

アジア経済の見通し

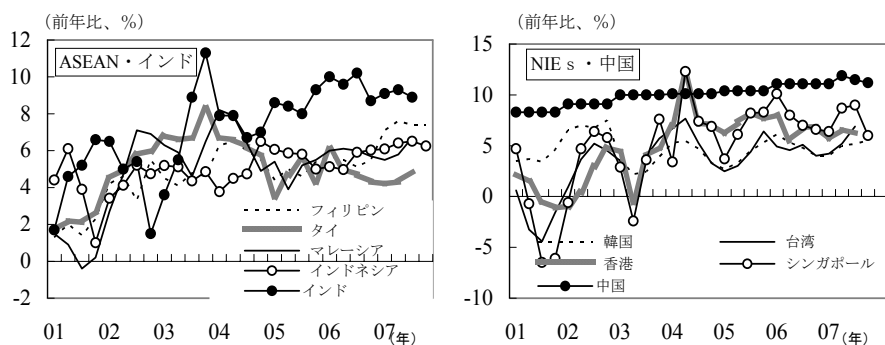
～底堅さを維持しつつも米国経済の調整により減速は避けられず～

1. アジア経済全般

(1) 景気の現状

アジア主要地域（日本を除く）の経済は、総じて底堅く推移している。中国は、昨年第 4 四半期の実質 GDP が前年比+11.2%と、2 四半期連続で拡大ペースが鈍化したものの、二桁台の高成長を維持した。NIEs 諸国・地域（韓国、台湾、香港、シンガポール）の実質 GDP 成長率は、シンガポールこそ昨年第 4 四半期に低下したが、韓国は同期も上昇を続けた。また、台湾、香港も、当該期間の GDP 統計が公表されていないが、良好な雇用環境を背景に小売売上高が増勢を維持したことから、ともに同 6%台の成長を遂げた第 3 四半期から大幅に鈍化したとは考えにくい。一方、ASEAN 4 カ国（インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン）は、第 4 四半期にインドネシアが 6%台、フィリピンが 7%台の高成長を記録したほか、その他の国も、好調な輸出や投資に支えられ、全体的に底堅い成長が続いたとみられる。インドも内需に支えられ実質 GDP が 9%前後の高い伸びを続けている。

第 1 図：各国実質 GDP の推移

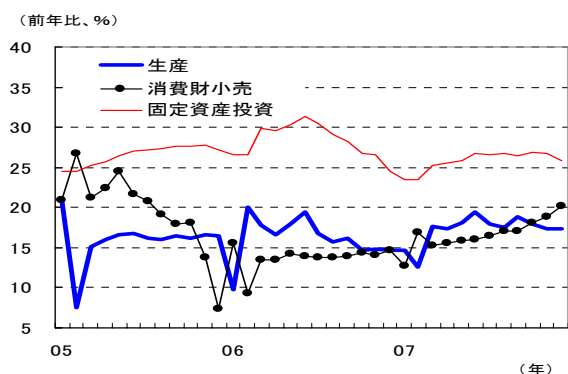


(注) 中国は新系列統計において 2006 年以前の四半期実績が未発表のため暦年のデータを使用。

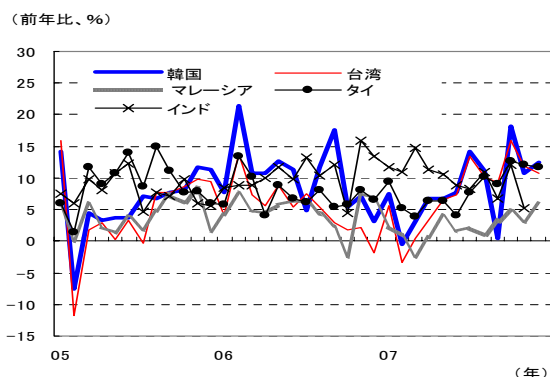
(資料) CEIC より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

統計で確認のできる昨年12月までの月次指標をみても、域内の中心である中国の小売売上高や投資は大幅な増加を続けているほか、主要国の生産も増加傾向を維持するなど経済の悪化を示す統計指標はみられない。アジア経済は、全体として昨年末まで、堅調地合いを維持していたといえる。

第2図：中国の生産・消費・投資の推移



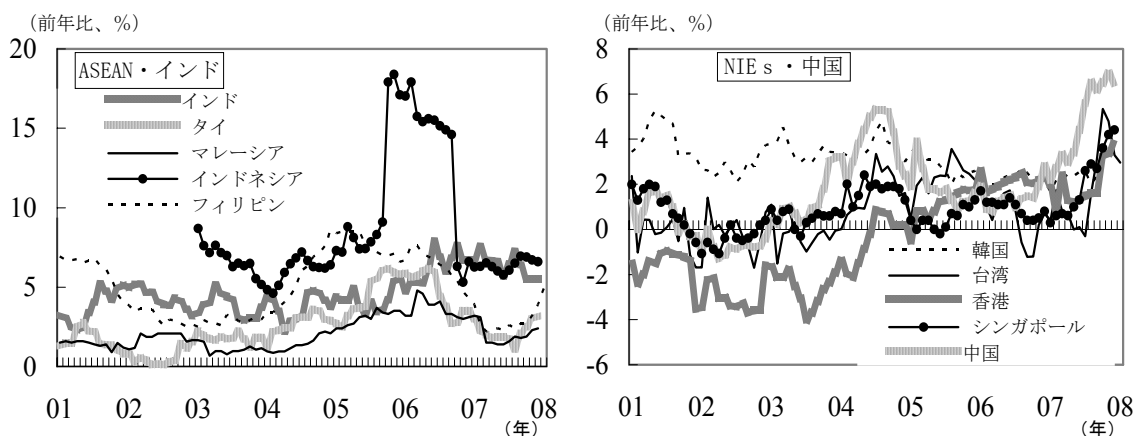
第3図：アジア各国の生産



(資料) CEIC より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

一方、消費者物価は、食料品およびエネルギー関連製品の値上がりを背景に、いずれの国・地域においても上昇ペースが高まりつつある。とりわけ、中国は穀物や肉類をはじめとした食料品価格の高騰を背景に上昇率は高水準で推移している。また、NIEsでは台湾で幾分落ち着きが見られる以外は伸びが高まっているほか、ASEANでは総じて上昇が加速傾向にあり、とりわけインドネシアとフィリピンの伸びの高まりが目立つ。

第4図：各国物価の推移



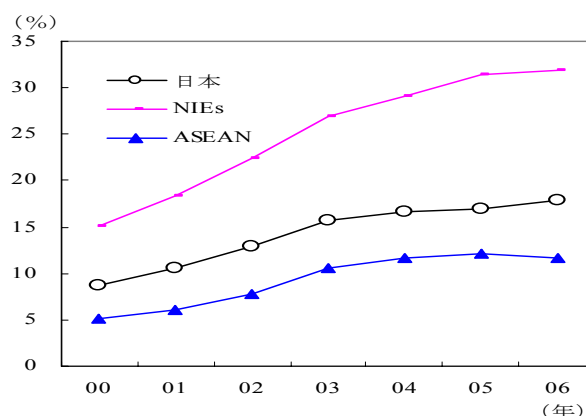
(資料) CEIC より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

今のところ、アジア各国・地域の経済は堅調地合いを保っているとみられる。ただし、サブプライム問題に派生した信用収縮懸念の高まりなどから、米国経済の年前半の調整度合が強まり、年後半の持ち直しペースも緩慢になると予想されるため、アジア経済の当面の展開については幾分慎重にみておく必要があるように思われる。

アジアでは、中国を除いた各国・地域の輸出における米国への依存度が低下し、中国への依存度が高まっているが（第5図）、中国の輸出の米国向けウェイトは約20%程度と不変にとどまっているため、アジア全体に対する米国経済の役割は依然無視できない。米国景気減速が深刻化した場合、中国を通じてアジア経済へ影響が及ぶのは不可避である。

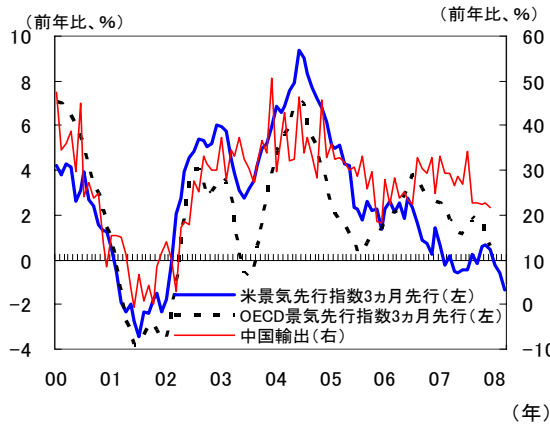
第5図：各国地域の輸出に占める中国向けの割合



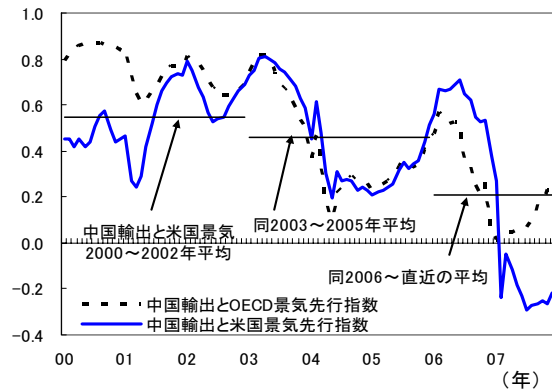
(資料) IMF 資料等より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

もっとも、中国の輸出と米国その他先進国の景気指数との相関は 2000 年以降低下傾向にあり、従来に比べ中国の輸出は米国およびその他先進国の景気循環の影響を受けにくくなっていると判断される。逆に言えば、こうした事実から、米国景気が当面急減速するにせよ、深刻な景気低迷の持続を回避し、年後半は緩やかながら持ち直しが見込まれる状況下で、その影響は限定的にとどまると判断できよう。

第6図：中国輸出と先進国景気先行指数の推移



第7図：中国輸出と先進国景気先行指数の相関



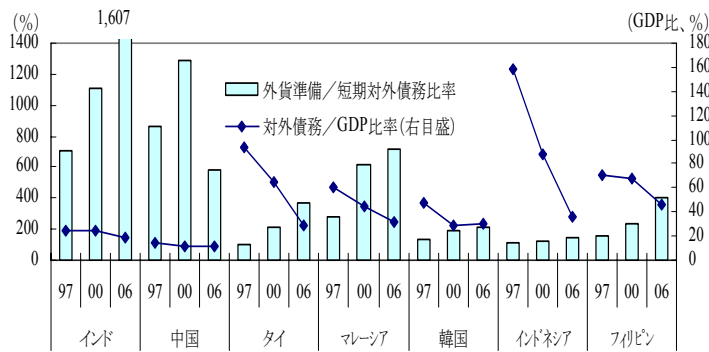
(注) 中国の輸出は旧正月要因を調整。

(資料) CEIC、OECD 統計等より三菱東京UFJ 銀行経済調査室作成

(資料) CEIC、OECD 統計等より三菱東京UFJ 銀行経済調査室作成

また、アジア経済は 97～98 年の通貨危機後、経常収支の黒字が定着し、2002 年以降は経常黒字が拡大傾向で推移している。この結果、アジア危機時に比べ、いずれの国も外貨準備が増加し、短期債務の経済に対する比率が低下するなど国際収支・対外債務バランスは健全であり、資本収支危機の再発リスクは低いと考えられる。

第8図：アジア各国の対外債務と外貨準備

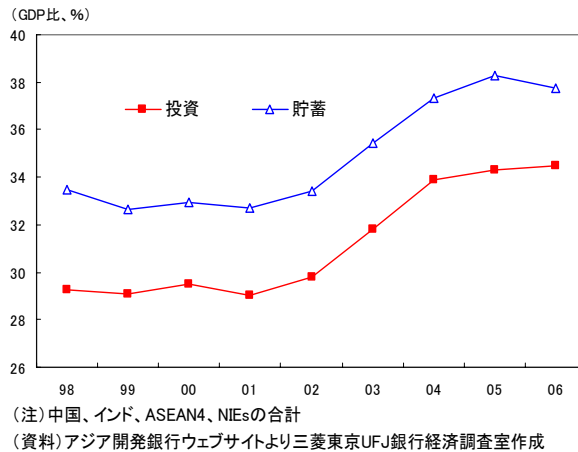


(注) インドネシアの外貨準備/短期対外債務比率は2004年時点。

(資料) IMF、各国統計などより三菱東京UFJ 銀行経済調査室作成

加えて、アジア全体でみて貯蓄率は上昇傾向にあり、域内の投資増加を支える要因となっている。これまでの産業集積の実績や高水準かつ安定した収益率を背景に今後も外国企業による直接投資の流入傾向は持続する可能性が高いほか、各国政府を中心とするインフラ整備の投資も増加傾向を辿ろう。

第9図：アジアの貯蓄・投資のウェイト



以上の要因を総合して判断すると、アジア経済は大幅な調整局面に至るとは考えにくく、今後も底堅い成長を続け、グローバル経済の牽引役としての役割を果たすとの前回見通しを大きく修正する必要は無かろう。ただし、年前半は米国を中心に先進国の景気が減速基調を強めることが予想されるため、2008年のアジアの景気は、年前半を中心に幾分減速する公算が高い。10カ国全体の実質GDP成長率は中国・インドの高成長に支えられ世界の中でも高成長は維持する見通しだが、通年で7.8%と昨年の実績見込みである8.6%を下回ろう。

①中国

投資と輸出は小幅ながら減速しつつあるものの依然として伸びは高く、実質GDPは前年比+11%台の高成長を継続している。こうしたなか、消費者物価は食料品価格の高騰を主因に高めの伸びを続けている。当局は、貸出金利や預金準備率の引き上げ、および窓口規制の強化により昨年10月以降金融引き締めを強化してきた。

この先も、当局は昨年終盤以降の金融引き締めスタンスを維持するとみられるが、景気過熱の回避もさることながら本格調整に陥ってしまうことへの警戒も中国では強い。過去の例からみても、景気に少しでも変調の兆しがみえた際には迅速かつ柔軟な対応が予想される。省エネ、環境保護、インフラ整備に関連する設備の需要が大きいことも考慮すれば、投資の伸びは小幅の鈍化にとどまる見通しである。

一方、輸出は、輸出付加価値税の還付率引き下げ、人民元相場の上昇、当面の米国を中心とする世界景気の減速を受け、増加ペースは低下しよう。

これらの点を勘案すれば、投資の緩やかな減速と輸出の伸び悩みから、実質GDP成長率は10.2%と2007年の11.4%からは低下しつつも2桁台の成長を維持

することが見込まれる。

②NIEs

NIEs は、シンガポールで一部医薬品の生産品目の入れ替えに伴う生産調整により、昨年第 4 四半期に成長ペースの低下がみられたものの、総じて内外需に支えられた成長が持続している。

今後は、韓国で政権交代により投資環境の好転が見込まれるほか、香港、シンガポールでは引き続き良好な雇用環境が消費を支える見通しである。このため NIEs 全体でみて景気は底堅く推移しよう。ただし年前半は、米国をはじめ世界景気が緩やかに減速するにつれ、輸出の伸び悩みを主因に成長率は幾分鈍化しよう。その後は、世界経済が徐々に回復するとみられるため、輸出は持ち直し、成長ペースは緩やかに上昇する見通しである。NIEs 全体の成長率は、2007 年の 5.4% から 2008 年へと 4.8% と小幅な低下を予想する。

③ASEAN

ASEAN4 カ国の経済は、良好な雇用・所得環境が続いていることなどから、内需の拡大を追い風に、総じて底堅い成長が続いている。

今後、2008 年前半を中心に、米国をはじめ世界景気の鈍化に伴う輸出の伸びの低下を受け、成長ペースの鈍化が予想される。その後は、世界経済が緩やかに持ち直すにつれて、輸出の伸びが回復し、成長ペースは徐々に加速する見込みである。このため、ASEAN4 の成長率は、2007 年の 5.9%（実績見込み）から 2008 年は 5.3% へ低下するものの、全体で見れば 5% 台の安定成長が続こう。

④インド

インド経済は、内需の拡大を牽引役に、実質 GDP 成長率が前年比 9% 前後の高成長が続いている。足元の個人消費は、金融引き締め政策の影響などで、増勢は幾分弱まっているものの、雇用・所得の増加が拡大を下支えしている。

今後も内需の拡大を背景に安定成長が見込まれる。2008 年度にかけて、世界需要の鈍化やルピー高などを背景にした輸出の伸び悩みもあり、成長ペースの鈍化が予想されるが、2007 年度は前年比 8.6%、2008 年度は同 8.2% と引き続き 8% を上回る高成長を維持しよう。

第1表：アジア経済見通し総括表

GDP規模 2006/bilUS\$	実質経済成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)			
	2006年	2007年	2008年	2006年	2007年	2008年	2006年	2007年	2008年	
中国	2,644.7	11.1	11.4	10.2	1.5	4.8	4.4	2,499	3,422	3,690
韓国	888.0	5.0	4.9	4.9	2.2	2.5	3.0	54	60	7
台湾	364.6	4.7	5.4	4.1	0.6	1.8	1.9	247	295	283
香港	189.8	6.8	6.0	4.9	2.0	2.0	3.8	230	263	281
シンガポール	132.2	8.2	7.7	5.5	1.0	2.1	4.5	298	392	405
NIEs	1,574.6	5.4	5.4	4.8	1.7	2.2	3.0	829	1,010	976
インドネシア	364.2	5.5	6.3	5.8	13.1	6.4	6.8	99	110	93
マレーシア	148.9	5.9	6.0	5.5	3.6	2.0	3.0	256	265	270
タイ	206.3	5.1	4.3	4.4	4.7	2.3	3.2	22	149	60
フィリピン	116.9	5.4	7.3	5.3	6.2	2.8	4.2	59	46	40
ASEAN 4	836.3	5.5	5.9	5.3	8.4	4.1	4.9	436	570	463
アジア9カ国・地域	5,055.6	8.4	8.6	7.7	2.7	3.9	4.0	3,763	5,002	5,129
インド	826.2	9.6	8.6	8.2	6.8	6.1	5.6	▲111	▲148	▲180
アジア10カ国・地域	5,881.8	8.6	8.6	7.8	3.3	4.2	4.3	3,652	4,854	4,949

(注)インドは年度(4月～3月)ベース。

2. 中国

(1) 現状：投資・輸出は抑制策下で小幅減速

中国では、2007年第4四半期の実質GDP成長率が前年比11.2%と前期(同11.5%)から小幅減速した。この結果、2007年通年では同11.4%と前年(同11.1%)を上回り、5年連続の二桁成長となった。

第4四半期の内訳をみると、投資の伸びは前年比+23.0%と前期の同+25.4%から鈍化した。この背景には、引き締め強化がある。中国人民銀行(中央銀行)は2007年中に6回の利上げで1年物貸出金利を合計1.35%引き上げ、7.47%と98年以来の高水準にした。一方、預金準備率も2007年に10回で合計5.5%引き上げ、14.5%と過去最高水準を更新した。これに加えて、2007年10月の共産党大会以降、窓口規制も強化し、貸出残高拡大を禁じた。

輸出も前期の前年比+26.3%から同+22.3%へと減速してきた。付加価値税還付率の引き下げなどの輸出抑制策ならびに人民元高の加速に加え、米国向け輸出にサブプライムローン問題の悪影響が波及したためである。一方、EUならびに、中南米、アフリカ、ロシアなど新興地域向けは好調を維持している。

消費者物価上昇率は8月以降、前年比6%台と11年振りの高騰が続いている。

これは、前年比 16～18%台に達する食料品価格の高騰が主因である。国際価格を反映した穀物価格の上昇が肉・卵・食用油などの価格に波及し、とくに、豚肉については伝染病の流行などの要因も加わり、価格が跳ね上がった。さらに、11～12 月にかけては不動産市況の高騰の影響から住居費も同 6%にまで高まってきた。こうしたインフレ状況は国民の不満を強く喚起しており、引き締め強化を促す要因となっている。

(2) 見通し：年前半に強い成長抑制圧力

2008 年には、初頭から投資・輸出ともに強い下方圧力がかかっている。まず、投資からみると、中央経済工作会議で金融政策方針が 10 年振りに「穏健」から「引き締め気味」に変更され、インフレ抑制が全面に押し出された。これに基づき、当局は、金融機関全体の貸出増加額を前年規模に抑えるよう窓口指導を行っている模様である。

加えて、1 月中旬以降、中部・南部を中心に 50 年振りともいわれる寒波・大雪に見舞われ、家屋倒壊などの直接的な被害に加え、輸送の遅れ、停電などから生産にも大きな悪影響が出ている。ただし、こうした状況に対応すべく、人民銀行は 1 月末に金融機関に対し、被災地域における迅速な融資を促したと報じられている。景気過熱と同様に、景気後退も回避すべく、経済実態に即した肌理細かい調整を図る当局の姿勢は変わりないように見受けられる。

そもそも、2008 年については、投資拡大に拍車をかけかねない要素が少なからず存在する。第一に、5 年に 1 度の共産党大会 (2007 年 10 月開催) 前後には、党中央幹部のみならず地方幹部も交代が進むことから、新幹部の実績作りのための新規投資プロジェクトが増え易い。第二に、2008 年から、中国企業・外資系企業の所得税が一本化され、従来、優遇税率を適用されていた外資系企業にとっては増税になる一方で、中国企業にとっては 33%から 25%への減税となり、内部留保による投資余力が増大する。第三に、北京オリンピックがユーフォリア的に先行きへの成長期待を高め、投資意欲を喚起する。昨年 10 月以降の引き締め強化は、これらの要因を踏まえて、投資過熱抑制に先手を打ったという側面もあり、本格引き締めを意図したものではなかろう。景気後退の兆しがみえた際には迅速かつ柔軟な対応が予想される。

加えて、胡錦濤政権が科学的発展観の下に追求する持続可能な成長パターンを実現するには、農業、省エネ、環境保護、インフラ整備、中西部向けなどに投資拡大余地が大きいことも考え合わせれば、投資は減速するとはいえ、高水準を保つと見込まれる。

輸出についても下方圧力は強く、減速を予想する。対外摩擦や過剰流動性の緩和のための輸出抑制策は拡充されており、2008 年初から、新たな輸出増税や加

工貿易禁止措置が導入されたうえ、人民元の上昇ペースをみても1月には対ドル月間上昇率が1.7%にまで加速した。一方、サブプライムローン問題は深刻度を増しつつあり、米国向けに限定されていた減速傾向が他地域向けにも広がってくると考えられる。ただし、当局は、輸出減速のペースを睨みつつ、輸出政策を柔軟かつ迅速に調整すると考えられる。人民元高も1月の勢いを持続するとは考えにくく、2008年通年の上昇率は10%前後と予想される。

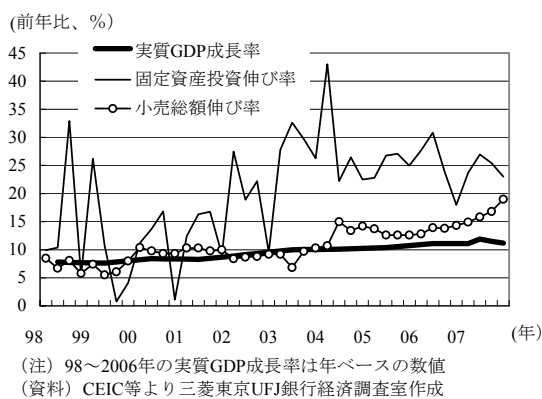
消費については引き続き安定成長が見込まれる。胡錦濤政権は、投資に替わって成長の牽引役とすべく消費振興に尽力しており、また、格差是正という側面からも、最低賃金の引き上げや教育、医療等の社会保障の整備などを進めている。さらに、2008年後半からはインフレ緩和ならびに北京オリンピックによる浮揚効果が加わって、消費拡大に弾みがつくと考えられる。

以上を総合すれば、投資・輸出の減速を主因として、2008年の実質GDP成長率は10.2%まで低下しよう。

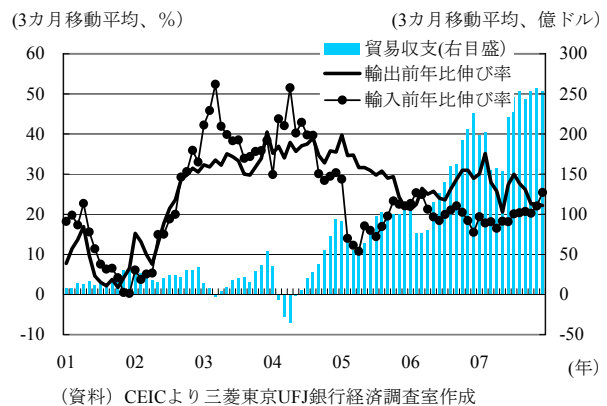
物価については当面の高騰は避けられない見込みである。政府は、前年から、豚肉を中心とする食料品価格の安定化策、電気、運賃など政府管理価格の凍結などの対策を採用し、加えて、本年は、一部の食料品、燃料等について、値上げに事前申請を義務付ける臨時の価格介入制度まで導入した。しかし、足元の寒波・大雪が強い物価上昇圧力をかけており、1月の消費者物価上昇率は7.1%に達している。

もっとも、春以降、政策効果が徐々に浸透するに伴い、食料品価格も安定に向かうと考えられる。価格凍結・介入が解除された後の反動は懸念されるものの、生産能力拡大に伴う最終製品段階の供給過剰は解消されておらず、依然として、価格上昇圧力は弱い。このため、通年ベースでは4.4%と前年の4.8%から小幅の低下を予想する。

第10図：中国の成長、投資、消費の推移



第11図：中国の貿易動向



(3) 株価下落とマクロ経済への影響

中国の株価は、2006年以降急騰し、バブル懸念を喚起していたが、2007年10月から調整局面を迎えた。その主因は当局の引き締め姿勢の強化であったが、さらに、足元では、米国のサブプライムローン問題の深刻化も影響してきた。中国では証券投資は対内、対外ともに厳しく規制され、閉鎖的な株式市場であるが、世界的な金融・資本市場の動揺の広がりには中国の投資家心理も冷やし始めた。

しかし、当面は、株価下落のマクロ経済への影響はさほど大きくないとみられる。確かに、これまでの株高で、過去2年間に投資口座数は7,000万から1億4,000万にまで増えており、消費への逆資産効果はあろうが、中国経済の牽引役は依然として投資と輸出であることからすれば、経済全体へのマイナス・インパクトは限定的である。しかも、証券業協会のアンケート調査によれば、個人投資家の7割は中・低所得層とのことであり、むしろ、個人投資家の不満の高まりによる社会不安の方が問題といえよう。

もっとも、足元のサブプライムローン問題の深刻化は世界経済の低迷のリスクを孕んでいる。これに伴う中国の投資・輸出主導型経済の失速を受けて株価低迷に拍車がかかる場合には景気悪化を増幅しかねず、注意を要しよう。

3. NIEs

(1) 韓国

① 現状：景気は拡大基調

韓国経済は、内外需双方に支えられて、堅調に推移している。2007年第4四半期の実質GDP成長率は前年比+5.5%（速報値）と3四半期連続で加速した。ただし、2006年後半から2007年初めにかけて景気が大きく減速していたことから、2007年通年では前年比4.9%と、前年（同5.0%）から小幅ながら低下した。

個人消費は、失業率が3%台の低水準で推移するなど良好な雇用環境を背景に、同+4.7%と堅調に推移した。機械設備投資は同+5.7%と、低調だった前期（同+1.6%）から持ち直しに転じた。一方、建設投資は、不動産投資抑制政策の効果や住宅在庫が増加したことなどから住宅投資が伸び悩んだため、同▲0.5%とマイナスに転じた。

輸出は、一般機械、無線通信機器などのエレクトロニクス関連製品が好調に推移し、同+16.1%と二桁の伸びを回復した。一方、輸入（同+16.4%）も、堅調な内需や原油価格の上昇を受けて、資本財や中間財・燃料を中心に拡大した。輸入の伸びが輸出の伸びを上回ったため、純輸出のGDP増加寄与度は縮小した。

物価は、2%台の安定基調が続いていたが、昨年末から、原油価格の高騰を主因にインフレ圧力が高まっている。1月の消費者物価上昇率は、交通費や水道光

熱費の上昇により前年比 3.9%と 4 カ月連続で加速したほか、コアインフレ率も同 2.8%と上昇した。

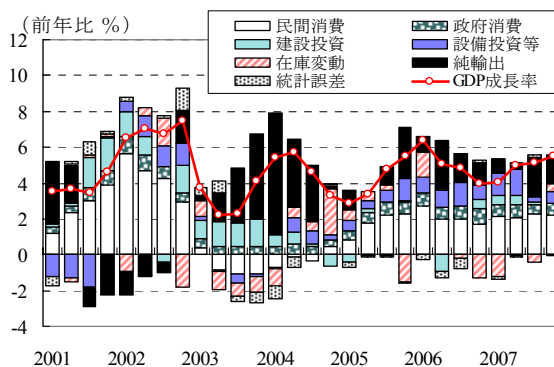
② 見通し：底堅い成長が続く

2008 年前半は、輸出は、米国経済の減速の影響を受けて増勢が鈍化しよう。もともと、高進が続いていたウォン相場は、足元、低下がみられるほか、近年、中東やロシア、ベトナムなどの新興国向け輸出の拡大が続いており、輸出先が分散する傾向にあることなどから、底堅さは維持するとみられる。個人消費は、良好な雇用環境を背景に回復基調を辿るものの、足元のインフレ加速や株価下落の影響による逆資産効果が下押し圧力となるとみられ、拡大ペースは緩やかにとどまろう。一方、投資は、半導体関連産業が、半導体価格の下落による企業業績悪化を受けて縮小を続けるとみられるが、機械受注が二桁の伸びを続けているほか、政権交代を機に投資環境の改善が見込まれることから、底堅い推移が見込まれる。この結果、2008 年の実質 GDP 成長率は同 4.9%と、2007 年同様底堅い成長が続くと予想する。

③ 次期政権は党内統制の強化が課題

昨年末に行われた大統領選挙では、最大野党・ハンナラ党の李明博・元ソウル市長が圧勝し、2 月 25 日に正式就任となる。李明博次期大統領は、民間資本による投資活性化により高い経済成長を達成する目標を掲げており、国民の期待度は高く、就任演説が注目される。なお、4 月に総選挙を控えるなか、ハンナラ党は政権安定化のために圧倒多数の議席確保を目指すものの、公認候補選定基準などを巡る内部対立が報じられるなど、今後、党内の足並みが乱れる可能性はある。李明博次期大統領は、ビジョン実現に向けて、党内統制の強化が急務となろう。

第 12 図：韓国の実質 GDP 成長率



(資料) CEIC より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

(2) 台湾

①現状：輸出好調続く

台湾の2007年第3四半期の実質GDP成長率は前年比6.9%と前期の同5.2%から大幅に上昇した。輸出の好調が主因で、米国向けの不振を中国向けが補う形で同+11.7%と1年振りに二桁成長に達した。個人消費も同+3.5%と前期（同+2.6%）から加速し、良好な雇用情勢、株高という好環境の下で、2005年に表面化したクレジットカード債務問題の悪影響がようやく収まる兆しをみせている。一方、民間設備投資は前期の同+8.6%からは減速したものの、同+6.5%と底堅い伸びを示した。

第4四半期に入り、輸出は一段と勢いを増した。通関ベースで見ると、中国向けは前年比+30%超にまで達し、米国向けも前年比増加基調に転じた。小売売上高からみて、消費も底堅い伸びを維持している模様である。ここからすれば、第4四半期も安定成長を続け、2007年通年の実質GDP成長率は5.4%と前年（4.9%）からの小幅加速が見込まれる。

消費者物価は、原油を始めとした国際商品価格上昇に台風による生鮮食料品価格の高騰が加わり、2007年10月には前年比5.3%と過去13年の最高水準に達した。その後、台風の影響による物価の押し上げ効果は緩和されたが、2008年1月に入っても3.0%と台湾では高めの水準にある。

中央銀行は、こうした物価情勢を踏まえ、12月20日、利上げ継続を決定し、公定歩合を3.375%とした。2004年10月から四半期毎の利上げはこれで14回目となる。

②見通し：サブプライムローン問題の深刻化が輸出下押し

2008年に入り、サブプライムローン問題の深刻化が米国景気を一段と悪化させる兆しが出ており、今後、台湾の輸出へも悪影響が強まると予想される。このため、企業の投資スタンスも慎重化しよう。半導体業界では、需要の先行き不透明感を踏まえ、大手ファウンドリーである台湾積体回路製造（TSMC）、聯華電子（UMC）ともに2008年の設備投資額を前年比で大幅に削減する計画である。

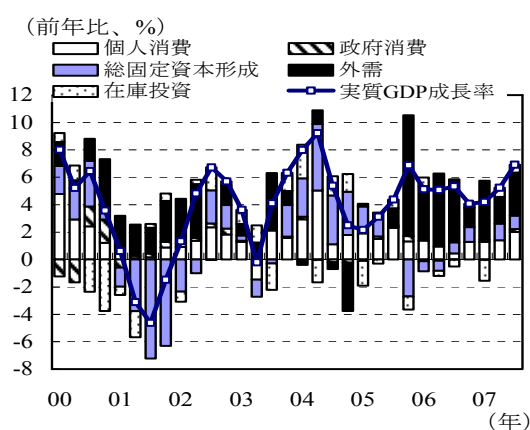
こうした内外の環境悪化に加え、台湾の株価も11月以降、サブプライムローン問題の影響で下落傾向にあることから、個人消費の活発化も期待し難い。ただし、2008年には1月の議会選挙に続き、3月には総統（大統領）選挙が予定されており、台湾では総統選挙時には消費が盛り上がる傾向にあるため、一定の押し上げ効果が見込まれる。

これらを考慮すれば、2008年の実質GDP成長率は4.1%まで減速が予想される。消費者物価は台風による押し上げ効果は剥落するものの、国際商品価格上

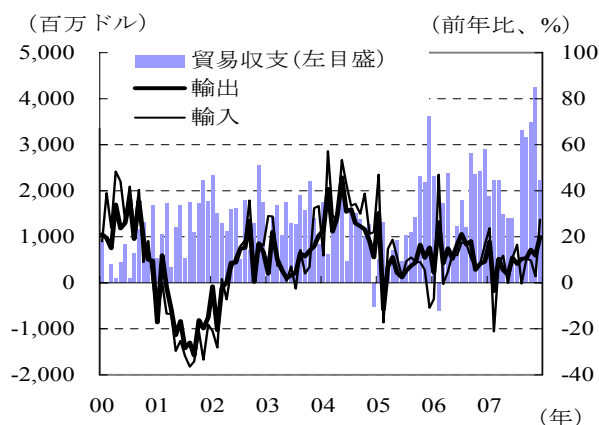
昇に伴うコア物価の押し上げは避けられず、2008年も2%弱と前年並みの上昇となる。

なお、総統選挙は、与党民進党の謝長廷・前行政院長（首相）と野党国民党の馬英九・前主席を中心に争われる。1月の議会選挙では、国民党が議席の7割強を獲得する形で圧勝し、馬氏有利との見方が強いが、議会の圧勝を受けて、バランス感覚が働くと見る向きもあり、依然、予断を許さない。どちらが総統になっても、中国が独立派として警戒する陳水扁総統よりは、対中関係が安定すると期待されているが、総統選挙と同時に、民進党の提案に基づく台湾名義での国連加盟申請の賛否を問う住民投票の実施が正式決定されるなど混乱の火種は残っており、注意を要する。

第13図：台湾の実質GDP成長率



第14図：台湾の貿易動向



(資料) CEIC より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(資料) CEIC より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 香港

①現状：消費を牽引役に安定成長

香港の2007年第3四半期の実質GDP成長率は前年比6.2%と好調な景気拡大を維持した。その牽引役は消費で同+9.7%と過去3年間の最高水準に達した。良好な雇用・所得環境に加え、資産効果も大きかった。とくに、8月に中国当局が中国の個人投資家による香港株への投資解禁を発表したことで、香港の株価は急速に押し上げられた。一方、輸出は日米向けが前年比で減少に転じたこともあり、前期の同+10.1%から同+6.4%へと減速した。

第4四半期も景気の好調は維持された模様である。雇用情勢は、失業率がほぼ10年振りの3%台に低下するほど良好であり、資産市場をみても、株価は中国投資家の投資解禁実施の遅れやサブプライムローン問題の影響などから、若干の調整は免れなかったものの、不動産価格の上昇が目立ってきた。こうしたな

かで、小売売上高は前年比二桁増を続けており、消費の景気押し上げ効果は持続しているとみられる。輸出は、日米向けの前年比減少を始めとして引き続き不冴えであるものの、前期から目立った悪化の兆しはない。ここからすれば、2007年通年で6%前後の成長は確保したものとみられる。

②見通し：海外経済の悪影響が徐々に浸透

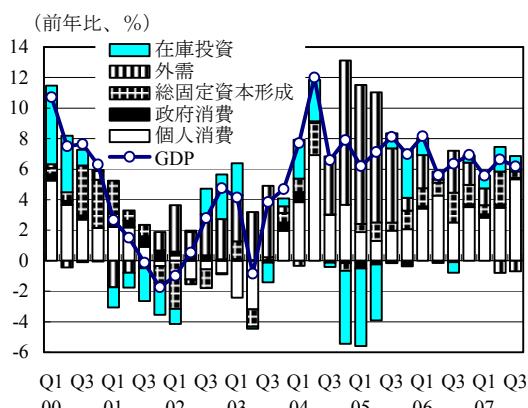
2008年については、海外経済の影響が景気を下押すと予想される。世界経済の減速傾向が一段と強まるなか、中国における人民元上昇の加速、貿易摩擦緩和のための輸出抑制策の強化などが、中国製品の仲介貿易地である香港の輸出にも逆風となろう。

また、消費にも海外要因が影を落とす見込みである。中国の株価下落は、中国投資家による香港株投資解禁を一段と遅らせ、サブプライムローン問題の広がりとも相まって、香港の株価にさらなる下押し圧力をかけよう。さらに、足元ではインフレ懸念も強まっている。中国における食料品価格の高騰と人民元高が輸入依存度の高い香港の物価を押し上げつつある。

とはいえ、中国が高成長を続けると見込まれる以上、中国・香港間の経済協力協定（CEPA）の拡充などを通じて、中国との一体化が進む香港は引き続き恩恵を享受し得ると考えられる。特に、北京オリンピックは馬術競技が香港で開催されることもあり、観光・消費に対する浮揚効果が見込まれる。

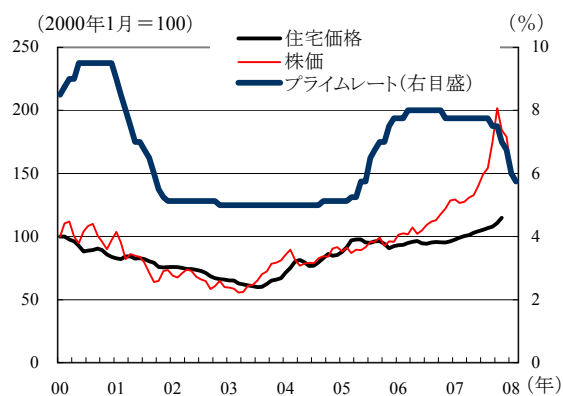
これらを総合すれば、2008年の実質GDP成長率は4.9%と前年よりは低下するものの、底堅い景気拡大が予想される。また、消費者物価上昇率は前年の2.0%から3.8%まで上昇しよう。

第15図：香港の実質GDP成長率の推移



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：香港の資産価格と金利



(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) シンガポール

①現状：第4四半期の成長率は5.4%へ鈍化

シンガポール経済は堅調に推移している。2007年第4四半期の実質GDP成長率は、前年比5.4%と前期（同9.5%）から伸びが鈍化した。この結果、2007年通年の成長率は7.7%と前年（8.2%）から小幅低下したものの、5~6%とみられる潜在成長率近辺の巡航速度を維持した。

第4四半期の成長率が鈍化したのは、一部医薬品の生産品目の入れ替えに伴う生産調整により、製造業が前年比+0.2%と前期（同+11.0%）から大幅に鈍化したことが主因である。建設業（同+24.3%）やサービス業（同+7.7%）は引き続き好調であった。

需要項目別にみると、良好な雇用環境を背景に民間消費（同+5.1%）が引き続き堅調であった。12月末時点の失業率（季節調整値）は1.6%と通貨危機前の水準近辺まで低下、完全雇用に近い状況にある。また、総固定資本投資（同+16.5%）は旺盛な建設需要を背景に二桁の伸びを維持した。他方、外需はエレクトロニクス部門の低迷が続いているものの、石油関連輸出の増加により第4四半期の輸出は、前年比+7.1%と伸びが高まった。

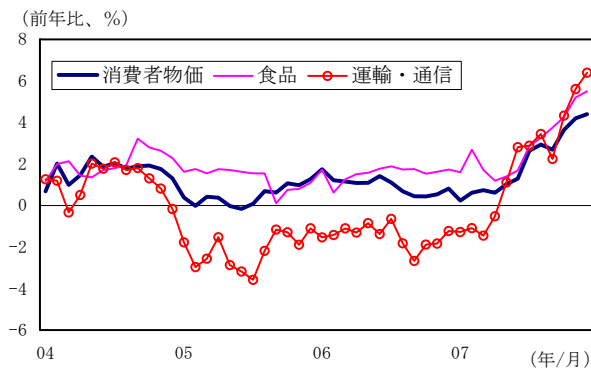
2007年7月の物品・サービス税（GST）引き上げや原油高・穀物高を背景にインフレ圧力が高まっている。第4四半期の消費者物価上昇率は前年比4.1%と約25年ぶりの高い伸びとなった。2007年10月、シンガポール通貨庁（MAS）がインフレ抑制のため、シンガポールドル（Sドル）の上昇ペースをやや引き上げたことから、Sドルは通貨危機以来10年ぶりの水準まで上昇した。

②見通し：成長ペースは鈍化するものの、底堅さを維持

2008年の成長率は5.5%へ鈍化するものの、総じて見ればシンガポール経済は底堅く推移するであろう。投資は前年の高い伸びの反動が予想されるものの、良好な雇用環境が消費を下支えすることから、内需は堅調を維持するであろう。もっとも、物価上昇により実質賃金上昇率は鈍化傾向にあり、消費を取り巻く環境は前年よりは厳しくなる見込み。他方、外需は米国を中心とした世界経済の減速により、成長率への寄与度は前年より低下しよう。

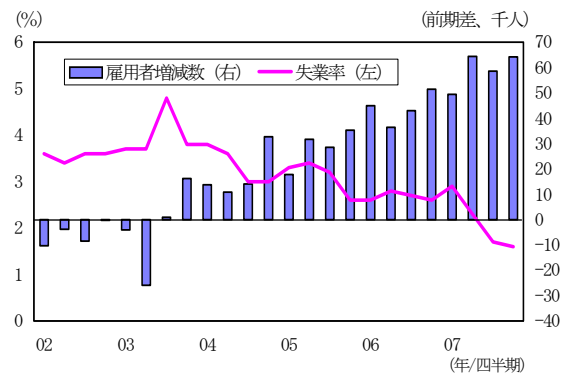
インフレ圧力は年前半にかけて一段と高まるであろう。2008年の消費者物価上昇率は4.5%と前年（2.1%）から加速することを予想する。これは、①食品価格の上昇持続、②原油高やタクシー運賃値上げなどによる交通費の上昇、③公団住宅（HDB）の評価額引き上げによる住宅費の上昇、など物価指数全体の約3分の2のウェイトを占める3大費目（食品、交通、住宅）が物価を引き上げるためである。特に、年前半はGST引き上げの影響が残り、消費者物価は一時5%台まで上昇することが見込まれる。

第 17 図：シンガポールの物価動向



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 18 図：シンガポールの雇用動向



(資料) 人材開発省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. ASEAN

(1) インドネシア

①現状：内需主導の成長が持続

インドネシア経済は内需主導の成長が続いている。2007年第4四半期の実質GDP成長率は前年比6.3%と前期(同6.5%)から伸びがやや鈍化したものの、堅調に推移した。この結果、2007年の成長率は6.3%と通貨危機以降最も高い成長率となった。

民間消費(同+5.6%)が底堅く推移したほか、総固定資本形成(同+12.1%)の伸びが高まった。もっとも、民間消費は回復傾向にあるが、物価上昇圧力の高まりを背景に足踏みの兆しがみられる。消費者信頼感指数は10月から11月にかけて約1年ぶりに100を超えたが、12月は99.1、1月は94.5と再び低下傾向にある。12月の自動車販売台数は同+25.6%と10カ月連続で二桁増を維持したが、前月(同+37.9%)から伸びが鈍化、二輪車販売台数は▲11.1%と前月(▲7.1%)からマイナス幅が拡大した。

輸出は堅調に推移している。第4四半期の輸出は前年比+13.7%と前期(同+9.4%)から伸びが高まった。石油・ガス部門(同+25.4%)が大幅に増加した。

食品価格の高騰を受けインフレ圧力が再び高まっている。第4四半期の消費者物価上昇率は前年比6.7%と前期(同6.5%)から加速、1月は同7.4%と4カ月ぶりに7%台へ上昇した。

②見通し：2008年の成長率は5.8%へ鈍化

インドネシア経済は引き続き堅調に推移することが見込まれるが、物価上昇や海外経済の減速といったリスク要因により、2008年の成長率は5.8%へ鈍化するであろう。

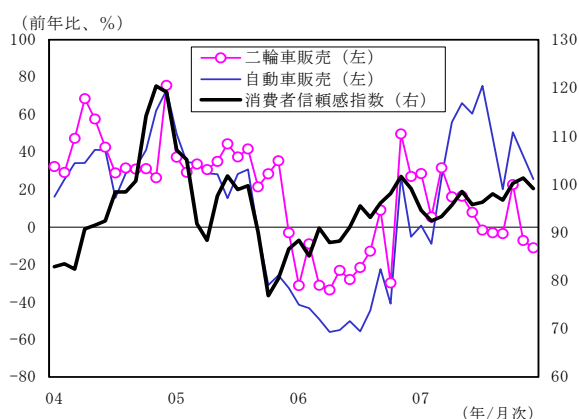
内需は物価安定と金利低下を背景に回復傾向を辿ってきたが、①足元で物価上昇圧力が再び高まっていること、②金利低下が一服していること、から回復ペースは鈍化する見込み。もっとも、2005年10月の燃料価格の大幅引き上げを契機にした内需低迷のような事態には陥らないとみる。政府は物価抑制に注力しており、海外景気の不透明感が強まる中で、内需の減速を招くような政策をとることは考えにくいからだ。

他方、輸出は世界経済減速の影響で鈍化する一方、原油高を背景に石油製品の輸入増加が見込まれることから、外需の寄与度は低下しよう。

物価は上昇圧力が高まるであろう。政府は大豆や小麦など必需品の関税削減や低所得層向けのコメ価格抑制など食品価格の抑制に取り組む方針であるが、物価上昇は広範囲にわたっており、2008年の消費者物価上昇率は前年(6.4%)を上回る6.8%に達すると予想する。

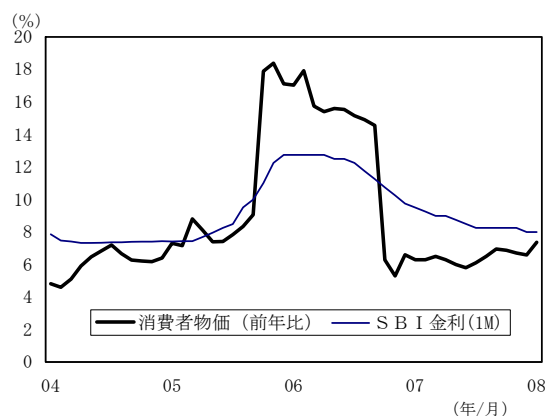
金融政策については、米国が積極的な金融緩和策に転じたものの、インドネシア中銀はインフレ抑制に重点を置いていることから、一段の金融緩和には慎重になるであろう。

第19図：インドネシアの消費動向



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第20図：インドネシアの物価と金利



(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

①現状：内需主導の成長が持続

マレーシア経済は内需主導で堅調に推移している。第3四半期の実質GDP成長率は前年比6.7%と前期(同5.8%)から加速、3年ぶりの高成長を記録した。昨年7月に実施された公務員給与の引き上げ(7.5~35%)や一次産品価格の上昇に伴う所得拡大を背景に、民間消費(同+14.0%)が前期に続き二桁増となった。

投資も好調である。総固定資本形成は同+13.5%と伸びが高まった。製造業や

建設業など民間企業の設備投資が拡大したことに加え、第9次マレーシア計画の施行に伴い公共投資が活発化した。

他方、低迷が続いていた輸出は第4四半期が前年比+16.0%と7-9月期（同+0.9%）から伸びが加速した。主力のエレクトロニクス部門は低迷が続く中、原油やパーム油など一次産品が牽引役となった。

物価は食品を中心に上昇傾向にある。第4四半期の消費者物価上昇率は前年比2.2%と前期（同1.8%）から伸びが高まった。

②見通し：2008年の成長率は5.5%へ鈍化

2008年のマレーシア経済は消費・投資など内需が引き続き牽引役となるものの、米国を中心とした世界経済の減速により年前半にかけて輸出が減速することから、2008年の成長率は5.5%へ鈍化する見込み。

消費は一次産品価格の上昇や公務員給与の引き上げなど所得拡大を背景に、堅調が持続するであろう。ただし、インフレ懸念の高まりを背景に消費者マインドは悪化傾向にあり、前年に比べ伸びは鈍化する見込み。

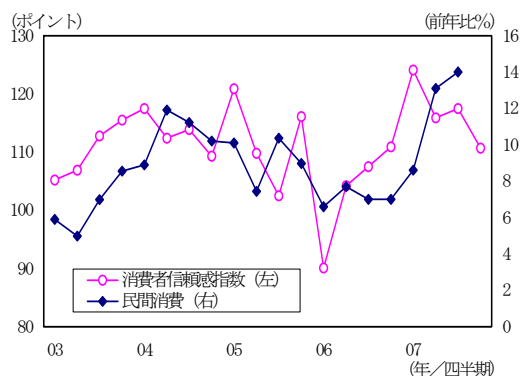
投資はインフラ整備など公共投資の拡大が持続すること、北部開発計画やジョホール南部開発計画などの長期開発計画が施行されることなどから拡大傾向が続くであろう。

他方、輸出は原油やパーム油など一次産品が引き続き下支えするが、米国を中心とした世界経済の減速を受け、輸出の約半数を占めるエレクトロニクスの回復が遅れることから年前半にかけて伸びは鈍化しよう。

インフレ圧力は高まるであろう。2008年の消費者物価上昇率は、前年（同2.0%）から加速し3.0%に達する見込み。政府はインフレ抑制に注力しているものの、原油価格の高止まりを受け、補助金の負担が増していることから、3月に実施される総選挙後に燃料価格の引き上げに踏み切る可能性がある。もっとも、前回（2006年）のように燃料価格の引き上げが、金融引締めを引き金になることを回避すべく、政府は引き上げ幅に配慮するであろう。

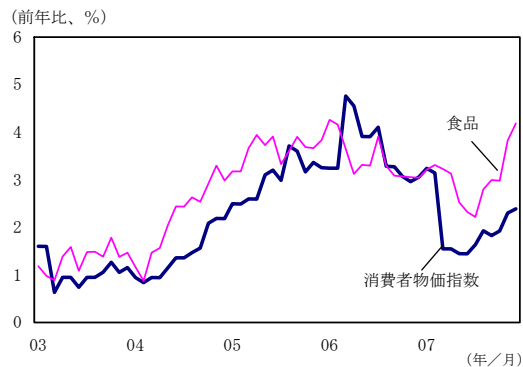
目下、中央銀行は景気減速とインフレ双方のリスクを睨んだ中立的な金融方針を維持しているが、マレーシアは周辺国に比べ米国向け輸出比率が高く、米国経済減速の影響を受けやすいことから、中銀はインフレへの対応（利上げ）よりは、景気減速への対応（利下げ）に軸足を置くと考えられる。

第 21 図：マレーシアの消費動向



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 22 図：マレーシアの物価動向



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) タイ

①現状：内需は改善の動きが持続

タイ経済は、2007年 第3 四半期の実質 GDP 成長率が前年比 4.9%と、6 四半期ぶりに前期を上回る成長をみせた。昨年 8 月の国民投票を経て総選挙の日程が固まり、民政復帰に向けた期待の高まりなどから、内需の持ち直しにつながったとみられる。個人消費が同+1.9% (前期：同+0.8%)、総固定資本形成が同+2.6% (前期：同+0.2%) とそれぞれ拡大したほか、公務員給与引き上げに伴う政府支出の増加なども成長を下支えした。足元の内需は、民間消費指数や民間投資指数の動きにみられるように、低水準ながらも消費・投資ともに回復基調を維持している。

一方、堅調な外需は、引き続き成長を下支えしている。輸出は、米国向けの不振が続くなか、ASEAN をはじめアジア域内のほか、中近東、東欧などの新興諸国向けを中心に堅調を維持しており、第 4 四半期は前年比+24.0%と前期 (同 12.6%) から拡大した。輸入も、中間財に加え、内需の持ち直しにつれ資本財の輸入が拡大し、同+16.6% (前期：同 8.4%) となった。輸出の好調を背景に、貿易収支は 45 億ドルと前期 (29 億ドル) から拡大し、経常収支も 62 億ドルと前期 (29 億ドル) から倍層した。

物価は、原油高および食料品価格上昇の影響などで、再びインフレ圧力が強まっている。1 月の消費者物価上昇率は、前年同月の水準が低かった反動もあり、前年比 4.3%と 1 年半ぶりの水準まで上昇した。ただし、コアインフレ率 (生鮮食品・エネルギーを除く) は、同 1.2%と落ち着いた動きとなっている。

②1 年 5 カ月ぶりに民政復帰が実現

2 月をはじめに国民の力党のサマック党首を首相とする連立政権が発足し、2006 年 9 月のクーデターから約 1 年 5 カ月ぶりに民政復帰が実現した。タクシン元

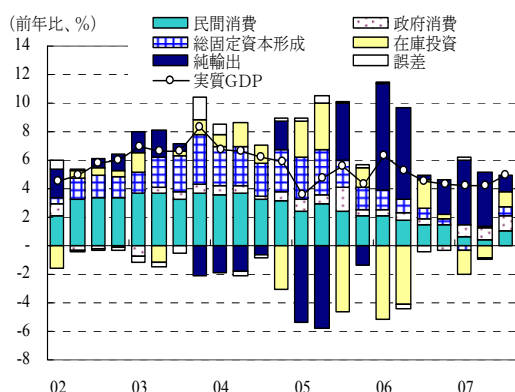
首相一族の株売却問題に端を発する反タクシン運動の高まりを受け、同年 2 月の下院解散以来 2 年にわたり続いていた政治の混乱が、漸く収束に向けて動き出したという点はプラスに評価できる。ただし、今後、新政権の政策運営やタクシン氏の帰国を巡り、反タクシン派との対立が再燃する可能性が残るなど、政治の安定化が実現するまでにはまだ予断を許さない。

③見通し：民政復帰に伴い景気は緩やかに回復

2008 年は、民政復帰に伴う消費者および企業マインドの改善に加え、「メガ・プロジェクト」など大型投資の再開などで、景気は内需を中心に回復傾向を辿ると予想する。ただし、米国をはじめ世界景気の鈍化に伴う輸出の伸び悩みが下押し圧力となり、通年の成長率は、2007 年の前年比 4.3%に対し、2008 年は同 4.4%と緩やかな改善にとどまると予想する。

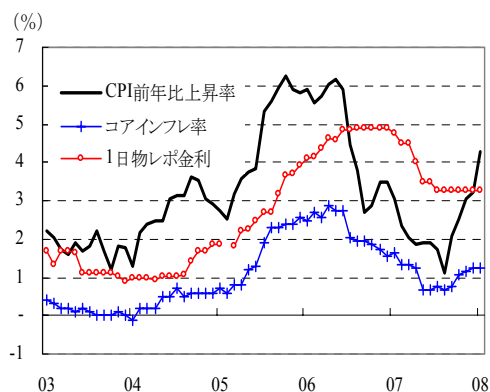
経常収支は、輸出の鈍化が予想される一方、内需の持ち直しに伴い輸入拡大が予想されることから、貿易黒字の減少を背景に、2007 年の 149 億ドルから 60 億ドルへ黒字幅の縮小が見込まれる。

第 23 図：タイの実質 GDP 成長率



(資料) NESDB 資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 24 図：タイの物価と政策金利



(資料) タイ中央銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) フィリピン

① 現状：堅調な内需に支えられて高成長を達成

フィリピン経済は、好調な個人消費や投資の拡大などを背景に、堅調に推移している。第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 7.4%となり、第 3 四半期も同 6.6%から同 7.4%へ上方修正された。この結果、2007 年通年では同 7.3%と、7%台の高成長となった。

個人消費は、堅調に推移する海外労働者 (OFW) 送金や金利の低下を受けて、同+6.3%へ拡大した。固定資本形成 (同+10.3%) は、BPO 産業の振興を背景

とした建設投資の拡大や設備投資の回復を背景に、二桁の伸びを示したほか、政府消費（同+10.8%）も堅調に推移した。

輸出は、主力のエレクトロニクス関連製品の低迷を主因に、鈍化傾向を辿っている。一方、輸入は、消費財の堅調な拡大が続いているほか、原油価格の高騰から鉱物燃料が大幅に増加しており、拡大傾向にある。このため、貿易収支は赤字幅の拡大が続いている。

物価は、昨年央まで2%台で概ね安定していたが、昨年後半から原油価格の高騰を主因に上昇ペースが加速している。1月の消費者物価上昇率は、光熱費や食料品価格、サービス価格を中心に上昇し前年比4.9%と、中銀の2008年通年インフレ目標（3~5%）の上限近辺まで急騰した。

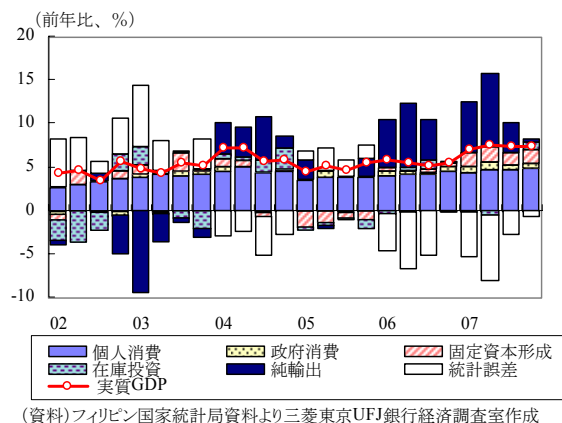
② 見通し：成長ペースは鈍化するものの、底堅さを維持

2008年後半にかけて、輸出が、主要な輸出先である米国経済の減速を受けて低調に推移するとみられることから、成長ペースは鈍化しよう。個人消費は、底堅いながらも、伸びは幾分鈍化するとみられる。OFW送金は米国からの送金額が全体の50%程度と大きなシェアを占めており、今後拡大ペースの鈍化が予想されることや、足元のインフレ加速が下押し圧力となろう。一方、投資は、BPO産業関連を中心に底堅い推移が見込まれる。政府によるインフラ整備も投資拡大に寄与しよう。この結果、2008年の成長率は5.2%へ鈍化するものの、5%を上回る底堅い成長を維持すると予想する。

中銀は、昨年央より、マネーサプライの鈍化などによるインフレ懸念の後退や米国の利下げを背景に、段階的に金融緩和を実施してきたが、足元のインフレ加速を受け、今後、インフレ抑制に配慮しながらの政策運営が必要となろう。

財政収支は、昨年後半より、納税者データの整備などによる徴税力の強化や積極的な政府保有株の売却による歳入の増加を受けて改善した。2007年の財政収支は▲94億ペソと、2006年（▲648億ペソ）から赤字幅は大幅に縮小し、通年の赤字抑制目標（▲630億ペソ）を達成した。対外信任向上には財政収支均衡の維持が必要である一方、2007年の歳入増加には政府資産の売却による収益が大きく貢献しており、政府は、歳入増加を持続させるべく、さらなる財政構造改革の進展が課題となる。

第 25 図：フィリピンの実質 GDP 成長率



5. インド

①現状：内需の拡大が成長を牽引

インドの 2007 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 8.9%と前期(同 9.3%)から小幅鈍化しつつも、高水準を維持した。金融引き締めの影響による個人消費の拡大ペースの鈍化などを背景に、製造業(同+8.6%)の伸びが低下した一方、建設(同+11.1%)、商業・ホテル・運輸・通信(同+11.4%)、金融・不動産(同+10.6%)が高水準で推移し、成長を下支えした。

足元の鉱工業生産指数は、耐久消費財を中心に伸び悩みがみられるものの、企業の活発な設備投資を反映し、資本財は前年比二桁の高い伸びが続いている。国内における乗用車販売台数は、堅調な拡大が続くなか、二輪車販売台数は、2007 年 3 月以降、前年比マイナスが続いている。二輪車販売不振の背景には、金融引き締め政策に伴う金利上昇や金融機関のローン審査の厳格化に加え、上位二輪車メーカーによる前年の過剰な生産・販売競争の反動が影響している。

足元の物価は、燃料価格の上昇などを背景に再びインフレ圧力が高まりつつある。卸売物価指数(WPI)上昇率は、依然、中央銀行(インド準備銀行、RBI)の目標とする前年比 5.0%を下回っているものの、昨年 10 月の同 3.1%を底に緩やかな上昇傾向を辿っており、2008 年 1 月には同 3.9%まで上昇した。マネーサプライ(M3)の伸びが高水準で推移していることなどからも、潜在的なインフレ圧力は根強いとみられる。

RBI は、景気の動向に配慮しつつも、物価の安定を最優先課題とし金融引き締めスタンスを維持している。足元、国内における消費の拡大ペースの鈍化などを受け、金利引き下げ期待が一部で高まっているものの、今年 1 月の金融政策見直しでは、潜在的なインフレ圧力に配慮し政策金利の据え置きを決定した。

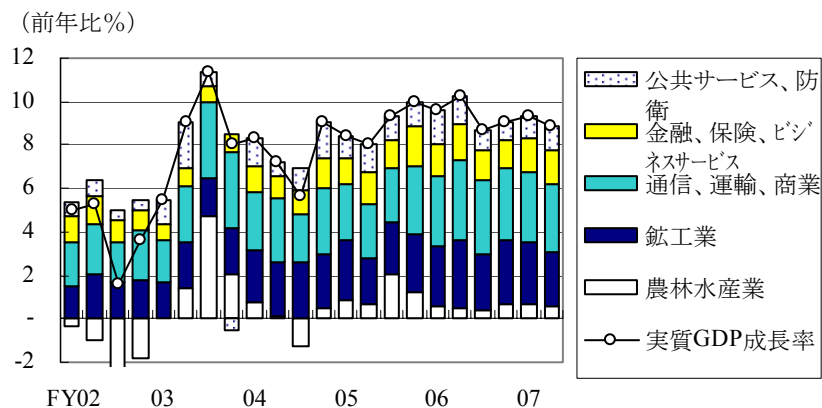
(2) 見通し：成長ペースはやや鈍化するものの高成長が持続

今後も内需の拡大を中心に高成長が続こう。今年については、世界需要の鈍化やルピー高を背景にした輸出の伸びの鈍化などから、成長ペースは鈍化するものの、2007年度は前年比8.6%、2008年度は同8.2%と8%超の高成長を維持すると予想する。

個人消費については、金利の高止まりなどが引き続き下押し圧力となるものの、雇用・所得の増加が拡大を下支えしよう。また、内外の需要拡大を睨んだ企業の積極的な設備投資のほか、今年から始動する「デリー・ムンバイ間産業大動脈（DMIC）構想」（9年間で総事業費900億ドル）など鉄道、道路、港湾等の整備・開発を行う大型のインフラプロジェクトなども、成長サポート要因となる。

経常収支は、世界需要の鈍化やルピー高を背景にした財・サービス輸出の伸び悩みなどを主因に赤字幅は2007年度の▲148億ドルから2008年度は▲180億ドルへ拡大が予想される。

第26図：インド実質GDP成長率の推移



(出所)インド中央統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

照会先：経済調査室（次長 佐久間） TEL: 03-3240-3204

E-mail: koji_sakuma@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せよう、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 <http://www.bk.mufg.jp> でもご覧いただけます。