

# アジア経済見通し

調査部

## 目 次

### 1. アジア全体

- (1) 緩慢な景気回復ペースが持続
- (2) 年後半以降の持ち直しも緩慢

### 2. 中国経済

- (1) 景気減速が持続
- (2) 年後半に底入れ
- (3) 景気下振れリスクに留意

### 3. インド経済

- (1) 景気は緩やかに回復
- (2) 緩やかな景気回復が持続するも一段の成長加速は難しい

---

## 要 約

1. 2014年後半以降、アジア経済の回復を促すと期待される要因が幾つか出現した。国際原油価格の下落は、①物価上昇の鈍化に伴う家計の実質購買力の増加、②燃料や輸送コスト低下を背景とした企業収益の増加や設備投資の押し上げなどの効果をもたらすと期待された。燃料補助金の削減による財政健全化にも寄与すると考えられていた。
2. さらに、先進国経済の緩やかな回復などの明るい材料が出てきたにもかかわらず、2015年入り後も、成長率は総じて上向かず、アジア経済の景気回復ペースは力強さを欠く展開が続いている。その原因として、アジアからの輸出に対する先進国経済のアブソーバー機能が従来ほど見込めなくなったことに加え、2000年代において、資源等への需要拡大で大きく伸びていた対中輸出が落ち込み、中国経済がアジアの成長加速要因から減速要因に転化したことも主要な理由としてあげられる。
3. 中国経済は、2015年1～3月期の実質GDP成長率が前年同期比+7.0%にとどまるなど、景気減速が続いている。不動産や製造業を中心とする投資の増勢鈍化に歯止めがかからない。景気の減速に対し、当局は失速回避に向け、金融緩和等のでこ入れ策を講じるようになっており、これが奏功し、2015年後半には景気が底入れすると見込まれる。他方で、景気安定後は再び構造調整が進展するとみられ、2015年通年の成長率は+6.9%、2016年は+6.8%にとどまる見通しである。もっとも、①資本ストック調整の本格化、②企業のバランスシート調整を主因とした不況、③インフラ投資の原資確保難が政策効果を損ね、景気が大幅に下振れる可能性にも留意する必要がある。
4. インドでは、中国や欧州の景気減速を受けて外需は力強さを欠くものの、モディ政権による改革への期待や原油安などを受けたインフレ率の低下などを背景に民間消費が好調で、景気は緩やかな回復が続いている。先行きを展望すると、引き続き回復傾向をたどるものの、追加の金融緩和余地が限られていることや財政赤字による政府の予算制約などの課題を抱えているため、一段の成長加速は難しく、2015年度は+7.4%、2016年度は+7.6%の成長となる見通しである。
5. 以上を踏まえ、アジア経済全体を見通すと、2015年の後半以降、先進国の緩やかな回復および中国経済の底打ちから、輸出は減少傾向を脱するとみられるものの、回復ペースの大幅な加速は期待しにくい。内需も、政策措置の奏功もあって徐々に上向くものの、力強さを欠いた状態が当面続くと考えられる。年前半の減速傾向も響き、アジアでは、2015年通年の成長率が前年並みかやや下回る水準にとどまる国や地域が多数を占める見通しである。

1. アジア全体

(1) 緩慢な景気回復ペースが持続

A. 中国経済の減速が景気回復を抑制

2014年秋以降、アジアの景気回復を促すと期待される要因が幾つか出現した。

とりわけ、国際原油価格の急落（年前半の1バレル=100ドル前後→2015年1月には1バレル=50ドルの大台割れ）は、原油・石油製品を総じて輸入に依存するアジアにとって、①物価上昇の鈍化に伴う家計の実質購買力の増加、②燃料や輸送コスト低下を背景とした企業収益の増加や設備投資の押し上げなどのプラス効果をもたらすものとして、大いに期待された（図表1、図表2）。また、原油価格の低下は、インドネシアやマレーシアにおける燃料補助金の事実上の撤廃を後押しし、財政健全化に寄与するとともに、財政引き締めに伴う景気の落ち込みも和らげたと考えられる。

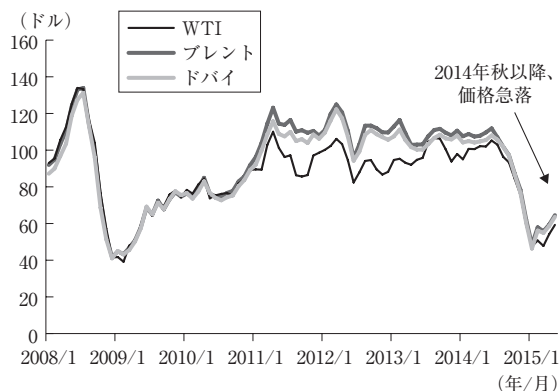
加えて、先進国経済の緩やかな回復傾向の持続も、輸出の持ち直しを通じてアジアの景気回復につながる要因として期待された。

こうしたプラス要因が出現したにもかかわらず、2014年の年央から年末にかけて、アジアにおける景気回復のペースはほとんど上向かなかった。通年の経済成長率が前年（2013年）実績を上回った国や地域はあったものの、おおむね小幅な上昇にとどまった（後続図表13）。

その理由の一つとして、先進国経済の回復ペースが緩慢なうえ、アジアから自国あるいは近隣国へ生産拠点を移す動きが一部で見られるなど、日米欧の輸入需要の増大を従来ほど見込めなくなったことがあげられる。円安およびユーロ安も、景気回復の勢いを弱めた一因に指摘できる。とはいえ、アジアの景気回復ペースを鈍化させた最大の要因は、中国経済の減速と考えられる。

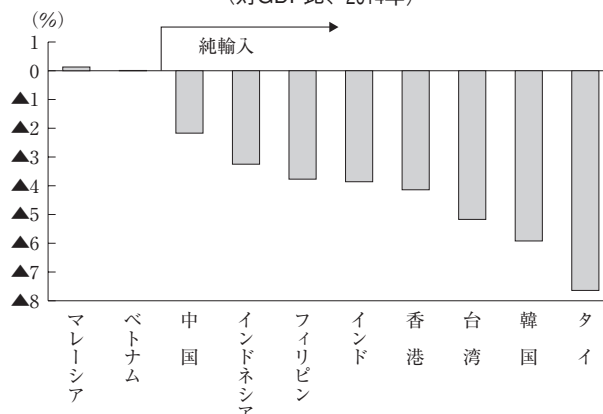
WTOへの加盟（2001年）後、中国を世界的な製造拠点と位置付ける外資企業は増加し、対中直接投資が急増した。こうした状況下、中国政府は外資企業を積極的に誘致したほか、高成長実現の観点から、不動産開発やインフラ整備への投資規模の拡大に邁進した。これにより、中国経済の成長は加速し、投資需要も一段と拡大するという好循環が形成された。そして、海外の資源や部品などへの需要も増大したことを受け、アジアでは2000年代に入り、対中輸出が輸出全体を上回るペースで急増し、経済成長の

(図表1) 原油価格 (2008年以降)



(資料) IMF Primary Commodity Prices  
(注) 1バレル当たりの価格。

(図表2) アジアの原油・石油製品の純輸出 (対GDP比、2014年)



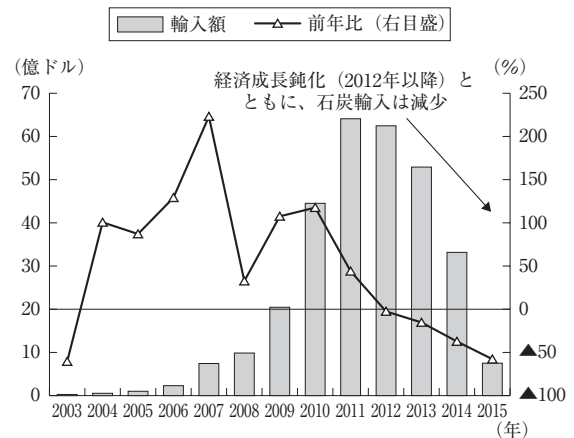
(資料) 国連UN Comtrade Database, IMF World Economic Outlook 2015 April, 台湾經濟部国際貿易局, CEIC  
(注1) HSコードの2709および2710の合計で算出。  
(注2) インドネシア、マレーシア、ベトナム、韓国は2013年。

押し上げ要因となった。

しかし、2012年秋に発足した習近平政権は、生産過剰や環境破壊といった投資膨張の弊害是正を重視し、一定程度の成長減速を許容してでも、過剰投資を抑制する姿勢を示している。その結果、年平均+10%前後の高成長を続けていた中国経済は、2012年以降3年連続で+7%台の成長率にとどまっている。こうした中国経済の成長鈍化は、アジアからの資源や部品の調達需要を冷え込ませ、中国との経済依存を緊密化させていた国や地域ほど、対中輸出の低迷等の深刻な影響を受けるようになった。

中国経済がアジアの成長加速要因から増勢鈍化要因へ転化したことを端的に表す事例として、インドネシアからの石炭輸入があげられる。貿易統計によると、2000年代に入り、中国の高成長や需要の急増を背景に、インドネシアからの石炭輸入が急増し、今や中国にとってインドネシアはオーストラリアに次ぐ第2位の石炭輸入相手国となっている（図表3）。ところが、過剰設備の解消を優先する政策対応がとられるようになった2012年以降、中国の対インドネシア石炭輸入は額、量のいずれにおいても、石炭輸入全体を上回るペースで減少している。パームオイルや天然ゴムなどでも、石炭と同様の傾向がみられ、近年の中国経済の減速が資源の主要輸入相手国（パームオイルはインドネシアとマレーシア、天然ゴムはタイ、マレーシア、インドネシアでほぼ独占）の経済成長を押し下げる一因となっている。

（図表3）中国の対インドネシア石炭輸入



（資料）Global Trade Atlas（原資料は、中国の税関統計）  
（注）2015年は、5月までの前年同期比。

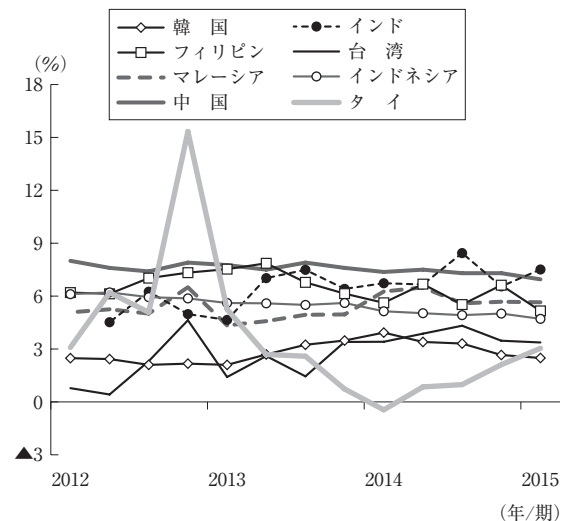
#### B. 2015年1～3月期も、成長率は総じて上向かず

2015年に入ってから、こうしたトレンドに大きな変化はみられず、アジア経済は力強さを欠く展開が続いている。

2015年1～3月期の成長率（前年同期比）をみると、寒波によるアメリカ経済の一時的な下振れや中国が6年ぶりの低成長となった（詳細は「中国」参照）ことから、前期の実績を下回った国や地域は少なくない（図表4）。数字のうえでは加速した国や地域についても、特殊要因により押し上げられており、景気回復の本格化と判断することはできない。

個別の動向を概観すると、韓国は、1～3月期

（図表4）実質GDP成長率（前年同期比）



（資料）各国・地域統計、CEIC  
（注）インドは新基準変更後の値、2012年1～3月以前は未公表。

の成長率が前期比+0.8%となり、前期（同+0.3%）から持ち直したものの、4四半期連続で+1.0%を下回る伸びにとどまった。

前期比の需要項目別寄与度で見ると、民間消費（+0.3%ポイント）、政府消費（+0.0%ポイント）、純輸出（▲0.2%ポイント）がいずれも低迷するなか、総資本形成（+0.7%ポイント）が成長をけん引した（図表5）。もっとも、総資本形成のうち、大幅に伸びたのは建設投資（前期比+7.4%）に限られ、設備投資は横ばい（同+0.2%）であった。さらに、税収減による公共投資の執行遅延を受け、前期に大幅に落ち込んでいたことを勘案すれば、建設投資の急伸は執行再開に伴う反動が主と考えられ、建設投資が本格的に回復したとは評価しがたい。

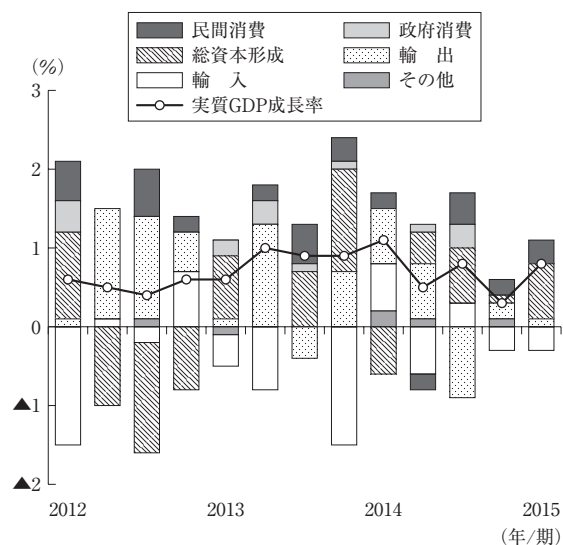
台湾も、1～3月の成長率（以下とくに断りのない限り、前年同期比）は+3.4%と、2014年10～12月期（+3.5%）と同水準の伸びであった。内訳をみると、底堅く推移した民間消費を除き、主な内需項目の成長寄与度がマイナスに転じるなか、外需が成長を下支えしており、1～3月期の成長率に対する純輸出の寄与度が前四半期の+0.9ポイントから+2.6ポイントへ上昇した。ただし、外需寄与の拡大は、輸出自体は堅調な拡大が続いているものの、投資財の落ち込みなどで輸入の寄与度（通常、成長に対してマイナス）が縮小したことが背景にあり、堅調な成長とは言い難い。

ASEANにおいては、主として国内要因が直近の景気動向にバラつきをもたらした。

例えば、フィリピンの場合、1～3月期の成長率が+5.2%と、13四半期ぶりの低水準にとどまった。主因は、輸出（GDPベース）の減速に加え、予算執行の遅れが政府消費、さらには公共建設投資を下押ししたことである。「政府支出促進計画（DAP）」が2014年7月に違憲判決を受けた影響がなお残存し、予算執行の遅れにつながったとみられる。インドネシアの1～3月期の成長率は+4.7%と、2009年10～12月期以降では最も低い成長率であった。主要輸出先である中国やシンガポールなどの景気減速を受け、鉱物性燃料や動植物性油脂などの品目が大きく落ち込み、輸出の成長寄与度は2四半期連続でマイナスとなった。それに加え、2015年度補正予算の成立の遅れ（2月13日）により、政府消費の伸びの鈍化をもたらした。また、これまで景気を下支えしてきた民間消費も、4月の消費者信頼感指数（現状）が3年ぶりに好不調の境目である100ポイントを下回るなど、足元で弱含みが顕著になっている。

一方、タイは、1～3月期の成長率が+3.0%と、2014年10～12月期の実績（+2.1%）から加速した。需要項目別にみると、執行が遅れていた公共投資の実施に伴い、政府投資が前年同期比+37.8%と急伸したことから、総固定資本形成の寄与度が+2.5%ポイントと、最大の成長押し上げ要因となった。一方で、①主要貿易相手国の景気減速、②EUの特恵関税打ち切り、③パーツ高などが響き、輸出の成長寄与度は前四半期の+3.1%ポイントから+0.7%ポイントへ、大幅に鈍化した（図表6）。また、民間消

（図表5） 韓国の実質GDP成長率（前期比）と  
需要項目別寄与度

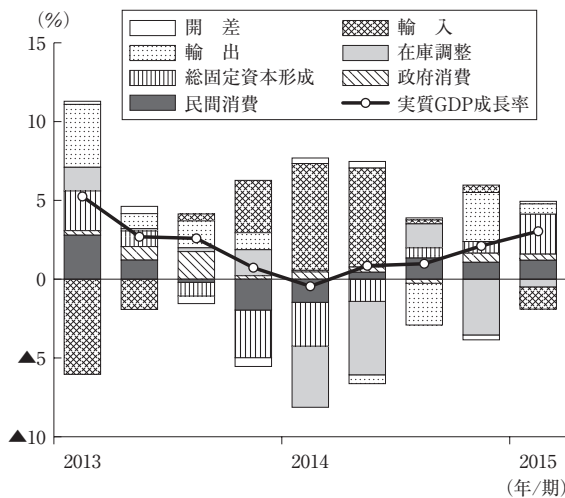


（資料） 韓国銀行 Economic Statistics System

（注） 季節調整後。

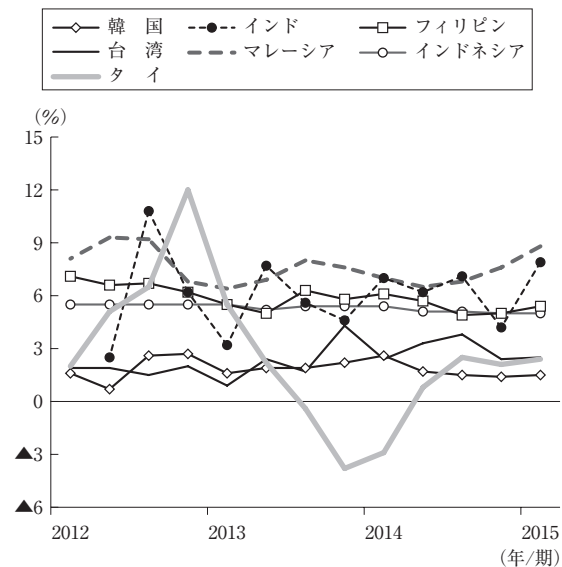


(図表6) タイの実質GDP成長率と需要項目別寄与度 (前年同期比)



(資料) 国家経済社会開発庁

(図表7) 実質民間消費 (前年同期比)



(資料) 各国・地域政府統計、CEIC

(注) インドは新基準変更後の値、2012年1～3月以前は未公表。

費も底堅く推移しているとはいえ、自動車販売の前年割れが続くなど、本格的な回復には至っていない。比較基準である2014年1～3月期は政局不安定下で成長率がマイナスであったことを勘案すると、景気は回復トレンドをたどっているとはいえ、そのペースは当初の想定と比べて緩慢と判断すべきであろう。こうした情勢を踏まえ、タイの政府機関は足元で2015年の成長率見通しを下方修正している。

マレーシアは1～3月の成長率が+5.6%と、前半四半期の実績より若干減速(▲0.1%ポイント)したものの、景気は底堅く推移した。輸出の成長寄与度が7四半期ぶりのマイナスに転じたものの、民間消費は3四半期連続で伸びが加速(1～3月期は+8.9%)し、成長に対する寄与度も上昇した(図表7)。総固定資本形成の伸び率も上向していることから、内需主導で経済成長が維持されたといえよう。ただし、民間消費の加速は、良好な所得環境の持続がその根底にあるものの、2015年4月導入の物品・サービス税(GST)導入前の駆け込み需要によるところが大きい。

インド経済については、外需が力強さを欠く一方、内需、とくに民間消費が好調に推移し、景気回復が続いている(詳細は「インド」を参照)。

### C. 相次ぐ利下げ

2014年後半までのアジアでは、利下げによって景気の浮揚を図る国がある一方で、物価高騰の抑制を優先させて政策金利を引き上げる国もあった。2015年入り後は、3月に中国、インド、韓国、タイの4カ国で政策金利の引き下げが実施されるなど、金融緩和の動きが相次いでみられる(図表8)。

その主な理由として、インフレ率のピークアウトによって金融緩和の余地が生じた(インドやインドネシアなど)ことがあげられる(図表9)。さらに、景気の回復が芳しくなく、内需や輸出を喚起する必要性が高まったことも指摘できる(中国、タイ、韓国)。

その他の動きとして、輸出競争力の改善や貿易赤字是正の観点から、ベトナムが1月と5月の2回、

(図表8) アジアの金融政策

	2014年 7月	8月	9月	10月	11月	12月	2015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) 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。

通貨ドンの対米ドル基準レートを切り下げた（切り下げ幅はいずれも1%）。

(2) 年後半以降の持ち直しも緩慢

A. 経済の失速は回避されるが、景気回復ペースの大幅な加速は見込めず

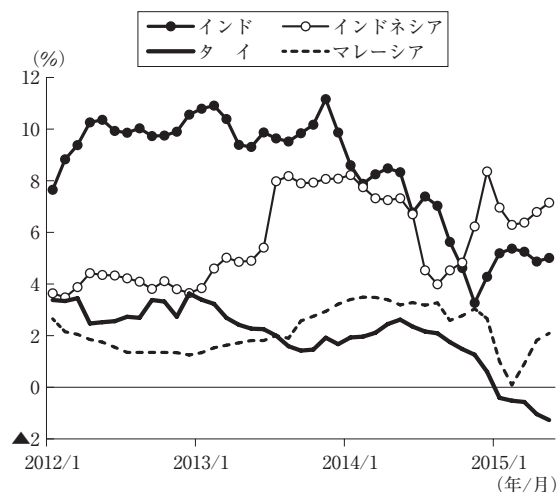
2015年後半以降のアジア経済は、徐々に持ち直していくと見込まれる。まず、アメリカ経済は寒波による押し下げ要因がはく落し、2015年半ば以降、+2%台後半の成長ペースが続く見通しである。欧州経済では個人消費の底堅い推移、日本経済では自律拡大メカニズムの強まりを受け、いずれも緩やか足取りながら（+1%台の成長）、景気は回復軌道をたどるものと想定される。

域内に視点を転じると、中国経済は景気でこ入れ策の効果が顕在化し、2015年後半に底打ちする見込みである。その後、構造調整の優先度が再び引き上げられ、成長率は緩やかな低下トレンドに戻るものの、適切な政策措置を講じることで景気の失速は回避されよう。2015年通年の成長率（前年比、以下同じ）は+6.9%、2016年は+6.8%と、減速傾向にブレーキがかかる見通しである。

一方、中国を除くアジア経済の先行きは、足元で減少傾向が強まっている輸出の持ち直しがポイントとなる（図表10）。上記のような主要仕向け先である日米欧、さらには中国経済の景気動向を踏まえると、輸出は2015年後半以降底打ちし、回復に向かう見込みである。もっとも、アジアからの輸出に対する先進諸国や中国のアブソーバー機能を従来ほど期待できなくなっていることもあって、そのペースは緩やかなものとなる。

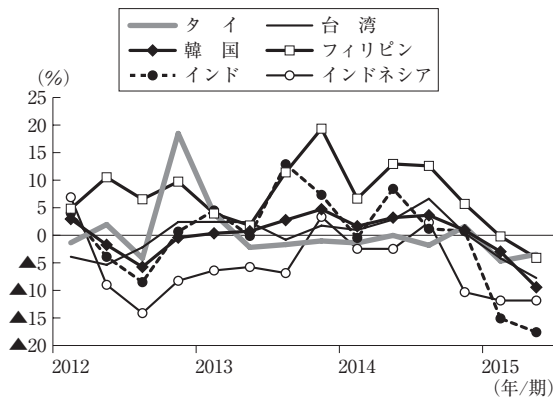
金融政策では、アメリカの年内利上げ観測や直近における原油価格の若干の上昇に加え、足元で再び通貨安やインフレ懸念の高まりに直面している国もあることから、年後半以降の追加緩和は困難とみら

(図表9) 消費者物価上昇率（前年同月比）



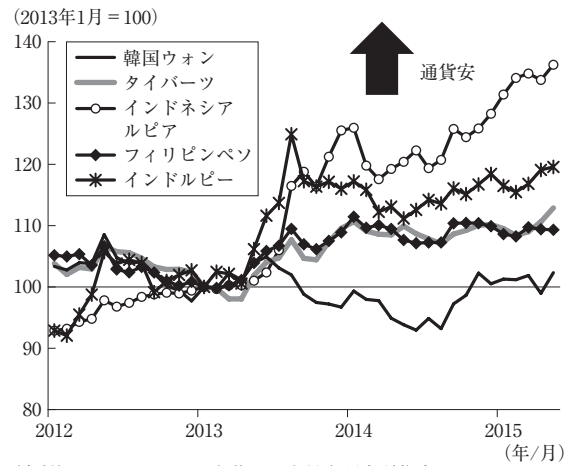
(資料) 各国統計、CEIC

(図表10) 輸出 (通関ベース、前年同期比)



(資料) CEIC (原資料は、政府統計)  
 (注) 2015年4～6月期は、4～5月の前年同期比。ただし、フィリピンは4月の前年同月比。

(図表11) アジア通貨の対米ドルレート



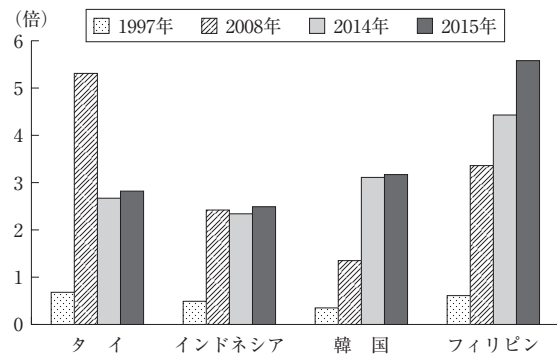
(資料) Bloomberg L.P. を基に日本総合研究所作成

れる (図表11、図表9)。実施に踏み切った場合でも、引き下げ幅や頻度は総じて抑制される見通しである。

なお、アメリカの利上げが実施された場合、海外への大規模な資金流出による成長下振れリスクが懸念されている。もっとも、アジア各国ではそのリスクに対する耐性は向上している。1997年のアジア通貨危機当時、外貨準備高の短期対外債務比率が適正水準とされる1.0倍を下回った国が通貨危機に見舞われたが、これらの国では、今やその目安を大きく上回る外貨準備高を有している (図表12)。他のアジア諸国・地域も同様であることから、アメリカの利上げペースが緩やかなものである限り、アジア経済はその衝撃に十分対処可能である。

これらの条件を総合すると、景気的大幅な減速は回避され、アジア経済は年後半以降持ち直していくと見込まれる。しかしながら、外需のけん引力はなお力強さに欠けるうえ、年前半の減速が響き、2015年通年の成長率は、前年並みかやや下回る水準にとどまる国や地域が多数を占める見通しである (図表13)。2016年も内外需の緩やかな持ち直しが続き、アジア各国・地域の成長率は、総じて前年実績をわずかながら

(図表12) 短期対外債務残高比率



(資料) 各国統計、CEIC (原資料は、世界銀行World Development Indicators)  
 (注1) 短期対外債務残高比率 = 外貨準備高 / 短期対外債務残高。  
 (注2) 2015年は3月末時点のデータで算出。

(図表13) アジア各国・地域の成長率実績と予測

	2012年	2013年	2014年	2015年 (予測)	2016年 (予測)
韓国	2.3	2.9	3.3	2.9	3.2
台湾	2.1	2.2	3.8	3.3	3.5
香港	1.7	3.1	2.5	2.8	2.9
タイ	7.3	2.8	0.9	3.2	4.0
マレーシア	5.5	4.7	6.0	4.6	5.0
インドネシア	6.0	5.6	5.0	4.8	5.5
フィリピン	6.7	7.1	6.1	6.7	6.2
ベトナム	5.1	5.4	6.0	6.1	5.9
インド	5.1	6.9	7.3	7.4	7.6
中国	7.7	7.7	7.4	6.9	6.8

(資料) 政府統計、CEIC  
 (注1) インドは年度 (4～3月)。  
 (注2) シャドーは日本総合研究所の予測。



上回るものと予想される。

個別にみると、韓国の場合、2014年夏以降進められてきた一連の景気浮揚策が奏功し、消費や設備投資は徐々に持ち直すであろう。中東呼吸器症候群（MERS）の流行に伴う消費への影響が懸念されるものの、現時点において、事態は沈静化に向かっており、MERSによる消費押し下げ効果は一時的かつ軽微なものにとどまる見込みである。その一方、輸出は底打ちするものの、伸び悩みが続くと考えられる。以上を総合すると、韓国の2015年の成長率は+2.9%（2016年は+3.2%）になる見通しである。

台湾では、中国におけるスマートフォン需要の一巡などを背景に、輸出や設備投資、製造業生産の拡大が抑制されつつある。半面、原油価格の下げ止まりにより、石油化学産業および同関連製品の輸出に先行き持ち直しが期待されるほか、良好な雇用環境や資産効果により、民間消費は目下堅調に推移しており、台湾経済が大きく下振れする公算も小さい。結果、2015年通年の成長率は+3.3%と、前年実績（+3.8%）を若干下回る見通しである。

マレーシアについては、GST実施（4月）後の反動減が成長の押し下げ要因として作用しよう。競争力強化に向け、インフラを中心に、公共投資は堅調な推移を期待できるものの、政府債務残高が法定上限（対名目GDP比55%）付近で推移するなか、歳出抑制スタンスは維持され、インフレ投資などを除く政府支出の拡大は見込みにくい。輸出の減速も勘案すると、マレーシアの2015年通年の成長率は、前年比▲1.4%ポイントの+4.6%にとどまる見通しである。

予算執行の遅れが直近の成長の押し下げ要因となったインドネシアやフィリピンでは、その要因が解消され、政府消費やインフラ関連の公共投資の拡大を年央以降期待できるようになる。そのため、両国とも持ち直す見込みであるとみられるが、消費や輸出の回復ペースの違いにより、通年の成長率で見ると景気回復の勢いに差異が生じる。インフレ懸念が強く、また、資源輸出の比率の高いインドネシアでは、2015年通年の成長率は+4.8%と、前年と大差ない水準にとどまる見通しであるのに対し、フィリピンは同+6.7%と、前年を上回る成長率を見込めよう。

タイにおいては、2014年10月に公表した景気刺激策の奏功等を背景として、公共投資の拡大を期待できる。民間部門の投資や消費についても、持ち直していくであろう。クーデター後の治安回復を受け、観光客数が前年同月比でプラスに転じたことも、タイ経済には追い風となる。もっとも、農作物価格の低迷による農村での所得伸び悩み、クーデター前の喚起策に伴う自動車需要の先食いなどから、民間消費の回復ペースの大幅な加速は見込みにくい。輸出回復の勢いも緩慢とみられ、2015年（+3.2%）、2016年（+4.0%）と、経済成長率は上向くが、そのテンポは当初の予測に比べ、緩やかなものになると見込まれる。

インドは、インフレ率の低下やモディ政権による政策取り組みにより、内需の持ち直しが期待される。輸出も、欧米の景気持ち直しを受け、緩やかな拡大が予想される。インフラの未整備など、諸課題を勘案すれば、成長の一段の加速は難しいものの、景気の緩やかな回復傾向は続き、2015年度+7.4%、2016年度+7.6%の成長となる見通しである。

## B. アジア経済が抱える成長下振れリスク

アジア経済が抱える下振れリスクとして当面注視すべき事項は、次の2点である。

第1は、景気浮揚策が十分奏功しない局面も想定されることである。中国経済においては、資本ストック調整が本格化すれば、金融緩和をしても、設備投資が拡大しないリスクがある（詳細は後述の「中国」を参照）。また、韓国や一部のASEAN諸国においては、家計債務問題（残高の増加や対名目GDP比の上昇など）が浮上しており、利下げや消費喚起策を講じても、想定したほど民間消費が盛り上がる可能性を否定できない。各国が抱えている諸問題に対し、きちんとした対策を打ったうえで景気浮揚策が打ち出されているのかどうかについても、今後のアジア経済を展望するうえでの重要なポイントとなる。

第2は、政治的な混乱が経済活動を阻害しかねないことである。例えば、香港では昨年、行政長官選挙制度の改革をめぐる意見の対立が先鋭化し、繁華街の長期占拠へとエスカレートした。結局、選挙制度改革案は議会で否決（2015年6月）され、2017年の選挙は現行方式で行うことになったが、改革の進め方に関する対立は解消されておらず、大規模な抗議活動が再燃するリスクは残存したままである。仮に、2014年のような抗議活動が生じた場合、香港の消費や観光産業には大きな打撃となるおそれがある。タイについても、民政移管に向けた取り組み次第では、クーデターの引き金となった社会的対立が惹起しかねず、2013年末から2014年初にかけてみられた経済の落ち込みが再現されかねない。

2015年後半以降のアジア経済の持ち直しは、このような下振れリスクを回避、あるいは抑制できるかどうかで、大きく変わってくると考えられる。

主任研究員 佐野 淳也  
(2015. 6. 29)

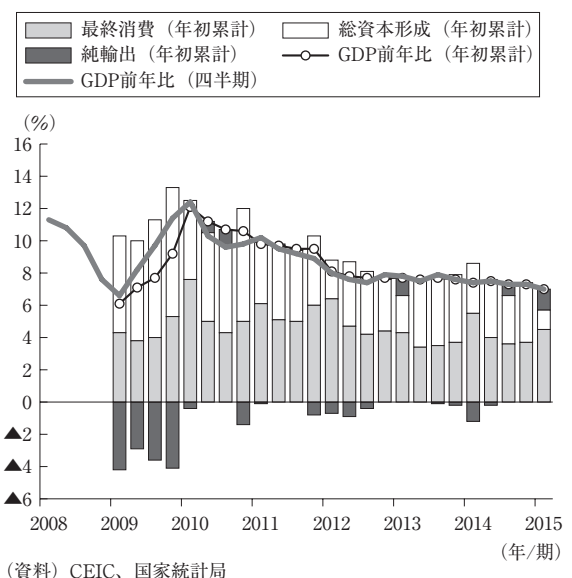
## 2. 中国経済

### (1) 景気減速が持続

2015年1～3月期の中国の実質GDPは前年同期比+7.0%と6年ぶりの低い伸びとなった。需要項目別の寄与度をみると、最終消費は4.5%、総資本形成は1.2%、純輸出は1.3%となり、2014年通年対比最終消費が+0.7%ポイント、純輸出が+1.3%ポイント高まる一方、総資本形成が▲2.4%ポイントと下押し要因となった（図表14）。

とりわけ、不動産開発投資のスローダウンが顕著である。2013年、当局は住宅価格の上昇に歯止めをかけ、不動産開発投資に依存した経済成長から脱却するために、キャピタルゲイン課税強化など一連の不動産価格抑制策を打ち出したことから、2014年に入ると、家計の住宅価格の上昇期待は弱まり、住宅需要は全国規模で減少した。その結果、

(図表14) 実質GDP成長率の寄与度分解（前年比）



(資料) CEIC、国家統計局

不動産開発企業が抱える住宅在庫の過剰感が強まり、2015年1～5月の不動産開発投資は前年同期比5.1%増と2014年通年の前年比10.5%増から大幅にスローダウンした(図表15)。

製造業の固定資産投資の増勢鈍化にも歯止めがかかっていない。製造業全般で過剰設備が問題となるなか、当局は設備投資を資金面から抑制してきた。一方で、設備投資のスローダウンは生産能力の抑制に加えて、需要の伸び悩みを招いており、その結果、企業収益が悪化し、企業の資金繰りはリーマンショック時より厳しい状況に陥っている。こうしたなか、1～5月の製造業の固定資産投資の伸び率は前年同期比10.0%と2014年の前年比13.5%増から鈍化した。

企業部門を中心に需要が弱まるなか、1～3月期のGDPデフレーターは前年同期比▲1.2%と6年ぶりにマイナスに転じるなど、デフレーション圧力が強まった。また、都市部の労働需要は減少し、雇用情勢は悪化した。1～3月期の全国100都市の公的就業サービス機構における求人数は同▲15.7%と、2桁の減少となった(図表16)。

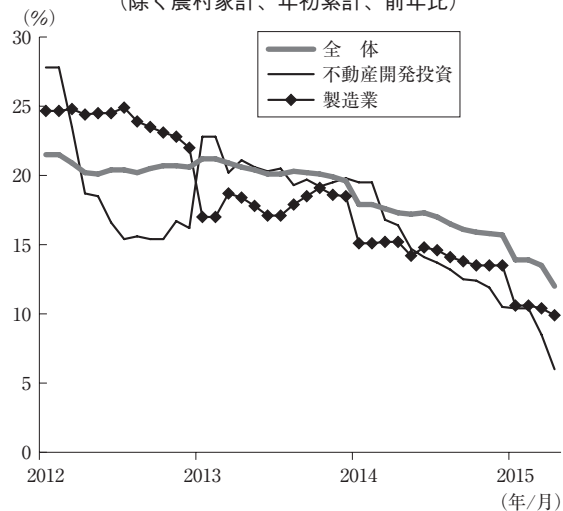
足許では、輸出と個人消費の先行き不透明感も強まっている。5月の人民元ベースの輸出額は人件費の上昇などを背景に前年同月比▲2.8%減少した。実質小売売上高は雇用情勢の悪化を主因に同8.9%増と2014年通年の前年比10.0%増から減速した。

## (2) 年後半に底入れ

今後を展望すると、2015年後半に景気は底入れすると見込まれる(図表17)。当局は、構造調整を行いつつも、景気失速を警戒する姿勢を鮮明化し、景気てこ入れ策を講じている。年後半に、政策効果が顕在化してくることで、住宅市場が底入れし、インフラ投資が拡大する見込みである。もっとも、2016年には過剰投資・過剰債務の解消に向け構造調整の優先度が再び引き上げられ、経済成長率は緩やかな低下トレンドをたどる公算が大きい。

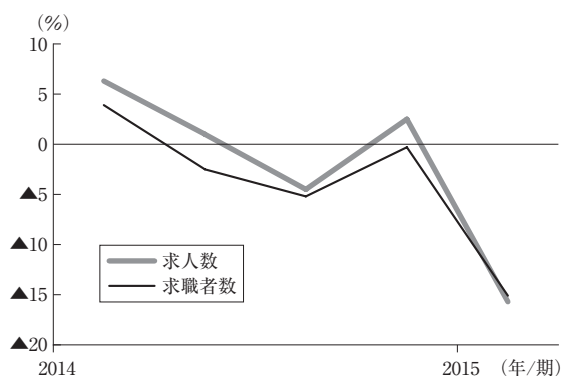
具体的な景気てこ入れ策として、第1に金融緩和が挙げられる。中国人民銀行は2014年9～10月に主要銀行と農村商業銀行等に対して総額7,695億元の資金供給などを行ったうえで、11月に2年4カ月ぶりの利下げを実施した。2015年入り後も3月、5月、6月に利下げ、2月と4月に預金準備率の引き下

(図表15) 固定資産投資  
(除く農林家計、年初累計、前年比)



(資料) 国家統計局

(図表16) 都市部の求人数と求職者数(前年比)



(資料) 人力資源社会保障部「部分都市公共就業サービス機構市場供求状況分析」各期版

(注) 全国100都市の公的就業サービス機構のデータ、各都市の求職者数(行政区内都市部と農村村部、行政区外の労働力を含む)は合計約469万人。

げを相次ぎ実施した。

第2に、インフラ投資の加速である。政府投資プロジェクトの承認を進め、地方政府にインフラ投資の実行を要請している。加えて、銀行に資金供給する際の適格担保に地方債を追加することで、商業銀行に地方債の購入を促すなど、地方政府の財政難の緩和に注力している。さらに、インフラ整備に民間事業者の資金やノウハウを取り入れるPPP (Public-Private Partnership) を推進している。

第3に、不動産市場の底割れ回避にも取り組んでいる。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するなど、不動産市場抑制策を緩和方向に微修正している。2015年3月30日には、中国人民銀行が2軒目の住宅購入における最低頭金比率を引き下げると同時に、住宅公的積立金の利用条件を緩和した。同日、財務部と国家税務総局は住宅転売に関わる営業税の課税対象を縮小すると発表した。

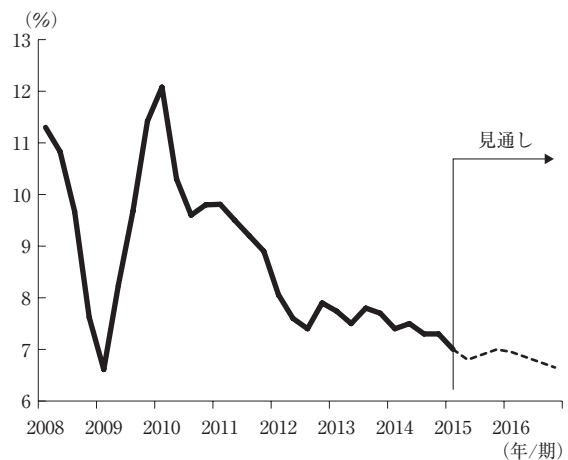
足許では、こうした政策効果が一部顕在化し、住宅市場に底入れの兆しがみられる。5月の住宅販売床面積（季調値）は前月比13.9%増と大きく増加した。住宅着工床面積（季調値）も同8.5%と増加し、主要70都市の新築住宅平均販売価格は同0.2%上昇し、13カ月ぶりにプラスに転じた（図表18）。

先行きも、景気減速に歯止めがかからなければ、金融・財政の両面から追加の景気てこ入れ策の導入が見込まれる。

### (3) 景気下振れリスクに留意

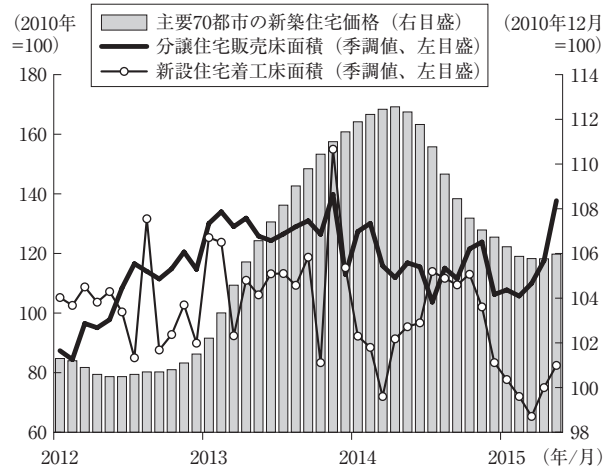
もっとも、政策効果が想定ほど出ない可能性にも留意する必要がある。第1に、資本ストック調整が本格化する可能性がある。これまで、中国では計画性に欠ける設備投資が慢性的に行われてきた。投資が投資を呼ぶ状況が続き、2014年の固定資本形成の名目GDPに占める割合は日本のピーク（1973年、36.4%）をはるかに凌駕する44.2%となっており、過剰設備の問題が深刻化している。高成長局面が終焉を迎えるなかで、投資の抑制が需要の減退を招き、投資が投資を呼ぶ状況が逆回転する、いわゆる資本ストック調整の動きが本格化すると、金融を緩和しても設備投資の回復は期待できなくなってくる。

(図表17) 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18) 住宅の販売、着工、価格



(資料) 住宅の販売床面積と着工床面積は国家統計局のデータを基に日本総合研究所が季節調整、新築住宅価格はロイター社の算出値(出所は国家統計局)を基に日本総合研究所作成



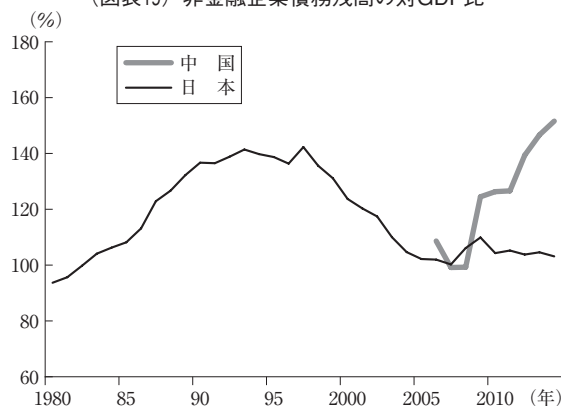
企業は、設備稼働率が大きく低下すれば、新たな設備増強には慎重にならざるをえない。設備稼働率は不透明ながら、足許の経済指標などを踏まえると、本格的な資本ストック調整が始まった可能性も否定できない。

第2に、企業のバランスシート調整を主因とした不況に陥る恐れもある。これまで、中国企業は低金利下で積極的に資金を調達する一方で、かなりの資金を財テクに投じてきたとみられる（詳しくは「限界に向かう中国の企業債務拡大」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2015 Vol.15 No.57を参照）。日本では、金融引き締めや総量規制などにより1990年に入り株式や土地の価格が下落に転じると、投機的な需要の減退、手仕舞いの動きから、株式と土地の価格は下落し続けた。こうしたなか、企業は過大な債務と資産の目減りへの対応から、バランスシート調整を余儀なくされ、その結果、債務返済を優先する一方、設備投資需要は縮小し、日本は深刻な不況に陥った。中国でも企業の資産と債務は急速に拡大しており、2014年9月末における企業債務残高の対GDP比は151.6%とすでに1989年末の日本の132.2%を上回っている（図表19）。こうしたなか、企業がバランスシート調整を優先すれば、金融緩和が十分な効果を得られないリスクがあり、留意する必要がある。

第3に、インフラ投資の原資確保が難航するリスクがある。地方では、土地収益の減少による地方政府の資金難がインフラ投資拡大のボトルネックとなっている。上述のように、中央政府は金融機関に地方債の購入を促しているものの、地方債投資の魅力の低さがネックとなり、金融機関は必ずしも前向きではない。また、中央政府が期待を寄せるPPPも、インフラ事業の収益性が不透明なことを踏まえると、民間資金を十分に呼び込めるのか予断を許さず、期待外れの結果にとどまる恐れもある。

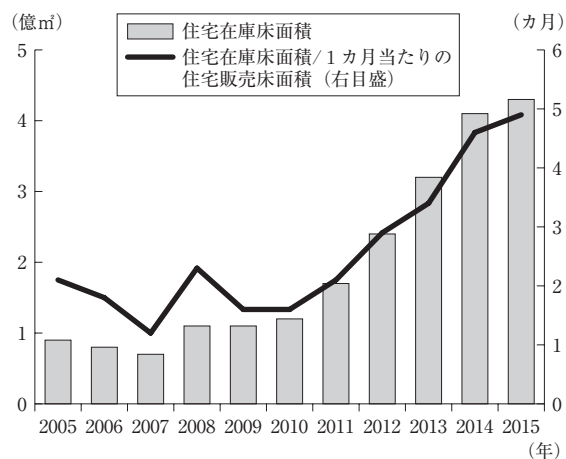
このほか、住宅市場の再調整や株価の急落、等のリスクにも注意する必要がある。住宅市場は、2014年春頃からの不動産市場抑制策の緩和を受けて、販売と着工が秋口にかけていったん持ち直したものの、すぐに息切れし年末には再び落ち込んだ。住宅在庫が依然として高水準にあるなか、継続的に下支え策を打ち続けないと、先行き、住宅市場が再び弱まる恐れもある（図表20）。また、6月17日の上海総合株価指数は4,968ポイントと、

（図表19）非金融企業債務残高の対GDP比



（資料）非金融企業債務残高はBISのtotal credit統計、GDPは国家统计局、内閣府「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成  
（注）直近値は2014年9月末の非金融企業債務残高の2014年の名目GDPに対する比率。

（図表20）住宅在庫



（資料）国家统计局を基に日本総合研究所作成  
（注）直近値は2015年5月末の値。



昨年10月末（2,420ポイント）の2倍に急上昇している。これは、一部これまで経済実力対比割安に放置されてきたことの是正という側面があるものの、個人投資家による信用取引が急拡大している点や、企業収益が悪化しているにもかかわらず企業の時価総額が急膨張している点などをみても、このところの株式市場への資金流入、および株価上昇はすでに異常な状況とみられる。株価が急落すれば、企業の資本コストが上昇し、消費も一段と冷え込む恐れがある。

以上より、景気でこ入れ策が一定の効果を発揮し、実質GDP成長率は2015年が6.9%、2016年が6.8%と政府目標である7.0%を小幅に下回ると見込まれるものの、大幅に下振れるリスクもあり、今後も景気動向を注視していく必要がある。

副主任研究員 関 辰一  
(2015. 7. 6)

### 3. インド経済

#### (1) 景気は緩やかに回復

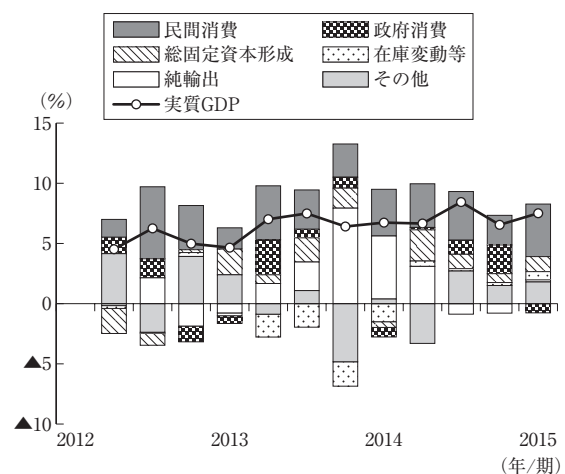
インド経済は緩やかな回復が続いている。実質GDP成長率をみると、2012年度（2012年4月～2013年3月）の前年比+5.1%から、2013年度は同+6.9%、2014年度は同+7.3%と上昇している。

2015年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.5%となり、足元でも回復が持続している（図表21）。需要項目別にみると、中国や欧州の景気減速などを受けて外需が力強さを欠くなか、好調な民間消費がけん引している。民間消費が伸びている背景としては、モディ政権による改革推進への期待や、原油安などを受けたインフレ率の低下が指摘されている。

2014年4～5月の下院選挙でモディ氏の率いるインド人民党が大勝し、10年ぶりの政権交代が実現した。モディ氏は、グジャラート州首相時代に港湾や電力などのインフラ整備や積極的な企業誘致などにより州経済を高成長に導いた。モディ氏は、グジャラート州での経験をインド全体に拡大することを目指し、改革を進めている。モディ氏の実績に加え、30年ぶりに下院で与党が単独過半数を確保したことで、迅速な改革推進への期待が高まっている。

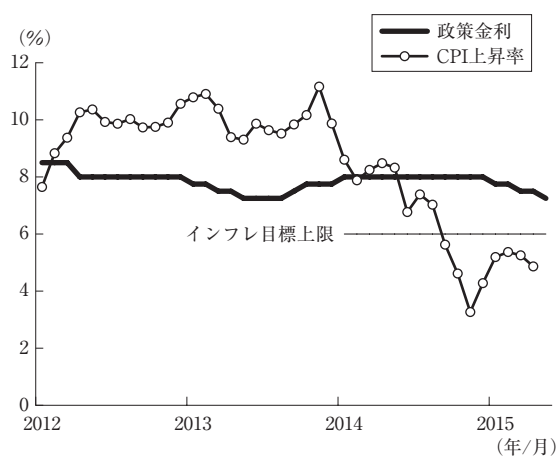
他方、原油価格は2014年半ば以降急落し、2015年1月には2014年前半の半分以下の水準となった。インド準備銀行（RBI）による金融引き締めなどによりインフレが抑制されつつあったところに急激な原油安が加わり、幅広い品目で価格上昇が抑えられた。その結果、2014年末にかけてインフレ率は3%台

（図表21）実質GDP成長率（前年比）と需要項目別寄与度



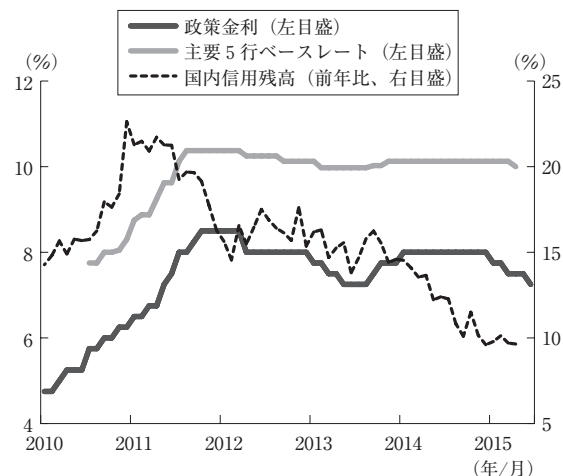
（資料）Ministry of Statistics and Programme Implementation  
（注）その他は統計上の不突合など。

(図表22) 政策金利とCPI上昇率 (前年比)



(資料) インド準備銀行、統計局

(図表23) 政策金利・貸出金利と国内信用



(資料) インド準備銀行

(注) 国内信用はMonetary SurveyにおけるDomestic Credit (Commercial Sector) を使用。

まで低下した (図表22)。

インフレ率の低下は、RBIの金融政策の自由度を高めている。インフレ率の低下で金融緩和の余地が生じたこともあり、RBIは2015年に入り、1、3、6月と3度の利下げを行った。ただし、金融緩和の効果が十分に現れているとはいいがたい。国内信用残高 (商業向け) の伸びは鈍化を続けており、足元では+10%を切る水準まで低下し、持ち直しの兆しがみられない (図表23)。その背景としては、貸出金利の高止まりや、不良債権問題を抱える国営銀行の消極姿勢などが指摘されている。不良債権問題の早期解決は難しいものの、追加利下げの際にラジャン総裁が主要銀行の貸出金利引き下げの必要性に言及したことから、今後は貸出金利の低下による一定の景気底上げが期待される。

## (2) 緩やかな景気回復が持続するも一段の成長加速は難しい

先行きを展望すると、内需に関しては、インフレ率の低下などによる消費者マインドの改善、インフラ投資の拡大、積極的な外資企業誘致による対内直接投資の増加、段階的な金融緩和による景気底上げ効果などを背景に、消費・投資ともに改善が見込まれる。一方、足元で低迷している輸出は、全体の約3割を占める欧米の景気持ち直しを受けて緩やかな拡大が予想される。ただし、以下の4点を踏まえると、成長の一段の加速は難しいと考えられる。

第1に、追加の金融緩和余地に限られることである。これまでインフレ率を押し下げていた原油価格が足元で上昇に転じていることに加え、今年のモンスーン期 (雨期: 6~9月) が平年比▲12%と少雨になる予報が出ており、農作物の不作による食料品価格の上昇が懸念される (図表24)。原油や食料品の価格上昇によりインフレ率が目標値の上限である6%を超えた場合、物価の安定を重視するRBIが金融引き締めへ転じる可能性がある。加えて、アメリカの利上げ観測が高まっており、アメリカが利上げに踏み切った場合、資金流出による通貨安を防ぐためにRBIも利上げに踏み切らざるを得なくなることも考えられる。したがって、これまでの金融緩和により一定の景気底上げは期待できるものの、追加緩

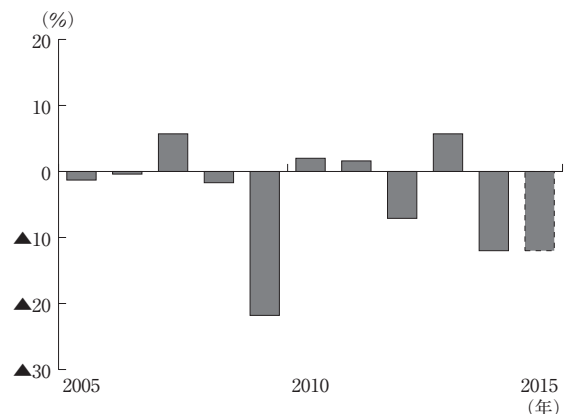
和は難しく、その効果は限定的なものとなる。

第2に、財政赤字による政府の予算制約である。政府は、2月に発表した2015年度予算において、鉄道や電力などのインフラ投資へ重点的に予算を配分し、インフラ整備に注力する姿勢を示した。しかし、一方では財政赤字の縮小が喫緊の課題となっており、政府は2017年度までに財政赤字の対名目GDP比率を▲3%未満に抑えることを目標としている。この状況下、インフラ投資に対して継続的に十分な財源を確保することは難しいだろう（図表25）。また、モンスーン期の少雨で農作物に被害が出た場合、農家への補助金支給が増加し、インフラ投資が圧縮される懸念がある。実際、2014年度に歳入不足が発生した際には、財政赤字の削減目標達成のためにインフラ投資が縮小されている。

第3に、ねじれ国会の問題である。与党インド人民党は下院では単独過半数を獲得している一方、上院では全体の2割程度の議席数しか持っていない。このため、上院では野党から強い反発を受け、物品・サービス税（GST）導入や土地収用法改定などの重要法案の審議が遅れている。GST導入や土地収用法改定は、ビジネス環境の改善に大きく寄与する。とくに2016年4月導入を目標としているGSTは、これまで中央政府や各州が設定し複雑であった税制を簡素化するもので、国内外の産業界から注目されている。上院議員の多くは各州の代表（州議会議員による間接選挙によって選出）で、改選は2年毎に3分の1ずつであるため、ねじれ状態の早期解消は難しい。したがって、今後もねじれ国会がモディ政権の改革の障害となりかねない。

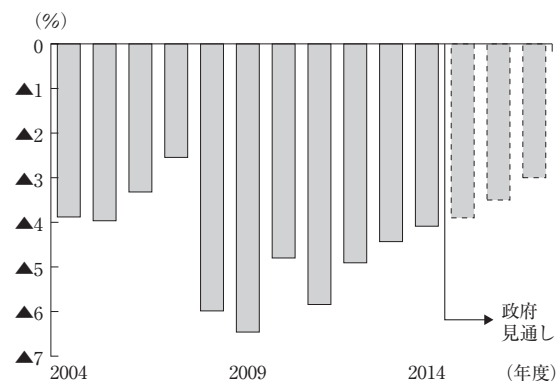
第4に、製造業の成長には時間を要すると思われることである。モディ政権は「メイク・イン・インド」を掲げて製造業の発展を通じた経済成長を目指しており、同政権による改革推進への期待や積極的な外国企業の誘致などを背景に、対内直接投資には持ち直しの兆しがみられる（図表26）。しかし、インドのビジネス環境は整備の途上にあり、インフラの未整備や複雑な税制、各種法規制など解決すべき課題が山積している。世界銀行の発表しているビジネス環境ランキング（2015年）をみても189カ国中142位と、中国（90位）、インドネシア（114位）、パキスタン（128位）などより下位に位置し、多くの項目で評価が低い（図表27）。今後、政府のインフラ投資の拡大や規制緩和などによってビジネス環境は徐々に改善していくと考えられるものの、急激な改善は難しく、製造業の成長は緩やかなもの

（図表24）モンスーン期の降雨量（平年比、%）



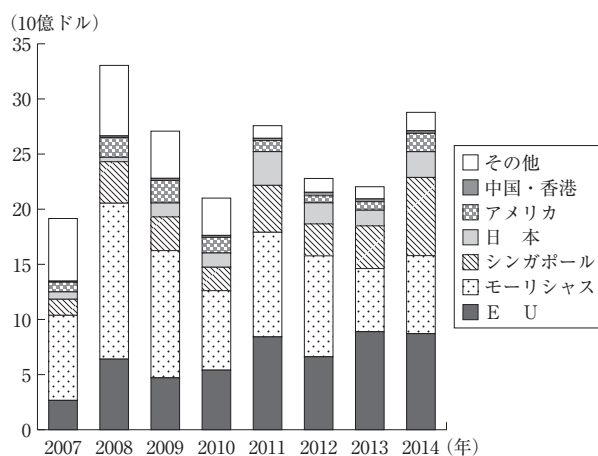
（資料）India Meteorological Department  
（注）モンスーン期は6～9月。2015年は予報（2015年6月時点）。

（図表25）財政赤字 対名目GDP比



（資料）統計局、財務省  
（注）年度は4月始まり（例：2004年度は2004年4月～2005年3月）  
2011年度以降の名目GDPは2015年1月発表の新基準を使用。

(図表26) 国別対内直接投資



(資料) Ministry of Commerce & Industry FDI Statistics

(図表27) ビジネス環境ランキング

	2014年	2015年
総合順位	140位	142位
事業の始めやすさ	156位	158位
建設許認可	183位	184位
電力確保	134位	137位
不動産登記	115位	121位
資金調達	30位	36位
投資家保護	21位	7位
税制	154位	156位
国際貿易環境	122位	126位
契約の執行	186位	186位
破たん処理	135位	137位

(資料) World Bank  
 (注) 189カ国中の順位。インドは2014年からランキングに掲載。

となろう。

以上を勘案すると、実質GDP成長率は、2015年度+7.4%、2016年度+7.6%と緩やかな回復に留まる見通しである。

インド経済を取り巻く環境は2013年9月のラジャンRBI総裁就任や2014年5月のモディ政権誕生などにより大きく変化し、低迷していた経済は持ち直しに転じている。しかし、モディ政権による改革に関しては期待が先行している面が大きく、具体的な成果はまだ少ない。景気回復を軌道に乗せるためには改革の着実な実行が不可欠であり、今後の政権運営を注視する必要がある。

研究員 大嶋 秀雄

(2015. 6. 10)