
アジア・マンスリー

(ASIA MONTHLY)

トピックス

1. タイの新投資促進戦略の狙いは何か（大泉 啓一郎）・・・1
2. 人民元の国際化と東京市場の国際金融センター化（清水 聡）・・・3

各国・地域の経済動向

1. 韓 国 原油安で輸出低迷・・・5
2. 台 湾 2014年は+3.7%成長・・・6
3. タ イ 景気は緩やかに持ち直し・・・7
4. インドネシア 10～12月期、景気減速に歯止め・・・8
5. イ ン ド 2015年度予算を発表・・・9
6. 中 国 景気下振れ対策を強化・・・10

- アジア諸国・地域の主要経済指標・・・11

上席主任研究員 大泉 啓一郎
(oizumi.keiichiro@jri.co.jp)

タイの新投資促進戦略の狙いとは何か

タイ政府は、2015年1月から「7カ年投資促進戦略（2015-2021）」を施行した。産業構造の高度化と地域間所得格差の是正を目的とするもので、わが国企業にとってもタイの生産体制の見直しの機会となる。

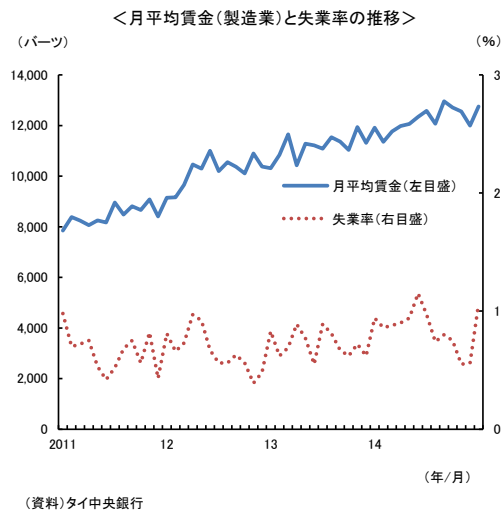
■産業構造の高度化

2015年1月より「7カ年投資促進戦略（2015-2021）」（以下、新投資促進戦略）が施行された。これは、2013年1月に発表された「新投資促進戦略案（2013-2017）」を再調整し、2014年11月にプラユット政権が採択したものである。

この新投資促進戦略について、2015年2月に、東京、名古屋、大阪で説明会が開催された。そのなかでタイ投資委員会（BOI）が新投資促進戦略の目的として強調したのは「中所得国の罠（middle income trap）」の回避であった。「中所得国の罠」とは、労働集約的産業を中心に成長し、中所得になった国が資本集約的・技術集約的な産業への転換を怠ると、高所得国への移行が困難になるというものである。つまり、タイ政府の意図は、新投資促進戦略を通じて産業構造の高度化を図ることである。

もっとも、タイ政府が産業構造の高度化を急ぐ背景には、「中所得国の罠」の回避以外にも、直面する労働力不足がある。タイの失業率は1%を下回る一方、賃金（製造業）は過去4年間で50%以上も上昇している（右上図）。

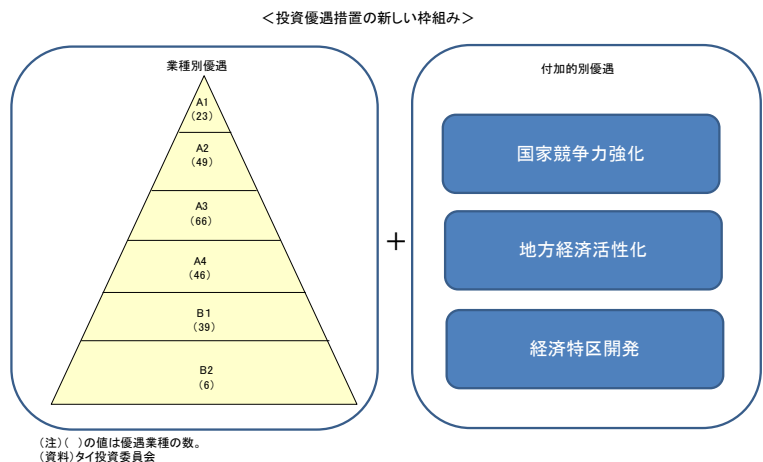
これに対して、タイ政府は近隣諸国からの非熟練労働者の管理を緩和することで対処しようとしている。すでにミャンマー、カンボジア、ラオスからの労働者について、登録を条件に非熟練労働者の受け入れを認めており、登録者数は160万人を超える。それでも建設現場や飲食店の労働力不足が深刻化しているために、2015年2月には、同登録制度をベトナムにも適用することを決めた。さらにバングラデシュやブータンにも対象を拡大することを検討している。



■変わる優遇分野

タイ投資委員会は、新投資促進戦略で優遇措置の対象となる業種について詳細なリスト（229業種）を公表している（www.boi.th）。これによれば、優遇の度合いは、A1からB2まで6つのカテゴリーに区分される（右下図）。

たとえば、最も優遇される業種であるA1には、電子関連（ソフトウェアを含む）の設計、研究開発・



人材育成に関わる事業、廃棄物を利用した発電、植林などが含まれ、これらの投資案件には 8 年間の法人税免除のほか、機械輸入関税の免除、輸出製品の生産に関わる原材料の輸入免除なども付与される。

この新投資促進戦略の施行により、これまでの全土を 3 つのゾーンに区分した優遇制度と投資規模による優遇制度は廃止された。

■地域間格差の是正

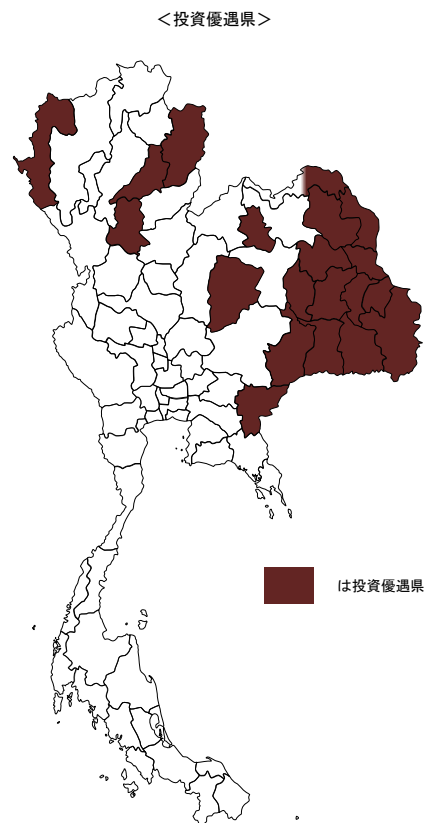
新投資促進戦略の大枠はインラック政権で作成され、軍のクーデターを経て誕生したプラユット政権で採択された。政権交代があったにもかかわらず、大枠に変更がなかったことは、産業高度化の加速が政府のコンセンサスになっていることを示すものである。

もちろん、プラユット政権の政策が反映された部分もある。とくにテロなど社会不安が続いている南部地域には特別な優遇措置を設け、またカンボジア、ラオス、ミャンマーの国境に位置する特別経済区にも優遇措置を付与する立場が示された。前頁の下図の右に示したように、それぞれの案件が、①国家競争力の強化、②地方経済の活性化、③特別経済区の開発に資する場合、追加的な優遇措置を受けることができる。

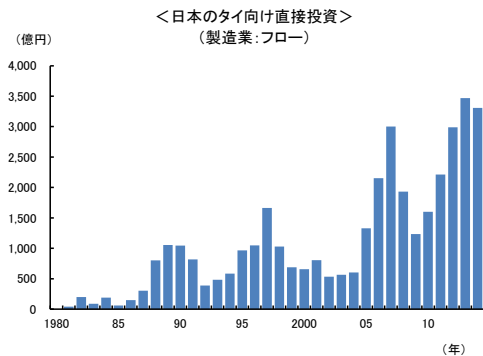
このうち地方経済の活性化では、所得水準の低い 20 県への投資について、業種にかかわらず優遇措置が付与されることになった(右上図)。これらは、バンコク経済圏一極集中による所得格差拡大が近年の政治不安の遠因になっていることに配慮したものであり、ゾーン制が形をかえて復活したものと解釈される。

わが国のタイ向け直接投資(製造業:フロー)は 1985 年のプラザ合意以降急拡大してきた(右下図)。とくに 2010 年以降は政局不安や洪水など、投資にはマイナスに作用する要因があったものの増え続けている。2013 年の製造業の直接投資残高(ストック)は 3 兆 2,648 億円と ASEAN 全体の 4 割を占めている。

賃金は上昇傾向にあるとはいえ、日本の水準に比べれば 5 分の 1 程度であり、中小企業にとっては、タイは引き続き労働集約的な生産拠点として魅力的である。ただし、上述したように労働力の確保が困難になっている点には注意したい。すでにタイで操業している企業にも、タイの生産拠点の生産性を高める一方、中期的には労働集約的な工程を近隣諸国に移転することを検討する企業も現れはじめている。新投資戦略は、タイにおける日本企業の生産拠点の役割を見直す契機となる。



(資料)タイ投資委員会



(注)2014年は1~9月。
(資料)日本銀行、財務省資料より作成

主任研究員 清水 聡

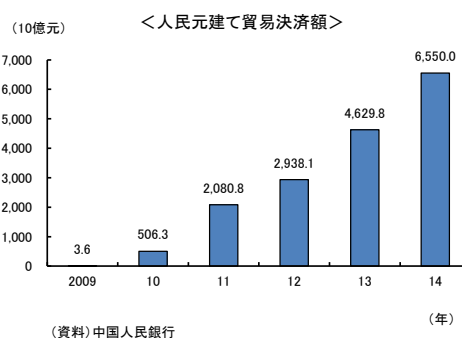
(shimizu.satoshi@jri.co.jp)

人民元の国際化と東京市場の国際金融センター化

人民元の国際化に関しては、当面、着実な進展が続くものと考えられる。東京市場が国際金融センター化を目指すためには、人民元オフショア・センターとしての整備を図ることが不可欠であろう。

■人民元の国際化の進展

中国は、世界金融危機以降、基軸通貨である米ドルへの不信感を基本的な動機として、人民元の国際化戦略を推進している。戦略の柱は、第1に、貿易における人民元建て決済の拡大である。これは2009年7月に本格的に開始され、人民元建て決済額は2009年の36億元から2014年には6兆5,500億元に拡大した(右図)。貿易における人民元建て決済の比率は、約25%に達している。そのほとんどは香港経由で行われており、香港の人民元建て預金残高は2014年末に1兆元を突破した。また、取引の利便性を高めるために人民元と各国通貨の直接交換取引が開始されており、その数は2014年末現在、香港ドル、韓国ウォン、日本円など11通貨に達している。



第2に、人民元の流動性供給を目的とする通貨スワップ協定の締結である。現在、28カ国・地域との間で、計3兆元を超える協定が締結されている。

第3に、クロスボーダー人民元決済を行うクリアリング銀行の指定による、人民元オフショア・センターの設立である。クリアリング銀行の指定は、アジア・欧米の15カ国・地域(香港・マカオ・台湾・シンガポール・韓国・マレーシア・オーストラリア・カタール・タイ・英国・ドイツ・フランス・ルクセンブルク・スイス・カナダ)で実施済みである。

第4に、人民元建て資本取引の自由化である。中国には厳格な資本取引規制が残存しており、その中で段階的に進められている。特に重要なものの一つが、人民元建ての対内証券投資を限定的に認める人民元適格海外機関投資家(RQFII)制度であり、オフショア・センターに蓄積した人民元を中国に還流させる手段となっている。もう一つは、オフショア・センターにおける人民元建て債券の発行である。香港では、2010年7月に中国からみた非居住者の発行が認められ、点心債(Dim Sum Bonds)と呼ばれている。これと同時に人民元の為替取引や銀行間資金貸借が可能となり、香港の為替市場(CNH市場)が形成された。

こうした人民元の国際化は、当面、着実に進展していくとみられるものの、中期的には資本取引規制の存在などが抑制要因となる可能性がある。人民元による証券投資や外貨準備運用の拡大は、投資対象となる中国の市場の規模・安定性・流動性などに依存するためである。現状、資本取引の相当部分は自由化されているが、いくつかの分野に厳格な規制が残されている。例えば、原則として個人は直接海外に投資できないこと、金融機関や一般企業による対外借入れが厳しく規制されていることなどがあげられる。中国が資本取引を完全に自由化するためには、マクロ経済の安定維持、為替レートの柔軟化、合理的かつ柔軟な金利構造の構築、金融システム改革などが前提条件になると考えられ、これらを満たすには相当の時間がかかるとみられる。したがって、自由化は引き続き緩やかなテンポで進められることになるだろう。

人民元の国際化を一段と進展させるには、通貨に対する信認の確立が不可欠である。そのためには、中国の経済成長や貿易の拡大が持続すること、前述の前提条件を満たすことにより資本取引の完全自由化に着実に向かうこと、政治・経済・社会改革を推進して国際的な信頼を確立すること、などが重要となろう。

■アジアにおける人民元の重要性の高まり

BIS（国際決済銀行）の統計によれば、為替取引額（直物取引と派生取引の合計）は2010年から2013年にかけて先進国では33.8%、新興国では71.4%増加した（右表）。その中で、人民元の伸びは249.0%と際立って高く、そのシェアは2013年に2.2%となった。

また、新興国通貨が自国外で取引される割合は、2007年の50%弱から2013年には67.4%に上昇した。南米・中東欧通貨の自

国外取引は基本的に欧米市場で行われており、アジア通貨のみが自国が属する域内（ほとんどは香港・シンガポール市場）で活発に取引されている。人民元の自国外取引比率は2007年の約40%から2013年には72.0%となったが、各通貨の取引額から算出すると、香港・シンガポールで行われている新興国アジア通貨取引の約44%が人民元の取引と試算される。アジアにおいて人民元の存在感が高まっていることは事実であろう。

これは、香港での取引が拡大していることが主因であるが、アジアの経済統合が進む中、域内の最終消費地としての中国の重要性が高まっているため、域内貿易における人民元建て決済の比率が上昇していることも背景にあろう。したがって、今後、域内の為替取引において人民元の存在感はさらに高まることが予想される。また、域内の貿易業者が人民元を入手することによって中国への投資が拡大すれば、域内金融統合が進展することが期待される。

■東京市場の国際金融センター化との関係

日本の成長戦略の議論の中で、「国際金融センター構想」が検討されている。2013年12月に金融・資本市場活性化有識者会合より発表された「金融・資本市場活性化に向けての提言」には、「東京市場におけるアジア各国の通貨の調達環境のさらなる充実を図るとともに、アジア地域全体の市場機能を強化する中で、東京市場におけるクロスボーダーでの債券発行・取引、クロスカレンシー取引の円滑化を図ることが重要である」との記述がある。東京市場において円以外の通貨の取引が相対的に少ない状況に鑑み、多様な通貨による債券や為替の取引を活発化させるために資金・証券決済システムの整備を推進することなどが目標とされている。

こうしたわが国の目標と人民元の国際化の進展状況を踏まえれば、東京が人民元オフショア・センターの一つとなることが重要と考えられる。各オフショア・センターでは、クリアリング銀行の指定に加え、通貨スワップ協定の締結や為替直接交換取引が実現している場合が多い。一部のセンターでは、人民元建て債券の発行やRQFII制度の導入も実施済みである。東京市場では、2012年6月に円対人民元の直接交換取引が開始されたものの、その後の進展は遅れている。東京市場の国際金融センター化を目指すのであれば、早急に人民元オフショア・センターとしての整備を図ることが不可欠であろう。

<店頭外国為替取引の金額(4月の1営業日平均)>

	2007年	2010年	2013年	2010~2013年の 伸び率	全体に占める シェア
新興国通貨	415.7	587.5	1,006.6	71.4	18.8
新興国アジア	236.0	332.9	468.2	40.7	8.8
人民元	15.0	34.3	119.6	249.0	2.2
香港ドル	89.9	94.0	77.4	▲17.6	1.4
シンガポールドル	38.8	56.3	74.6	32.5	1.4
韓国ウォン	38.4	60.3	64.2	6.5	1.2
インドルピー	23.6	37.7	52.8	39.8	1.0
南米	63.7	90.4	220.9	144.3	4.1
中東欧	78.6	126.9	243.3	91.6	4.6
その他	37.4	37.2	74.3	99.6	1.4
先進国通貨	5,984.4	7,173.4	9,599.2	33.8	179.6
米ドル	2,845.4	3,370.0	4,652.2	38.0	87.0
ユーロ	1,231.2	1,550.8	1,785.7	15.1	33.4
日本円	573.4	754.2	1,231.2	63.3	23.0

(資料)"FX and derivatives markets in emerging economies and the internationalization of their currencies," BIS Quarterly Review, Dec.2013.

韓国 原油安で輸出低迷

■輸出は前年割れ

2015年2月の輸出（通関ベース）は前年同月比▲3.4%減少した。旧正月の影響を調整するため1~2月の合計をみても、前年比▲2.0%であった（右上図）。

品目別では、原油価格の低下により石油製品（▲44.1%、前年同月比、以下同じ）や石油化学製品（▲24.2%）が大きく落ち込んだ（石油・石油化学製品を除くと+3.4%）。一方、大規模海洋プラントの輸出により船舶が+127.2%、スマートフォン向け半導体メモリ需要の拡大などにより半導体が+6.9%と堅調に推移した。地域別では、欧州向けが▲30.7%となるなど

多くの地域で前年割れとなったが、米国向けが+7.4%と伸びて全体を下支えした。輸出の減速を受けて、製造業生産は低調に推移している。

こうしたなか、中長期的な輸出拡大に資する中韓 FTA の仮署名が2月25日に行われた（年内発効の見通し）。同時に公表された関税撤廃計画では、韓国側が10年以内に77%（輸入額基準、以下同じ）、20年以内に91%、中国側が20年以内に85%の品目で関税を撤廃することが定められた。関税撤廃に長期間を要するため、短期的な効果は限定的とみられる。

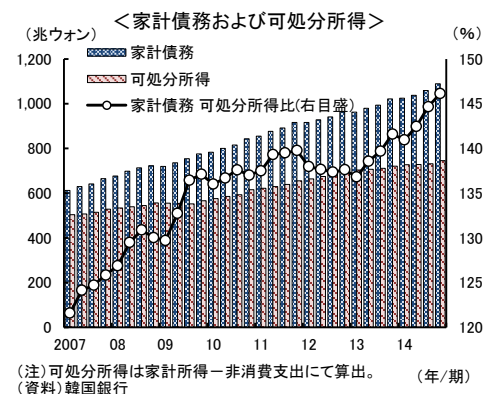
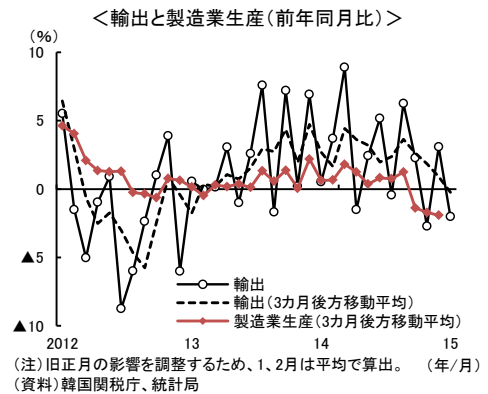
中国側の輸入関税では、自動車や鉄鋼、石油化学製品などの分類で多くの品目が対象外もしくは長期の撤廃期間が設定された一方、食品や衣類では早期の関税撤廃が認められた。そのため、近年韓国が注力する中国消費市場の開拓には追い風になると考えられる。また、開城工業団地（北朝鮮開城市）で製造される310品目が韓国製の認定を受けられることになった。これをきっかけに開城工業団地が活性化するかどうか注目されている。

■さらに増加した家計債務

国内に目を向けると、景気減速で家計所得が伸び悩むなか、家計債務の増加に歯止めがかかっていない。14年12月末の家計債務残高は1,089兆ウォン（前年同月比+6.6%）に達し、その可処分所得比は146.1%と前年同月から+4.5%ポイント上昇した（右下図）。

銀行貸出（含む貯蓄銀行）の伸びが+8.0%とノンバンクを上回っており、14年7月の住宅ローン規制の実質的緩和や8、9月の利下げの影響が持続していると考えられる（詳細は1月号トピックス参照）。金融委員会は、住宅ローンのリスク軽減のため、固定金利および元本返済付ローンの拡大を目指している。14年12月末は、固定金利での借入れが全体の23.6%、元本返済付ローンが26.5%まで上昇し、目標の20%を達成したものの、十分な水準とはいえない。加えて、3月に韓国銀行が追加利下げ（年2.00%→1.75%）に踏み切ったため、今後、家計債務の増加が加速する懸念がある。住宅ローンの生活資金への転用も指摘されており、家計債務に内在するリスクは高まっている。

研究員 大嶋 秀雄 (oshima.hideo@jri.co.jp)



台湾 2014年は+3.7%成長

■10～12月の実質 GDP 成長率は+3.3%

14年10～12月の実質 GDP 成長率(季節調整前)は前年同期比+3.3%(以下同じ)と前期(+4.3%)から減速した(右上図)。

需要項目別の寄与度をみると、純輸出が+1.1%ポイント、民間消費が+1.3%ポイント、政府消費が+0.5%ポイント、総資本形成が+0.6%ポイントであった。食用油の不正事件などを受けて民間消費の伸びが鈍化した一方、新興国におけるスマートフォン(以下スマホ)需要拡大に伴う半導体輸出の増加などを背景に純輸出が増加し、成長をけん引した。

14年通年の実質 GDP 成長率は+3.7%と、11年以来の高い伸びとなった。行政院主計総処は、世界経済の回復により輸出の伸びが見込まれることや足元の国内経済環境を踏まえて、15年の経済成長見通しを+3.8%(11月時点+3.5%)に上方修正した。

■原油価格低下の影響で輸出は減速

15年1～2月の輸出(通関ベース)は、前年比▲1.3%(以下同じ)のマイナスとなった(右下図)。

品目別では、電気製品(+8.8%)や一般機械(+9.5%)は堅調に推移した一方、石油製品(▲48.8%)やプラスチック製品(▲11.3%)などの石油関連製品が大きく落ち込んだ。

もっとも、これらの輸出減少は原油価格急落によるところが大きく、製造業生産は堅調に推移している。15年1月の製造業生産指数は前年同月比+9.7%(以下同じ)上昇した(14年12月は+7.8%)。

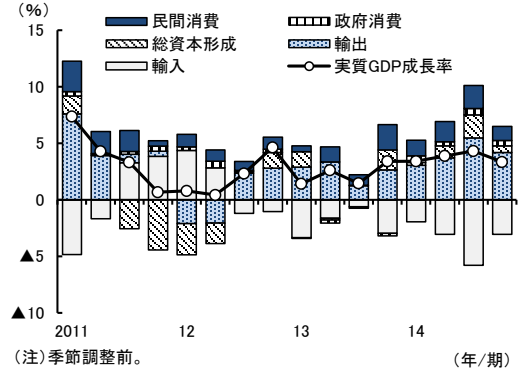
主要産業では、電子機器が+17.3%、機械が+14.4%であった。電子機器の内訳では、半導体が+34.3%と好調であり、新興国におけるスマホ需要の拡大でスマホ向け LSI の製造などが伸びたと考えられる。

国内消費は力強さには欠けるものの底堅く推移している。14年12月の小売売上高は+4.3%で、食品(+3.5%)や衣料品(+11.2%)などが伸びた。消費者の景気の先行きの見方を示す消費者信頼感指数をみると、2月は89.4と4カ月連続で改善し、2001年の調査開始以来最高値となった。雇用環境も改善しており、1月の失業率は3.7%と、前年同月から0.3%ポイント改善し、1月としては過去14年間で最も低い水準となった。

足元の経済が底堅く推移しているのに対し、統一地方選挙での大敗などを受けて馬英九総統の求心力が低下している。自由経済モデル区や対中 FTA 戦略などの重要政策の進捗が遅れており、今後、馬政権が持続的成長に資する政策をいかに実行していくかが注目される。

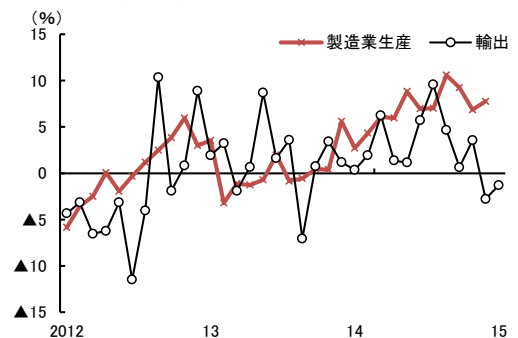
研究員 大嶋 秀雄 (oshima.hideo@jri.co.jp)

＜実質GDP成長率(前年同期比)と需要項目別寄与度＞



(注)季節調整前。
(資料)行政院主計総処

＜輸出・製造業生産(前年同月比)＞



(注)旧正月の影響を調整するため、1、2月は合計で算出。
(資料)財政部、經濟部

タイ 景気は緩やかに持ち直し

■2014年10～12月期の成長率は前年同期比+2.3%

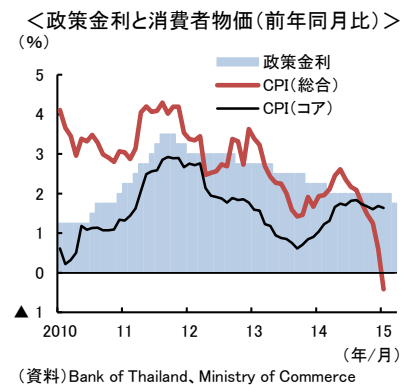
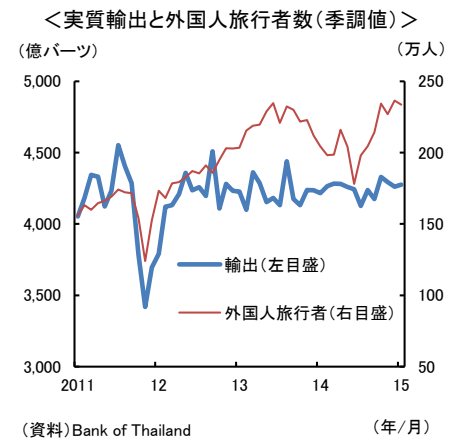
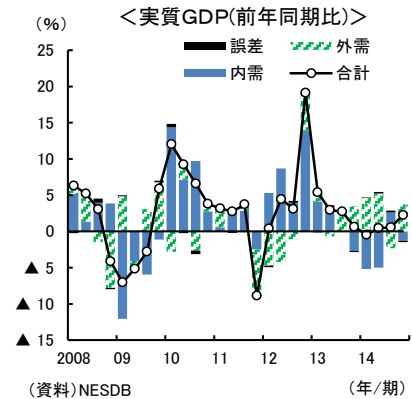
タイでは、2014年5月下旬のクーデターをきっかけに政治情勢が落ち着きを取り戻して以降、緩やかな景気回復傾向が続いている。2014年10～12月期の実質GDPは、輸出の増勢加速を主因に前年同期比+2.3%と、3四半期連続で増勢が加速した(右上図)。なお、輸出の増勢加速は、政治情勢の安定化を受けた外国人旅行者数の持ち直しに伴うサービス輸出が中心であり、財輸出については世界経済の低迷や世界的なHDD(Hard Disc Drive)からSSD(Solid State Drive)への需要シフトなどを背景に低迷が続いている(右中央図)。

他方、内需は、在庫の減少を受けてマイナス成長となったものの、消費マインドの改善や良好な雇用環境が続くなか、消費の増勢は持ち直し傾向が続いている。投資についても、これまで審査が停滞していた大型の外国投資案件が実施に移されることに加え、昨年10月に打ち出されたこれまでの未消化予算の早期執行や2015年度予算(2014年10月～2015年9月)の前倒し執行を含む景気対策の効果が徐々に表れると期待される。このため、景気は当面持ち直し傾向が続き、とりわけ2015年1～3月期は、前年の低成長の反動が出ることもあり、成長率が高まると見込まれる。

■2014年3月以来の利下げを実施

金融政策を取り巻く環境に目を転じると、昨年秋口以降の原油国際価格の下落を受けて各種インフレ指標の伸び率は鈍化傾向が続いている。タイ中央銀行は、物価の安定性度合いの強化に向け、2015年1月から金融政策を決定する際のインフレ・ターゲットを、食料・エネルギーを除く消費者物価指数(目標レンジ:前年比+0.5%～+3.0%)からこれらを含む総合指数(同:+1.0%～+4.0%)に変更した。もっとも、同指数の伸び率は2015年1月にマイナスに転じるなど、足元で目標を大きく下回っていることから(右下図)、中央銀行は3月の金融政策決定会合で政策金利(翌日物レポ金利)を0.25%ポイント引き下げた。今後についても、エネルギー価格の下落を主因にインフレ率が目標を下回り、金融緩和と圧力が強い状況が続くと見込まれる。もっとも、家計債務や不動産価格の抑制も求められているほか、米国の利上げ観測を通じたバツ安に伴う先行きのインフレ懸念にも注意する必要があることから、利下げは慎重なペースで行われることになるだろう。

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



インドネシア 10~12月期、景気減速に歯止め

■政府消費と投資がけん引も、輸出が足かせに

2014年10~12月期の実質GDP成長率は、前年同期比+5.0%と7~9月期(同+4.9%)からわずかながら持ち直しに転じた(右上図)。もっとも、2014年通年の成長率は年前半の下振れを受け+5.0%と、2013年実績(+5.6%)および2014年の政府目標(+5.1%)を下回った。

需要項目別に10~12月期の寄与度をみると、個人消費が+2.8%ポイント(7~9月期:+2.8%ポイント)、政府消費が+0.4%ポイント(同+0.1%ポイント)、総固定資本形成が+1.4%ポイント(同+1.2%ポイント)、輸出が▲1.2%ポイント(同+1.1%ポイント)、輸入が▲0.8%ポイント(同▲0.1%ポイント)と、政府消費と投資が回復したものの、輸出が足かせとなった。

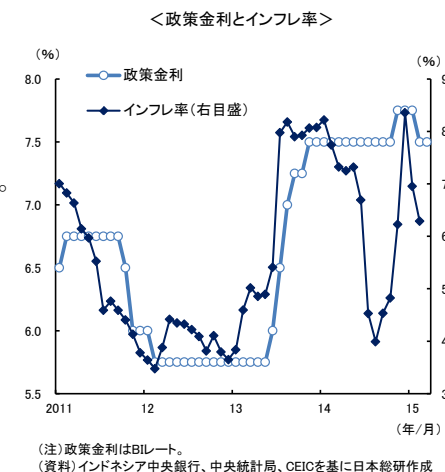
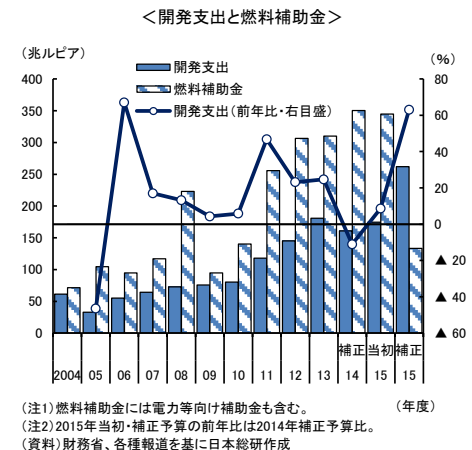
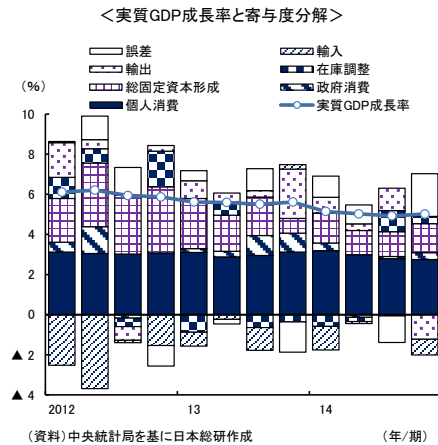
政府消費は貧困層対策支出などの増加を受けたものである。総固定資本形成は、新政権が施政方針に掲げた政策を矢継ぎ早に実施したことに伴い、これまで見合わされていた投資が再開されたことが作用した。一方、輸出は、引き続き、新鉱業法による鉱石輸出の減少や中国景気の減速による石炭輸出の減少が影響した。

■2015年は+5%台半ばの成長に

2015年を展望すると、成長率は+5%台半ばまで上昇すると予想される。

とりわけ、総固定資本形成の拡大が期待される。2月13日に可決された2015年度補正予算では、燃料補助金が約200兆ルピア削減され、そのうち約100兆ルピアがインフラ関連投資に補填されることとなった(右中央図)。また、足元で進んでいる投資窓口の一元化など投資促進策も民間投資を下支えすると考えられる。さらに、インドネシア中央銀行が2月17日に利下げに踏み切ったことも企業の投資マインドにプラスに作用しよう(右下図)。

もっとも、懸念材料も残っている。国会では、反ジョコ派が多数派を占める状態が続いており、今後の法案審議が難航する可能性がある。加えて、2015年後半以降には、米国の利上げも想定されており、通貨防衛に向け中銀が再び金融引き締め動くことも予想される。中国の景気減速や米国の金融政策に目配りしながら、改革を進め、景気回復を確かなものにしていくことが、ジョコ政権の課題である。



研究員 塚田 雄太 (tsukada.yuta@jri.co.jp)

インド 2015年度予算を発表

■基準改定により足元の成長率は約2%ポイント上方修正

2013年後半以降、インドでは、モディ政権の経済改革に対する期待や2014年秋口以降の原油価格の下落などを背景に、消費・投資マインドは改善傾向が続いている。もっとも、インフラ整備や制度改革には時間がかかることや、慎重なペースで金融緩和が進められていることもあり、实体经济の持ち直しペースは緩慢な状況にある。2014年10～12月期の実質GDP（GVA、基本価格）成長率は、第3次産業で増勢が加速したものの、製造業の増勢鈍化を受けて、前年同期比+7.5%と前期（同+7.8%）から鈍化した（右上図）。なお、新基準への基準改定に伴い、足元の実質GDP成長率は旧基準対比約2%ポイント上方修正されている。特に、製造業では、製造業生産指数や旧基準の製造業GDPがマイナス成長となっていた2013年後半から2014年前半にかけて、新基準では+5%前後の成長になるなど統計間に乖離が大きく存在しており（右中央図）、統計のカバレッジや作成方法に起因する景況感の差異に注意する必要がある。

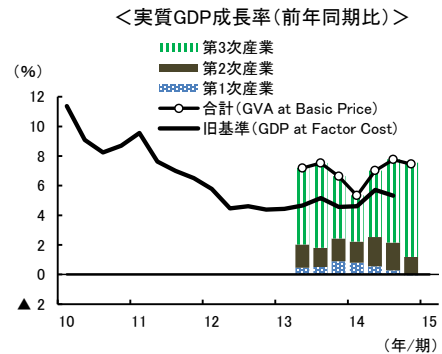
今後を展望すると、各種経済改革の進展を受けた対内直接投資の増加や、インフレ鈍化を受けた段階的な金融緩和などを背景に、耐久財消費や投資を中心に景気の持ち直し傾向が徐々に強まり、成長率は+8%台と新興国のなかでも相対的に高い成長を達成すると見込まれる。ただし、土地収用の困難さなどを背景にインフラ整備の進展度合いは緩慢な状況が続くとみられるほか、抑制気味の財政政策が続くことなどから、成長率の大幅な上振れは期待できないだろう。

■2015年度の財政赤字対名目GDP比は3.9%

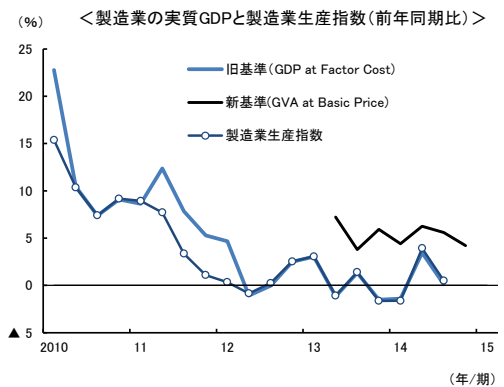
インド財務省は、2月末に2015年度（2015年4月～2016年3月）の中央政府の暫定予算案を公表した。歳出は、輸送・エネルギーインフラ向け支出を大幅に増加したものの、原油国際価格の下落を受けた燃料補助金支出の半減などを受けて、全体では前年度比+5.7%にとどまり、対名目GDP比では小幅な低下が見込まれている。一方、歳入は、インフレ率の鈍化が税収減少に作用するものの、景気持ち直しを受けて同+4.6%となり、財政赤字対名目GDP比は3.9%と前年度（同4.1%）から縮小することが計画されている（右下図）。

今後、対内投資の拡大に向けて法人税の段階的引き下げやインフラ支出の拡大が予定されているものの、2017年度にかけて財政赤字の対名目GDP比を3.0%まで縮小することも計画されており、経済成長と比べると抑制気味の財政政策が当面続くと見込まれる。

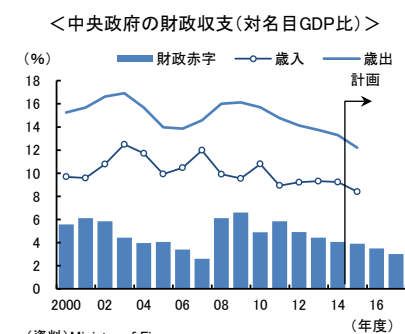
研究員 熊谷 章太郎 (kumagai.shotaro@jri.co.jp)



(資料) Ministry of Statistics and Programme Implementation



(資料) Ministry of Statistics and Programme Implementation



(資料) Ministry of Finance

中国 景気下振れ対策を強化

■基準金利の引き下げを実施

2月28日、中国人民銀行（中央銀行）は、金融政策の変更を発表した。その内容は、①預金金利の上限設定範囲の拡大（基準金利の1.2倍→1.3倍まで可）、②基準金利の引き下げ（1年物の場合、貸出、預金いずれも0.25%ポイント）、の2点である（右上図）。預金金利の上限設定撤廃は、金利の自由化に向けた最後の関門となっており、規制緩和を通じて、自由化に一步近付いたと評価できる。

もともと、内外の注目を集めたのは、それよりも、基準金利の引き下げ（3月1日実施）であった。今回の利下げについて、中国人民銀行は「穏健な金融政策」という現行方針の転換ではないと説明したが、前回の利下げから3カ月ほどしか経っていないうえ、預金準備率の引き下げを2月上旬に実施したばかりであることを勘案した場合、やはり金融面からの景気テコ入れ強化を図ったものといえよう。2月の製造業購買担当者指数（PMI）が49.9と、好不況の目安とされる50を2カ月連続で下回るなど、足元の景気低迷が利下げを促した主因と考えられる。

足元で物価が安定していることから、景気減速に歯止めがかからない場合、企業の資金調達コストの軽減を目的とする金融緩和策の追加も今後想定されよう。資金が設備投資や公共事業に十分行き渡るようになるのか否か、投資関連の指標に加え、株式や不動産市場の動向にも注目する必要がある。

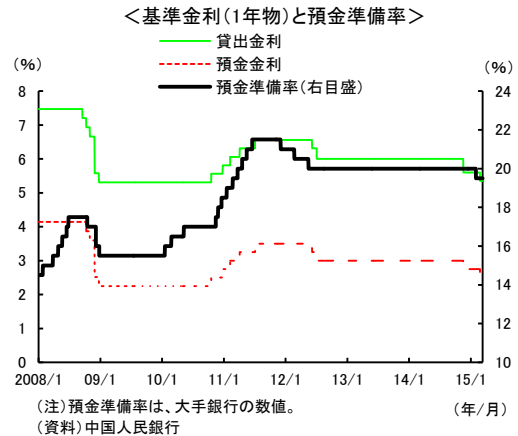
■財政政策による景気下振れ対策も

金融面に加え、財政面からも景気下振れ対策が強化されつつある。2月25日の国務院常務会議では、①企業負担の軽減、②水利プロジェクトの推進を決定した。減税の拡大や予算執行の前倒しが盛り込まれており、財政面からも景気をテコ入れしたいとの政府の意向がうかがえる（右下表）。

半面、推進すべき分野を水利事業に限定したこと、投入資金の大幅な上積みを示す表現は見当たらなかったことから、リーマン・ショック後のような大規模な財政出動に対して、政府はなお慎重姿勢を崩していないとも判断される。

3月5日開催の全国人民代表大会において、李克強首相は財政政策に関する基本方針の継続を表明した。そのため、財政面からの景気下振れ対策は、範囲や規模を限定したものにとどめる可能性が高い。大規模な財政出動に頼らず、景気減速から持ち直すことができるか、習近平政権には方針の一貫性と柔軟な対処能力の両方が問われている。

主任研究員 佐野 淳也 (sano.junya@jri.co.jp)



＜国務院常務会議(2/25)＞

決定項目	主な措置
企業負担の軽減	<ul style="list-style-type: none"> 企業所得税軽減措置（2015年～2017年末まで25%→20%に）の対象を年間課税所得が10万元以下から20万元以下に拡大 失業保険料率の引き下げ
水利プロジェクトの推進	<ul style="list-style-type: none"> 審査および認可の加速、予算執行の前倒し 進捗が遅れているプロジェクトへの督促

(資料)中国政府ホームページ

12. 貸出金利（年平均、月中平均、％）

	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン	中国	インド	ベトナム
2012年	3.25	1.15	0.40	0.25	3.04	3.16	9.18	1.43	4.74	9.48	9.79
2013年	2.72	1.13	0.38	0.25	2.69	3.16	9.18	0.30	5.02	9.33	5.98
2014年	2.49	1.11	0.37	0.31	2.24	3.46	9.18	1.20	5.00	9.07	4.64
2013年12月	2.65	1.10	0.38	0.25	2.41	3.17	9.18	0.00	5.90	9.05	6.54
2014年1月	2.65	1.10	0.38	0.30	2.42	3.24	9.18	0.60	5.88	9.19	7.62
2月	2.65	1.10	0.38	0.31	2.42	3.24	9.18	1.46	5.42	9.63	4.87
3月	2.65	1.10	0.37	0.31	2.28	3.30	9.18	1.00	5.13	9.93	4.32
4月	2.65	1.10	0.37	0.31	2.20	3.30	9.18	1.36	5.11	9.30	5.15
5月	2.65	1.10	0.37	0.31	2.20	3.30	9.18	1.35	4.53	9.09	4.55
6月	2.65	1.10	0.37	0.31	2.20	3.38	9.18	1.04	4.72	8.90	4.46
7月	2.65	1.10	0.38	0.31	2.20	3.50	9.18	1.14	4.74	8.79	4.25
8月	2.51	1.10	0.37	0.31	2.20	3.56	9.18	1.36	4.82	8.92	4.54
9月	2.35	1.10	0.37	0.31	2.20	3.62	9.18	1.24	4.82	8.91	3.94
10月	2.22	1.14	0.38	0.31	2.20	3.69	9.18	1.16	4.64	8.85	3.68
11月	2.14	1.14	0.37	0.31	2.20	3.71	9.18	1.30	4.86	8.67	3.79
12月	2.13	1.14	0.39	0.32	2.20	3.72	9.18	1.42	5.35	8.62	4.55
2015年1月	2.13	1.14	0.38	0.55	2.20	3.81	9.18	1.42	5.11	8.59	4.40
2月	2.12	1.14	0.39	0.58	2.20	3.78	9.18	1.54	5.22	8.63	4.65

13. 株価（年末値、月末値）

	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン	中国	インド	ベトナム
2012年	1,997	7,700	22,657	3,167	1,392	1,689	4,317	5,813	2,376	19,427	414
2013年	2,011	8,612	23,306	3,167	1,299	1,867	4,274	5,890	2,214	21,171	505
2014年	1,916	9,307	23,605	3,365	1,498	1,761	5,227	7,231	3,389	27,499	546
2013年12月	2,011	8,612	23,306	3,167	1,299	1,867	4,274	5,890	2,214	21,171	505
2014年1月	1,941	8,463	22,035	3,027	1,274	1,804	4,419	6,041	2,128	20,514	557
2月	1,980	8,640	22,837	3,111	1,325	1,836	4,620	6,425	2,153	21,120	586
3月	1,986	8,849	22,151	3,189	1,376	1,849	4,768	6,429	2,129	22,386	592
4月	1,962	8,791	22,134	3,265	1,415	1,872	4,840	6,708	2,121	22,418	578
5月	1,995	9,076	23,082	3,296	1,416	1,873	4,894	6,648	2,135	24,217	562
6月	2,002	9,393	23,191	3,256	1,486	1,883	4,879	6,844	2,145	25,414	578
7月	2,076	9,316	24,757	3,374	1,502	1,871	5,089	6,865	2,305	25,895	596
8月	2,069	9,436	24,742	3,327	1,562	1,866	5,137	7,051	2,321	26,638	637
9月	2,020	8,967	22,933	3,277	1,586	1,846	5,138	7,283	2,475	26,631	599
10月	1,964	8,975	23,998	3,274	1,584	1,855	5,090	7,216	2,534	27,866	601
11月	1,981	9,187	23,987	3,351	1,594	1,821	5,150	7,294	2,810	28,694	567
12月	1,916	9,307	23,605	3,365	1,498	1,761	5,227	7,231	3,389	27,499	546
2015年1月	1,949	9,362	24,507	3,391	1,581	1,781	5,289	7,690	3,364	29,183	576
2月	1,986	9,622	24,823	3,403	1,587	1,821	5,450	7,731	3,469	29,362	593

資料出所一覧

国名	発行機関	資料名	備考
韓国	Bank of Korea IMF	Monthly Statistical Bulletin IFS CEICデータベース	貸出金利：C D 3カ月物 株価：K O S P I 指数
台湾	行政院 台湾中央銀行	台湾経済論衡 中華民國統計月報 金融統計月報 CEICデータベース	貸出金利：マネーマーケット90日物 株価：加權指数
香港	香港特別行政区政府統計処	香港統計月刊 香港対外貿易 CEICデータベース	貸出金利：銀行間3カ月物 株価：ハンセン指数
シンガポール	Departments of Statistics IMF	Monthly Digest of Statistics IFS CEICデータベース	貸出金利：銀行間3カ月物 株価：S T I 指数
タイ	Bank of Thailand IMF National Statistical Office	Monthly Bulletin IFS CEICデータベース	貸出金利：銀行間3カ月物 株価：S E T 指数
マレーシア	Bank Negara Malaysia IMF	Monthly Statistical Bulletin IFS CEICデータベース	貸出金利：銀行間3カ月物 株価：K L S E 指数
インドネシア	Biro Pusat Statistik Bank Indonesia IMF ISI Emerging Market	Indicatioe Ekonomi Laporan Mingguan IFS CEICデータベース	貸出金利：SBI貸出90日物 株価：J S X 指数
フィリピン	National Statistical Office IMF	各種月次統計 IFS CEICデータベース	貸出金利：財務省証券91日物 株価：P S E 指数
中国	中国国家统计局 中華人民共和国海関総署	中国統計年鑑 中国海関統計 CEICデータベース	貸出金利：銀行間3カ月物 株価：上海A株指数
インド	Reserve Bank of India CME	RBI Bulletin Monthly Review CEICデータベース	貸出金利：銀行間3カ月物 株価：Sensex指数
ベトナム	統計総局 国家銀行 IMF ISI Emerging Market	各種月次統計 各種月次統計 IFS CEICデータベース	貸出金利：銀行間3カ月物 株価：VN指数