

アジア経済の見通し

～堅調な内需と輸出の底入れが支えとなるも、景気は力強さを欠く展開～

1. アジア経済の現状と見通しの概要

(1) 現状

アジアでは、域内最大の経済規模を持つ中国の減速が引き続き成長ペースを抑える要因となっている。中国の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期に続いて前年比+6.7%となったものの、月次の主な経済指標からは投資を中心とした減速トレンドに変化がみられない。

他方、中国以外のアジアについて、まず NIEs は、外需依存度の高さから低めの成長が続いているものの、輸出の底打ちや景気対策の効果発現もあり、小幅ながら持ち直しの動きがみられる。4-6 月期は韓国が前期比+0.7%（1-3 月期：同+0.5%）、シンガポールも前期比年率+0.3%（1-3 月期：同+0.1%）と加速した。台湾は前期比ベースでは減速したものの、輸出の持ち直しを背景に前年比では+0.7%（1-3 月期：同▲0.3%）と 1 年ぶりにマイナス圏を脱したほか、香港も前期比+1.6%と 1-3 月期の同▲0.5%からプラス成長に復した。

ASEAN については、資源安に伴う実質所得の改善や政府の景気刺激策などを受け、内需を中心に底堅い成長を続けている。内需主導国の代表であるフィリピンをみると、個人消費が堅調を維持したほか設備投資の加速もあり、前年比+7.0%（1-3 月期：同+6.8%）の成長と好調ぶりを示した。外需依存型のタイでも、公共投資や外国人来訪者数の増加によるサービス輸出の拡大に加え、政府の消費刺激策を受けた個人消費の拡大を支えに同+3.5%と成長率を高めた。資源依存度の高いインドネシアでは、輸出や民間投資は引き続き勢いを欠くものの、個人消費の堅調と政府消費拡大などを支えに同+5.2%へ加速した。インドも物価の安定に伴う家計の購買力改善と利下げを受けた消費の拡大に牽引され、同+7%台の成長を続けている。

(2) 見通し

先行きを展望すると、個人消費を中心に内需が底堅さを維持するほか、輸出の底入れも成長を押し上げる方向に働くとみられるものの、中国経済減速の影響が引き続き成長ペースを抑制する公算が高く、アジア全体として力強さを欠く展開が続こう。

まず中国では「新常态」への移行により構造調整が続くなか成長率の低下傾向が続く見通しである。鍵となる投資については、鉄鋼業や石炭業など重工業における過剰生産能力の削減など「供給側改革」の実施に伴い成長への下押しが続く公算が高い。但し、減税やインフラ投資の拡大、サービス業を中心に総じて安定している雇用・所得環境を背景とした家計部門の需要拡大などによる下支えが見込まれ、成長率は 2017 年にかけて前年比+6%近辺への減速に止まると予想する（第 1 表）。

その他のアジア諸国・地域では、雇用・所得環境の安定に加えて景気に配慮した財政・金融政策の継続もあり、個人消費を中心に内需が底堅さを維持するほか、輸出は先進国需要の拡大に牽引され緩やかな持ち直しが見込まれる。このため外需依存度の高い NIEs の実質 GDP 成長率は、2016 年の前年比+2.0%から 2017 年は同+2%台半ばへと緩やかに拡大すると予想する。ASEAN についても 2017 年にかけて同+4%台後半の成長を維持しよう。タイでは、政府支出や外国人来訪者数の増加による景気下支えに加え、先進国向け輸出の持ち直しを起点に成長率は小幅ながらも高まっていく見通しである。インドネシアでは、物価の安定と利下げによる個人消費の拡大や民間投資の回復などが景気回復の支えとなる。インドでは物価の安定が見込まれるなか、個人消費拡大を支えに 2017 年度にかけて同+7%台後半と高めの成長率を維持すると予想する。

当面のリスクとしては、中国経済の不安定化が挙げられる。仮に、重工業を中心とした企業収益の悪化や債務不履行の増加、住宅バブルの崩壊などに伴う金融機関の不良債権の急増が景気失速懸念を強め、株価や通貨の大幅下落に繋がれば、中国自身はもちろん、他のアジア諸国もマイナス影響を免れないだろう。また、米国の追加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再び不安定化し、株価や不動産価格など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。他方、英国の EU 離脱問題 (Brexit) の影響については、先行き不透明感の強まりなどから EU 経済全体の減速が予想され、同地域向け輸出の低迷が一部の企業や業種によっては強い逆風となる可能性がある。もっとも、各国の EU 向け輸出の対名目 GDP 比率はベトナムや香港を除き 10%未満に止まっており、直接的な影響は限られよう。

第1表：アジア経済見通し総括表

	名目GDP(2015年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	シェア、%	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し
中国	10.98	62.4	6.9	6.5	6.0	1.4	1.8	1.9	3,306	2,953	2,776
韓国	1.38	7.8	2.6	2.6	2.8	0.7	1.1	1.7	1,059	1,143	1,040
台湾	0.52	3.0	0.6	1.0	1.9	▲0.3	1.2	1.3	762	733	702
香港	0.31	1.8	2.4	1.1	1.7	3.0	2.6	2.2	97	165	179
シンガポール	0.29	1.7	2.0	2.2	2.3	▲0.5	▲0.5	0.6	575	545	572
NIEs	2.50	14.2	2.1	2.0	2.4	0.6	1.1	1.6	2,493	2,585	2,493
インドネシア	0.86	4.9	4.8	5.0	5.1	6.4	4.0	4.3	▲178	▲179	▲221
マレーシア	0.30	1.7	5.0	4.2	4.5	2.1	2.0	2.2	90	72	87
タイ	0.40	2.2	2.8	3.1	3.3	▲0.9	0.4	1.8	320	381	310
フィリピン	0.29	1.7	5.9	6.1	6.0	1.4	1.9	3.0	84	51	69
ベトナム	0.19	1.1	6.7	6.1	6.2	0.6	2.6	4.2	9	38	39
ASEAN5	2.03	11.5	4.8	4.8	4.9	3.1	2.6	3.3	325	362	284
インド	2.09	11.9	7.6	7.9	7.7	6.0	5.2	5.5	▲185	▲218	▲332
アジア11カ国・地域	17.61	100	6.1	5.8	5.6	2.0	2.2	2.4	5,939	5,683	5,221

(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. 見通しのキーポイント

(1) 中国経済：過剰投資の調整を起点とした景気減速が継続

中国経済は、投資の抑制を起点とした減速傾向が続いている。7月の主な経済指標は、製造業PMI（国家統計局公表値）が5ヵ月ぶりに景気判断の節目となる50を割り込んだほか、投資が一段と減速するなど全般的に弱めの結果となった（第2表）。固定資産投資の業種別内訳をみると、過剰な生産設備を抱える鉱業や重工業などを中心に減速が続くなか、インフラ投資や不動産投資の拡大などが下支えする姿に著変はない（第1図）。地方別にみると、重工業への依存度が高い遼寧省や山西省などでは過剰投資の削減を背景に投資の落ち込みが目立つ一方、自動車やエレクトロニクス産業の集積、インフラ投資の拡大などがみられる中部・西部では高めの成長が続くなど、二極化が鮮明となっている。

第2表：中国の主な月次経済指標の推移

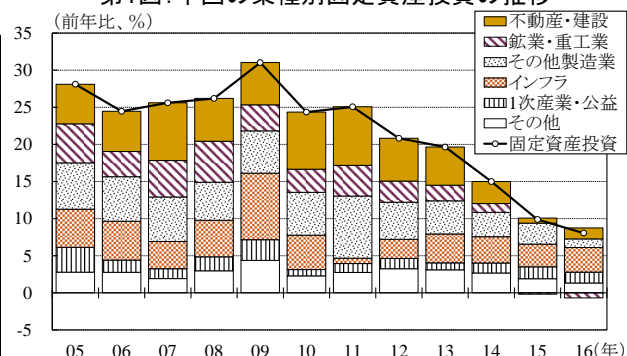
	2016年				
	3月	4月	5月	6月	7月
輸出(前年比、%)	9.4	▲3.5	▲5.5	▲4.9	▲4.4
輸入(前年比、%)	▲8.0	▲11.2	▲0.4	▲8.4	▲12.5
固定資産投資(都市部) (年初末、前年比、%)	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1
小売売上高(前年比、%)	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2
工業生産(前年比、%)	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0
製造業PMI	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9
非製造業PMI	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9

(注)1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家統計局発表の指標。

2. 色掛け部分は、伸び率/指数が前月から低下したもの。

(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

第1図：中国の業種別固定資産投資の推移



(注)1. 『2016年』は7月まで。

2. 『鉱業・重工業』は、鉱業、石油精製、化学品、金属製品、非金属鉱物、鉄鋼、非鉄金属等。

3. 『インフラ』は、運輸・倉庫と水利・環境・公共施設。

(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

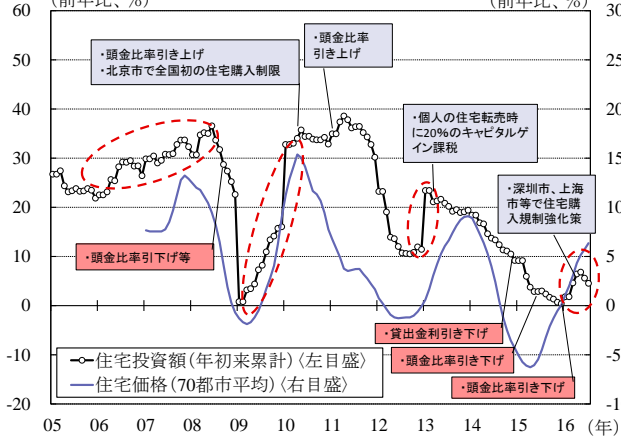
先行きを展望すると、過剰な資本ストックや債務の調整余地は依然大きく、重工業を中心とした投資の減速による景気下押しが続く見込みである。共産党は7月末に中央政治局会議を開催し、今年後半の経済政策運営について、適度な需要拡大を図りつつ「供給側改革」を推進する方針を強調した。まず過剰生産能力の削減については、今年重点分野とされる鉄鋼業および石炭業における年間の削減目標に対する進捗率（7月末時点）が鉄鋼業47%、石炭業38%と芳しくないことが報告されている。このため政府は、年後半にかけて各地方・プラントレベルでの進捗管理や罰則強化などで本腰を入れる構えをみせており、重工業における投資の減速は強まる方向にある。また、不動産投資についても、上海や深圳などの一線都市に加え、南京、蘇州、合肥など二線都市の一部では住宅販売や投資の再活発化や価格高騰を受けて頭金比率規制の強化や住宅購入要件の厳格化などの過熱を抑制策の導入が広がりつつあり、結果として住宅販売・価格共にピークアウトの兆しが表れている。長い目でみれば人口流入に伴う需要増期待などが支えになるとみられるが、政府が一部の資産バブルへの警戒を強めていることも踏まえると、来年にかけて投資拡大ペースの鈍化をみておく必要がある（第2図）。

こうした過剰投資の調整による景気への下押しが続くなか、政府は企業のコスト低減やインフラ投資の拡大などを通じ、経済の安定を維持、サポートする方針である。具体的には、政府は今年5月、2012年から一部業種・地域で試行していた営業税から増値税への移行を全業種・全地域へ展開、これにより約5,000億元（GDP比0.7%pt）の企業の税負担軽減を見込んでいる。また、政府は今後3年間で総投資額4.7兆元（GDP比6.9%）のインフラ整備計画（既存の投資計画を含む）に加え、重工業への依存度が高く景気の低迷が目立つ東北部の振興に向け、今後3年間で鉄道や高速道路、空港などのインフラ整備や産業振興等に総額1.6兆元を投じる計画を打ち出している。インフラ投資の財源としては、インフラ投資目的に昨年設立した「専項建設基金」^{（注1）}や「官民パートナーシップ（PPP）」の活用などが想定されているが、今年上半期における政府系銀行債の発行額が2兆元を超えたほか、上半期に着工したPPPプロジェクトの総投資額が約1兆元に達するなど、資金調達は概ね順調とみられる。加えて個人消費についても、過剰設備の削減に伴う重工業での雇用削減は続くと思われるものの、サービス業を中心に雇用・所得環境は総じて安定が見込まれることから引き続き景気の支えになると想定できる。社会保障制度の拡充や雇用対策に重点を置いた歳出配分なども個人消費のサポート材料と言えよう（第3図）。

景気の下振れリスクとしては、重工業を中心とした企業収益の悪化や債務不履行の増加、住宅バブルの崩壊などに伴う金融機関の不良債権の急増などが挙げられる。年初から7月末にかけての社債のデフォルトは、総額約250億元と昨年の2倍の規模に達している。6月末時点の社債発行残高（社会融資総量ベース、16.5兆元）からみればデフォルトの規模は限定的ながら、過剰な設備や債務の調整を進める過程での企業の資金調達環境の悪化や金融機関の与信コスト上昇等を通じた景気への悪影響には引き続き留意しておきたい。

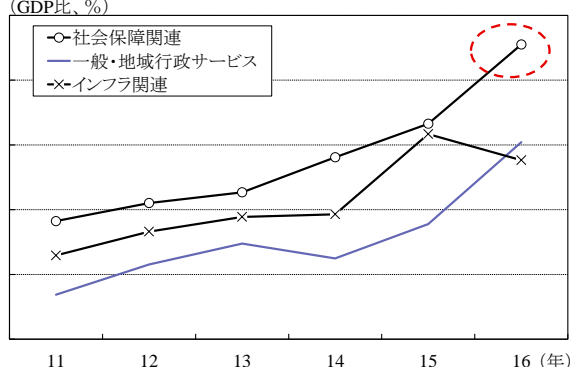
（注1）「専項建設基金」は国家開発銀行と農業発展銀行が発行する債券を郵政貯蓄銀行が引き受けることで資金調達を行う。

第2図：中国における住宅投資額と住宅価格の推移
（前年比、%）



（資料）中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室

第3図：中国における主要分野別政府歳出の推移
（GDP比、%）



（注）1. 2016年は1-6月期の実績を基に推計したもの。
2. 『社会保障関連』は、社会保障・雇用、医療・家族計画、住宅保障の合計。
3. 『インフラ関連』は、環境保護、農業・森林・灌漑、交通の合計。
（資料）中国財政部統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

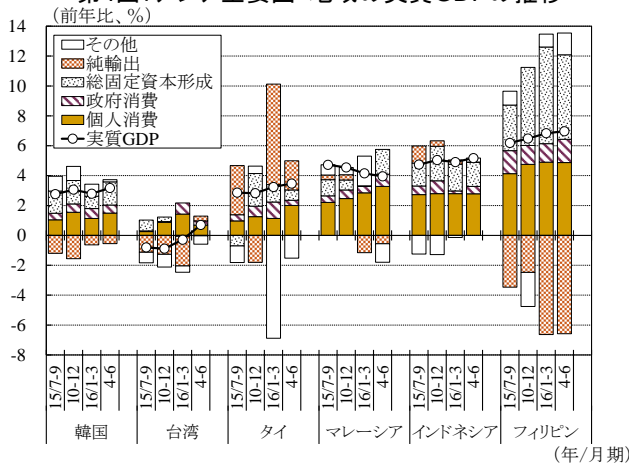
(2) その他アジア：底堅い内需に加え輸出の緩やかな持ち直しが徐々に景気を押し上げ

① 内需：雇用・所得環境の安定により消費が底強く金融・財政政策も内需をサポート

中国以外のアジアでは消費を中心に内需が底強く、景気を支えている（第4図）。まず、消費は安定した雇用・所得環境や物価の安定による実質購買力の改善により好調に推移している。また、各国政府が昨年より発表している景気刺激策による財政支出やインフラ投資の拡大なども内需のサポート要因となっている。実際、韓国やタイなどでは公共建設投資の拡大が民間投資の低迷をカバーしているほか、マレーシアやインドネシアなどでは建設投資が堅調に推移している。

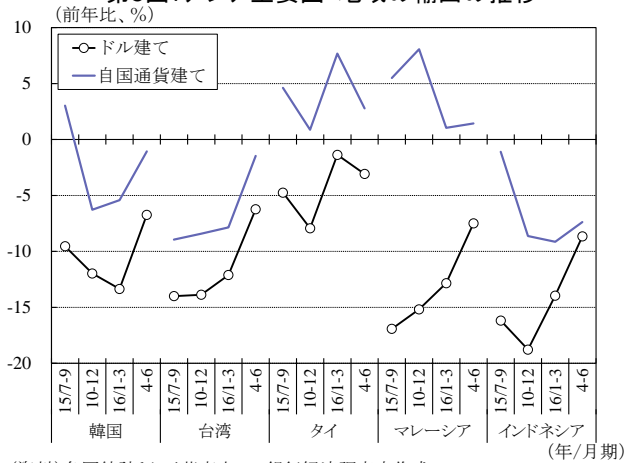
先行き、財政政策については引き続き計上済みの予算執行による内需下支えが見込まれるほか、財政黒字国である韓国やタイなどでは歳出増加の余地がある。財政赤字国であるマレーシアやインドネシアなどでは政府債務残高にも配慮し積極的な歳出拡大は望めないものの、規制緩和や手続加速などにより経済成長を後押しするとみられる。加えて緩和的な金融政策の継続も内需の支えとなろう。最近では韓国が政策金利を史上最低となる1.25%へ引き下げたほか、台湾（4四半期連続）やインドネシア（年初来4度目）、マレーシア（7年5ヵ月ぶり）が利下げを実施した。物価や通貨価値の安定により利下げ余地があることや米国の利上げペースが緩やかになる見込みであることから、各中銀は今後も景気に配慮した金融政策運営を続け得るとみられる。

第4図：アジア主要国・地域の実質GDPの推移



（資料）各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：アジア主要国・地域の輸出の推移



（資料）各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

② 輸出：足元で底入れの兆し、先行き先進国向けを中心に緩やかに持ち直す見込み

内需が底堅さを維持するなか、輸出は資源安や中国を中心とする新興国の需要減少などを背景に減少が続いている（第5図）。但し米国を中心とする先進国向け輸出が底堅いことなどから足元にかけて減少幅は縮小傾向にある。また、マレーシアやタイでは通貨安により本国通貨建ての輸出額が前年比増加を維持しており企業収益の支えとなっている。先行き輸出は先進国需要の拡大に牽引され緩やかに持ち直し、輸出依存度の高いNIEsやタイ・マレーシアを中心に徐々に景気を押し上げよう。アジアの輸出のなかでも先行性の高

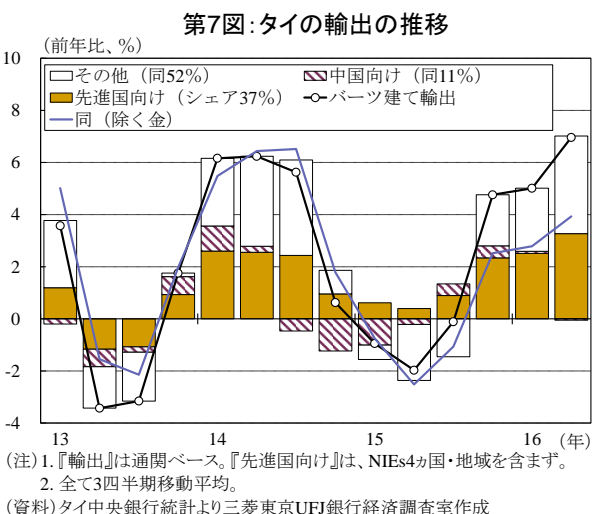
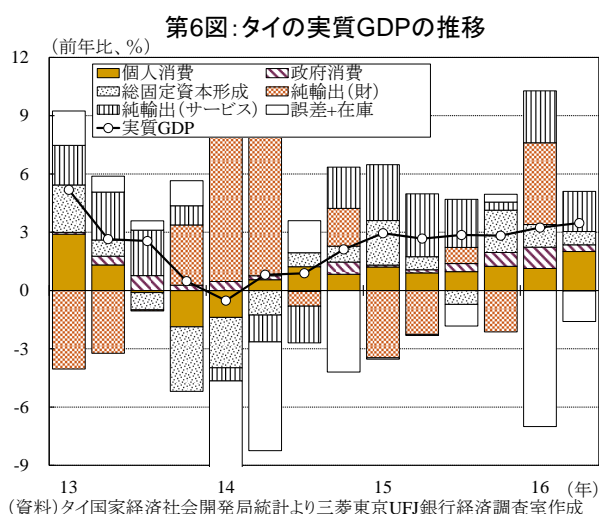
い韓国や台湾では主力品目である電子機器・部品の在庫調整が進展しており、今後の輸出持ち直しを示唆している。

(3) タイ経済：内需刺激策などの下支えに加え、輸出の持ち直しが景気を押し上げ

タイ経済は他の ASEAN 諸国と比較して低めの成長が続いているが、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年比+3.5%と 2 四半期連続で加速した（第 6 図）。

内訳をみると、公共投資が同+10.4%と引き続き二桁の伸びとなったほか、外国人来訪者数の増加を反映したサービス輸出の伸びが全体を支えた。また、政府による農家や低所得者向けの補助金や減税政策などを支えに個人消費が同+3.8%と 2013 年 1-3 月期以来の高い伸びとなり全体を押し上げた。他方、民間投資は企業収益の伸び悩みなどから勢いを欠いた。

先行きを展望すると、内需刺激策やインフラ投資の拡大、観光による景気下支えが続くなか、緩やかな輸出の持ち直しが徐々に景気を押し上げていく見通しである。まず内需については政府の内需刺激策の効果が継続するほか、空港や鉄道などのインフラプロジェクトが 2016 年下半期から 2017 年にかけて順次着工予定であり、引き続き景気の下支えが見込まれる。また、観光セクター（観光収入は GDP の 1 割の規模）では外国人来訪者数の伸びが続いており、7 月は同+10.9%と 4 ヶ月ぶりに二桁の伸びを示した。8 月に南部で発生した連続爆弾事件はその後広がりを見せておらず影響は限られるとみられ、政府の各種振興策もあり外国人来訪者数の伸びは維持される公算が大きい。輸出（パーツ建て）は全体を大きく押し上げている金を除いても米欧向けのエレクトロニクスや豪州向けの自動車の拡大を主因に増加基調を維持しており（第 7 図）、今後も全体の 4 割を占める先進国の需要拡大に牽引され緩やかに持ち直していく見通しである。さらに輸出の持ち直しを受けた企業の収益改善は、投資マインド回復や非農業部門労働者の所得改善を通じ、景気をサポートする要因となろう。



(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 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、宜しくお願ひ申し上げます。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。