

アジア経済の見通し

～輸出の軟調を受け景気は足踏み～

1. アジア経済全般

(1) 景気の状態

景気は足踏み

アジア経済は昨年第3四半期を底に持ち直しに転じたが、足元では輸出の軟調を受け足踏みしている。第1四半期の実質 GDP 成長率をみると、中国が前年比+7.7%と大方の予想に反し鈍化したほか、外需型の台湾やシンガポールも減速した(第1表)。また、ASEANは内需が下支えとなり堅調を維持したものの、輸出依存度が高いタイ及びマレーシアは事前予想を下回る伸びにとどまった。また、景気回復が遅れているインドは、鉱工業生産や自動車販売の伸び率はゼロ近辺で一進一退が続いており、景気回復の動きは依然として鈍い。

年明け以降、輸出は軟調

景気足踏みの主因である輸出の動向をみると、昨年終盤にかけて持ち直しの動きがみられたが、年明け以降は軟調に推移している。韓国は前年割れこそ逃れているが、ゼロ近傍の伸びにとどまっているほか、台湾は4月に再び前年割れとなった(第2表)。二桁の伸びが続く中国は例外であるが、香港向けの水増しが輸出全体を嵩上げしているとの見方が根強く、輸出の実態は発表された数字より弱い可能性がある。

第1表：アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率

(前年比、%)

	2011				2012				2013
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
中国	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6	7.4	7.9	7.7
韓国	4.2	3.5	3.6	3.3	2.8	2.4	1.6	1.5	1.5
台湾	7.4	4.6	3.5	1.2	0.6	▲0.1	0.7	4.0	1.7
香港	7.6	5.1	4.0	3.0	0.7	0.9	1.5	2.8	2.8
シンガポール	9.1	1.2	6.0	3.6	1.5	2.3	0.0	1.5	0.2
NIEs	5.9	3.6	3.9	2.8	1.9	1.7	1.2	2.2	1.5
インドネシア	6.4	6.5	6.5	6.5	6.3	6.4	6.2	6.1	6.0
マレーシア	5.1	4.3	5.7	5.2	5.1	5.6	5.3	6.5	4.1
タイ	3.2	2.7	3.7	▲8.9	0.4	4.4	3.1	19.1	5.3
フィリピン	4.9	3.6	3.2	4.0	6.3	6.0	7.2	6.8	N.A.
ASEAN4	5.3	5.0	5.4	2.8	4.9	5.8	5.6	8.9	N.A.
ベトナム	5.4	5.7	6.1	6.1	4.6	4.8	5.1	5.4	4.9
インド	9.2	8.0	6.7	6.1	5.3	5.5	5.3	4.5	N.A.
アジア11カ国・地域	8.4	7.7	7.4	6.7	6.3	6.1	5.9	6.6	N.A.

(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：アジア主要国・地域の輸出

(前年比、%)

	12/Q3	Q4	13/Q1	13/1	2	3	4
中国	4.4	9.4	18.4	23.6		10.0	14.7
韓国	▲5.8	▲0.4	0.5	0.6		0.2	0.4
台湾	▲2.2	2.4	2.4	2.0		3.3	▲1.9
香港	4.3	7.4	4.0	0.3		11.2	9.0
シンガポール	▲5.7	▲0.1	▲6.8	▲6.9		▲6.7	2.7
NIEs	▲2.5	2.2	▲0.2	▲1.2		1.6	2.6
インドネシア	▲14.1	▲8.3	▲6.4	▲2.9		▲13.0	—
マレーシア	▲4.7	0.7	▲3.2	▲2.3		▲4.9	—
タイ	▲3.0	18.2	4.5	4.1		4.2	—
フィリピン	6.2	9.1	▲6.2	▲9.4		0.1	—
ASEAN4	▲6.3	3.6	▲2.0	▲1.0		▲3.8	—
アジア9カ国・地域	0.0	5.7	7.4	9.1		4.5	—

(注)1、2月は旧正月の影響を排除するためには1-2月期実績。

(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

仕向け地別にみると、景気後退が続く欧州向けのマイナス幅が拡大したほか、これまで堅調であったアジア域内向けも、中国向けを中心に鈍化した。海外需要の低迷に加え、韓国やタイなどでは通貨高も輸出を抑制したとみられる。

(2) 今後の見通し

2014 年にかけても
潜在成長率を下回
るペースに止まる

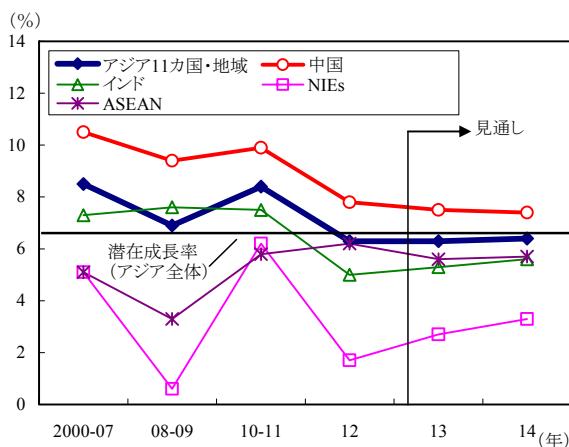
2014 年にかけてのアジア経済を展望すると、消費を中心とした内需が下支えする一方、輸出の回復ペースは緩慢に止まることから、アジア 11 カ国・地域の成長率は、2013 年は前年比+6.3%、2014 年は同+6.4%と 6% 台半ばとみられる潜在成長率を下回る見込みである（第 1 図）。

目下の注目点は、安定成長への移行を目指す中国の動向である。習政権は高成長から安定成長へ舵を切っているが、政府自身が新たな潜在成長率を模索しているとみられ、そのペースについては見方が定まっていない。新たな成長ペースを探る上でメルクマールとして考えられるのは、雇用動向である。政府が毎年定める成長率目標は雇用の安定を維持するために必要な成長率と考えられているためである。求人倍率をみると、2010 年第 4 四半期以降、1 倍を超え、今年第 1 四半期は 1.1 倍と統計入手可能な 2001 年以降で最高水準にある（第 2 図）。

目下の中国の安定
成長ペースは 7.5%
近辺

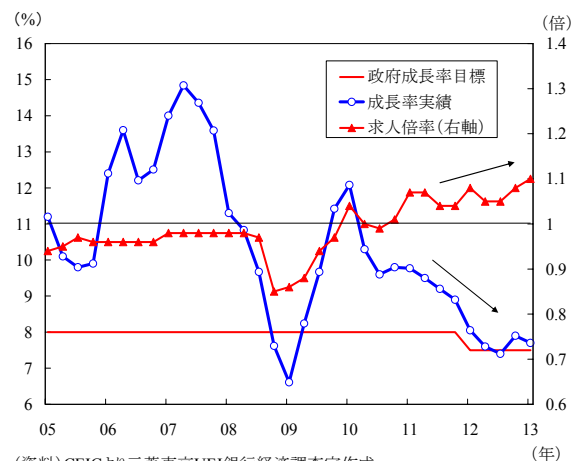
足元で景気が減速しているにもかかわらず、政府が景気テコ入れ策を打ち出さない背景には、雇用環境が堅調を維持するなか、不動産価格の再上昇やシャドーバンキングの拡大などによる金融リスクの高まりなどに伴い、景気浮揚よりもリスク回避策を優先させているためと考えられる。目下の安定成長ペースは 2013 年の政府目標である 7.5% 近辺と考えられるが、足元の良好な雇用環境を鑑みると、一時的に 7% 近辺までの成長鈍化を容認する可能性もある。

第 1 図：アジアの成長率見通し



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：中国の成長率・成長目標と求人倍率



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**ASEAN は引き続き
好調**

中国以外の国・地域に目を転じると、景気が最も良好なのは ASEAN である。政局の安定や賃金上昇を背景に消費主導で潜在成長率を上回る 5% 台後半の成長が期待できる。

**国内の構造問題を
抱え低迷するイン
ド・ベトナム**

ASEAN とは対照的に、景気回復の遅れが目立つのは、国内の構造問題を抱えるインド及びベトナムである。インドは経済のボトルネックとなっている供給不足の解消に向け、補助金削減を中心とした構造改革に着手したものの、その効果が浸透し民間投資が本格回復するにはまだ時間がかかるとみられる。他方、ベトナムでは多額の不良債権を抱えた金融機関が貸出に慎重になっており、企業の資金繰りは厳しい状況が続いている。NIEs については、輸出の回復ペースが緩やかに止まることから伸び悩みが予想される。また、韓国では家計債務の積み上がりが消費の重石となろう。

**金融緩和スタンス
を維持**

金融政策をみると、5月に入り、インド、ベトナム、韓国、タイが追加利下げに踏み切った。韓国、タイについては、景気浮揚に加え、通貨高抑制の狙いもあると考えられる。今後については、景気回復ペースが緩やかに止まるなか、アジア各国・地域はインドネシアを除き緩和スタンスを維持するであろう。韓国、ベトナム、インドでは追加利下げが見込まれる。

**インドネシアはガ
ソリン価格の引き
上げに伴い、利上げ
に踏み切る公算大**

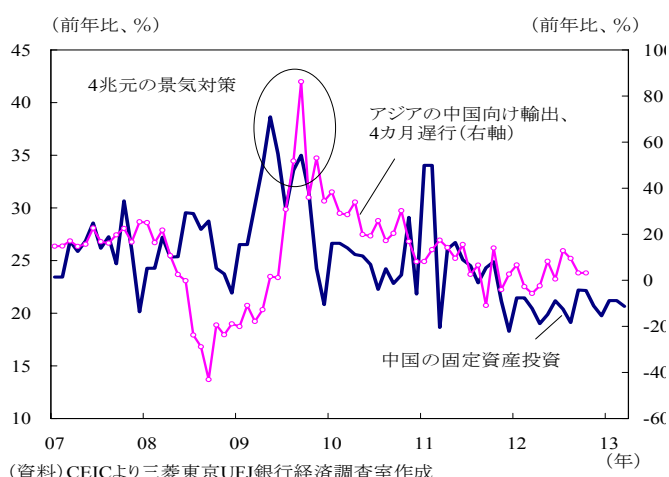
インドネシアでは利上げが見込まれる。燃料補助金の見直しに伴い、早ければ 6 月中にもガソリン価格の大幅引き上げが実施される見込みである。計画通りガソリン価格が引き上げられた場合、消費者物価上昇率は一時的に最大 3% 程度加速する可能性があり、インフレを抑制すべく中銀は利上げに踏み切る公算が大きい。

(3) 見通しのポイント

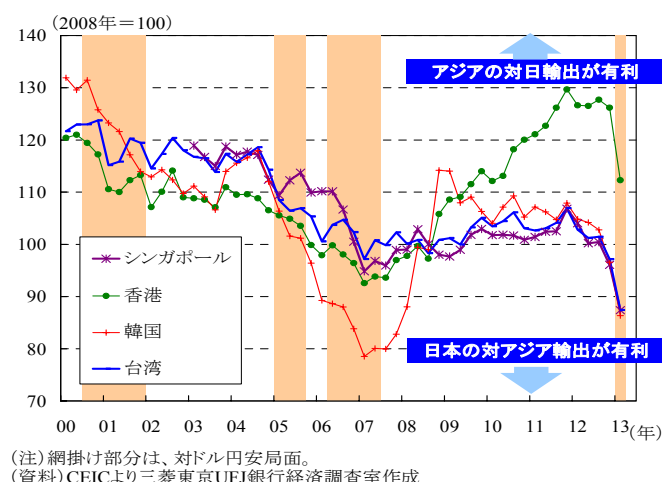
①円安の輸出への影響

輸出の先行きをみると、輸出回復の起点として期待される中国向けは、アジア輸出の一定の下支えとなりうるが、中国政府が過剰投資の抑制に注力していることから、けん引役までは見込みにくい（第3図）。こうしたなか、円安がアジアの輸出にとって新たな重石となることが懸念される。実際、第1四半期の日本向け輸出をみると、日本と競合する輸出品目が多いNIEs（とりわけ韓国）を中心に減速している。NIEsと日本の相対的な輸出価格を比較すると、過去の円安局面ではNIEsの輸出価格競争力は低下傾向にある（第4図）。他方、日本から中間財・資本財の輸入が多いASEANでは、円安による輸入価格下落のメリットもある。とりわけ、対日貿易赤字国であるタイ・ベトナムが円安のメリットを享受しやすいといえる。

第3図：中国の投資とアジアの中国向け輸出



第4図：NIEs・日本の相対的な輸出価格比較



②ASEAN の消費を支える個人人口

輸出の回復力が鈍いなか、消費が引き続き景気の下支え役となることが期待できる。第1四半期の消費動向をみると、これまで堅調を維持してきた中国は新政権による汚職腐敗対策の強化で減速したものの、ASEANは底堅さを維持している（第3表）。自動車販売動向をみると、2012年の販売台数はタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピンともに過去最高を更新したが、2013年に入っても軒並み二桁増が続いている。

ASEAN主要国の消費を支えている要因は、①失業率がリーマンショック前を下回り、タイやマレーシアでは労働需給が逼迫した状態が続いていること、②近年の最低賃金の大幅引き上げを背景に所得拡大期待が強いこと、更に、③個人ローンの拡大も消費の追い風になっていると考えられる（第4表）。ASEANの個人ローン残高の伸び率をみると、マレーシアを除き二桁増となっており、タイでは3割近い伸びとなっている。個人ロー

ンの拡大は消費拡大に寄与する一方、タイ及びマレーシアでは家計債務の積み上がり^(注)に対する警戒感も出ており、注意が必要である。

(注) タイの家計債務残高 (GDP 比) は、2009 年の 50.8%から 2012 年には 65.7%へ上昇。マレーシアは 2009 年の 71.7%から 2012 年には 80.5%へ上昇。

第 3 表：アジア主要国・地域の実質消費

	2011			2012				2013
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
中国	12.1	11.3	13.1	11.7	11.3	12.0	13.7	11.6
韓国	3.0	2.1	1.1	1.3	1.0	1.7	2.7	1.6
台湾	3.2	3.4	1.4	1.9	1.6	0.9	1.6	0.4
香港	10.8	10.1	6.6	5.7	2.6	1.9	2.8	7.0
シンガポール	6.2	6.1	2.7	4.7	1.6	0.5	2.0	1.6
NIEs	4.4	3.9	2.0	2.4	1.4	1.4	2.4	2.0
インドネシア	4.6	4.8	4.9	4.9	5.2	5.6	5.4	5.2
マレーシア	6.6	7.6	7.3	7.4	8.8	8.5	6.2	7.5
タイ	2.7	2.4	▲2.8	2.9	5.3	6.0	12.4	4.2
フィリピン	5.6	7.4	6.4	5.1	5.9	6.3	6.9	-
ASEAN	4.7	5.1	4.0	5.0	5.9	6.3	7.2	-
インド	6.6	6.3	9.2	6.1	2.0	2.0	4.6	-
アジア	9.2	8.7	9.7	8.7	7.9	8.3	9.9	-

(注) 中国は名目社会消費品小売総額を小売物価で実質化
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 4 表：ASEAN 主要国の個人ローン残高

		2011	2012				2013
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
タイ	銀行貸出全体	11.9	8.1	8.0	12.7	15.2	16.1
	うち個人向け	22.4	22.7	25.4	27.6	31.7	27.8
	うち住宅向け	10.5	9.9	9.7	10.3	12.4	12.9
マレーシア	銀行貸出全体	13.6	12.2	12.6	11.9	10.4	10.6
	うち個人向け	11.0	8.8	7.9	7.4	6.8	7.3
インドネシア	銀行貸出全体	13.2	13.9	13.6	13.2	12.9	12.4
	銀行貸出全体	24.7	24.9	25.7	23.0	23.1	20.0
	うち個人向け	22.5	16.5	12.4	18.3	19.2	18.3
フィリピン	銀行貸出全体	29.9	33.4	42.1	23.4	21.7	15.4
	銀行貸出全体	13.9	14.2	11.1	12.4	12.4	-
フィリピン	うち個人向け	15.5	17.2	17.4	16.1	15.3	-
	うち住宅向け	17.2	21.1	23.2	20.3	19.8	-

(注) 個人向けローンは除く住宅・不動産。インドネシアの2013年Q1は2月実績。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) リスク要因～ASEAN に集中する資本流入

アジア新興国への資本流入が続いている。特に足元は、アジア主要国へ幅広く海外マネーが流入した昨年と異なり、景気が好調な ASEAN に集中している点が目を引く。アジア主要国の年初来の株価騰落率 (5/29 時点) をみると、新政権発足後も景気回復の足どりが重い中国 (同+2.4%) や景気低迷が続くインド (同+3.8%) は小幅な上昇にとどまった一方、フィリピン (同+24.4%) やインドネシア (同+20.5%)、タイ (同+15.1%) には、ハイペースな資本流入が続いた (第 5 図)。

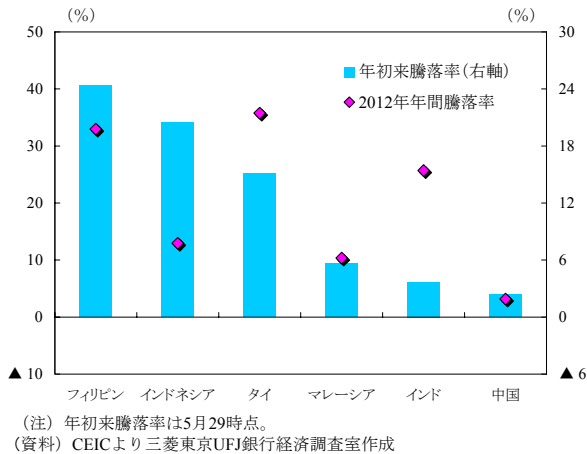
海外マネーは国債市場にも流入しており、国債の外国人保有比率はインドネシア (3 月 : 32.6%)、タイ (3 月 : 17.6%) では過去最高水準まで上昇した。また、資本の一部は不動産市場にも流入しているとみられる。

こうしたなか、懸念は資産インフレである。足元の証券投資 (ネット) の名目 GDP 比はフィリピンで 1.4%、インドネシアで 1.0% など、経済規模に比して警戒水準にあるとは言いがたいが (第 6 図)、市場規模が小さい ASEAN だけに、政府は急速な資本流入を警戒している。フィリピン中銀は 1 月以降、通貨高抑制のため、市中銀行向け中銀定期預金金利を 2 度に亘り引き下げたほか、タイ中銀は、資産インフレを警戒し、資本流出の監視を強化することを発表した。

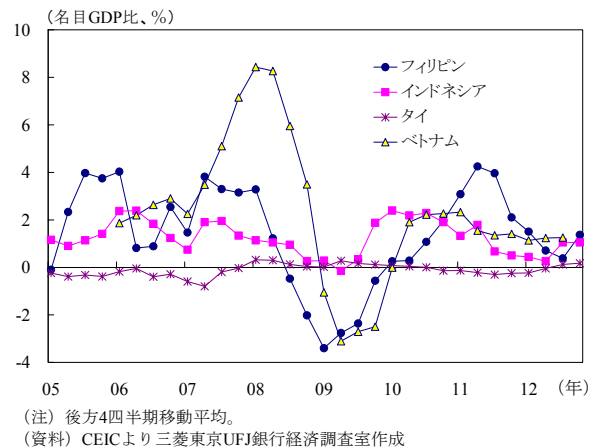
中国が高成長から安定成長に向かい、インドの景気低迷が長引くなか、好調が見込まれる ASEAN は、今後も資本流入の受け皿となることが予想される。また、日銀の量的・質的金融緩和で、資本流入ペースが加速する

可能性もある。かかる環境下、ASEANは資産インフレの抑制という難しい舵取りを求められている。

第5図：アジア主要国の株価騰落率



第6図：ASEANの証券投資（ネット）



第5表：アジア経済見通し総括表

名目GDP (2012年) ・ シェア (10億ドル、%)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)				
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年		
中国	8,227	58.1	7.8	7.6	7.4	2.6	3.1	3.5	1,931	2,053	2,005
韓国	1,156	8.2	2.0	2.8	3.2	2.2	1.7	2.7	431	321	281
台湾	474	3.3	1.3	2.4	3.5	1.9	1.7	1.9	496	460	492
香港	263	1.9	1.5	2.9	3.5	4.1	4.2	4.2	29	47	56
シンガポール	277	2.0	1.3	2.0	3.1	4.6	2.6	3.1	514	633	699
NIEs	2,169	15.3	1.7	2.6	3.3	2.7	2.1	2.8	1,471	1,460	1,528
インドネシア	878	6.2	6.2	6.1	6.3	4.3	6.2	5.4	▲241	▲230	▲179
マレーシア	304	2.1	5.6	4.7	5.3	1.6	2.1	2.4	183	206	241
タイ	366	2.6	6.5	4.7	4.5	3.0	3.2	3.0	27	39	55
フィリピン	250	1.8	6.6	6.0	5.8	3.2	3.4	3.3	71	77	74
ASEAN4	1,798	12.7	6.2	5.6	5.7	3.4	4.5	4.1	41	92	190
インド	1,825	12.9	5.0	5.9	6.5	10.4	7.1	6.9	▲789	▲807	▲788
ベトナム	138	1.0	5.0	5.3	5.6	9.2	6.2	6.4	11	▲1	▲2
アジア11カ国・地域	14,157	100	6.3	6.3	6.4	3.8	3.7	3.9	2,664	2,798	2,933

実績 (見込み) → 見通し 実績 → 見通し 実績 (見込み) → 見通し

(注) インドは年度(4月～3月)ベース。

(竹島 慎吾)

2. 中国

(1) 現状

新政権の綱紀粛正策が消費を下押し、予想外の景気減速 中国では、第1四半期の実質GDP成長率が前年比+7.7%と前期の同+7.9%から低下し、前期以降、景気回復基調に転じたとの市場の楽観的な予想は覆えされた。

成長率低下の主因は消費で、前期の同+14.9%から同+12.4%まで減速し、4月時点でも同+12.8%にとどまっている。所得拡大ペースの低下に加え、新政権による汚職腐敗対策の強化が公費支出・接待需要のみならず、消費者マインド全般を萎縮させたとみられる。

一方、投資は同+20.9%とほぼ前期（同+20.8%）並みで、昨年半ば以降の傾向として、輸送、水利などインフラ公共投資をけん引役に安定推移した。しかし、社会融資総量〔実体経済が金融システム（銀行、証券、保険などの金融機関ならびに証券市場）から獲得した資金の総額〕が前年同期の1.6倍にも膨らんだことにより、市場で醸成された過大な期待水準には遠く及ばなかった。4月には、投資はさらに同+20.1%に低下した。

輸出は第1四半期には同+18.4%と、1年半振りの高水準に達し、この結果、外需の寄与度は前期の同+0.2%から同+1.1%に拡大した。ただし、輸出は香港向けの同+74.1%、寄与度にして同+10.5%ポイントという極端に高い伸びに押し上げられており、一部企業が貿易決済を装って投機資金を流入させたことによる水増しとの見方が強い。4月に入っても香港向けにけん引された輸出の二桁増ペースは持続している。

(2) 見通し

リスク対策を強化しつつ、安定成長を模索 3月の全人代で李克強副首相が首相に就任し、習近平・李克強政権が本格始動した。新政権は、高成長期から安定成長期へのスムーズな移行を念頭に、景気対策を通じた成長率の嵩上げを極力回避し、経済改革による生産性向上を中核に据え、新たな潜在成長率の水準を見定めようとしている感がある。

4月には2003年のSARS禍を想起させる鳥インフルエンザ感染が広がり、さらに20日に四川省で2008年ほど大規模ではないにせよ、マグニチュード7.0という大地震が発生した。この結果、景気減速とも相まって、地方政府を中心に景気テコ入れ策への要求が高まったとみられている。しかし、人口ボーナス期が終わり、求人倍率が上昇するなかで、中央政府はむしろ、先進国の金融緩和に伴って急増する資本流入、社会融資総量の増加に反映されたシャドバンキングの拡大、不動産価格の上昇などで膨らむバブルリスクの回避に注力している。3月初旬の不動産価格抑制策の強化に続いて、李首相誕生後も、シャドバンキングの主要ツールである資

産運用商品の管理策、資本流入規制などが相次いで導入された。こうした政策運営を踏まえ、実質 GDP 成長率は 2012 年の前年比+7.8%から 2013 年には同+7.6%、2014 年には同+7.4%と小幅低下を予想する。

都市化や規制緩和により、生産性の高い投資を喚起

詳細をみていくと、当面は、引き続き、投資が成長の下支え役を務めよう。政府は高成長時代の終焉を踏まえ、一段と投資過剰の抑制に注力する一方で、新たな成長の源泉と位置付ける都市化や規制緩和の推進により、生産性の高い投資の喚起を図ると考えられる。金融政策面では、公開市場操作を通じたコントロールが続こう。年初来の資本流入増に対し、5 月にはほぼ 1 年半振りに中央銀行手形発行の再開に踏み切り、市場からの資金吸収力を強めている。景気減速と不動産バブルの併存という状況を踏まえれば、金利ならびに預金準備率の操作よりも公開市場操作による機動的な対応が適しているという判断は妥当なものと考えられる。

消費は力強さを欠いた展開が続こう。綱紀粛正策が緩められる兆しはなく、安定成長期への移行に伴う所得拡大ペースの減速や先行き不安も消費者マインドの重石となろう。また、新たな消費振興策も予定されていない。ただし、鳥インフルエンザの感染は収束に向かっており、消費が大きく落ち込むリスクは軽減した。

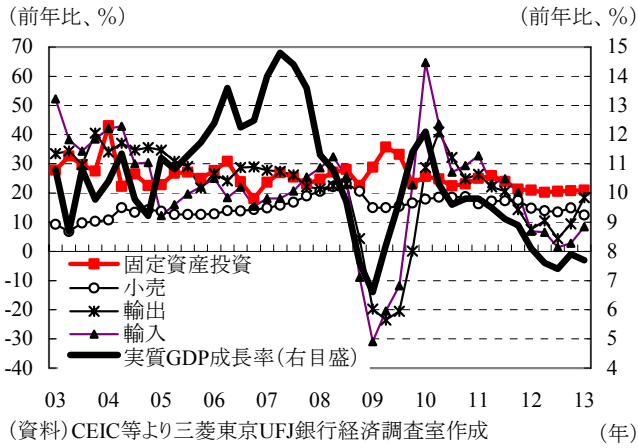
輸出は水増しの減退と通貨・賃金上昇により減速

輸出においては足元の二桁成長を維持するのは難しいと考えられる。不振が続いた欧米向けは持ち直しが期待できるものの、香港向けの減速は避けられまい。6 月から実施される資金流入規制策には、貿易取引における貨物代金と資金決済額の不一致や中国への大量な資本の持ち込みに対する監視強化が盛り込まれ、輸出水増しを減退させる効果を持つ。また、これまでの人民元ならびに賃金上昇は着実に中国の輸出競争力を低下させている。

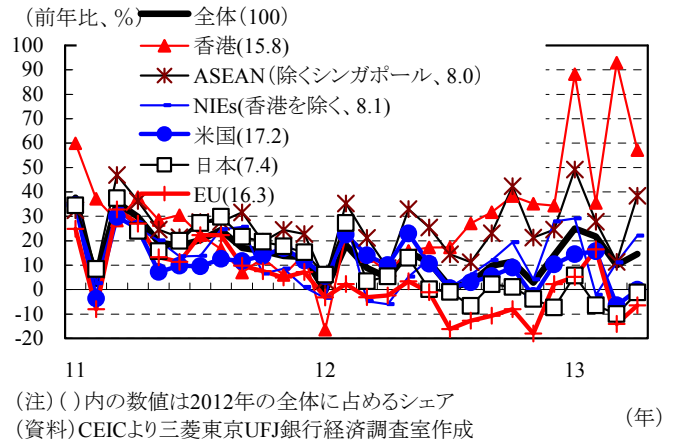
なお、6 月からの資金流入規制策には、外貨建て預貸比率の高い銀行に対して人民元ポジション保有制限を強化する人民元高抑制策も含まれている。6 月の米中首脳会談、7 月の米中戦略・経済対話を踏まえ、人民元相場のさらなる弾力化への可能性が高まっているが、その場合でも、大幅な人民元高は介入によって回避される状況に変わりはないだろう。

(萩原 陽子)

第7図：中国のGDPと関連指標



第8図：中国の地域別輸出伸び率



3. NIEs

(1) 韓国

第1四半期の成長率は前年比+1.5%と底這い

韓国経済は底這いが続いている。第1半期の実質GDP成長率は前年比+1.5%と、3四半期連続で低成長が続いた。昨年後半以降進行した通貨高の影響で輸出が伸び悩んだほか、企業マインドの悪化から設備投資が低迷した。また家計債務問題が重石となり、個人消費も軟調が続いた。

2014年にかけても潜在成長率を下回る成長ペースが持続

2013年の実質GDP成長率は前年比+2.8%、14年は同+3.2%とやや加速するものの、3%台半ばと目される潜在成長率を下回るペースが続くと予想する。

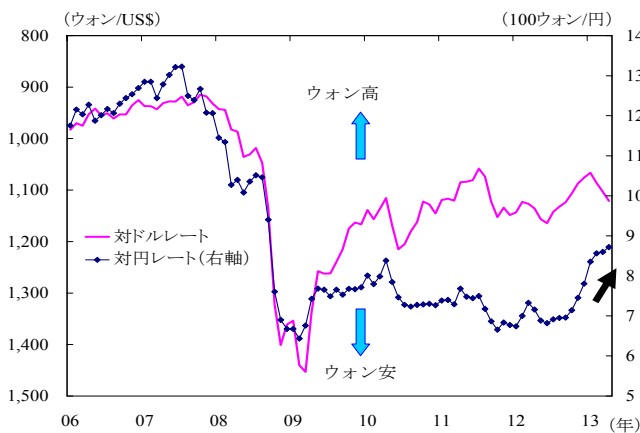
内外需の下押し圧力は今後も持続するとみる。FTA網が張り巡らされるなか、外需の緩やかな持ち直しは好材料だが、通貨高が重石となろう。とりわけ対円での上昇は^(注)、自動車など日本と競合する輸出品目を中心に下押し圧力がかかると考える。また家計負債は増加ペースこそ鈍化した

が、可処分所得比では依然高水準にあり、消費の伸びを抑制するとみる。こうしたなか、政・財・官が4月以降に打ち出した景気浮揚策が景気を下支えしよう。4月、政府は雇用創出を目玉とする17.3兆ウォン（名目GDP比1.4%）規模の経済対策を打ち出したほか、財閥を中心とする大企業は政府の呼びかけに応え、148兆ウォン（前年比+7.7%）の投資計画を打ち出した。また5月には、中銀は7カ月ぶりの利下げを行った（現行水準：2.5%）。財政出動のうち、所謂真水の部分は名目GDP比0.4%に止まるなど、実効性を割り引いてみる必要はあるものの、財政、金融双方の政策を総動員した刺激策は、年後半以降の景気の支えになると考える。

(注) 韓国の全国経済人連合会の試算によると、ウォンが対円で1%上昇すると、韓国の輸出額は0.24%押し下げられる。

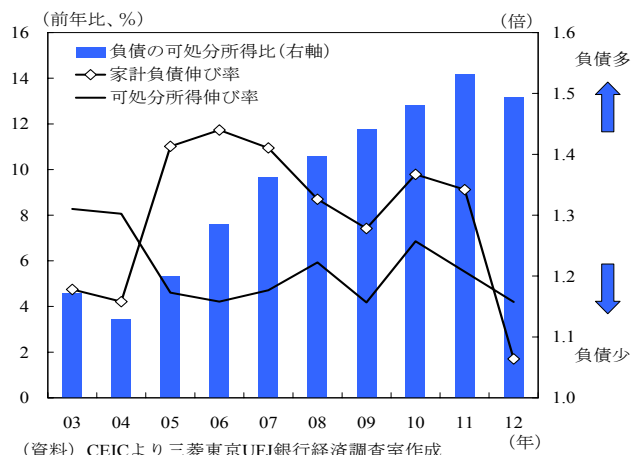
(福永 雪子)

第9図：韓国ウォンの為替相場



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：韓国の家計負債



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

消費・輸出の伸び 悩みで景気再減速

台湾では、第1四半期の実質GDP成長率が前年比+1.7%と前期(同+4.0%)から大幅に低下した。輸出は欧米向けの減少が続くなか、同+4.8%と小幅加速に止まる一方、輸入は資本財を中心に同+6.6%まで拡大し、外需の寄与度が▲0.1%に落ち込んだことが大きい。また、消費も所得の伸び悩みに、年初からの株式キャピタルゲイン税導入の影響が加わり、同+0.4%にまで落ち込んだ。一方、設備投資は、海外で事業展開する台湾企業に対する台湾への投資回帰優遇策の効果もあり、1年超の減少を経て、前期からの増加基調を継続し、同+7.4%まで伸びを高めた。

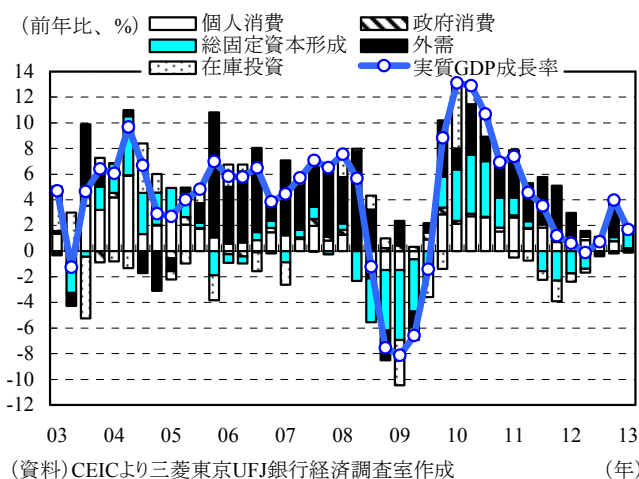
景気回復が続くも、 円安などの逆風が 輸出拡大を限定

今後、景気は緩やかに加速し、実質GDP成長率は2012年の前年比+1.3%に対し、2013年に同+2.4%、2014年には同+3.5%へと上昇が予想される。輸出は欧米向けの減少基調に歯止めがかかり、スマートフォン、タブレット端末関連は堅調が見込まれるものの、円安やパソコン需要の鈍化などの逆風もあり、回復力はさほど強いものにはなり難い。勢い、内需への波及効果も限られよう。

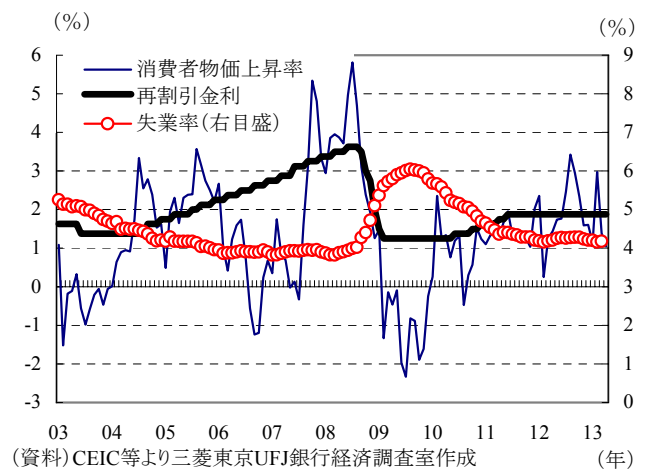
一方、投資については、2014年までの投資回帰優遇策に加え、3月に発表された自由経済モデル区プランに期待がかかる。スマート物流、国際医療、農業の高付加価値化、産業連携の4分野で自由化を進めるもので、7月に正式に始動し、まず、既存の6自由貿易港区をモデル区に昇格させる。TPP参加も視野にFTA網の構築を急ぐうえで、自由化に対する対応力を高めるという位置付けである。中国の景気減速により、対中経済関係緊密化のメリットが弱まるなかで、優遇税制や規制緩和で内外から投資を呼び込む魅力的な制度設計が求められよう。

(萩原 陽子)

第11図：台湾の実質GDP成長率



第12図：台湾の物価・金利・雇用



(3) 香港

消費・輸出は加速するも、投資減少で、景気は横這い

香港では、第1四半期の実質GDP成長率が前期に続き前年比+2.8%にとどまった。良好な所得・雇用情勢と資産市況が続くなか、消費は同+7.0%と前期（同+2.8%）から大幅に伸びた。また、輸出も加速したが、急増する金輸出に押し上げられたもので、一般商品の輸出は低調であった。一方、総固定資本形成は、過去2年通年で二桁近い勢いで拡大してきたが、中国の景気減速による先行き不透明感もあり、同▲2.2%と減少に転じた。

中国の輸出減速の影響もあり、重い景気回復の足取り

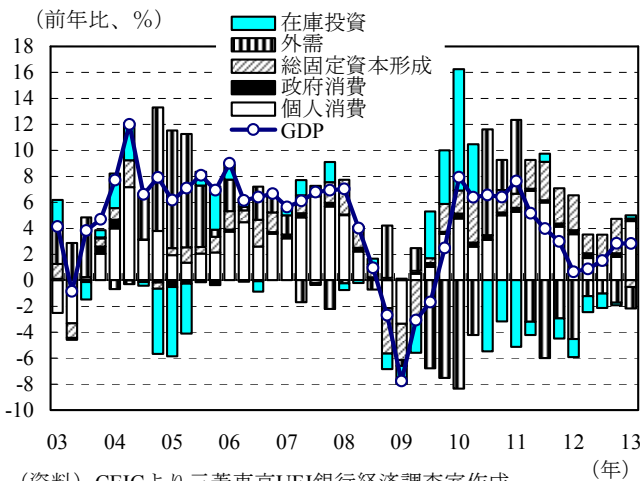
今後も、景気回復の足取りは重く、通年の実質GDP成長率は2013年には前年比+2.9%、2014年には同+3.5%と緩やかな上昇に止まると予想される。

金融センターとしては、中国が中長期的な安定成長のために経済・金融改革を加速させ、人民元の国際化を含め、その実験場として香港を活用する動きに拍車がかかっているというプラス材料がある。しかし、貿易センターとしては、通貨・賃金上昇により中国の輸出に陰りが出てきたことが、中国と世界との貿易を仲介する香港にとって不安材料となっている。3月下旬に始まった港湾労働者の賃上げストライキは5月上旬に収拾されたものの、貿易センターとしての信頼性を低下させた。

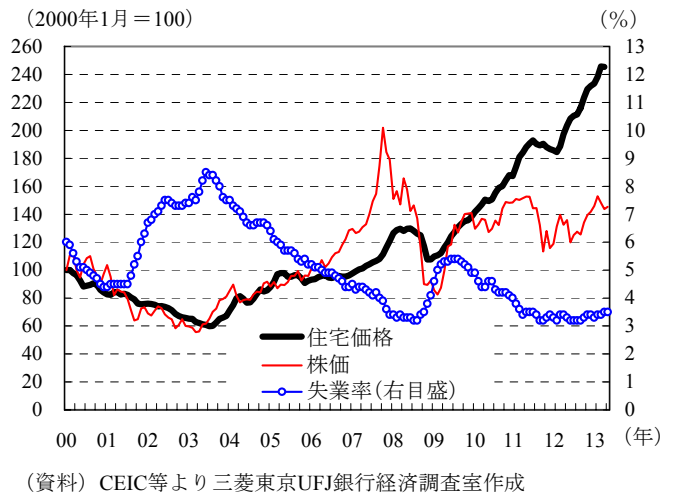
また、資産効果も縮小する見込みである。香港では、2009年以降、度々、不動産規制を強化してきたが、さほどの価格抑制効果がなかった。このため、2月には印紙税率の倍増に加え、銀行への管理強化を通じて、住宅ローン金利の引き上げを促した。これにより、不動産価格の上昇には歯止めがかかりつつある。なお、一部には大幅な下落を予想する向きもあり、その場合、逆資産効果が大きくなるリスクにも注意を要しよう。

(萩原 陽子)

第13図：香港の実質GDP成長率



第14図：香港の資産価格と雇用情勢



(4) シンガポール

輸出低迷に伴う製造業の落ち込みで第1四半期の実質GDP成長率は鈍化

シンガポール経済は、外需不振を主因に足踏み状態にある。第1四半期の実質GDP成長率は前年比+0.2%（前期比年率+1.8%）と、前期の同+1.5%（同+3.3%）から鈍化した。業種別には、サービス業や建設業といった内需関連業種は底堅さを保ったものの、輸出の減少を受けた製造業での落ち込みが大きく、成長率の低下につながった。

良好な雇用環境を背景に内需が景気を支えるが、潜在成長率の下限程度の成長ピッチ

先行きについても、輸出の回復度合いが限られるなか、内需が景気を下支えする構図が続くとみられる。第1四半期の失業率は1.9%とほぼ完全雇用の状態にあるほか、名目賃金も若干鈍化しつつも依然、堅調な伸びを続けている。労働需給の逼迫はサービス業での雇用拡大と外国人労働者の流入規制といった構造的な要因に因るところが大きく、当面こうした状況は変わらないだろう。一方、中国経済の安定成長へのシフトや欧米経済の緩慢な回復ピッチを踏まえれば、外需のけん引力は過去と比べれば限られる可能性が高い。以上を踏まえると、2013年の成長率は前年比+2.0%、2014年も同+3.1%と潜在成長率（3～5%）の下限近辺に止まる見込みだ。

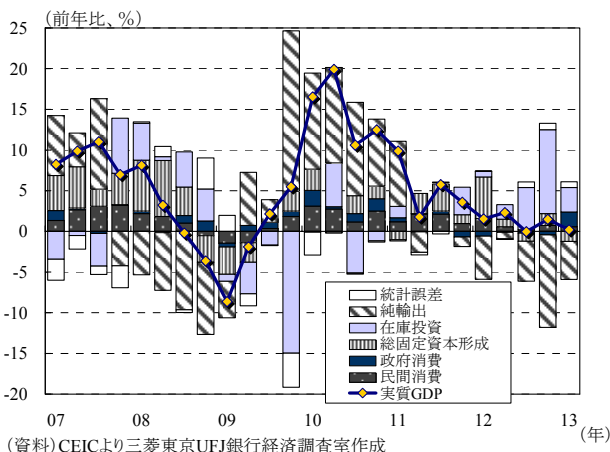
労働需給の逼迫がインフレ率を高めやすい状況が継続、引き締め政策が維持される公算

他方、物価は、4月の消費者物価上昇率が、交通と住宅の伸び幅の縮小を映じて前年比+1.5%へ大きく鈍化。ただし、今後については労働需給の逼迫が賃金上昇を通じてインフレを加速させやすい状況が続くとみられる。シンガポール通貨庁は4月に金融（通貨）政策の引き締めスタンスを維持したが、来年にかけても現状程度の引き締め策を継続すると予想する。

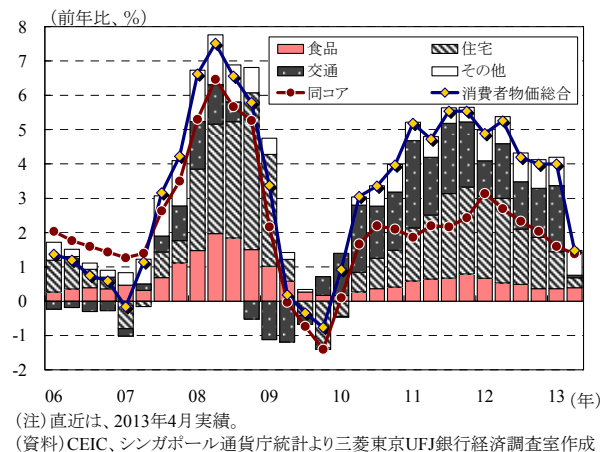
シンガポールは積極的な海外労働者の受入で高成長を遂げてきたが、こうした成長戦略は足元で転換期を迎えている。低技能労働者の流入に伴う生産性低下や自国民の雇用問題に対応すべく、政府は外国人労働者の流入抑制に舵を切った。こうしたなかで経済全体の生産性を高め、持続的成長をいかに達成していくか、同国経済にとって正念場といえる局面にある。

（中村 逸人）

第15図：シンガポールの実質GDP成長率



第16図：シンガポールの消費者物価上昇率



4. ASEAN

(1) インドネシア

第1四半期も成長率の鈍化が継続

インドネシア経済は底堅さを維持しているものの、景気の勢いは徐々に弱まりつつある。第1四半期の実質 GDP 成長率は前年比+6.0%と前期の同+6.1%から小幅減速、成長率の低下は3期連続となる。個人消費や総固定資本形成等の内需が鈍化した一方で、これまで成長率を押し上げてきた外需は輸出回復と輸入減によって4四半期ぶりにプラス寄与となった。

燃料補助金の見直しに係るインフレ加速が景気のかく乱要因に

先行き、堅調な雇用や最低賃金の上昇が内需を支えるほか、海外景気の緩やかな回復で外需の下押し圧力も緩和していくとみられる。こうしたなか、景気のかく乱要因となるのが、燃料補助金の見直しに係る物価動向だ。

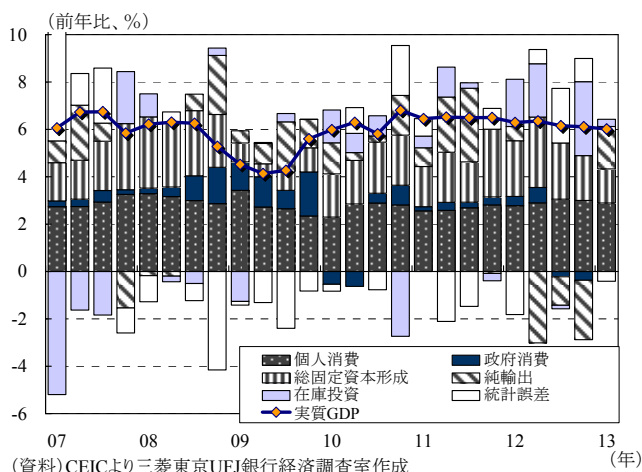
政府は5月20日に燃料補助金の見直しを盛り込んだ2013年修正予算案を国会に提出した。燃料小売価格が年半ばから後半にかけて引き上げられた場合(補助金付きガソリン価格は1リットル当り4,500ルピアから6,500ルピア、上昇率+44.4%)、インフレ率は一時的に最大3%程度加速する可能性がある。物価上昇に伴う家計の実質購買力低下や利上げ等のインフレ抑制策の影響を踏まえても2013年通年のインフレ率は前年比+6.2%まで上昇する見込みである。2014年には、利上げ効果の浸透や年後半の燃料価格引き上げの影響一巡によって同+5.4%と、中銀のインフレ目標(4.5±1%)内に収まるとみられる。こうした物価の動きを反映し、成長率は2013年に同+6.1%へ減速するが、2014年には総選挙を控えた財政支出の拡大や堅調な対内投資にけん引され、同+6.3%へと回復する見込みだ。

経常・財政赤字の縮小で対外収支の安定性は維持、ルピア安にも歯止め

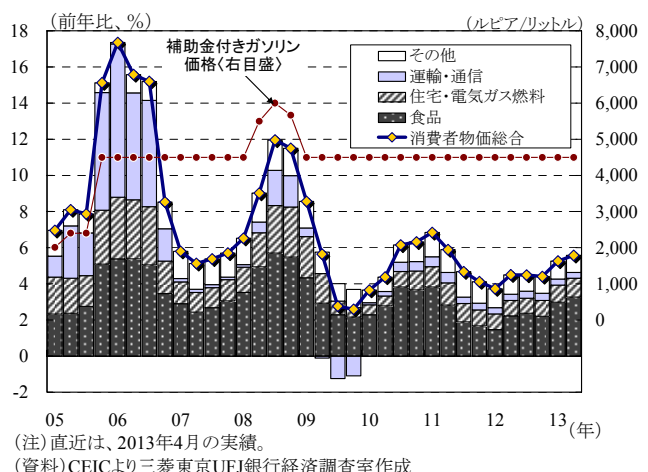
燃料補助金の見直しは経常赤字と財政赤字を縮小させ、対内投資の拡大を通じて資金フローの安定性を高めるとみられる。こうしたなか、足元で下落が顕著なルピア相場も次第に下落に歯止めが掛かると予想される。

(中村 逸人)

第17図：インドネシアの実質 GDP 成長率



第18図：インドネシアの物価動向



(2) マレーシア

内需の堅調が続く
中、外需の不振を主
因に成長ペースは
鈍化

マレーシア経済は内需が好調を維持するなか、外需の不振により成長ペースは鈍化している。第1四半期の実質GDP成長率は前年比+4.1%（前期：同+6.5%）へ急減速した。輸出（同▲0.5%）の回復が遅れるなか、好調な内需を背景に輸入（同+3.6%）が拡大し外需の寄与度のマイナス幅が拡大した。一方、良好な雇用・所得環境や物価の低位安定を背景に民間消費（同+7.5%）は前期から加速、総固定資本形成（同+13.2%）も二桁増を維持するなど内需は総じて堅調が続いている。

外需回復の遅れが
重石となり、2013
年の成長率は5%
割れ

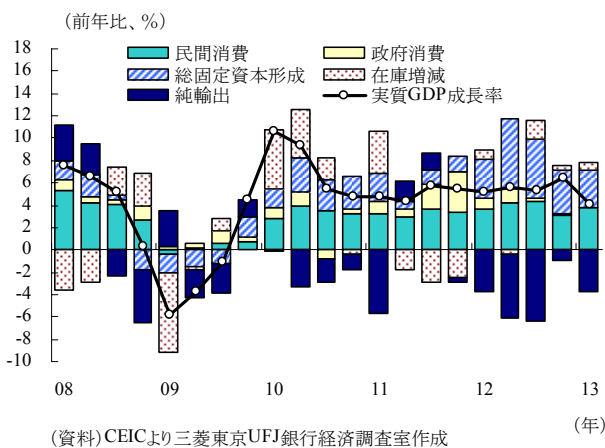
マレーシア経済は、目先外需回復の遅れが重石となり、2013年の成長率は前年比+5%をやや下回る公算が高いものの、2014年にかけて内需の堅調と外需の持ち直しにより、5%台の成長ペースへ回帰するとみられる。5月初めに実施された総選挙で与党連合が勝利し、経済政策の継続性・一定の政治的安定性が確保されたことから、首都圏のMRT建設を含む経済変革プログラム（ETP）実施の加速による投資拡大が期待されるほか、最低賃金制度の本格導入（従業員5人以下の中小企業は7月1日より実施）や公務員の賃上げなどによる所得増加も民間消費拡大の追い風となろう。

一方総選挙に向けた歳出拡大などにより財政赤字はASEANのなかでも高水準にあり、財政健全化に向けた補助金削減やGST導入による歳入ベースの拡大などが喫緊の課題となっている。

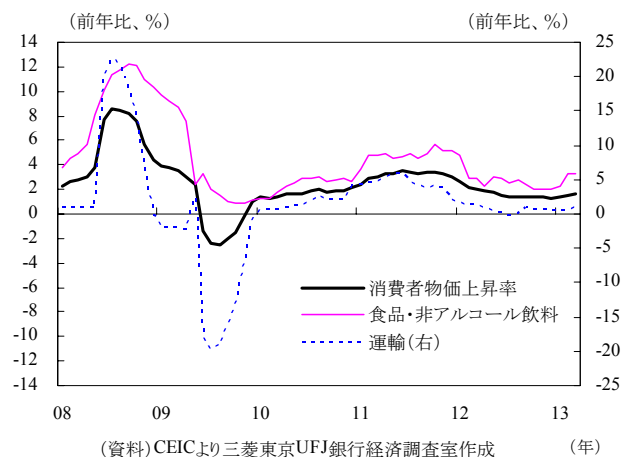
今年1月の最低賃金制度導入に伴う労働コストの上昇などで潜在的な物価上昇圧力は強まりつつある。今後、補助金削減に伴う食品や燃料価格の上昇などがさらなる物価圧力となる可能性には留意する必要があるだろう。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第19図：マレーシアの実質GDP成長率



第20図：マレーシアの消費者物価上昇率



(3) タイ

タイ経済は底堅く推移

タイ経済は、底堅く推移している。第1四半期の実質 GDP 成長率は前年比+5.3%と、事前の市場予想（Bloomberg 予想：同+6.0%）を下回ったが、4%台後半とみられる潜在成長率を上回る伸びをみせた。内訳をみると、世界経済の持ち直しが弱いなか輸出が振るわなかった一方で、個人消費や固定資本形成が堅調だった。

2013年、2014年も緩やかな成長が続く見通し

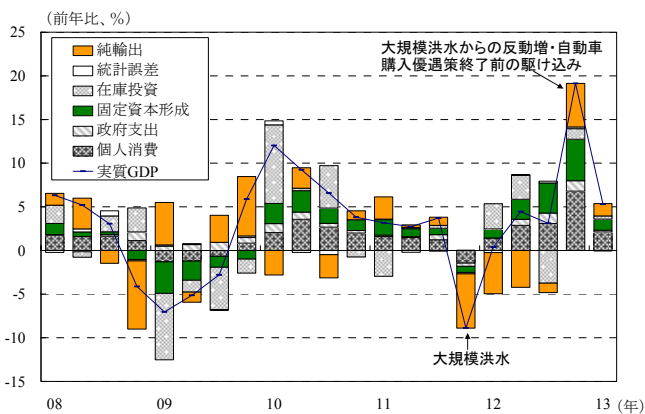
2013年及び2014年の成長率は前年比+4.7%、同+4.5%と、潜在成長率並みの成長が続くと予想する。2013年前半、自動車購入優遇策が期限切れを迎えた反動や、洪水からの復旧需要の一巡、また外需の一層の加速が期待しがたいことは、景気の下押し材料となろう。しかし、物価の安定が見込まれるなか、最低賃金上昇による所得拡大が個人消費の下支えになること、2014年に向け実施される治水事業や輸送インフラ開発などのインフラプロジェクト投資が内需を押し上げることから、緩やかな成長が続くとみられる。

中銀は0.25%ポイントの追加利下げを実施

中銀は昨年10月以降、政策金利を据え置いてきたが、5月に0.25%ポイントの追加利下げに踏み切った（政策金利：2.50%）。パーツ高の輸出への悪影響を懸念する財務相や経済界からの利下げ圧力が強まっていたが、中銀はこれまで、実質金利がゼロ近傍で推移していることや、利下げが過度な信用拡大につながることを懸念し、政策金利を据え置く方針を示してきた。しかし、政府が輸出の軟調を理由に2013年の成長率見通しを下方修正するなか、中銀としてもパーツ高抑制策を通じた景気のコク入れに踏み切らざるを得なかったと考えられる。今後は、暫く政策金利は据え置かれるとみるが、足元で上昇が一服しているパーツが再び急騰した場合は、中銀はパーツ高への対応を迫られることになり、政策運営は難しさを増している。

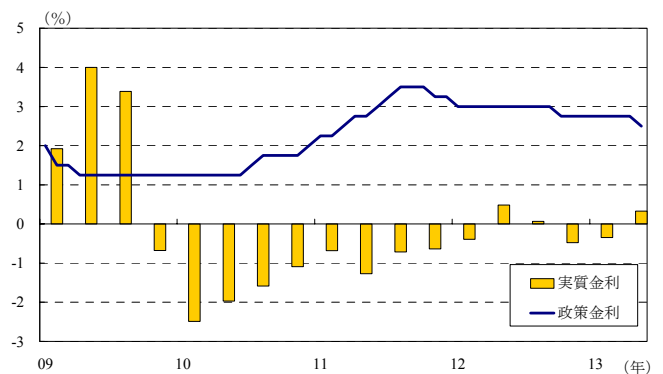
（前原 佑香）

第21図： タイの実質 GDP 成長率



（資料）タイ国家経済社会開発委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第22図： タイの政策金利と実質金利



（注）『実質金利』は、「政策金利」から「消費者物価上昇率」を引いたもの、四半期平均。2013年第2四半期は4月値。

（資料）CEIC、各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) フィリピン

フィリピン経済は 内需主導で好調

フィリピン経済は好調を維持している。2012年の実質 GDP 成長率（前年比+6.6%）はアジア主要国のうち中国に次ぐ高成長を記録した。足元、ペソ高の影響で輸出は鈍化しているが、堅調な海外労働者送金や企業収益の改善が投資につながる好循環により、内需主導の成長が続いている。

2013年、14年の成長率は引き続き潜在成長率を上回るペースを予想

2013年の実質 GDP 成長率は前年比+6.0%、2014年は同+5.8%と5%程度とみられる潜在成長率を上回るペースを予想する。

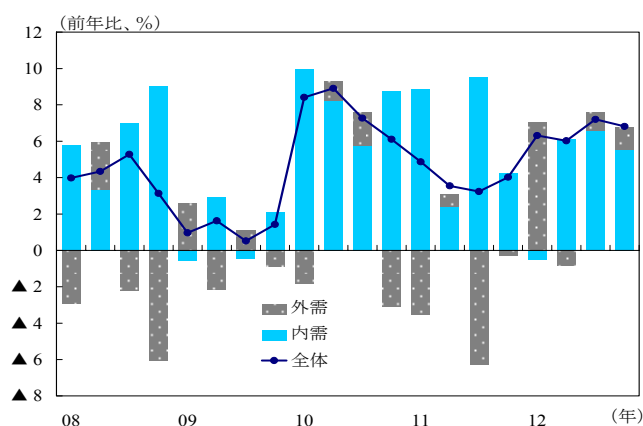
高成長に伴う通貨高が輸出を下押しするとみられるものの、投資や個人消費が成長のけん引役になると考える。個人消費は、派遣先の多様化などで底堅さを増す海外労働者送金に引き続き支えられよう。また政府の中長期的な成長戦略に基づいたインフラ投資や地方開発が、多年度に亘り成長率を押し上げると予想する。

こうしたなか、当面の注目材料は海外マネー流入への政府・中銀の対応である。フィリピン総合株価指数は連日にわたり史上最高値を更新しており、年初来上昇率は、アジア主要国・地域の中では最も高い。政府の統治機能の向上や高成長期待を背景に、投資適格入りが相次いだことが追い風になった^(注)。政府・中銀は、資産バブルや一層のペソ高進行が景気の下押し圧力になることを懸念し、海外マネー流入ペースの抑制に腐心している。中銀は市中銀行向け中銀定期預金である SDA（Special Deposit Account）金利を今年に入って累計1.5%ポイント引き下げたほか、4月には外貨両替に関わる規制緩和も発表した。高成長維持と流入資金抑制の両立という難しい舵取りを迫られるなか、政府・中銀は今後も政策効果を見極めつつ、追加対応を検討すると考えられる。

(注) 3月にはフィッチが同国の外貨建長期国債格付けを、5月にはS&Pが外貨建及び自国通貨建長期国債格付けをそれぞれ初めて投資適格級へ引き上げた。

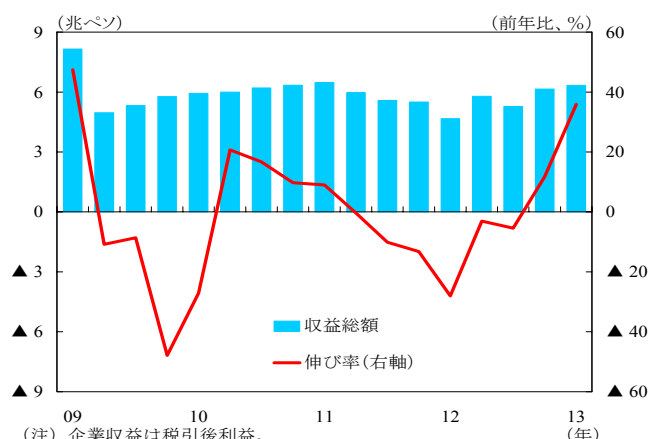
(福永 雪子)

第23図：フィリピンの実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第24図：フィリピンの企業収益



(注) 企業収益は税引後利益。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

5. その他アジア

(1) インド

景気の低迷が続くなか、コアインフレ率の低下を受け中銀は追加利下げを実施

インド経済は軟調な動きが続いている。昨年9月以降の政府の構造改革前進を受けた株価の上昇や、資本財生産の持ち直しなど、足元一部では改善の兆しがみられるものの、鉱工業生産指数や国内自動車販売台数がゼロを挟んで一進一退の動きが続くなど、景気回復の動きは鈍い。

こうしたなか、1-3月期のインフレ率(卸売物価上昇率)は前年比+6.7%、4月には同+4.9%と約3年半ぶりの水準へ低下した。コアインフレの代替指標とされる工業製品価格に加え食品価格の高騰も収まりつつある。インフレ沈静化を受け、インド準備銀行(RBI、中銀)は今年に入り合計0.75%ポイントの追加利下げを実施した(レポレート:7.25%)。

2013年度についても景気回復ペースは緩慢

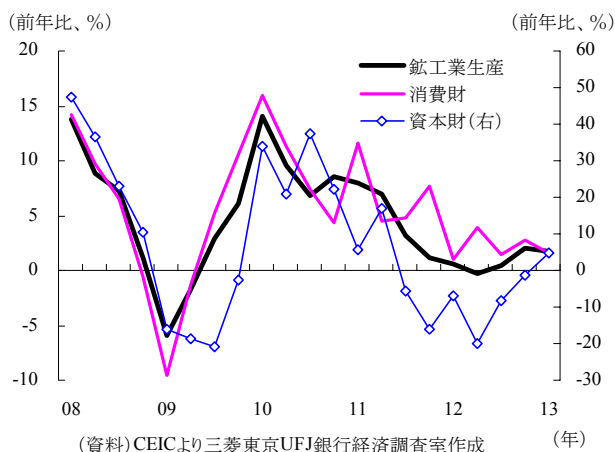
インド経済は今年度後半以降徐々に持ち直しが見込まれるものの、通年の実質GDP成長率は前年比+6%程度と7%程度と目される潜在成長率を下回る成長ペースに止まることが予想される。所得増加や景況感の改善、金利低下などが消費の下支えとなる一方、構造改革の効果が浸透し民間投資が本格回復するにはまだ時間がかかるとみられる。

構造改革のモメンタム維持が最優先課題

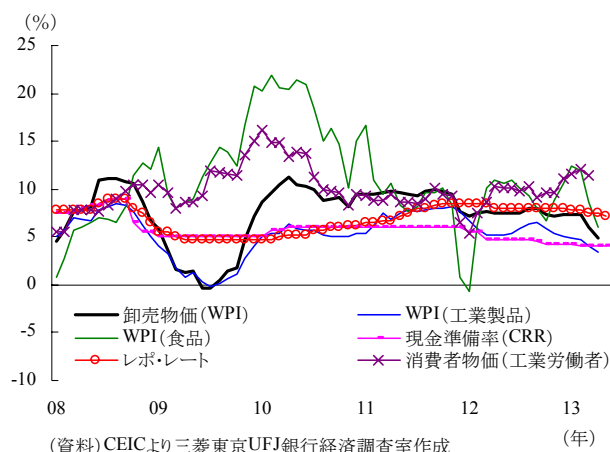
こうしたなか、シン政権の構造改革に進展がみられる点は前向きに評価できる。政府は補助金削減に向け、今年から国営石油会社に対しディーゼル小売価格の段階的な引き上げを容認したほか、補助金直接支払い制度(Direct Benefits Transfer:DBT)の導入および対象となる地域・サービスの段階的拡大などで補助金支出の効率化を目指している。2014年の総選挙を睨み政治的な思惑の強まりもあり、改革の進捗については予断を許さないものの、中長期的な安定成長に向け構造改革のモメンタムを維持することがシン政権の最優先課題といえよう。

(シンガポール駐在 福地 亜希)

第25図：インドの鉱工業生産



第26図：インドの物価と政策金利



(2) ベトナム

ベトナム経済は伸び悩み

ベトナム経済は伸び悩みが続いている。第1四半期の実質GDP成長率は前年比+4.9%と、前期の同+5.4%から減速した。輸出が2四半期連続で加速するなど外需は回復が続いている一方で、内需は停滞している。実質小売売上高をみると同+4.5%と、前年(同+5.0%)から減速しており、GDP全体の約6割を占める個人消費は低調が続いている。

2014年にかけても、潜在成長率を下回る推移が続く

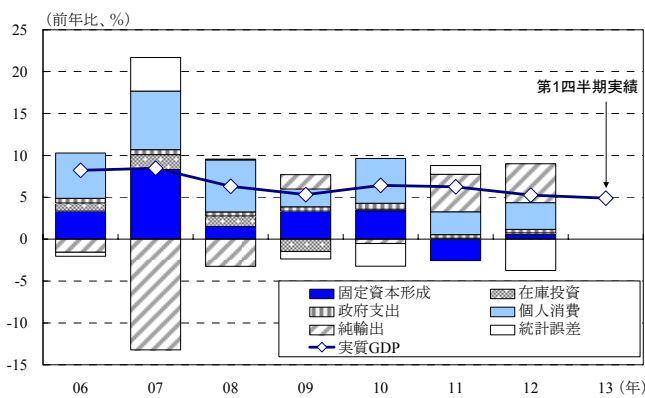
2013年と2014年の成長率は前年比+5.3%、同+5.6%と、6%程度と目される潜在成長率を下回り、景気の回復ペースは緩やかなものに止まることが予想される。足元で輸入が増加しつつあるが、縫製品など低価格品への海外からの底堅い需要や、携帯電話・同部品の輸出が拡大しつつあることから、外需が景気を底支えすると見込まれる。他方、内需は弱い動きが続こう。地場企業の多くが在庫増大や資金繰りの問題を抱えているとみられるが、5~6%（中銀公表値：4月）の不良債権を抱える金融機関が、不良債権問題の根源である国営企業改革に進展がみられないまま貸出拡大路線に踏み切ることが難しく、問題解決には相応の時間を要するとみられる。政府は前年末比+12%の貸出目標を掲げているが、中銀が発表した1-4月期実績は同+1.4%に過ぎず、企業活動は停滞が続くことが見込まれる。このようななか、個人消費の更なる拡大は見込み難しく、景気は伸び悩みが予想される。

中銀は、断続的な利下げで、景気をテコ入れ

中銀は、2013年に入り3月、5月に主要政策金利の一つであるリファイナンスレートを各々1%ポイント引き下げ7.0%とした。中銀は、内需喚起や企業向け融資の拡大による景気テコ入れを狙い、2012年3月以降、計8回の利下げを実施しているが、利下げ効果が实体经济に十分浸透しているとは言い難い。消費者物価上昇率が安定推移するなか、中銀は更なる利下げを行う可能性もあろう。

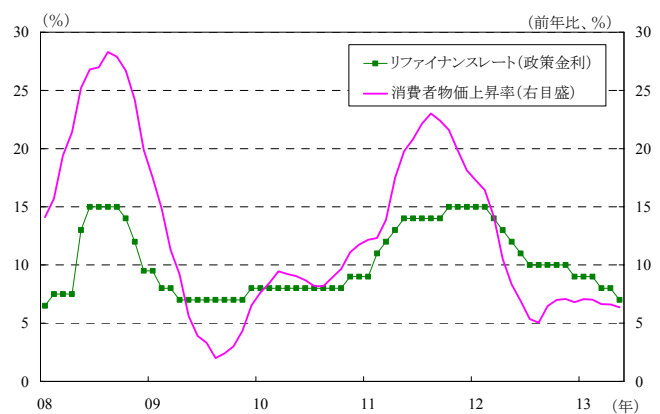
(前原 佑香)

第27図：ベトナムの実質GDP成長率



(注)2006年から2009年までは、旧基準(1994年基準)。
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第28図：ベトナムの政策金利と消費者物価上昇率



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 （次長 伊達）

TEL:03-3240-3204 E-mail:nobuo_date@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。