

アジア経済の見通し

～外需が伸び悩むなか、底堅い内需が景気を下支え～

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鈍化

アジアでは多くの国で成長ペースが鈍化している。域内最大の経済規模を持つ中国では、不動産市場の調整継続や過剰投資の抑制などを背景に減速傾向が続いており、直近 4-6 月期の実質 GDP 成長率こそ、前年比+7.0%と前期（同+7.0%）と同水準を維持したものの、月次の経済指標は減速の継続を示唆している。その他のアジアでも、韓国が同+2.2%（前期：同+2.5%）、台湾が同+0.5%（同+3.8%）、シンガポールが同+1.7%（同+2.8%）

ASEAN でも資源安に伴う輸出の落ち込みや個別の国内要因が成長ペースを抑制

と輸出依存度の高い NIEs を中心に成長ペースは減速している。ASEAN やインドについては相対的に高めの伸びを維持しているが、成長ペースは鈍化がみられる。インドネシアでは、資源安に伴う輸出の落ち込みに加え、昨年末の燃料価格引き上げとルピア安に伴う物価上昇が自動車販売などの耐久財を中心に個人消費の伸びを抑制しており、成長率は同+4.7%（同+4.7%）と 2 期連続で 5%を下回った。マレーシアでも、資源安や物品・サービス税（GST）導入などの影響で同+4.9%（同+5.6%）へ減速。タイについては、公共投資の拡大や観光の持ち直し継続によるサービス輸出が下支えしたものの、財輸出の低迷や干ばつに伴う個人消費の伸び悩みなどが重石となり、同+2.8%（同+3.0%）と低い伸びにとどまった。

中国では構造調整を背景に緩やかな成長ペースの減速が続く

先行きを展望すると、まず中国では、過剰な資本ストックの調整及び信用抑制の継続などを背景に、成長ペースの減速が続く見通しである。但し、投資の鈍化が続くなかでも、サービス業を中心に雇用・所得環境は総じて堅調で、物価も安定するなか、家計部門の需要拡大は維持され景気を下支えするものと見込まれる。また、政府も成長戦略に資するインフラ投資や金融緩和など財政・金融両面からの下支えを実施する用意があり、景気失速は回避されるとみられる。結果、2016 年にかけて前年比+6%台半ばへの減速にとどまろう（第 1 表）。

輸出の伸び悩みが
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る。輸出は、先進国向け輸出を中心に持ち直しが見込まれるものの、中国経済の減速や資源安の継続などで全体の回復ペースは緩やかとなるとみられる。このため輸出依存度の高い NIEs の実質 GDP 成長率は、2015 年が同+2%半ば、2016 年についても同+3%程度の成長を予想する。韓国では、感染症拡大による消費マインド悪化や観光客減少などを通じた一時的な押し下げ要因が剥落することに加え、政府の景気刺激策などが景気の下支えとなろう。

ASEAN・インドは
内需を中心に緩や
かに加速

ASEAN5 カ国でも中国経済の減速や資源安の継続の影響は免れないことから、実質 GDP 成長率は 2015 年についても 2014 年に続き同+4%台後半の成長にとどまろう。一方で、旺盛な内需を牽引役として 2016 年には再び同+5%台への成長に戻ることが見込まれる。インドネシアでは、引き締め的な金融政策や外需不振が引き続き重石になるとみられるが、予算執行の加速や直接投資回復が押し上げ要因になろう。タイでは、引き続き観光客の持ち直しや公共投資の拡大などを支えに緩やかな回復が続こう。インドでは、消費・投資の持ち直しに牽引され、成長ペースは緩やかながらも回復が続き、2016 年度にかけて同+7%台後半の成長率が見込まれる。

リスクは中国経済
の失速や米国利上
げに伴う金融・資
産市場への影響

当面のリスクとしては、中国経済が失速し、他のアジア諸国へのネガティブインパクトが一段と大きなものになることが挙げられる。こうした中で、米国利上げが更に金融・資産市場に打撃を与える展開となれば域内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	7.4	6.8	6.5	2.0	1.6	1.9	2,197	3,342	2,913
韓国	1.42	8.3	3.3	2.8	3.4	1.3	0.9	1.9	892	900	878
台湾	0.53	3.1	3.8	1.9	3.0	1.2	0.2	1.2	653	690	630
香港	0.29	1.7	2.5	2.3	2.0	4.4	3.3	3.0	56	94	76
シンガポール	0.31	1.8	2.9	2.8	3.3	1.0	0.3	1.2	588	612	671
NIEs	2.54	14.9	3.2	2.6	3.1	1.6	1.0	1.8	2,189	2,296	2,255
インドネシア	0.89	5.2	5.0	4.8	5.2	6.4	6.4	5.1	▲262	▲197	▲195
マレーシア	0.33	1.9	6.0	4.8	5.0	3.1	2.5	2.6	151	118	123
タイ	0.37	2.2	0.7	2.7	3.5	1.9	▲0.5	1.9	134	209	181
フィリピン	0.28	1.7	6.1	5.8	6.0	4.1	2.2	3.0	127	124	130
ベトナム	0.19	1.1	6.0	6.1	6.3	4.1	1.6	5.0	95	59	88
ASEAN5	2.06	12.1	4.6	4.7	5.1	4.5	3.5	3.8	244	312	328
インド	2.05	12.0	7.4	7.6	7.9	6.0	5.4	5.6	▲237	▲255	▲339
アジア11カ国・地域	17.04	100	6.4	6.0	6.0	2.7	2.2	2.6	4,394	5,695	5,157

(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) 中国経済の実態：減速は続くが、緩やかなペースは変わらず

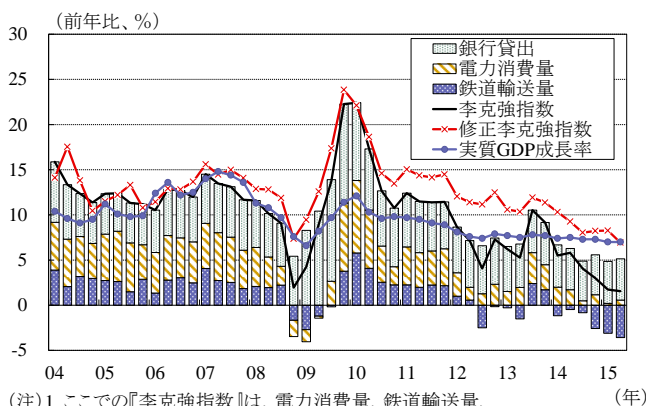
中国経済の実態については冷静な判断が求められる

足元、世界第2位の規模となった中国経済の「変調」が、世界経済の先行きに大きな不透明感を投げかけている。中国経済の行く末がここまで世界の耳目をそば立てたのは、恐らく史上初めてではないかとも思われるが、そうであれば尚のこと、中国経済の実態については冷静な判断が求められる処である。確かに中国経済は、過去の過剰投資の調整に伴い緩やかな減速局面にある。但し、減速は2011年頃から続いており、足元で急減速しているわけではない。実際、GDP統計よりも経済の実態を反映するものとして注目される所謂「李克強指数」は、鉄道輸送量の減少の影響で足元大きく低下しているが、鉄道輸送は物流に占めるシェアが約1割程度かつ石炭・コークスの輸送が中心となっており、経済構造の変化や経済実態を十分に反映していない面もある点には留意が必要だ(第1図)。鉄道輸送量の代わりに、物流の8割弱を占める高速道路を用いて修正した指数でみると、市場がみているほど実態は悪くない可能性が示唆される。

株価下落の影響は限定的、輸入も底打ちの動き

今このタイミングで「中国の減速」に焦点が当たっている背景には、①株価が大幅下落し、政府の対応に対する海外投資家の不信感を招いたこと、②底堅く推移していた輸出入がここに来て大きく減速し、マイナス成長に陥っていること、③人民元が切り下げられたことなども、中国経済の苦境を示すものとして受け止められたと考えられる。株式相場については、もとよりファンダメンタルズから乖離した投機的な要因が大きく、いつ調整が起きてもおかしくない状況にあったと言えるが、家計資産に占める株式の割合は小さく、上昇局面においても消費に顕著なプラス効果は観察されなかったこと、企業の株式市場を通じた資金調達割合も小さいこと等を踏

第1図: 実質 GDP 成長率と李克強指数の推移

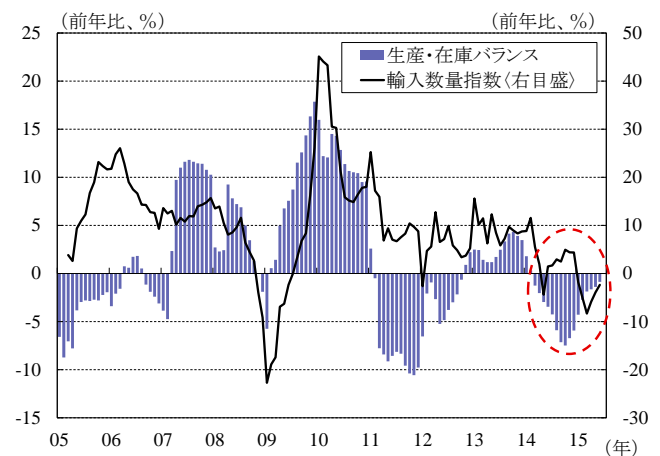


(注) 1. ここでの『李克強指数』は、電力消費量、鉄道輸送量、銀行貸出残高の前年比伸び率を同ウェイトで加重平均したものの。

2. 『修正李克強指数』は、『李克強指数』の構成項目のうち、鉄道輸送量の代わりに高速道路輸送量を用いて推計。

(資料) 中国国家统计局、中国鉄路総公司、中国電力企業連合会、中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 中国の生産・在庫バランスと輸入数量の推移



(注) 1. 『生産・在庫バランス』=生産前年比伸び率-在庫前年比伸び率。

2. 『輸入数量指数』は3ヵ月移動平均。

(資料) 中国国家统计局、海関総署統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

まえると、実体経済を大きく毀損するものとは考え難い。但し、政府の当事者能力のクレディビリティを損なった点については引き続き留意が必要である。輸出入の減速については、資源安に加え、中国国内の在庫調整が影響している。資源関連や自動車など一部の業種では在庫調整が長引く可能性をみっておく必要もあるが、全体としてみると調整は進展しつつあり、輸入数量も底打ちの動きがみられる（第2図）。

人民銀行は経済・金融の安定化に向け追加の金融緩和を実施

こうしたなか中国人民銀行は、8月中旬に人民元を約4.5%切り下げたほか、同月25日には11月以降5度目となる追加利下げを実施、同時に預金準備率の引き下げを決定した（預金準備率の引き下げは9月6日から）。今回の措置の背景には、中国経済の減速懸念を受けた一段の資源安や世界的な株安の連鎖など、金融市場の不安定化を受けて、経済・金融市場の安定を重視する姿勢を示す狙いがあったとみられる。また、6月以降、人民元買い介入に伴う金融市場の流動性逼迫などを受けて、金利上昇圧力が強まっていたことを踏まえると、追加の金融緩和により企業の資金調達コストを引き下げる必要性も強まりつつあったと考えられる（第3図）。

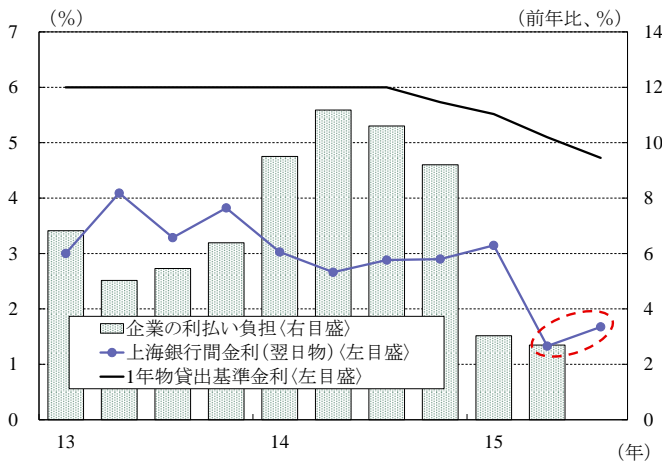
この先も資本ストックの調整による景気下押しが続くが、「新常态」へのソフトランディングとして受容されるべき

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依然大きく、景気下押し圧力として残ることは間違いない。もっとも、元々過剰投資体質の問題が指摘されている中で「新常态」へのソフトランディングを実現するのであれば、投資の減速を受容しなくてはならない局面は到来するはずである。この点、今後の中国経済の牽引役として期待される個人消費に目を転じると、成長鈍化が続くなかでも、都市部新規雇用増加数が、サービス業を中心に政府目標（年1,000万人増）に沿ったペースでの伸びを確保するなど、雇用・所得環境は総じて安定している。このため個人消費も、住宅市場の調整や綱紀粛正などを背景に、住宅関連や高額商品での伸び悩みがみられるものの、総じて底堅い伸びを維持しており、今後も景気の下支えとなることが見込まれる。

資源安に加え、金融緩和・インフラ投資の加速なども景気を下支え

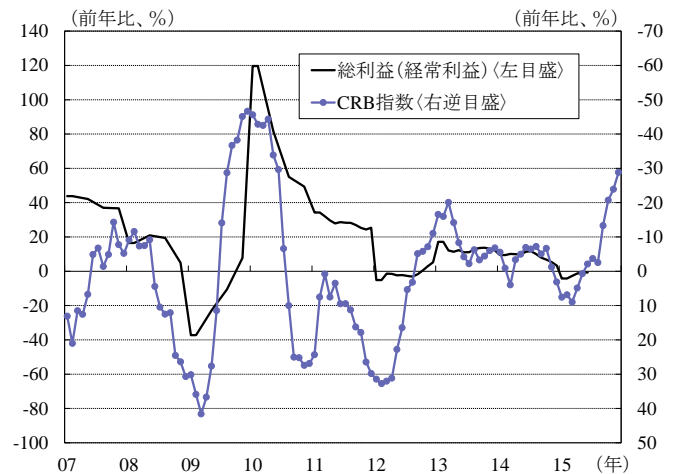
また、資源純輸入国の中国にとっては、国際商品相場の低迷が、今後有利に働く可能性も指摘される。資源安の継続は投入コストの低下に伴う企業収益の下支えや低インフレを通じた家計の実質購買力改善を通じて景気を下支えしよう（第4図）。加えて、金融緩和や財政支出の拡大、インフラ投資の加速など政府の対応余地は残されており、景気の失速までは想定し難い。実際、政府は、インフラ投資計画の承認加速や、重要プロジェクトの着工促進、通年の経済社会発展の主要目標の達成に向けた予算執行加速、政府系金融機関の債券発行（約6兆元）を通じた資金面からのサポート等により景気下支えを強化する方針を示している。

第3図：中国の主要金利と企業の利払い負担



(注)『企業の利払い負担』は年初来累計値。
 (資料)中国国家统计局、中国人民銀行統計より
 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：中国の企業収益と商品価格の推移



(注)『総利益』は年初来累計、『CRB指数』は9ヵ月後方ラグ。
 (資料)中国国家统计局、Bloomberg統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

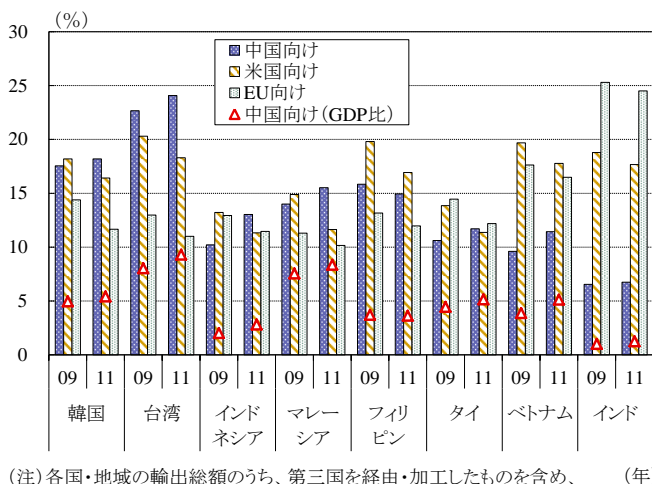
(2) 中国経済減速の他のアジア経済への影響

中国における最終
 需要の減少は NIEs
 や資源国を中心に
 成長を下押し

中国経済の減速に伴うアジア経済への影響は、直接的には、中国の輸入（アジア諸国・地域の対中輸出）の減少を通じて波及すると考えられる。主要国・地域の輸出の付加価値部分について、最終需要地別のシェアをみると、中国への依存度は軒並み高まる方向にあり、従来に比べ中国経済の影響を受け易くなっているとみられる。但し、NIEs（韓国、台湾）や資源国（インドネシア、マレーシア）では、中国のシェアが最大である一方、他のアジア諸国では欧米諸国のシェアが依然として高く、欧米諸国の回復で中国経済減速の影響をある程度打ち返すことが可能と言える（第5図）。

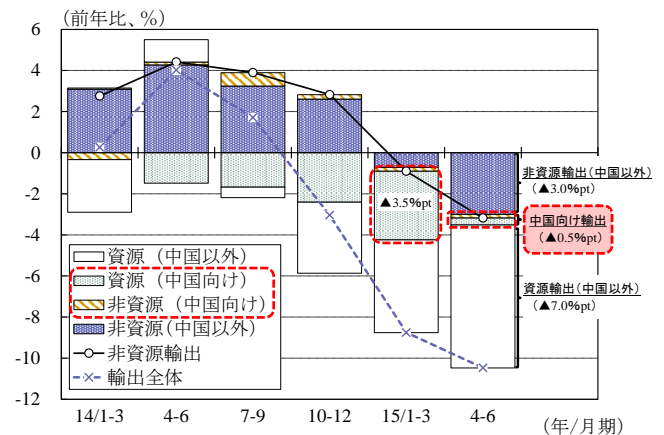
なお ASEAN では、価格下落に伴う資源輸出の減少を主因に輸出の低迷が続く一方で、輸入額も減少しており、成長率への影響は限定的となっている。中国向け輸出については、2015 年初にかけて資源を中心に落ち込み幅が拡大したものの、足元マイナス幅は縮小している（第6図）。

第5図：最終需要地別付加価値シェア



(注)各国・地域の輸出総額のうち、第三国を経由・加工したものを含め、当該国における付加価値部分について、最終需要地別にみたもの。
 (資料)OECD、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：ASEAN4 の輸出



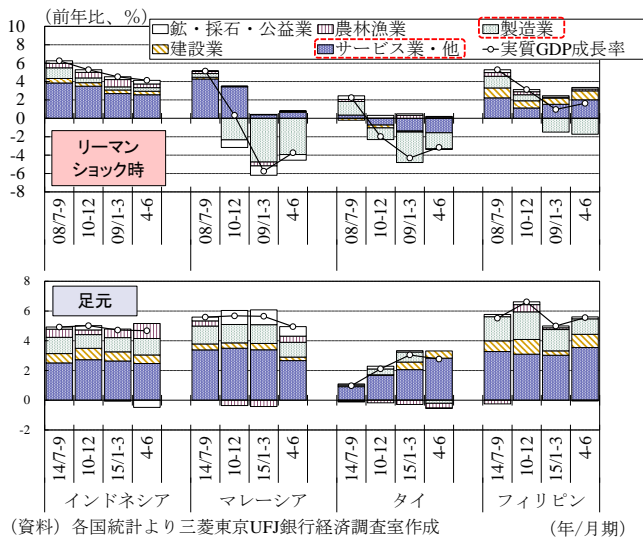
(注)1. ASEAN4は、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン。
 2. 中国向け輸出は、中国の輸入をASEAN4からの中国向け輸出とみなした。
 (輸出統計では第三国・地域経由の中国向け輸出を特定出来ないため)
 (資料)各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 安定した雇用・所得環境が内需を下支え

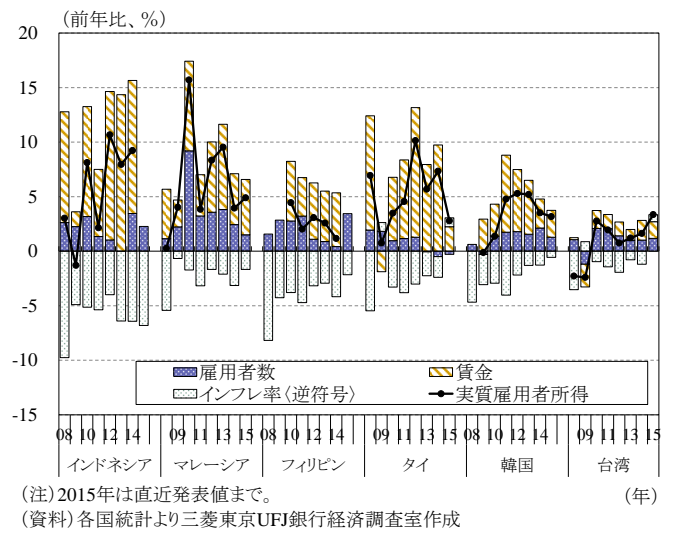
欧米向け輸出の堅調は雇用・所得環境の安定を通じて内需を下支え

リーマン・ショック時の状況を振り返ると、最大の輸出先である欧米諸国向け輸出の大幅な落ち込みを受けて、タイやマレーシアなど ASEAN 諸国でも、製造業の急減速が所得の伸び悩み等を通じて内需にも波及、サービス業も失速を余儀なくされた（第7図、第8図）。これに対し足元は、タイを除き、先進国向け輸出や内需向けが底堅く製造業が大幅な落ち込みに至っていないこともあり、雇用・所得環境は総じて安定を維持、サービス業の拡大を通じて景気を下支えする格好となっている。

第7図:ASEAN4の産業別実質GDP成長率



第8図:アジア主要国・地域の実質雇用者所得



所得水準の上昇に伴う消費の多様化、裾野拡大も追い風に

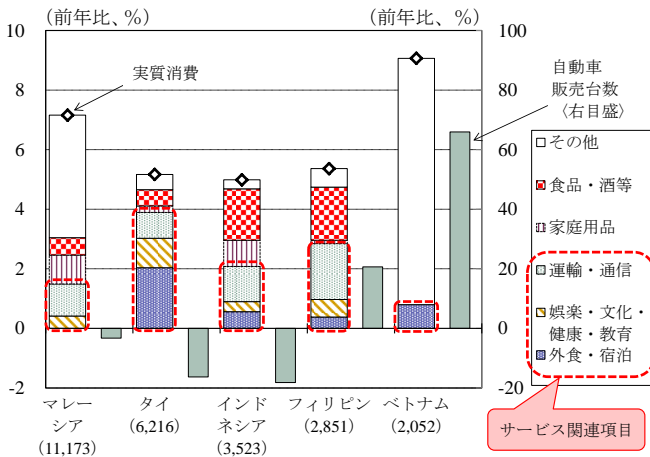
ASEAN 諸国の消費を品目別にみると、自動車販売こそ、マレーシアやインドネシアの燃料価格上昇（補助金改革）やタイ政府の購入支援策の反動減などから減少が続いているものの、「外食・宿泊」や「娯楽・文化・健康・教育」、「運輸・通信」等のサービス関連項目が底堅く、全体を押し上げており、所得水準上昇に伴う消費の多様化、裾野拡大が示唆される（第9図）。

インフラ投資の拡大も下支え

また、投資についても、企業の設備投資など民間部門での投資が伸び悩みをみせるなかでも自国の投資環境改善を目的とした公共部門のインフラ投資がプラスの伸びを維持し、全体を下支えしている（第10図）。

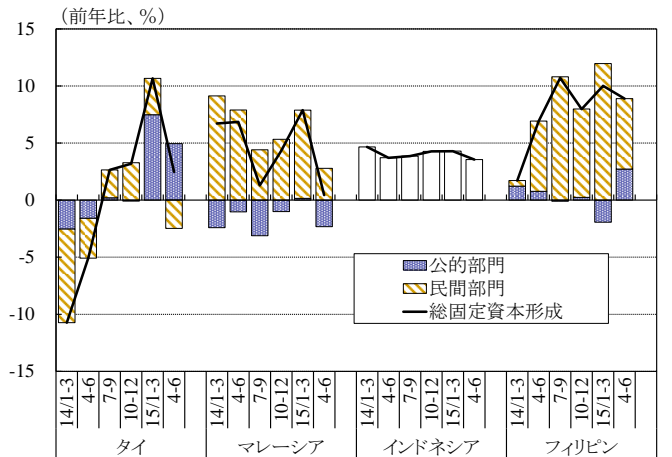
年後半以降、フィリピンやインドネシアでは公共事業の遅れ解消が、成長率押し上げに寄与するとみられるほか、2016年にかけて、先進国向け輸出の拡大を起点とした企業収益の改善が、雇用・所得増加を通じた消費の押し上げや企業の設備投資の拡大などに繋がることを見込まれよう。

第9図:ASEANの消費



(注) 1. 2015年上半期の実質消費。マレーシア・ベトナムは、CPIを用いた実質小売売上高。
 2. 国名下 () 内は、2014年の一人当たり名目GDP (ドル)。左から高い順。
 (資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図:ASEANの総固定資本形成



(注) 『インドネシア』は、「民間部門」と「公的部門」の合計。
 (資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

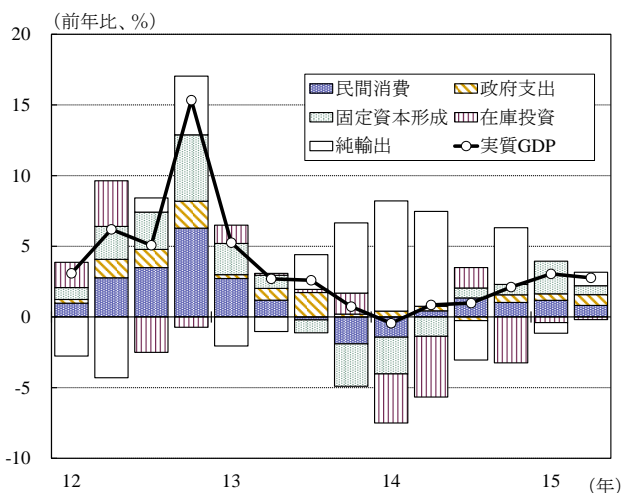
(4) タイ経済：内外需ともに伸び悩むなか、公共投資と観光セクターの回復が下支え

持ち直しが続くが
 回復ペースは依然
 緩やか

タイ経済は持ち直しが続いているが、そのペースは依然緩やかである。4-6月期の実質GDP成長率は、政府の景気刺激策実施に伴う政府支出や公共建設投資に加え、観光の持ち直し継続によるサービス輸出拡大が下支えしたものの、財輸出の低迷や干ばつなどの影響などから消費も振るわず、前年比+2.8%と低めの伸びにとどまった(第11図、第12図)。

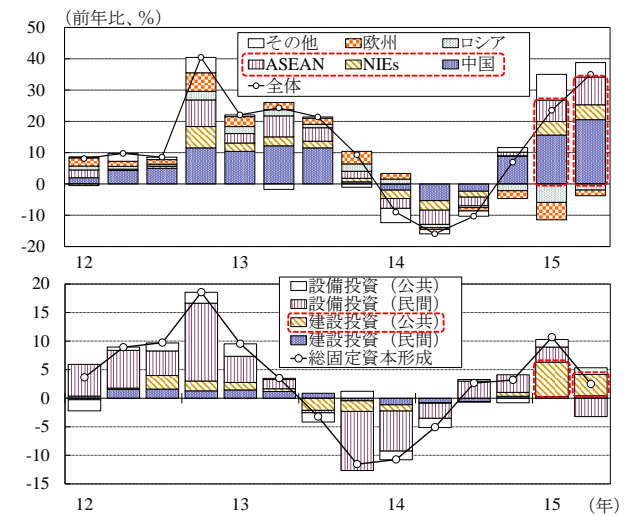
回復のペースが依然緩やかな要因として、輸出の低迷が企業収益の圧迫を通じ設備投資を抑制しているほか、雇用者賃金の伸び悩みを通じて内需を下押ししていると考えられる。加えて、高水準の家計負債や干ばつ長期化による農家所得の減少といった消費の抑制要因により、内需も相対的に低い伸びにとどまっている。

第11図:タイの実質GDP成長率の推移



(資料) タイ国家経済社会開発局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図:タイの外国人来訪者数と総固定資本形成



(資料) タイ観光庁、国家経済社会開発局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**この先も公共投資
と観光セクターの
回復が景気を下支
えする見込み**

今後も観光客の持ち直しに加え、公共投資の拡大が成長を下支えする見込みである。昨年10月に発表された投資予算執行や投資認可手続き加速などの政府の景気刺激策は、名目GDP比2%強の規模に相当し、計画通り実施されれば相応の景気下支えが見込まれる。輸出は、他のASEAN諸国同様、資源価格下落に伴う価格要因により減速している面も大きい。EU一般特惠関税の適用除外なども重なり急回復は見込み難い。輸出の低迷が引き続き生産や企業業績の下押し要因となり、当面緩やかな回復ペースが続こう。加えて、8月にバンコク中心部で発生したテロの影響については、現時点では限定的とみられるが、今後多発した際には名目GDP比約1割を占める観光セクターへの打撃となり、更なる下押し要因となるリスクもみておかなければならないだろう。

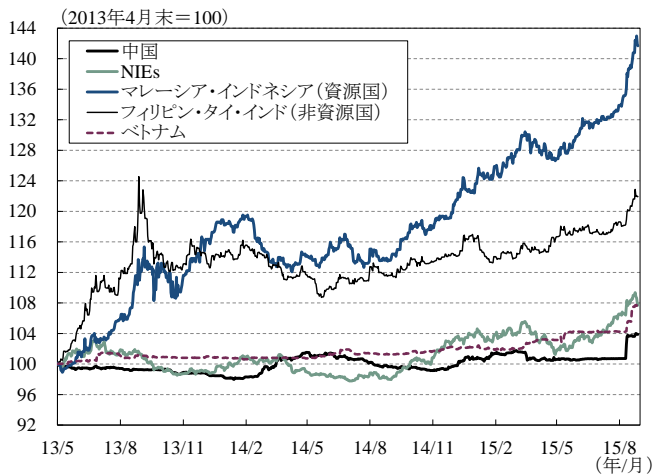
(5) 資源国通貨の下落が目立つが、新興国の中では相対的に小幅

資源安に加え、米国利上げ観測の高まり、人民元切り下げ等で通貨安が進行

昨年後半以降、資源安を背景とした資源国通貨の下落が進行している(第13図)。足元では米国利上げ観測の高まりや人民元切り下げ等を受け、一段の通貨安が進行(ベトナムも通貨切り下げ、バンド拡大で対応)。特に、マレーシアでは、政治の不透明感の強まりもあり、8月に入りリングgitが一段と下落、足元では17年ぶりの安値圏となる1ドル=4.1リングgit前後とアジア通貨の中でも下落幅が目立つ。

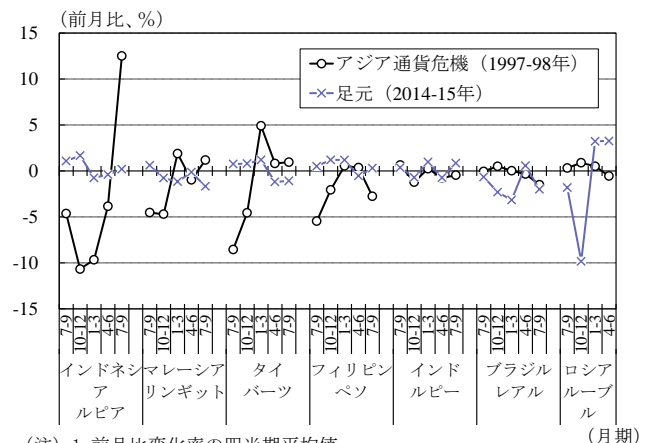
もともと、1997~98年のアジア通貨危機と足元の実質実効為替レート動きを比較すると、アジア通貨危機時は、インドネシア・ルピアが単月で約4割下落したのをはじめ、タイ・バーツやマレーシア・リングgitについても大幅な下落を余儀なくされた(第14図)。一方、足元は、ブラジル・リアルやロシア・ルーブルが大幅な下落幅をみせているのに対し、アジア諸国通貨の下落は小幅にとどまっている。

第13図:アジア主要国の対ドル為替相場



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

第14図:主な新興国の実質実効為替レート



(注)1. 前月比変化率の四半期平均値。
2. 2015年7-9月期は、ASEAN4カ国は8月26日、その他は7月まで。
2015年8月はRIETI日次レートをを用いた当室推計。
(資料) BIS、RIETIより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今後も対米利ざや縮小を見込んだ通貨安圧力がかかり続けるとみられるが、現状水準は米国の利上げが相応に織り込まれているとみられ、ペースは緩やかなものにとどまろう。

(福地 亜希、富田 潤、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
	富田 潤	jiyun_tomida@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。