが続き、徐々に成長を押し上げよう。また、政府は、2015 年後半に内需向け景気対策を相次いで発表（総額で名目 GDP 比 3%規模）したほか、今年に入り、議会在内需強化のための補正予算（同 0.4%）を可決しており、当面財政からの景気下支えが期待出来る。観光セクターでは、政府が各種誘致策を打ち出しており、昨年の外国人旅行者数が過去最高を記録したほか、1 月も旅行者数が前年比 +15%と好調な滑り出しをみせている。観光収入は名目 GDP の 1 割の規模に達しており、今後の景気下支えが見込めよう。

第 5 図：タイの実質 GDP 成長率の推移



第 6 図：タイの輸出と賃金



#### (4) 金融政策：景気に配慮した政策運営が継続

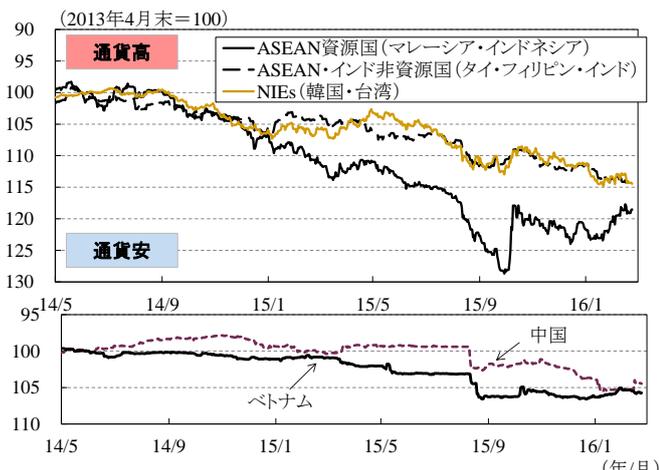
米国利上げ後もアジア各国通貨は相対的に安定を維持

2015 年末の米国利上げ実施以降、世界的なリスク・オフの動きも相俟って資源国通貨を中心に下落圧力が強まっているが、アジア各国通貨は相対的に安定を維持している。2014 年終盤以降の資源安を受け、アジアのなかでも特にマレーシアやインドネシア通貨の減価幅は大きいですが、米国利上げ後は通貨安が一服している（第7図）。

景気が力強さに欠けるなか、低インフレの継続もあり、金融政策は景気に配慮した金融政策運営が継続

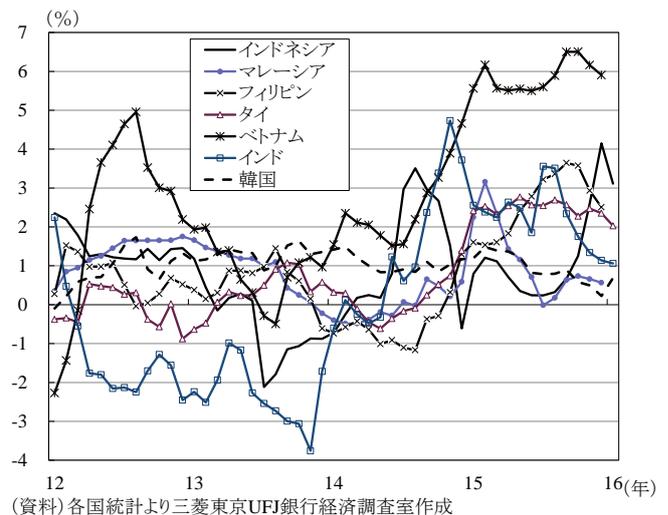
こうしたなか、各国の金融政策運営は総じて景気に配慮した展開が継続している。台湾で12月に利下げが実施されたほか、インドネシアでは2014年終盤の燃料価格引き上げの影響の剥落によるインフレの沈静化などを受けて、今年に入り2ヵ月連続で合計0.5%ポイントの利下げ(現行7.0%)が実施された。他のアジア諸国・地域の金融政策についても、物価上昇率が低水準で推移するなか、実質金利はベトナム、インドネシアなどを中心に上昇傾向が続いており、利下げ余地は拡大しつつある（第8図）。前回2004年の米国利上げ局面においては、アジア経済は米国経済との連動性が高く、景気は回復傾向、物価も上昇基調がみられ、対米金利差拡大に伴う輸入インフレ抑制の狙いなどもあり、多くの国が追随して利上げを実施した。しかし、今次局面では、アジア各国の景気が力強さに欠けるなか、資源安の継続を背景に物価の低位安定が続くとみられるほか、米国の利上げペースも極緩やかとなる公算が大きいことなどから、景気回復が確認されるまでは、引き続き景気に配慮した金融政策運営が続こう。

第7図：アジア主要国・地域の為替レート(対ドル)



(注) 複数国の為替指数は、購買力平価ベースGDPで加重平均したもの。  
 (資料) Bloomberg、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：アジア主要国・地域の実質金利



(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すよう、宜しく願い申し上げます。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。