

アジア・豪州経済の見通し

～景気が減速するなか重層的な政策対応を進める中国、内需主導の安定成長を見込むその他アジア、資源輸出が景気を下支えする豪州～

1. アジア・豪州経済の概況

アジア・豪州の7-9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したほか、大規模デモが続く香港では10年ぶりにマイナス成長となった一方で、その他アジアでは前期より加速する国・地域が少なからずみられた（第1表）。中国については、そもそもシャドーバンキング抑制などのデレバレッジ（過剰債務削減）の下押し圧力があるなかで米国の追加関税による悪影響も内外需に浸透してくる展開となっており、政府は景気対策や対外開放政策、産業政策、財政・金融政策等を組み合わせた重層的な政策対応に舵を切っている模様である。一方、中国以外のその他アジアについては、個人消費を中心とした堅調な内需が景気を下支えしているなか、一部の国では昨年後半以降軟調が続いていた外需に底打ちの兆しがみられており、総じて景気は安定した拡大を続けていると評価できる。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、中国経済はデレバレッジと米中通商摩擦を主体とする下押し圧力が続くものの、減速ペースは政策の調整範囲に止まり、失速は回避されるとみられる。その他アジアは引き続き個人消費やインフラ投資が堅調を維持することに加え、輸出も世界的な製造業底打ちの動きに合わせ足元の回復を持続させる見込みである。但し、米中摩擦の先行きは尚も不透明であり、中国経済への想定以上の打撃や経済主体のリスク回避行動（金融市場混乱、需要減等）、香港デモの長期化等には引き続き警戒が必要である。

第1表：アジア・豪州の実質GDP成長率

	2018年				2019年			2018年 (実績)	2019年 (見通し)	2020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			
アジア11カ国・地域	6.3	6.2	5.8	5.7	5.4	5.2	n.a	6.0	5.3	5.3
中国	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	6.0	6.6	6.1	5.8
インド(年度ベース)	7.7	8.0	7.0	6.6	5.8	5.0	n.a	6.8	6.1	7.0
NIEs	3.3	3.2	2.2	2.5	1.5	1.7	1.4	2.8	1.4	1.9
韓国	2.8	2.8	2.0	3.1	1.7	2.0	2.0	2.7	1.9	2.2
台湾	3.2	3.3	2.4	1.8	1.7	2.4	2.9	2.7	2.2	2.0
香港	4.6	3.5	2.9	1.2	0.6	0.4	▲2.9	3.0	▲1.3	0.5
シンガポール	4.7	4.2	2.4	1.9	1.1	0.1	0.1	3.1	0.8	1.9
ASEAN5	5.5	5.3	5.0	5.2	4.8	4.7	4.8	5.2	4.7	4.8
インドネシア	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1	5.0	5.2	5.0	5.1
タイ	5.0	4.7	3.2	3.6	2.8	2.3	2.4	4.1	2.7	3.0
マレーシア	5.3	4.5	4.4	4.7	4.5	4.9	4.4	4.7	4.4	4.5
フィリピン	6.6	6.2	6.0	6.3	5.6	5.5	6.2	6.2	5.8	5.9
ベトナム	7.5	6.7	6.8	7.3	6.8	6.7	7.3	7.1	6.8	6.6
豪州	3.1	3.1	2.7	2.4	1.7	1.4	n.a	2.7	1.8	2.4

(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

① 中国経済の概況と見通し

中国経済は 2018 年後半以降、減速基調が目立ち、直近 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.0%と本年通年の目標（同+6.0~6.5%）の下限に達した。10 月までの月次経済指標も、輸出入、固定資産投資、生産、PMI（購買担当者指数）等、総じて減速方向にある。また、個別産業ではあるが、影響力の大きい自動車産業の動きを確認しておく、販売台数は依然前年を下回る水準で推移している。一部地域で渋滞対策のために導入していたナンバープレートの発給制限緩和を行ったこと等を背景に、足元で販売台数の前年比減少幅が縮小しているほか、生産にも持ち直しの兆しがみえるものの、まだ楽観はできない。

このように減速色が強い中国経済ではあるが、もとより中国は高度成長期から安定成長期への移行に伴う緩やかな成長率低下の過程にあると同時に、リーマン・ショック後の大型景気対策の負の遺産である過剰債務の削減への政策的取り組みも本格化していたことを考慮すれば、減速は減速でも緩やかなものに止まる限りにおいては中国政府の既定路線であったと考えられる。しかし、デレバレッジ政策の一環として 2017 年末から続くシャドーバンキング規制の強化が、銀行からの資金調達に難しくシャドーバンキングに依存せざるを得ない民間企業の資金難を招いたことや、そもそもこのタイミングで米国との通商摩擦がここまでエスカレートして景気に下押し圧力となったことは想定外の事態であっただろう。したがって、こうした内憂外患の状況に対し政策的対応は不可欠であり、現在政府としては、外資誘致持続及び市場歪曲的との批判を覆すための開放政策、産業競争力強化のための産業政策、生産性向上と景気対策を兼ねたインフラ投資、あるいはその他の財政政策・金融政策といったマクロ経済政策等を組み合わせた重層的な政策対応に舵を切っている模様である。

これらを考え合わせると、中国経済は当面デレバレッジと米中通商摩擦を主体とする複合的な下押し圧力を受けて減速を続けるものの、一定の景気対策で埋め合わせる展開が続くなか景気の顕著な失速は回避されるだろう。但し、経済成長率については、2019 年が前年比+6.1%で着地した後、2020 年は同+5.8%と、象徴的であった+6%の大台を割り込む水準を許容するものと予想する。

なお、米中間では合意の条件を巡り未だに熾烈な交渉が続けられていると報じられ、また、足元で緊迫化する香港情勢とそれに伴う米国の対応が米中交渉に影響を及ぼす可能性も浮上している。第 1 段階の「正式合意」に時間を要するのみであればまだしも、仮に決裂した場合、双方の制裁合戦は一段とエスカレートし、経済への強い逆風となるのみならず、米中合意を前提にリスクオンの流れが強まっている世界の金融市場においても混乱は避けられまい。こうした中国経済を取り巻く様々な政治・経済のダウンサイドリスクには引き続き注視を要しよう。

② 対米通商摩擦の展開

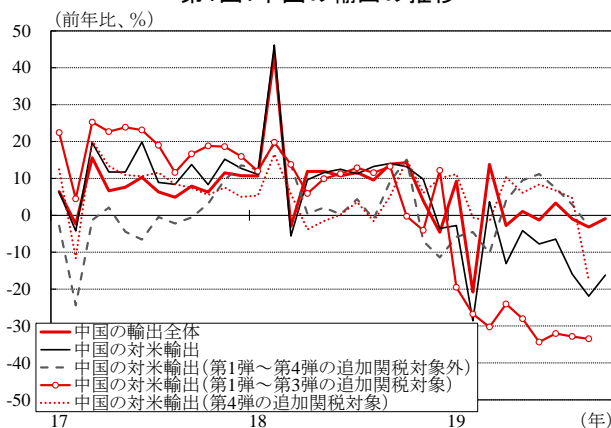
米中通商協議は足元で再び不透明感を増している。米中対立の根底には安全保障問題や技術覇権争いがあるため、中長期的かつ根本的な解決は難しいものの、10月10-11日に開催された米中閣僚級協議を受けて、トランプ米大統領が「第1段階の合意に達した」と発言したことから（所謂「暫定合意」）、通商問題に関して一時妥結に至るとの期待が高まっていた。もっとも、足元では香港情勢の激化を受けて、米国議会で「香港人権・民主主義法案」がほぼ全会一致で可決され、トランプ大統領の署名も経て成立したことから、通商問題とは別ルートの対立が交渉を困難にする可能性が高まっている。

仮に政治的な成果を望む米中両国の利害が一致し、第1段階の「正式合意」に達した場合にも、両国関係が根本的に改善に向かうことは想定し難く、良くて12月15日に予定される1,600億ドル相当の米国の対中輸入品への追加関税回避程度に止まり、発動済みの第1弾～第4弾（3,600億ドル相当分）の追加関税撤廃は困難とみられることから、引き続き制裁関税が中国経済への下押し圧力となることは避けられまい。

こうしたなか、足元の中国の輸出動向を確認すると、米国の制裁関税による重石は大きく、10月の対米輸出は前年比▲16.2%と大幅減少しており、輸出全体（同▲0.9%）を強く押し下げている（第1図）。追加関税の影響について把握可能な米国の輸入統計をみると、昨年7月から9月にかけて制裁が発動された第1弾～第3弾の課税対象品は、足元で前年比3割超減少しているほか、9月1日から制裁が発動された第4弾の課税対象品についても9月以降急減していることが確認できる。これらを踏まえると、少なくとも関税導入が一巡する来年末までは対米輸出の前年比マイナス効果が続き、中国全体の輸出の重石となることが予想される。

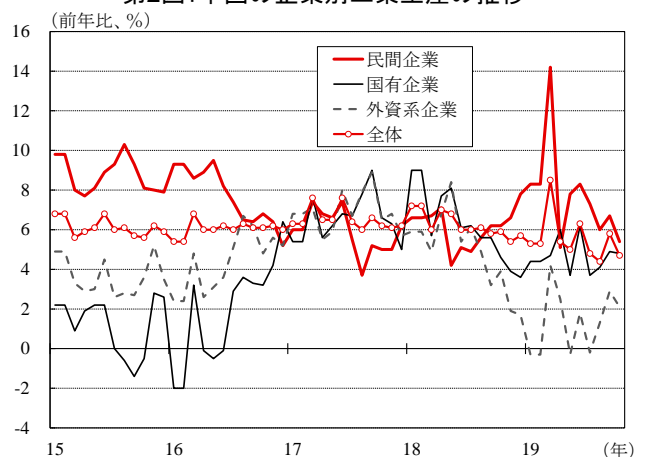
なお、輸出減が生産動向に与える影響については、2018年半ば以降、特に外資系企業の伸びの鈍化が激しく、米中通商摩擦が外需の悪化という直接的影響のみならず、グローバル・サプライチェーンの変調という構造的な変化をもたらしている可能性も指摘できる（第2図）。

第1図：中国の輸出の推移



(注)『中国の対米輸出(品目別)』は米国側統計ベース。
(資料)中国海関、米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：中国の企業別工業生産の推移



(資料)中国国家統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

③ 内需の行方と経済・金融政策

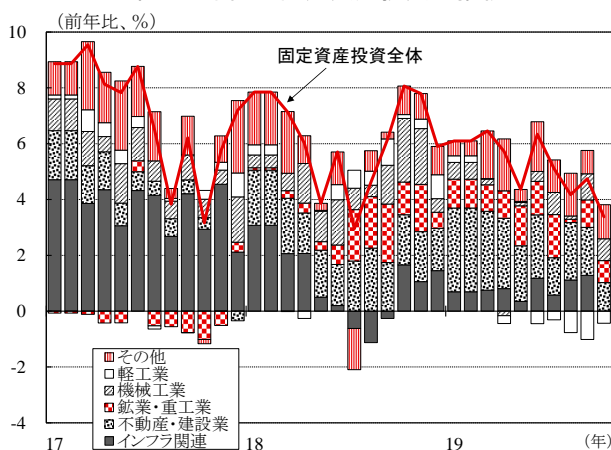
インフラ投資については、その資金源となる地方专项債（特定プロジェクトの建設資金調達のために発行される債券）の本年の発行枠が大幅拡大されたほか、专项債資金を公共事業プロジェクトの資本金へ充当することが許容されるといった制度整備もなされたが、これまでのところ伸び率は低く、中央政府が想定した効果が十分に顕在化しているとは言い難い（第3図）。このため、9月4日の国务院常务会议では、地方政府に対し、本年分の特別地方債を9月末までに発行完了、10月末までにプロジェクトに資金交付するよう指示するとともに、来年分の地方专项債の前倒し発行を決定した。さらに、11月13日の同会議では港湾インフラを始めとする一部インフラ事業の最低自己資本比率の引き下げ（25%→20%）も決定している。こうした政策拡充により先行き伸びは加速に向かうとみられる。

また、産業分野の投資では、軽工業向けは厳しい環境が続くとみられるものの、機械工業向けでは政府による産業育成を目的とした減税・補助金等の支援策並びに積極的な5G移行の推進等が期待できることから、来年も底堅く推移するものと予想される。

個人消費に目を転じると、米中摩擦長期化に伴うマインド面での下押し圧力は自動車等の大型耐久財需要で続く可能性がある。但し、現時点で雇用・所得環境に著変はなく、また政府が雇用安定を最優先事項に位置付けて大規模な職業技能訓練を含む対策拡充も視野に入れていることを考慮すれば、この先も雇用・所得面の安定が消費を下支えする構図は持続しよう。実際、オンライン店舗によるバーゲンセールが行われた11月11日（独身の日）には、中国最大手の電子商取引企業の取引額が前年比+26%と大幅増加しており、節約志向を考慮に入れても、相応に強い購買意欲が窺われる。

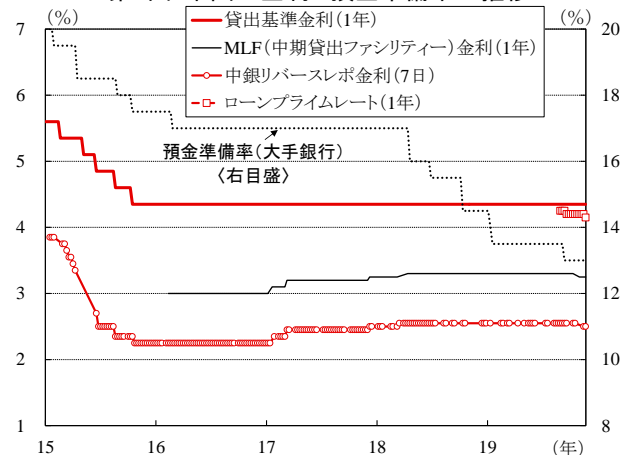
金融政策については、11月5日にMLF（中期貸出ファシリティ）金利の引き下げ（3.3%→3.25%）、18日にリバースレポ金利の引き下げ（2.55%→2.5%）、20日にLPR（ローンプライムレート）の引き下げ（4.2%→4.15%）を行っているものの、下げ幅は小幅に止まっており、実質的な効果は限られよう（第4図）。むしろ、これだけの小刻みな政策調整は当局のデレバレッジへの目配りを感じさせるものとなっている。

第3図：中国の固定資産投資の推移



(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4図：中国の金利と預金準備率の推移



(資料) 中国人民銀行等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

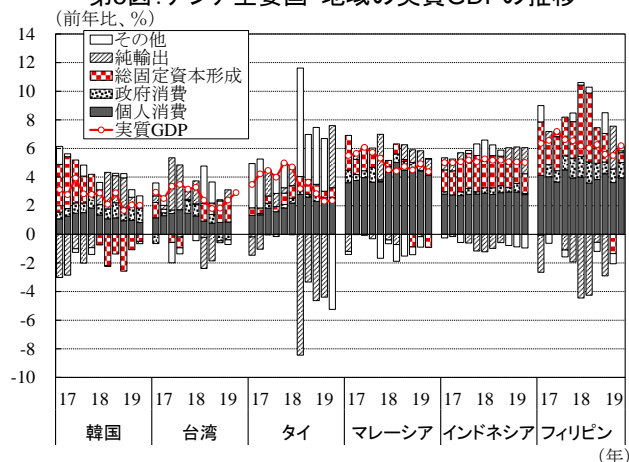
最後に、米中対立の長期化を念頭に置いて政策運営を進めているとされている中長期的な成長力の強化に繋がる改革・開放の加速については、具体的には足元で知的財産権の保護強化を含む「ビジネス環境改善条例」の採択や銀行・保険分野の外資参入規制の緩和等が実施されている。米中摩擦によるマイナスインパクトを補って外資を惹きつけるためにはこうした環境整備は不可欠なだけに妥当な方向性であることは間違いない。但し、従来から、外資系企業には法規制自体は整備されても執行が伴わず、満足すべき市場アクセスが得られないという不満が根強い点が指摘されており、そこに踏み込めない限り目に見えた成果は得られない恐れがある点は留意しておきたい。

(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、景気全体として底入れ乃至は底打ちの兆候がみられる。7-9月期の実質 GDP 成長率を地域別にみると、ASEAN 諸国ではマレーシアが前期から減速したものの、その他の国は同水準または加速し、全体では前年比+4%後半を記録している（第5図）。NIEs 地域は同+1%半ばの成長に止まっているものの、香港が逃亡犯条例改正に伴うデモ激化により同▲2.9%とマイナス成長に陥ったため、韓国、台湾、シンガポールは底堅く推移している。インドについては、7-9月期のデータが未発表ながら、自動車販売が環境規制対応に伴う車両価格の上昇等により軟調に推移していること等を踏まえると、低迷が続いた可能性が高い。

ASEAN 諸国、NIEs 地域が総じて堅調なのは内需が引き続き底堅く推移しているため、個人消費をみると良好な雇用・所得環境や景気に配慮した経済政策等に支えられ、ASEAN 諸国では同+4~7%、NIEs 地域ではマイナスとなった香港を除けば同+1%後半の伸びを確保している。一方で、軟調だった外需が足元漸く持ち直しの兆しをみせていることも見逃せない。外需依存度の高い主要国の輸出を合成してみると、グローバル製造業 PMI と連動もしくは先取りする形で底打ちの兆しが見られるようになっている（第6図）。

第5図: アジア主要国・地域の実質GDPの推移



(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6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

先行き、各国の失業率が概ね低位で推移していることや所得の伸びが安定していること等から、良好な雇用・所得環境は引き続き維持されると考えられ、個人消費を中心とした

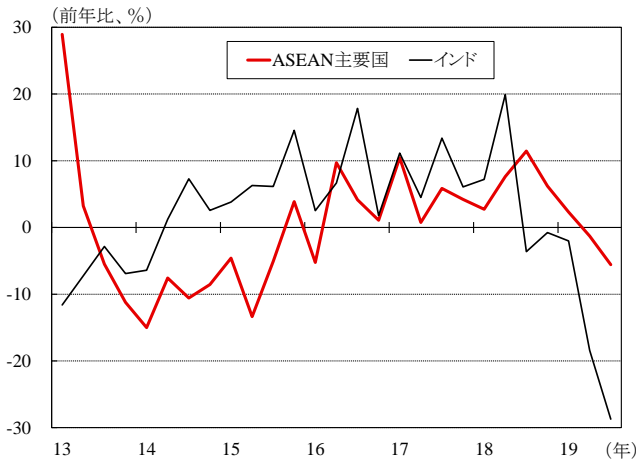
内需の底堅さが経済全体を支える構図は不変であろう。また、各国政府は余裕のある財政事情と低金利環境を背景に引き続き積極的にインフラ投資を行う見込みであり、更なる内需の拡大に寄与すると考えられる。更に、金融政策については、先進国の中央銀行が金融緩和を暫く継続する公算は大きく、アジア諸国も引き続き緩和的な政策の維持が可能であることから、民間需要の下支えとなることが見込まれる。

ここに外需の底打ちが加われば、景気の反転は更に安定的なものとなるとみられるが、肝心なのは輸出の戻りの程度である。この点、アジア諸国も主要プレーヤーである半導体セクターをみると、長引いていた在庫調整局面が一巡したと思われる兆しが世界的な出荷動向等に現れていることは心強い。今後、持ち直しの動きが持続するかが鍵ではあるが、IoT の更なる加速や 5G 関連需要といった構造的な押し上げ要因等も踏まえれば、来年の展開には期待できよう。加えて、自動車セクターについても、今後、販売の回復が見込まれていること等から、徐々に製造業全体は持ち直しに転じ、アジア全体における輸出の回復をサポートするだろう。

なお、前述のインドにおける自動車販売の軟調については、足元 7-9 月期に前年比 ▲28.7% と大幅なマイナスを記録しているが（次頁第 7 図）、主要自動車メーカーが車体価格の引き下げを実施しているほか、政府も公営銀行に積極的な貸出姿勢をとるよう促す対策を打ち出しており、今後も大幅なマイナスが長期化する可能性は低いと言えよう。インドのみならず東南アジア諸国にも通じることだが、市場の潜在性（普及率の低さ等）が高いこともあり、総じて緩やかに持ち直しに転じることが期待できる。

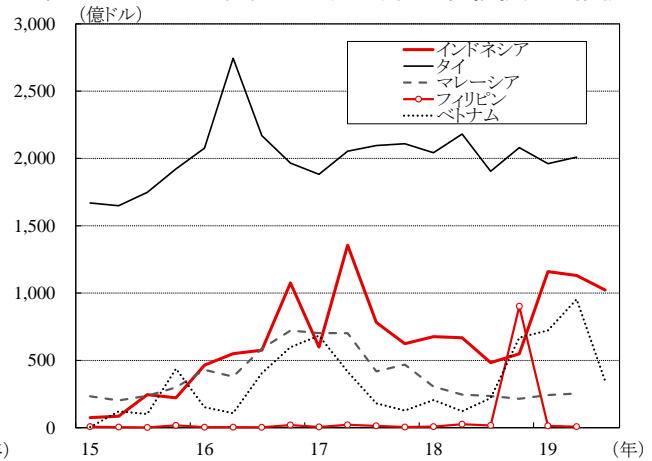
最後に、大きく注目を集めている米中通商摩擦がアジア各国に与える影響について触れると、中国経済の更なる減速による対中輸出の低迷や、投資家のリスク回避姿勢の強まりによる大幅な通貨安等、様々な観点からリスクであることは変わりがない。但し、追加関税賦課による中国の対米輸出減少が、サプライチェーンを通じてアジア諸国の対中輸出を下押ししている反面、ここにきて追加関税を回避するための代替輸出が各国の対米輸出にプラス影響を及ぼしているということも指摘されるようになってきている。加えて、足元では輸出への影響のみにとどまらず、生産拠点移転の兆しも伺えることは特筆されよう。従来、中国が人件費上昇等により、生産拠点としての相対的優位性において近隣アジア諸国の追い上げにあってきたなか、米中対立激化という新しい事態が企業の中国内生産拠点の海外移転という意思決定を後押ししている可能性が考えられる。もちろん、それには設備の建設等を伴うことから、統計への反映には時間を要するものの、意思決定の早い中国企業では一部にその兆しが見え始めており、実際、ASEAN 主要国に対する中国の直接投資の推移を見ると、ベトナム、インドネシアでは昨年中旬以降、大きく増加する局面がみられたことが分かる（次頁第 8 図）。各国が追加の企業誘致策を相次いで発表していること等を踏まえれば、今後その他アジア諸国でも同様に中国企業の投資が増加し、更には外資系企業でも追随する動きが出ることが考えられる。

第7図:ASEAN主要国とインドの自動車販売の推移



(資料) 各国より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第8図:ASEAN主要国に対する中国の直接投資の推移



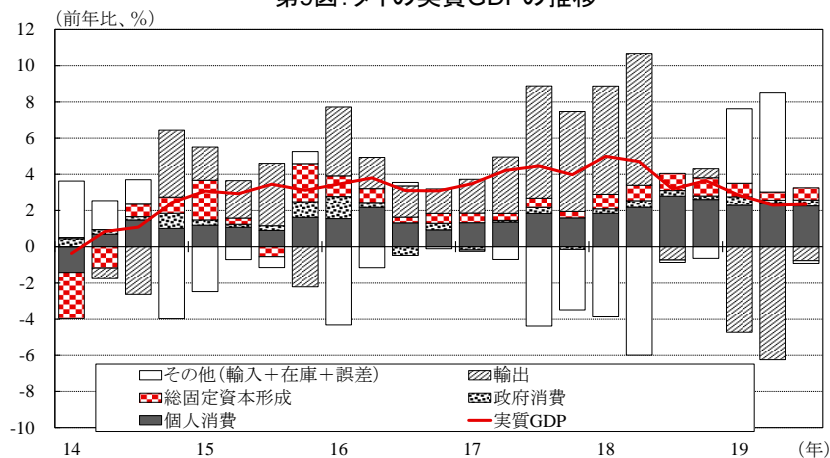
(資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

【タイ】

タイ経済は昨年半ば頃より総じて成長率の鈍化が続いてきたが、7-9月期の実質 GDP は前年比+2.4%の増加と前期（同+2.3%）から伸びが小幅に加速した（第9図）。需要項目別にみると、個人消費が雇用・所得環境の改善や低金利を背景に同+4.2%と高い伸びを維持したほか、輸出が同▲1.0%とマイナス幅が大きく縮小した。

先行き、安定した雇用・所得環境等を背景に個人消費が堅調を維持するなか、輸出もグローバル製造業 PMI の底打ちに連動して緩やかに持ち直しに転じると見込まれる。また、政府による新たな景気刺激策（総額 3,160 億バーツ、タイ財務省は実質 GDP 成長率を+0.55%ポイント程度押し上げる効果があるとの見解を示している）や、「東部経済回路（EEC）」開発等の重要プロジェクトを中心としたインフラ投資も成長に寄与するだろう。この結果、実質 GDP 成長率は 2019 年が前年比+2.7%で着地した後、2020 年は同+3.0%と幾分加速する展開を予想する。

第9図:タイの実質GDPの推移



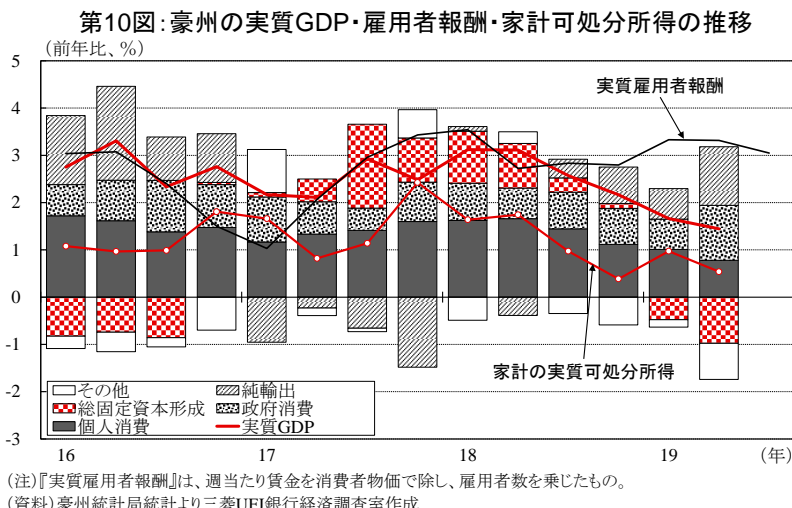
(資料) タイ国家経済社会開発局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(3) 豪州

豪州経済は、個人消費の伸び鈍化を主因に減速が続いており、7-9月期の実質GDP成長率も緩やかな伸びとなった可能性が高い（第10図、GDP統計は12月4日に発表予定）。個人消費については、労働市場が依然良好で雇用者報酬自体は堅調に推移しているものの、徴税率向上によるとみられる税金支払いの負担増加等により可処分所得が伸び悩む中、昨年来の住宅市況悪化に伴う逆資産効果も相俟って、自動車や家電等の耐久財や外食といった裁量的な品目を中心に冴えない伸びとなっている。他方、外需については、輸出の軟調が景気の重石になってきたアジア諸国とは対照的に、豪州の輸出は昨年半ば以降前年比二桁の増加を続けている。実際、輸出の3割を占める中国向けの鉄鉱石が全体を押し上げており、中国のインフラ投資等の景気対策が輸出を下支えしている可能性を指摘できる。

先行きを展望すると、今年の実質GDP成長率については前年比+1%台後半（2018年：同+2.7%）への鈍化は避けられないものの、来年は同+2%台前半まで持ち直すものと予想する。まず、可処分所得は、タイトな労働需給が当面持続するとみられるなか、政府による所得減税の効果等により改善に向かうものと考えられる。また、住宅価格については、5月の総選挙を経て国内政治の不透明感が後退したこと等を受け、今年半ばに一部の主要都市で上昇に転じた後、足元でも回復が続いている。これらを踏まえると、消費の抑制効果は次第に和らいでいく公算が大きい。更に、政府が打ち出しているインフラ計画に加え、準備銀行（中銀）による金融緩和政策（中銀は6、7月に続き10月にも政策金利の引き下げを実施、現在史上最低水準にあるが、先行き必要があれば追加緩和も検討するとのスタンス）も内需を下支えしよう。

なお、中国向けが足元の輸出好調を支えているとされる外需については、近年における急速な輸出の中国依存度の高まりや中国自体の景気の先行きが懸念されているなかでは、相応のリスクは存在する。但し、目先の1年程度を展望する場合は、中国では政策的にインフラ投資の加速が見込まれていること、その他の海外経済も拡大ペースが安定していく見通しであること等から、豪州の輸出の増勢は継続するものと想定できよう。



(萩原 陽子、伊勢 友理、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
伊勢 友理 yuri_ise@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さ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。