

アジア経済見通し

調査部

目 次

1. アジア全体

- (1) 2013年上期のアジア経済
- (2) 今後のアジア経済

2. 中国経済

- (1) 景気は足踏み状態
- (2) 二つの景気シナリオ

3. インド経済—景気は緩やかに持ち直し

- (1) 2012年度の実質GDP成長率は5.0%と10年ぶりの低成長
- (2) 景気は緩やかながらも徐々に持ち直す見込み

1. アジア全体

(1) 2013年上期のアジア経済

A. 足踏みする景気回復

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た後、総じて安定成長を続けてきたが、2011年後半以降世界経済の減速に伴い景気が減速してきた。

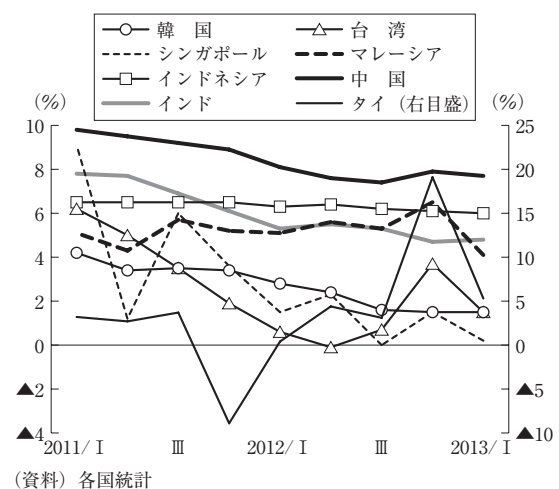
輸出依存度の高いNIEsでは、実質GDP成長率（以下「成長率」）がシンガポールで2011年の5.2%から2012年に1.3%、韓国で3.7%から2.0%、台湾で4.1%から1.3%へ低下した。輸出の伸びが低下するとともに、設備投資が落ち込んだことによる。とくに台湾と韓国では対中輸出依存度が高い（台湾の対中国・香港輸出依存度は約40%、韓国の対中輸出依存度は約25%）ため、中国経済の影響を受けやすい。

他方、ASEAN（東南アジア諸国連合）諸国では輸出が落ち込んだが、それを内需がカバーすることにより、2012年はインドネシアで6.2%、マレーシアで5.6%、フィリピンで6.8%と比較的高い成長率となった。洪水の影響によってタイの成長率は2011年に0.1%へ低下したが、復興需要と政府の景気対策などに支えられて2012年は6.4%へ回復した。

また中国とインドでは内外需の減速により、2012年（インドは年度）は各々2011年を下回る7.8%、5.0%の成長率となった（詳細は「中国」と「インド」を参照）。

四半期ベースをみると、中国の景気持ち直しと各国の景気対策（金融緩和、減税など）などにより、2012年10～12月に成長率（前年同期比）が上昇したものの、2013年1～3月期には多くの国で成長率が再び低下した（図表1）。韓国では前期比は加速したが、前年同期比は前期と同じ1.5%、台湾では前期の3.97%を大幅に下回る1.67%となった（前期比はマイナス）。インドネシアとマレーシアでは内需の増勢鈍化により、成長率は各々前期を下回る6.0%、4.1%となった。このように、総じて景気回復が足踏みしている状態である。以下、アジア全体、中国、インドについてみていくことにする。

(図表1) 実質GDP成長率



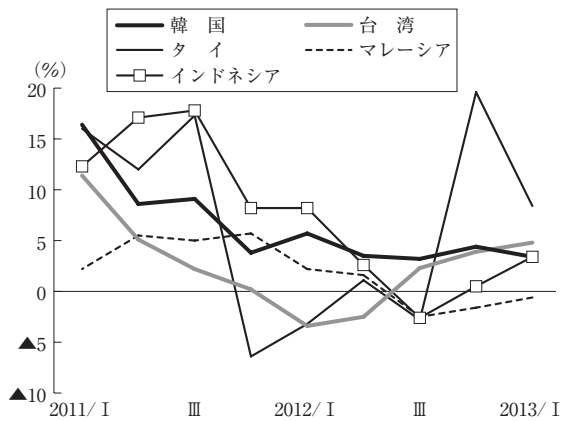
B. 輸出回復の遅れと内需の増勢鈍化

アジア諸国の景気回復が足踏みしている要因として、以下の点が指摘できる。

第1は、輸出回復の遅れである。財・サービス（GDPベース）の動きをみると、世界経済の減速の影響を受けて、2011年秋口以降増勢が鈍化した（図表2）。2012年半ば以降総じて持ち直しているとはいえ、そのペースは緩慢である。これには、①長期化する欧州の景気後退、②新興国の成長減速（図表3）、③一次産品需要の鈍化などが影響している。

中国で10%以上の高成長が続いていた時期には、同国の生産拡大に伴い資源国の輸出が急増し、一次産品価格の高騰をもたらした（図表4）。これにより資源国への所得移転が進み、消費の増勢が強まっ

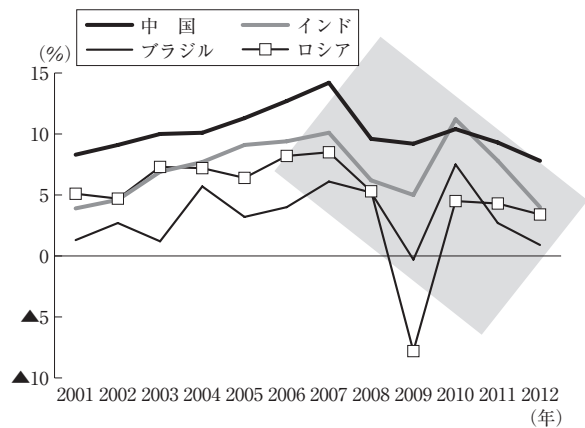
(図表2) 財・サービスの輸出（前年同期比）



(資料) 各国統計

(注) 2012年10～12月期のタイの高い伸びは、前年同期が洪水の影響で落ち込んだ反動。

(図表3) BRICsの実質GDP成長率



(資料) IMF, World Economic Outlook Databases

た。好調な消費、資源開発やインフラプロジェクトの進展などに支えられて投資も拡大した。世界的にも海運、船舶、掘削機械などに対する需要が増加するなど、好循環のメカニズムが形成された。一次産品価格の下落、造船不況、新興国の成長減速に示されるように、上記の好循環メカニズムが逆流しているのが現在である。

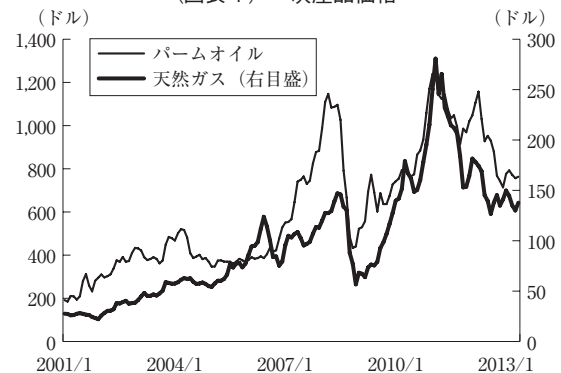
マレーシアでは電子部品やパームオイルなどの主力輸出品の不振により、2012年7～9月期以降、3期連続でマイナスとなっている（図表2）。

インドネシアでは輸出に占める一次産品（原油、天然ガス、石炭、ゴム、パームオイルなど）の割合が高いため、一次産品価格の下落により輸出額が著しく減少した。その一方、6%程度の成長が続き、海外からの直接投資が増加したため、それに伴う生産財輸入が膨らんだ。その結果、2012年に入って貿易収支が悪化し、これが通貨安につながっている（後述）。

第2は、消費の増勢鈍化である。韓国では所得の伸び悩みや債務返済負担の増大、住宅価格の下落などが要因となり、消費に力強さを欠いている。2012年後半に利下げ（7月、10月に実施）と減税（2012年末まで自動車と大型家電に対する特別消費税の1.5%ポイント引き下げ）などが実施されたため、10～12月期は前年同期比（以下同じ）2.7%増となったが、減税効果の剥落で2013年1～3月期は1.6%増（前期比は▲0.3%）へ低下した（図表5）。1～6月の自動車販売台数（輸入車を含む）は▲0.8%と、伸び悩んでいる。

台湾では実質賃金上昇率の低下、株価の低迷、雇用環境改善の遅れなどが消費の伸びを抑制している。2013年1～3月期は、電気料金の値上げと株式売却益に対する課税強化の影響を受けて、民間消費は0.35%増にとどまった。

(図表4) 一次産品価格



(資料) IMF, Primary Commodity Prices

(注) 各単位当たりの価格。

他方、ASEAN諸国では、消費は安定的な伸びを維持している。この要因には、①所得の増加、②インフレの抑制、③低金利の継続、④海外からの送金などがある。一次産品価格の上昇は農村部の所得の増加、消費の拡大に寄与しただけではなく、消費の拡大が耐久消費財の生産拡大と小売業の農村部への進出につながった。また、消費の拡大には「中間層」の増加も影響している。従来の都市部に加えて、農村部の購買力が上昇したため、自動車や携帯電話を購入できる層が増加している。

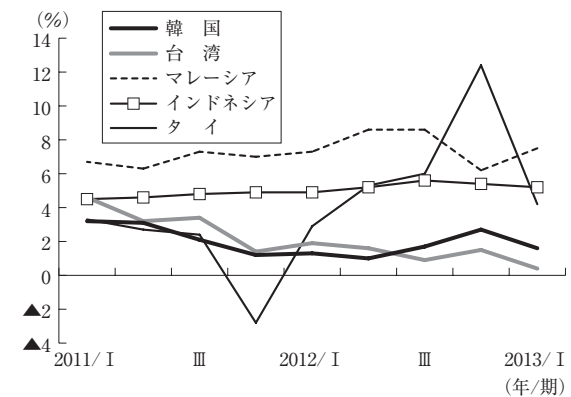
タイでは洪水後の落ち込みの反動で2012年10～12月期は12.4%となったが、2013年1～3月期は4.2%へ低下した。ただし、タイとインドネシアなどでは自動車販売の伸びがここに来て鈍化しており（図表6）、消費の先行きについては注意が必要となっている。

第3は、投資の低迷および減速である。台湾では輸出生産の鈍化と需要低迷により、2011年7～9月期以降5期連続で総固定資本形成が前年水準を下回った（2012年10～12月期以降は2期連続でプラスに）。韓国では2012年4～6月期以降、4期連続で前年水準を下回っている。内外需の減速に加えて、「経済民主化」をめぐる政策の行方が不透明なため、企業が投資に慎重になっていると考えられる。

ASEAN諸国では2012年半ば以降総じて減速傾向にあるものの、高水準を維持している（図表7）。

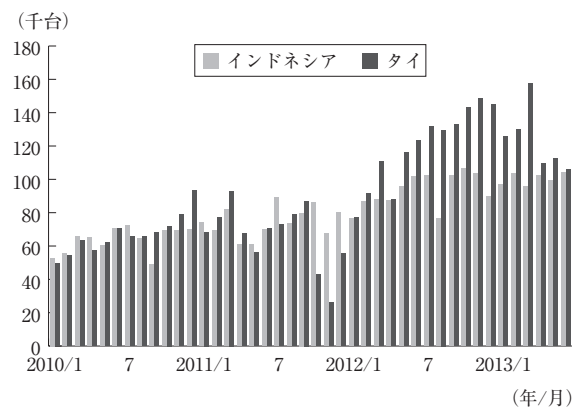
これまで安定的に伸びてきた要因には、内外需の増加を背景に能力増強投資が行われているほか、インフラ関連投資の増加がある。近年、中国沿海部における賃金上昇と人手不足などを背景に、労働集約産業ではインドネシアやベトナムへ生産拠点を移す動きがみられる。タイでは労働集約製品の生産を近隣諸国（カンボジアやラオス、ミャンマーなど）へシフトする一方、国内では産業高度化に向けた取り組みに力が入れている。マレーシアではクランバレー地域の開発、第二ペナン橋、クアラルンプール第2ターミナルなどの大型プロジェクトが進められている。

（図表5）民間消費伸び率（前年同期比）



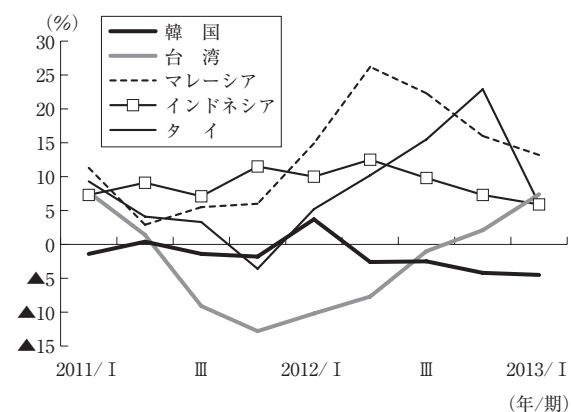
（資料）各国統計

（図表6）タイとインドネシアの自動車販売台数



（資料）CEICデータベース

（図表7）総固定本形成の伸び率（前年同期比）



（資料）各国統計

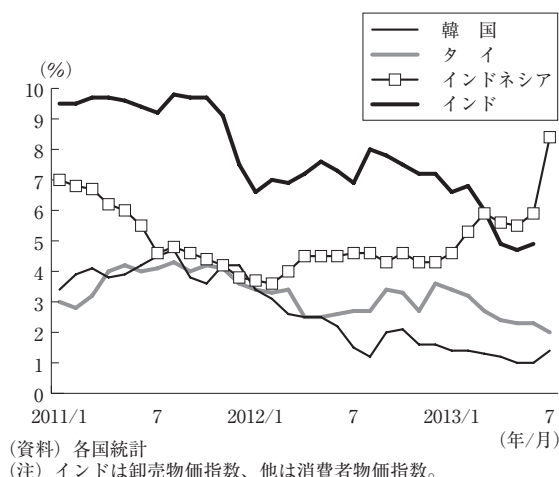
さらにASEAN地域では、国境を跨ぐ広域開発、輸送網の整備などが進められており、こうしたインフラ投資が固定資本形成の増加につながっている。

C. 金融緩和基調が続くなかで、インドネシアで利上げ

アジアでは2009年半ば以降インフレが加速したため、2011年入り後、各国でインフレ抑制が図られた。公共料金の据え置き、食糧の緊急輸入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。これらにより消費者物価上昇率は同年半ば以降、総じて抑制されている（図表8）。その一方、景気が減速したため、同年秋口以降金融緩和の動きが広がった。

2012年以降も金融緩和基調が続いている。インドでは2012年4月の利下げ実施後、インフレ率の高止まりからしばらく政策金利が据え置かれてきたが、インフレの抑制と景気の減速を受けて、2013年に入って3回利下げが実施された（図表9）。ちなみに卸売物価上昇率は2012年8月の8.0%から2013年5月に4.7%へ低下した。ベトナムでも景気の回復が遅れているため、3月、5月に利下げが実施された。またタイでは2013年1～3月期の成長率が前期比▲2.2%（前年同期比は5.3%）となったこと、とくにパーツ高による輸出への影響が表れたことなどにより、5月末に利下げが実施された。

（図表8）物価上昇率（前年同月比）



（資料）各国統計
（注）インドは卸売物価指数、他は消費者物価指数。

（図表9）各国の金融政策

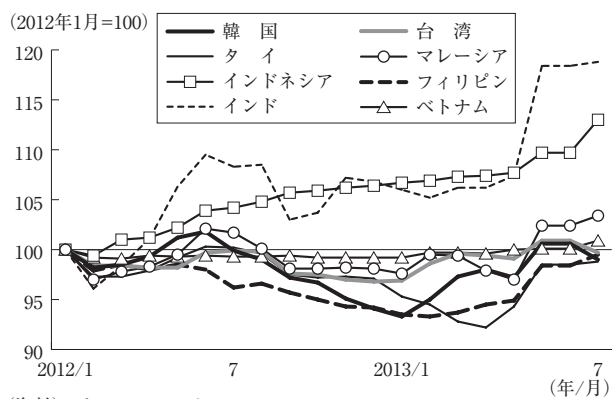
	2012年 7月	8月	9月	10月	11月	12月	2013年 1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
韓国	▽			▽							▽		
台湾													
タイ				▽							▽		
マレーシア													
インドネシア				▽								▲	▲
フィリピン													
ベトナム	▽					▽			▽		▽		
中国	▽												
インド							▽		▽		▽		

（資料）各種報道
（注）▽は利下げ、▲は利上げ。

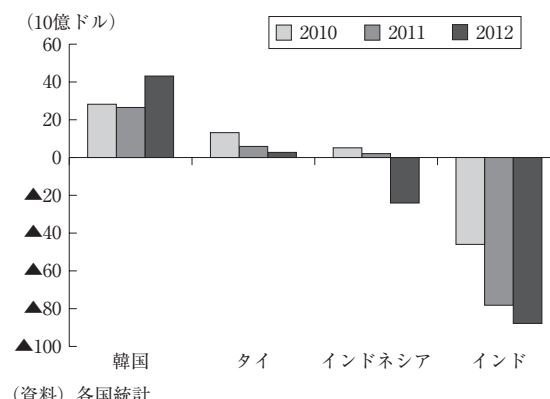
金融緩和基調が続くなかで、インドネシアでは6月中旬、利上げが行われた。前述した貿易収支の悪化を受けて、2013年に入って輸入抑制措置が実施された結果、3月に6カ月ぶりの黒字となったが、輸出の減速が響き4月に再び赤字となった。通貨安も続いており、インフレ期待を抑制する目的（6月に補助金削減を目的とした燃料価格引き上げが実施）から今回の利上げにつながったと考えられる。

各国通貨の動きをみると（図表10）、①2012年半ば以降大幅に増価した後、元の水準へ戻っている通貨（韓国ウォン、タイバーツ、フィリピンペソなど）、②減価基調が続く通貨（インドルピー、インド

(図表10) アジア主要通貨 (対米ドル)



(図表11) 経常収支



ネシアルピア)、③比較的安定的に推移している通貨 (ベトナムドン、マレーシアリングなど) の三つのグループに大別できる。

韓国では2012年末以降、急速な「円安・ウォン高」に見舞われたが、対ドルレートは6月に2012年1月の水準に戻った。タイとフィリピンでも一時通貨高による輸出への影響が懸念されたが、最近では通貨高が解消されている。この背景には、アメリカの量的金融緩和の縮小を控えた資金の流出がある。

インドとインドネシアでは経常収支の赤字幅拡大を背景にすでに通貨安が続いていたなかで、資金流出の影響を受けたことにより、通貨安が加速している (図表11)。両国に共通するのは、製造業の輸出競争力が十分に備わっていない一方、近年、投資の拡大に伴い生産財の輸入が、消費の拡大に伴い消費財の輸入が膨らんでいることである。

(2) 今後のアジア経済

2013年は、NIEsでは2012年を上回る成長になる一方、ASEAN諸国は内需の増勢鈍化により2012年をやや下回る成長率となる見通しである。中国は7.6%、インドは5.9%の比較的低い成長になるものと予想される。

A. やや低めの成長に

NIEsで2013年の成長率が2012年を上回るのは、2012年に著しく減速した反動もあり、内外需の持ち直しが期待されるためである。ただし、欧州の景気低迷が続くこと、新興国経済が以前ほどの高成長にならないこと、中国における過剰生産の影響を引き続き受けることなどを踏まえると、2～3%台の成長が続くものと予想される。

ASEAN諸国では内需の増勢が鈍化することにより、2012年をやや下回る4～6%台の成長になるものと予想される。ただし、①所得の上昇と中間層の増加を背景に消費の拡大が続くこと、②アジア地域の経済統合 (後述) への期待を背景に、国内外企業による投資が増加すること、③不足するインフラの整備を目的にしたプロジェクトが進展すること、④金融緩和や公共投資の増額など景気対策効果が表れることなどを踏まえると、底堅く推移するものと考えられる。

中国では「過度な投資依存にもとづく高成長」からの脱却が図られて7.6%となろう。インドでは内外需の回復が遅れて5.9%の成長になるものと予想される（図表12）。

今後のリスク要因には、アメリカの量的金融緩和の縮小と中国における債務・金融危機の顕在化に伴う金融資本市場の動揺が指摘できる。アメリカの量的金融緩和の縮小はすでに資金流出（株価の下落、債券の利回り上昇、通貨安）という形で顕在化し始めている。

中国では安定成長への移行をめざして、行き過ぎた不動産投資の抑制に乗り出した。現在問題視されているのが地方政府（傘下の投資会社「融資平台」）の債務返済リスク、大手企業による銀行を介さない「シャドーバンキング」を利用した資産運用（融資や金融商品の購入）に関連した貸し倒れリスクなどである。中国の金融システムが揺らぎ、それが成長を下押しするようなことになれば、アジア経済にも一定の影響を及ぼすことになろう。

インドとインドネシアでは通貨安に歯止めがかからなければ、輸入物価の上昇に伴うインフレ再燃の恐れがある。景気とインフレに挟まれて、政策のかじ取りが難しくなろう。今後の動きに十分な注意が必要である。

B. 今後の注目点

2013年のアジア経済で注目したいのは以下の3点である。

第1は、従来の成長モデルの見直しである。韓国では2000年代に入って形成された「韓国型成長モデル」（①財閥グループを中心にした大企業によるグローバルな事業展開、②政府の大企業に対する積極的な支援、③輸出主導型の成長などに特徴付けられる）が近年十分に機能しなくなっている。朴槿恵氏は大統領就任演説で、①国家の発展と国民の幸福が好循環する新たな未来を作る、②そのために「創造経済」と「経済民主化」を推進する、③「創造経済」を築いていくうえで科学技術と産業、文化と産業の融合をめざすことを強調した。

朴槿恵政権は補正予算の編成、「国民幸福基金」（家計債務対策）の設置、「住宅市場の正常化に向けた総合対策」などを打ち出した。「創造経済」の推進に関しては、最近になり、今後5年間で40兆ウォンを投入し、ベンチャー企業の創出、創造的な技術・アイデアを生み出す環境の醸成、情報科学技術と伝統的技術との融合などを進める計画が発表された。ファイナンス分野では、起業ならびにベンチャー企業の成長を支援する「Growth Ladder Fund」を創設する。これまで不十分であった創業、成長初期段階の資金供給を円滑にする狙いである。ただし、政策が具体化され、それが成果を生み出すまでには多くの時間を要するのはいうまでもない。

台湾では、馬英九政権が中国との経済関係強化を通じて台湾経済の活性化を図ってきたが、期待したほどの成果を上げていない。中国における人手不足や賃金の上昇、ECFA（兩岸経済協力枠組協議）に

（図表12）アジア各国の成長率の実績と予測

	2010	2011	2012	2013 (予測)	2014 (予測)
韓国	6.3	3.7	2.0	2.7	3.0
台湾	10.7	4.1	1.3	2.8	3.7
香港	7.0	4.9	1.5	2.9	3.7
タイ	7.8	0.1	6.4	5.5	4.3
マレーシア	7.2	5.1	5.6	5.0	4.5
インドネシア	6.1	6.5	6.2	6.0	6.4
フィリピン	7.6	3.6	6.8	6.7	6.4
ベトナム	6.8	6.0	5.0	5.0	5.2
インド	9.3	6.2	5.0	5.9	6.7
中国	10.4	9.3	7.8	7.6	7.8

（資料）日本総合研究所

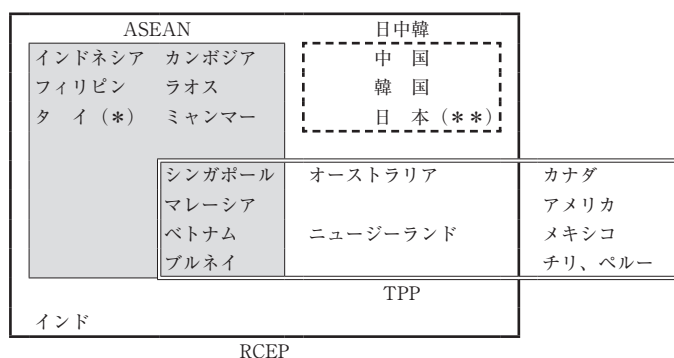
（注）インドは年度（4～3月）、シャドーは予測。

基づく関税引き下げなどを背景に、中国に生産拠点を移した企業が台湾に再シフトする動きがみられたため、2012年11月、投資回帰を支援する措置を導入した。また、最低賃金を引き上げて消費の喚起を図っている。内需の拡大につながるのか注目されよう。

第2は、習近平政権下の中国の行方である。格差の是正、消費主導型の成長方式への転換、産業高度化など中長期的な課題解決に向けた政策の推進が課題となっている。これまでのところ、改革を優先する姿勢を示しているが、成長が一段と減速してもそれが貫けるかどうか試されることになる。

第3は、アジア地域における経済統合に向けた動きである。アジアでは地域包括的経済連携（RCEP）の実現に向けた取り組みが始まった。ASEAN（東南アジア諸国連合）10カ国に、日本、中国、韓国、インド、オーストラリア、ニュージーランドの16カ国が参加する（図表13）。GDPの合計が約20兆ドルと世界の3割、人口は34億人で世界の半分を占める。2013年に交渉を開始し、2015年末までに交渉を妥結させる計画である。

(図表13) アジアを取り巻く経済連携協定



(資料) 各種報道
 (注) タイは2012年11月、日本は2013年3月にTPP交渉参加を表明。

アジアでは貿易と投資を通じて、実体経済面における相互依存関係が形成されてきた。制度面ではこれまで、①ASEAN域内の経済統合（2015年に「経済共同体」の実現）、②ASEANと域外国（中国、韓国、日本、インドなど）との経済連携協定締結、③二国間の経済連携協定締結という形で進んできた。RCEPが実現すれば、アジア域内の貿易・投資の一層の拡大、サプライチェーンの深化などが期待される。

こうした一方、経済統合に向けた課題も少なくない。一つは、域内の格差是正である。「貧困削減を伴う成長」をいかに実現するか、市場開放を段階的に進めながら、いかに産業を育成するかなどは発展段階の遅れた国にとって大きな課題となる。インフラ整備、人材育成、制度設計などの分野で、発展の進んだ国からの支援が必要である。

もう一つは、日本、韓国、中国の連携である。アジアの経済統合がASEANを中心に進むなかで、日中韓3カ国間のFTA交渉の取り組みは最近まで進展がみられなかったが、韓国と中国のFTA交渉が2012年5月に開始され、3カ国間のFTA交渉も2013年に開始された。政府間関係の悪化に加えて、農業や自動車などのセンシティブな分野で各国政府がどのような姿勢を示すのか、先行き不透明さは残る。

日本政府には貿易、投資、人の移動の自由化を進めるとともに、域内格差の是正、金融、エネルギー・資源、環境などの分野で、アジア各国と重層的な協力関係を構築することが求められる。

上席主任研究員 向山 英彦
 (2013. 7. 2)

2. 中国経済

(1) 景気は足踏み状態

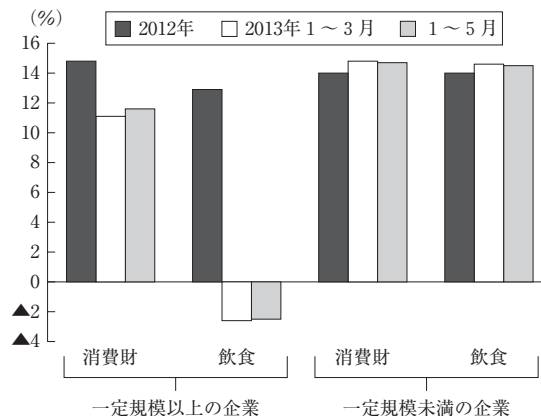
2013年入り後の中国経済は足踏み状態となっている。2013年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比7.7%と2012年10～12月期の同7.9%から小幅低下した。5月の工業生産は前年同月比9.2%増と依然低迷している（図表14）。

この背景には以下3点が指摘できる。第1は、節約令である。2012年11月15日に党総書記に就任した習近平氏は、翌月5日に節約令を含む「八項目の規定」を発表し、党改革の必要性を強調した。これを受け、地方政府に公費による飲食や贈呈品の購入、春節期間中の表敬訪問などを禁止する動きが広がった。具体的な節約令が発せられたタイミングが、贈呈品などの需要が高まる春節の前であったことから、高級レストランや百貨店は大きな影響を受けた。実際、大手小売業の消費財売上高の増勢は、2012年通年の前年比14.8%増から2013年1～3月期の同11.1%増に鈍化した（図表14）。大手飲食の売上高は同12.9%増から▲2.6%へとマイナスに転じた。5月時点でも、節約令の影響は色濃く残っている。

第2は、政府による投資抑制策である。企業収益の回復に伴い、製造業の資金需要は再拡大した。こうしたなか、政府は、過剰投資に対して警戒を強める姿勢に転じている。全人代ではM2の目標値を14%から13%に引き下げており、窓口指導の厳格化により銀行融資残高の伸び率は2012年秋以降低下に転じた（図表15）。この結果、製造業の固定資産投資の増勢は鈍化した。

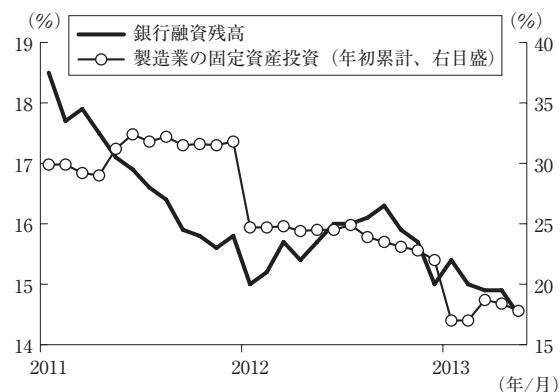
第3は、素材メーカーの在庫調整である。春節以降、素材メーカーは在庫調整圧力の高まりを背景に生産を抑制している。鉄鋼業では、景気のV字回復を見込んで2012年秋口から増産を行った。しかし、実際の景気回復は力強さに欠けていたため、在庫率が上昇した。そこで、春節以降は鋼材生産を抑制している。

（図表14）企業規模別の小売売上高（前年比）



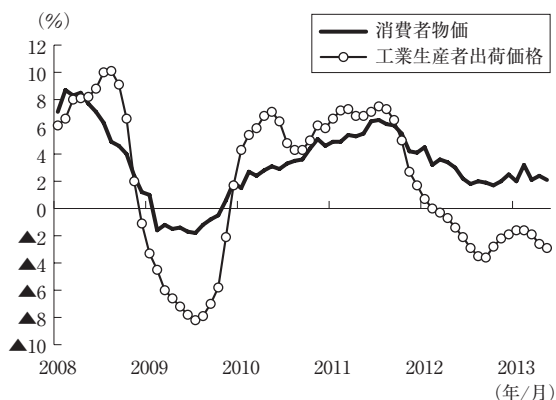
（資料）国家統計局を基に日本総合研究所作成

（図表15）銀行融資残高と製造業の固定資産投資（前年比）



（資料）中国人民銀行、国家統計局

（図表16）CPIとPPI（前年比）



（資料）国家統計局

景気が足踏み状態となっているため、インフレ率は低水準を維持しており、工業生産者出荷価格は前年比マイナスの状況が続いている（図表16）。なお、政府は2013年通年の消費者物価上昇率を3.5%以下に抑えることを目標に掲げている。工業生産出荷価格は前年比マイナスの状況が続いている。

(2) 二つの景気シナリオ

今後、政府が投資抑制策を続けるか否かにより、景気のパスは異なる。

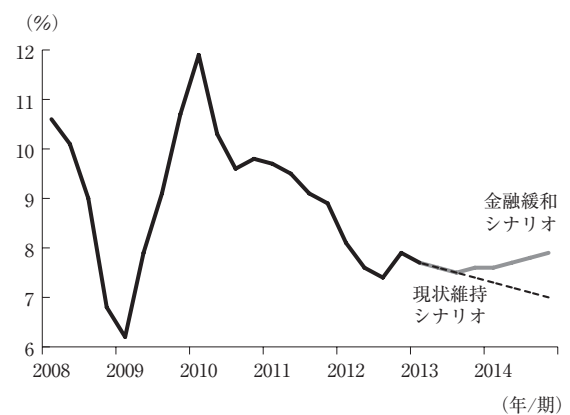
A. 現状維持のケース

一つは、現状維持のケースである。この場合、景気回復は腰折れとなり、成長率は4～6月期以降も低下し続ける公算が大きい（図表17）。

第1に、製造業の投資は固定資産投資の3割を占めるため、その増勢鈍化による全体への影響は大きい。製造業の設備投資の拡大は生産能力の拡大という面のほか、需要の拡大という面を持つ。政府が投資抑制策を継続すれば、設備投資需要の伸び悩みに伴い企業の設備稼働率は低下する。その結果、やがて企業は生産能力を調整するために、自発的な投資抑制に踏み切る。投資抑制が投資抑制を呼ぶ状況になると、実需はスパイラル的に縮小する。設備稼働率の低下に歯止めがかからなくなり、資金需要は大幅に縮小する。そうなれば、政府が金融緩和に転じても、企業の資金需要がないなかで、設備投資が持ち直すとは限らない。これまで投資主導で成長する傾向が強かったことを勘案すると、景気減速は厳しく、長期的なものになるであろう。

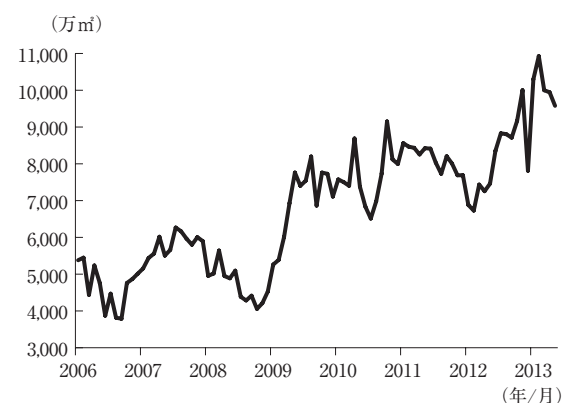
第2に、不動産開発投資の増勢が2月と3月の不動産価格抑制策により、鈍化に転じる見込みである。2013年入り後、不動産価格抑制策が相次いで打ち出された。政府は2月20日に①不動産価格抑制目標の設定を地方政府に求め、②上海と重慶で試行している不動産税（固定資産税）の対象地域を広げると発表した。同時に、③住宅・住宅用地の供給拡大、④低価格住宅の供給加速、⑤市場管理の強化を指示した。さらに、3月1日、中古住宅を売却した際のキャピタルゲイン課税（20%）の徴収厳格化を要求した。3月末から地方政府が具体策を発表し、北京市は単身者による2軒目の住宅購入などを禁止した。この結果、分譲住宅の販売床面積と新設着工は2月をピークに減少に転じた（図表18）。

(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) 分譲住宅販売床面積（季調値）



(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成

第3に、儉約令の影響は長期化する見通しである。政府は「八項目の規定」により政府関係者の慣行を改めることで、やがては政府-民間および民間-民間の商慣行の効率性が高まることを期待している。新たな慣行が定着するまで長期間を要するため、今後も監督・儉約令の再強化が実施される可能性が高い。

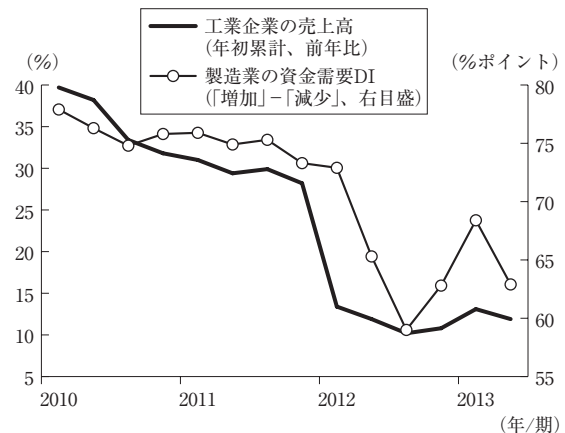
B. 金融緩和のケース

もう一つは、金融緩和のケースである。窓口指導を緩和し、政策金利を引き下げれば、製造業の設備投資は持ち直すと見込まれる。現段階では、製造業の資金需要は大幅縮小に至っていない。2013年4～6月期の製造業の資金需要DIは1～3月期から小幅に低下したものの、2012年後半を上回る水準を維持している（図表19）。2012年5月以降の景気対策により、鉱工業と電力・ガス・水道を含む工業企業の売上高伸び率の増勢鈍化に歯止めがかかった。他方、原材料費や人件費が緩やかな増加にとどまるなか、企業はコストの急増を回避している。この結果、工業企業の利益総額の伸び率は前年比プラスに転じた。この場合、成長率は緩やかに回復する見込みである。

では、政府はどこまで景気減速を容認するのだろうか。7%台半ばの成長が容認の限界であろう。成長率がそれを割り込む水準まで低下し続けると、デフレに突入し、経済が縮小スパイラルに陥る恐れがある。実際、成長率とインフレ率の関係からすれば、成長率が7.0%を下回ると、インフレ率がマイナスになることを示唆する（図表20）。したがって、7%台半ばの成長の時点で、金融緩和を実施し、成長率が7%を割り込むような状況を未然に防ぐ必要がある。実際、政府は2013年の成長率目標を7.5%に設定した。さらに、成長率が2012年4～6月期に7.6%、同年7～9月期に7.4%に低下した際、政策金利の引き下げを6月と7月に2カ月連続で実施した。

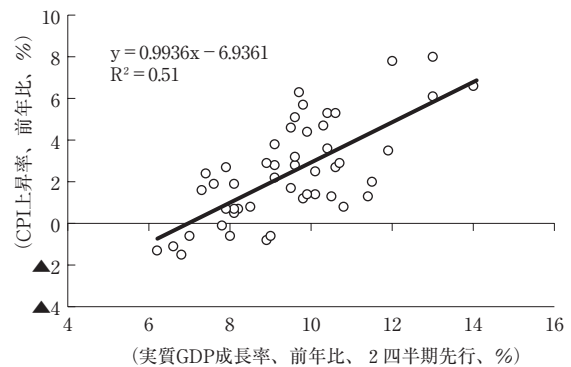
以上を踏まえ、2013年後半には投資抑制策の緩和を背景に、成長率は緩やかに持ち直すと見込まれる。2013年通年では7.6%成長、2014年は7.8%成長と予想する。

（図表19）工業企業の売上高と製造業の資金需要DI



（資料）国家統計局、中国人民銀行
（注）工業企業の売上高の直近値は2013年1～4月の前年比。

（図表20）実質GDP成長率とCPI上昇率



（資料）国家統計局を基に日本総合研究所作成
（注）2001Q1～2013Q1のデータ。

研究員 関 辰一

(2013. 6. 24)

3. インド経済—景気は緩やかに持ち直し

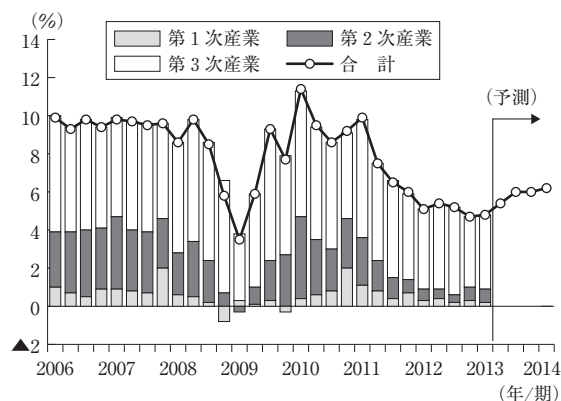
(1) 2012年度の実質GDP成長率は5.0%と10年ぶりの低成長

インド経済は低迷が続いている。2013年1～3月期の実質GDP成長率は、前年同期比+4.8%と前期（同+4.7%）とほぼ横ばいとなった（図表21）。産業別にみると、天候不順を背景に第1次産業で増勢が鈍化した一方、昨年秋口以降の投資マインドの改善を受けて建設業や製造業を中心とした第2次産業で伸び率が小幅加速した。この結果、2012年度（2012年4月～2013年3月）の成長率は前年度比+5.0%と、天候不順の影響により

第1次産業が大幅なマイナス成長を記録した2002年度以来の低い伸び率となった。

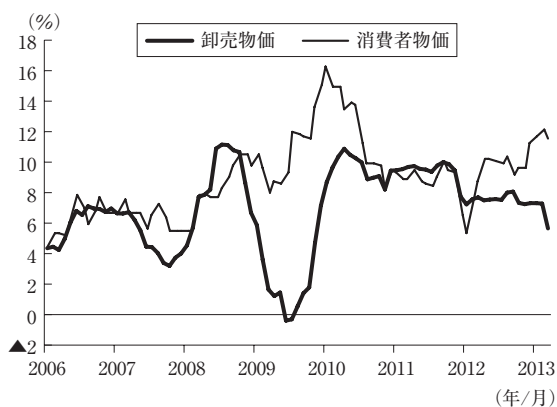
金融政策は、景気低迷下にもかかわらず、高いインフレ率を背景に緩和ができない状況が長期化していた。しかし、2012年後半の卸売物価上昇率の鈍化を受けて、金融政策の焦点はインフレ抑制から景気浮揚にシフトしており（図表22）、2013年入り以降、景気浮揚のための利下げが連続して行われている（図表23）。ただし、①消費者物価は10%を超える上昇率が続いており、一段の金融緩和による低所得者層への悪影響が懸念されること、②SUVや排気量の高いバイクなどに対する物品税の引き上げや各種補助金の削減が物価上昇圧力として作用し続けること、などを背景にインド中央銀行は一段の利下げに対しては慎重な態度を示している。実際、6月の会合では4会合ぶりに政策金利が据え置かれた。

（図表21）実質GDP成長率（前年比）の推移



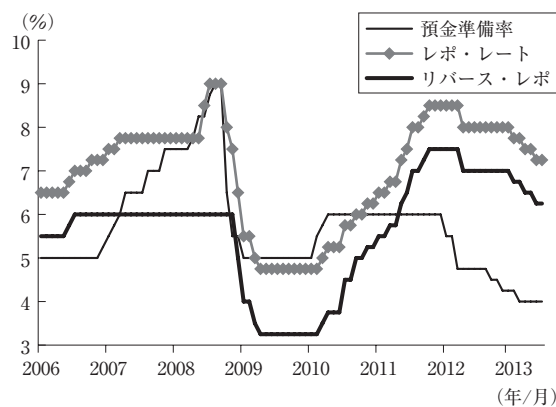
（資料）MOSPI

（図表22）卸売物価・消費者物価の推移（前年比）



（資料）RBI

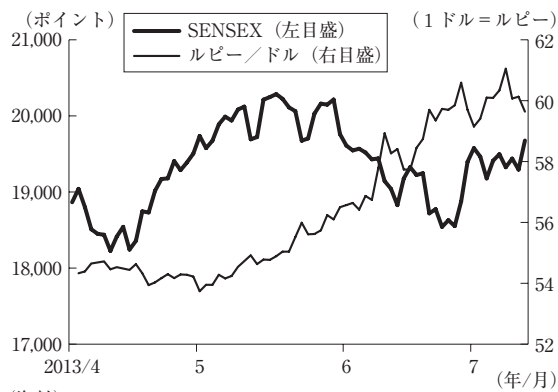
（図表23）政策金利の推移



（資料）RBI

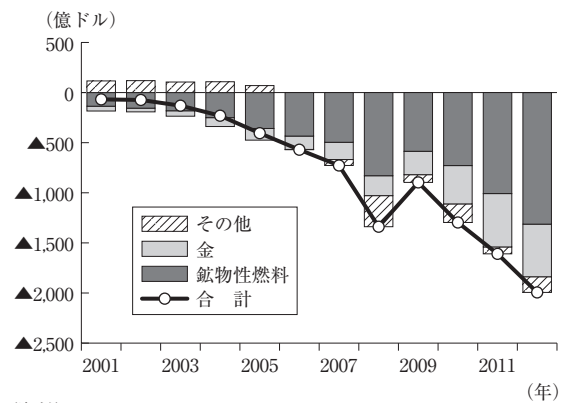
加えて、足元ではアメリカのQE3（量的緩和政策第3弾）の早期縮小観測を背景とするルピー安の悪影響も懸念されている。QE3の早期縮小観測が強まった5月下旬以降、海外からの資金流入縮小・流出懸念が強まり、株安・通貨安が進展した（図表24）。とりわけ、為替相場は一時1ドル＝60ルピーを上回る過去最安値を記録するまでに通貨安が進んでおり、今後、経常赤字・通貨安の悪循環に陥り、一段

(図表24) 株価と為替の推移



(資料) Bloomberg.L.P

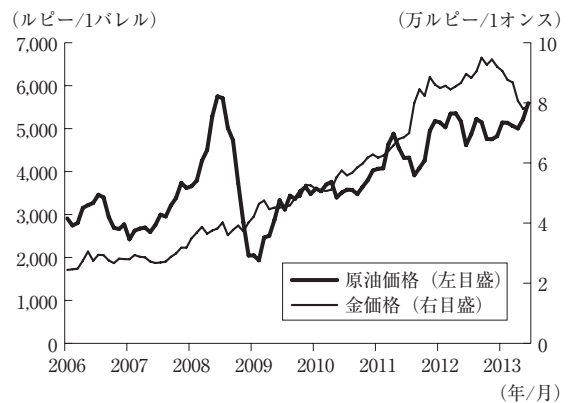
(図表25) 商品別貿易収支の推移



(資料) UN Comtrade

の金融緩和が困難になることが懸念されている。もっとも、世界的な投資マネーの縮小は、インドの貿易収支赤字の大半を占める原油・金の価格下落圧力として作用するため、通貨安による経常赤字の拡大圧力は一定程度減殺されると見込まれる（図表25）。金については、国際価格が大幅に下落しており、ルピー安が進行しているにもかかわらず、国内価格の下落傾向が続いている（図表26）。一方、原油は、国際価格が横ばいで推移しているため、ルピー建ての輸入物価が上昇している。

(図表26) 原油・金価格の推移



(資料) Bloomberg.L.P

(2) 景気は緩やかながらも徐々に持ち直す見込み

今後を展望すると、①年初来の利下げの効果が徐々に顕在化するとともに、インフレを睨みながらも金融緩和スタンスが維持されること、②昨年9月以降の経済改革に伴う投資マインドの改善が持続すること、③2013年度のインフラ関連への公的支出が拡大すること、などを背景に景気は徐々に持ち直す見込まれる。もっとも、①財政健全化に向けた高所得者向けの所得増税や一部の高額商品に対する物品税の引き上げによる下押し圧力が続くこと、②中央・州政府の行政処理の非効率性を背景に投資許可の取得や土地の取用に時間がかかること、などから景気回復ペースは緩やかにとどまるとみられる。実質GDP成長率は、2013年度下期にかけて、耐久財消費や投資を中心に前年比6%程度まで高まっていくと見込まれる。

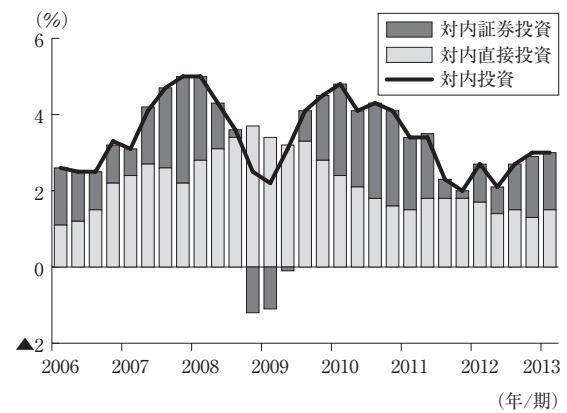
なお、QE3の縮小によるマイナスの影響を見るうえでは、安定的な資金流入である対内直接投資がどこまで持ち直すかが重要な要因となる。昨年9月以降、政府は外資規制の緩和などを含む経済改革プランを打ち出しているものの、対内直接投資は増加基調に転じていない（図表27）。これは、①外資規制は一定程度緩和されたものの、依然として多くの付随条項が含まれていること、②国内企業・雇用に対する悪影響を懸念している州政府が最終的な投資許可の権限を有していること、③外資規制にかかわ

る政策を過去二転三転させた政府に対する不信が続いていること、④州を跨ぐ取引に税が課せられており、企業の国内全国展開への障壁が高いこと、などが外国企業のインド進出の阻害要因となっているためと考えられる。2014年春に予定されている総選挙が終了するまでは追加的な改革は行われないと考えられ、当面は短期資金が流出しやすい状態が続くため、マクロ経済が揺さぶられやすい構図が続くと見込まれる。

総選挙後の首相候補としては、与党からはインド国民会議派のソニア・ガンディー総裁の長男であるラルフ・ガンディー氏が有力視されている。

一方、最大野党であるBJP（インド人民党）では、外国製造業の誘致などを通じて高成長を達成したグジャラート州知事のナレンドラ・モディ氏が注目されている。モディ氏が企業重視の自由主義的な経済政策を重視していることを勘案すれば、政権交代の有無にかかわらず現在の経済改革路線は継続されるとみられる。こうした政治情勢のもと、総選挙後は金融緩和・外資規制緩和などが行われ、景気は徐々に持ち直し傾向が明確化してくると見込まれる。

(図表27) 対内証券・直接投資対名目GDPの推移
(後方4四半期平均)



研究員 熊谷 章太郎
(2013. 7. 16)