

アジア経済の見通し

～輸出の軟調が続き景気は伸び悩み～

1. アジア経済全般

(1) 景気の状態

景気は足踏み

アジア経済は輸出の軟調が続き、伸び悩んでいる。第 2 四半期の実質 GDP 成長率をみると、NIEs は持ち直しの動きがみられるが、中国は前年比+7.5%と 2 四半期連続で減速した(第 1 表)。景気低迷が続くインドは、鉱工業生産や自動車販売の前年割れが続いており、景気回復の動きは依然として鈍い。他方、ASEAN は総じて堅調を維持するも、輸出の低迷に加え、政策効果の剥落によりタイでは減速感が強まっている。

輸出は軟調な動きが続く

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、年明け以降は軟調が続いている。韓国は底這いで推移しているほか、インドネシア、マレーシアは資源関連輸出の低迷を受け前年割れが続いている(第 2 表)。中国は政府の貿易決済に係る監視強化策により香港向けの水増しが剥落したことから、5 月以降、輸出は急減速した。

仕向け地別にみると、米国向けは持ち直しつつあるが、景気後退が続く欧州向けの低迷が続いたほか、アジア域内向けも鈍化した。

第 1 表：アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率

(前年比、%)

	2011		2012				2013	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
中国	9.1	8.9	8.1	7.6	7.4	7.9	7.7	7.5
韓国	3.6	3.3	2.8	2.4	1.6	1.5	1.5	2.3
台湾	3.5	1.2	0.6	▲0.1	0.7	4.0	1.6	2.5
香港	4.0	3.0	0.7	0.9	1.5	2.8	2.9	3.3
シンガポール	6.0	3.6	1.5	2.3	0.0	1.5	0.2	3.8
NIEs	3.9	2.8	1.9	1.7	1.2	2.2	1.5	2.7
インドネシア	6.5	6.5	6.3	6.4	6.2	6.1	6.0	5.8
マレーシア	5.7	5.2	5.1	5.6	5.3	6.5	4.1	4.3
タイ	3.7	▲8.9	0.4	4.4	3.1	19.1	5.4	2.8
フィリピン	3.0	3.8	6.5	6.3	7.3	7.1	7.8	-
ASEAN4	5.3	2.8	4.9	5.9	5.7	9.0	5.8	-
ベトナム	6.1	6.1	4.6	4.8	5.1	5.4	4.8	5.0
インド	6.5	6.0	5.1	5.4	5.2	4.7	4.8	-
アジア11カ国・地域	7.5	6.8	6.3	6.2	5.9	6.7	6.1	-

(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/Q4	13/Q1	Q2	13/4	5	6	7
中国	9.4	18.4	3.8	14.6	1.0	▲3.1	5.1
韓国	▲0.4	0.7	0.8	0.2	3.1	▲1.0	2.6
台湾	2.4	2.4	2.4	▲1.9	0.7	8.6	1.6
香港	7.4	4.0	2.4	9.0	▲1.0	▲0.2	-
シンガポール	▲0.1	▲6.9	1.1	2.4	2.3	▲1.5	5.0
NIEs	2.2	▲0.2	1.6	2.5	1.5	0.8	-
インドネシア	▲8.3	▲6.4	▲5.8	▲8.7	▲4.1	▲4.5	-
マレーシア	0.7	▲3.2	▲3.8	▲3.0	▲2.6	▲5.9	-
タイ	18.2	4.5	▲1.9	3.8	▲5.1	▲3.5	-
フィリピン	9.1	▲6.2	▲2.7	▲11.1	▲0.8	4.1	-
ASEAN4	3.6	▲2.0	▲3.8	▲3.5	▲3.8	▲4.0	-
ベトナム	17.8	19.2	14.6	12.0	20.4	11.3	9.9
インド	0.7	3.5	▲2.1	▲0.6	▲1.1	▲4.6	11.6

(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

2014 年にかけても
潜在成長率を下回
るペースに止まる

中国政府は 7% 台
の成長ペースを維
持する姿勢を明示

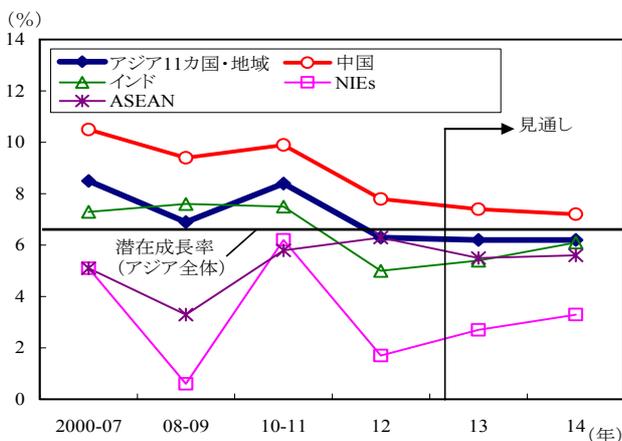
2014 年にかけても
中国の成長ペース
は鈍化が続く見込
み

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、2014 年共に前年比+6.2%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）。

高成長から安定成長へ舵を切る中国は、投資拡大により成長率を嵩上げすることには慎重であるが、景気の底割れは回避する姿勢を明示している。7 月半ばに李克強首相が「成長の下限は 7.5%、最低ラインは 7%」と発言、当面は 7% 台の成長ペースを維持する姿勢を示した。この背景には、シャドーバンキングの拡大を抑制すべく、6 月に人民銀行が市場への資金供給を手控えた結果、インターバンク金利が高騰し、国内外で景気の減速懸念が広がったことがある。7 月下旬に開催された国務院常務会議では、中小企業を対象とした付加価値税・営業税の免税や通関手続きの簡素化などを決定、経済改革路線を堅持しつつ、社会の安定に必要な成長率は維持する方針を打ち出した。第 2 四半期の求人倍率は 1.07 倍と 1 倍を超える水準が続いており、7%成長を確保できれば当面、大幅な雇用悪化は回避できると考えられる。

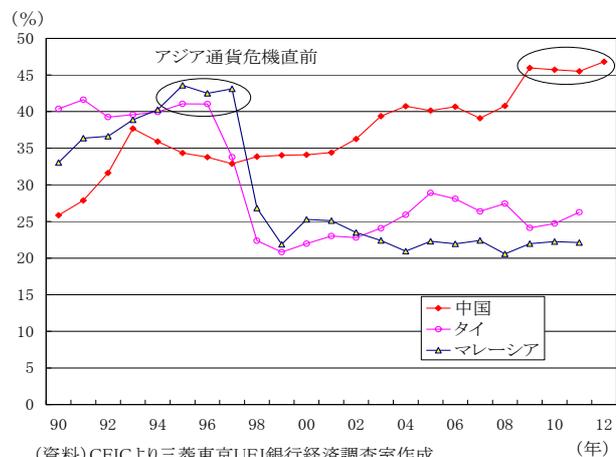
中国は持続成長が可能な成長ペースを模索しており、2014 年にかけても成長率の鈍化が続くとみられる。中国の投資率（固定資本形成／名目 GDP）は、4 兆元の大型景気対策が実施された 2009 年以降、40%台半ばまで急上昇しており、通貨危機直前のタイやマレーシアを上回っている（第 2 図）。この結果、限界資本係数は上昇（投資効率は低下）しており、投資による成長率押し上げ効果は小さくなっている。過剰投資の抑制により、投資の成長率への寄与度は徐々に低下するとみられる。

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・タイ・マレーシアの投資率



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ASEANは堅調を維持するも、消費の拡大ペースは鈍化

中国以外の国・地域に目を転じると、ASEANは引き続き潜在成長率を上回る成長が見込まれる。失業率がリーマンショック前の水準を下回り、労働需給の逼迫が続くなか、賃金の堅調な伸びを背景に消費が底堅く推移する見込みである。もっとも、インドネシアでは燃料価格の引き上げや通貨安によりインフレ加速が不可避であること、家計債務が高水準にあるタイでは、個人向けローンの伸びは鈍化が見込まれることから、消費の拡大ペースは鈍化するとみられる。

景気回復の遅れが目立つインド・ベトナム

インド及びベトナムは景気回復の遅れが顕著である。インドは財政赤字削減に取り組んでいることに加え、ルピーが史上最安値圏まで下落しており、金融緩和を通じた景気下支えに踏み切りにくい状況にある。他方、ベトナムは消費の伸び悩みに加え、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、企業の設備投資は伸び悩むとみられる。NIEsについては、輸出の回復が緩やかに止まることから潜在成長率を下回る成長ペースが続く見込みである。

5月以降、金利は据え置き

金融政策をみると、5月にインド、ベトナム、韓国、タイが追加利下げに踏み切って以降、インドネシアを除き金利を据え置いている。インドネシアは、6月下旬の燃料価格引き上げに伴うインフレ加速や通貨安阻止のため、中銀は6、7月と2ヵ月連続で利上げに踏み切った。追加利下げが期待されたインドは、懸案の物価は落ち着いているものの、5月下旬以降、ルピー安が加速したことを受け、利下げを見送らざるを得ない状況にある。

インドネシアを除き、金利は据え置き

今後の金融政策を展望すると、アジア経済は伸び悩んでいるものの、景気の先行き底割れ懸念は乏しいこと、これまでの金融緩和により実質金利が低水準にあることから、追加利上げが見込まれるインドネシアを除き政策金利は据え置きが予想される。もっとも、通貨安圧力が強まっているASEAN・インドでは、中銀が流動性吸収など政策金利以外の手段に踏み切る可能性もあろう。

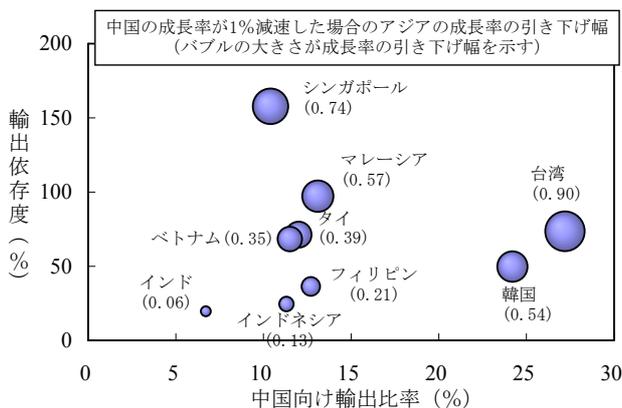
(3) 見通しのポイント

①中国経済減速の影響

中国経済が成長ペースを切り下げるなか、他のアジア諸国は主に中国向け輸出の減少を通じ影響を受ける。中国経済が1%減速した時の各国・地域の実質 GDP の減速幅をみると、輸出依存度が高い台湾（0.90%）やシンガポール（0.74%）、マレーシア（0.57%）、タイ（0.39%）などが大きい（第3図）。他方、インド（0.06%）やフィリピン（0.21%）は相対的に影響が小さいといえる。中国・香港を除くアジア9カ国・地域全体では、0.3%程度成長率を押し下げる計算になる。

中国経済の減速と言っても、減速の要因によって各国・地域の輸出に及ぼす影響度は異なる。中国の消費が減速する場合は、消費財輸出の比率が高い韓国、台湾、タイなどへの影響が大きいと考えられる。中国経済の減速が主にインフラなどの投資減速によってもたらされる場合は、原油や鉄鋼など一次産品の輸出比率が大きいベトナムやインドネシアへの影響が大きくなりそうである（第3表）。

第3図：中国経済減速のアジア経済への影響



(資料) CEICなどより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：アジア主要国・地域の中国向け財別輸出 (2011年)

	(GDP比, %)			
	韓国	台湾	シンガポール	インド
一次産品	0.1(0.1)	0.1(0.0)	1.9(0.0)	0.8(0.6)
中間財	10.5	14.3	7.6	0.5
最終財	3.4	4.1	1.9	0.1
合計	14.0	18.5	11.4	1.3

	タイ	マレーシア	フィリピン	インドネシア	ベトナム
一次産品	1.7(0.2)	2.2(1.5)	1.1(1.1)	2.2(1.9)	3.4(2.4)
中間財	5.7	16.8	4.5	1.3	2.5
最終財	3.6	2.1	2.2	0.2	2.1
合計	11.0	21.0	7.8	3.7	7.9

(注)一次産品の()は原油・石炭、鉄鉱石・鉄鋼。

(資料) RIETIより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②ASEANの個人向けローンの拡大ペース

輸出の回復にはもうしばらく時間がかかりそうだが、消費は引き続き景気の下支え役になると期待できる。第2四半期の消費動向をみると、中国は新政権による汚職腐敗対策の強化による消費者マインドへのショックは薄らぎ小幅加速したほか、シンガポールは所得の増加を背景に底打ちの兆しがある。ASEANの動向をみると、タイは自動車購入支援策の終了に伴い減速したものの、マレーシア、インドネシア、フィリピンでは伸びがやや鈍化するも堅調を維持している。

ASEANでは所得の拡大に加え、個人向けローンの拡大が消費、とりわけ自動車などの耐久財消費を支えてきたと考えられる（第4表）。もっともローンの高い伸びが続いた結果、タイやマレーシアでは2012年の家計債務残高が名目GDP比で8割近くに達しており、両国の中銀は家計債務

の一段の積み上がりを警戒している。

マレーシア中銀は7月に各種ローンの最長借入期間の短縮(個人ローンは25年→10年)を中心とした家計債務の抑制策を発表、一段の債務拡大に歯止めをかける姿勢を打ち出した。タイでは具体的な対策は発表されていないが、消費性ローン(除くクレジットカードローン)の貸出態度指数をみるとマイナス幅が拡大(厳格化)しており、金融機関は貸出拡大に慎重になっている様子が窺える(第4図)。

今後もASEANでは労働需給の逼迫した状況が続くことから、所得の堅調な伸びが期待できるが、タイやマレーシアでは個人向けローン上昇ペースに歯止めがかかることみられることから、消費の拡大ペースは鈍化する公算が大きい。

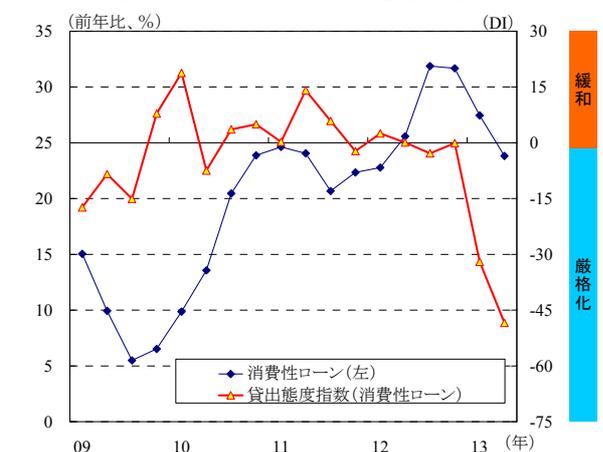
第4表：ASEANの個人向けローン残高

	シェア 2012年末 (%)	2011年	2012年		2013年		家計債務残高 対名目GDP比 (%)	
			Q3 (前年比、%)	Q4 (前年比、%)	Q1	Q2		
タイ	消費性ローン	38.8	19.3	28.3	28.9	25.1	22.4	77.5
	クレジットカードローン	7.0	5.8	9.6	14.3	11.6	14.0	
	その他消費ローン	31.7	22.3	31.9	31.7	27.4	23.8	
	住宅ローン	61.2	7.9	9.2	11.3	10.1	10.2	
マレーシア	消費性ローン	40.8	9.4	7.0	6.4	6.8	6.4	80.5
	クレジットカードローン	5.4	8.4	3.1	1.8	1.2	1.7	
	その他消費ローン	35.3	9.5	7.6	7.1	7.7	7.1	
	住宅ローン	59.2	15.4	15.2	14.8	14.1	14.0	
インドネシア	消費性ローン	74.5	22.5	18.3	19.2	19.4	18.4	16.9
	住宅ローン	25.5	29.9	23.4	21.7	17.8	17.8	
フィリピン	消費性ローン	60.1	14.3	13.3	12.2	11.0	-	5.3
	クレジットカードローン	25.5	9.9	10.3	12.4	9.0	-	
	その他消費ローン	34.7	17.6	15.5	12.1	12.4	-	
	住宅ローン	39.9	17.2	20.3	19.8	20.1	-	

(注) その他消費ローンは、自動車ローン、教育ローン等。インドネシアは、クレジットカードの中銀統計が存在しない。
家計債務残高は、消費性ローン、住宅ローン等を含む。

(資料) 各国中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：タイの貸出態度指数



(資料) タイ中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) リスク要因～米国の量的金融緩和縮小の影響

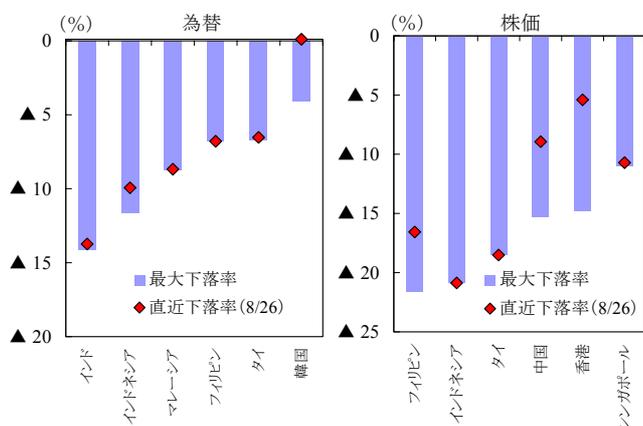
アジアを巡る海外マネーに変調がみられる。5月22日、バーナンキ米FRB議長が量的金融緩和の縮小を仄めかしたことを契機に、これまで流入していた海外資本が一転、流出に転じた。さらに6月18日に同議長が今年後半の資産買入策縮小の可能性に言及して以降、資本流出は一段と加速した。5月22日以降の為替・株価の最大下落率(8月20日時点)をみると、為替は経常赤字国であるインド、インドネシア、株価は過去最高値圏にあったASEANの下落率が大きい(第5図)。

米国が量的金融緩和の縮小に踏み切った場合でも、世界的にみて歴史的な低金利が続いていることに変わりないが、高成長期待を背景に高水準の資本流入が続いていたアジアは資本流出が生じやすい。資本フローの安定度を図るために、国際収支のうち経常収支と比較的安定度が高い直接投資を合算した収支(名目GDP比)をみると、中国やマレーシア、台湾を中

心に黒字基調が持続している（第5表）。他方、経常赤字国であるインドネシア、インドは赤字基調にあり、資本流出を招きやすい資本構造にあるといえる。また、タイは経常黒字国であるが2012年以降は、対外直接投資の増加により赤字に転じている。

アジア各国・地域の外貨準備高は高水準を維持していることに加え、チェンマイ・イニシアティブなどの国際的なセーフティネットが拡充しており、98年の通貨危機のような状況に陥る可能性は大きくない。もっとも、株価下落による逆資産効果やマインドへの影響、通貨防衛のための金融引き締めなどのルートを通じて、景気の抑制要因となることは間違いなく、留意が必要である。

第5図：アジア主要国の株価・為替下落率
上位国・地域（5月22日比、8月26日時点）



(資料) Bloomberg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「経常収支+直接投資」

	2009	2010	2011	2012		2013	
				Q3	Q4	Q1	Q2
中国	9.2	6.8	6.1	-	4.9	-	4.6
韓国	2.1	0.7	0.8	1.7	2.1	3.0	3.8
台湾	10.6	7.2	5.7	7.7	8.4	8.1	-
香港	6.8	1.8	1.4	▲2.2	▲2.2	▲2.7	-
シンガポール	18.2	38.9	35.8	33.0	30.8	29.8	29.2
インドネシア	2.5	2.3	1.6	▲0.7	▲1.1	▲1.1	-
マレーシア	12.6	9.2	10.6	5.1	3.8	3.7	-
タイ	8.7	4.6	1.6	▲0.1	▲1.3	▲1.0	-
フィリピン	6.5	4.8	3.6	3.4	3.2	4.3	-
インド	▲0.4	▲2.7	▲2.4	▲3.6	▲4.4	▲3.9	-

(注) 4四半期平均値

(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6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	7.4	7.2	2.6	2.5	3.3	1,931	2,034	1,843
韓国	1,156	8.2	2.0	2.9	3.2	2.2	1.6	2.7	431	499	365
台湾	474	3.3	1.3	2.4	3.5	1.9	1.3	1.8	499	485	503
香港	263	1.9	1.5	2.9	3.5	4.1	4.3	4.2	35	51	69
シンガポール	277	2.0	1.3	2.1	3.0	4.6	2.5	3.1	514	600	663
NIEs	2,169	15.3	1.7	2.7	3.3	2.7	2.0	2.8	1,480	1,635	1,600
インドネシア	878	6.2	6.2	5.9	6.0	4.3	7.1	6.5	▲241	▲263	▲199
マレーシア	304	2.1	5.6	4.5	5.1	1.6	1.9	2.3	183	198	209
タイ	366	2.6	6.4	4.4	4.6	3.0	2.9	3.0	2	23	55
フィリピン	250	1.8	6.9	7.1	6.5	3.2	3.3	3.3	71	80	75
ASEAN4	1,798	12.7	6.3	5.5	5.6	3.4	4.8	4.6	15	38	140
インド	1,825	12.9	5.0	5.4	6.1	10.4	6.5	6.6	▲789	▲786	▲686
ベトナム	138	1.0	5.3	5.1	5.4	9.2	6.7	6.8	22	▲7	▲5
アジア11カ国・地域	14,157	100	6.3	6.2	6.2	3.8	3.3	3.8	2,658	2,914	2,892

(注) インドは年度(4月～3月)ベース。

実績 | →見通し

実績 | →見通し

実績 | →見通し

(竹島 慎吾)

2. 中国

(1) 現状

輸出不振の表面化 により景気は一段 と減速

中国では景気が一段と減速した。第2四半期の実質GDP成長率は前期の前年比+7.7%から通年の目標値と同水準である同+7.5%まで低下した。主因は輸出が前期の同+18.4%から同+3.8%へと大幅減速したことであった。前期の輸出を押し上げていたのは香港向けの急増であったが、そこには投機資金による水増し疑惑が出ていた。そこで、5月初旬に、当局が貿易取引における貨物代金と資金決済額の不一致に対する監視強化策を発表すると、6月の実施を待たずして、5月から香港向け輸出は急失速した。これに伴い、賃金ならびに人民元の上昇によって、中国の輸出が不振に陥っているという実態が表面化したのである。

投資も前期の同+20.9%から同+19.7%へと減速した。輸送、水利などインフラ公共投資は堅調が続いているものの、過剰生産能力の調整が求められている製造業は伸び率低下が避けられなかった。

これに対し、消費は同+13.0%と前期（同+12.4%）に比べ若干ながら加速した。新政権による汚職腐敗対策が緩められたわけではないが、消費者マインド全般に対するショックは薄らいだ模様である。とはいえ、景気減速の下で賃金上昇のペースダウンが目立つ状況でもあり、輸出・投資の落ち込みを補うには消費は依然として力不足という感が否めない。

(2) 見通し

改革と景気の両 睨みでソフトラン ディングに挑戦

3月の全人代で首相に就任した李克強氏は改革ボーナスと称して、高成長期の人口ボーナスに替わる安定成長期の推進力を改革に求めた。その一つである行政改革においては、就任時に1,700項目あった政府許認可事項の3分の1を廃止するとの意気込みを語り、すでに165項目の削減ないし下部への権限委譲が進んだ。また、7月には貸出金利の自由化に踏み込むとともに、過剰生産19業種における生産設備の整理企業リストの発表などにより構造調整も着実に進めようとしている。

李首相は改革に注力する一方、景気対策には否定的であったが、7月に入ると、徐々に景気に配慮する発言が目立ち始めた。9日の広西チワン族自治区視察における座談会の席で、「経済成長率・雇用水準等が下限を下回ってはならない」と明言した。続いて、16日の専門家・企業トップ座談会においては、「成長の下限は7.5%、最低ラインは7%」との発言が報じられた。景気の落ち込みは社会不安や地方政府・企業の不満から、政権基盤を危うくし、改革を頓挫させかねないことからすれば、やむをえない判断といえよう。

その後、李首相が主催する国務院常務会議では、24日に、①中小企業

の付加価値税・営業税免税（8月1日実施）、②通関手続きの簡素化、費用徴収の削減等の貿易政策（8月より漸次実施）、③鉄道投融资体制改革と中西部ならびに貧困地域への鉄道建設の加速——が決定された。さらに、31日の同会議では、下水、家庭ごみ処理、ガスパイプ・暖房システムの改修、送電網、公共交通網の拡充等、民生改善に向け、広範な分野で都市部のインフラ整備を促進する方針が打ち出された。

こうした動きを踏まえ、国家発展改革委員会による中小企業集合債の発行拡大等の資金調達ルートへの拡充策、政府による中小企業向けの貸出重視の指示、中小企業向けの小規模金融機関設立の奨励など、中小企業金融を支援する政策が相次いだ。また、政府は、省エネ・環境保護産業に続いて、IT産業についても振興策を打ち出した。2015年時点で、前者は4兆5,000億元、後者については3兆2,000億元の市場規模への成長を目指しており、有効需要を生み出す投資先を提示している。

金融政策面では、景気減速と不動産価格上昇が併存するという状況の下、引き続き、公開市場操作による機動的なコントロールが主体となり、金利ならびに預金準備率の操作は控えられよう。6月には、短期市場を資金調達源とするシャドバンキングへの警告の意味合いもあり、資金需給が逼迫する時期にもかかわらず、大規模な資金供給を手控えて、金利高騰を促した結果、国内外から中国経済に対する先行き不安を喚起してしまった。その反省から、当局は、その後、資金需給を慎重に調節して市場金利の安定に努めており、このスタンスは今後も維持されよう。

輸出は2014年春まで香港向けの大幅増加の反動大

輸出においては2014年春頃までは低率の伸びが避けられまい。減少傾向にあった欧米向けには下げ止まりが期待できるものの、昨年半ばから本年4月まで続いた香港向けの大幅増加の反動が大きいためである。その後も賃金・通貨上昇による競争力低下の重石は残る。こうした状況下、人民元相場は、米国を中心とした上昇圧力があっても、現水準からの上昇は小幅にとどまると予想される。

消費については堅調が維持されようが、現水準から勢いを増す要素には乏しい。8月にも公的部門に対し、有名芸能人が出演する豪華な宴会やイベントを禁止する通達が出され、綱紀粛正のスタンス持続が示された。また、全国の過半を占める18地区で平均+14%と最低賃金の引き上げは続いているが、前年の20地区、平均+20%には及ばず、また、企業業績を反映して全体的な賃金上昇のペースダウンは避けられまい。

以上を総合すれば、インフラプロジェクトならびに政府が支援する成長産業向けを中心とした投資が景気の下支え役を務めつつも、実質GDP成長率は2012年の前年比+7.8%から2013年には同+7.4%、2014年には同+7.2%と徐々に低下していくものと予想される。

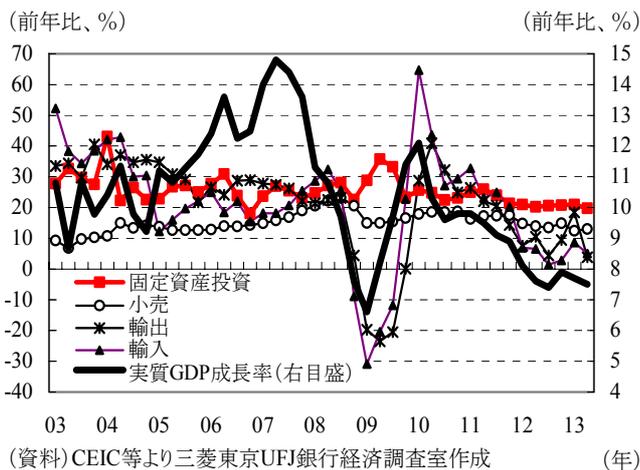
シャドーバンキングが膨らませた過剰債務

なお、6月の金融市場の混乱により、その背景にあるシャドーバンキングがはらむリスクに世界的な注目が集まった。そもそも、中国においては、銀行が規制金利下で高マージンを確保できるため、国有大企業向け貸出に傾斜し、中小企業は民間金融に依存せざるを得ないという問題があった。このため、民間金融を含むシャドーバンキングは正規の金融システムを補完するハイリスク・ハイリターン取引として一定の評価を得ていた。しかし、グローバル経済・金融危機後の大規模な内需拡大策を機に貸出が急増し、当局が抑制を図ると、これに代わり、銀行理財商品（資産運用商品）など新たなスキームで調達した資金が地方政府、不動産会社、過剰投資業種など当局が貸出抑制を促していた分野に流入し、過剰債務・不良債権リスクを膨らませた。

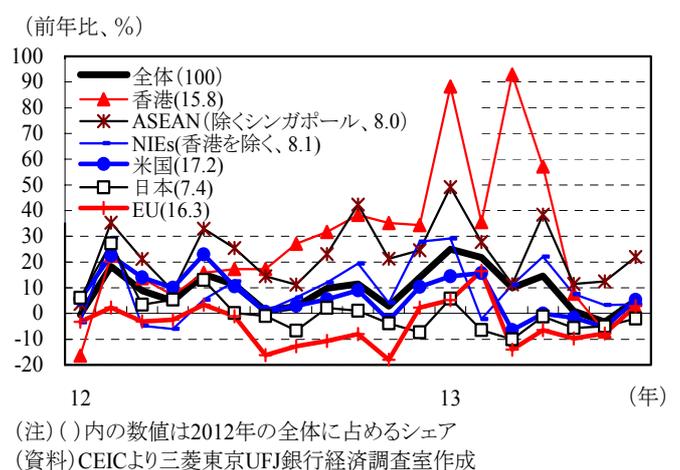
当局はシャドーバンキングの管理強化に本腰を入れるとともに、正規の銀行機能を向上させるため、金利自由化も進めている。中央政府自体の債務はGDP比15%足らずと依然小さく、金融システム不安が浮上するような緊急時においては、資金注入を含む迅速な対応をためらわないと考えられる。このため、短期的にコントロール不能な危機的状況に陥る可能性は小さい。とはいえ、地方債務、不動産バブル、過剰投資などの問題が膨らんだことは事実である。李首相が唱える経済改革・構造調整により、問題体質の改善が進むか否かが中長期的なリスク顕在化の鍵を握っていよう。

(萩原 陽子)

第6図：中国のGDPと関連指標



第7図：中国の地域別輸出伸び率



3. NIEs

(1) 韓国

第2四半期の成長率は小幅加速

第2四半期の実質 GDP 成長率は前年比+2.3%と前期（同+1.5%）から小幅加速した。家計債務問題が重石となり個人消費（同+1.7%）は伸び悩んだものの、不動産市場の低迷で長らく不振だった建設投資（同+7.1%）に回復の兆しがみられた。

2014年にかけても潜在成長率を下回る成長ペースが続く

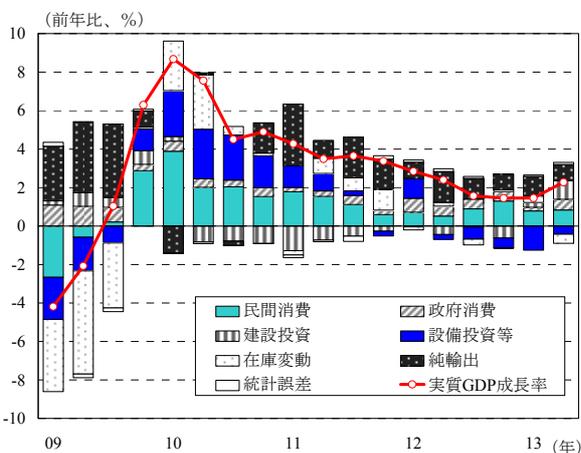
今後の韓国経済を展望すると、2013年の実質 GDP 成長率は前年比+2.9%、2014年は同+3.2%と3%台半ばとみられる潜在成長率を下回るペースが続くと予想する。

実質 GDP の約5割を占める個人消費は引き続き伸び悩みが予想される。雇用環境は改善傾向にあり、賃金の上昇ペースは小幅加速しているものの、家計負債は可処分所得比で依然高水準にあり、家計のバランスシート調整が引き続き消費の伸びを抑制するとみる。加えて、輸出は欧州向けで底打ちしているほか、景気回復が続く米国向けで持ち直しているが、中国の景気が減速するなか、輸出全体の回復のペースは緩やかなものに止まろう。こうしたなか、財閥を中心とする大企業は、朴槿恵政権が4月に打ち出した景気浮揚策（創造経済）に応えるべく、企業創設支援や産業育成支援などへの投資計画を相次いで発表している。また、政府は7月にも研究開発の高度化を通じたインフラ整備計画を打ち出しており、これらの投資は2014年にかけての景気の下支えになると考える。

中銀は5月の利下げ以降、政策金利を据え置いている（現行水準：2.5%）。景気テコ入れのため、追加利下げに踏み切る可能性もあるが、ウォン安が進行していることから、中銀は当面は様子見すると考えられる。

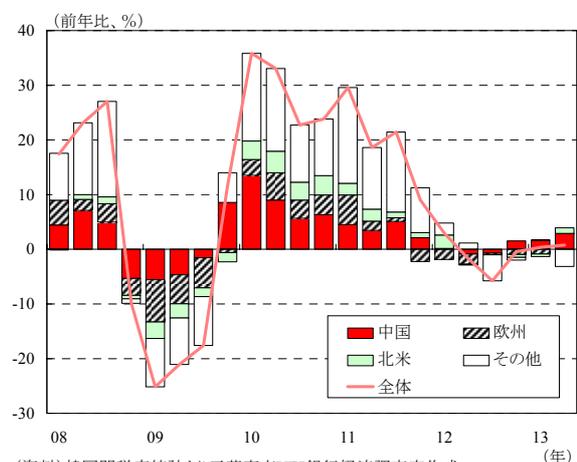
（前原 佑香）

第8図：韓国の実質 GDP 成長率



（資料）韓国中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：韓国の地域別輸出



（資料）韓国関税庁統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

輸入減速と消費持ち直しで景気加速

台湾では、第2四半期の実質 GDP 成長率が前年比+2.5%と前期（同+1.6%）から上昇した。前期にはゼロ近傍であった外需の寄与度が+2.1%へと大きく拡大したことが主因であるが、輸出が同+5.2%とほぼ前期（同+5.0%）並みにとどまる一方、輸入が同+6.7%から同+3.2%に低下したため、明るさには乏しい。また、消費も株式増税の影響などによる前期の低迷（同+0.3%）から持ち直したとはいえ、同+1.7%にとどまった。

輸出には欧米向けの改善と FTA 網強化が追い風

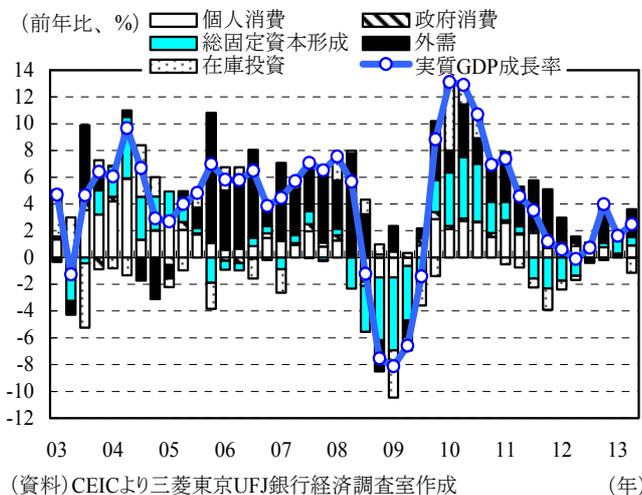
今後も景気はごく緩やかなペースで加速し、実質 GDP 成長率は 2012 年の前年比+1.3%に対し、2013 年に同+2.4%、2014 年には同+3.5%へと若干の上昇が予想される。

輸出加速が主因であり、最大の輸出先である中国の景気減速という逆風はあるが、欧米向けの減少基調には歯止めがかかろう。また、輸出主導型経済にもかかわらず、構築が遅れていた FTA 網の強化の好影響も期待できる。6 月には中国との経済協力枠組み協定の重点分野の一つであるサービス貿易の自由化について協定締結に至り、7 月にはニュージーランドとの経済協力協定締結にも漕ぎ着けた。

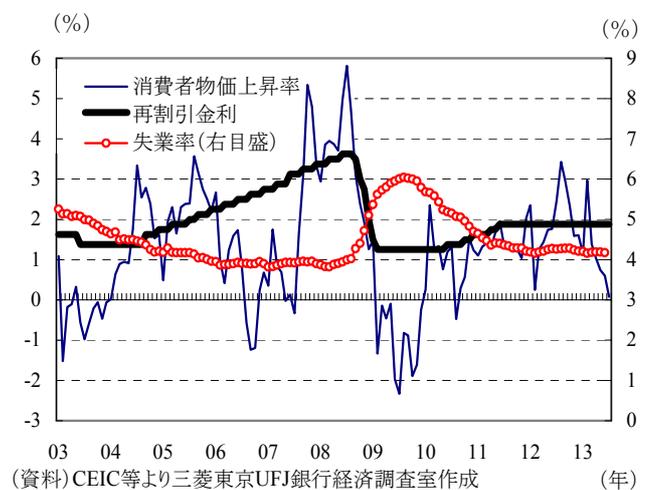
投資面では 8 月に自由経済モデル区の始動がある。TPP 参加も視野に FTA 網の拡大を志向するなかで、自由化に対する対応力を高めるという位置付けである。既存の 6 自由貿易港区を含む 8 地区が選定され、スマート物流、国際医療、農業の高付加価値化、産業連携の 4 分野がモデル産業となるが、これに限定されず、「自由化、国際化、先進性」の理念に合致していれば、どのような産業でも対象になり得る。台湾の今後の成長力を決定付ける動きとしてその帰趨が注目される。

（萩原 陽子）

第 10 図：台湾の実質 GDP 成長率



第 11 図：台湾の物価・金利・雇用



(3) 香港

投資の大幅なプラス転換を主因に景気加速

香港では、第2四半期の実質GDP成長率は前年比+3.3%と前期（同+2.9%）から小幅上昇した。総固定資本形成が前期の同▲3.3%から同+6.9%と好転したことが主因である。消費は同+4.2%と前期（同+6.3%）には及ばないながら、良好な所得・雇用環境の下で堅調を維持した。一方、財輸出においては金輸出の急増と一般商品輸出の低迷が続いている。

海外経済動向からみて、強い景気拡大は見込み難い

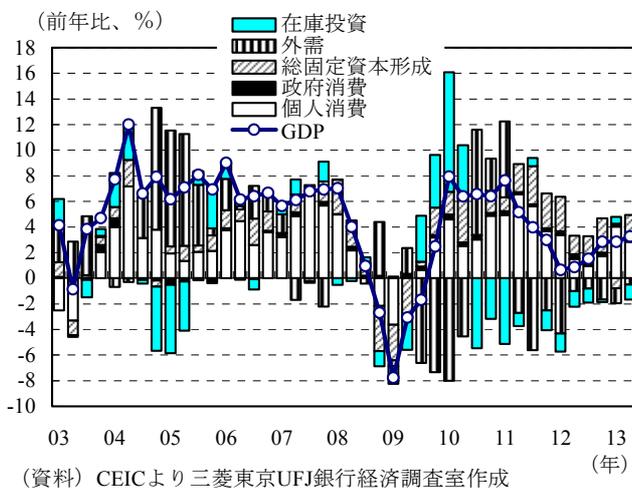
海外経済動向を踏まえれば、今後の景気拡大に強い期待は持ちづらく、通年の実質GDP成長率は2013年には前年比+2.9%、2014年には同+3.5%と予想される。

中国が高度成長期から安定成長期へ移行するなかで、香港への波及効果も弱まっている。中国の輸出には長年の通貨・賃金上昇に伴う競争力の低下が避けられず、中国と世界との貿易を仲介する貿易センターである香港の輸出にも重石となる。中国人旅行者はいまや海外旅行者の4分の3を占め、未だに前年比+20%の勢いで、日米からの旅行者の大幅減少を補い、旺盛な購買力で消費拡大にも大いに寄与しているが、この勢いにも陰りが出る可能性がある。もっとも、中国政府が人民元国際化に向けて、香港のオフショア人民元センターとしての機能向上ならびに市場規模拡大を促しているという好材料は残っている。

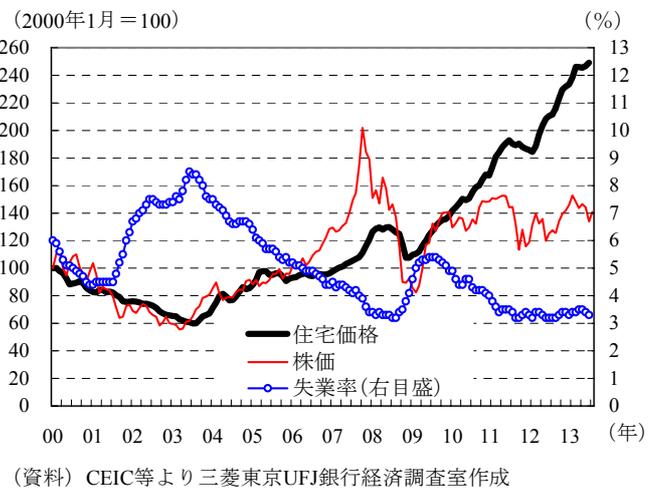
米国の量的金融緩和の縮小に伴う資産市場への影響にも注意を要する。香港では2009年以降、不動産価格の高騰が続いてきたが、規制強化と住宅ローン金利の引き上げから、すでに歯止めがかかりつつある。それだけに、大幅な下落を警戒する声が増えている。

（萩原 陽子）

第12図：香港の実質GDP成長率



第13図：香港の資産価格と雇用情勢



(4) シンガポール

シンガポール経済は緩やかな持ち直しの動き

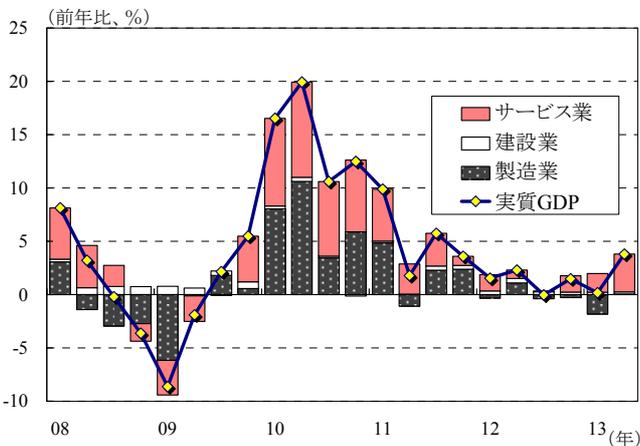
シンガポール経済は緩やかに持ち直している。第2四半期の実質GDP成長率は前年比+3.8%（前期比年率+15.2%）と、前期の同+0.2%（同+1.8%）から加速した。卸・小売業や運輸セクターといったサービス業で堅調が続いたことに加えて、バイオ医薬品やエレクトロニクスを中心とした製造業の回復が成長率の加速に寄与した。第2四半期の非石油地場輸出（NODX）は前年比ではマイナスながら、前期比では5四半期ぶりに増加に転じている。3月以降、50超を維持してきたPMI輸出受注が示唆していた通り、輸出の改善が漸く現れてきたようだ。また、第2四半期の海外からの来訪者数は376.8万人、前年比+11%と高い伸びが持続、ホテル稼働率も86.0%と高水準で推移しており、増加する外国人旅行者も国内景気を支える要因となっている模様だ。

輸出の回復ピッチは緩やか、2014年でも潜在成長率の下限程度

先行きに目を転じると、このところの政府や中銀による住宅・自動車ローン関連の規制強化が内需の抑制要因として働くと考えられる。一方で、依然として失業率が2.1%と低水準で推移するなど雇用環境の良好さが保たれている上、物価動向も落ち着いて推移しており、総じて見れば内需は底堅く推移する見込みである。他方、海外経済は米国を中心に緩やかに持ち直しに向かうとみられるが、欧州経済の回復の遅れや輸出の2割（含む香港）を占める中国経済の安定成長シフトを受けて、輸出の回復ペースは緩やかなものにとどまる見込みだ。以上を踏まえると、2013年の成長率は前年比+2.1%、2014年も同+3.0%と潜在成長率（3～5%）の下限近辺にとどまる見通しである。なお、インフレ率については、需要抑制策が住宅・交通関連の物価の伸び鈍化に繋がっている点や緩やかな成長ペースによる需給緩和をうけて2014年にかけては落ち着きを保つと予想する。

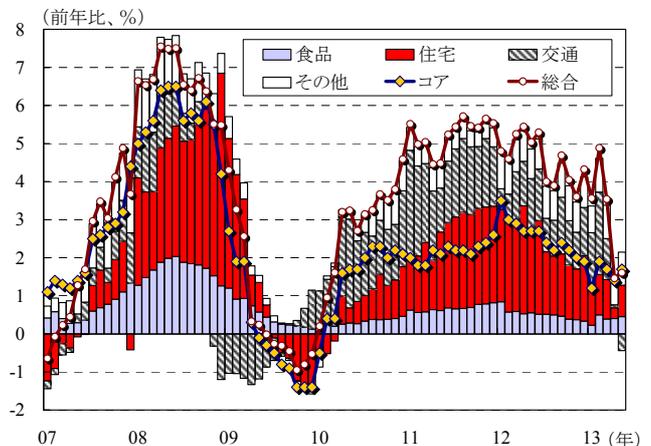
（シンガポール駐在 中村 逸人）

第14図：シンガポールの実質GDP成長率



（資料）シンガポール通産省統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：シンガポールの消費者物価上昇率



（資料）CEIC、シンガポール通貨庁統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. ASEAN

(1) インドネシア

成長率の鈍化が続く中、インフレ加速と通貨安で中銀は利上げを実施

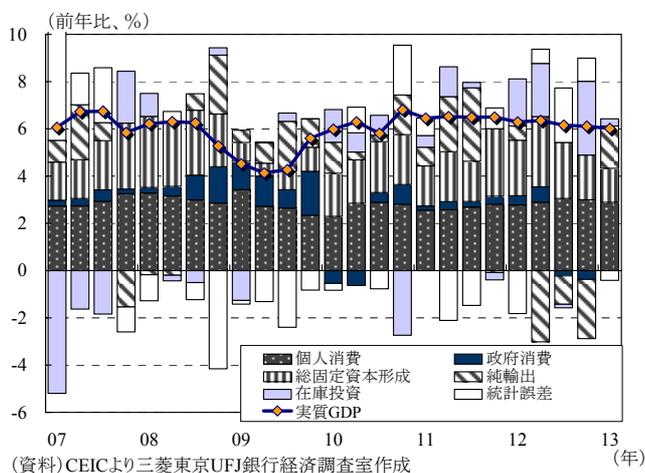
インドネシア経済は引き続き減速傾向を辿っている。第2四半期の実質GDP成長率は、前年比+5.8%と前期の同+6.0%から一段と低下、2010年第3四半期以来、約3年ぶりに6%を下回った。インフレ加速に伴い個人消費の伸びが鈍化したほか、総固定資本形成も4期連続で減速するなど、これまで底堅く推移してきた内需の勢いが弱まりつつある。一方、6月下旬に実施した燃料価格引き上げの影響で、消費者物価上昇率は7月に前年比+8.6%まで急加速した。ルピアも5月下旬以降のグローバルな新興国の金融市場の不安定化に伴って下落ペースが加速している。中銀はインフレ抑制と通貨安阻止のため、6月と7月に計75bpの利上げを実施、政策金利であるBIレートは6.50%まで引き上げられた。

インフレと利上げが個人消費や投資などの内需を抑制

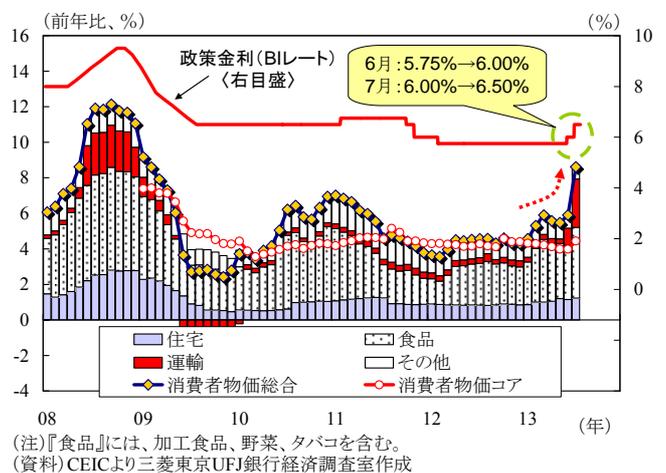
先行き、米国を中心に海外経済が緩やかな回復に向かう中で、燃料価格引き上げと通貨安で輸入の伸びが抑制されることから、外需は成長率に対してプラスの寄与を続けそうだ。一方、内需についてだが、燃料価格上昇とルピア安によってインフレ率の高止まりが予想されるため、個人消費の減速は避けられないだろう。また、利上げが企業や家計の資金調達コストの上昇に繋がり、住宅投資や設備投資は抑制される見込みだ。堅調な雇用環境や最低賃金の上昇に伴う購買力の向上、来年の総選挙前の財政支出の拡大が景気を下支えするとみられるが、インフレ加速や利上げの影響をカバーするには至らず、実質GDP成長率は2013年に前年比+5.9%まで減速した後、2014年も同+6.0%と小幅の反発にとどまる見通しである。一方、燃料補助金の削減や利上げ・通貨安に伴う内需と輸入の抑制は大幅な財政赤字や経常赤字の拡大に歯止めをかける効果が期待される。

(シンガポール駐在 中村 逸人)

第16図：インドネシアの実質GDP成長率



第17図：インドネシアの物価動向と政策金利



(2) マレーシア

底堅い消費と政府支出の拡大で第2四半期の成長率は小幅加速

マレーシア経済は足踏みしている。第2四半期の実質 GDP 成長率は前年比+4.3%と、前期の同+4.1%からは小幅加速したが引き続き低水準での推移となった。輸出減が響いて外需のマイナス寄与が続いたほか、前期まで二桁増を続けてきた総固定資本形成の伸びが大きく鈍化した。一方、良好な雇用・所得環境や低所得者給付の拡充、物価安定を背景に個人消費が底堅い伸びを示した点に加え、政府支出が二桁増へと大幅拡大したことが外需と総固定資本形成の落ち込みを補った。

経済変革プログラムや最低賃金制度等に支えられ緩やかな景気回復へ

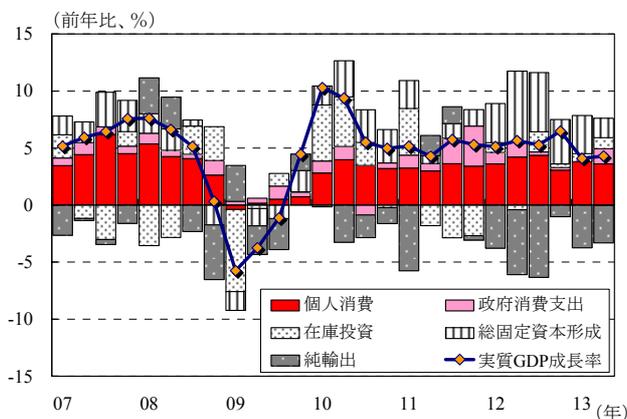
先行きについては、海外経済の回復ピッチが鈍い中で外需による景気の牽引は当面見込めない一方、個人消費や政府支出を中心とした内需が景気を下支えする構図が続いていくことが予想される。インフラ拡充を中心とした経済変革プログラム（ETP）の推進が次第に民間投資も喚起するとみられるほか、7月1日から本格導入された最低賃金制度、公務員の賃上げが民間消費の押し上げ要因となろう。これらを踏まえると、実質 GDP 成長率は2013年度に前年比+4.5%と、2012年の同+5.6%からは減速するものの、2014年度には同+5.1%へ緩やかに加速していくと予想する。

大幅な財政赤字や家計債務の拡大といった構造的問題が顕在化

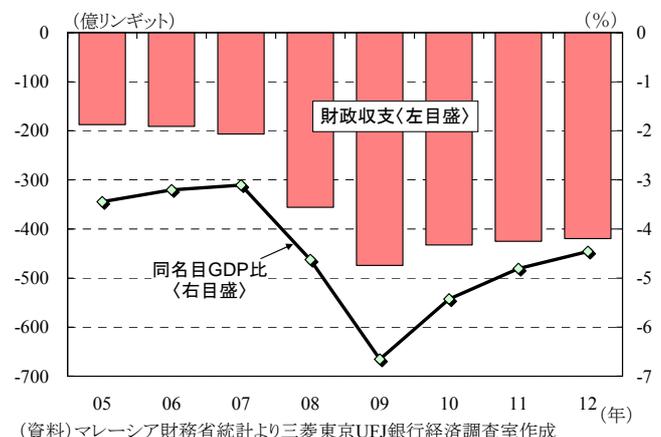
一方、公共投資や低所得者給付など補助金拡大による財政負担は増しており、2012年の財政収支は名目 GDP 比▲4.5%と大幅赤字が継続。7月末には大手格付け会社の一つが長期格付けの見通しを「安定的」から「ネガティブ」へと引き下げている。こうした中、政府は10月公表予定の2014年度予算案に補助金削減やGST導入等の財政再建策を盛り込む見込みだ。また、名目 GDP 比で8割に達した家計債務の問題も懸念が高まっており、中銀は個人向けローンの最長期間の短縮措置を打ち出している。景気に配慮しながらも財政赤字や家計債務拡大等の問題を解決し、持続的成長に繋げていけるか、政権にとって難しい舵取りが迫られる局面である。

(シンガポール駐在 中村 逸人)

第18図：マレーシアの実質 GDP 成長率



第19図：マレーシアの財政収支



(3) タイ

タイ経済は減速感が強まる

タイ経済は減速感が強まっている。第2四半期の実質GDP成長率は前年比+2.8%と前期(同+5.4%)から減速した。自動車購入支援策の期限切れの反動で消費(同+2.4%)が減速したほか、洪水からの復興需要の一巡や治水対策など公共工事の遅延により、投資は同+4.5%と前期から小幅減速した。さらに財輸出の減少(同▲1.5%)が景気を押し下げた。

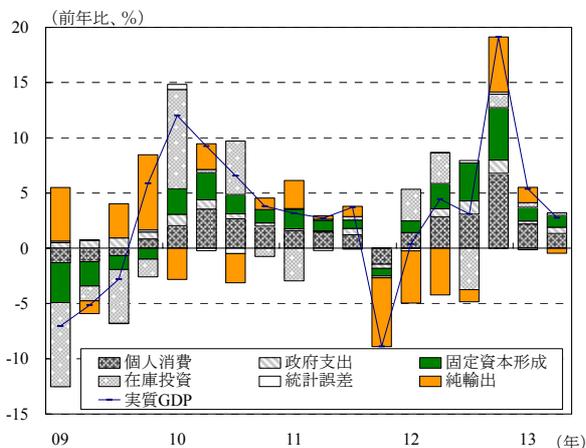
2014年にかけて、潜在成長率並みの成長が持続

2013年と2014年の実質GDP成長率は各々前年比+4.4%、同+4.6%と、潜在成長率並みの成長が続くと予想する。消費は成長が続くものの、拡大ペースは鈍化するとみる。最低賃金引き上げによる所得の拡大が下支えとなるものの、前年の自動車購入支援策による駆け込み需要の反動減や中銀が更なる消費ローンの積み上がりに懸念を示していることから、これまでにみられたような借入による消費の拡大が見込めないためである。輸出は、中国経済の減速や先進国景気の回復ペースが緩慢であることから、エレクトロニクス製品や農産物加工品を中心に伸び悩みが続くとみられる。このようなか、政府は8月6日に新たな景気浮揚策を決定した。この景気対策は、民間投資の促進を狙ったもので、エコカーへの投資奨励策や中小企業向けの政府保証融資の拡充などの内容となっている。これに加え、進捗が遅れている治水事業や社会インフラ開発などの大型インフラ投資が内需を下支えすることが見込まれる。

タイ中銀は、5月に通貨高抑制を通じた景気テコ入れ措置として、追加利下げに踏み切ったが、その後は政策金利を据え置いている(現行水準: 2.5%)。政府・中銀は輸出減速を主因として成長率見通しを下方修正したが、足元でパーツ安圧力が高まっていること、景気浮揚は財政政策を優先させるとみられることから、政策金利は据え置きを予想する。

(前原 佑香)

第20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統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7表： タイの主要品目・地域別にみた輸出

	シェア (2012年)	2011年	2012年	2013年	
				1-3月期	4-6月期
合計	100	9.7	5.6	0.4	▲7.7
業種別					
エレクトロニクス製造業	14.4	▲7.3	3.4	▲0.0	▲13.8
自動車製造業	12.8	▲1.2	29.5	12.5	5.8
農産物加工業	12.5	20.9	6.7	▲5.3	▲8.5
機械・備品製造業	7.5	7.0	4.4	0.4	▲7.0
石油製造業	5.7	24.7	18.7	▲9.7	▲23.8
天然ゴム	3.8	53.6	▲29.4	▲12.0	▲21.5
国別					
ASEAN	24.9	16.1	7.1	2.0	▲3.3
中国	11.8	16.6	4.9	3.4	▲18.3
日本	10.3	12.1	0.8	▲2.1	▲11.5
米国	10.0	2.8	7.2	▲1.1	▲9.0
欧州(EU27)	9.6	5.5	▲7.4	2.8	▲9.8

(注)パーツ建て。

(資料)タイ関税局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) フィリピン

景気は内需主導で
好調維持

フィリピン景気は好調が続いている。第1四半期の実質GDP成長率は、個人消費のほか、民間住宅建設や政府のインフラ投資の増加を背景に前年比+7.8%と2010年6月のアキノ政権就任後で最も高い伸びを示した。第2四半期の動向をみると、輸出は減少しているものの、底堅い海外労働者送金を背景とした消費の堅調な伸びや企業の設備投資の拡大を背景に内需主導の成長が続いている。

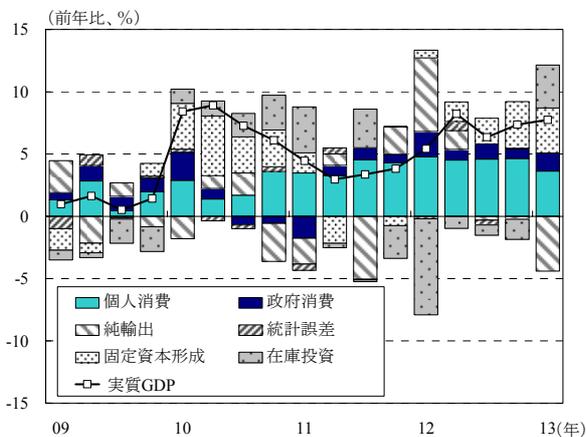
2014年にかけても
高成長が持続する
見込み

2014年にかけても投資の拡大や底堅い個人消費に支えられ、2013年の実質GDP成長率は前年比+7.1%、2014年は同+6.5%と高成長が続くと予想する。企業収益の拡大を背景に、今後も投資の拡大が続くことが見込まれる。上場企業の留保利益は前年比+18.6%（第2四半期）と3四半期連続で増加しており、企業マインドは上昇傾向を辿っている。企業部門の好況は、雇用増を通じて個人消費を支えている。雇用者数は農業部門では減少しているものの、製造業を含む工業（第2四半期：前年比+3.8%）や、BPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）などのサービス業（同+1.9%）を中心に増加が続いており、消費者信頼感指数は上昇傾向にある。さらに、送金者数の増加を背景に堅調な拡大が見込まれる海外労働者送金も、個人消費を下支えするであろう。

中銀は、年明け以降、ペソ高に対応すべく市中銀行向け中銀定期預金であるSDA（Special Deposit Account）金利を累計1.5%ポイント引き下げてきた。5月下旬以降は一転してペソ安圧力が高まっていることから、金利据え置きを見込む。フィリピンは経常黒字国であるものの、高成長期待や投資適格国入りで昨年来、ASEANの中でも海外マネーの流入が顕著であったことから、資本の動きが大きくなりうる点には留意が必要である。

（前原 佑香）

第21図：フィリピンの実質GDP成長率



(資料)フィリピン国家統計調整委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第22図：フィリピンの企業景況感・消費者信頼感



(資料)フィリピン中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

5. その他アジア

(1) インド

景気低迷が続くな
か、通貨安を受けて
金融緩和に動けず

インド経済は引き続き減速傾向を辿っている。第2四半期の月次指標をみると、輸出が3四半期ぶりにマイナスに転じたほか、自動車販売は前年比▲7.4%と2期連続の前年割れとなった。資本財生産も4月以降再び減少に転じており、投資活動も冷え込んでいる模様だ。一方、直近7月の卸売物価上昇率が前年比+5.8%と約3年ぶりの低水準にとどまるなど、物価は落ち着きをみせている。中銀は1月以降3度にわたり利下げ（利下げ幅は合計75bp）を実施、景気下支えを図ってきたが、大幅な経常赤字と5月以降加速した資本流出の影響で加速したルピー安に対応するため、以降は政策金利であるレポ・レートを7.25%に据え置いている。

2013~2014年度を
通じて潜在成長率
を下回る見込み

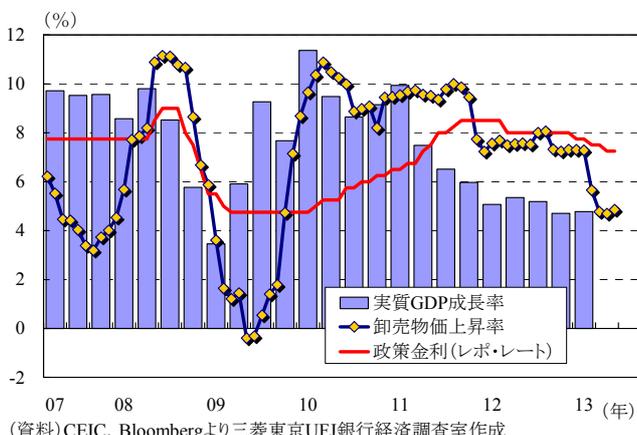
経常赤字は国内の供給不足や補助金による過剰需要といった構造要因が影響しており、短期間での解決は難しい。このため、通貨安圧力は根強く燻り続ける公算が大きく、金融緩和を通じた景気下支えは暫く見込めないだろう。今年度の実質GDP成長率は前年比+5.4%、2014年度も同+6.1%と、7%近傍とされる潜在成長率を下回る見込みである。

政府は経常赤字削
減策を発表するも
実効性は不透明

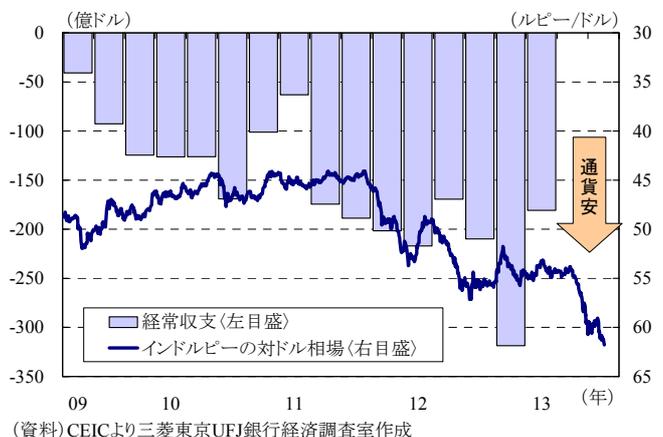
こうした中、政府は安定した資金フローである対内直接投資を促進するため、通信業での外国企業の出資比率上限を100%まで容認、小売業での外国企業に課されている国内調達比率に係る規制の緩和、等を表明した。また、政府は金・銀や不必要な輸入の抑制、原油需要の抑制といった経常赤字削減策も発表している。もっとも、経常赤字削減策は実効性が不透明であるほか、対内直接投資に係る規制緩和も効果が顕在化するには相応の時間が必要である。ルピー安が加速した場合、インフレを大幅に加速させる可能性もある点には留意が必要である。

(シンガポール駐在 中村 逸人)

第23図：インドの成長率・物価・政策金利



第24図：インドの経常赤字と為替対ドル相場



(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2四半期の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、今年の政府目標（同+5.5%）を下回る伸びにとどまった。輸出（同+14.6%）は二桁台の増加が続いているものの、実質小売売上高は同+5.1%と低い伸びに止まっている。

2014年にかけても、潜在成長率を下回る推移が続く

2013年の実質GDP成長率は前年比+5.1%、2014年は同+5.4%と、6%程度と目される潜在成長率を下回ると予想する。

輸出は、海外経済が緩やかながらも回復に向かうなか、近年急拡大している携帯電話や電子機器などのハイテク製品がけん引役となろう。他方、内需は弱い動きが続くとみる。消費は物価の安定を背景に実質所得の増加が見込まれ、緩やかな持ち直しに向かうことが期待される。一方、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ため、投資は伸び悩みが予想される。政府は銀行貸出の目標を前年末比+12%と掲げているが、中銀が発表した7月末実績は同+5.0%と低い伸びにとどまっている。中銀は7月に国家資産管理会社（VAMC）を設立し、本格的な不良債権処理に着手したが、一定の効果が現れるには相応の時間を要する。

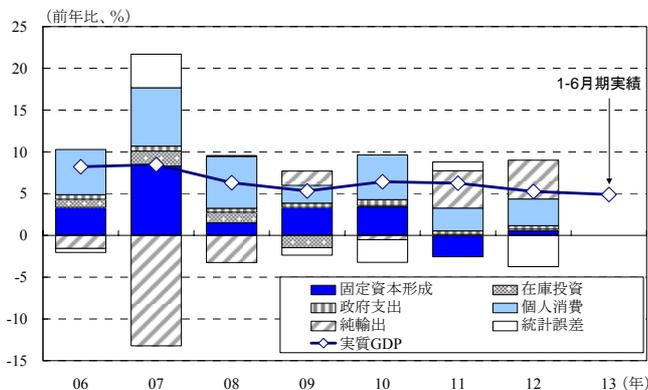
中銀は、5月以降政策金利を据え置きつつも、市中金利の低下を誘導

中銀は5月以降、政策金利を据え置く一方で、貸出を促進すべく市中金利の低下を誘導してきたが、米国の量的金融緩和の縮小観測が強まるなか、ドン売り^(注)圧力が強まったことから、市場への資金供給を絞り金利の誘導水準を再び引き上げた。景気の回復ペースが鈍いなか、中銀は金融緩和姿勢を維持し、為替動向を睨みながら、再び市中金利の低下を促すとみる。

(注)通貨下落圧力から6月には、1年半ぶりに対ドルのコアレート^(注)を1%切り下げた。

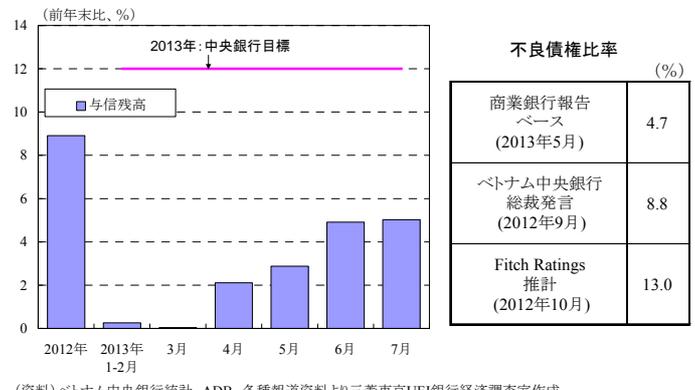
(前原 佑香)

第25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)ベトナム統計総局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第26図：ベトナムの与信残高と不良債権比率



(資料)ベトナム中央銀行統計、ADB、各種報道資料より三菱東京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。