

アジア経済の見通し

～外需の下押しは徐々に緩和するも、回復ペース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

- 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 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.9% (4-6 月期：同+7.0%) へ減速、足元、月次の経済指標からも減速の継続が窺われる。
- 輸出依存の高い NIEs を中心に減速、ASEAN も総じて勢いを欠く** その他のアジアでも、輸出依存度の高い NIEs を中心に成長率は減速しており、台湾については同▲0.6% (同+0.6%) と 6 年ぶりのマイナス成長となったほか、シンガポールも同+1.9% (同+2.0%) と低い伸びに止まった。ASEAN については相対的に底堅いものの、やはり総じて勢いを欠く状況が続いている。インドネシアでは、輸出の低迷に加えて、ルピア安に伴う物価上昇が実質購買力の低下や消費者マインドの悪化等を通じて個人消費の拡大を抑制しており、成長率は同+4.7%と 3 四半期連続で 5% を下回った。マレーシアでも、物品・サービス税 (GST) 導入の影響などで同+4.7% (同+4.9%) へ減速。タイについては、公共投資の拡大や観光客の持ち直し継続によるサービス輸出が下支えする一方、財輸出の不振が個人消費や民間投資など内需に波及し、同+2.9% (同+2.8%) と低めの伸びに止まった。
- 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や信用抑制の継続など構造調整を背景に、成長ペースの減速が続こう。但し、投資は重工業を中心に鈍化が続く一方、サービス業を中心に総じて雇用・所得環境は安定しており、また物価も低位安定していることから家計部門の需要拡大は維持され景気を下支えすると見込まれる。また、金融緩和に加え、インフラ投資や歳出拡大など財政からの下支えもあり、景気失速は回避されるとみられ、2016 年にかけて前年比+6%台半ばへの減速に止まると予想する (第 1 表)。

外需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なか、外需への依存度や内需の底堅さなどが景気の行方を左右しよう。輸出については、先進国を中心とした緩やかな需要の回復や資源安の影響の一巡などで徐々に持ち直しが見込まれるものの、中国経済の減速の影響もあり回復ペースは限られよう。このため輸出依存度の高いNIEsの実質GDP成長率は、2015年の同+2%近辺に対し、2016年についても同+2%台半ばに止まると予想する。

ASEAN・インドは内需を中心に緩やかに回復

ASEANについても外需の伸び悩みの影響は免れないものの、良好な雇用・所得環境を背景に内需が総じて底堅いことや、景気刺激策による下支えもあり、2016年にかけて同+4%台後半の成長を維持するとみられる。インドネシアでは、輸出の低迷が引き続き重石となるものの、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、外需依存度の低さやインフレ率の低下に伴う実質所得の改善が追い風となり、内需を中心に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の利上げに伴う金融・資産市場への影響

当面のリスクとしては、中国経済の一層の変調が挙げられる。仮に資産バブル崩壊やそれに伴う不良債権の増加が景気失速懸念を強め株価や通貨の下落などにつながると、他のアジア諸国もマイナスの影響は免れない。これに加え、米国の利上げが更に金融・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	7.3	6.8	6.5	2.0	1.5	1.9	2,197	2,996	2,529
韓国	1.42	8.3	3.3	2.4	2.9	1.3	0.7	1.6	892	955	788
台湾	0.53	3.1	3.9	1.1	2.4	1.2	▲0.1	1.2	653	774	670
香港	0.29	1.7	2.5	2.3	2.0	4.4	2.9	2.6	56	85	76
シンガポール	0.31	1.8	2.9	2.1	2.5	1.0	▲0.3	0.6	588	690	760
NIEs	2.54	14.9	3.3	2.1	2.6	1.6	0.7	1.5	2,189	2,504	2,294
インドネシア	0.89	5.2	5.0	4.8	5.0	6.4	6.5	4.3	▲275	▲196	▲183
マレーシア	0.33	1.9	6.0	4.8	4.9	3.1	2.3	2.4	145	109	114
タイ	0.37	2.2	0.9	2.7	3.2	1.9	▲0.7	1.6	154	205	173
フィリピン	0.28	1.7	6.1	5.8	6.0	4.1	1.4	2.5	109	88	75
ベトナム	0.19	1.1	6.0	6.4	6.3	4.1	0.7	4.1	95	88	48
ASEAN5	2.06	12.1	4.7	4.7	4.9	4.5	3.3	3.3	228	295	227
インド	2.05	12.0	7.4	7.6	7.9	6.0	4.9	5.2	▲275	▲192	▲231
アジア11カ国・地域	17.04	100	6.4	5.9	5.9	2.7	2.0	2.4	4,339	5,603	4,819

(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：投資の減速に伴う成長下押しが続くが、一部では安定化の兆しも

投資の抑制を中心に減速が続くが、個人消費は総じて堅調

中国経済は、投資の減速を起点とした減速が続いている。但し、不動産市場の調整や過剰な生産能力を抱える重工業での投資の減速が成長を下押す一方、個人消費の堅調が景気を下支えするという経済の二極化が鮮明となりつつある。月次の主な経済指標でも、小売売上高が総じて堅調を維持する一方、投資や生産の減速が続くという姿がみてとれる(第2表)。

投資はインフラ分野の堅調や資金調達環境の安定化もプラス材料

固定資産投資の業種別内訳では、不動産や重工業分野を中心に減速が続く一方、運輸・倉庫のほかインフラ分野などを中心に底堅い伸びを維持しており、投資の中身も明暗が分かれている(第1図)。また足元、年初に比べ資金調達環境が一部で安定化しつつある点もプラス材料と言える。昨年終盤以降、中央政府は景気下支えに向け鉄道や高速道路などインフラ分野の投資認可を加速させてきたが、不動産市場の低迷の影響で、地方政府の主要な財源である土地譲渡収入が伸び悩むなか、地方政府債務の管理強化に伴う資金面での制約や反腐敗取締り強化の影響などもあり、実際の投資拡大に繋がらない問題が指摘されていた。しかし、地方政府債の発行等による資金調達に加え、年央以降、保険資金を活用した基金の設立、財政余剰金の活用等、中央政府が投資拡大に向けた支援策を相次いで打ち出したことなどもあり、政府予算による投資に拡大傾向が窺われる。

夏場以降の過剰な「中国減速リスク」は一旦沈静化

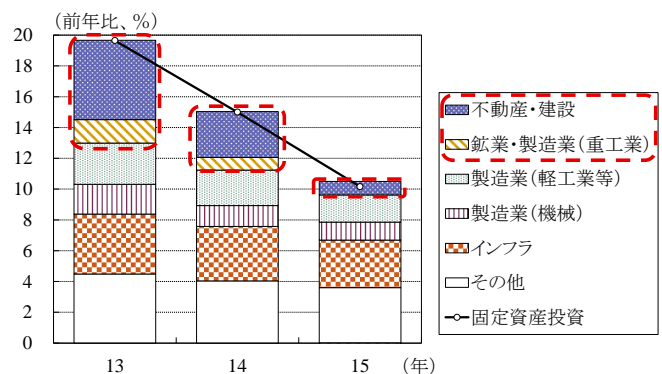
この他、中国の株式市場や人民元相場が落ち着きをみせていることや、10月末の五中全会で示された第13次5カ年計画(2016年~2020年)の主要目標が概ね想定される内容に止まったこともあり、夏場以降の世界的な株価下落や資源国を中心とした新興国通貨の下落など、「中国減速リスク」を巡る幾分過剰とも言える反応は一旦沈静化している。

第2表：中国の主な月次経済指標の推移

	6月	7月	8月	9月	10月	評価
輸出(前年比、%)	1.9	▲ 8.4	▲ 5.5	▲ 3.7	▲ 6.9	×
輸入(前年比、%)	▲ 6.5	▲ 8.2	▲ 13.8	▲ 20.4	▲ 18.8	×
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	11.4	11.2	10.9	10.3	10.2	×
小売売上高(前年比、%)	10.6	10.5	10.8	10.9	11.0	△
工業生産(前年比、%)	6.8	6.0	6.1	5.7	5.6	×
製造業PMI	50.2	50.0	49.7	49.8	49.8	×
非製造業PMI	53.8	53.9	53.4	53.4	53.1	△
消費者物価(前年比、%)	1.4	1.6	2.0	1.6	1.3	-
生産者物価(前年比、%)	▲ 4.8	▲ 5.4	▲ 5.9	▲ 5.9	▲ 5.9	-

(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。
3. 『評価』は、直近の伸び率/指数の水準と半年前と比べた加減速度合い等から判断。
(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：中国の固定資産投資(都市部、業種別)



(注) 1. 2015年は1-10月期実績。
2. 『重工業』は、石油・化学品、非金属鉱物、鉄鋼、非鉄金属、金属製品等。
3. 『機械』は、一般機械、特殊機械、電機、自動車等。
4. 『インフラ』は、運輸・倉庫、水利・環境・公共施設。
5. 『その他』は、1次産業、公益、その他3次産業。
(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

この先も資本ストックの調整による景気下押し圧力が続く

消費は雇用所得環境の安定や都市化、所得格差の縮小などが下支え

財政・金融両面からの下支えもあり、景気失速は回避

中長期的な成長に向けた改革推進と短期的な安定成長確保との間で難しい舵取りが求められる

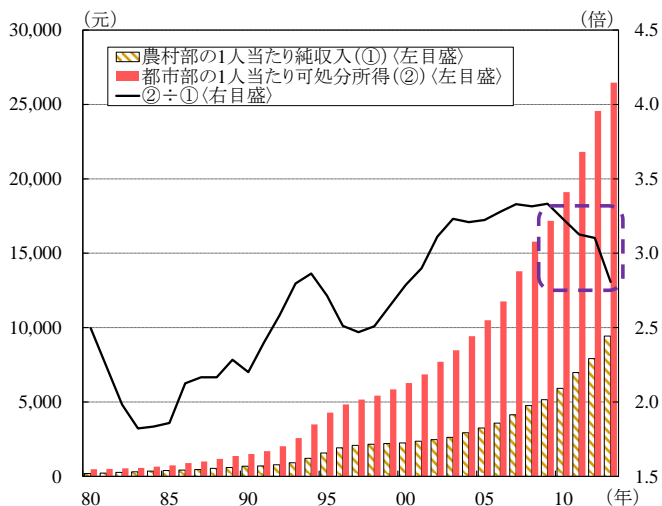
先行きを展望すると、過去の過剰な資本ストックの調整余地は依然大きく、重工業を中心とした投資の減速による景気下押し圧力が続くと思われる。過剰投資の調整は短期間では困難であり、政府のコントロールのもと、時間をかけて調整するとみられる。

今後の中国経済の牽引役として期待される個人消費については、サービス業を中心に総じて安定した雇用・所得環境が支えとなることが見込まれる。4-6月期の都市部求人数をみると、製造業や建築業などで前年割れとなる一方、交通・運輸、金融、情報通信等のサービス業を中心に前年を上回る伸びを示している。また都市化に伴う消費行動の多様化や都市部と農村部の所得格差の縮小による消費の裾野の広がりなども、サポート材料となろう（第2図）。

加えて、金融緩和や歳出の拡大など政府の対応余地も十分にあり、景気の失速までは想定し難い。前述の通り、地方政府の資金調達環境の安定化を受け、足元、政府予算による投資の拡大や政府の歳出拡大傾向も鮮明となっており、来年に向けて景気の下支えが見込まれる。

なお、五中全会では次期5カ年計画において中高速成長を維持し、2020年のGDPと都市・農村部住民の1人当たりの所得を2010年比で倍増させる方針が再確認された（第3表）。生産年齢人口が既にピークアウトし、労働投入や過剰な投資拡大による成長が見込めないなか、産業構造の高度化や民間資本の活用による経済の効率化などが潜在成長率を引き上げるための重要な鍵を握るとみられる。但し、過剰生産能力の削減など中長期的な成長に向けた実効性のある改革を実現するには、一定の景気減速を許容しなくてはならない反面、不良債権や失業率の増加等を通じて経済・社会の不安定化を招く虞もある。短期的な経済・社会の安定確保とのバランスをどう図るのか、難しい舵取りが求められよう。

第2図：中国における都市部と農村部の所得比較



(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：中国の第13次5カ年計画の目標と主な方針

主要目標		<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2020年までの小康(ややゆとりのある)社会実現 ✓ 2020年までにGDPと1人当たり所得を2010年比で倍増 ✓ 産業高度化を推進 ✓ 経済成長への消費の寄与を大きく高める ✓ 戸籍人口の都市化率を加速
目標実現に向けた理念	① 創新 (イノベーション)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 「革新」を国家発展の基礎とする ■ インターネット強国、国家ビッグデータ戦略 ■ 「中国製造2025」を推進
	② 協調	<ul style="list-style-type: none"> ■ 新型工業化・情報化、都市化、農業近代化 ■ 経済建設と国防建設の融色の発展
	③ 緑色 (グリーン発展)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 資源節約と環境保護の基本国策を堅持 ■ 最も厳しい環境保護制度を実施
	④ 開放	<ul style="list-style-type: none"> ■ 互恵主義の開放戦略を堅持 ■ グローバル経済における公共財供給に積極的に参与、発言力を高める ■ 「一帯一路」建設の推進
	⑤ 共享	<ul style="list-style-type: none"> ■ 所得格差の縮小、労働報酬の上昇と労働生産性向上の一致 ■ 持続可能な社会保障制度の確立 ■ 計画出産の基本国策を堅持しつつ、夫婦一組に二人目の子どもまで認める政策を全面的に実施

(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) その他アジア：安定した雇用・所得環境が内需を下支え、輸出は底入れを窺う展開

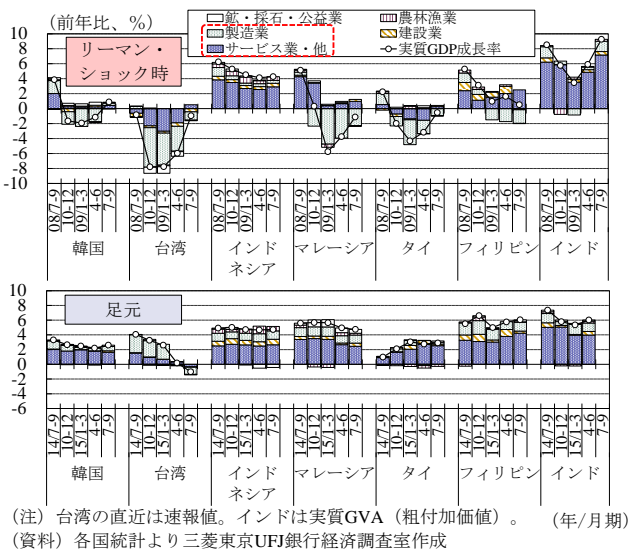
雇用・所得環境の安定を通じて内需を下支え、輸出も底入れを窺う展開へ

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をはじめ全地域向けに大幅に落ち込み、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3図、第4図）。リーマン・ショック時は輸出数量の落ち込みが大きく、最大で前年比▲20～40%の減少を記録したのに対し、足元は資源安に伴う価格要因の影響が大きく、輸出数量は一部を除き概ね同▲10%以内の減少にとどまっている。また、内需向けを中心に製造業が底堅いこともあり、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。中国向け輸出についても、数量ベースでは底入れの兆しがみられ、2016年にかけて価格要因が一巡してくることなどを踏まえると、輸出は下げ止まりから底入れを窺う展開が見込まれる。

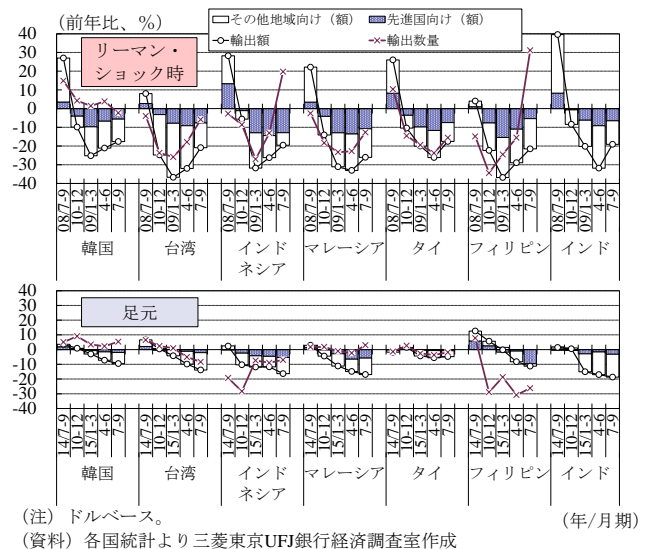
相次ぐ景気刺激策も下支えに

加えて、各国政府は景気刺激策を相次いで打ち出しており、低所得者層支援やインフラ投資拡大・予算執行加速などを通じ、内需の下支えとなることが期待される。具体的には、マレーシアでは、9月に中小企業への資金繰り支援・家計支援への追加資金投入などを中心とする景気刺激策を打ち出したほか、10月に公表した2016年度の予算案には低所得者層支援策が盛り込まれた。タイでは、8月の内閣改造を受け、9月に低所得者や中小企業向けの金融支援を中心とする内需刺激策が発表された。インドネシアでも、9月に重複規制廃止や許認可迅速化といった経済政策第1、2弾を発表して以降、足元までにエネルギー関連料金の引き下げや税制減免を含む政策を第6弾に至るまで矢継ぎ早に打ち出し、景気下支えを図っている。

第3図：アジア主要国・地域の産業別実質GDP成長率



第4図：アジア主要国・地域の輸出



(3) タイ経済：公共投資と観光の下支えに加え、輸出持ち直しや内需刺激策が景気をサポート

持ち直しが続くも
依然 ASEAN 諸国
比低い成長ペース

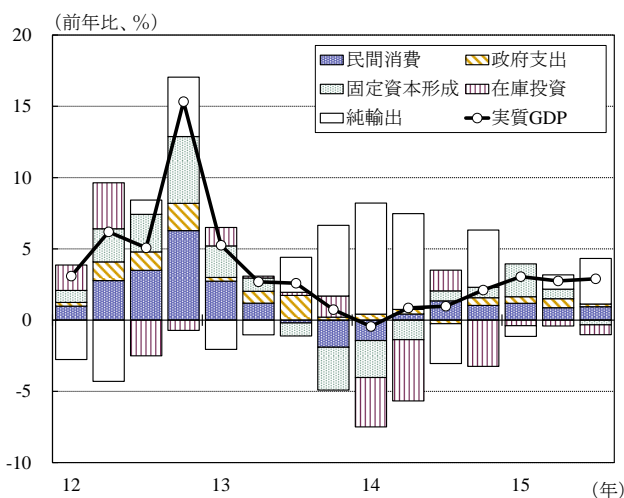
タイ経済は回復が続いているが、そのペースは依然緩やかであり、ASEAN 諸国のなかでは相対的に低めの成長に止まっている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期に続き公共投資や観光セクターの拡大が下支えしたが、財輸出の低迷の影響で民間設備投資や消費などの内需も振るわず、前年比+2.9%と低めの伸びが続いた（第 5 図、第 6 図）。

回復ペースが依然緩やかな背景として、タイは GDP に占める輸出の割合が 75%（2014 年）と ASEAN 諸国のなかでも高いことが挙げられる。財輸出の低迷が、輸出企業の収益圧迫を通じ設備投資を抑制しているほか、賃金の伸び悩みやマインドの悪化を通じて消費を下押しするなど、内需に波及していると考えられる。実際、足元の輸入をみると、資本財の減少が二桁に拡大しているほか、消費財も減少に転じており、投資や消費など内需の弱さを反映している。

公共投資と観光の
下支えに加え、輸出
や刺激策が景気を
サポート

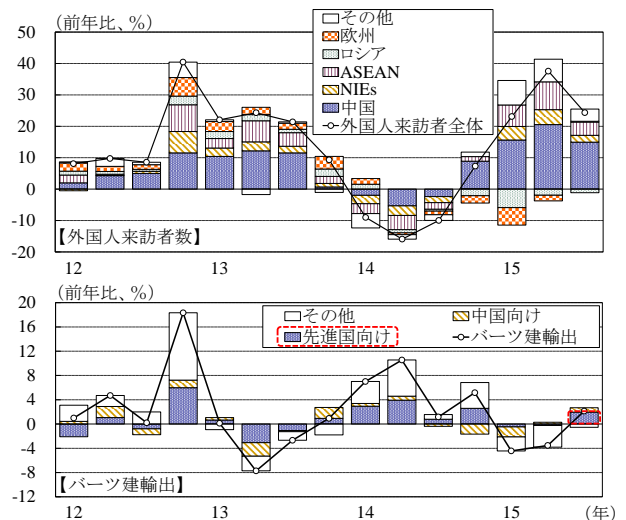
今後も、公共投資や観光セクターの拡大が成長を下支えする見込みだ。観光セクターは、8 月のテロの影響もあり、9 月にかけて観光客数が一旦伸び悩んだものの、ホテル・レストラン業をみると、依然前年比二桁の成長を維持しているなど、悪影響は限定的となっている。また、輸出が為替下落などによる支えもあり、足元で先進国向けを中心に底入れの兆しをみせていることに加え、9 月に政府が低所得者や中小企業向けの金融支援を中心とする内需向けの景気刺激策を打ち出したことも景気のサポート要因となろう。実際、10 月の企業・消費者のマインドは年初来初めて改善に転じたほか、足元の企業の生産在庫動向にも底入れの兆しがみられる。今後、先進国向けを中心とした輸出の持ち直しや景気刺激策を支えに、内需が徐々に力強さを取り戻していくとみられる。

第 5 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 6 図：タイの外国人来訪者数とパーツ建輸出



(注)輸出は通関ベース。先進国向け輸出は、NIEs4カ国・地域向けを含まず。
(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) 金融政策：米国利上げの影響を睨みつつも景気に配慮した政策運営に

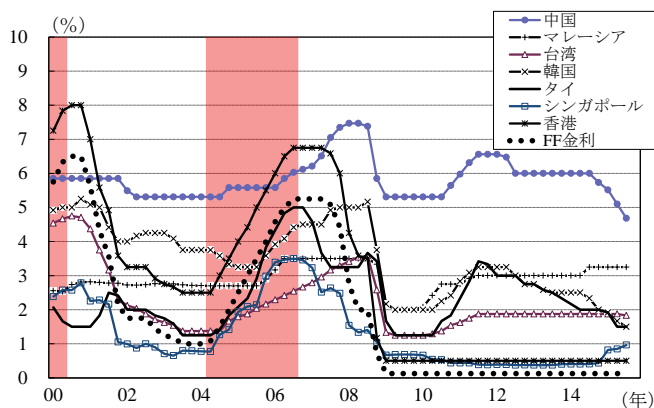
前回2004年の米国利上げ時には多くの国が追随した動き

2016年にかけて米国の利上げが視野に入るなか、アジア各国の金融政策運営の行方も注目される。前回2004年の米国利上げ局面においては、アジア経済は米国経済との連動性が高く、景気は回復傾向、物価も上昇基調がみられ、対米金利差拡大に伴う輸入インフレ抑制の狙いなどもあり、多くの国が追随して利上げを実施した（第7図）。

低インフレの継続、景気の弱さなどもあり、金融政策は景気に配慮

これに対し、足元は資源安を背景にインフレは総じて低位安定が続き、景気が力強さに欠けることから、金融政策面からも下支え期待が根強い。為替については、昨年後半以降、資源安や人民元切り下げのほか、米国利上げ観測の高まりを背景に下落基調が続き、特にマレーシアやインドネシアでは、アジア通貨危機以来の水準まで下落した（第8図）。もっとも、足元では米国の利上げが相応に織り込まれつつあるとみられるほか、インドネシアやマレーシアでは政府の景気刺激策や来年度予算案の内容への好感などもあり、年央に比べ下落圧力は弱まっている。インドネシアでは昨年終盤の燃料価格引き上げ以降、物価の高止まりや通貨下落の進行などもあり、引き締めの金融政策運営を続けざるを得なかったが、足元ではインフレの沈静化や通貨の下げ止まりなどもあり、利下げ期待が強まりつつある。11月には政策金利こそ据え置いたものの、預金準備率の引き下げ（8.0%→7.5%）を実施した。他のアジア諸国・地域の金融政策についても、徐々に緩和度合いは縮小に向かうとみられるものの、物価の低位安定が続くなか、米国金融出口戦略の影響を睨みつつも、国内景気をより重視した政策運営が予想される。この先、米国の利上げペースは緩やかとなる公算が大きいことから、アジア金融市場への深刻な不安定化は回避されるとみているが、過去に例を見ない金融緩和状態からの出口戦略となるため不確実性が高く、木目細かな対応が求められよう。

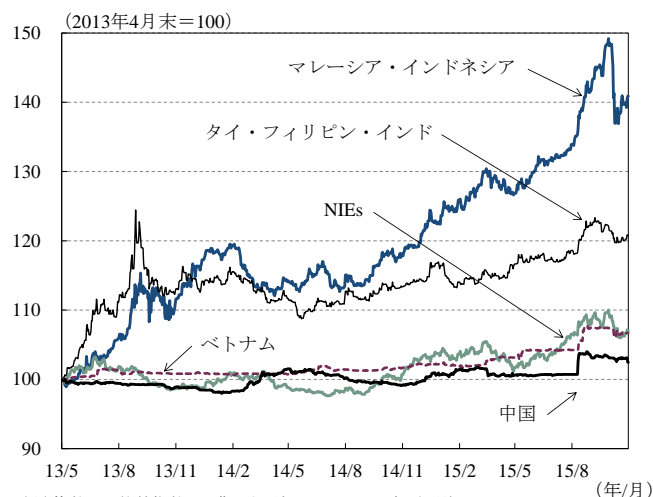
第7図：アジア主要国・地域の政策金利



(注) 1. 四半期平均値。網掛け部分は、米国の利上げ期間。
2. シンガポールの金融政策の対象は為替のため、3ヵ月SIBOR金利を参考値として掲載。マレーシアの2004年3月以前は、政策金利と近似するIMF公表の「money market rate」を掲載。

(資料) 各国統計、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：アジア主要国・地域の為替レート



(注) 複数国の為替指数は、購買力平価ベースGDP加重平均したもの。

(資料) Bloomberg、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希、土屋 祐真、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
土屋 祐真 yuuma_tsuchiya@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、弊社ホームページでもご覧いただけます。