
アジア・マンスリー

(ASIA MONTHLY)

トピックス

1. 金融システム不安の回避に動く中国人民銀行（関 辰一） 1
2. 台湾製造業に「中国離れ」の動き（成瀬 道紀） 3

各国・地域の経済動向

1. 韓 国 景気減速が明確化 5
2. フィリピン 年後半以降景気は持ち直しへ 6
3. タ イ プラユット政権が続投 7
4. 中 国 景気は再び減速 8

アジア諸国・地域の主要経済指標 9

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

金融システム不安の回避に動く中国人民銀行

副主任研究員 関 辰一
(seki.shinichi@jri.co.jp)

中国では20年ぶりの銀行接管が行われた。性急なデレバレッジ政策が、地方経済に想定以上のダメージを与えたため、銀行破綻のリスクが高まりつつある。

■金融監督当局が包商銀行を接管

中国の金融監督当局は5月24日、20年ぶりに銀行を接管した。中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会（銀保監会）は、2019年5月24日から2020年5月23日まで内モンゴル自治区を本拠地とする包商銀行を管理下に置くと発表した。そのうえで、同行の経営を5大銀行の一つである建設銀行に委託する。包商銀行は民間企業や個人向け融資が多い民間銀行である。2016年末の総資産は4,316億元、融資残高は1,565億元であり、中堅銀行という位置付けである。同行は、中国の分類では株式制商業銀行にあたり、その総資産は同分類の中では少ない方であるが、全銀行の平均総資産を上回っている（下表）。

＜中国銀行業金融機関の概況＞

カテゴリー	総資産 (億元)	法人数 (社)	1社当たりの総資産 (億元)
商業銀行	1,815,058	1,304	1,392
大型商業銀行	865,982	5	173,196
株式制商業銀行	434,732	12	36,228
都市商業銀行	282,378	134	2,107
農村商業銀行	202,680	1,114	182
外資銀行	29,286	39	751
その他の金融機関	507,474	3,094	164
政策性銀行	229,935	3	76,645
新型農村金融機構及び郵政貯蓄銀行	95,072	na	na
民営銀行	na	8	na
農村合作銀行	4,359	40	109
農村信用社	79,496	1,125	71
その他	na	na	na
銀行業金融機関の合計	2,322,532	4,398	528

(資料) 中国銀行業監督管理委員会2016年報を基に日本総研作成

今回の措置のねらいは、預金者や債権者の保護、および金融システム不安の回避である。中国人民銀行、銀保監会と預金保険基金が包商銀行の個人預金の元利を全額保証するとともに、預金受け入れと引き出し業務を通常通り行うという。個人向け銀行理財商品の元利も100%保証する。法人の預金や他の債権も、5,000万元以下の場合は元利を全額保証、5,000万元超の場合は金融監督当局と債権者が協議したうえで最低80%を保証する。

中国で銀行接管は長らく行われておらず、1998年の海南発展銀行以来21年ぶりのことである。当時、金融監督当局は不良債権問題の深刻化に伴い、公的資金の注入や不良債権処理などの対応を余儀なくされた。海南発展銀行は多額の不良債権を抱えたことから、事業の停止と清算を命じられた。国家権力が強制的に経営権を取り上げる接管は、中国においても滅多にない。

■性急なデレバレッジ政策が銀行経営に大きなダメージ

包商銀行の経営悪化が表面化したのは2017年頃からである。そのころ、不良債権比率の高まりなどを理由に、格付けを引き下げられた。

この主因は、性急なデレバレッジ政策を発端とする内モンゴル自治区の景気失速とみられる。内モンゴル自治区では厳しい投資抑制やシャドーバンキング抑制が実施され、2017年8月以降地下鉄や空港、高速道路など数多くのインフラプロジェクトが停止となった。この結果、かつて2桁の伸びを保っていた内モンゴル自治区の固定資産投資は、2017年と2018年の2年間減少を続けた。実質 GRP 成長率は 2016 年の前年比+7.2%から 2017年には+4.0%へ急低下し、2018年も+5.3%と回復が鈍い(右上図)。融資先の収益悪化は、包商銀行の経営に大きな重しとなったといえよう。

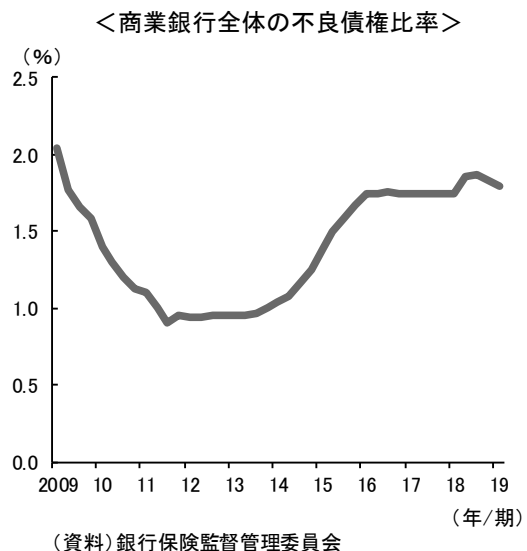
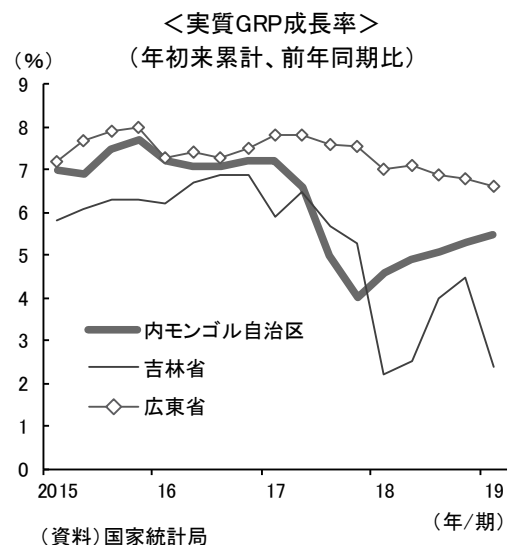
実際、包商銀行の融資残高の7割は内モンゴル自治区内向けで、卸小売、製造業、鉱業、不動産業など幅広い業種に融資を行っていた。同行の不良債権比率は1.7%と発表されており、商業銀行全体の不良債権比率とほぼ同じ水準である(右下図)。もっとも、この不良債権比率は実態を反映していないと思われる。中国では、本来不良債権として計上すべき貸出債権を問題のない債権とみなすケースが少なからずみられるからである。

加えて、個人や企業から預金を集める力が乏しいため、融資資金をコストの高い銀行間市場等で調達せざるを得ないことも経営悪化要因の一つである。2016年末の総債務4,018億元のうち預金は1,936億元、銀行間市場での調達は716億元であった。2018年9月末には銀行間市場での調達が総債務の5割に達したとされる。

もっとも、性急なデレバレッジ政策の影響で景気が失速しているのは内モンゴル自治区だけではない。たとえば、天津市の実質成長率もここ3年間+9.1%、+3.6%、+3.6%と急低下した。吉林省も+6.9%、+5.3%、+4.5%と状況は厳しい。他方、輸出依存度の高い広東省や江蘇省、浙江省では、米中摩擦が重しとなって景気減速しているものの、インフラ投資への依存度が低いため、デレバレッジ政策のダメージは小さく、減速は小幅にとどまっている。

天津市や吉林省などの地域で事業展開する銀行も、融資先の収益悪化に直面しているとみられる。包商銀行と同様に、預金が集まらず、銀行間市場等で資金調達する中小銀行も少なくない。

当局は6月2日、包商銀行接收の背景説明に加えて、全国の中小銀行の預金準備率を6月17日に引き下げることを改めて表明した。これにより約1,000億元の資金が金融システムに供給され、中小銀行の流動性の安定化に寄与すると期待される。また、地方政府は経営破綻懸念がある銀行への公的資金を投入する構えである。政府の対応が遅れれば、金融システム不安によって中国経済が大きく下振れる恐れもあるだけに、引き続き中国の金融セクターの動向は要注意である。



副主任研究員 成瀬 道紀
(naruse.michinori@jri.co.jp)

台湾製造業に「中国離れ」の動き

中国での事業環境の悪化を受けて、台湾製造業が中国から台湾へ生産拠点を回帰させている。ただし、台湾への回帰は一時的で、今後は人件費が安い東南アジアへの生産シフトが進む見込みである。

■台湾回帰の背景

台湾の製造業は、2010年代半ばにかけて中国への生産シフトを積極的に進めてきたが、近年は生産拠点を台湾に回帰させる動きがみられる。台湾製造業の海外需要に対する生産拠点の地域別シェアをみると、2015～16年頃まで中国の比率が右肩上がりでも上昇した一方、台湾の比率は低下の一途をたどった(右上図)。ところが、近年は、その動きが逆転している。

この背景として、中国の事業環境の悪化が指摘できる。

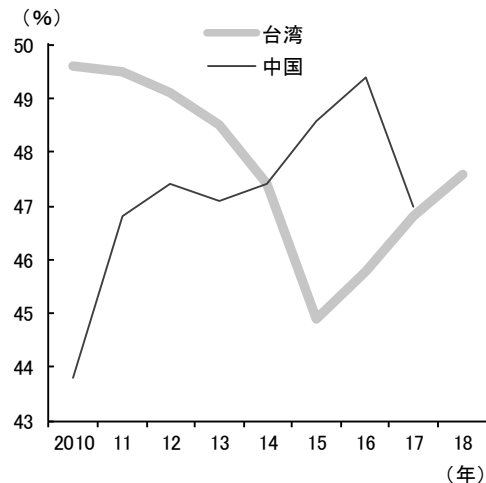
まず、大きな転機となったのは、環境規制の強化である。PM2.5による大気汚染などをはじめとした環境問題が深刻化するなか、中国政府は2014年に「環境保護法」を25年ぶりに改正し、違反企業に対する厳罰や行政の監督責任を定めた。これを受けて、罰金、生産停止命令、設備の押収など、厳しい取り締まりが行われ、企業の生産活動が制限されるようになった。

次に挙げられるのが、人件費の上昇である。2010年時点では、中国の人件費水準は沿海部においても台湾の3割以下であった。しかし、その後の最低賃金の引き上げなどもあって、足元では台湾の約6割にまで上昇している。

さらに、台湾特有の中国生産拠点の位置づけも、台湾への回帰を促す要因として働いている。中国での生産環境の悪化は、どの外資メーカーにとっても共通した逆風である。しかし、わが国製造業では、ここ数年で生産拠点を中国から国内に回帰する動きはさほど見受けられない。

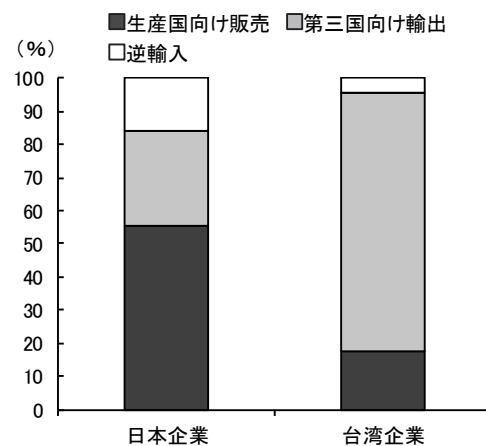
両者の違いは、中国で生産した製品の販売構造に起因している。わが国企業は中国で生産した製品の過半が現地向けであるのに対し、台湾企業は8割近くが第三国向け輸出となっている(右下図)。わが国企業の中国生産は「地産地消」という側面が強いため、現地の生産環境が悪化したから撤退する、という選択肢は簡単には採らない。これに対して、台湾企業にはそうした制約が小さいため、生産拠点を比較的柔軟に選択することができるという事情がある。

＜台湾輸出企業の生産地比率＞



(資料)台湾經濟部

＜日本企業と台湾企業の海外生産拠点の販売先比率＞



(資料)経済産業省、台湾經濟部

(注1)日本企業は2017年度。台湾企業は2017年。

(注2)日本企業はアジアの生産拠点の集計値。

■米中貿易摩擦の影響

さらに、ここにきて米中貿易摩擦も中国離れの新たな要因として浮上している。台湾企業の輸出受注において米国向けは3割弱のシェアを占めている(右上図)。このため、米国による中国製品に対する関税引き上げは、中国で生産する台湾企業にとって大きな負担となる。現状、米国向け輸出の主力であるスマートフォンやノートパソコンは関税引き上げの対象外であるため、台湾企業が中国生産を直ちに縮小するような動きはみられない。もっとも、米中対立が長期化するなか、将来的に米国がどのような対中制裁を課すか分からないだけに、中国への生産拠点の集中は大きなリスクとなる。このため、今後新たな生産能力の増強は中国以外で行うなどして、相対的に中国への依存度を低めていくと予想される。

■今後の展望

もっとも、このまま生産拠点の台湾回帰が加速していく公算は小さい。中国との賃金格差は縮小しつつあるとはいえ、台湾の人件費は先進国並みに高いため、もともと輸出拠点としての魅力度は低い。足元の動きは、中国離れの一時的な受け皿として、余力のあった台湾の生産拠点の稼働率を高めたものと考えられる。

今後はむしろ、中国・台湾以外の地域、なかでも東南アジアでの生産能力を強化する動きが進むと見込まれる。

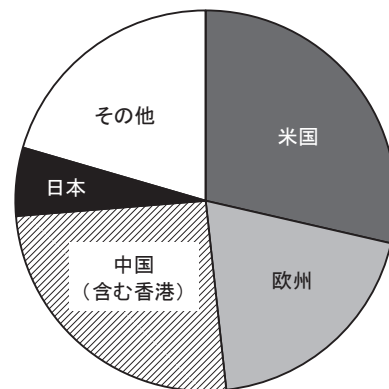
その理由の第1は、人件費が安いことである。例えば、ベトナム、フィリピンなどの賃金は中国の半分以下の水準にとどまっている。

第2は、IT関連の生産拠点が東アジア地域に集積していることである。電子機器の製造には非常に多くの部品を必要とするため、その大部分を製造している日中台韓など東アジア諸国の近くに生産拠点を設けることで、部品調達のコストやリードタイムを節約し、競争力を維持することができる。どんなに人件費が安くても、南アジアなどの遠距離で生産するメリットは小さい。

実際、台湾企業の東南アジアへのシフトの兆しは、既に統計上にも現れている。台湾製造業による東南アジアへの投資件数は、2018年に前年の2倍以上に急増しており、東南アジアの生産拠点を急ピッチで新設・増設している様子がみとれる(右下図)。

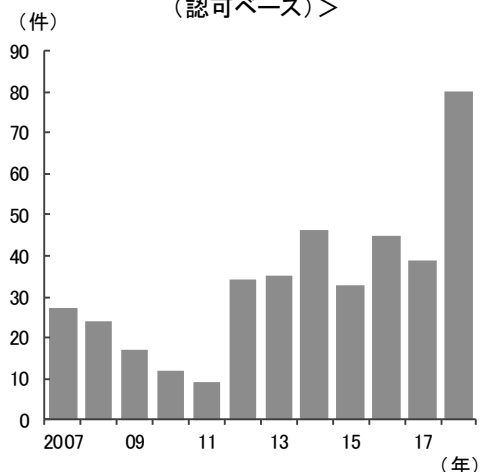
電子部品・機器で大きな世界シェアを持つ台湾製造業が本格的に東南アジアでの生産を拡大していけば、IT関連のグローバル・サプライチェーンがさらに広がるなど大きな構造変化が進むと予想される。わが国企業も、そうした変化に対応した生産・輸出・物流の最適化が求められることになりそうである。

＜台湾企業の輸出受注の輸出先別割合 (2018年)＞



(資料)台湾經濟部

＜台湾製造業のASEAN5への投資件数 (認可ベース)＞



(資料)台湾經濟部

韓国 景気減速が明確化

■2019年1~3月期はマイナス成長に

2019年1~3月期の韓国の実質GDP成長率は、前期比▲0.4%と、5四半期ぶりのマイナス成長となった(右上図)。前期が高めの成長となった反動という側面もあるものの、韓国経済の低迷を示す内容である。

マイナス成長となった主因は、輸出と設備投資の減少である。世界的なIT需要のピークアウトを受けて、主力輸出品である半導体の輸出が失速した(右下図)。総固定資本形成も大きなマイナスとなった。過去数年にわたり高水準の設備投資が続いていたことに加え、半導体を中心に輸出・生産が落ち込んだため、設備稼働率が低迷し、企業の投資意欲は冷え込んでいる。

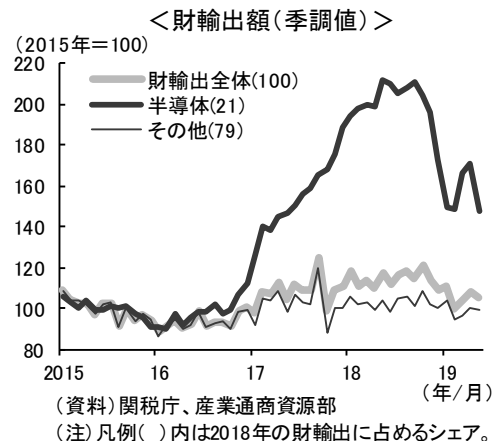
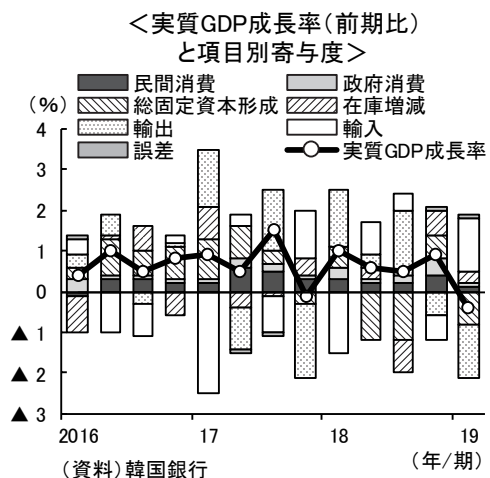
韓国銀行は、1~3月期のGDP公表に先立ち、2019年の成長率見通しを2.6%から2.5%へ引き下げた。もっとも、それでも達成のハードルは高く、民間調査機関の予測は2%台前半に集中している。

半導体輸出は、データセンターや5G、IoT、車載関連などで需要拡大が見込めるため、長期間減少が続く公算は小さい。もっとも、米中貿易摩擦が国際貿易の重しとなるなか、以前のようなけん引力は期待できない。実際、半導体輸出は3~4月に持ち直したが、5月に再び減少している。米国による中国通信機器大手への輸出禁止措置など、再びエスカレートした米中貿易摩擦のあおりを受けた可能性がある。

設備投資に関しても、政府の投資勧奨に呼応し、大手財閥が巨額投資計画を打ち出しているものの、米中貿易摩擦で先行きの不確実性が高まるなか、実行の時期は見通せない。また、文政権が経済政策の一環で実施した法人税や最低賃金の引き上げによるコスト競争力の低下もあって、企業が生産拠点を海外にシフトする動きが続いている。こうしたなか、韓国政府は4月、雇用対策を中心とした6.7兆ウォンの補正予算を編成した。韓国経済は当面、財政支出頼みの状況が続くと予想される。

■出生率は初の1割れ

文政権の発足以降、韓国の少子化が加速している。2018年には、韓国の合計特殊出生率(一人の女性が生涯に産む子供の数の平均)は0.98と、初めて1を下回った。これは少子高齢化が大きな問題となっているわが国(2018年1.43)と比較しても、極めて深刻な状況である。出生率の低下は、中長期的に、年金などの社会保障制度の維持・継続を困難にするほか、労働投入の制約から潜在成長率を押し下げる要因となる。韓国政府は、出生率の反転に向けて、若年層の失業対策や雇用慣行の見直し、世界的にみても高水準となっている教育費負担の軽減など、早急な対策が求められる。



副主任研究員 成瀬 道紀 (naruse.michinori@jri.co.jp)

フィリピン 年後半以降景気は持ち直しへ

■インフラ投資の遅れが景気の足かせに

2019年前半のフィリピン経済は、大幅に減速したとみられる。1~3月期の実質GDPは前年同期比+5.6%と4年ぶりの低成長になったほか、4月も製造業生産の前年割れが続いている(右上図)。景気減速の要因の一つとして、公共投資の減少が指摘できる。1~3月期に同▲8.6%となった公共投資は、4月のインフラ向け予算執行額が大幅な前年割れであることを踏まえれば、4~6月期も減少となった可能性が高い(右中図)。

この背景には以下の2点がある。第1に、2019年度(1~12月)予算の成立が2019年4月15日まで遅れたことである。フィリピンでは予算が成立しない場合、暫定的に前年度分が割り当てられる。政府閉鎖などは生じないものの、インフラ投資については新規案件を実行できないため、予算執行額が大幅に落ち込んだ。

第2に、中間選挙に伴う新規公共事業の停止である。フィリピンでは、予算執行権をもつ政府・与党と持たない野党との選挙での公平性を保つために、選挙前45日間の公共事業が禁じられている。このため、政府は4月に2019年度予算が成立しても、5月13日の中間選挙終了まで新規公共事業に着手できなかった。

■中銀は秋にも追加利下げの可能性大

一方、外需もIT需要の鈍化や世界経済の減速を受け弱い動きが続いている。2019年入り後の名目ドル建て輸出は、3月まで前年割れが続き、4月は5カ月ぶりの増加に転じたものの、増加幅は前年同月比+0.4%と微増にとどまっている。

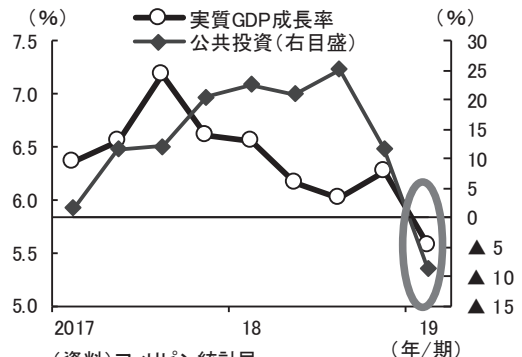
こうしたなか、フィリピン中央銀行は5月の金融政策決定会合で▲0.25%ポイントの利下げを実施した(右下図)。低インフレが続き、通貨が安定する一方、内外需双方で景気下押し圧力が強まるなか、インフレ警戒から金融緩和による景気下支えに軸足を移したとみられる。

当面は、緩和効果を見極めるべく、政策金利は据え置かれると予想されるものの、秋にも追加利下げに踏み切り、金融政策面からの景気支援スタンスを強めると見込まれる。

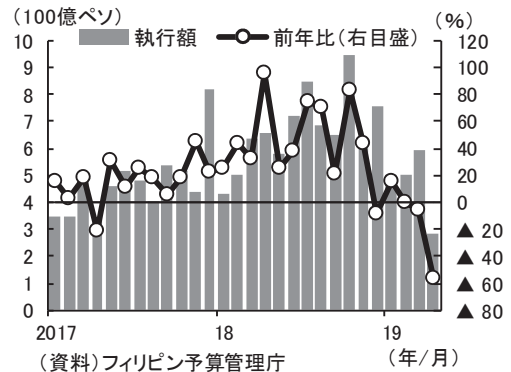
以上を踏まえ、2019年後半のフィリピン経済を展望すると、米中通商摩擦が続くなか外需の力強い回復は期待しにくいものの、停止していたインフラ投資の再開に加え、利下げ効果の顕在化による民間投資や耐久財消費の拡大から、景気は持ち直すと予想される。

副主任研究員 塚田 雄太 (tsukada.yuta@jri.co.jp)

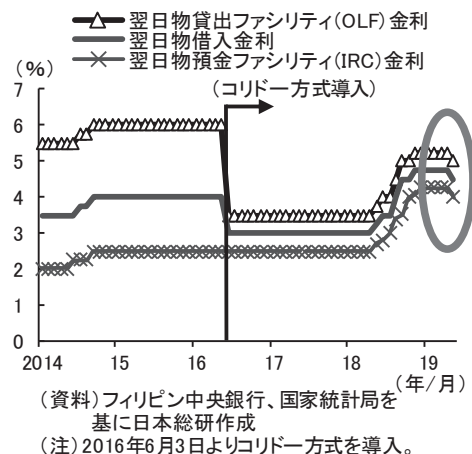
＜実質GDPと公共投資(前年同期比)＞



＜インフラ向け予算の執行状況＞



＜政策金利の推移＞



タイ プラユット政権が続投

■プラユット氏が首相に再任

タイでは、現職のプラユット氏が首相の座にとどまり続けることになった。民政復帰に向けた下院総選挙が3月下旬に実施されたが、比例区の議席配分方法を巡り混乱が生じたことや、5月上旬に国王の戴冠式が行われたこともあり、結果が確定するまでに2カ月弱の時間を要した。その後、任命制による上院議員の選出を経て議会が召集され、6月5日に首相の選出投票が行われた。この結果、軍政の影響が残る上院議員が全員プラユット氏に投票したことを受け、同氏が全体の3分の2に相当する500票を獲得した(右上図)。

軍政下で策定された長期の国家戦略に沿った政策運営を実施することを憲法が規定していることもあり、第2次プラユット政権の政策の方向性はこれまでと変わらないと見込まれる。ただし、下院では親軍政派と反軍政派の議席数は拮抗しており、かつ親軍政派は多数の小規模政党との連立により辛うじて過半数を確保しているなど、政権基盤は脆弱である。そのため、与野党間および連立与党内の政治対立に伴う政策実行ペースの低下は免れないだろう。さらに、先行き政情不安を高めかねない火種もある。反軍政派の首相候補であった「新未来党」のタナトン党首は、議員規則違反で告発されている。同氏への対応の最終的な判断は憲法裁判所に委ねられるが、議員資格の剥奪や新未来党の解党命令といった厳しい処分が下されれば、親軍政派と反軍政派の対立が深刻化する可能性がある。

■景気に下振れ圧力

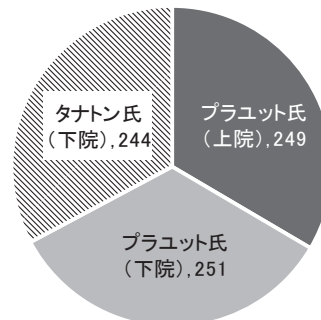
こうした政治面の懸念以外にも、タイは以下の二つの景気下押し圧力を抱えている。第1は、金融引き締めである。昨年後半以降、景気減速や原油価格下落の影響を受けてインフレ率は物価目標の下限近辺にあるが、中央銀行は金融システムの安定性向上を優先し、2018年末に政策金利を0.25%ポイント引き上げた後据え置きを続けている(右下図)。加えて、2019年4月からは住宅ローン規制を厳格化するとともに、自動車ローンに対しても審査基準を厳格化するよう商業銀行への指導を強めている。

第2に、米中貿易戦争の深刻化によるマイナス影響である。これまでは、中国からタイへの生産移管やそれによる米国向け輸出の増加により、米中貿易戦争のタイへのマイナス影響は限られるとの楽観的な見方が多かった。しかし、国をまたぐ生産拠点のシフトには一定の時間がかかることもあり、これまでのところ期待されたような生産代替によるプラス効果は発現していない。

こうした状況下、景気減速を回避できるか否かは、6月末頃に発足する新政権がどのような景気対策を打ち出してくるかや、政治対立を回避して経済優先の政策運営ができるかにかかっている。

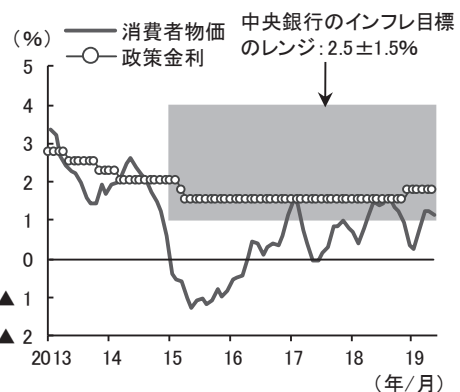
副主任研究員 熊谷 章太郎 (kumagai.shotaro@jri.co.jp)

<首相の選出投票結果:獲得票数>



(資料) 各種報道を基に日本総研作成
(注) 上院(定数250名)・下院(定数500名)のうち、744名が投票。

<消費者物価(前年同月比)と政策金利>



(資料) Ministry of Commerce, Bank of Thailand

中国 景気は再び減速

■内需が総じて不振

2019年入り後に下げ止まりしていた中国景気は、足元で再び減速している。回復の重しとなったのは、内需の不振である。

とりわけ、投資の伸び悩みが一段と顕著になっている。1～5月の名目固定資産投資（除く農村家計）は前年同期比+5.6%と、1～4月の実績に比べて伸び率が▲0.5%ポイント鈍化した（右上図）。内訳をみると、民間部門の伸び率がさらに低下した。過剰債務問題を背景に、企業の投資マインドと金融機関の貸し出し姿勢が慎重化し、金融緩和効果を打ち消したためとみられる。地方政府の資金調達難から、インフラ投資も回復にブレーキがかかった。政府のコントロールが効きやすい国有企業や不動産開発の投資を除けば、景気刺激策の効果が十分発現していない。

消費関連指標は、祝日要因で振れが大きくなっているが、実態は低調が続いているとみられる。祝日が増えた5月の小売売上高は前年同月比+8.6%と、4月の実績に比べて+1.4%ポイント上昇したものの、持ち直しに転じたとみるのは早計であり、休日要因をならしてみると、伸び率の緩やかな低下トレンドは続いている（右下図）。

自動車販売では、減税や値下げといった販売喚起策が打たれたにもかかわらず、消費者の購買意欲の慎重化を背景に、落ち込みが一段と深刻化した。

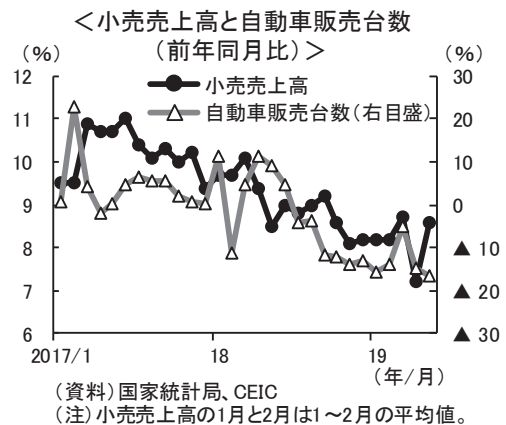
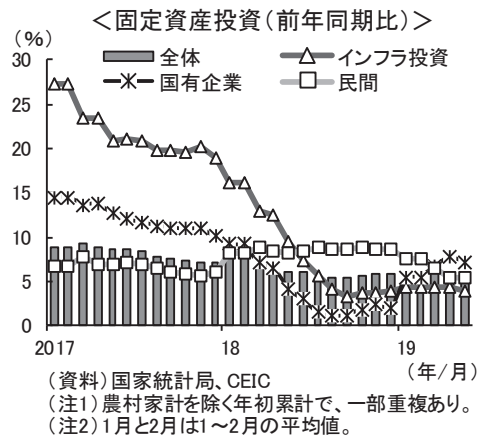
内需の不振を受けて、輸入も大きく落ち込んだ。5月の輸入は前年同月比▲8.5%と、減少幅は2018年12月以降で最も大きかった。一方、輸出は前年同月を上回った。ASEAN、EU、日本向けの増加に加え、制裁関税発動前の駆け込み需要で対米輸出のマイナス幅が縮小したことも2カ月ぶりのプラスにつながった。

■政府は失速回避を最優先

中国政府は、こうした景気情勢を踏まえ、追加の景気刺激策を矢継ぎ早に講じている。6月6日、①自動車や家電の買い替え支援、②自動車購入制限の緩和、を柱とする消費刺激プランが発表された。これに沿って、広東省の広州市と深セン市はナンバープレート発給制限を緩和したと報じられている。また、同月10日には地方政府に対し、インフラ整備目的の資金調達規制を条件付きで緩和した。全額借入や金融機関の融資も認めることにより、資金を確保できずに中断したプロジェクトの再開を促す狙いがあるとみられる。

当面は、米中貿易摩擦の激化に伴う輸出・生産の下振れが懸念されるが、さらなる景気刺激策を打ち出す可能性が高い。外部環境は厳しいものの、政府が景気下支えを最優先するスタンスを明確化しているため、経済の失速は回避できる見通しである。

主任研究員 佐野 淳也 (sano.junya@jri.co.jp)



本誌は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本誌は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。