

アジア・豪州経済の見通し

～中国の減速は重石となり続けるも、内需主導の安定成長は概ね維持～

1. アジア・豪州経済の概況

アジア・豪州の 2018 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率をみると、域内最大の経済規模を持つ中国は前期から減速する一方、ASEAN 諸国を中心に多くの国が前期を上回った（第 1 表）。中国については 3 四半期連続の減速で、過剰債務の削減（デレバレッジ）による投資下押しに、対米輸出品に対する追加関税の影響が顕在化する形で外需悪化が加わったことが主因である。一方、中国以外のアジア諸国・地域については、中国向けの減少もあり輸出の伸びは鈍化しているものの、個人消費を中心とした堅調な内需を牽引役に景気は安定した拡大を続けている。豪州についても、月次の経済指標からは個人消費を中心に緩やかな成長を続けていると判断される。

先行きを概観すると、アジア全体としては、中国経済の減速は重石となり続ける一方、ASEAN 諸国を中心に個人消費やインフラ投資が堅調さを維持するほか、先進国経済が減速しつつも拡大基調を維持することから輸出の緩やかな拡大も見込まれる。このため、成長ペースはやや鈍化するものの、概ね安定した景気展開が続くと予想する。但し、米中通商摩擦激化に伴う中国経済の失速や金融市場の混乱、民間部門のマインドの大幅悪化等のリスクには引き続き警戒が必要である。

第1表: アジア・豪州経済の見通し

	2017年				2018年				2017年 (実績)	2018年 (実績)	2019年 (見通し)
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期			
アジア11カ国・地域	6.0	6.0	6.2	6.2	6.3	6.2	5.8	5.7	6.1	6.0	5.7
中国	6.8	6.8	6.7	6.7	6.8	6.7	6.5	6.4	6.8	6.6	6.2
インド(年度ベース)	6.1	6.0	6.8	7.7	7.7	8.0	7.0	6.6	7.1	7.3	7.5
NIEs	3.0	2.9	3.9	3.1	3.3	3.2	2.2	2.5	3.2	2.8	2.4
韓国	2.9	2.8	3.8	2.8	2.8	2.8	2.0	3.1	3.1	2.7	2.5
台湾	2.9	2.5	3.4	3.5	3.2	3.3	2.4	1.8	3.1	2.7	2.1
香港	4.4	3.9	3.6	3.4	4.6	3.5	2.9	1.3	3.8	3.0	2.4
シンガポール	2.5	2.8	5.5	3.6	4.7	4.2	2.4	1.9	3.6	3.2	2.5
ASEAN5	5.0	5.3	5.6	5.5	5.5	5.3	5.0	5.1	5.4	5.2	5.0
インドネシア	5.0	5.0	5.1	5.2	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.2	5.1
タイ	3.4	3.9	4.3	4.0	4.9	4.6	3.2	3.7	3.9	4.1	3.8
マレーシア	5.6	5.8	6.2	5.9	5.4	4.5	4.4	4.7	5.9	4.7	4.5
フィリピン	6.5	6.6	7.2	6.5	6.6	6.2	6.0	6.1	6.7	6.2	6.1
ベトナム	5.2	6.3	7.5	7.7	7.5	6.7	6.9	7.1	6.8	7.1	6.5
豪州	2.2	2.1	2.8	2.4	3.0	3.1	2.8	n.a	2.4	3.0	2.8

(注) インドの年度は4月～翌年3月。

(資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 各国・地域の見通し

(1) 中国

習近平政権は近年、リーマン・ショック後の大型景気対策の負の遺産というべき過剰債務の削減に本腰を入れ、投資減速に伴う緩やかな成長率の低下を容認してきた。シャドーバンキング規制強化に伴い、2018年半ばにかけインフラ投資は鈍り（第1図）、想定通り、同投資を支える地方政府債務の肥大化に歯止めがかかったようだ。反面、このシャドーバンキング規制強化は民間企業に資金難が広がるという弊害も生んだ。更に、昨年7-9月に合計2,500億ドル（年率換算）の対米輸出品への追加関税賦課という形での米中通商摩擦の激化は輸出の担い手である民間企業の一段の苦境を想起させるものであった。

もっとも、実際に輸出低迷が目立ち始めたのは今年の終わり頃である。対米輸出が前年比で減少したのは12月以降であり（第2図）、前倒し輸出により悪影響の表面化が遅れたとみられる。米中通商協議は進展し、3月1日の交渉期限も一旦延長されたものの、依然、妥結への障壁は高いと報じられている。いずれにせよ、制裁関税撤廃となるほどの好結果は考えにくく、今後、前倒し輸出の反動も含め、米国向けを中心とした輸出の悪化は避け難い。

習政権としては、社会の安定という面からも、また、2020年に2010年比で実質GDPを倍増するという長期目標の達成という面からも、大幅な成長減速は容認できまい。このため、既に昨年半ばから景気重視のスタンスに転換し、さらに10月の中央政治局会議では民間企業振興の方針を強く打ち出し、中央政府・地方政府ともに政策拡充に注力している。金融面では、民間企業向け貸出増加を目的として、預金準備率が引き下げられ、12月には通常の中期オペ金利よりも低利の新金融調節ツールが導入された。財政面では、中小企業向けに法人税、付加価値税及び各種地方税の減税が決定された（2019～2021年、年間2,000億元）。さらに国務院は、民間企業・中小企業に対する政府・国有企業の未払い代金の早期支払いも指示し、地方政府も、民間企業救済基金の設立、株式公開等直接金融に対する支援金の支給などを決めている。

また、インフラ投資の促進も既定路線で、中央政府は昨年後半から地下鉄・鉄道建設や脆弱分野の補強に重点を置いて進めている。その資金源として地方債の発行を促しており、この結果、シャドーバンキング残高の圧縮にもかかわらず、インフラ投資は10月から再び前年比拡大に転じた。一方、民間企業が主体となる製造業投資には年末から陰りが出てきており、先行き不透明感の拡大に加え、民間企業の資金難が窺われる。暗黙の政府保証が期待できる国有企業に優先的に貸出を行ってきた国有銀行の姿勢を変革させるのにどこまで有効策を打ち出せるか、これまでも何度となく、金融当局が試みてきただけに実効性が問われるところである。

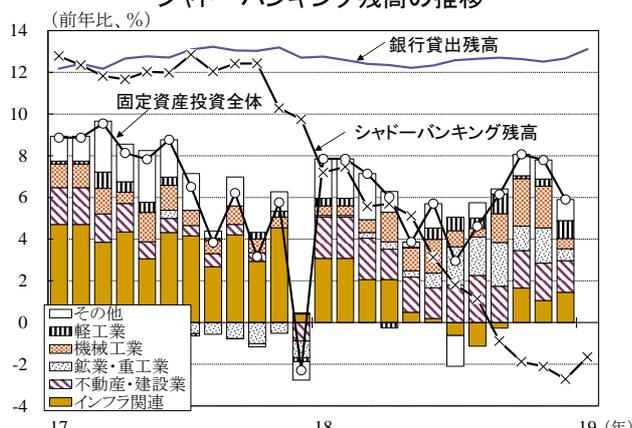
なお、不動産投資については、昨年に住宅主導で既に増勢が強まっていたところだけに、景気挺入れのために全面的な規制緩和による一段の加速は予想し難い。中央政府は本年の方針として、土地・住宅価格の安定と不動産市場の健全な発展促進を掲げ、投資目的の住

宅購入の抑制や中・低所得層の実需の充足を重視している。また、価格上昇が目立つ中小都市にはその要因である住宅移転補助金の圧縮を指示する一方、市況が低迷する地域における規制緩和の広がりには容認している。個別の地域情勢に合わせた政策対応が進むなか、住宅投資は小幅減速とはいえ底堅い推移が予想される。

個人消費については、少子高齢化、住宅ローンの返済負担の増大、減税による自動車販売促進の反動といった、中長期から短期に至る様々な重石要因は残るものの、ベースとしての所得・雇用環境の堅調と足元の消費振興策に支えられ、大幅減速は避けられよう。消費振興策としては、個人所得税減税に加え、省エネ・エコ対応の車・家電の購入補助金等の挺入れ策が導入される見込みである。1月の中央政府10省庁連名の消費促進策は地方政府に対策を促すものが多く、具体性に乏しかったが、商務部は4月には具体策を打ち出すとしている。

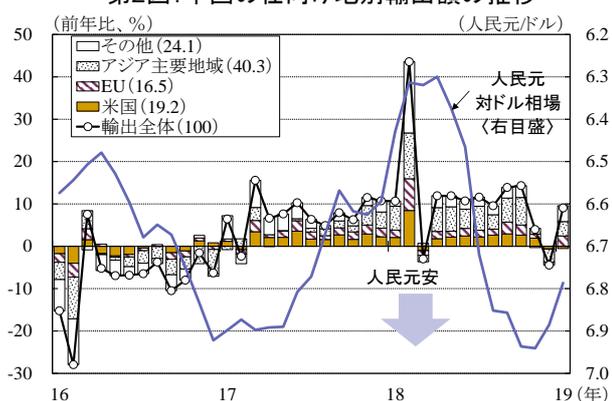
米中摩擦の行方は未だ不透明感が強く、経済へのインパクトも正確には測り難いが、その悪影響が強まる状況でも、当面、中国政府には金融・財政等多面的な政策で景気失速を回避する余地があるとみて良からう。ただし、対策の具体的中身とその有効性、並びに債務再拡大の場合の「チャイナリスク」懸念台頭の可能性については注視を要する。

第1図: 中国の固定資産投資、銀行貸出・シャドーバンキング残高の推移



(資料) 中国国家统计局等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 中国の仕向け地別輸出額の推移



(注) 1. 国・地域名横の()内は全体に占めるシェア(2018年時点、速報ベース)。2. 『アジア主要地域』は日本、香港、台湾、韓国、ASEAN、インド。
(資料) 中国海関統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2) その他アジア諸国・地域

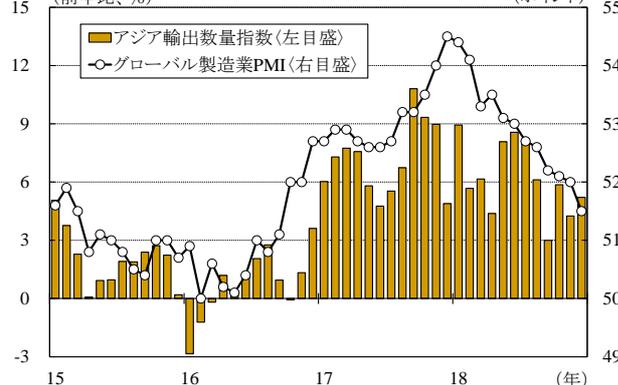
中国以外のアジア諸国・地域では、良好な雇用・所得環境や景気に配慮した財政政策および緩和的な金融政策の継続により個人消費を中心に内需の底堅さが続く予想する。外需に関しては、足元の輸出減速が懸念材料であるが、グローバルベースでの製造業の景況感悪化が示唆するほどは数量ベースで落ち込みを見せているわけではない(第3図)。世界的な製造業の生産活動軟化は、10年前の金融危機以降で3度目のものといえるが、今回は半導体サイクルなどの循環的な要因や中国・欧州での自動車生産の落ち込み(前者は減税による販売増の反動、後者は排ガス規制強化の影響)のほか、米中貿易摩擦の影響などが推定される。米中貿易摩擦の帰結は未だ予見し難いものの、他の要因は循環的もしくは一時的なものであることから、現時点では製造業の軟調が過去2回に比べて大幅に深刻

化するとまで見る材料は乏しい。先進国経済全体でも、減速しつつも潜在成長率並みの拡大ペースを維持し得るとみられることから、製造業の減速もいずれは一巡し、アジア諸国の輸出も緩やかながら増加を続けると予想される

中国以外のアジア諸国にとって、地理的に近く経済的な結び付きも密接な中国経済の動向も焦点の一つである。足元では米中貿易摩擦の影響などで中国における米国向け輸出が減少し、それに伴いアジア各国の中国向け輸出も減少しており、中国経済の変調がアジア諸国の経済成長率の下押し要因であることは間違いない。もっとも、中国の実質 GDP 成長率が 1%ポイント減速した場合における中国向け輸出の減少による各国 GDP への直接的な影響を試算すると、中国向け輸出の各国 GDP に占める割合が比較的大きいシンガポール、ベトナムでも、それぞれ▲0.4%ポイント、▲0.3%ポイントとそれほど大きくない（第 2 表）。また、同割合が 10%未満であるマレーシア、タイなどは GDP への影響が▲0.2%ポイント以下である。実際には、中国の実質 GDP 成長率低下幅は 1%ポイントには至らないと想定され（2018 年の実質 GDP 成長率が前年比+6.6%に対し、2019 年は同+6.2%の見込み）、各国の GDP への影響は更に限られよう。総じて、中国経済の減速によりアジア諸国は一定の悪影響は受けるものの、中国経済が失速状態に陥らない限り、堅調な個人消費やインフラ投資にも支えられ、各国経済が腰折れする可能性は低いと言える。

なお、米国の利上げ観測後退に伴い新興国通貨全般は増価基調に転じている。今年に入り ASEAN 主要国は政策金利を据え置いており、インドについては 2 月に 0.25%ポイント引き下げた（6.50%→6.25%）。通貨の安定を受けてインフレ率も概ね低位で推移しており、通貨防衛的若しくはインフレ牽制的な金融引き締めを余儀なくされる可能性は低下したと言える。したがって、緩和的な金融政策の継続が予想される点も、民間需要によって下支え要因となろう。

第3図: アジアの輸出数量とグローバル製造業PMIの推移
(前年比、%) (ポイント)



(注)『輸出数量』は、韓国、台湾、タイ、マレーシアの輸出数量の前年比伸び率を各国・地域の輸出額で加重平均したもの。3ヵ月移動平均値。
(資料)各国統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2表: 中国の景気悪化が対中輸出減少を通じて
各国経済へ与える影響の試算

	対中 輸出金額 (億ドル)	名目 GDP (億ドル)	対中輸出が 各国のGDPに 占める割合 (%)	各国GDP への影響 (%ポイント)
シンガポール	518	3,105	16.7	▲ 0.4
ベトナム	312	2,236	14.0	▲ 0.3
台湾	713	5,788	12.3	▲ 0.3
マレーシア	292	3,145	9.3	▲ 0.2
韓国	1,421	15,379	9.2	▲ 0.2
タイ	294	4,500	6.5	▲ 0.2
フィリピン	80	3,135	2.6	▲ 0.1
インドネシア	230	10,159	2.3	▲ 0.1

(注) 1. 『各国GDPへの影響』は中国のGDP成長率が1.0%ポイント悪化、中国の輸入弾性値が2.5の場合。輸入弾性値は2005年から2017年のデータを用いて算出。
2. 『対中輸出金額』及び『名目GDP』は2017年実績。
(資料) UNCTAD等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

【タイ】

タイ経済は堅調に推移している。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は内需が引き続き堅調に推移するなか、外需の伸びが加速し前年比+3.7%と前期（同+3.2%）を上回った

(第4図)。需要項目別の内訳をみると、個人消費が雇用・所得環境の改善や低金利を背景に引き続き高い伸びを維持し、総固定資本形成も前期より伸びが加速した。輸出も、プーケット沖で発生した観光船転覆事故の影響が一巡し外国人観光客数が回復したことなどにより、サービスを中心にプラスに転化した。

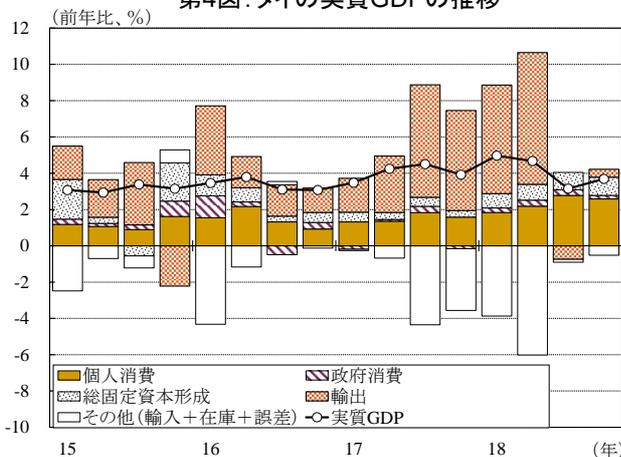
先行き、安定した雇用・所得環境や消費者マインドの改善などを背景に個人消費が堅調を維持するなか、内需を中心に緩やかなペースでの成長が続くことが見込まれる。今年の3月には民政移管に向けた総選挙が予定されており、その結果やスムーズに実施されるかなどが注目されるところではあるが、「東部経済回廊（EEC）」開発などの重要プロジェクトは、民政移管後も法律に基づき進められる計画であることなどから、インフラ投資や景気支援策によるプラス効果も持続する見込みで、結果として緩やかな景気拡大トレンドは保たれよう。

(3) 豪州

豪州経済は緩やかな拡大を続けている（第5図）。個人消費が雇用・所得環境の改善や低金利の継続などを支えに底堅く推移しているほか、投資も、鉱業部門の調整が一巡しつつあるなか、道路や鉄道、電力などのインフラ投資の拡大もあり堅調に推移している。

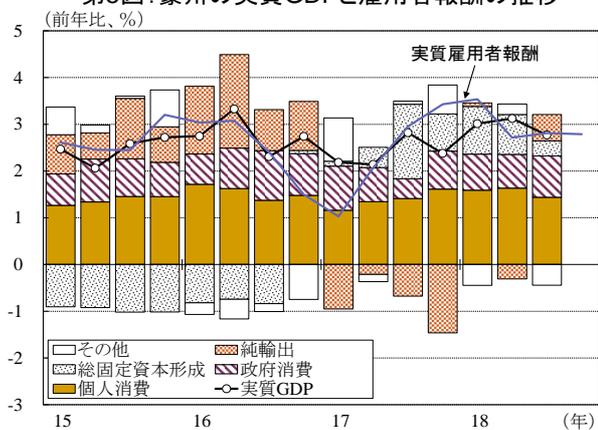
先行きについても、景気は緩やかなペースでの拡大が続くと予想される。個人消費は雇用・所得環境の改善をベースに底堅さは維持される見通しである。また、企業の収益拡大や良好な景況感を背景に、非鉱業部門を中心とした設備投資の回復が続くほか、政府によるインフラ投資の拡大も引き続き景気のサポート要因となろう。更に、準備銀行（中銀）は、賃金上昇率の安定や燃料価格の低下などを受けてインフレ率の見通しを引き下げており、今後の金融政策について従来の引き締めスタンスを取り下げたことから、当面の低金利持続が内需の支えとなる公算が大きい。外需についても、海外経済は減速しつつも拡大基調は維持される見通しであることに加え、今年から液化天然ガスプロジェクトが本格稼働することもあり、輸出の増勢は保たれるとみられる。

第4図：タイの実質GDPの推移



(資料)タイ国家経済社会開発局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図：豪州の実質GDPと雇用者報酬の推移



(注)『実質雇用者報酬』は、過当たり賃金を消費者物価で除し、雇用者数を乗じたもの。
(資料)豪州統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子、高瀬 将平、土屋 祐真)

照会先：三菱 UFJ 銀行 経済調査室 萩原 陽子 youko_hagiwara@mufg.jp
高瀬 将平 shiyouhei_takase@mufg.jp
シンガポール駐在 土屋 祐真 yuma_tsuchiya@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。