

アジア・豪州経済の見通し

～外需の回復には時間を要するも、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1-3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と同水準になる一方、その他のほとんどの国が前期を下回った（第1表）。中国については昨年、前半が6%台後半の成長率だったのに対し、後半は6%半ばまでに減速したが、今年に入ってもそのペースを維持した格好となったわけで、政府のデレバレッジ（過剰債務の削減）から景気安定への方針転換に基づく内需挺入れ策の効果が、対米輸出品に対する追加関税の悪影響を相殺したとみられる。一方、中国以外のアジア諸国・地域については、中国向けの減少等により輸出は引き続き軟調に推移しているものの、個人消費を中心とした堅調な内需を牽引役に景気は若干減速しつつも安定した拡大を続けている。豪州も、個人消費は減速しつつも引き続き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、中国経済の減速等により輸出は当面軟調に推移するものの、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見込みである。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投資家のリスク回避による金融市場の混乱、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				2019年	2018年	2019年	2020年
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	(実績)	(見通し)	(見通し)
アジア11カ国・地域	6.2	6.1	6.3	6.2	5.8	5.7	5.4	6.0	5.6	5.5
中国	6.7	6.7	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.6	6.2	6.0
インド(年度ベース)	6.8	7.7	7.7	8.0	7.0	6.6	5.8	6.8	7.3	7.4
NIEs	3.9	3.1	3.3	3.2	2.2	2.5	1.5	2.8	2.0	2.2
韓国	3.8	2.8	2.8	2.8	2.0	3.1	1.8	2.7	2.0	2.2
台湾	3.4	3.5	3.2	3.3	2.4	1.8	1.7	2.7	1.9	2.0
香港	3.6	3.4	4.6	3.5	2.9	1.2	0.5	3.0	2.2	2.3
シンガポール	5.5	3.6	4.7	4.2	2.4	1.9	1.2	3.1	2.2	2.3
ASEAN5	5.6	5.4	5.5	5.3	5.0	5.1	4.8	5.2	4.9	4.9
インドネシア	5.1	5.2	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.2	5.1	5.1
タイ	4.5	3.9	5.0	4.7	3.2	3.6	2.8	4.1	3.1	3.2
マレーシア	6.1	5.7	5.3	4.5	4.4	4.7	4.5	4.7	4.4	4.5
フィリピン	7.2	6.5	6.6	6.2	6.0	6.3	5.6	6.2	5.9	5.9
ベトナム	7.5	7.7	7.5	6.7	6.9	7.1	6.8	7.1	6.5	6.2
豪州	2.8	2.4	3.1	3.1	2.7	2.3	n.a	2.8	2.4	2.6

(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

5月に入り米トランプ政権は対中関税引き上げを再開し、一部にみられた米中協議妥結への期待を吹き飛ばした。米国は10日から年間2,000億ドル相当の対中輸入品について関税率を引き上げたのみならず（10→25%、但し、足元技術的な理由から短期間延期の動きがみられる）、13日には残る3,000億ドル相当の対中輸入品へ課税する方針を打ち出した。これに対抗して、中国も年間600億ドル相当の対米輸入品に対してさらに税率を引き上げる措置を表明している（6月1日実施）。

ここで、昨年7-9月にかけて導入された米国の対中関税（いわゆる第1~3弾、合計2,500億ドル）の足元までの影響を考察する。まず、仮に全ての対米輸出品に25%の追加関税が賦課され、その半分が米国内の需要者に価格転嫁される（残りは中国の輸出業者が価格引き下げにより負担）という前提を置いた場合、過去の対米輸出動向の価格弾力性から推計して、年間で▲33%ポイントの対米輸出押し下げ効果が出ると試算される。したがって、4月までの発動分に基づく追加関税率実績は平均約6%にとどまることを勘案すると、足元の影響は▲8%ポイント程度という計算になる。実際のデータでは、駆け込み等の攪乱要因が一巡した年初以降対米輸出の落ち込みは本格化しており、1-4月では「前年比」でみて▲10.1%と大幅な減少を記録している。これが「前年比」ではなく、「関税なかりせばの場合」に比べてどの程度下振れした数字なのかは推計が難しいものの、過去5年平均で対米輸出と近い伸び率を示してきたことからベンチマークになると考えられるEU向け輸出（1-4月で前年比+7.7%）と比較すると、▲18%ポイントもの乖離が生じているとみることができる。これは約6%の平均関税率上昇には大きな影響を受けているように見えるが、昨年来の前倒し輸出の反動が残っている可能性も考慮すると、足元の対米輸出の減少はほぼ想定内といえるだろう（第1図）。しかしながら、米中交渉は完全に決裂したわけではないものの、早ければ本年後半には対米輸出品は全て課税対象となることから、その輸出押し下げ効果を実質GDP対比で換算して▲1%ポイント程度の下押し圧力（当室試算）となるシナリオは現実味を増しているといえよう。

もっとも、それがそのまま実質GDP成長率に反映されるわけではない。中国政府は米国との交渉を進めながらも、3月の全人代では本年の経済運営方針の筆頭に「安定成長の維持」を掲げ、米中摩擦によるマイナスインパクトをカバーし得る規模の景気対策を盛り込んでいるからである。財政面では、①企業の税・社会保障負担の軽減（2兆元、前年の減税規模に比べ7,000億元増）、並びに、②インフラ投資の下支えのための地方債発行増（前年の発行額に比べ8,000億元増）を明示（第2表）、一方、金融面では、主要目標に初めて「GDP比でみた債務残高の安定」を採用して、債務の再拡大に歯止めをかけたとしても、中小民間企業に広がる「資金難・調達コスト高」問題の緩和を志向し、③5大国有銀行に対して中小企業向け貸出残高を前年比+30%以上拡大するという指示を明記している。全人代の決定を踏まえ、財政（付加価値税率、社会保険料率の引き下げ、行政費用削減）、

金融（農村商業銀行の預金準備率引き下げ）両面で政策の具体化や実施が迅速に進められているところである。

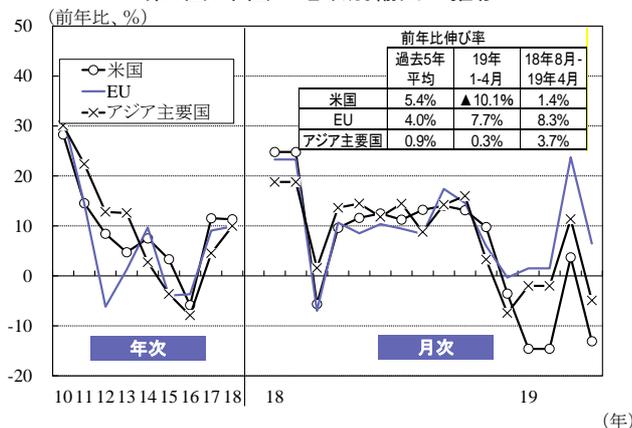
こうした政策下、成長を底支える役割を担うインフラ投資は堅調持続が見込まれよう。インフラ投資は景気重視への政策シフトに伴い昨年10月から前年比拡大基調に復しているが、今後も地方債発行の大幅増により支えられよう。一方、製造業投資は民間企業向け融資拡大策の効果に左右されそうである。製造業投資には昨年末から陰りが出ており、その背景として輸出低迷や先行き不安に加え、従前のデレバレッジ政策の影響による民間企業の資金難が指摘されている。当局は2017年から現在に至るまで民間中小企業向け融資拡大に向けた施策を拡充してきたが、これまでのところ、その効果が十分発現していないとの評価が大勢を占めており、有効策の追求が急務となつてこよう。

不動産投資については大半を占める住宅投資に支えられ、底堅い推移が予想される。住宅投資は金融緩和や購入規制緩和の広がりなどから、本年に入り前年比+10%台後半という高水準にまで加速しているが、中央政府は過熱気味の市況を警戒し、既に10都市の地方政府にその抑制を指示していることから、一旦は減速が避け難い状況にある。ただし、中央政府としては対米摩擦による外需悪化が進行する足元の環境では住宅市況の不安定化に伴う内需不振も看過できず、その回避に向け機動的に対策を打つと思われる。

個人消費については、2017年末までの減税による自動車販売促進の反動の長期化もあり、減速基調が続いているものの、当局による一段の消費・雇用振興策による底支えが見込まれる。全人代では、対米摩擦を踏まえ、輸出市場への依存度を引き上げる上で国内市場振興策のプライオリティが格段に高まっており、4月には自動車・家電の消費促進策の意見募集に着手、また、職業訓練強化による雇用振興策も提案している。

米中間の制裁関税の応酬が激化してきたことから、中国経済へのダメージは一段と大きくなる公算が高まっているが、当面、中国政府には金融・財政等多方面から景気対策を展開し、大幅な成長減速を回避する余力はあるとみられる。もっとも、債務増による「チャイナリスク」の肥大化に加え、米政府が中国通信大手に対する部品・サービス等の供給禁止に動くなど制裁は一段と激しさを増しており、企業のサプライチェーン変更等に伴うマイナスイmpactが膨らむ可能性については注視を要する。

第1図：中国の地域別輸出の推移



(注)『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

第2表：全人代を踏まえた景気対策

		GDP押し上げ効果
企業向け税・社会保障負担減	付加価値税率引き下げ(1兆元)	0.4%
	企業の社会保険料率引き下げ(3,000億元)	
	各種行政費用の削減(3,000億元)	
地方債発行増	インフラ投資の下支え	0.9%
中小企業向け金融支援	国有大銀行は中小企業向け貸出残高を前年比+30%以上拡大	n.a.
	国家信用担保基金は中小企業10万社以上に総額2,000億元以上の資金調達を支援。	
	農村商業銀行の預金準備率を引き下げ、同措置に伴う余裕資金2,800億元を全額、中小企業向け貸出に充当。	

(資料)中国政府資料等より三菱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。

4月の自動販売台数をみると、インドネシアでは選挙前の買い控え等の要因により前年比▲17.8%と減少しているが、タイ、マレーシアではそれぞれ同+8.7%、同+6.2%と底堅く推移している。インドネシアの減少要因が選挙による一時的なものであることや、各国の自動車普及率が未だ低水準であることから、今後も概ね増加ペースは維持されよう。所得については、1-3月期の平均賃金がタイ、マレーシア（製造業）で同+1.9%、同+7.0%であり、インドネシアでも2018年通年で同+4.6%と堅調に推移している。各国の失業率が低位で推移しているなど雇用環境が引き続き良好であることに加え、政府による低所得者向けの支援策もあり、所得の伸びも維持される見込みである。また、各国政府は引き続き積極的にインフラ投資を行う姿勢をみせており、更なる内需の拡大に寄与するであろう。

外需に関しては、足元世界的な製造業の軟化や中国経済の減速等により輸出が前年比でマイナスとなっている（第2図）。この度の生産活動の軟化は、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。先行きについても、足元の減少要因には一時的なものが含まれているものの、製造業の回復にはある程度の時間を要すると考えられることに加え、米中貿易摩擦の激化といったマイナス要因の長期化もあり、今後も軟調な推移が続く見込みである。

米中貿易摩擦については、前述の通り、追加関税の引き上げによる中国の米国向け輸出減少の余波が、サプライチェーンを通じてアジア諸国の中国向け輸出の更なる減少、更にはそれによる成長の鈍化へと波及することが懸念される。中国の米国向け輸出が▲30%減少した場合における、アジア各国の対中輸出に含まれる付加価値の減少分をそれぞれの名目GDP比で見ると、約▲0.1%ポイントから約▲0.4%ポイントの規模であることが分かる（第3図）。これらはアジア諸国の成長率水準からすれば総じて小さいものだが、輸出チャンネルからの影響のみを考慮したものであり、対立が長期化した場合には、企業マインドの悪化による設備投資の抑制や、世界的な製造業の不振に追い討ちをかけることで更にマイナスの影響が大きくなる可能性が考えられる。

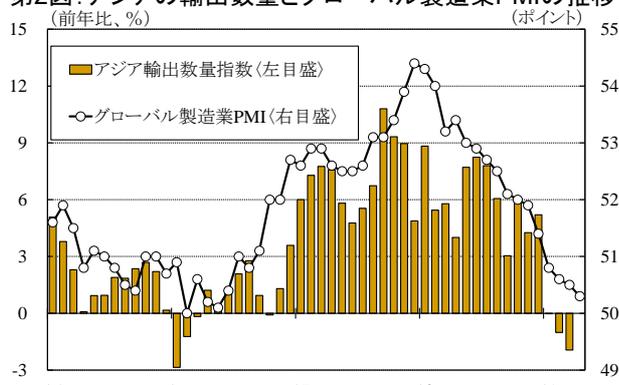
一方で、アジア諸国の対米輸出をみると、タイ、ベトナム、台湾では今年に入り伸びが加速している。また、いくつかの企業が生産拠点を中国からその他のアジア諸国へ移転する考えを表明している。したがって、米国の追加関税を回避するため輸出代替（米国の輸入者が調達先を中国からアジア諸国に変更等）や企業による中国からの生産拠点の移転といったプラスの影響も存在するとみるべきだろう。実際、アジア開発銀行（ADB）の試算では、米中が互いに全輸入額に対して25%の追加関税を賦課した場合、貿易転換効果等によりアジア新興国全体（除く中国）の実質GDPは約+0.2%押し上げられるとしている。

こうした輸出減少によるマイナスと生産代替等によるプラスの影響が究極的にどう作用

するかを見極めるのは容易ではないが、サプライチェーンの変更には相応の時間を要すること等を鑑みれば、短期的にはマイナスの影響が勝り経済成長の下押し要因となろう。

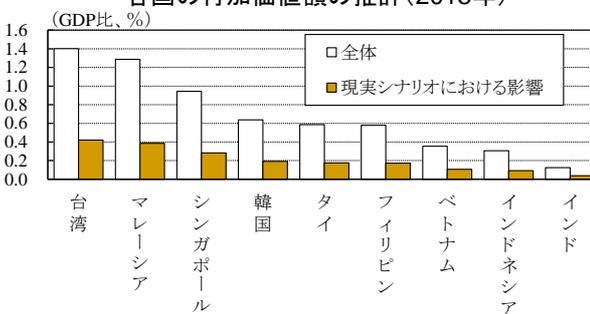
なお、米国の利上げ観測後退により通貨が安定していることや、それに伴いインフレ率も概ね低位で推移していることから、足元では複数の国が政策金利を引き下げている。先行き、米国金利の上昇が引き続き見込みにくいなか通貨・物価共に概ね安定した推移が続く公算であり、緩和的な金融政策が民間需要の下支えとなる状況は持続しよう。但し、韓国等の一部の国では高い対中依存度を持つ貿易構造等から米中対立の激化に伴い通貨が大きく下落しており、対立が一段と激化した場合には、投資家のリスク回避姿勢が強まり更なる通貨安に陥る可能性も否定できない。

第2図: アジアの輸出数量とグローバル製造業PMIの推移



(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3図: 中国の米国向け輸出に含まれる各国の付加価値額の推計(2018年)



(注)1. 中国の対米輸出に占める各国の付加価値比率は2015年時点から一定と仮定し、2018年の中国の対米輸出に占める各国の付加価値額を推計、GDP比率を計算したもの。
2. 『現実シナリオ』は、中国の対米輸出が30%減少することを想定。
(資料)OECD、米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

【タイ】

タイ経済は伸びが鈍化しているものの、底割れは回避している。1-3月期の実質GDP成長率は、個人消費を中心とした内需が堅調を維持する一方、外需が軟調に推移したため前年比+2.8%と2014年10-12月期以来の低水準に留まった。(第4図)。需要項目別の内訳を更に確認すると、個人消費は雇用・所得環境の改善や低金利を背景に同+2.2%と引き続き高い伸びを維持し、政府消費も同+0.4%と前期より伸びが加速した。一方で、輸出は世界的な生産活動の軟化や中国経済の減速等により同▲3.8%と大幅に減少した。

先行き、輸出の軟調は当面続くと想定されるものの、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ど、内需を中心に緩やかなペースでの成長が続くものと予想される。

なお、4月に行われた下院選挙では、タクシン派政党、親軍政政党共に単独での過半数獲得には至らなかったものの、親軍政派が反タクシン派等との連立により最大派閥になるとみられている。選挙結果確定後も大きな政治的混乱は生じておらず、観光などの需要には前向きな材料となろう。また、「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等から、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、結果として鈍化しつつも緩やかな景気拡大ト

レンドに資するものと考えられる。

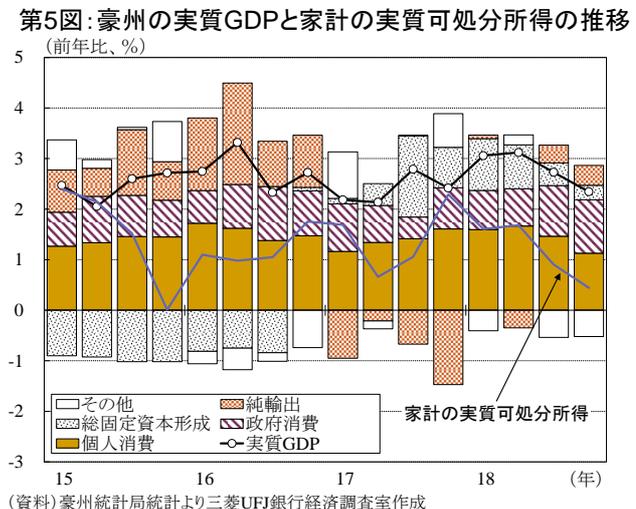
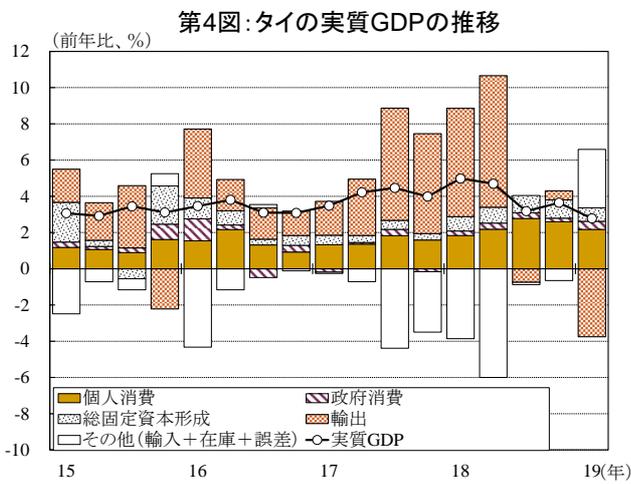
(3) 豪州

豪州経済は昨年後半から減速しており、1-3月期の実質 GDP 成長率についても、自然災害の影響などもあり引き続き緩やかな伸びとなった可能性が高い（第5図、GDP 統計は6月5日に発表予定）。個人消費の拡大ペースが、家計所得の伸び悩みや住宅価格下落などを受けて鈍化しており、成長の重石となっている。

先行き、経済成長率は昨年からは鈍化するものの、2%台の緩やかな水準は維持されるものと予想する。まず、個人消費はベースとなる家計所得がポイントであるが、足元の所得の伸び悩みには干ばつによる農家収入減少など一時的な要因も含まれており、労働市場をみれば依然良好である。雇用環境の引き締めや減税効果（後述）などによる所得の改善を踏まえれば、消費は徐々に持ち直すとみられる。住宅市況の更なる悪化が裁量消費を抑制する逆資産効果の可能性には注意が必要だが、住宅価格の高騰が社会問題化していたことも併せ考えると、低金利環境を支えとして現状程度の価格調整で一巡すれば大きな問題にはならないとみてよからう。

また、5月の総選挙で勝利した現政権は、新年度予算案にて追加の所得減税（10年間で1,580億豪ドル、GDP比8%）のほか、法人減税、新たなインフラ投資計画を打ち出しており、これに準備銀行（中銀）による緩和的な金融政策も加わって、財政・金融政策総動員による内需下支え効果が期待できる（中銀は6月4日、2年10ヵ月ぶりに政策金利を0.25%引き下げ、過去最低の1.25%にすると決定）。企業の収益拡大を背景とする設備投資の回復も引き続き景気のサポート要因とならう。

更に、豪州の貿易構造は一次産品が多く、電気機械産業や自動車産業のサプライチェーンが複雑に絡まるものではないことから、輸出についてアジア諸国ほどのマイナス影響を受けていないことも前向きな材料となる。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などから、来年にかけても輸出の増勢は保たれるとみてよからう。



(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。