

# アジア経済見通し

調査部

## 目 次

### 1. アジア全体

- (1) 2014年入り後も、景気は総じて減速
- (2) 年後半は緩やかな持ち直し

### 2. 中国経済

- (1) マクロコントロール下の景気減速
- (2) 景気冷え込みが深刻な地域も
- (3) 先行き景気減速に歯止め

### 3. インドー景気は今後徐々に持ち直し

- (1) 景気を取り巻く環境は足元好転
- (2) 景気の持ち直し速度は緩やかなものにとどまる見込み

## 1. アジア全体

(1) 2014年入り後も、景気は総じて減速

### A. 成長押し上げ要因がはく落し、増勢鈍化続く

世界経済の減速に伴い、アジア経済は2011年後半以降、減速基調が続いている。アジア経済の増勢を鈍化させた主な要因として、①中国経済の成長減速、②世界的な需要減退に伴う一次産品価格の下落の2点があげられる。

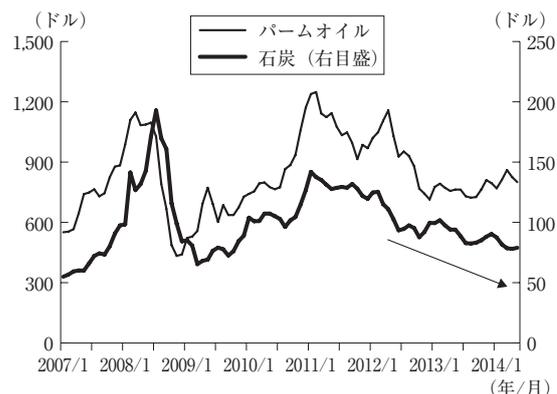
中国では、習近平政権が2012年秋に発足以降、構造改革を優先させ、過剰生産能力の解消や投資主導型成長からの転換に向けた取り組みを活発化させている。投資に対する政府の抑制スタンスを受け、2013年通年の実質GDP成長率（以下「成長率」）は+7.7%と、2年連続して+7%台にとどまった（詳細は「中国」を参照）。

中国の成長減速は、他のNIEsやASEAN諸国の成長率にも影響を及ぼした。域内における経済連携の進展、とりわけ中国との経済関係の緊密化を背景に、それぞれの輸出全体に占める対中輸出の割合は近年上昇（例えば、2013年の韓国では26.1%、マレーシア13.5%、タイ11.9%と過去最高水準を記録）しており、中国向け輸出の伸びの鈍化が成長抑制につながったとみられる。10%以上の高成長を続けていた時期において中国は各国・地域の成長率の加速要因となっていたが、今般の景気減速局面においては増勢鈍化要因へ転化した。

また、中国をはじめとする世界的な需要の鈍化により、石炭やパームオイル、天然ゴムといった一次産品の価格は2012年頃から下落基調が続いている（図表1）。一次産品価格の下落は、タイやマレーシアにおける輸出低迷の一因にもなっており、とりわけインドネシアには甚大なマイナス影響を及ぼしている。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、その主要輸出先である中国およびインド（両国で約5割）の成長減速と価格低下が重なり、同国の石炭輸出量の伸びはマイナスに転じている（図表2）。

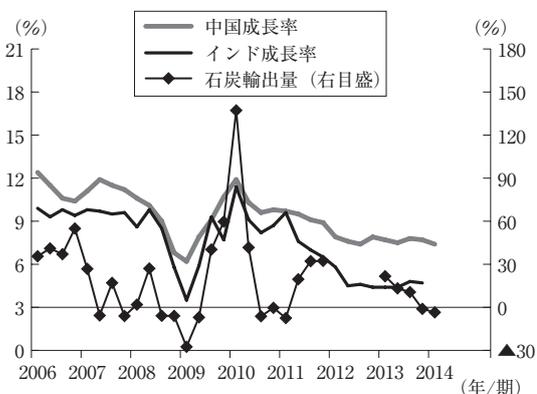
こうした流れを受け、2013年通年のアジアの成長率は、前年並みにとどまるどころが多かった（後続図表10）。NIEs（韓国、台湾、香港）では、堅調な内需に支えられ、いずれの成長率も2012年に比べ若干上向いたものの、2011年以前と比べれば低い伸びにとどまった。

（図表1）一次産品価格



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

（図表2）インドネシアの石炭輸出と中国・インドの成長率



（資料）Bloomberg L.P.、BPS（中央統計庁）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桁の32。

ASEANでは、インドネシアが2012年の+6.3%から2013年には+5.8%、マレーシアも+5.6%から+4.7%と、若干ながら成長率は低下した。マレーシアの場合、年後半にかけて輸出は持ち直したものの、大型公共投資の反動減が響いた。タイについては、①大規模洪水からの復興需要の一巡、②政府による自動車購入支援策終了後の反動減といった国内要因も景気の減速に拍車をかけ、2013年の成長率は+2.9%と、前年比3.6%ポイント低下した。他方、フィリピンは堅調な個人消費や投資の拡大を受け、同年の成長率は+7.2%と、2012年の+6.8%を若干上回った。ベトナムは供給面では製造業やサービス業、需要項目別では最終消費がけん引役となり、同年の成長率は+5.4%と、前年並みの水準を確保した。

### B. 1～3月期も、景気は減速基調

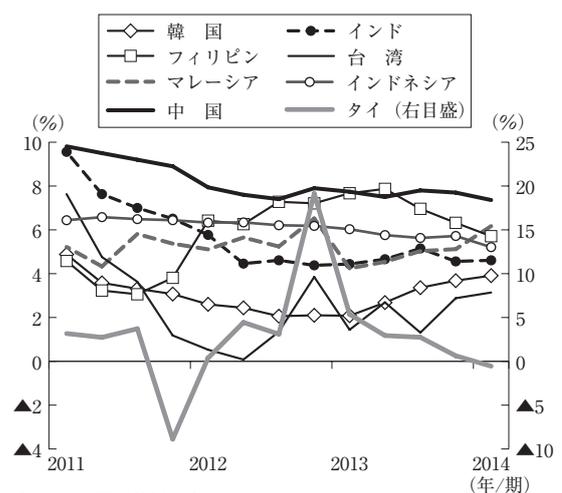
2014年に入ってから、こうしたトレンドは基本的に持続しており、アジア経済の減速は続いている。

四半期ベースの成長率（以下とくに断りのない限り、前年同期比）でみると、寒波を主因とするアメリカ経済の減速や中国における成長率の小幅な低下もあって、2014年1～3月期の成長率が前期の実績を下回った国や地域は少なくない（図表3）。数字のうえでは加速した国や地域においても、テクニカルな理由に過ぎず、先行き懸念要因も現れるなど、回復の実感に乏しい。

個別にみていくと、韓国については、1～3月期の成長率は+3.9%と、前年同期比としては12四半期ぶりの高い伸びであった。前期比も+0.9%と、2013年10～12月期と同水準を保った。需要項目別前期比の寄与度をみると、建設投資および純輸出のプラス転換が成長のけん引役となっている（図表4）。ただし、純輸出のプラス転換は財・サービス輸入（GDPベース）の鈍化によるところが大きいことには留意すべきであろう。建設投資に関しては、住宅市場の持ち直しの兆しを指摘できる半面、家計債務の増大を勘案した場合、今後も順調に回復するかどうか楽観できない。1～3月期に暖冬の影響で伸び悩んだ民間消費についても、4月16日のフェリー事故以降、旅行のキャンセル、広告や販促イベントを控える動きが広がっており、現状持ち直しが期待しにくい状況となっている。

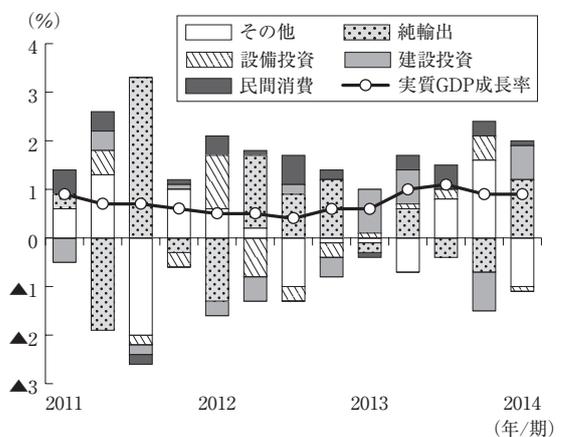
台湾も、1～3月の成長率は+3.1%と、5四半期ぶりの高い伸びとなった。もっとも、これに

（図表3）実質GDP成長率（前年同期比）



（資料）各国・地域統計

（図表4）韓国の実質GDP成長率と需要項目別寄与度（前期比）



（資料）韓国銀行、Economic Statistics System

は比較基準となる2013年1～3月期の成長率が低迷（+1.4%）した反動も含まれている。輸入の鈍化ペースが輸出の鈍化ペースを上回ったため、純輸出の成長寄与度が前四半期の+0.03ポイントから+1.79%ポイントに上昇した点にも留意しなければならない。

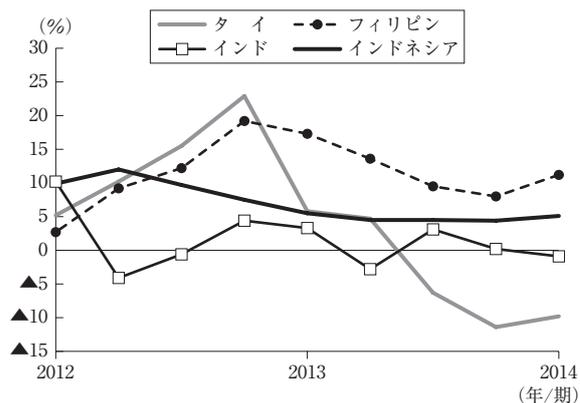
ASEANの場合、前述した米中経済の減速よりもむしろ、国内要因が景気減速をもたらしたと考えられる。インドネシアの1～3月期の成長率は+5.2%と、2009年7～9月期以来の低成長にとどまった。消費は前四半期を上回る伸びを示したものの、輸出の減少が全体の押し下げ要因となった。しかしながら、輸出減少の要因を突き詰めると、1月の新鉱業法（国内製錬業界育成のため、未加工鉱石の輸出を禁止）の施行という国内事情が大きく影響している。製錬されていないニッケル等の未加工鉱石の駆け込み輸出が同法施行前に生じた。その反動もあり、1～3月期の鉱物輸出は大幅に落ち込んだ。

フィリピンの1～3月期の成長率は+5.7%と、9四半期ぶりの低い伸びとなった。2013年11月の大型台風による農業生産やサプライチェーンへの影響が残り、成長鈍化をもたらした。

タイでは、1～3月期の成長率が▲0.6%と、2011年10～12月期以来のマイナス成長となった。前期比成長率も4四半期ぶりにマイナス（▲2.1%）を記録しており、景気の減速ペースが2014年に入って一層強まった。需要項目別で落ち込みが大きかったのは投資（総固定資本形成）である。1～3月期の投資は前年同期比▲9.8%と、3四半期連続のマイナスであった（図表5）。成長減速下にある他のASEAN諸国やインドと比べても、下落幅は大きい。大規模洪水からの復興需要の一巡に加え、2013年11月以降の政局不安定化を受けて大型投資案件（2億パーツ以上）に対する認可手続きが停滞していることや公共事業の遅れが投資の大幅減につながっている。

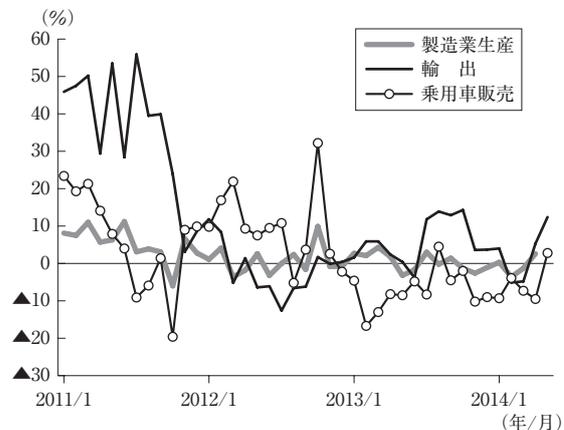
インドについては、構造改革の遅れやインフレ対策のための金融引き締め政策を背景として、景気の低迷が続いている。1～3月期の成長率は+4.6%と、前四半期の実績（+4.6%）と同水準であった。結果、2013年度（2013年4月～2014年3月）のインド経済は+4.7%と、2年連続で+4%台の成長にとどまった。ただし、足元においては、一部の指標で持ち直しの兆しがみられる（図表6）。物価高騰に一服感が出てきたことや経常赤字の縮小傾向、さらにはモディ新政権による改革への期待などが景気の先行き懸念を和らげている。

（図表5）投資の推移（前年同期比）



（資料）各国統計  
（注）投資=実質GDPベースの総固定資本形成。

（図表6）インドの経済指標の推移（前年同月比）



（資料）CEIC  
（注）製造業生産は2004年度=100。

る（詳細は「インド」を参照）。

### C. 政策金利は据え置き基調、ベトナムは通貨切り下げを実施

アジア経済の減速基調が続くなか、2013年央以降の1年間でタイとベトナムが政策金利を引き下げた（図表7）。タイでは、景気下振れリスクの高まりから、2度の利下げに踏み切った。ベトナムの場合、物価が安定を取り戻したことを受け、2014年3月に利下げを実施し、金融緩和によって景気の底上げを図る姿勢を明確にした（図表8）。他方、インドでは物価高騰や通貨安を抑制する観点から、2013年央以降3回、利上げを実施した。

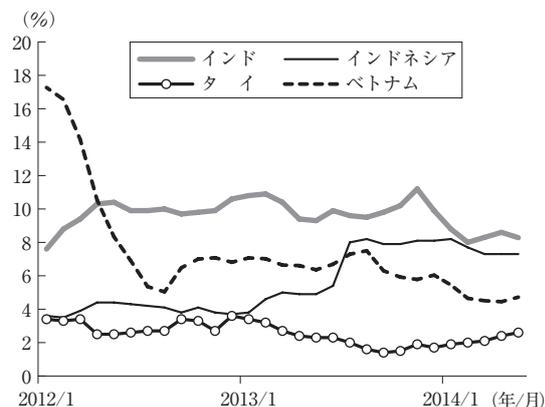
（図表7）アジアの金融政策

	2013年 7月	8月	9月	10月	11月	12月	2014年 1月	2月	3月	4月	5月	6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

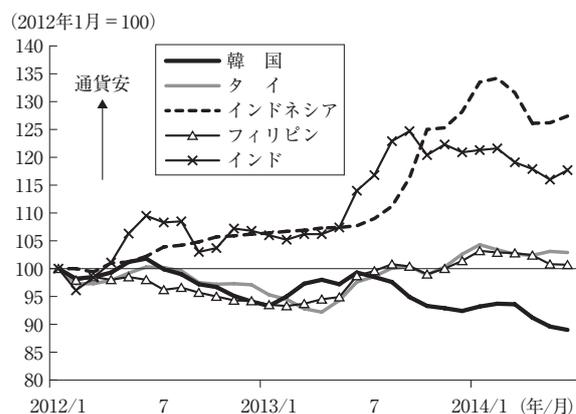
（注）▽は利下げ、▲は利上げ、□は預金準備率の引き下げ、■は預金準備率の引き上げ。

（図表8）消費者物価上昇率（前年同月比）



（資料）各国統計、CEIC

（図表9）主要通貨の対米ドルレートの推移（月中平均）



（資料）CEIC、Datastream

（注）2014年6月は26日のレート。

なお、中国では、預金準備率の引き下げが2014年の4月と6月に行われたものの、引き下げ対象を限定しており、部分的な緩和にとどめている。

このように、国によってはまちまちの動きがみられるものの、アジア全体で見れば、政策金利を含めた金融政策引き締めが一巡し、様子見姿勢に転じている。その主な理由として、①通貨安に歯止めがかかったこと、②物価高騰の沈静化の2点を指摘できる（図表9）。

アジア通貨の対米ドル為替レートの推移をみると、韓国ウォンの増価が際立つ。足元ではウォン高が一段と進み、リーマン・ショック前（2008年8月の月中平均1ドル=1,081.8ウォン）を上回る水準で推移している。また、ベトナムでは、輸出支援の観点から、6月19日よりドンの対米ドル基準値を1%切り下げた。

## (2) 年後半は緩やかな持ち直し

まず、海外経済環境をみると、2014年後半以降、アメリカ経済は寒波を主因とした減速からの反動増を経て、緩やかな成長が続くと見込まれる。欧州や日本についても、景気の足かせ要因はく落し、緩やかな回復軌道をたどると想定される。

域内に視点を転じると、中国経済では、春以降打ち出された政府による小規模な景気刺激策が奏功し、成長鈍化に歯止めがかかると見込まれる。2014年通年の成長率は+7.5%、2015年は+7.4%になる見通しである（図表10）。インド経済も、既往利上げにより物価騰勢が沈静化しはじめるなか、先行き金融緩和も想定され、それに伴って景気が緩やかに持ち直していくと見込まれる。2014年度の成長率は+5.2%、2015年度は+5.7%となる見通しである。

以上の状況を踏まえ、先進国や中国向け輸出を起点に、アジア経済は持ち直していくと期待される。ただし、アメリカをはじめとする先進国経済の回復ペースは、引き続き緩慢にとどまるとみられる。中国経済も、かつてのような財政・金融手段を総動員して高成長を確保しようとする流れにはなっていない。そのため、年後半以降のアジア経済の持ち直しは緩やかなものにとどまり、2014年通年の成長率は一部の国や地域を除き、前年実績と大差ない水準にとどまる見通しである。

### A. タイやインドネシアなどでの一段の景気減速は回避される見込み

以下では、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンの4カ国に絞り、当面の景気動向を大きく左右する独自要因も考慮しつつ、2014年後半以降の経済見通しを展望する。

韓国では、4月のフェリー事故をきっかけとする民間消費の減速は、一時的なものにとどまる可能性が高い。消費マインドに与えたショックは、年後半にかけて徐々に解消されるであろう。事故対応の不手際などで朴政権への批判が高まるなか実施された6月の統一地方選挙では、与野党伯仲の結果となり、政権のレームダック化は回避された。今後も紆余曲折を経ながらも、政府機構の再編などを通じて経済運営態勢は立て直され、「経済革新3カ年計画」（2月末）に注力できる環境が整備されていくと見込まれる。同計画の推進によって、設備投資の拡大が期待されよう。また、ウォン高の進行に伴う輸出への悪影響が懸念されるものの、①海外生産比率の上昇、②輸入コストの低下も勘案すれば、悪影響は限定

(図表10) アジア各国・地域の成長率実績と予測

	2011	2012	2013	2014 (予測)	2015 (予測)
韓国	3.7	2.3	3.0	3.7	3.8
台湾	4.2	1.5	2.1	3.0	3.9
香港	4.8	1.5	2.9	3.5	3.7
タイ	0.1	6.5	2.9	0.7	5.2
マレーシア	5.2	5.6	4.7	5.2	5.0
インドネシア	6.5	6.3	5.8	5.5	5.8
フィリピン	3.7	6.8	7.2	6.5	6.5
ベトナム	6.2	5.2	5.4	5.5	5.7
インド	6.7	4.5	4.7	5.2	5.7
中国	9.3	7.7	7.7	7.5	7.4

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

的と判断される。これらを総合すると、2014年通年での韓国の成長率は+3.7%（2015年も同水準の+3.8%）になる見通しである。

タイにおいては、5月22日にクーデターが発生し、国家平和秩序維持評議会（NCPO）が実権を掌握した。当初、消費や投資に対する下押し圧力の強まりが危惧されたものの、①クーデターによって2013年11月以降の政治的混乱が収束したこと、②NCPOが大型投資案件の認可再開やコメ担保融資制度の未払い金解消に踏み切ったことが評価され、景気回復に向けた基盤は整いつつある。ちなみに、2006年のクーデターの際は、輸出がけん引

役となり、一段の景気減速は回避された（図表11）。今回も、2006年ほどではないにせよ、先進国および中国経済の緩やかな持ち直しやパーツ安を受け、輸出の拡大が見込まれ、景気下支えに作用しよう。結果、一段の景気悪化は回避され、2014年通年の成長率は+0.7%となる見通しである。2015年は、滞っていた公共投資や大型案件の執行などで、成長率は+5.2%に加速する見通しである。

インドネシアでは、4月の貿易収支が2カ月ぶりの赤字に転じるなど、輸出が伸び悩んでおり、世界経済の緩やかな回復の恩恵を享受できていない。もっとも、雇用・所得環境が良好であることに加え、4月の総選挙、7月の大統領選挙に伴う消費マインド改善等を背景に、消費支出の押し上げも期待できることから、民間消費をけん引役として一段の減速は回避されると見込まれる。2014年の成長率は+5.5%となる見通しである。フィリピンは、台風関連の復興需要が本格化するなか、2014年の成長率は+6.5%と、第1四半期の実績（+5.7%）からの成長加速が期待される。

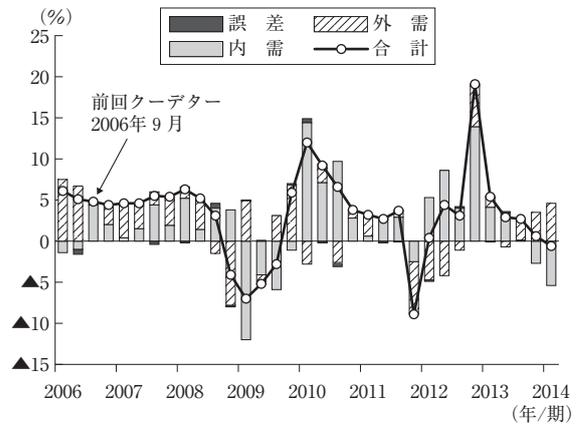
## B. 下振れリスク要因

当面のアジア経済に対する下振れリスクとして注目されるのは、次の2点である。

第1は、地政学的な要因による原油価格の急騰である。ウクライナやイラク情勢は混迷の度を増しており、原油価格の急騰リスクは一段と高まっている。他の一次産品と異なり、アジアは原油価格高騰の恩恵を受けにくい。中国やインドネシアのような産油国でさえ、近年の石油消費の急拡大によって純輸入国へ転じている。こうした状況下で原油価格が急騰すれば、アジアの民間消費が著しく冷え込む事態も想定されよう。

第2は、域外への資金流出懸念である。2013年夏、アメリカのQE3（量的緩和政策第3弾）縮小観測を契機として、アジアの新興国、とりわけインドやインドネシアにおいては、激しい資金流出に直面した。アメリカでの金利先高観の後退、インドに限れば経常収支の改善もあって、現時点での資金流出リスクは低下しているものの、アメリカの金融政策や各国の政治・経済動向次第では資金流出再燃の恐れもあり、景気の下押し要因となりかねない。引き続き、為替レートや経常収支の動向に注意を払う必要がある。

（図表11）タイの実質GDP（前年同期比）



（資料）NESDB（国家経済社会開発庁）

これらのリスクが顕在化した場合、アジア経済の持ち直しは、実現困難になると見込まれる。

主任研究員 佐野 淳也

(2014. 7. 4)

## 2. 中国経済

### (1) マクロコントロール下の景気減速

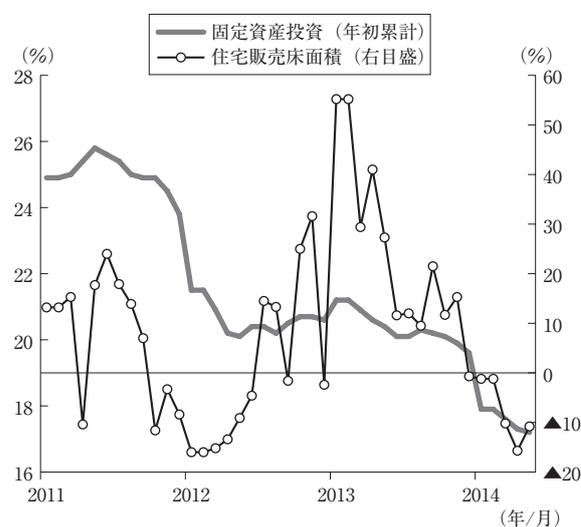
2014年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.4%と2013年10～12月期の同+7.7%から小幅低下した。

主因は当局の投資抑制策である。過剰投資・過剰債務の是正に向け、当局は抑制的な政策スタンスを維持している。窓口指導により銀行融資の増勢は鈍化し、シャドーバンキング抑制策を受けて信託融資や委託融資などの銀行融資以外のルートによる融資の拡大にもブレーキがかかっている。さらに、鉄鋼やセメントなど一部の業界では、老朽設備廃棄命令を受けて生産設備を廃棄する動きもあり、同業界では新規投資が抑制されている。これらの結果、1～5月の固定資産投資は前年同期比17.2%増に、全体の3割を占める製造業は同14.2%増に減速している（図表12）。

加えて、昨年の住宅価格抑制策の影響も大きい。2013年10～11月に北京・上海・深セン・広州では、在住地の戸籍を持たない居住者の住宅購入資格を厳しく制限するなどの抑制策が新たに打ち出された。その結果、5月の住宅販売床面積が前年同月比▲10.8%となるなど、住宅需要は全国規模で縮小している。在庫調整圧力の強まりと当局のシャドーバンキング抑制が制約要因となり、1～5月の不動産業の固定資産投資は前年同期比14.2%増にスローダウンしている。

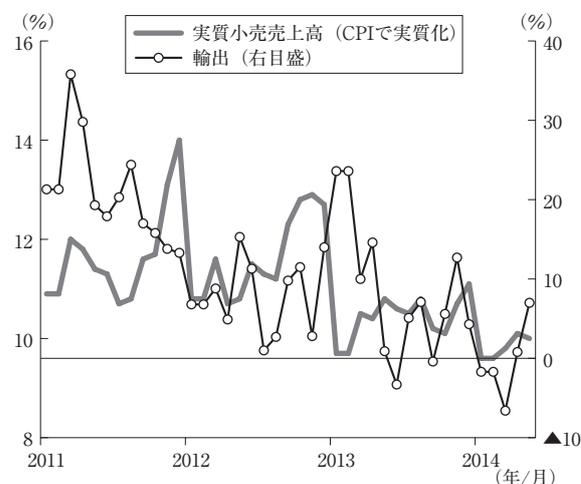
他方、個人消費は堅調に拡大している。実質小売売上高は良好な雇用・所得環境を背景に二桁の伸びを維持している（図表13）。人手不足が続くなか、求人倍率は1倍以上の高水準にあり、名目賃金も二桁の伸びを持続している。これまで減速

(図表12) 固定資産投資と住宅販売（前年比）



(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成

(図表13) 小売売上高、輸出（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

が続いていた輸出も世界経済の持ち直しを受けて、底入れの動きがみられる。

このように、政府のマクロコントロールの下、経済構造が投資主導から消費主導へ調整され始めるなか、成長ペースは小幅に減速している。

## (2) 景気冷え込みが深刻な地域も

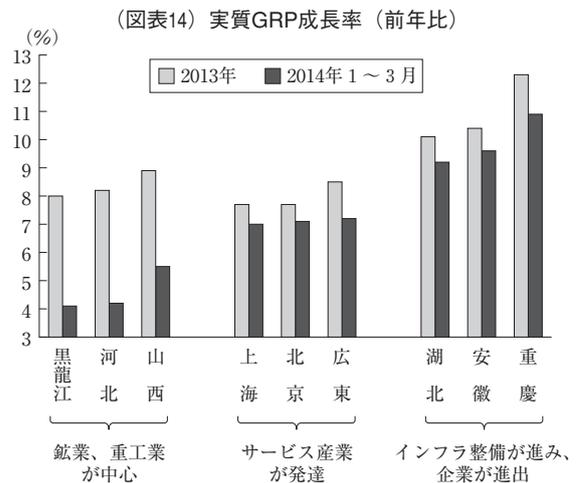
もともと、構造調整の進展により、景気冷え込みが深刻な地域もある。主要鉄鋼生産地である河北省の1～3月期の実質成長率は前年同期比+4.2%と2013年通年の+8.2%から急落した(図表14)。重工業が中心の黒龍江省や石炭生産地の山西省の景気も急減速している。

この結果、これらの地域ではデフレ圧力が強まっており、今後の対応次第では、地域経済が縮小スパイラルに陥る可能性もある。河北省では1～3月期のPPI(工業生産者出荷価格)が同▲4.3%と2013年通年の▲3.4%から一段と下落した。CPI上昇率も同1.6%と3.0%から低下した。

中国経済の先行きをみるうえで、これらの地域での失業者の増加に留意する必要がある。河北省、黒龍江省、山西省の人口はそれぞれ、7,288万人、3,834万人、3,611万人と合計1億4,733万人に達する。中長期的にみれば、河北省で鉄鉱石の採掘や製鉄に携わっていた労働者が、同省の情報通信産業や運輸業などへ移っていくことは、産業高度化への流れであり、望ましい動きである。しかし、こうした産業が未熟で雇用の受け皿が十分に整っていない現状では、日本の全人口を上回る人々が経済のハードランディングに巻き込まれ、生活基盤が崩れるリスクに直面している状況といえよう。

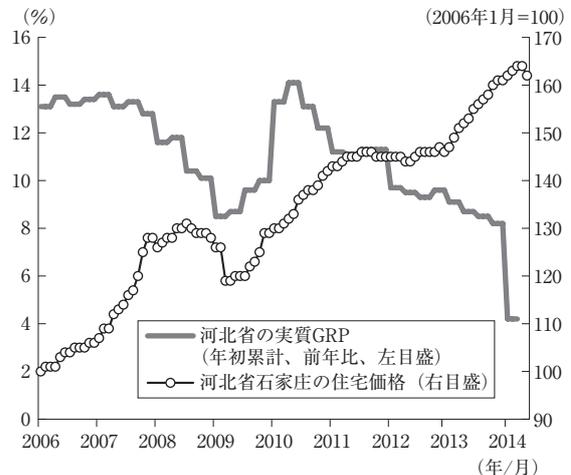
加えて、住宅価格が大きく下落する恐れもある。河北省の住宅価格はリーマン・ショック後に約1割下落した。1～3月期の同省の成長率低下幅は、リーマン・ショック時よりも大きい点を勘案すると、今後、住宅価格が1割以上下落するリスクがある(図表15)。

こうした状況下、失業対策として、当該地域で公共投資を拡大していくことが欠かせない。同時に雇用創出に向けマクロ経済全体で一定の成長率を維持していくことが重要である。成長率が6%台に低下すれば、他の地域も受け皿となる雇用を十分に創出できず、その結果、ハードランディングしている地



(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成

(図表15) 河北省の実質成長率と住宅価格



(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成

域で大量の失業者が発生し、社会的問題が増加するリスクがある。

### (3) 先行き景気減速に歯止め

#### A. 構造調整と景気てこ入れに向けた政策が徐々に具体化

このような状況下、当局は構造調整と景気てこ入れを両立させる政策を徐々に打ち出してきた。

具体的には、以下の3つの分野に整理できる。第1は、規制緩和である。4月9日の民間医療サービスの価格統制緩和に続き、23日には80項目の政府許認可の簡素化を決定した(図表16)。国務院は、交通インフラや情報通信インフラ、発電、ガスパイプ、石油化学等の分野を対象に、民間資本の参入を促進すると表明した。

第2は、インフラ整備である。4月2日、国務院は都市インフラ工事への資金援助や鉄道建設の拡大計画を、5月21日には水利インフラの加速を決定した。北京の首都機能の一部を河北省と天津市に移転する都市整備計画も策定中である。インフラ整備は短期的な景気てこ入れ策としてだけでなく、中長期的にみても立地競争力の向上など、内陸経済の底上げ策としても重要である。

第3は、部分的な金融緩和である。4月25日、中国人民銀行は県クラスの農村商業銀行と農村合作銀行の預金準備率をそれぞれ2.0%、0.5%ポイント引き下げた。6月16日には融資残高のうち小型零細企業向けが30%超などの条件を満たす一部の金融機関に限定して、預金準備率を0.5%ポイント引き下げた。このほか、銀行間市場への資金供給を増やし、市場の安定に注力している。

加えて、住宅価格抑制策に緩和の動きがみられる。住宅市場の過熱感が鎮静化するなか、5月12日、中国人民銀行は商業銀行に1軒目の住宅購入に対するローンを優遇するよう要請した。また、江蘇省無錫市、広西チワン族自治区南寧市、杭州市蕭山区、天津市滨海新区、安徽省銅陵市、河南省鄭州市などの地方政府は住宅購入規制を緩和した。例えば、南寧市は4月25日に近隣の北海、防城港、欽州、玉林、崇左の各市の戸籍を持つ者に対して、市内でのセカンドハウス購入を許可した。

ただし、リーマン・ショック後と異なり、公共投資の規模はそれほど大きくない。全面的な金融緩和も見送られるなど、当局は過剰投資抑制のスタンスを崩していない。このため、今回の一連の政策は「ミニ刺激策」と呼ぶべきかもしれない。

#### B. 政策のインパクト

上記のような「ミニ刺激策」が徐々に具体化するなか、内需に底入れの兆しがみられる。製造業PMI

(図表16) 4月以降の主要な経済政策

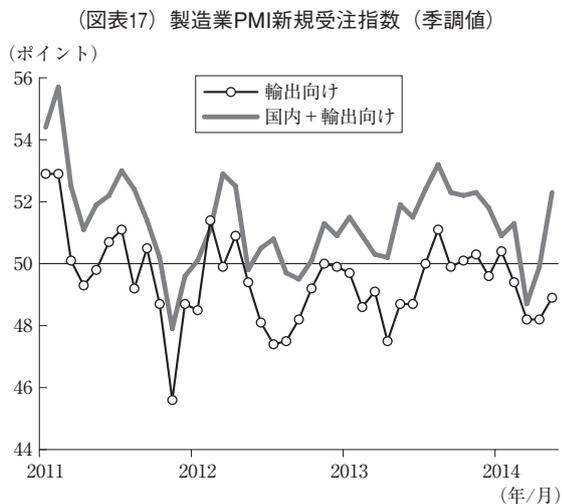
・ 4月2日、李克強首相は国務院常務会議を開催し、①小型・零細企業に対する企業所得税優遇政策の範囲を拡大、②バロック地区改造や関連する都市インフラ工事の資金調達のための債券発行を国家開発銀行に許可、③2014年に新規整備する鉄道総延長を前年から1,000km増の6,600kmに計画し、鉄道発展基金などの設立により資金調達することを決定。
・ 4月9日、発展改革委員会は民間病院の医療サービスに対する価格統制の緩和を発表。
・ 4月22日、中国人民銀行は県クラスの農村商業銀行と農村合作銀行の預金準備率をそれぞれ2.0%、0.5%ポイント引き下げると発表。25日から実施。
・ 4月23日、国務院常務会議は80項目の政府許認可の簡素化を決定。交通インフラ、情報通信インフラ、発電、ガスパイプ、石油化学等分野を対象に、民間資本の参入を促進。
・ 5月21日、国務院常務会議は水利インフラの加速、及び、新興産業投資の呼び水となる基金の設立を決定。
・ 6月4日、国務院常務会議は52項目の政府許認可の簡素化を決定。具体的には、非製造業が失業者を新規雇用した際に適用される優遇税制等。加えて、石油化学産業の配置合理化を要求。
・ 6月9日、中国人民銀行は融資残高のうち小型零細企業向けが30%より多い等の条件を満たす一部の金融機関に限定して、預金準備率を0.5%ポイント引き下げると発表。6月16日から実施。

(資料) 中国政府各機関、各種報道を基に日本総合研究所作成

の輸出向け新規受注指数は緩やかな持ち直しにとどまる一方、国内向けと輸出向けを合わせた新規受注指数は急回復している（図表17）。

今後を展望すると、政策効果の顕在化から、景気減速に歯止めがかかる見通しである（図表18）。個人消費は賃金の高い伸びが続くなか堅調な伸びを維持する一方、「ミニ刺激策」により、固定資産投資の増勢鈍化と住宅需要の減少に歯止めがかかると見込まれる。

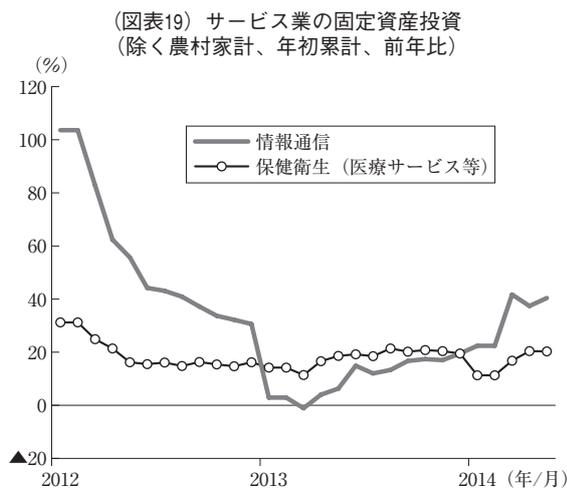
具体的には、規制緩和とサービス需要の拡大を受けて、民間企業のサービス業での設備投資が着実に拡大する見通しである。1～5月の情報通信業の固定資産投資は前年同期比40.4%増と大幅に増加し、保健衛生（医療サービス等）も同20.3%増と全体を上回る伸びであった（図表19）。ちなみに、昨年5月には、電力・ガス・水道等プロジェクトの承認手続きの簡素化を受けて、その後当該分野の投資が拡



(資料) 国家統計局、物流購買連合会を基に日本総合研究所作成



(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成



(資料) 国家統計局



(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成

大した。今回80項目に含まれる情報通信、発電などの分野も資金面等で優遇され、設備投資が持続的に拡大する見通しである。

インフラ投資も整備計画の具体化に伴い、景気下支え役となっていく公算が大きい。実際、1～5月の治水・環境・公共施設管理は前年同期比27.2%増、高速道路は同24.3%増の高い伸びとなった。

さらに、政策動向に敏感であるという中国の不動産市場の特性を踏まえれば、住宅販売の減少にも早晩歯止めがかかり、その後、住宅販売は実需の拡大を反映して増加トレンドに復していくと見込まれる(図表20)。

以上の点を勘案し、2014年通年では7.5%成長になると予想される。一方、景気の過度な下振れリスクが後退すれば、政府は再び過剰投資・過剰債務に対する抑制的な政策スタンスを強めるとみられ、2015年は7.4%成長になる見通しである。

研究員 関 辰一

(2014. 6. 26)

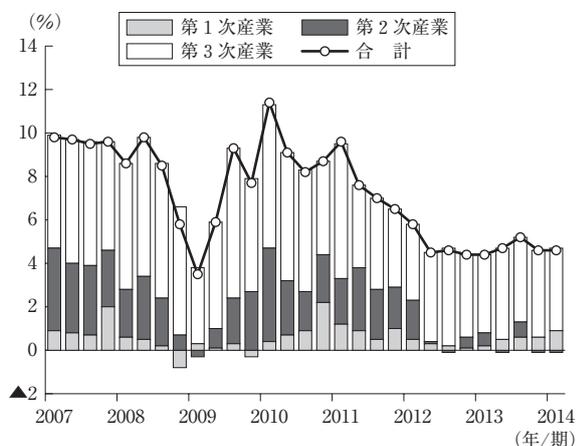
### 3. インド—景気は今後徐々に持ち直し

#### (1) 景気を取り巻く環境は足元好転

インドでは、景気低迷が長期化している。2000年代には実質GDPが前年比8～10%程度の高い伸びを続けていたため、インドは有望な投資先として高い注目を集めていた。しかしながら、インフレ率の高止まりに伴う引き締め気味の金融政策や構造改革の遅れなどを背景に、成長率は足元にかけて大きく低下しており、4%台の成長率が常態化しつつある。2014年1～3月期の実質GDP前年同期比は、第1次産業は増勢が強まったものの、第2次産業が2四半期連続のマイナスとなり、前期と同じ前年同期比+4.6%にとどまった(図表21)。

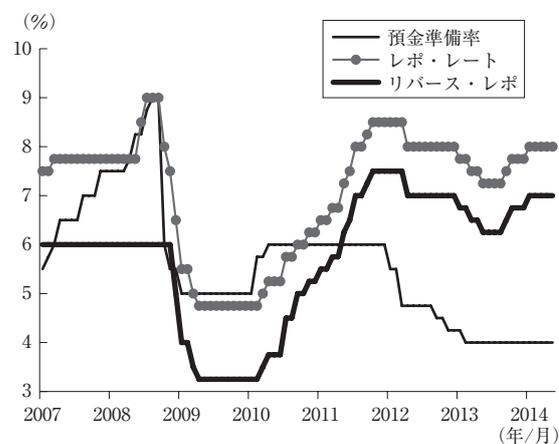
金融政策では、卸売物価上昇率の鈍化を背景に、2013年前半は政策金利(レポ・レート、リバース・レポ・レート)が累計0.75%引き下げられたものの(図表22)、同年5月の米QE3(量的緩和政策第3

(図表21) 実質GDP (前年同期比)



(資料) Ministry of Statistics and Programme Implementation

(図表22) 政策金利



(資料) Reserve Bank of India

弾)の早縮小・終了観測の高まりをきっかけに、通貨安・インフレ圧力抑制に向けた金融引き締めを迫られた。インド中銀は、9月以降、政策金利を累計0.75%引き上げ、その後も高金利を維持している。

もっとも、マクロ経済や金融政策を取り巻く環境は足元で変化しつつある。まず、景気浮揚よりも物価と為替の安定を重要視するという中央銀行の明確な金融政策スタンスを受けて、昨年11月以降ルピー高に転じており、対ドルレートは2013年5月以前の水準に戻りつつある。また、インフレ率は、卸売物価・消費者物価ともに金融引き締めを受けたルピー高傾向と内需の低迷を背景に足元で鈍化している。昨年5月に急速なルピー安を招く主因となった経常収支赤字も、輸入の減少を主因に足元で大幅に縮小している(図表23)。

政治の面でも大きな変化が生じている。4～5月に行われた下院総選挙の結果、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、積極的な外資誘致を通じてグジャラート州に高成長をもたらしたモディ氏が首相に就任した。これにより、先行きの抜本的な経済改革に対する期待が高まっており、新政権への強い期待を背景に、足元にかけて株高が続き、消費・投資マインドも改善している。

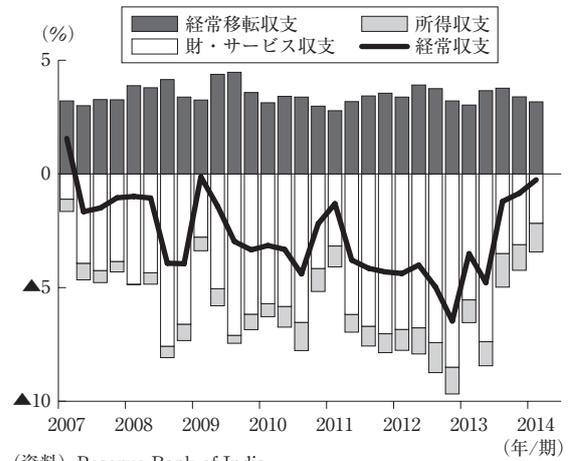
## (2) 景気の持ち直し速度は緩やかなものにとどまる見込み

先行きを展望すると、政権交代をきっかけに、今後、輸送・エネルギーインフラの整備、外資規制の緩和、汚職対策など、様々な改革が加速し、インドのビジネス環境が大きく改善することが期待される(図表24)。これらの取り組みは、インフラ整備による公共投資の増加だけでなく、対内直接投資の増加、それに伴う技術向上などにもつながり、景気を大きく底上げすると期待される。また、2013年5月から秋口にかけてのルピー安に伴うインフレ圧力が一巡するなかで、金融緩和も再開されると期待される。これにより、自動車を中心とした耐久財消費や投資が徐々に持ち直しに向かうと見込まれる。

ただし、以下を踏まえると、景気の持ち直し速度は緩やかなものにとどまる。

まず、BJPが単独過半数を取得したことから、マニフェストに掲げる各種改革は中央政府レベルでは進展すると見込まれる。しかし、上院では過半数を獲得しておらず、国会運営に予断を許さない。ま

(図表23) 経常収支対名目GDP比率



(資料) Reserve Bank of India

(図表24) 新政権の方針

インフラ分野	<ul style="list-style-type: none"> <li>貨物鉄道・高速道路の整備、産業大動脈計画の推進</li> <li>風力、原子力を含むエネルギーインフラ整備の推進</li> <li>PPP (Public Private Partnership) の活用</li> </ul>
対内直接投資	<ul style="list-style-type: none"> <li>マルチブランドの小売を除き、雇用創出や技術レベルの向上につながる対内直接投資を積極的に受入</li> <li>防衛産業への外資参入の許可</li> </ul>
行政効率化	<ul style="list-style-type: none"> <li>ITの導入を通じた行政効率化</li> <li>税制の簡素化、GST (Goods and Services Tax) の導入</li> <li>汚職摘発</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>財政規律の向上</li> <li>銀行部門の不良債権問題への取り組み</li> </ul>

(資料) BJP Election Manifesto 2014

た、モディ氏が州知事時代に改革進展で自らの評価を高めることができたように、多くの行政事項において州政府にも一定の裁量がゆだねられている（図表25）。したがって、改革に向けた中央政府と州政府の協議が難航する場合、改革が進まない可能性がある。

また、財政赤字の縮小が喫緊の課題となる状況下、前政権の方針と同様、引き締め気味の財政政策を余儀なくされると見込まれる。そのため、インフラ投資や農村開発等が計画よりも遅れる可能性もある。政権交代に伴い、7月中には修正予算案が公表される予定となっているが、前政権の下で2月下旬に公表された2014年度予算案（2014年4月～2015年3月）をみると、2016年度にかけて中央政府の財政赤字の対名目GDP比を3%以内に抑えるという方針が示されている（図表26）。歳出は金額こそ前年度比1割強の増加となっているものの、財政健全化に向けた燃料や肥料への補助金抑制策などから、名目GDP比では低下が見込まれており、景気抑制に作用する。

この他、金融緩和を通じた景気浮揚効果についても、①米QE3の縮小・終了に伴うドル高・ルピー安圧力、②地政学的な要因をきっかけとした原油国際価格の上昇リスク、③エルニーニョ現象の発生に伴う農作物不作リスク、などに伴うインフレ上振れリスクが熾り続けていることを踏まえると、金融緩和ペースはこれらを睨みながらの緩やかなものになると見込まれるため、景気の下支え効果は限られよう。

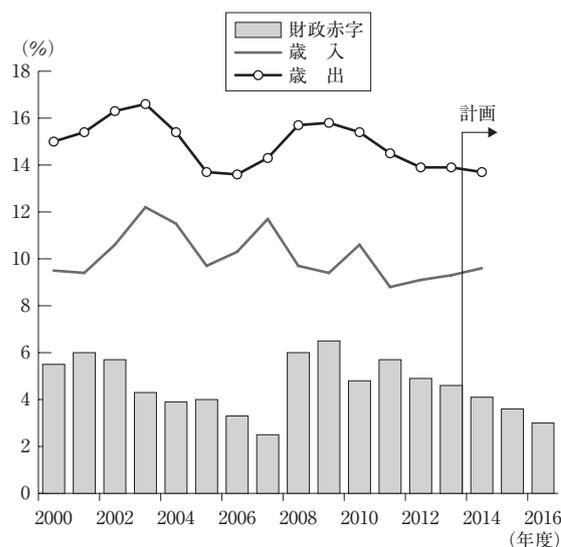
高成長を達成した2000年代後半と同様、インドには人口増加や都市化に伴う耐久財普及率の上昇といった中長期的な成長のダイナミズムがあることに変わりはない。したがって、各種経済改革を通じてビジネス環境を改善していけば、同国の実質GDP成長率は中期的には再び2000年代後半の潜在成長率である7～8%程度まで高まっていく可能性はあるだろう。もっとも、その達成は容易ではなく、当面景気を持ち直し速度は緩やかなものととどまると見込まれる。

（図表25）州政府の裁量

中央・州の共同行政事項	州に属する権限
森林管理	州内の自治体管理
経済・社会計画	公衆衛生
人口管理と家族計画	障害者・失業者の救済
社会保障と社会保険	交通整備
教育	農業振興
難民救済と社会復帰	家畜管理
主要港湾以外の港湾管理	飲用水の確保
海運、内陸水路の管理	土地保全
国内取引、生産、分配	漁業管理
工場管理	鉱山、鉱物開発の規制
ボイラー管理	ガス工場の管理
電力管理	州内の取引、生産、分配
	協同組合の管理

（資料）自治体国際化協会「インドの地方自治」を基に日本総合研究所作成（原典はインド憲法第246条第7附則）

（図表26）中央政府の財政赤字（対名目GDP比率）



（資料）Ministry of Finance

研究員 熊谷 章太郎

(2014. 7. 1)