

アジア経済見通し

—一部で減速するものの、安定成長が続く—

調査部 環太平洋戦略研究センター

目 次

1. はじめに
2. 2011年のアジア経済
 - (1) 景気は緩やかに減速、一部で減速傾向強まる
 - (2) インフレ率は総じてピークアウト
3. 2012年のアジア経済
 - (1) 一部で減速するものの比較的高い成長に
 - (2) 影響が懸念されるタイの洪水、欧州の債務危機
4. 中国経済
 - (1) 景気は減速
 - (2) 欧州債務問題の深刻化がリスク
 - (3) 比較的高い成長を維持する見込み
5. インド経済
 - (1) 2011年度の実質GDP成長率は7.6%の見込み
 - (2) 2012年度の実質GDP成長率は8.2%を予測
 - (3) 景気回復に対するリスク要因

1. はじめに

世界経済後退の影響によりアジア諸国では2008年秋口以降輸出が急減し、景気が悪化した。各国政府の景気対策に支えられて回復に向かった。とくに中国における積極的な内需拡大策の実施に伴い対中輸出が急回復し、2009年半ば以降回復傾向が強まった。その後、世界経済の回復に伴い輸出の増勢が強まるとともに、所得・雇用環境の改善に支えられて消費が拡大したことにより、2010年前半は極めて高い成長となった。

2010年半ば以降内外需の拡大に支えられて総じて安定成長が続いてきたが、インフレ圧力の増大とその抑制を目的に実施された利上げの影響に、東日本大震災の影響によるサプライチェーンの寸断と世界経済の減速が重なり、一部で景気減速感が強まっている。また最近では、タイの洪水の影響が各国に及んでいるほか、欧州の財政・金融不安を契機に新興国からの資金引き揚げが生じるなど、景気の先行きは不透明感を増している。世界経済が減速するなかで、いかに安定成長を遂げるかが各国の今後の課題である。

以下では、アジア経済全体の現状と展望を行い、次に中国経済、インド経済についてやや詳しく検討する。

2. 2011年のアジア経済

アジア経済は内外需の拡大に支えられて安定成長を続けてきたが、足元では世界経済減速の影響により一部で減速傾向が強まっている。欧州の財政・金融不安も影を落としている。

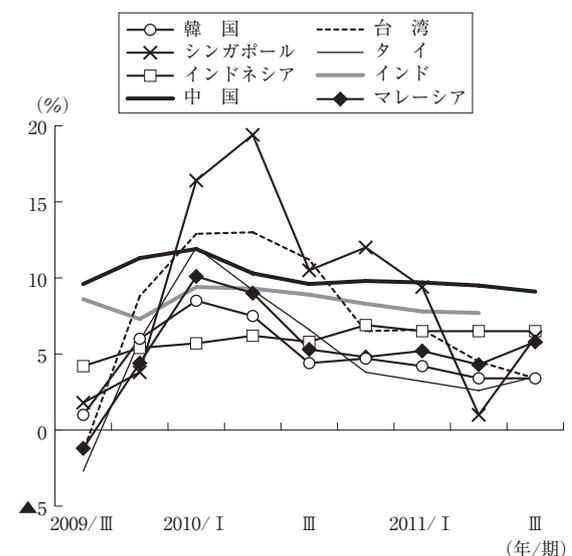
(1) 景気は緩やかに減速、一部で減速傾向強まる

アジア経済はリーマン・ショック後の景気の

落ち込みから急回復し、2010年は極めて高い成長率となり、とりわけシンガポール、台湾、中国では2桁の成長を記録した。2010年半ば以降それまでの高成長の反動で成長率は低下しつつも、総じて安定成長を続けてきた（図表1）。3月11日に生じた東日本大震災の影響も限定的にとどまった。

足元をみると、引き続き高い成長を維持する国がある一方、一部で減速感が強まるなど、国・地域によりばらつきがみられる（図表1）。

(図表1) 実質GDP成長率（前年同期比）



(資料) 各国統計

中国やインドネシアは内外需の拡大に支えられて2011年7～9月期も前年同期比（以下同じ）9.1%、6.5%と比較的高い成長となった。マレーシアでは消費が7.9%増と著しく拡大したことにより、前期の4.3%を上回る5.8%の成長となった（東日本大震災の影響が薄れた効果も）。消費の拡大には、後述する一次産品価格上昇に伴う所得の増加が寄与している。タイでは3.5%の成長となったが、洪水の影響により10～12月期はマイナス成長となる可能性が高い。

インドの4～6月期の実質GDP成長率は7.7%と比較的高い成長となったが、相次ぐ利上げの影響で景気は減速傾向にある(後述)。

他方、輸出依存度が高く、IT(情報技術)機器や電子製品などが主力産業となっているシンガポールや台湾、韓国などでは輸出の減速により、成長率は低下傾向にある。台湾では7～9月期の実質GDP成長率が前年同期比で4～6月期の4.5%を下回る3.4%、前期比年率換算で▲0.6%となった。韓国では前年同期比は4～6月期と同じ3.4%であったが、前期比は0.9%から0.7%へ低下した(韓国の7～9月期は速報値)。

輸出(通関ベース)の動きをみると、四半期ベースでは2010年1～3月期から2011年7～9月期まで2桁の伸びが続いているが、資源関連の輸出が好調なインドネシアを除き、全体として減速傾向にある(図表2)。月次ベースでは、台湾で8月、9月、韓国で10月(速報値)に前年同月比1桁の伸びへ低下するなど、最近になり減速傾向が強まっている。またタイでは洪水の影響で多くの工場が生産停止を余儀なくされ

た結果、10月(速報値)は0.3%増にとどまった。

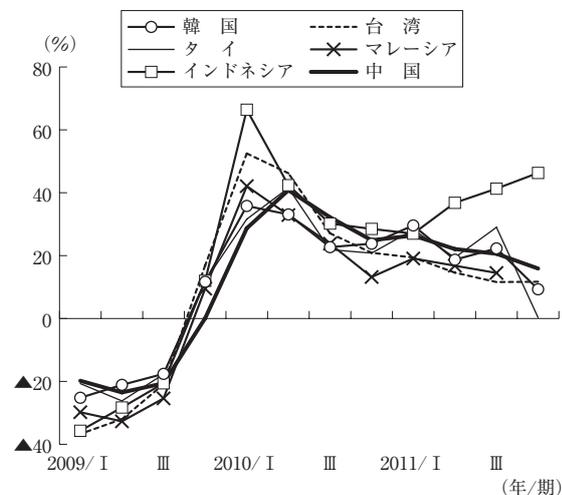
世界経済減速の震源地は欧州である。欧州では債務危機が再燃し、それが実体経済の悪化につながっている。今後の財政再建策の実施や金融機関の貸し渋りの影響により、景気後退リスクが高まっている。欧州委員会は11月10日、ユーロ圏17カ国の実質GDP成長率予測値を2011年1.5%、2012年0.5%と発表した。アメリカ政府も9月1日に発表した年央経済見通しで、2011年の実質GDP成長率予測値を1.6%と、2月の予算教書発表時の3.1%から大幅に下方修正した。

先進国の景気減速に加えて、これまで輸出を牽引してきた新興国経済も減速している。インフレの加速を受けた政策金利引き上げの影響に、世界経済減速の影響が重なったことによる。景気減速の兆しが強まったことを受けて、ブラジル中央銀行は8月に続き、10月にも利下げを実施した。ブラジル政府は11月18日、2011年の実質GDP成長率見通しを従来の4.5%から3.8%に下方修正した。

中国の輸出動向をみると、欧米向けが全体を下回る伸びとなっているほか、ASEAN、BRI(ブラジル、ロシア、インド)、ラテンアメリカ向けも減速傾向にある(図表3)。中国の輸出減速に伴い、部品や原材料を供給しているアジア諸国の対中輸出が減速している。台湾企業は生産拠点多くを中国に移転しているため、世界的な需要低迷は対中輸出の伸び悩みとして表れる。世界的に薄型テレビ需要が一服したことで中国の「家電下郷(家電を農村に)プロジェクト」の効果が薄れたことを受けて、液晶パネルが2010年9月以降、前年割れとなったのに続き、電子機器も減速傾向にある(図表4)。

輸出の減速に伴い設備投資の拡大ペースが鈍化傾向にあるが、地域(都市)開発や国をまた

(図表2) 主要国の輸出伸び率(前年同期比)



(資料) 各国統計

(注) 2011年IVは10月のみ。

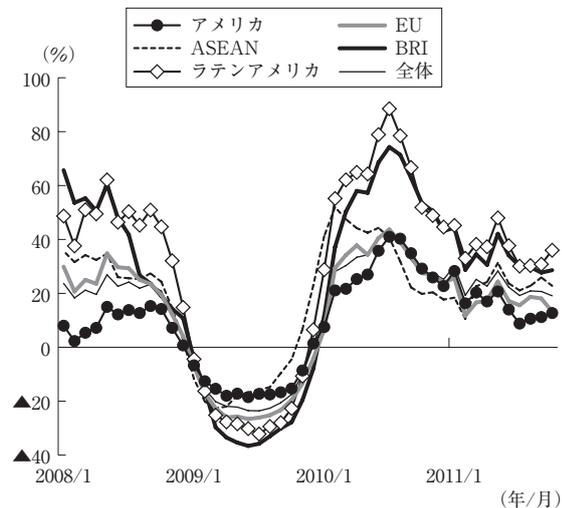
ぐ広域開発、輸送網の整備などが各国で進められており、こうしたインフラ投資が固定資本形成の増加につながっている。

中国では西部大開発や東北振興などの地域開発が本格化しており、インドでは物流網の整備を目的とした幹線道路の建設、港湾能力の拡充、各港湾と主要工業団地を結ぶ道路網の整備などが進められている。インドネシアでもインフラ整備に力が入れている。また消費の拡大に

誘発された投資も活発化しており、コーヒー、サンドイッチ、衣料品などの専門店のほかに、コンビニやドラッグストア、総合スーパーなどの出店が相次いでいる。

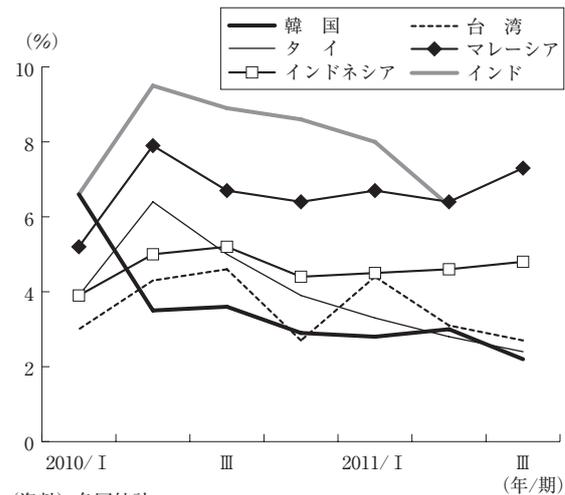
消費の動きをみると、マレーシアとインドネシアではここに来て増勢が強まっているのに対して、それ以外の国では総じて減速傾向にある(図表5)。一部の国で消費が拡大している一因に、一次産品価格の上昇・高止まりがある(図表6)。現在、天然ゴムの生産上位国はインドネシア、タイ、マレーシアで、オイルパームに

(図表3) 主要国・地域向け輸出
(前年同月比、3カ月後方移動平均)



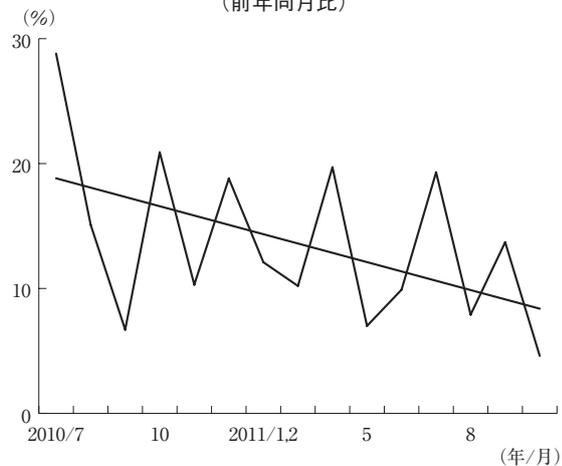
(資料) 海関統計、CEICデータベース
(注) 最新は2011年10月(ラテンアメリカは2011年9月)。

(図表5) 民間消費の伸び率(前年同期比)



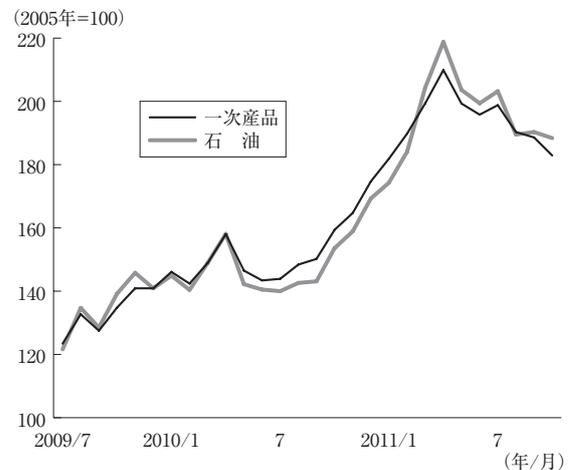
(資料) 各国統計

(図表4) 台湾の対中国・香港向け電子機器輸出
(前年同月比)



(資料) 台湾財政部
(注) 旧正月の影響を除くため、1、2月は合計。

(図表6) 一次産品価格の推移



(資料) IMF, Primary Commodity Prices

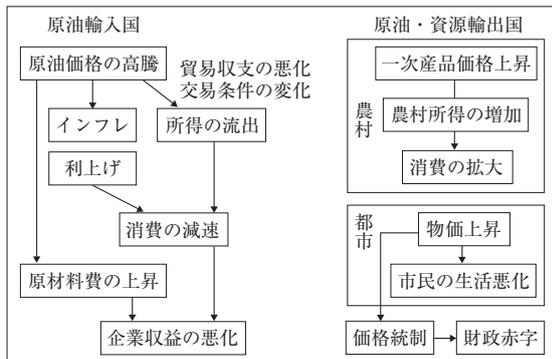
関してはインドネシアとマレーシアで全体の8割以上を占めている。一次産品価格の上昇は資源国や農村部の所得の増加につながっている。

また、アジアの消費拡大を支えている要因として「中間層」の増加が指摘できる。インドネシアでは2010年に一人当たりの名目GDPがほぼ3,000ドルとなった。これに加えて、消費者金融の発達とインフレ抑制（インフレが悪化した2008年との比較）を受けての金利水準の低下により、消費が拡大している。従来の都市部に加えて、一次産品価格の上昇により農村部の購買力が上昇したため、自動車や携帯電話などの販売が急拡大している。こうした動きはアジアのいたるところで見られる。

他方、消費が減速している国に共通するのは、資源を基本的に輸入していることである。一次産品価格の上昇によりインフレが加速し（図表7）、それにより実質所得の伸びが低下したこと、インフレ抑制を目的に利上げが相次いで実施されたことなどにより、消費が減速している。

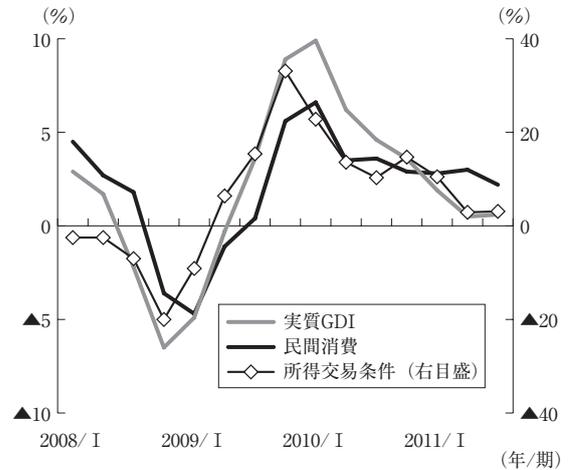
韓国では一次産品価格上昇に伴い所得交易条件が悪化し、それにより実質国内総所得（GDI）の伸び率が低下している（図表8）。民間消費の伸びをみると、2011年4～6月期は3.0%増となったが、7～9月期は2.2%増に減速した。

（図表7）原油を含む一次産品価格上昇の影響波及経路



（資料）日本総合研究所

（図表8）実質GDIと民間消費の伸び率（前年同期比）



（資料）韓国銀行、Economic Statistics System

（注）所得交易条件は指数の前年同期比。

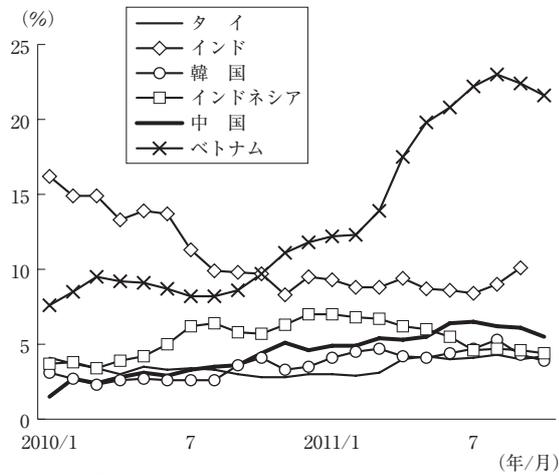
所得の伸びの低下に加えて、「非消費支出」（社会保険負担や利払いなど）の増加が消費の下押し圧力として作用している。

またインドではガソリン価格の高騰と自動車ローン金利の上昇が響き、2009年7月以降2桁の伸びが続いていた乗用車販売台数が2011年7月、8月、10月に（9月は1.0%増）前年割れとなった。

（2）インフレ率は総じてピークアウト

景気回復に伴う需要の拡大と一次産品価格の高騰により、多くの国で2009年半ば以降インフレ圧力が増大した。食料品や交通運賃などの上昇は都市部低所得層の生活に打撃を与えるため、2011年入り後、各国ではインフレ抑制が図られ、公共料金の据え置き、食糧の緊急輸入、輸入関税の減免などが実施されたほか、政策金利が相次いで引き上げられた。

CPI（消費者物価指数）上昇率をみると、総じてピークアウトしつつある（図表9）。中国では、①政府が景気回復を優先して「適度な金融緩和」を続けてきたこと、②輸出支援を目的に人民元の上昇を抑えた結果、為替介入に伴い

(図表9) 主要国の消費者物価上昇率
(前年同月比)

(資料) 各国統計

過剰流動性が生じたこと、③消費刺激策の一環として賃金の上昇を促した（最低賃金の大幅引き上げを含む）ことなどの影響により、インフレが加速し2011年7月には6.5%となったが、8月以降3カ月連続で低下し、10月は5.5%まで低下した。韓国でも8月の5.3%から10月に3.9%へ低下した。いずれも食料品価格の上昇幅が縮小したことによる。

インフレが深刻化したのはベトナムである。その要因には、まず政府が成長を優先させた結果、利上げの開始が遅れたことがある。次に通貨切り下げの影響である。貿易赤字の拡大を背景に2010年初から公定レートと闇レートの乖離が広がり続けたため、2010年に入って以降数次にわたり通貨が切り下げられた。これによる輸入物価の上昇がインフレを加速させた。インフレ抑制策が本格化したのは2011年に入ってからである。3月に政策金利（ディスカウントレート）が8%から12%へ大幅に引き上げられたほか、貿易赤字の削減と総需要の抑制を目的に、政府支出の削減が図られた。これらの抑制策が効を奏して8月をピークに低下し始めた。

インフレ圧力が弱まるなかで、金融政策に転

換の兆しがみられる。インドネシアでは景気減速を予防する目的から10月、11月に政策金利が引き下げられた。中国でも金融政策が微調整される可能性が出てきている。中国政府は2011年の経済運営方針として「穏健な金融政策の推進」を掲げ、物価の安定をマクロコントロールにおける最重要課題と位置付けた。最近ではインフレに歯止めがかかる一方、中小企業の経営難が問題になってきたため、「適時適度な事前調整、微調整を行なう」と表明し、過熱対策最優先の経済運営を転換する姿勢を示すようになった。さらに洪水の影響で景気減速リスクが高まっているタイでも、利下げ観測が出ている。

他方、インドでは卸売物価上昇率が8月の9.0%から9月、10月に9.7%へ、CPI上昇率が8月の9.0%から9月に10.1%へ上昇したように、インフレが加速する傾向にある。食料価格が落ち着き始めたのに対して、工業製品価格の上昇ペースが速まっていることによる。卸売物価の上昇加速を受けて、10月にも金融危機後13回目となる利上げが行われた。ルピー安の影響もあり、当面インフレ率は高止まる公算が大きい。

3. 2012年のアジア経済

(1) 一部で減速するものの比較的高い成長に

2012年のアジア経済は先進国の景気低迷の影響を受けるものの、アジアを含む新興国の需要拡大に支えられて安定した成長を続けるものと予想される。中国とインドは8%台の比較的高い成長となろう（図表10）。

世界経済減速の影響を受けて輸出の増勢は年前半まで鈍化する可能性が高い。ただし増勢は鈍化しつつも、世界的にスマートフォンやタブレット端末に対する需要が伸びていること、新興国では「中間層」の台頭を背景に消費の拡大が見込めることなどにより著しい減速は回避さ

(図表10) アジア各国の成長率の実績と予測 (%)

	2009	2010	2011 (予測)	2012 (予測)
韓国	0.3	6.2	3.6	3.5
台湾	▲1.8	10.7	4.3	4.0
香港	▲2.7	7.0	5.0	2.0
タイ	▲2.3	7.8	1.5	3.8
マレーシア	▲1.6	7.2	4.7	4.6
インドネシア	4.5	6.1	6.5	6.3
フィリピン	1.1	7.6	4.2	4.5
ベトナム	5.3	6.8	5.7	6.2
インド	8.0	8.5	7.6	8.2
中国	9.2	10.4	9.3	8.8

(資料) 各国統計
(注) インドは年度(4～3月)、予測は日本総合研究所による。

れるであろう。

消費に関しては、輸出の減速に伴う雇用調整の影響が一部で懸念されるものの、多くの国で所得の上昇が見込めるほか実質金利が低水準にあるため、安定的に拡大していく公算が大きい。また物価と景気動向次第では金融が緩和される可能性があり、これが消費を下支えしよう。以下、国別にやや詳しくみていこう。

a. NIEs

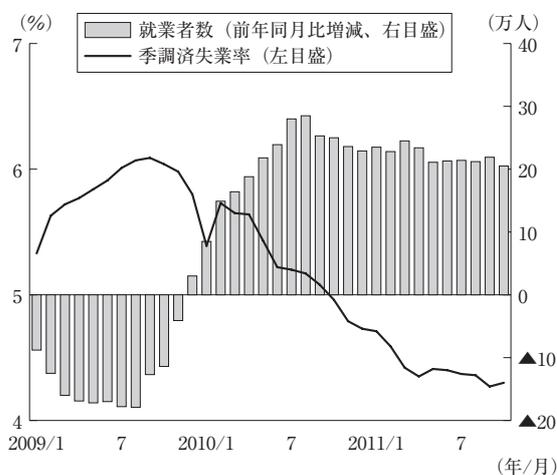
NIEsでは、韓国と台湾がそれぞれ3.5%、4.0%の成長になるものと予想される。海外経済の減速の影響を強く受けて、輸出と固定資本形成の伸びが抑えられるからである。

韓国で景気の鍵を握るのは民間消費である。実質GDIの伸びの低下と「非消費支出」の増加により減速していることは前述した。近年住宅ローン(多くは短期変動金利型)が増加した結果、家計の債務が世界的にみて高水準となっている。世帯平均収入に対する債務返済額の比率は上昇傾向にあり、2011年7～9月期には2.34%となった(統計庁が統計を取り始めた2003年以降で最も高い水準)。住宅ローンをかかえる家計では、可処分所得の40%程度を元利金の返済に充てているケースもあり、金利の上昇で大

きな負担になっている。家計債務問題の深刻化を受けて、2011年6月末に「家計債務総合対策」が発表された。主な内容は、①家計債務の増加ペースを適正な水準にする措置(住宅担保ローンのリスクウェイト引き上げ、融資審査の厳格化など)、②家計債務の健全性を高める措置、③消費者保護を強化する措置、④低所得層の融資へのアクセスを確保する措置の四つから構成されている。さらに、消費にマイナスの影響を与えかねないのが政治情勢の不安定化である。2012年は4月に総選挙、12月に大統領選挙が予定されているため、与野党の攻防は激しさを増し、政治情勢が不安定化する恐れがある。

台湾でも輸出が著しく減速すれば、雇用環境の悪化を通じて消費が冷え込む恐れがある。失業率(季調済)は2009年9月(6.09%)をピークに低下し、2011年10月は4.30%となったが(図表11)、輸出産業では最近になり生産調整に伴い無給休暇を実施する企業が増加(11月1日発表の12社から16日発表では48社)しており、今後の動きに注意が必要である。2012年の経済に影響を与えるのが、1月に予定されている総選挙の結果である。野党民進党の蔡英文候補

(図表11) 台湾の労働関連統計



(資料) 經濟部統計処

の追い上げに加えて、与党である親民党からの立候補により、馬英九総統の再選は不確実なものになっている。馬英九政権は発足以来、中国との関係強化を通じて経済の活性化を図ってきた。中国との関税撤廃をめざす経済協力枠組み協議（ECFA）は2010年9月13日に発効し、2011年1月1日から一部の品目で関税引き下げが開始された。また、中国からの観光客を増やす目的で規制緩和が相次いで実施された。しかし、関税引き下げが始まった品目が限られているほか、中国からの観光客数も伸び悩むなど、期待したほどの効果が表れていない。馬英九総統が再選されなければ、対中経済政策の一部見直しがなされる可能性がある。

香港では内外需の増勢鈍化、とくに先進国経済の減速に伴って予想される中国の加工貿易の伸び悩みにより、2.0%の成長となろう。過去の民間消費の動きをみると、株価や住宅価格などの資産価格との連動性が強い。海外への資金流出が限定的であれば、住宅価格は足元の水準を維持し、消費は賃金の上昇を受けて緩やかな拡大が続くと考えられるが、これまでの不動産価格の急上昇により、急落のリスクもある。住宅価格が下落すれば、逆資産効果により消費の減速は避けられないであろう。

b. ASEAN

タイでは洪水の影響が年前半まで残るものの、復興需要もあり3.8%の成長になるものと予想される。復興に向けて、タイ政府は2011年11月初旬、総額9,000億バーツ（約2兆7,000億円）の「ニュー・タイランド計画」を発表した。このうち1,000億バーツが工業団地の復旧に、残りの8,000億バーツが工業団地の洪水予防と治水管理に充てられる計画である。

輸出は1～3月期まで前年割れが続くものの、

年後半にはプラスに転じる見込みである。ただし生産再開のための設備・機械、復興と洪水予防に関連したインフラ整備向け資材などの輸入が増加するため、貿易収支は赤字に転落する可能性が高い。復興需要にもとづく景気回復は、インラック政権が推進する賃金の引き上げや自動車・住宅購入促進策などの内需拡大策（図表12）にも後押しされるであろう。こうした一方、洪水の影響による供給不足と景気刺激策により、インフレが加速する恐れがある。今回の洪水は製造業だけでなく農業にも甚大な影響を及ぼしており、食料品価格が上昇する可能性に加え、賃金引き上げがインフレを加速させる要因となりかねない。

（図表12）インラック政権の内需拡大策

物価対策	・ 8月27日よりガソリン・軽油の価格引下げ
個人向け減税	・ 9月16日より初めての自動車購入者に対して減税 ・ 9月22日より初めての住宅購入者に対して減税
農民支援	・ 10月7日よりコメの高値買い上げ
賃金	・ 2012年4月より最低賃金をバンコクなど7都県では日300バーツに引き上げ、残りの70県は現行額を一律39.5%引き上げる ・ 新卒者の最低月給1万5,000バーツを保証、12年より公務員適用
法人税	・ 2012年1月より30%を23%へ、13年より20%へ引き下げ
医療	・ 一律30バーツ医療
インフラ	・ 高速鉄道の整備 ・ バンコクでの高架鉄道の整備など ・ 全国の公共空間に無料の高速無線網

（資料）各種報道

マレーシアは4.6%の成長になる見通しである。先進国の景気減速により主力輸出製品である電子機器の輸出の伸びが抑えられるものの、パームオイルや天然ゴムなどの資源関連では高い伸びが予想される。民間消費は良好な雇用環境に加え、最低賃金の導入や公務員給与の引き上げなどによる所得の増加を背景に、前年比6.0%増になる見込みである。さらに2011年から開始された「第10次5カ年計画」に関連した

投資も成長を支えるであろう。政府は引き続き補助金を投入（米、砂糖、食用油、小麦、燃料など）して物価の安定を図る計画であるが、物価が高騰すれば、年前半に行われる総選挙を前に景気が下振れするリスクがあることに注意したい。

インドネシアはマレーシアやタイと比較して、輸出依存度（輸出額/GDP）が低く、内需が安定的に伸びているため、世界経済の影響を受けにくい。2012年は輸出が資源関連を中心に比較的高い伸びを維持するとともに、内需が安定的に拡大することにより6.3%の成長になるものと予想される。消費は所得の増加（一次産品価格の高止まりがプラス要因に）と物価の安定、低金利に支えられて、堅調に推移していただろう。固定資本形成も、①2.4億人という東南アジア最大の人口を抱え、消費市場としての存在感が大きくなっていること、②中国やベトナムにおける急速な賃金上昇により、生産コスト面でも優位性が高まっていること、③タイの洪水などによって生産拠点のシフトが期待できることなどから、安定的な伸びになるものと考えられる。半面、成長が持続するうえで、インフラの整備や労働法制の見直し、汚職の一扫などが引き続き課題となる。

ベトナムではインフレの収束を受けて内需の回復が進み、2011年を上回る6.2%の成長になる見通しである。ドン安の主因である貿易赤字が縮小することにより、為替も安定に向かうものと予想される。外資の進出により輸出品目の多様化が進んでおり、一次産品に加えて工業製品の輸出も拡大して、成長を支えるだろう。政府にはインフレの抑制と貿易収支の改善に向けた取り組みに一段と力を入れることが求められる。

(2) 影響が懸念されるタイの洪水、欧州の債務危機

アジア経済の懸念材料としては、タイの洪水と欧州の債務危機の影響の広がりがある。タイの洪水はタイ国内で生産の停止、消費の減速、観光収入の減少、財政負担などをもたらしているだけでなく、企業の生産分業ネットワークの広がりにより東南アジア諸国や日本、アメリカにも影響（部品や製品調達難）を及ぼしている。ただし、自動車工場の操業再開の動きがみられるほか、各企業が代替生産・調達に努めているため、影響は一時的なものにとどまる見込みである。

より強い影響が懸念されるのは、欧州の債務危機である。アジア経済への影響には、①実体経済悪化に伴う輸出の減少、②リスク回避志向を強めた欧米金融機関による資金引き揚げに伴う影響（為替・株価の下落、輸入物価の上昇、ドル資金の調達難など）がある。

すでに各国のEU向け輸出が減速しているほか、対ドルで強含んでいた各国通貨が2011年9月に相次いで下落した。下落率が大きかったのはインドルピーと韓国ウォンである。ルピー売りの要因には経常収支が赤字であること、インフレが高止まりし景気の減速が懸念されることなどが考えられる。他方、ウォンが売られたのは、韓国が「小国・開放経済」であることが関係している。つまり、世界経済が不安定になると、①韓国経済は輸出主導型成長であるため世界経済の影響を受けやすいこと、②対外開放に伴う資金流入により短期対外債務額が高水準となっていることが、市場で問題視された。

ウォンの対ドルレートは2011年4月以降しばらくの間1ドル=1,000ウォン台後半で推移していたが、9月中旬に1,100ウォン台、10月上旬に一時1,200ウォン台に突入するなど、短期

間で急落した。この間に円高が進展した結果、対円ではリーマン・ショック後の最安値に近いウォン安・円高水準となっている（図表13）。韓国政府は大幅な通貨安を防止する目的で為替介入（外貨建て「外国為替平衡基金債券」の発行によりドルを調達し、これを外国為替市場に供給する）を行った模様である。10月19日には、日本政府・日銀は韓国銀行との通貨スワップ協定を現行の130億ドルから700億ドルへ増額する

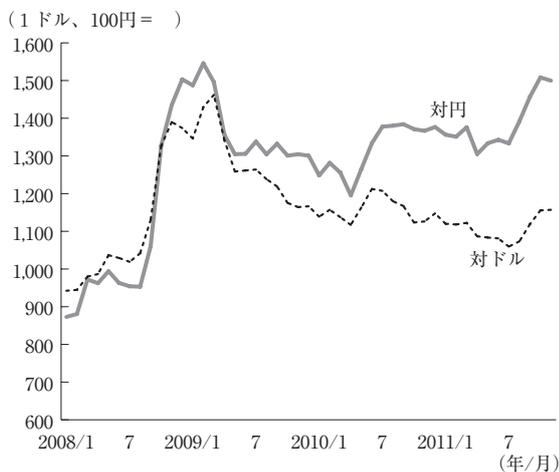
と発表した。11月25日現在、1ドル=1,157ウォンで推移している。

アジアでは、①インド、ベトナムを除き、経常収支が黒字基調で推移していること（図表14）、②外貨準備高が潤沢であること、③通貨危機後に域内金融協力が進められていることなどから、資金流出により経済が大きく混乱する可能性は低いものの、今後のアジアからの資金引き揚げの動きには十分な注意が必要である。

上席主任研究員 向山英彦

(2011. 11. 28)

(図表13) ウォンの対ドル・円レート (月中平均)



(資料) 韓国銀行、Economic Statistics System
(注) 11月は21日のレート。

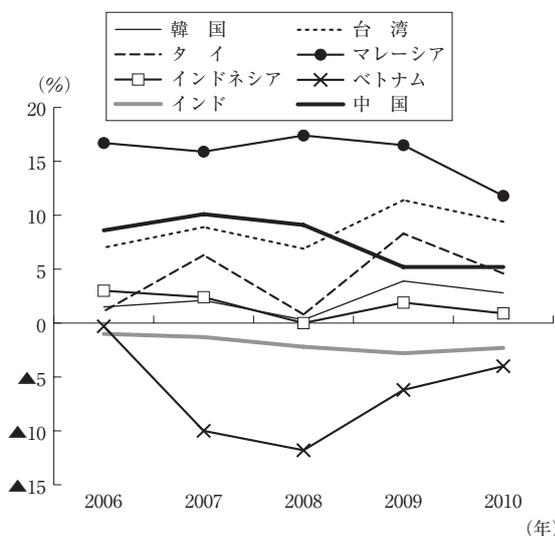
4. 中国経済

(1) 景気は減速

中国経済の拡大テンポが減速している。2011年7～9月期の実質GDP成長率は前年同期比9.1%と2010年1～3月期をピークに低下している（図表15）。

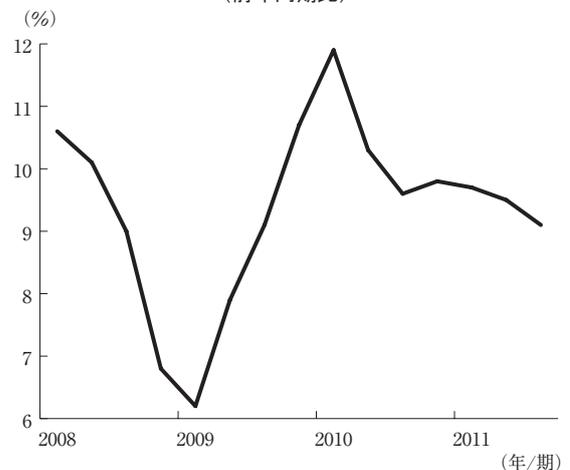
主因は固定資産投資の減速である。固定資産投資（除く農村家計）は、2011年1～5月に前年同期比25.8%増と高い伸びであったものの、5月以降拡大ペースが鈍化し、1～10月には同

(図表14) 経常収支の対GDP比

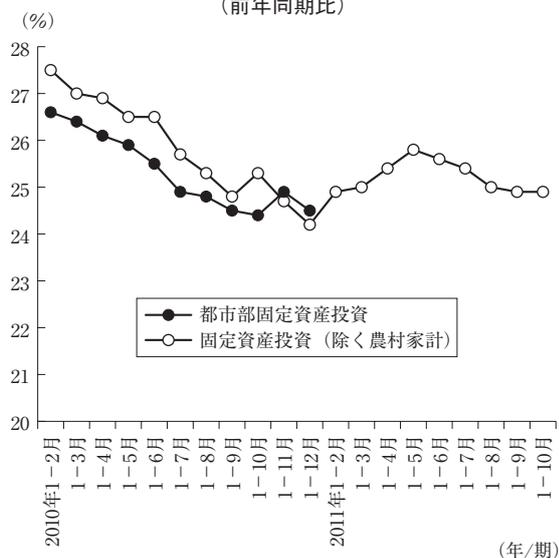


(資料) ADB, Key Indicators 2011

(図表15) 実質GDP成長率の推移 (前年同期比)



(資料) 国家統計局

(図表16) 固定資産投資の推移
(前年同期比)

(資料) 国家統計局

24.9%増まで減速した(図表16)。

その背景として以下の2点が指摘できる。第1は、2010年10月以降の金融引き締め政策である。政府は2010年10月、12月、2011年2月、4月、7月とこれまで5回の利上げを実施した。預金準備率の引き上げは、2010年11月に2回、12月から2011年6月にかけて毎月1回実施した。

さらに、金融引き締め策の一環として、中国人民銀行は8月に預金準備金の対象範囲を保証金預金に拡大した。保証金預金とは、手形など顧客が銀行に預け入れる証拠金である。大手金融機関は9月5日～10月4日に全体の20%、10月5日～11月4日に同40%、11月5日以降残りの40%を中央銀行に納めるよう求められた。中小金融機関は9月15日～2012年1月14日に毎月全体の15%、2012年1月15日～3月15日に毎月全体の20%を納入するよう義務付けられた。

預金準備金の対象範囲拡大のインパクトは以下のように試算できる。2011年7月末時点で、銀行の保証金預金残高(除く外貨)は4兆4,415億元、うち、大手金融機関は1兆6,073億元であった。今回の措置を受けて、大手金融機関は

保証金預金残高の21.5%(2011年8月末の大手金融機関の預金準備率)にあたる3,456億元を中央銀行に納めなければならない。中小金融機関の保証金預金残高は総額から大手金融機関の分を差し引いた2兆8,342億元となる。中小金融機関が納入する準備金はその19.5%(8月末の中小金融機関の預金準備率)の5,527億元である。

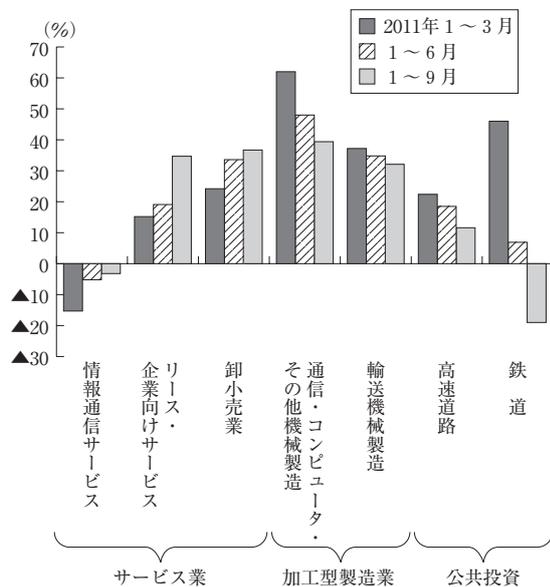
したがって、金融機関が納めるべき準備金は合計8,983億元であり、預金準備率を2～3回引上げるのと同程度の金融引き締め効果が見込まれる。

このような金融引き締め策を受けて、加工型製造業などでは、中小零細企業を中心に投資が減速した。通信・コンピュータ・その他機械製造業の投資は2011年1～3月期に前年同期比62.0%増と過熱感が強かったが、利上げなどを受けて、1～9月には同39.4%増まで拡大ペースが落ち、過熱感が和らいだ。輸送機械製造業の投資拡大ペースも同様に減速した。

第2は、公共投資急増の反動である。2009～2010年に4兆元の景気対策により、インフラ建設が急増した。2011年入り後、その反動で高速道路建設が減速し、鉄道投資は前年比マイナスに転じた(図表17)。

もっとも、固定資産投資の伸び率の低下幅は小さく、総じて見れば高い伸びが続いている。累計投資額の伸び率は、2010年には毎月0.3ポイント低下するペースで減速したものの、2011年5月以降は同0.2ポイントのペースである。また、1～10月の前年同期比24.9%増は低い伸びではない。同期間の通信・コンピュータ・その他機械製造業と輸送機械の投資は減速したものの、依然として前年比3～4割増の拡大ペースを持続している。

ただし、投資過熱感が払拭されたわけではな

(図表17) 業種別固定資産投資
(除く農林家計、前年同期比)

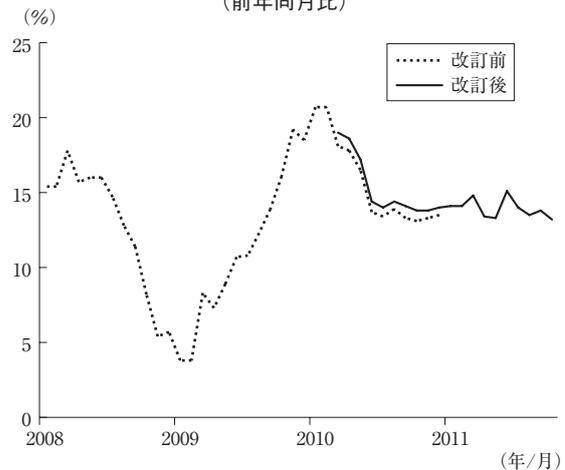
(資料) 国家統計局

い。依然として過剰生産能力が懸念される。例えば、2015年の自動車需要は2,500万台と予想されるものの、中国自動車産業の投資計画はそれを大幅に上回る。大手30社の増産計画を合計しただけで2015年の生産能力は3,100万台に達する。中国自動車産業では多数の中小零細完成車メーカーが存在している点を踏まえると、産業全体の生産能力拡大計画はさらに高水準となる。このような実需を大幅に上回る投資計画が実施されれば、大規模なストック調整を引き起こすリスクは高まる。

消費と輸出も固定資産投資と同様、減速は小幅で総じて高い伸びが続いている。実質小売売上高は2011年1～2月に前年同期比10.9%増と2010年12月の同14.5%増から拡大ペースが鈍化した。その後安定した水準を保ち10月時点では同11.7%増であった。良好な雇用・所得環境が続いたためである。2011年入り後、人手不足が続く、都市部の有効求人倍率は1.07倍で安定している。1～9月の都市部一人当たり可処分

所得は前年同期比13.7%増と、2010年通年の11.3%増を上回る高い伸びとなった。輸出は1～3月期に前年同期比26.4%増、4～6月期22.0%、7～9月期20.5%と小幅な減速にとどまり、新興国向けを中心に比較的高い伸びが続いている。

内外需の減速が限定的であったことを反映して、2011年入り後の工業生産は前年比14%前後と2010年半ばからの伸び率を維持している(図表18)。とりわけ、通信・コンピュータ・その他製造業はこれまでの輸出の好調により10月に同15.6%増の高い伸びとなった。内需型の鉄金属加工も2ケタの伸びであった。

(図表18) 工業生産の推移
(前年同期比)

(資料) 国家統計局

(注) 改訂前の対象は年間売上高500万元以上の企業、改訂後の対象は同2,000万元以上の企業。

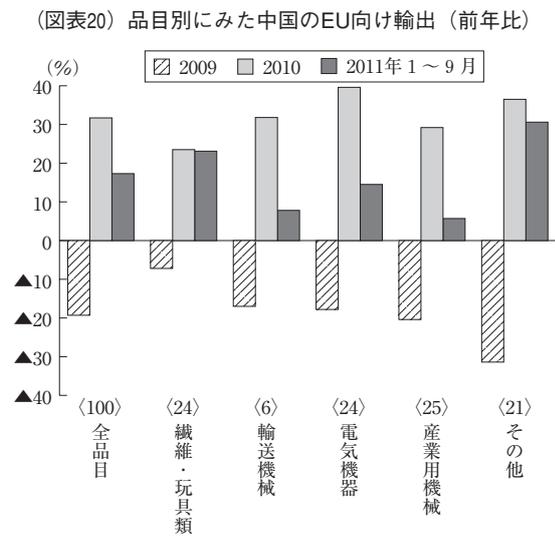
(2) 欧州債務問題の深刻化がリスク

今後を展望すると、欧州債務問題の深刻化が最大の懸念材料である。ユーロ圏景気の減速を背景に、中国のEU向け輸出が弱含んでいる。10月のEU向け輸出は前年同月比7.5%増まで鈍化した(図表19)。中国の輸出に占めるEU向けのシェアは20%と大きく、影響は無視できない。

ユーロ圏景気の一段の減速に伴い、EU向け

輸出は増勢が鈍化する公算が大きい。品目別では、リーマン・ショック後のように、EU向け輸出の5割を占める電気機器、産業用機械に下振れ圧力が強まる見込みである。

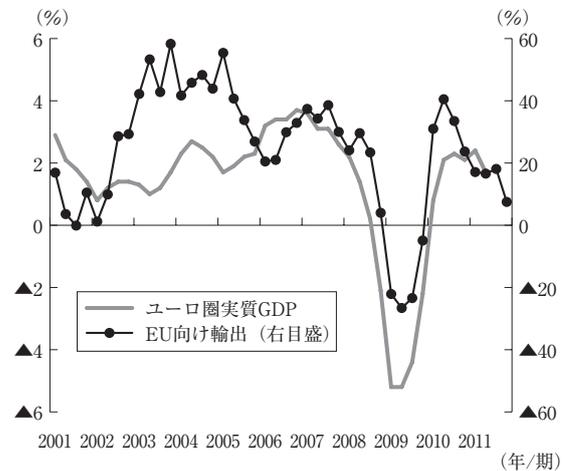
欧州債務問題が深刻化し、ユーロ圏景気がリーマン・ショック後と同程度に悪化すれば、中国の輸出は大幅に減少することは避けられない。2009年の欧州向け産業用機械は同▲20.4%、電気機械輸出は前年比▲17.8%と大幅に減少した(図表20)。



(3) 比較的高い成長を維持する見込み

とはいえ、過去のユーロ圏成長率とEU向け輸出の連動性からみる限り、ユーロ圏の成長率が失速ではなく減速程度にとどまって前年比プラスで推移すれば、EU向け輸出は前年比プラス圏を維持できる公算が高い(図表21)。これは、ユーロ圏がゼロ成長でも、マイナスに転じる可能性の高い日本のEU向け輸出と異なる点である。

(図表21) ユーロ圏実質GDPとEU向け輸出の推移



中国のEU向け輸出は日本に比べて、繊維・玩具類が多いのが特徴である。2010年時点では輸出全体の24%が繊維・玩具類であった。自動車やテレビなどの機械類は選択的消費品目であり、所得弾力性が高い。これに対して、繊維・玩具類は所得弾力性が比較的低い。2001年にEUが景気減速し、日本のEU向け輸出が前年比マイナスに転じた際も、中国のEU向け輸出はプラスを維持した。

加えて、ユーロ圏での低価格志向の高まりを背景に、EU市場での中国製品のシェアが急上昇している(図表22)。デフレ下にあった1990年代後半の日本と同様の状況になっている。今

(図表22) EUの輸入に占める中国のシェア

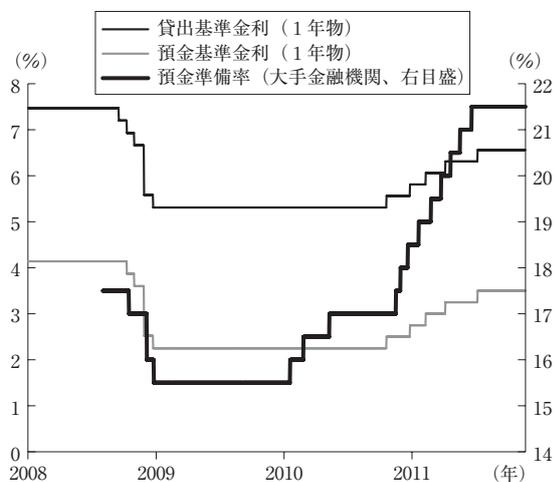
	(%)			
	2000	2005	2007	2010
玩具・乳母車・スポーツ用品	57.6	74.6	80.6	81.8
事務用機器 (含むPC)	11.4	36.3	46.6	54.2
通信設備	14.7	33.5	41.6	50.1
アパレル・衣類	21.2	35.3	38.3	45.5
電気機器 (含む部品)	9.4	21.9	28.7	38.4
全品目	7.5	13.6	16.2	18.7

(資料) Eurostat

後、ユーロ圏の景気低迷が長期化すれば、相対的に価格の低い中国製品への選好が強まり、EU向け輸出の下支え要因として働く可能性がある。

他方、内需は比較的高い拡大ペースを維持する見込みである。投資は以下の3点により高い伸びを維持する見通しである。第1は、金融引き締め政策の一服である。預金準備率は6月以降、法定金利は7月以降、据え置かれている。8月末に発表された預金準備金の対象範囲拡大以降、新たな金融引き締め政策は実施されていない(図表23)。資本コストの上昇に歯止めがかかるなか、通信・コンピュータ・その他機械や輸送機械を中心とした加工型製造業は、依然として高めの投資計画を立案するものと見込まれる。旺盛な潜在需要を見込んだ生産能力の拡

(図表23) 金利、預金準備率の推移



(資料) 中国人民銀行

大という側面に加え、規模の経済によるコスト競争力向上をねらいとした側面もある。

第2は、公共投資の反動減の一巡である。公共投資の減少が長期化する可能性は低く、むしろ内陸部を中心に緩やかに持ち直す公算が大きい。

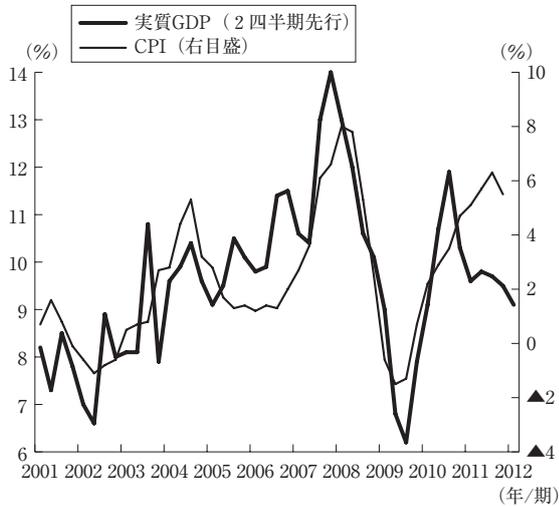
第3は、サービス産業の投資積極化である。沿海部の大都市を中心に、サービス市場が急拡大しているが、この傾向は続くと思込まれる。

さらに、今後はインフレの沈静化を背景に、金融緩和の余地が広がる見込みである。足元では、豚肉など食料品の供給不足という一時的な要因で、CPI上昇率は10月時点で前年同月比5.5%の高水準にとどまっているものの、今後は供給不足の解消を背景に、実質GDP成長率に見合う水準まで低下すると見込まれる。

中国のCPI上昇率は、先進国と同様に景気に連動する傾向がある。実質GDP成長率とCPI上昇率には正の相関関係が確認できる。そのラグはおおよそ半年である。2001年1～3月期から2011年7～9月期における2変数の相関係数は0.749に達する。実質GDP成長率は2010年1～3月期をピークに低下したため、CPI上昇率は半年後の2010年7～9月期前後から低下に向うと見込まれていた(図表24)。

ところが、CPI上昇率は2010年秋口以降も低下しなかった。むしろ上昇傾向を継続し、2011年7月には前年同月比6.5%に達した。景気減速下での、インフレをもたらしている要因は何か。品目別にみると、今回のインフレは食料品の価格上昇が大半の要因であると判断できる。7月の食料品の寄与度は4.4%ポイントに達する。とりわけ、豚肉価格が注目される。中国では豚肉はきわめて重要な食品である。豚肉向け支出は食料品支出の1割を占める。その価格は2010年半ばから急上昇し、7月時点で前年の1.5倍

(図表24) 実質GDPとCPIの推移
(前年同期比)

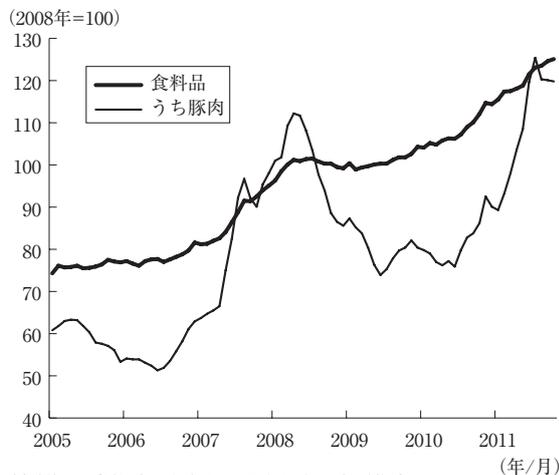


(資料) 国家統計局をもとに日本総合研究所作成
(注) 2001年1～3月期から2011年7～9月期までの2変数の相関係数は0.749。CPIの直近値は2011年10月の値。

となった。これは、2004年、2007年と同じ現象である(図表25)。

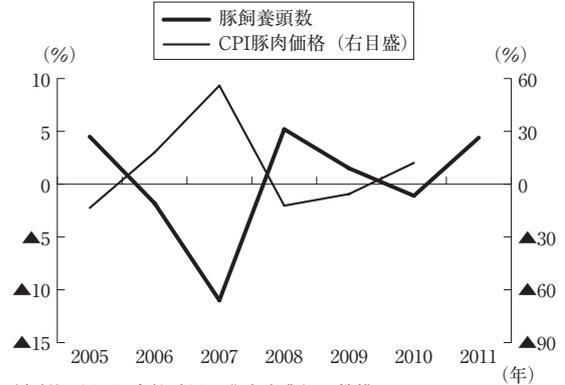
今後、豚肉価格の上昇は中長期的に続くのか。中国では参入・撤退の容易な零細生産業者が多く、供給量が大きく振れ、豚肉価格は需要よりも供給要因で決定される傾向がある(図表26)。大規模な生産業者が中長期的な生産計画に基づき、供給量を安定的に保っている先進国と異な

(図表25) 消費者物価の推移
(季節調整値)



(資料) 国家統計局をもとに日本総合研究所作成

(図表26) 豚飼養頭数とCPI豚肉価格の推移
(前年比)

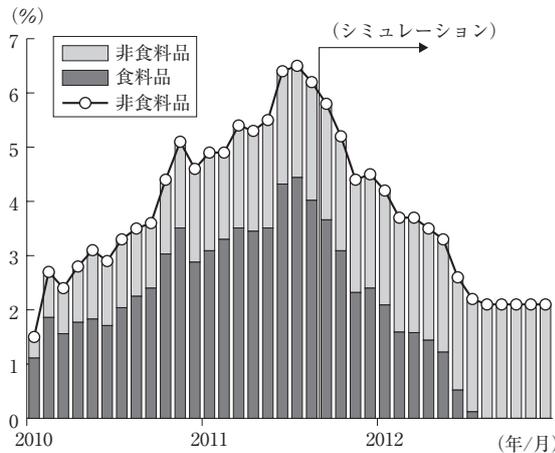


(資料) 中国国家统计局、農畜産業振興機構
(注1) 2010年までの豚飼養頭数は年末値の前年比。2011年は5月の前年同月比(出所:農畜産業振興機構、原典:中国農業部農村経済研究中心)。
(注2) CPI豚肉価格は各年12月の前年同月比。

る。豚肉価格が高騰すると多くの庭先農家が子豚を調達して飼育を始める。ところが、出荷時期になると、供給量の増加により需給バランスが崩れ、価格は下落する。すると、多くの庭先農家が豚の飼育継続を断念するため、やがて供給不足により価格は高騰する。こうしたメカニズムにより、豚肉価格は3年に一回高騰する周期が見られる(ピッグサイクル)。足元についてみると、2010年の豚飼養頭数は前年比で減少していたものの、2011年入り後増加に転じた。

このように、足元の豚肉価格の上昇は一時的な現象であり、今後は供給拡大により下落に転じる見込みである。穀物など他の食料品も供給拡大により、価格急騰に歯止めがかかる公算が大きい。では、インフレはどこまで沈静化するのか。食料品価格が2005年や2008年同様横ばいで推移するとの前提で試算すると、CPI上昇率は2011年7月をピークに、2011年末には4.5%まで低下する。2012年半ばには3%を下回り、実質GDP成長率の伸びに応じた水準に落ち着く見込みである(図表27)。

インフレ沈静化は、金融緩和の余地拡大につながるだけでなく、家計の実質所得を押し上げ

(図表27) 消費者物価のシミュレーション
(前年同月比)

(資料) 中国国家統計局をもとに日本総合研究所作成
(注) 試算の前提は、食料品価格が2011年8月以降横ばいで推移。
非食料品価格は前年比3.0%の上昇を維持。

(図表28) 実質小売売上高の推移
(前年同月比)

(資料) 国家統計局
(注) 2010年1月に統計改訂。CPIで実質化。

る。結果として、個人消費を押し上げ、中国経済の下支え要因となることが期待される(図表28)。

以上を踏まえ、2011年の成長率を9.3%、2012年を8.8%と予測する。中国経済はリスクを孕みつつ、当面は高めの成長を続けると見込まれる。

研究員 関 辰一
(2011. 11. 21)

5. インド経済

(1) 2011年度の実質GDP成長率は7.6%の見込み

2011年4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比7.7%と、3四半期続けて減速した(図表29)。インドでは、大規模な財政出動と金融緩和政策によって世界金融危機の影響を脱し、鉱工業部門を主なけん引役とした景気回復が本格化したことから、実質GDP成長率は2009年度が8.0%、2010年度が8.5%となった。

しかし、2010年以降、インフレの悪化を受けて政策金利の引き上げが実施され、内需に影響を及ぼしている。卸売物価指数(WPI)は2010年1月に前年同月比8%台に上昇し、同年12月以降、9月まで9%台で高止まりしている(図表30)。これを受け、準備銀行は2010年1～4月に預金準備率を5.0%から6.0%に引き上げたほか、同年3月以降、政策金利を段階的に引き上げている。レポ・レートおよびリバース・レポ・レートは、世界金融危機以降、9.0%と6.0%から4.75%と3.25%に引き下げられたが、合計13回の引き上げにより、2011年10月には8.5%と7.5%となった(図表31)。

4～6月期の成長率を産業別にみると、農業部門3.9%、鉱工業部門5.1%、サービス業部門10.0%であった。農業部門では、降雨量が平年並みで推移していることから、一定の伸びが維持された。

鉱工業部門では、インフレと高金利の下、将来の不確実性に対する懸念が高まるとともに、賃金や原材料コストの上昇によって収益率が低下したことから、企業マインドが急激に悪化し、生産・投資活動が不振に陥っている。また、主に認可手続きの遅れなどの政策的要因からインフラ整備の進捗が遅れていることにより、建設業の落ち込みが顕著となった。

4～8月の鉱工業生産指数の伸びは5.6%で

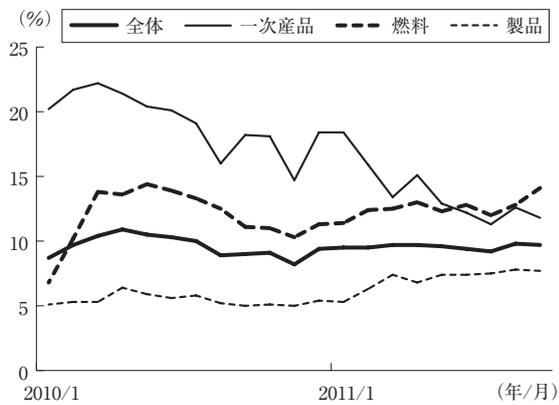
(図表29) 産業部門別のGDP成長率

(前年同期比、%)

	2009年度					2010年度					2011年度
		4～6月	7～9月	10～12月	1～3月		4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
実質GDP成長率	8.0	6.3	8.6	7.3	9.4	8.5	8.8	8.9	8.3	7.8	7.7
農業部門	0.4	1.8	1.2	▲1.6	1.1	6.6	2.4	5.4	9.9	7.5	3.9
鉱工業部門	8.0	5.0	5.9	9.5	12.4	7.9	9.1	8.4	7.1	6.1	5.1
うち鉱業	6.9	7.2	6.6	5.2	8.9	5.8	7.4	8.2	6.9	1.7	1.8
うち製造業	8.8	4.3	6.1	11.4	15.2	8.3	10.6	10.0	6.0	5.5	7.2
うち電気・ガス・水道	6.4	6.3	7.5	4.5	7.3	5.7	5.5	2.8	6.4	7.8	7.9
うち建設業	7.0	5.4	5.1	8.3	9.2	8.1	7.7	6.7	9.7	8.2	1.2
サービス業部門	10.1	8.2	11.7	9.4	10.2	9.4	10.4	9.9	8.4	8.7	10.0
うち商業・ホテル・運輸・通信	9.7	3.7	8.2	10.8	13.7	10.3	12.1	10.9	8.6	9.3	12.8
うち金融・保険・不動産	9.2	11.5	10.9	8.5	6.3	9.9	9.8	10.0	10.8	9.0	9.1
うち地域・社会・個人サービス	11.8	13.0	19.4	7.6	8.3	7.0	8.2	7.9	5.1	7.0	5.6

(資料) Center for Monitoring Indian Economy

(図表30) 卸売物価上昇率 (前年同月比) の推移

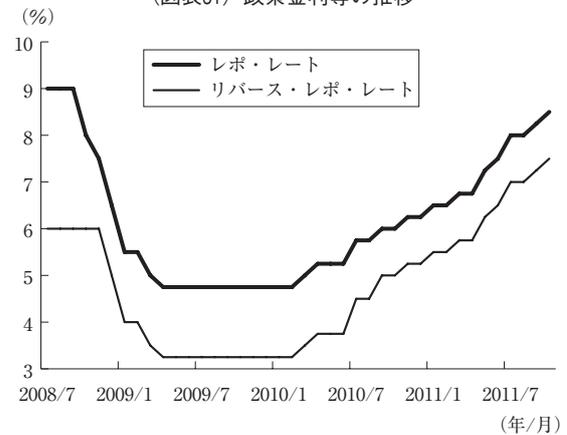


(資料) CEICデータベース

あったが、これを用途別にみると、基礎財7.4%、資本財8.2%、中間財1.1%、消費財4.8% (耐久消費財4.3%、非耐久消費財5.2%) となった (図表32)。2010年度の実績と比較すると、けん引役となってきた資本財、中間財、耐久消費財の伸びの低下が顕著である。

サービス業部門では、商業・ホテル・運輸・通信業が12.8%と2桁の伸びを維持し、けん引役となった。その背景としては、貿易額が大きく伸びていること、航空輸送業が2桁の伸びを維持していること、商用車の販売台数が順調に伸びていること、などがあげられる。また、金融・保険・不動産業は、金融引き締めの影響を受けやすい業種ではあるが、国内銀行信用の伸びが依然高いことなどから、9.1%となった。

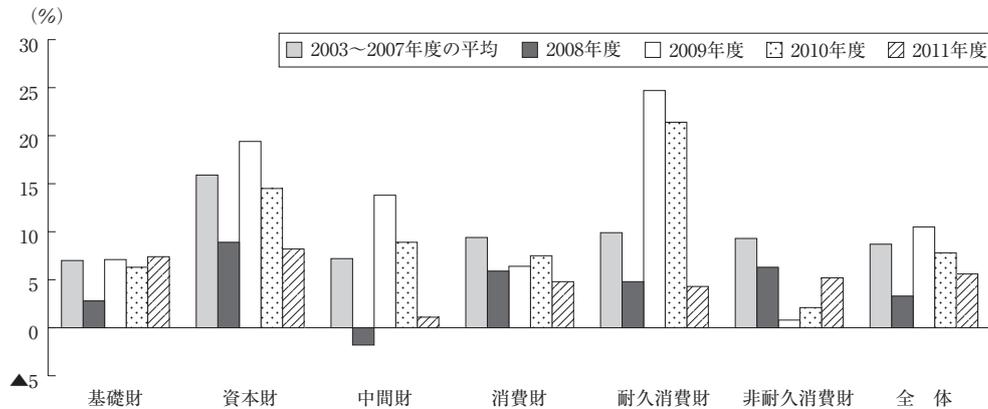
(図表31) 政策金利等の推移



(資料) CEICデータベース

2011年度の実質GDP成長率は、7.6%程度となる見込みである。インフレ率は、当面低下しにくいと考えられる。第1に、一次産品価格に関しては、降雨量の不足から農業生産が不振であった時期と比較すれば上昇率は低下したものの、食品価格は下げ渋っている。これは、コメなど幾つかの農産物の最低基準価格 (minimum support price) が大幅に引き上げられていることに加えて、所得水準の上昇に伴う消費構造の変化が進展しているためである。従来に比較して穀物の消費が減少する一方、野菜、果物、牛乳・肉類などの高たんぱく食品の消費が増加し、供給が追いつかない状況となっていることを主因に、価格が高止まりしている。第2に、燃料価格に関しては、原油価格が高止まりする

(図表32) 鉱工業生産指数（前年比伸び率）の変化



(資料) CEICデータベース
(注) 2011年度は4～8月。

(図表33) 需要項目別のGDP成長率

(前年同期比、%)

	2009年度					2010年度					2011年度
		4～6月	7～9月	10～12月	1～3月		4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
実質GDP成長率	9.1	6.4	7.6	9.2	13.3	8.8	9.1	9.1	9.2	7.7	8.5
個人消費	7.3	6.6	8.5	7.0	7.2	8.6	9.5	8.9	8.6	8.0	6.3
政府消費	16.4	21.3	37.5	9.6	0.6	4.8	6.7	6.4	1.9	4.9	2.1
固定資本形成	7.3	1.0	0.3	8.7	19.5	8.6	11.1	11.9	7.8	0.4	7.9
輸出	▲5.5	▲11.7	▲14.1	▲4.3	3.6	17.9	9.8	10.7	24.8	25.0	24.3
輸入	▲1.8	▲8.2	▲16.0	1.3	18.1	9.2	15.2	11.6	0.4	10.3	23.6

(資料) Center for Monitoring Indian Economy
(注) 算出方法が異なるため、実質GDP成長率は産業部門別の値と必ずしも一致しない。

なかで、石油関連製品の管理価格が国際価格の上昇を十分に反映していない。9月にも国内価格の引き上げが実施されたものの、さらなる引き上げが予想され、これは卸売物価指数に直接に影響する。第3に、製品価格に関しては、賃金や原材料コストの上昇を反映した動きとなっており、これは国内の需要圧力が強いことを示している。

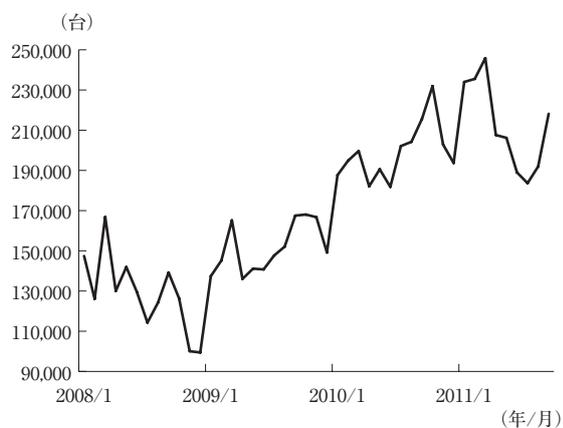
準備銀行は、インフレは投資を抑制するため中期的な成長率を引き下げるとして、その抑制を最優先課題とし、インフレ率が成長率が大きく下がらない限り引き締めを続ける方針を表明してきた。10月の利上げに際しては、成長の維持に配慮する方向に政策スタンスを微修正したものの、利下げに転じるのはしばらく先となろう。したがって、高金利が内需に悪影響を及ぼ

す状況が続くことになる。

4～6月期の実質GDP成長率を需要項目別にみると、財政健全化の方針を背景に政府消費が2.1%にとどまる一方、個人消費が6.3%に減速し、また、固定資本形成は1～3月期より回復して7.9%となった(図表33)。

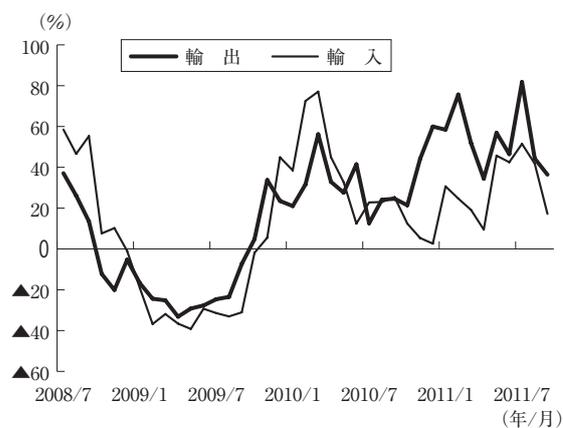
個人消費は、2010年度に前年比8.6%と景気回復をけん引したが、インフレや高金利の影響を受けて減速している。国内乗用車販売台数は、2009年7月～2011年3月まで前年比20%以上の伸びが続いたが、4月以降は伸び率が低下し、7月、8月は前年比マイナスに落ち込んだ(図表34)。当面、伸び悩みが続くであろう。国民の間にはインフレに対する不満が高まっており、需要が増加した農産物の生産拡大、農産物の供給網の整備、その他のインフラ整備など、供給

(図表34) 国内乗用車月間販売台数の推移



(資料) CEICデータベース

(図表35) 輸出入の前年同月比伸び率の推移



(資料) CEICデータベース

のボトルネックを解消するための政策を加速することが急務となっている。

固定資本形成は、2010年1～3月期にプロジェクトの完成が集中したことから19.5%となり、その後も2桁の伸びが続いたが、同年10～12月期以降、鉱工業生産の減速や金融引き締め政策の継続などを受けて減速傾向となっている。中央銀行や外銀などが実施している企業サーベイの結果をみると、企業マインドの落ち込みはかなり深刻であり、回復にはある程度時間がかかるものと思われる。

輸出入は、2009年秋以降、世界景気の回復に伴って増加に転じ、最近も好調が続いている(図表35)。先進国の景気回復が緩やかであったことから輸出がやや伸び悩む局面もあったが、2011年4～9月の平均の伸び(通関ベース)をみると、輸出が51.2%、輸入が36.5%となっている。ただし、EUを中心に先進国の景気悪化が深刻化する懸念が強まっており、現在の輸出の伸びを維持することは難しい。当面、インドの景気減速は避けられないであろう。2012年入り後、インフレ率がやや低下し、成長率も緩やかに回復する展開が期待される。

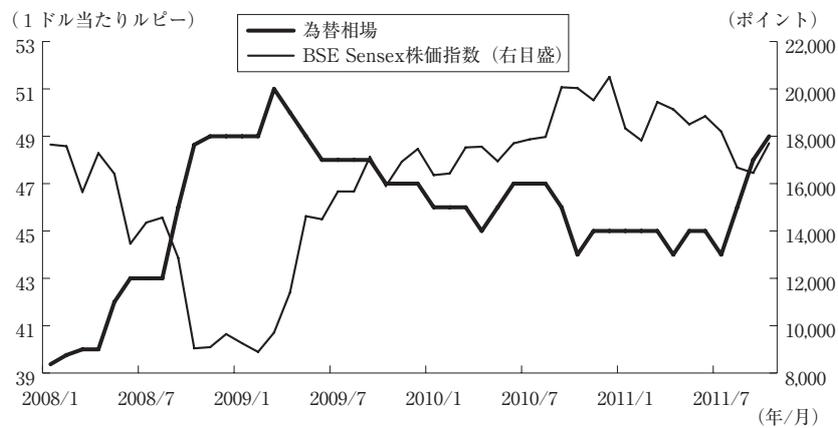
(2) 2012年度の実質GDP成長率は8.2%を予測

2012年度の実質GDP成長率は、8.2%程度になると予想する。景気が減速しているとはいえ、インドが中期的な高成長の途上にあることに変わりはない。現在も、サービス業の高成長は続いている。また、外需の減速が予想されるものの、輸出の増勢はインドの対外開放の進展を反映している面も大きく、今後もある程度高い伸びが維持されるものとみられる。

すでに述べた通り、インフレ率は当面下がりにくく、金融引き締めスタンスが継続されよう。準備銀行は、2012年3月のインフレ率予測を6%から7%に引き上げているが、その達成は難しいであろう。海外からの資本流入の縮小に伴い、8月以降、ルピーが減価しており、1ドル=44ルピー台で安定していた対ドルレートは、10月末には48.7ルピーとなっている(図表36)。このことも、インフレを助長する要因となりうる。

しかしながら、2012年以降、インフレ率は緩やかに低下する可能性が高いと考えられる。その要因としては、世界景気の減速に伴って国際商品価格が落ち着くことが期待されること、国内景気の減速により需要圧力が弱まり、製品価

(図表36) 為替レート・株価の推移



(資料) Datastream, CEICデータベース

格上昇率の低下が見込まれること、今までに実施された金融引き締め政策の効果がタイムラグを置いて顕在化すること、などがあげられる。インフレ率の低下が実現すれば、インフレ期待が縮小し、政策金利の引き上げが収束するとともに、金融政策が中立スタンスに転換することとなる。また、景気の減速によって準備銀行は利上げに警戒的になっており、今後の利上げ余地は限られよう。

なお、準備銀行は、金融政策の効果を高めるために多様な取り組みを行っている。2010年には、商業銀行の貸出金利の透明性を高めるために最低金利制度（ベース・レート・システム）を導入したほか、機動的な政策実施を可能とするためにそれまで3カ月に1回であった定期政策決定会合の開催頻度を2回にした。2011年には、金融政策のトランスミッション・メカニズムをより確実なものとするため、レポ・レートとリバース・レポ・レートの2本立てになっていた政策金利をレポ・レートに一本化し、両者の差を1%に固定した。

その結果、商業銀行の貸出金利は政策金利の変更にも敏感に反応するようになり、制度変更の成果が上がっている。非食料部門の銀行信用の

前年同月比伸び率は、2010年12月の27.6%から2011年8月には20.1%に低下した。

次に、財政赤字の改善は難航しており、財政出動による景気刺激策の実施は難しい状況である（図表37）。世界金融危機後の支出拡大により、中央政府赤字の対GDP比率は2008年度以降、▲6.0%、▲6.4%、▲5.1%となった。今年2月に発表された予算では、2011年度の目標は▲4.6%とされたが、4～9月の赤字は前年同期の約2.2倍にあたる2兆9,246億ルピーとなっている。これは、政府系企業の株式売却の進捗が遅れ気味であることなどから、税収以外の歳入が前年同期の約3割にとどまる一方、石油・肥料関連の補助金支払いの増加などによって歳出が拡大したことによるものである。

2011年度の赤字額の対GDP比率は、最終的に▲5.0%を超えるという見方も出ている。政府は、予算発表時に、農産物備蓄設備の増強による食品価格の上昇抑制、インフラ整備の推進、健康・教育・地方振興に対する支出の拡大による社会政策の強化、などを重点政策にあげていたが、現在の財政状況では、政策を計画通りに進めることは難しいであろう。

個人消費については、インフレ率の低下と利

(図表37) 中央政府の財政収支の推移

(10億ルピー)

	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度
歳入	4,408	5,858	5,470	6,060	8,299	8,449
経常収入	4,344	5,419	5,403	5,728	7,943	7,899
税収	3,512	4,395	4,433	4,565	5,728	6,645
その他	832	1,023	969	1,163	2,215	1,254
資本収入	64	439	67	332	356	550
歳出	5,834	7,127	8,840	10,245	11,989	12,577
経常支出	5,146	5,944	7,938	9,118	10,391	10,972
うち利払い	1,503	1,710	1,922	2,131	2,347	2,680
資本支出	688	1,182	902	1,127	1,598	1,606
財政収支	▲1,426	▲1,269	▲3,370	▲4,185	▲3,690	▲4,128
対GDP比率	▲3.5	▲2.7	▲6.0	▲6.4	▲5.1	▲4.6

(資料) インド財務省

(注) 2011年度は2011年2月時点の見込み。

上げの終了に伴って伸び率が高まり、2012年度は7～8%になると考えられる。その要因は、第1に、雇用所得環境の改善である。高成長の下で雇用が拡大し、民間企業の従業員や公務員の賃金が前年比2桁の伸びを続けることが下支えとなる。未熟練労働者に関しても、政府の支援により高い賃金上昇が見込まれる。一方、農村部では、農業関連のインフラ整備の進展や耕作面積の拡大などに伴い、生産が安定化するとともに農民の購買力が上昇している。

第2に、資産効果である。所得水準の上昇やインフレの悪化に伴い、個人による金の購入が急増している。これは統計的には固定資本形成に含まれており、もし個人消費に含めれば、その伸び率は4～6月期に6.3%ではなく7.6%となる。金の大半は輸入されており、経常収支赤字の拡大につながるとともに、金という形での貯蓄は金融仲介の拡大を阻害する。そのような問題はあるものの、金価格の上昇は所有者の消費を促進する要因となる。

第3に、構造的な要因である。所得水準の上昇や都市化の進展に伴い、必需品消費の割合が低下し、住宅や耐久消費財(家具・家電製品・自動車など)の割合が上昇している。高金利の下、国内乗用車販売台数は伸び悩んでおり、ま

た、携帯電話の新規契約件数も、契約者数が2011年8月に8億6,571万件に達していることもあって前年同月を下回ることが多くなった。しかし、基調としては、今後も消費の高度化や耐久消費財普及率の上昇が続くであろう。

次に、固定資本形成も次第に回復することが期待され、2012年度の伸び率は8～10%程度になると考えられる。その要因は、第1に、金融政策スタンスの転換による借り入れ金利の低下や原材料コストの低下による収益率の回復などに伴い、企業マインドが改善することである。これにより、生産・投資活動が活発化しよう。電力・鉄鋼・石油など、設備拡大の動きがみられる業種もあり、今後、より幅広い業種で新規設備に対する投資意欲が高まることが期待される。

直接投資の流入も、景況感の改善に伴い増加しよう。対内直接投資実行額は、2008年にピークをつけた後、緩やかに減少しているが、高成長が続くインドに対する投資意欲は持続的なものと考えられ、今後、建設・不動産関連、エネルギー・インフラ関連、通信・コンピュータ関連など、多くの産業に対し投資が拡大するものとみられる。直接投資規制の緩和も進展し、投資を支援することとなる。

第2に、インフラ整備が拡大することである。高成長を維持するために、中期的な生産能力の拡大や電力・物流などの供給制約の緩和が不可欠である。第12次5カ年計画（2012～2016年度）におけるインフラ整備への目標投資額は約1兆ドルとなっており、これは同期間のGDPの約1割に相当する。今後、予算の重点配分に加えて官民連携（PPP）による民間資金の利用が拡大しよう。インフラ・プロジェクトの実施に際し、環境関連の認可に時間がかかることや土地買収が難しいことなどが障害となっているが、これらも次第に改善するとみられる。

最後に、輸出入の動向についてみる。2010年度の輸出の伸びは前年比42.3%（前年度は▲2.6%）であったが、品目別では、農産物、エンジニアリング製品（金属製品、運輸設備、鉄鋼、エレクトロニクス関連製品など）、宝飾品、石油製品などが特に好調であった（図表38）。エ

ンジニアリング製品は、輸出競争力が向上していることに加えて前年度に伸び悩んだことから、非常に高い伸びとなった。また、相手国別では、中東、アジア、アフリカなど新興地域向けが相対的に好調であった（図表39）。アジアでは、中国（66.9%）、タイ（62.9%）、香港（45.3%）などの伸びがとくに高かった。

今後、輸出全体の約3割を占める一次産品（農産物、鉱物）および石油製品が順調に推移すると考えられる。農産物価格や原油価格の堅調が続く可能性が高く、また、需要も引き続き拡大すると考えられるためである。これに加え、外資系企業による自動車輸出の増加などを背景に、エンジニアリング製品の伸びが続くことが期待される。

相手国別では、全体の3割近くを占めるアジア向けが、中国・香港・シンガポール向けなどを中心に伸びることが期待される。

(図表38) 輸出品目別の伸び率

(%)

	2008年度伸び率	2009年度伸び率	2010年度伸び率	2010年度構成比
農産物	▲4.8	1.1	39.3	9.7
鉱産物	▲14.4	11.0	23.1	4.2
製造業製品	19.7	▲6.5	45.9	66.1
皮革・皮革製品	1.6	▲5.7	12.7	1.5
化学製品	11.3	0.0	26.5	11.4
エンジニアリング製品	26.3	▲18.6	79.7	27.0
繊維・衣料品	4.1	▲1.0	17.4	9.2
宝飾品	42.2	3.4	40.7	16.0
石油製品	▲5.3	4.1	48.7	16.5
その他	86.9	14.5	0.5	3.5
合計	12.3	▲2.6	42.3	100

(資料) インド準備銀行

(図表39) 輸出相手国別の伸び率

(%)

	2008年度伸び率	2009年度伸び率	2010年度伸び率	2010年度構成比
E U	0.6	▲13.6	30.3	18.4
北 米	0.9	▲9.0	30.8	10.6
中 東	8.0	▲1.6	45.4	21.5
アジア	▲15.8	6.3	47.5	33.7
アフリカ	▲20.3	▲6.8	59.7	6.5
その他	-	-	27.6	9.3
合計	12.3	▲2.6	42.3	100

(資料) インド準備銀行

(注) アジアにはオーストラリア、日本を含む。

輸入は、石油および石油関連製品、資本財、中間財で約3分の2を占めている。2010年度の伸びは前年比22.3%（前年度は▲4.4%）と、輸出を下回った。今後、国内における生産・投資活動の回復や原油価格の高止まりなどにより、伸びが高まる可能性が高い。

なお、近年、前年比3割前後の伸びを維持してきたソフトウェア・サービス輸出は、2008年度、2009年度、2010年度にそれぞれ17.7%増、10.9%増、17.8%増となった。輸出先がアメリカ以外に多様化していること、サービス内容が高付加価値化していることなどから、今後も着実な伸びが期待される。

(3) 景気回復に対するリスク要因

景気回復に対するリスク要因としてあげられるのは、第1に、国際商品価格の動向である。今後、インドのインフレ率は低下すると考えられるものの、国際商品価格の上昇が加速すればその影響を受けることは免れない。

第2に、先進国の景気動向である。欧米諸国の景気減速が深刻化し、それらの国に対する輸出が大幅に落ち込めば、インドの景気に影響が及ぶことになる。

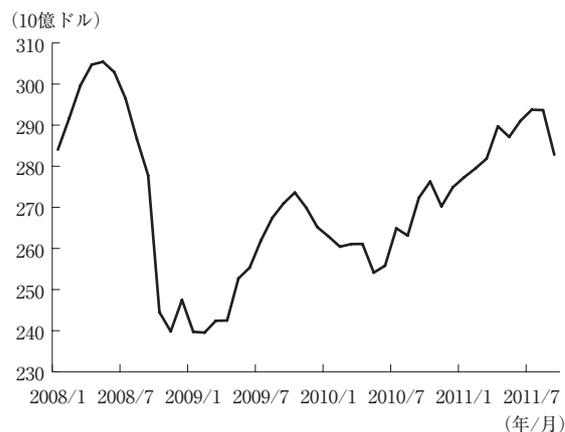
また、国際収支の動向もリスク要因となる（図表40）。インドでは経常収支赤字が続く一方、対内直接投資が伸び悩み、資本流入における借り入れへの依存度が高まっている。こうしたなか、急激な資本流出が生じれば、流動性の逼迫やルピーの急落が生じかねない。また、株価（Sensex指数）も、2010年11月に21,000ポイントに達した後、資本流入の減少に伴って下落し、2011年10月末には17,705ポイントとなっている。外貨準備が増加傾向にあるものの、経常収支が赤字である以上、一定の資本流入を確保することが不可欠である（図表41）。政府は、世界経

（図表40）国際収支の推移

	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
経常収支 (①)	▲15,737	▲27,915	▲38,383	▲44,281
貿易収支	▲91,467	▲119,520	▲118,374	▲130,467
輸出	166,162	189,001	182,235	250,468
輸入	257,629	308,521	300,609	380,935
サービス収支	38,853	53,916	35,726	47,664
所得収支	▲5,068	▲7,110	▲8,040	▲14,863
経常移転収支	41,945	44,798	52,305	53,385
資本収支 (②)	106,585	6,768	53,397	59,747
直接投資	15,893	19,816	18,771	7,142
流出	▲18,835	▲17,855	▲14,353	▲16,222
流入	34,728	37,672	33,124	23,364
証券投資	27,433	▲14,031	32,396	30,292
流出	163	▲177	20	▲1,179
流入	27,270	▲13,854	32,376	31,471
その他投資	63,259	983	2,230	22,313
誤差脱漏 (③)	1,316	1,067	▲1,573	▲2,416
総合収支 (①+②+③)	92,164	▲20,080	13,441	13,050

（資料）インド準備銀行

（図表41）外貨準備残高の推移



（資料）CEICデータベース

済・金融情勢を注視し、資本の安定的な導入と国内経済の安定に努めなければならない。

主任研究員 清水 聡

(2011. 11. 28)