

アジア経済見通し

調査部

目 次

1. アジア全体

- (1) 景気の持ち直しはみられるものの、回復の足取りはなお緩慢
- (2) 緩やかな回復が続く2015年のアジア経済

2. 中国経済

- (1) 景気は減速
- (2) 企業の資金繰り難と利下げ
- (3) 先行き、経済成長率は緩やかに低下

3. インド経済

- (1) 景気を取り巻く環境は足元好転
- (2) 景気の持ち直し傾向が徐々に本格化する見込み

1. アジア全体

(1) 景気の持ち直しはみられるものの、回復の足取りはなお緩慢

A. 増勢鈍化要因が払しょくされず、2014年入り後も景気は減速基調

先進国経済の回復の遅れに、中国の成長鈍化、一次産品価格の下落が重なり、アジア経済は2011年後半以降、減速基調で推移している（図表1）。

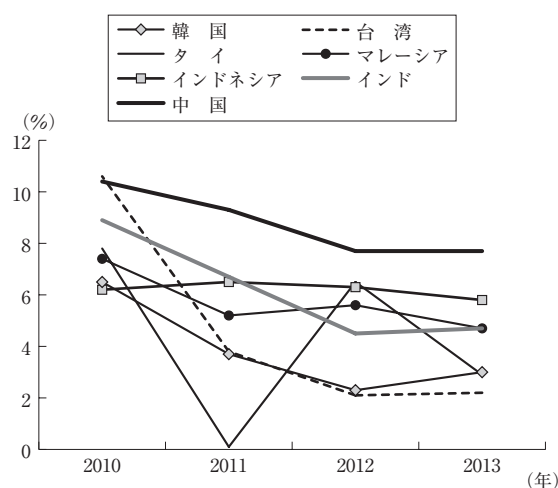
中国経済は2000年代に入り、政府による成長志向の強い経済運営もあって、年平均+10%前後の高い成長率を保ってきた。しかし、ここに来て世界経済の回復の遅れに加え、習近平政権が経済構造の転換を優先し、不動産を含む投資に対して抑制スタンスで臨むようになったことから、実質GDP成長率（以下「成長率」）は2012年、2013年と2年連続して、+7%台にとどまった。その結果、中国の高成長がアジア各国・地域の輸出拡大を促し、生産（機械や造船など）や投資、海運等の需要も押し上げる好循環メカニズムは終息し、むしろ今般の景気減速局面では増勢を鈍化させる要因へと転化した。

インドネシアの石炭輸出量の伸び率低下は、中国経済の成長鈍化が大きく影響した一例としてあげられる（図表2）。インドネシアの輸出（2013年）の約13%は石炭で占められており、その主要輸出先（約28%）である中国経済の減速に伴い、数量ベースの石炭輸出は2014年入り後、前年比▲3%台の減少が続いている。主因ではないものの、これがインドネシアの輸出の低迷、さらには同国の経済成長鈍化の一因となっている。

また、中国をはじめとする世界規模での資源需要の鈍化を受け、パームオイル、天然ゴム、石炭などの一次産品価格は2012年頃から下落傾向をたどっている（図表3）。天然ゴム（タイ、マレーシア）やパームオイル（マレーシア）の生産上位国に対して、価格下落は景気拡大の勢いを弱める方向に作用した。

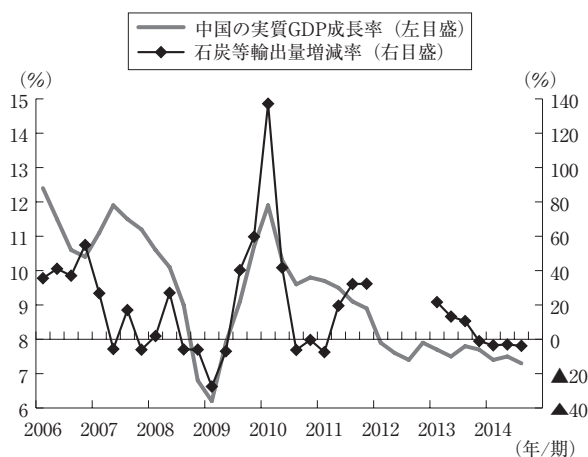
2014年になっても、こうした流れが基本的に解消されなかったことから、年前半を中心に、アジアの景気は総じて減速した。四半期ベース（断りのない限り、以下前年同期比）の成長率で見ると、中国では1～3月期+7.4%、4～6月期+7.5%、7～9月期+7.3%と、+7%台の拡大ペースが続いている

（図表1）主要国・地域の実質GDP成長率



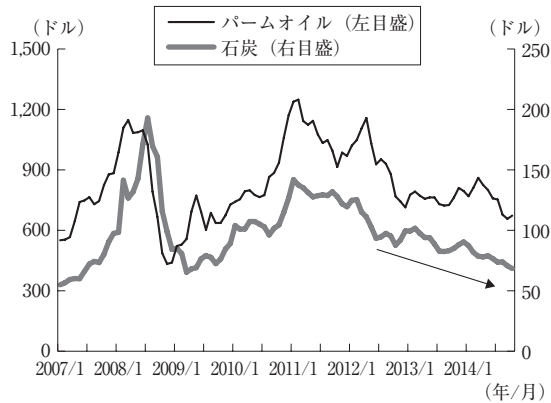
（資料）各国・地域統計

（図表2）インドネシアの石炭輸出量と中国の実質GDP成長率



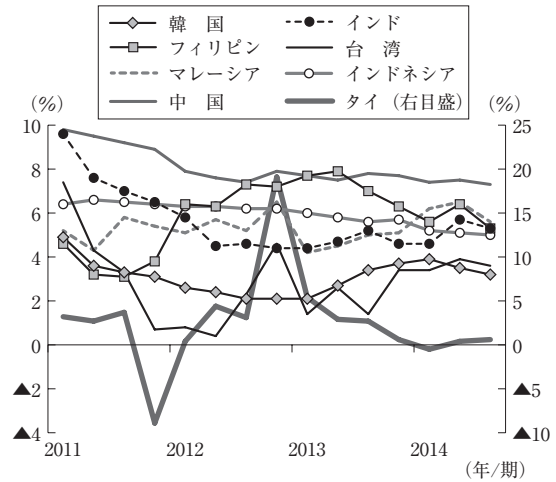
（資料）Bloomberg L.P.、BPSを基に日本総合研究所作成
 （注1）2012年は貿易品目の見直しのため、データ不連続。
 （注2）石炭はSITC2桁32。

(図表3) 一次産品価格



(資料) IMF, *Primary Commodity Prices*
 (注) 各単位当たりの価格。

(図表4) 実質GDP成長率(前年同期比)



(資料) 各国・地域統計

(図表4)。経済の失速回避に向け小規模な対策が講じられたことで底堅く推移する一方、大規模な景気刺激策の実施に慎重な中央政府の姿勢にも沿った結果といえよう。

韓国では、1～3月期は12四半期ぶりの高い伸び(+3.9%)となったものの、4月のフェリー事故後の消費自粛ムードが響き、4～6月期は+3.5%に低下した。

ASEANについてみると、タイでは、洪水復興需要の一巡、前年末からの政局不安定化に伴う公共事業の遅れなどを受け、1～3月期の成長率は▲0.5%と、2011年10～12月期(大規模洪水に見舞われた時期)以来のマイナスを記録した。4～6月期以降はプラス成長に戻ったが、2四半期連続で+1%未満の低水準にとどまっている。インドネシアも、①新鉱業法の施行等による輸出の低迷、②政治的混乱を敬遠した投資の手控えを受け、緩やかながら成長率の低下傾向が続いている(1～3月期+5.2%、4～6月期+5.1%、7～9月期+5.0%)。

インドについては、インフレ沈静化に向けた金融引き締め政策もあって、1～3月期は+4.6%と、2四半期連続で+4%台の成長にとどまった。

B. 政治面からの景気押し下げ圧力は解消へ

年央以降は、冒頭で述べた流れはおおむね変わっていないものの、各国特有の景気減速要因が薄らいだことから、持ち直しの動きもみられている。

例えば韓国においては、消費者信頼感指数の回復が遅れる一方で、7～9月期の民間消費は前期比+1.1%と、2四半期ぶりのプラスとなった。フェリー事故による消費への影響が薄らぐとともに、7月に就任した崔経済担当副首相が積極的な景気対策(「チョイノミクス」)を打ち出したことで、状況は好転しつつある。

タイにおいては、5月にクーデターが発生し、内需の一段の落ち込みが懸念されたが、実権を掌握した国家平和秩序維持評議会(NCPO)および9月に発足した暫定政権は、政治的な混乱を終息させるとともに、経済の正常化に向けた各種措置を実行している(図表5)。一連の取り組みが奏功し、GDPベ

(図表5) タイクーデター後の経済正常化に向けた取り組み

時期	主な内容
5月	コメ担保融資制度の未払い(920億バーツ)の即時解消、LPガス・軽油価格の安定化政策導入
6月	BOI (Board of Investment) による2億バーツを上回る大型投資案件の審査再開、外出禁止令解除
7月	暫定憲法公布、法人税・個人所得税・付加価値税の現行水準の据え置きを決定、2兆4千億バーツのインフラ整備計画(2014~2022年)の承認
9月	プラユット暫定政権発足
10月	予算執行の加速(3,245億バーツ)、農家の所得補償(400億バーツ)を含む景気対策を公表

(資料) 各種報道を基に日本総合研究所作成

ースの民間消費は4~6月期に、総固定資本形成も7~9月期にプラスに転換した。もっとも、内需持ち直しの勢い自体は弱いというえ、回復のけん引役を期待されていた財・サービス輸出が、むしろ一段と減少したことから、+0%台の低成長が続いている。

インドでは、積極的な外資誘致を通じて地元グジャラート州の高成長を導いたモディ氏が首相に就任(5月)した。政権交代による閉塞感の解消やモディ新首相への改革期待などを背景に、主要指標は総じて回復し、4~6月期の成長率は+5.7%に加速した。インドネシアの場合、ジョコ新大統領の就任および閣僚人事の発表(10月)によって政治的混乱が解消され、投資意欲が改善している。

半面、直近の貿易統計をみると、輸出はこれまでの景気拡大局面にみられたような力強さを欠いている(図表6)。タイ以外では、韓国やマレーシアの伸び悩みが顕著である。

政治的な不透明感の払しょくなど、景気回復に向けた明るい兆しは表れたが、中国の成長鈍化、一次産品価格の下落といった増勢鈍化要因を勘案すると、アジアにおける景気回復の足取りはなお緩慢であり、少なからぬ国や地域で2014年の成長率が前年実績を下回ったと予想される。

C. 金融政策では対応分かれる

2014年のアジアの金融政策をみると、引き締め強化と緩和に対応が分かれた。引き締め強化を選んだ

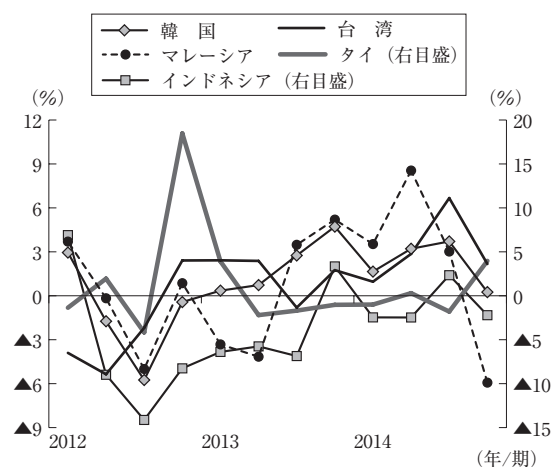
(図表7) アジアの金融政策

	2013年 11月	12月	2014年 1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
韓国										▽		▽	
台湾													
香港													
タイ	▽				▽								
マレーシア									▲				
インドネシア	▲												▲
フィリピン						■	■		▲		▲		
ベトナム					▽								
中国						□		□					▽
インド			▲										

(資料) 各中央銀行、各種報道

(注) ▽は利下げ、▲は利上げ、□は預金準備率の引き下げ、■は預金準備率の引き上げ。

(図表6) 輸出(通関ベース、前年同期比)



(資料) 各国・地域統計、CEIC

(注) 韓国と台湾の最新は、10~11月の前年同期比(タイ、インドネシア、マレーシアは10月の前年同月比)。

国は、マレーシア、フィリピン、インド、インドネシアである（図表7）。いずれも、インフレ対策を最優先し、利上げや預金準備率の引き上げを実施した。インドについては、通貨安の抑制も引き締めの一因となった。

これに対し、景気浮揚の一環として利下げを実施したのは韓国、タイ、ベトナムである。中国に関しては、4月と6月に対象を限定した預金準備率の引き下げを行った後、11月22日に2012年7月以来となる基準金利の引き下げを実施した。もっとも、今般の利下げに関して、中国の金融当局は、中小零細企業の資金調達難を解消するための措置であることを強調し、全面的な金融緩和を意味するものではないと表明している。

(2) 緩やかな回復が続く2015年のアジア経済

2015年のアジア経済を展望すると、景気は持ち直すものの、外需の力強い回復は見込めず、大規模な景気刺激策の実施も想定しにくいなか、成長率は、総じて前年並みか若干上回る水準にとどまる見通しである。

A. 外部環境および域内要因

2015年のアジア経済を見通すに当たり、①アジアを取り巻く外部環境が景気の回復を促すのか否か、②成長率低下をもたらした域内要因が2015年はどうなるのか、の二つがポイントとなる。

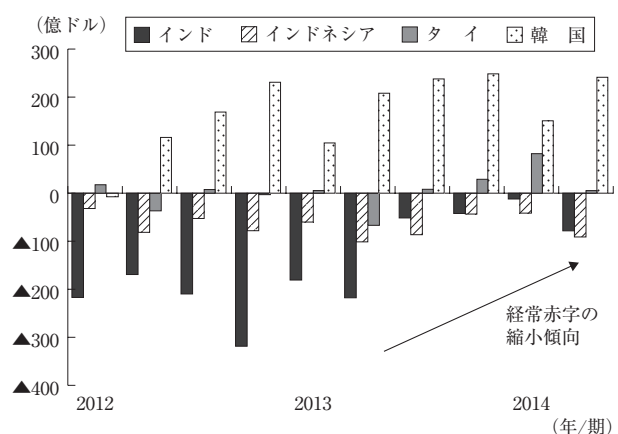
まず外部環境では、アメリカをはじめ、先進国経済の回復が見込まれ、アジア経済には追い風となる見通しである。もっとも、けん引役となるアメリカでは、賃金の伸び悩みで個人消費の力強い拡大が期待しにくく、また、シェール革命やアジアでの人件費上昇等を受けて一部には生産拠点をアメリカやメキシコに移す動きもみられ、かつてのように、アジアからの輸入が大幅に増える状況ではなくなっている。アジアからの輸出の増加ペースは引き続き緩やかにとどまるだろう。

一方、アメリカの利上げに伴う大規模な資金流出が成長下振れリスクとして懸念される。もっとも、QE3（量的緩和政策第3弾）の終了観測が出た2013年5月以降、アジアの経常赤字国では過度な通貨安の是正に向けた引き締め策が実施された結果、赤字幅が縮小傾向を示している（図表8）。

また、1997年のアジア通貨危機当時と比べて、外貨準備高の規模や輸入カバー月数（外貨準備高で何カ月分の輸入を賄うことができるかを算出）も増えている。さらには、日本や欧州の金融緩和がアメリカの利上げによるショックを和らげる役割を果たすと期待されることから、よほど急激な利上げが行われない限り、アジア経済は対応可能であり、影響も限定的であろう。

域内要因について検討すると、2014年のタ

（図表8）四半期別経常収支



（資料）各国中央銀行

イやインドネシア、香港などでみられた政局不安定化あるいは政治的混乱の沈静化に伴い、こうした方面からの景気押し下げ圧力は解消されるであろう。さらに、政治の安定回復に伴う消費および投資意欲の改善、公共事業等の着実な執行も期待できる。

一方、中国経済は、安定雇用を背景に、政府が過剰投資・過剰債務の抑制を継続する見込みである（「中国」参照）。ただし、経済の失速が懸念される場合には、小規模ながらも景気刺激策が講じられる公算が大きく、2015年の成長率は前年を下回るものの、+7%台前半の成長は確保されると見込まれる（2014年は+7.4%、2015年は+7.2%、図表9）。

経済政策の面では、景気浮揚以外に注力しなければならぬ課題が積み上がりはじめており、非常時を除き、財政・金融手段を総動員して成長を押し上げる展開は期待できないと考えられる。

多くのアジア諸国において、財政赤字が続くなかであっても、インフラや社会保障制度の拡充のための資金調達は急務となっており、補助金の削減や税収増などで対応しようとする動きが出ている（図表10）。とりわけ、インドネシア、インド、マレーシアでは、こうした取り組みを近年加速させている。2014年11月に、インドネシアが燃料補助金の削減を実施したのをはじめ、タイでは、格差是正の観点から、固定資産税や相続税の導入を検討している。少なくとも、歳出を闇雲に増やし、財政赤字を拡大させてでも、成長率を押し上げようとする動きは、いまのところ見当たらない。なお、韓国で進められている景気対策は金融面（住宅ローン規制の緩和など）を主とするものである。

金融面においては、インドネシアやフィリピンなど、インフレ対策が優先課題となっており、緩和よりも引き締めを選択せざるを得ない国が少なくない。インドについては、緩和の余地が出てきたものの、アメリカの利上げによる資金流出懸念や物価の高止まりを踏まえれば、緩和は慎重に進められる可能性が高い（「インド」参照）。各地で不動産価格の急騰が指摘されている現状も勘案すれば、2015年のアジア各国・地域において、大規模な金融緩和が実行される可能性は低いと考えられる。

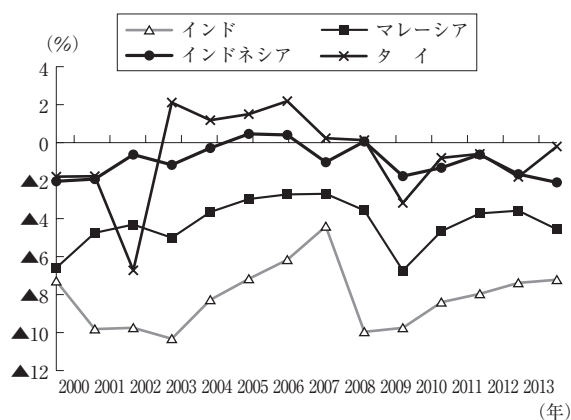
以上を総合すると、2015年のアジア経済は景気の持ち直し傾向が明確化すると期待されるものの、そのペースは緩慢であり、各国・地域の成長率は、総じて前年並みか若干上回る水準にとどまる見通しである。韓国、台湾、香港では、内需がおおむね底堅く推移するとともに、輸出も緩やかな拡大が期待さ

（図表9）アジア各国・地域の成長率実績と予測

	2011年	2012年	2013年	2014年 (予測)	2015年 (予測)
韓国	3.7	2.3	3.0	3.5	3.5
台湾	3.8	2.1	2.2	3.6	3.5
香港	4.8	1.5	2.9	2.3	3.3
タイ	0.1	6.5	2.9	0.6	4.9
マレーシア	5.2	5.6	4.7	5.8	5.0
インドネシア	6.5	6.3	5.8	5.1	5.4
フィリピン	3.7	6.8	7.2	6.0	6.6
ベトナム	6.2	5.3	5.4	5.6	5.7
インド	6.7	4.5	4.7	5.5	6.2
中国	9.3	7.7	7.7	7.4	7.2

（資料）各国・地域統計、予測は日本総合研究所作成
（注）インドは年度（4～3月）、シャドーは予測。

（図表10）各国の財政収支（対GDP比）



（資料）IMF World Economic Outlook, 2014 October
（注）一般政府ベース。

れることから、いずれも前年比+3%台の成長率になるであろう。

ASEANは、投資の持ち直し度合いにばらつきが出るものの、成長率は総じて+5~6%台の水準を達成できる見通しである。タイについては、景気刺激策による押し上げ効果や前年の反動増もあって、成長率は+4.9%と、大幅な加速が見込まれる。

インドは、経済改革の進展や物価上昇の鈍化を受けた金融緩和の余地拡大などを背景に、2015年度の成長率は前年度比+6.2%になる見通しである。

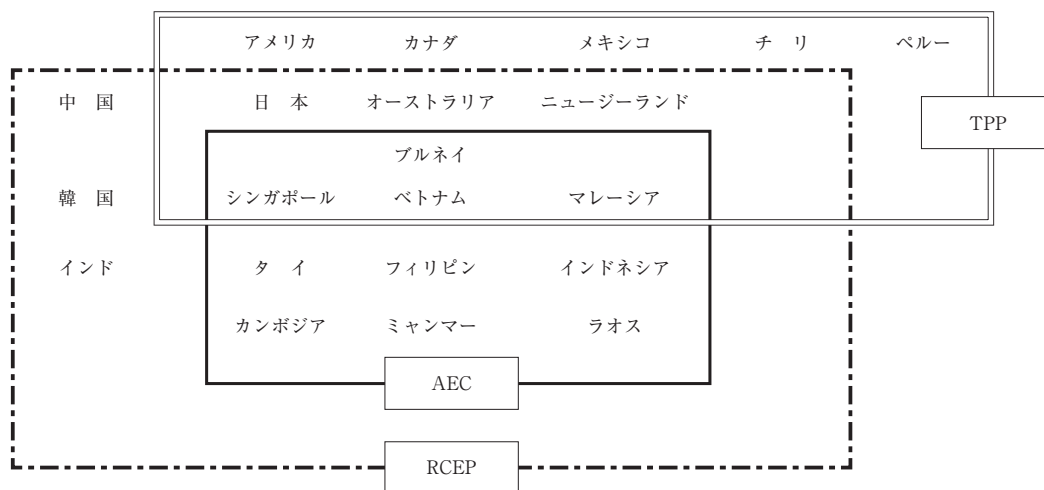
B. 2015年の注目点

中長期的な観点から、2015年のアジア地域で注目すべき事項は以下の3点である。

第1に、AEC（ASEAN経済共同体）など、アジアを取り巻く経済連携の動きである（図表11）。AECが2015年末に予定通り発足した場合、約6億人の巨大経済圏（市場）が始動することになる。CLMV（カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム）の関税撤廃や人の移動に関する規制緩和といった課題は残っているものの、AEC誕生を機に、ASEAN各国を結ぶインフラ計画や生産分業体制の再構築などの動きが一段と加速するであろう。RCEP（東アジア地域包括的経済連携）やTPP（環太平洋経済連携協定）、さらには二国間のFTA（自由貿易協定）の交渉の進展状況にも一層の注意を払う必要がある。

第2に、AIIB（アジアインフラ投資銀行）の設立に向けた動きである。アジア開発銀行（ADB）は、2010~2020年の期間中、アジアのインフラ整備資金として8.3兆ドルが必要との試算を示している。ADB等の既存の枠組みで対応できる規模ではないとの判断から、AIIBの創設準備覚書に、中国以外に20カ国が署名（2014年10月、インドネシアも同年11月に参加表明し21カ国に）した。中国は、2015年末までのAIIBの業務開始を目指しており、今後はその可能性の有無ではなく、発足を前提とし、ADBなどとの役割分担や審査能力の向上、透明性の確保といったアジアの発展に資する方向で検討を進めていくことが求められる。

（図表11）アジアを取り巻く経済連携枠組み



（資料）各種報道

第3は、秋に開催予定の中国の「五中全会」（中国共産党第18期中央委員会第5回全体会議）である。「五中全会」において次期5カ年計画の原案を討議、採択する慣例に従えば、2015年の「五中全会」で「第13次5カ年計画」（2016～2020年）の原案が採択されよう。数値目標や細かい内容は、翌2016年春の全国人民代表大会（国会）で審議され、公開されることになるが、「五中全会」後に公表される原案から、習近平政権が2016年以降構造改革をどのように進めていくのか、生産年齢人口（15～59歳）減少期における経済発展戦略などについての概要が示される見込みである。

2015年は、アジア経済の中長期的な発展を左右する重要な取り組みが大きく動く可能性を秘めた年でもあるといえよう。

主任研究員 佐野 淳也
(2014. 12. 4)

2. 中国経済

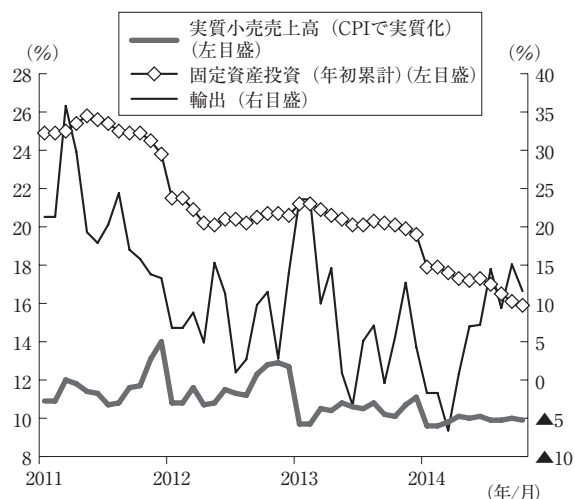
(1) 景気は減速

2014年7～9月期の中国の実質GDP成長率は前年同期比+7.3%と5年ぶりの低い伸びとなった。内訳をみると、輸出が持ち直し、消費は堅調に拡大しているものの、固定資産投資の増勢は鈍化している（図表12）。

とりわけ、不動産開発投資のスローダウンが中国経済のブレーキ要因となっている。1～10月の不動産開発投資は前年同期比12.4%増に鈍化した（図表13）。

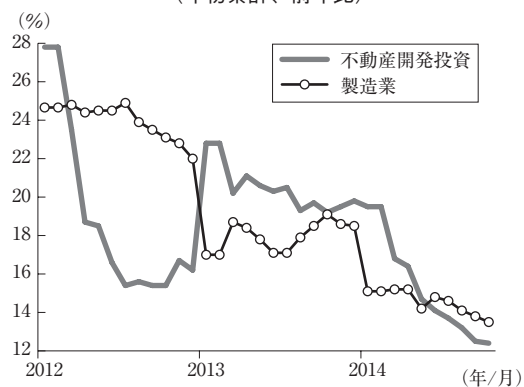
この背景には、当局による不動産価格抑制策が挙げられる。2012年末から住宅価格の上昇が鮮明になるなか、政府は2013年2月からキャピタルゲイン課税強化を含む価格抑制策を打ち出した。そして同年10月23日、北京において住宅購入条件を充足しない住宅売買に対する罰則などを盛り込んだ7項目の政策（通称“京七条”）が発表された。さらに、11月8日、上海において、戸籍を持たない居住者の購入規制強化（納税実績を1年以上から2年以上に引き上げ）などを含む“滬七条”が公布され、11月末から中小都市も価格抑制策を厳格化した。こうした一連の不動産価格抑制策は、家計の住宅価格の上昇期待を弱め、住宅需要の抑

(図表12) 主要月次統計（前年比）



(資料) 海関総署、国家統計局を基に日本総合研究所作成

(図表13) 不動産開発投資と製造業の固定資産投資（年初累計、前年比）



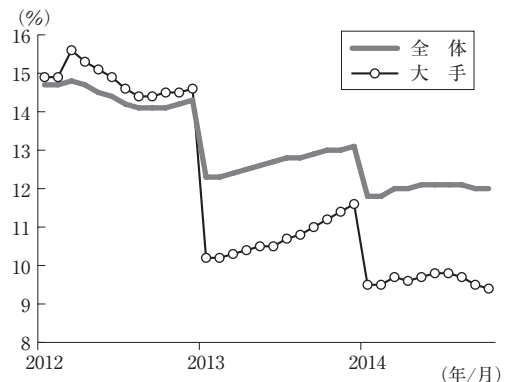
(資料) 国家統計局

制要因になっている。

また、製造業の設備投資も減速傾向である。当局が全面的な金融緩和に慎重な姿勢を崩さないなか、景気の先行き不透明感が強まり、1～10月の製造業の固定資産投資の伸び率は、前年同期比13.5%増に鈍化した。

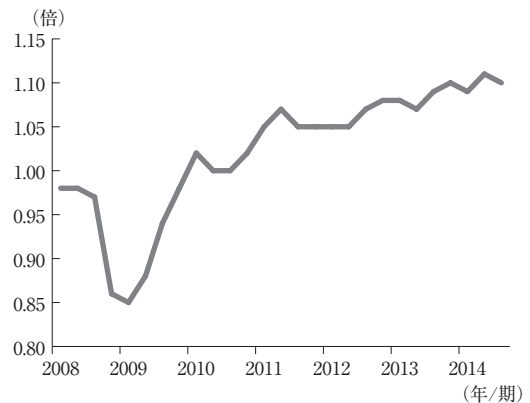
一方で、構造調整は進展しつつある。1～9月の実質成長率（7.4%）の需要項目別寄与度をみると、最終消費が3.6%、総資本形成が3.0%、純輸出が0.8%となっており、消費主導の経済成長が持続している。中間層と低所得層の消費が高い伸びを維持していることが主因である。綱紀粛正に伴う高所得層の消費抑制を受けて、百貨店や高級レストランを含む大手小売業の売上高は低い伸びにとどまっているものの、高所得層の利用が少ない中小小売業は好調に推移しており、小売売上高の総額は2ケタの伸びを維持した（図表14）。この背景には、安定的な雇用・所得環境が指摘できる。求人倍率は1倍以上を保ち、平均賃金は年率10%程度で上昇し続けている（図表15）。このほか、かねてより望まれていた行政の簡素化や地方財政改革、戸籍制度改革に進展がみられたことも評価されるべき点であろう。他方、土地制度改革や自由貿易試験区での規制緩和、金融自由化には大きな進捗がみられていない。

（図表14）小売売上高（年初累計、前年比）



（資料）国家統計局

（図表15）求人倍率（季調値）



（資料）人力资源社会保障部を基に日本総合研究所作成

（2）企業の資金繰り難と利下げ

これまでの住宅市場の調整を受けて、土地売却益に依存してきた地方政府は財政難に直面し、不動産開発企業や鉄鋼メーカー、石炭採掘業などの企業収益は悪化した。そして、2014年1月、大手信託会社の中誠信託が組成した理財商品がデフォルトに直面した。運用先の民営採炭会社は資金を炭鉱の開発などに充てていたが、石炭価格の下落などにより資金繰り難に陥ったためである。期待利回り9.5%～11%にのぼる同商品の販売を手掛けた工商銀行が「期日に元利が返済されないかもしれない」と投資家に連絡し、損失の負担問題が発生した。その後、政府とみられる第三者の投資家が理財商品を買取ることで合意し、支払いが行われたため、デフォルトは回避されたものの、同様な問題は水面下で多発しているとみられる。多くのケースにおいて、地方政府と融資を仲介した金融機関、経営難の企業の3者がそれぞれ損失を被っているとみられる。

こうした状況を受け、不動産価格抑制策の緩和や金融緩和を求める声が強まったため、2014年春頃から中央政府は地方政府の住宅購入規制の緩和を黙認し、住宅ローンに対する規制を緩めるなど、不動産

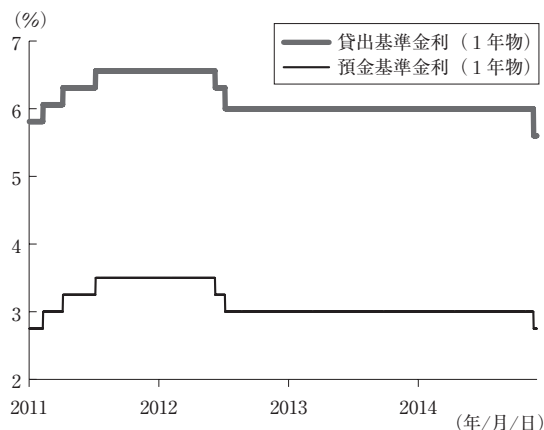
価格抑制策を緩和方向に微修正している。また、金融政策についても、9～10月に中国人民銀行は公開市場操作の金利引き下げや主要銀行と農村商業銀行等に対する総額7,695億元の資金供給を行ったうえで、11月22日に2年4カ月ぶりの利下げを実施した。1年物の貸出基準金利は6.00%から5.60%に、1年物の預金基準金利は3.00%から2.75%に引き下げられた(図表16)。なお、預金金利の上限は1.1倍から1.2倍に引き上げられたため、実際の預金金利は従来通り3.3%まで認められる。

利下げは企業の利払い負担を軽減することができる。当面の連鎖的な企業倒産を回避し、既存のセーフティネットである地方政府や地元の金融機関のバランスシートの悪化を和らげる一方、新たなセーフティネットである預金保険制度の導入を進め、地方財政改革を促進することが可能となる。また、規制緩和を進める時間を稼ぎ、不動産セクターや素材セクター、資源セクターに代わり、eコマースやエンターテインメント、ヘルスケアなどのサービスセクターが、経済成長や雇用創出の柱となることが期待される。

他方、利下げにより不動産開発等の投資が再過熱化し、構造調整が遅れることが懸念される。資金が不動産開発投資に集中する状況が続くこと、過剰投資・過剰債務が深刻化することは、中国経済の中長期的な成長にとってマイナスである。すでに、工事着工時に計上される住宅着工床面積が持ち直しており、今後、工事完成時点で逐次不動産開発投資統計に反映されることで、不動産開発投資の増勢鈍化に歯止めがかかるだろう(図表17)。

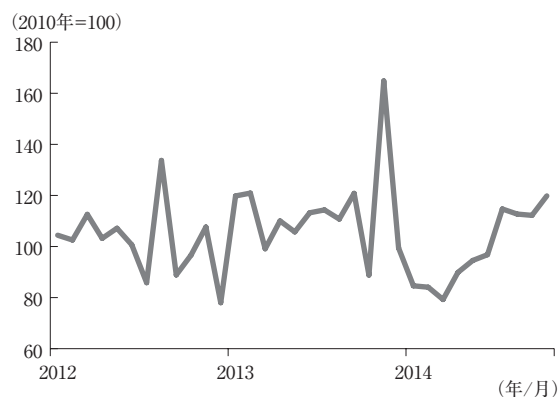
こうしたリスクに対し、中国政府は問題を十分に理解しており、11月21日に利下げを発表した際に、当局は「中小零細企業の資金調達難の解決」が主目的であると説明し、「金融政策の方向性に変化はない」「大規模な景気刺激策は不要である」と不動産開発等の投資再過熱を警戒するスタンスを崩していない。政府は不動産開発投資に依存し

(図表16) 政策金利



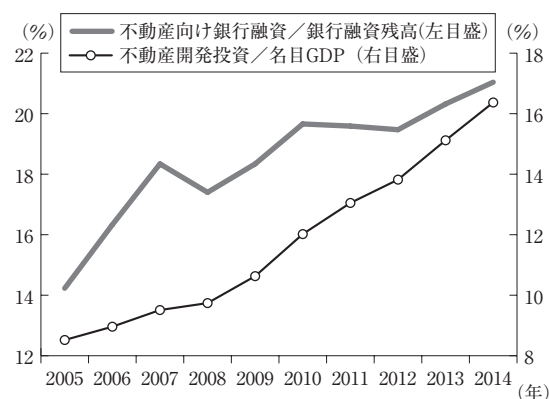
(資料) 中国人民銀行

(図表17) 新設住宅着工床面積 (季調値)



(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成

(図表18) 不動産向け融資と不動産開発のシェア



(資料) 中国人民銀行、国家統計局を基に日本総合研究所作成
(注) 直近値は2014年9月末の値。

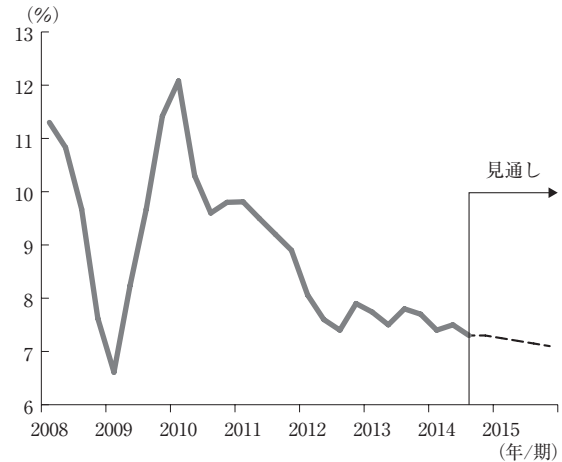
た経済成長から脱却するために、再過熱の兆しがみられた時点で、再び抑制的な政策をとる見通しであり、不動産開発投資が再び年率20%超のペースで拡大する可能性は小さいだろう（図表18）。

(3) 先行き、経済成長率は緩やかに低下

景気全体についてみると、経済成長率に一進一退の動きがあるものの、総じてみれば低下トレンドとなる見通しである（図表19）。第1に、政府が構造調整を重視して過剰投資・過剰債務の抑制を図るなか、固定資産投資は伸び悩む可能性が高い。不動産開発投資については、上記の通り抑制される見通しである。今後、2015年の成長率目標は7%に引き下げられ、銀行融資とM2の伸びは低水準に抑制されると見込まれる（図表20）。2012年6、7月の利下げ後にみられたように、資本コストが低下しても、必ずしも固定資産投資の増勢が急加速する訳ではない。投資プロジェクトに対する行政の関与が大きく、かつ、間接金融を主とする中国では、産業政策や窓口指導が投資の動向を大きく左右する。

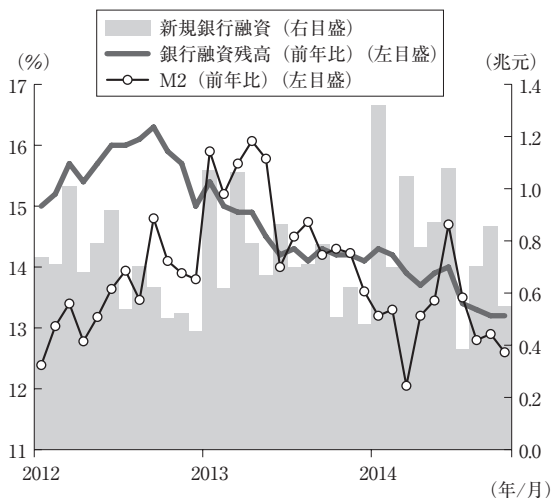
第2に、高所得層の消費は一段と鈍化する見通しである。住宅価格の下落が続くなか、家計の資産価値は目減りしている（図表21）。加えて、国有企業改革が期待所得を引き下げると考えられる。中央政府は国有企業改革の一環として、国有企業幹部の年俸に上限を設けることを検討している。国有銀行では、60万元が上限になるとの見方もある。国有銀行のトップマネジメントの年俸は200万元程度であることを踏まえると、年俸の引き下げ幅は最大7割に達する。今後、高所得者層の消費者マインドが大幅に悪化し、外資ブランドの耐久消費財の販売や旅行などのサービス消費が冷え込む恐れもある。

(図表19) 実質GDP成長率（前年比）



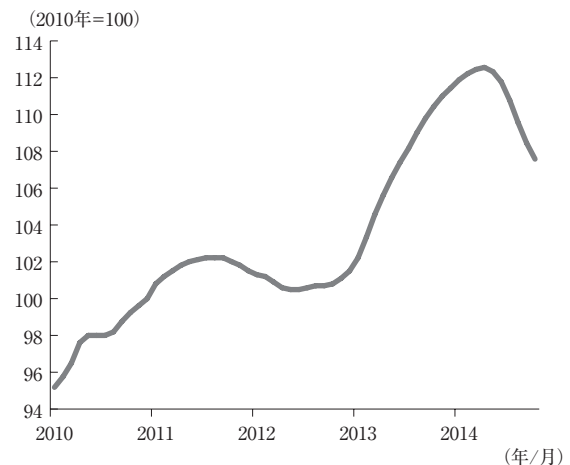
(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成

(図表20) 銀行融資とM2



(資料) 中国人民銀行

(図表21) 主要70都市の新築住宅価格



(資料) 国家統計局、ロイター社の算出値を基に日本総合研究所作成

第3に、輸出の増勢加速も期待できない。元高の進展や人件費の上昇を背景に、中国製品の価格競争力は低下しつつある。世界経済は総じてみれば緩やかな回復基調をたどるとみられるが、EUのデフレ懸念やアメリカの利上げなど世界経済を取り巻く環境は不透明である。アジア諸国に資本流出が発生すれば、中国のアジア向け輸出は頭打ちとなるリスクもある。総じてみると、輸出の景気けん引力は低下すると予想される。

なお、経済成長率に急低下するリスクがあれば、当局は追加の景気刺激策を打ち出す公算が大きい。先行き、投資許認可の簡素化などの規制緩和を主軸にしつつ、必要に応じてインフラ投資を拡大する公算が大きい。中央財政は健全であり、政策の発動余地は大きい。このほか、消費拡大に向けて、土地・戸籍制度改革を進めていく見通しである。農村住宅の私有化が順調に進めば、農村と都市の資産格差が縮小し、農村部の消費が拡大すると期待される。また、農村の住宅を売却し、都市に移り住む動きも予想され、このような非農業部門への労働力シフトは、マクロでみた労働生産性の向上と所得水準の上昇に寄与し、ひいては個人消費の押し上げ要因になる。

以上より、経済成長は減速するものの、減速ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。2014年の実質成長率は7.4%、2015年は7.2%と予想される。

研究員 関 辰一

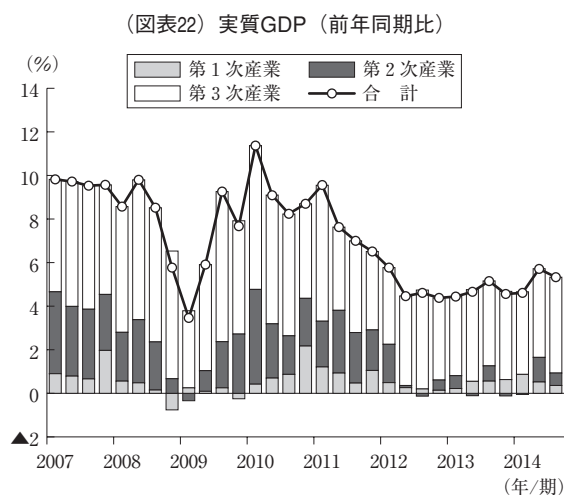
(2014. 12. 1)

3. インド経済

(1) 景気を取り巻く環境は足元好転

2011年後半以降、インドでは、ルピー建て原油価格の上昇や構造改革の遅れなどを背景に、景気の低迷が続いてきた。しかし、2014年4～5月の下院総選挙で中道右派のBJP（インド人民党）が単独過半数の議席を獲得し、経済改革や外資誘致に積極的なモディ氏が首相に就任して以降、景気の先行きに対する見方は大きく変化しており、株価や消費・投資マインドの改善傾向が続いている。もっとも、行政手続きの簡素化や外資規制の緩和といった、新政権発足以降に実施された一部の改革の効果が顕在化するのには時間がかかることに加え、インフラ整備や抜本的な制度改革も途上にあることから、実体経済は依然として本格的な持ち直しには至っていない。実質GDP（要素コストベース）成長率は、消費・投資マインドの改善などを背景に、4～6月期は前年同期比+5.7%と2012年1～3月期以来の高成長となったものの、7～9月期は製造業の増勢鈍化を主因に同+5.3%と鈍化している（図表22）。

金融政策を取り巻く環境については、昨年秋口

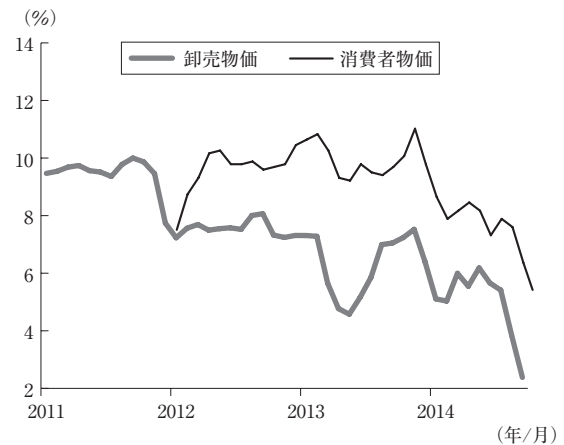


(資料) Ministry of Statistics and Programme Implementation

以降のルピー高や内需の低迷を背景にインフレ率が鈍化傾向にある。加えて、ウクライナや中東情勢緊迫化に伴う供給減少懸念の後退、中国経済の減速懸念などを受けて国際原油価格が夏場以降大きく下落しており、金融緩和の再開に向けた環境が整いつつある。10月の消費者物価の伸び率は、前年同月比+5.5%と中央銀行の目標（2016年1月に+6%以下）を下回る水準まで鈍化しており（図表23）、卸売物価の伸び率も2009年10月以来の低い水準となっている。なお、昨年の天候不良を背景とした玉ねぎ類の価格高騰の反動が表れていることも足元の食料品価格の鈍化の一因となっている（図表24）。11月末のOPEC会合での減産見送りをを受けて原油価格が一段と下落しているほか、同月末に公表された7～9月期の実質GDP成長率が前期から鈍化したことなどから利下げ観測が高まっている。12月初頭の金融政策決定会合では、インド中央銀行は、足元の原油下落が一時的なものか基調的なのものであるのかの判断には今しばらくの時間が必要であることや、アメリカの利上げや景気の持ち直しに伴う経常収支赤字の再拡大に伴うルピー安リスクも残存していること

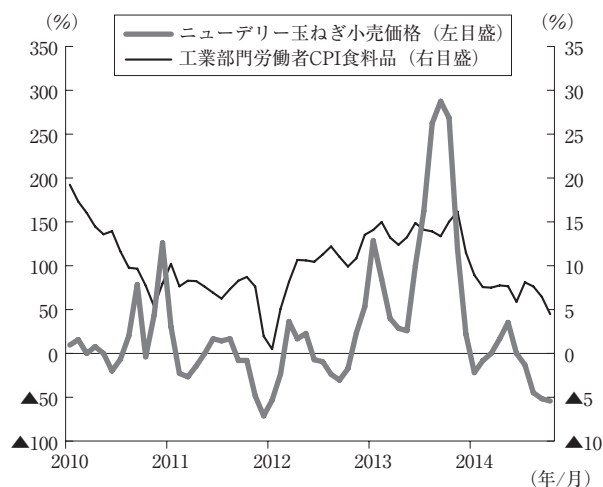
などを背景に、政策金利（レポレート、リバース・レポレート）を据え置いた（図表25）。もっとも、会合後の声明で、足元のインフレの鈍化傾向が続けば、2015年初頭に利下げを行う可能性について言及しており、先行きのインフレ圧力を睨みながらも段階的な利下げが行われると見込まれる。当面は金融緩和およびその効果の発現は期待できないことから2014年度（2014年4月～2015年3月）の景気の持ち直しペースは緩慢な状況が続くと見込まれ、実質GDP成長率は前年度比+5.5%と前年度（同+4.7%）から小幅な持ち直しに

（図表23）卸売物価・消費者物価（前年同月比）



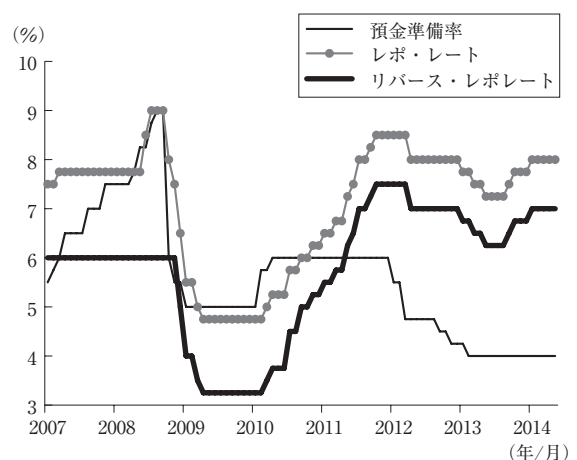
（資料）Reserve Bank of India, Ministry of Commerce

（図表24）玉ねぎ小売価格とCPI食料品（前年同月比）



（資料）Department of Consumer Affairs, Labour Bureau Government of India を基に日本総合研究所作成

（図表25）政策金利



（資料）Reserve Bank of India

とどまると見込まれる。

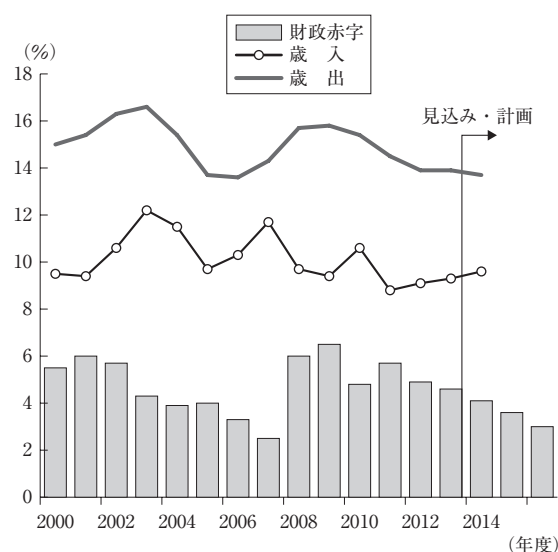
(2) 景気の持ち直し傾向が徐々に本格化する見込み

2015年度のインド経済を展望すると、①インフラ整備や各種規制の緩和を含む経済改革の進展、それに伴う対内直接投資の拡大、②インフレ率の鈍化を受けた金融緩和の再開などを背景に、景気の持ち直し傾向が徐々に強まると見込まれる。もっとも、ビジネス環境の改善に向けて求められる経済改革は多岐にわたる一方、様々な障壁が存在することから、改革は段階的に進められる公算が大きい。また、金融緩和についても先行きのインフレ圧力を睨みながらの慎重な利下げになる結果、金融緩和による耐久消費財や投資の押し上げ効果も限られると見込まれる。そのため、景気の回復ペースの大幅な加速も期待しにくく、2015年度の成長率は前年度比+6.2%になると見込まれる。

経済政策に関する2015年度の注目点は以下の通りである。まず、インフラ整備では、製造業比率の上昇を通じて雇用創出を目指す観点から、輸送・エネルギー関連のインフラ整備を重点的に進める方針が示されており、日印の共同開発事業であるDMIC (Delhi-Mumbai Industrial Corridor) やCBIC (Chennai-Bangalore Industrial Corridor)、デリー・ムンバイ・チェンナイ・コルカタを結ぶ道路網である Golden Quadrilateralなどの整備の進展が期待される。一方で、財政赤字の削減も喫緊の課題となっており、2014年7月に公表された予算案においても、前政権と同様2016年度までに中央政府の財政赤字を対名目GDPで3%以内に縮小する方針を示していることを踏まえると(図表26)、インフラ整備は必ずしも順調に進まない可能性がある。厳しい予算制約のなか、政府は、補助金の削減など5カ年計画に含まれない非計画予算の経常支出の削減や国営企業の資産売却を中心に財政再建を進めるとともに、PPP (Public Private Partnership) を活用することを計画している。また、投資の円滑化に向けて、土地収用法の改正や建設・不動産業の外資規制の緩和も積極的に進めている。もっとも、土地収用に際しては住民との間での高い合意率(土地関係者の最低80%)が必要であるとともに、代替用地の確保や高額な土地補償額(都市部:市場価格の2倍、農村部:同4倍)の支払いが必要なことから、容易に進まない状況が続いており、これらの施策がどこまで円滑に機能するかが大きなカギを握るだろう。また、各種行政処理の電子化などを通じた汚職対策の遅れも引き続き、インフラ整備の遅延要因となり続けるだろう。

税制改革では、州間で異なる税体系を統一するGST (Goods and Services Tax) の導入に向け前進できるかどうか最大の注目点となろう。GSTの導入はインド全州への事業展開を狙う外国企業の投資を促すとともに、州間の競争活発化を通じて生産性の向上やインフレ率の鈍化にも作用すると見込まれる。一方、州政府の課税権限の低下に

(図表26) 財政赤字(対名目GDP比率)



(資料) Ministry of Finance

つながることから、中央政府と州の協議が難航する可能性がある。モディ政権発足後初の州議会選挙となった2014年10月のハリヤナ州とマハシュトラ州の選挙では、BJPが長年政権を担ってきた国民会議派から第一党を奪取するなど、地方レベルでもBJPを支持する動きが続いているが、こうした動きが2015年にかけても続くかどうかがかぎとなろう。

他方、解雇規制を含む雇用改革については、モディ首相自身も雇用への悪影響の観点から消極的な態度を示しているほか、そもそも上院や州政府に強い権限があることから、大きな進展はみられないと見込まれる。

一連の改革の行方は2016年度以降の成長率に大きな影響を与えることになるだろう。

研究員 熊谷 章太郎

(2014. 12. 4)