

アジア経済見通し

調査部

目 次

1. アジア全体

- (1) 2015年のアジア経済
- (2) 2016年のアジア経済
- (3) 2016年のアジア経済を左右する三つのポイント
- (4) 中長期的観点から注目される地域経済連携の動き

2. 中国経済

- (1) 景気は減速
- (2) バランスシート不況の入口に立つ中国経済

3. インド経済見通し

- (1) 2015年度の成長率は+7.3%
- (2) 2016年度の成長率は+7.4%

要 約

1. 2015年のアジア経済（NIEs、ASEAN、中国、インド）において、回復を期待された輸出は総じて低迷し、むしろ減少傾向が一層顕著に。中国経済の減速や一次産品価格の下落に伴う資源国経済の悪化、先進国の通貨安などが輸出減の原因。内需は、比較的堅調に推移しているものの、一部の国では予算執行の遅れ等による投資の増勢鈍化がみられたほか、輸出の減少が生産不振や消費者マインドの悪化をもたらし、内需の下押し圧力に。総じて景気減速が続くなか、通年の成長率は+6.0%と、2014年実績（+6.4%）を下回る見込み。
2. 中国経済は、2015年7～9月期の実質GDP成長率が6年ぶりに+7%の大台を割り込む（前年同期比+6.9%）など、景気減速が持続。最大のブレーキ要因は、投資の増勢鈍化。今後を展望すると、財政出動を含む景気でこ入れ策の強化により、ハードランディングは回避され、成長率は2015年+6.9%、2016年+6.8%と、+7%を小幅に下回る水準を確保できる見通し。もっとも、大きなバランスシート調整圧力に直面するなか、企業は債務返済を優先し、設備投資を手控える大きな下振れリスクは残存。
3. インド経済は、回復基調が持続。原油価格の下落に伴う実質購買力の上昇や消費者マインドの改善から民間消費が堅調に推移。投資も公共部門を中心に、安定した伸び。先行きを展望すると、物価の安定による消費者マインドの改善や景気下支えに重点を置いた金融政策の効果などにより、内需が堅調に推移し、2015年度の成長率は+7.3%、2016年度は+7.4%と、景気回復基調が持続する見込み。もっとも、モディ政権による改革進展の遅れ等を抱え、大幅な加速は見込み薄。
4. 2016年のアジア経済は、前年に実施された金融緩和等の経済対策が奏功し、内需主導により景気が底打ちするものと期待。先進国を中心とする世界経済の緩やかな回復に伴い、輸出の減少傾向も徐々に改善。総じて2015年を上回る成長が予想される半面、域内最大規模の中国経済が前年並みの成長にとどまることから、2016年通年の成長率は+6.2%と、2015年の実績を若干上回る程度にとどまる見通し。
5. 主な下振れリスクとして、①中国経済の失速、②一次産品価格の低迷、③アメリカの利上げの3点に注意を払う必要。中国を最終需要地とする輸出の割合が高い国や地域ほど、中国経済の減速に伴う押し下げ圧力が大きくなる傾向。一次産品価格の低迷が税収の伸び悩みをもたらす、成長のボトルネックとなる恐れがあることにも留意。アメリカの利上げで通貨安や海外への資金流出が生じ、消費や投資を減退させることへの対処は、2016年のアジアにおける共通の経済課題。

1. アジア全体

(1) 2015年のアジア経済

2015年のアジア経済は当初、2014年秋以降の国際原油価格の下落や先進国経済の緩やかな回復を背景に、徐々に持ち直すと見込まれていた。しかしながら、緩やかな回復を期待された輸出は2015年入り後も減少が続き、むしろ年後半にかけてマイナス幅が拡大している（図表1）。

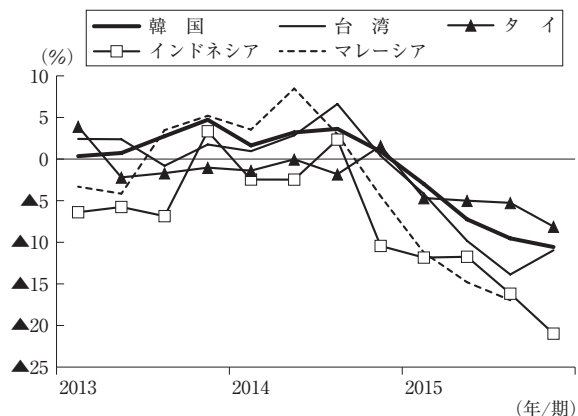
アジアの輸出減の主因となったのが中国経済の減速である。投資の増勢鈍化が続き、2015年7～9月期の中国の実質GDP成長率（以下、成長率）は前年同期比+6.9%と、26四半期ぶりに+7%の大台を割り込んだ。こうしたなか、

インドネシアの石炭、マレーシアのパームオイル、タイの天然ゴムといった一次産品をはじめ、幅広い品目（部品も含む）で需要が減退し、アジア各国・地域の対中輸出は総じて減少を続けている。

また、一次産品価格の下落で資源国経済が悪化したことも、輸出減少の一因となっている（図表2）。このほか、円安やユーロ安に加え、先進国経済の伸び悩みが、アジアの輸出の回復を妨げた。

一方、内需は外需に比べれば堅調を保っているものの、政局不安や予算執行の遅れによって、消費や投資の伸び悩みが一部の国や地域で生じた。中東呼吸器症候群（MERS）の流行も一時的に、韓国の民間消費を冷え込ませた。さらに、輸出の減少が関連製品の生産不振や消費者マインドの悪化などの経路を通じて、徐々に内需の下押し圧力にもなりはじめている。

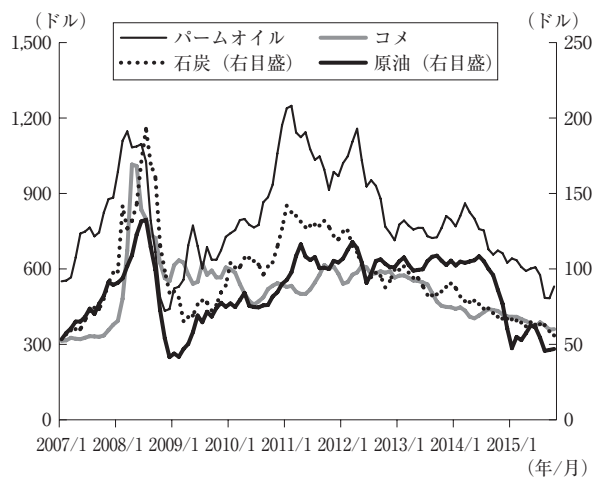
(図表1) 輸出（通関ベース、前年同期比）



(資料) CEIC（原資料は、政府統計）

(注) 2015年10～12月期は、10月の前年同月比。ただし、韓国は、10～11月の前年同期比。

(図表2) 一次産品価格



(資料) IMF Primary Commodity Prices

(注1) 1トン（原油は1バレル）当たりの価格。

(注2) 原油は、3種類の代表的な価格指標の単純平均。

(図表3) アジア各国・地域の成長率実績と予測

	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)	2017年 (予測)
アジア	6.5	6.4	6.0	6.2	6.2
NIEs	2.7	3.4	2.1	2.8	3.1
韓国	2.9	3.3	2.6	3.0	3.5
台湾	2.2	3.9	1.2	2.5	2.6
香港	3.1	2.5	2.5	2.6	2.7
ASEAN	5.1	4.6	4.5	4.9	5.1
インドネシア	5.6	5.0	4.7	5.1	5.4
マレーシア	4.7	6.0	4.7	4.5	5.1
フィリピン	7.1	6.1	5.8	6.5	6.5
タイ	2.8	0.9	2.5	3.0	3.4
ベトナム	5.4	6.0	6.6	6.3	6.1
中国	7.7	7.3	6.9	6.8	6.7
インド	6.9	7.3	7.3	7.4	7.6

(資料) IMF World Economic Outlook (October 2015) を基に、日本総合研究所作成（予測）

(注1) アジア（NIEs、ASEAN、中国、インド）とNIEs、ASEANの地域全体の成長率は、購買力平価を基に算出。

(注2) インドは年度（4～3月）、本見通しのNIEsは韓国、台湾、香港、ASEANはインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムのASEAN5を指す。

これらの状況を踏まえ、2015年通年のNIEs（韓国、台湾、香港）の成長率は前年実績比▲1.3%ポイントの+2.1%、ASEAN（タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム）は一部の国で前年実績を上回るものの、全体で見れば2014年と同水準の+4.5%にとどまる見込みである（図表3）。そして、インド（インドは4～3月の年度ベース、以下同じ）は+7.3%と前年並みの水準ながら、中国経済の減速が続く（2014年+7.3%→2015年+6.9%）ことから、アジア全体の成長率は+6.0%と、2014年の実績を▲0.4%ポイント下回る見通しである（詳細は、「インド」および「中国」を参照）。

(2) 2016年のアジア経済

2016年のアジア経済については、2015年に相次いで実施された金融緩和等の経済対策が奏功し、内需主導による景気の底打ちを期待できるようになるだろう（図表4）。先進国経済を中心とする世界経済の緩やかな回復に伴い、輸出も徐々に減少傾向を脱していくと想定される。

（図表4）アジアの金融政策

2015年												
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12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	▽		▽			▽			▽			

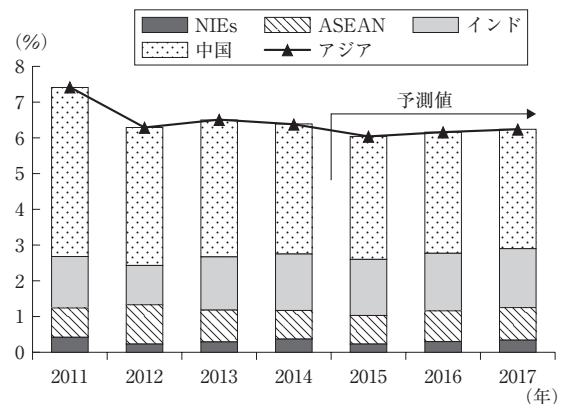
（資料）中央銀行、各種報道

（注）▽は政策金利の引き下げ、□は預金準備率の引き下げ。

ただし、アジアのGDPの約半分を占める中国では、過剰債務や過剰設備を抱えるなか、民間企業の投資意欲の大幅な改善は見込みにくい。財政出動を含む景気でこ入れ策でハードランディングこそ回避できるものの、2016年の成長率は+6.8%と、2015年を若干下回る見通しである。アジア全体の成長率に対する中国の寄与度については、引き続き他の国や地域を上回るとはいえ、水準としては2015年と変わらず、アジア経済をけん引する力が低下傾向にあることは否めない（図表5）。

一方、インドは景気の回復基調持続のもと、中国を上回る+7%台の成長が続くと予想される。もっとも、両者の経済規模の違いや外需依存度の

（図表5）アジアの成長率と主要国・地域別寄与度



（資料）IMF World Economic Outlook (October, 2015) を基に、日本総合研究所作成

（注1）購買力平価を基に算出、2015年以降は日本総合研究所の予測。

（注2）インドは年度（4～3月）。

高低を勘案すると、インドが中国の成長鈍化を補い、アジア経済全体の成長のけん引役をとって代わるまでには至らないであろう。NIEs、ASEANの両地域についても、全体では2015年を上回る成長率が期待される。NIEsでは、前半に著しく減速した台湾が+2%前半の成長水準に戻るとともに、韓国や香港も回復基調が続く見通しである。ASEANでは、インドネシア、タイ、マレーシアにおける景気対策の奏功に加え、各国でのインフラ整備の本格化が持ち直しの原動力となろう。もっとも、景気下押し要因の残存や中国市場での競争激化などを背景に、いずれの地域も回復の勢いは緩慢なものにとどまり、景気の大幅な上振れは見込めそうもない。

以上を総合すると、2016年通年のアジア全体の成長率は前年比+6.2%と、2015年を若干上回る水準になる見通しである。

(3) 2016年のアジア経済を左右する三つのポイント

2016年のアジア経済を展望するうえで、①中国経済の失速、②一次産品価格の低迷、③アメリカの利上げの3点が重大な影響を及ぼす下振れリスクとみられる。以下では、どのような経路をたどってアジア各国・地域の成長を下押しするのか、どこが深刻な影響を被りやすいのかについて検討する。

A. 中国経済の失速

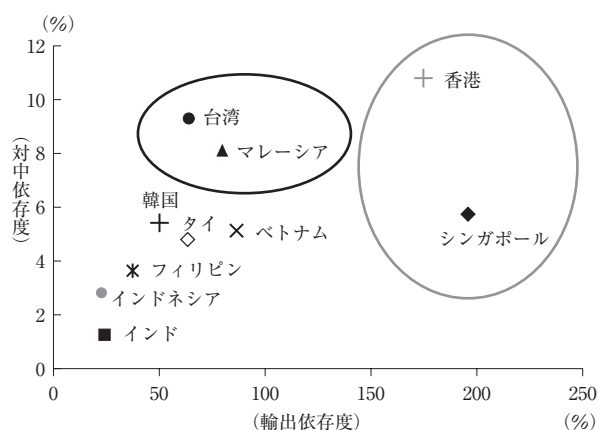
本見通しでは、景気てこ入れ策を通じて中国経済の大幅な落ち込みは回避されることから、アジア経済に対するマイナスの影響は徐々に薄らぐと想定している。しかし、金融緩和や財政出動が十分な効果をあげず、中国経済が想定以上に減速した場合、その前提は大きく崩れよう。中国経済の下振れリスクの高さを踏まえると、リスクシナリオについても十分検討しておく必要があるだろう。

最も大きなインパクトとして考えられるのは、やはり中国国内の需要減を起点とした輸出の減少である。2000年代以降、中国の旺盛な購買需要に呼応し、アジア各国・地域は対中輸出を急拡大させてきた。それがアジアの成長を加速させる一因でもあった。中国経済の減速を受け、アジアの各政府および企業は輸出市場の多角化に取り組んでいるものの、短期間で実現できるものではないうえ、中国を全面代替できるだけの市場もいまのところ見当たらない。

このため、中国経済が一段と減速すれば、輸出の大幅な減少につながり、最終的には各国の景気回復を引き続き阻害することになる。もっとも、その影響の大小は、対中輸出の規模で一律に決まるものではなく、依存の程度や外需依存の経済構造か否かも密接に関連する。

図表6は、アジア10カ国・地域の対中依存度（中国を最終需要地とする輸出の対名目GDP比）

(図表6) アジア主要国・地域の対中依存度と輸出依存度



(資料) OECD、IMF、世界銀行、CEICを基に日本総合研究所作成
 (注1) 対中依存度=中国を最終需要地とする輸出/名目GDP (2011年)。
 (注2) 輸出依存度=実質財輸出/実質GDP (2011～2014年の平均)。ただし、ベトナム、マレーシア、インド、シンガポールはサービス輸出を含む。

および輸出依存度（実質財輸出/実質GDP）をプロットしたものである。輸出に大きく依存し、中国を最終需要地とする輸出の割合が高い香港およびシンガポール、輸出依存度は香港などより低い、対中依存度はこれらに匹敵する台湾とマレーシアでは中国経済の一段の減速に伴う影響が大きいと判断される。韓国は、中国を最終需要地とする輸出の割合が台湾に比べて小さいことから、被るダメージも相対的にみれば、台湾より軽微と推測される。インドについては、人口が多く、輸出に依存しない経済構造であるため、中国経済減速の影響を受けにくいとみられる。

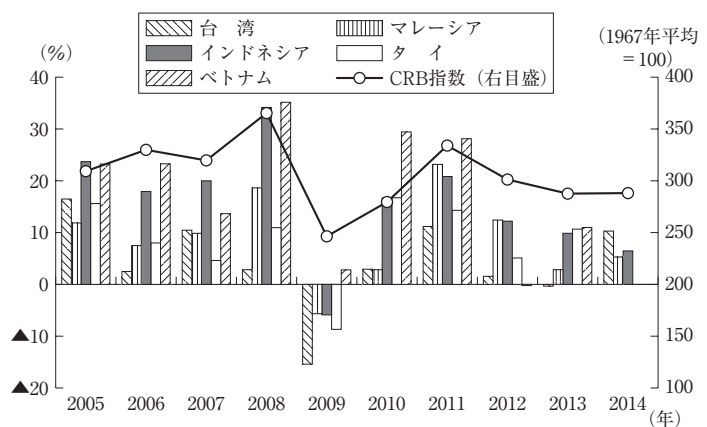
また、鉄鋼をはじめとする素材分野では、国内の過剰在庫の解消に向け、中国企業が価格を下げて輸出量を増やす動きが出はじめており、アジアをはじめ、世界の同業他社の経営を圧迫していると指摘されている。2016年の中国経済が想定以上に減速すれば、こうした動きは一段と拡大し、アジア経済の下振れ圧力となる可能性を孕んでいる。

B. 一次産品価格の低迷と財政制約

国際通貨基金（IMF）は、2016年の一次産品価格は総じて底打ちするものの、持ち直しペースは緩慢と予測している。2014年秋以降の原油価格の下落は実質購買力の上昇やコスト減を通じて、消費や投資にプラスに働いたが、その効果は一巡しつつある。一方で、一次産品価格の低迷は関連産業の収益悪化や投資圧縮を通じて景気を下押ししかねない。加えて、このような局面においては、一次産品関連の税収等が伸び悩むことで、インフラ整備に対する財政資金の投入が難航し、成長のボトルネックとなる恐れもある。実際、一次産品価格の全体的な動きを表すCRB指数とアジアの税収の対前年比伸び率をみると、両者が同じ方向に変化する傾向を看取できる（図表7）。

国別にみると、マレーシアは、政府債務残高の対GDP比に上限を設定していることもあり、石油関連税収（税収全体の約16%）の減少が成長下振れへと直結しかねない。ベトナムやインドネシアも歳入あるいは税収総額の1割強を石油関連で賄っており、マレーシアと同様のリスクに直面している。また、タイなどでは、農作物価格の低迷で農家の所得が増えず、消費の低迷や税収の伸び悩みによる予算執行の遅れなどを通じて、最終的に成長率を押し下げる懸念もある。こうした経路からの成長押し下げ圧力にも注意を払う必要があり、一次産品価格の低迷が続く限り、アジア経済は下振れリスクを抱えた状況が続くとみざるを得ない。

（図表7）CRB指数とアジアの税収（対前年比）



（資料）Bloomberg L.P.、CEIC
 （注）財政年度ベース。タイの2014年度（10月～9月）、ベトナムの2014年は未発表。

C. アメリカの利上げの波及経路

アメリカでは、雇用が着実に改善するなか、2015年12月に利上げに着手し、その後も緩やかなペース

で利上げが続くとみられる。こうしたなか、アメリカの利上げがアジア経済に影響を及ぼすであろう。その経路は、①通貨安、②海外への資金流出の二つに大別できる。

アメリカの利上げを機に通貨安が進んだ場合、輸入物価の上昇に伴うインフレの高進により、消費が冷え込むとともに、調達コストの上昇によって投資が抑制される効果も考えられる。一方、海外への資金流出（懸念）を契機として、アジアの金融市場が不安定化すれば、株式等の資産価値下落に伴い消費意欲の減退（逆資産効果）が見込まれるほか、企業の投資マインドも悪化しかねない。こうした通貨安と資金流出による悪影響が相互に増幅し合えば、アジア経済への下押し圧力が一段と高まる恐れがある。

通貨安および資金流出の回避に向けては、通常政策金利の引き上げ等の金融引き締め策が行われる。しかし、世界的にデフレ圧力が強まっているなか、アジアの金融当局が即時に引き締めをとりにくい状況であることに留意しなければならない。

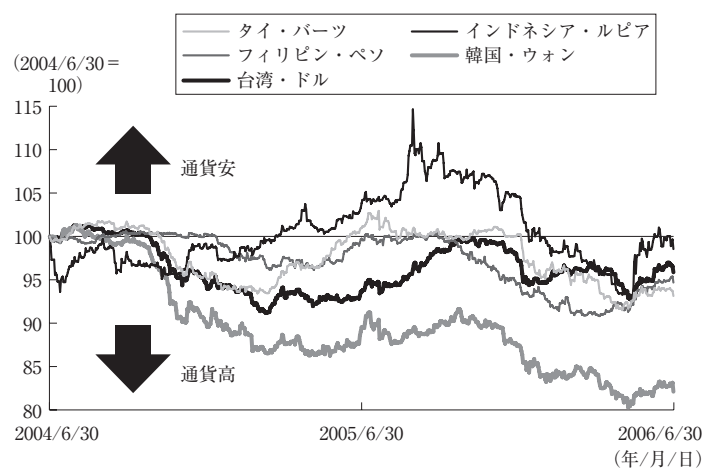
前回のアメリカ利上げ局面（2004年6月～2006年6月）では、アジア各国・地域は総じて現在よりも高い成長を続けていたため、自国の政策金利をある程度引き上げる余地があった。そのため、一部では利上げ直後に通貨安に振れたものの、

アジア通貨の対米ドルレートはその後自国通貨高基調で推移するとともに、経済も堅調さを維持した（図表8）。

もっとも、今回のアメリカ利上げにあたっては、①アジア各国・地域の成長率が軒並み減速していること、②2015年以降の大幅な通貨安を受け、インフレ圧力が高まっていること等から、アメリカの利上げに伴う悪影響を簡単には乗り越えられないだろう（図表9）。経済が芳しくない状況下で政策金利の引き上げを実施すれば、消費・投資マインドは委縮し、景気を一段と悪化させかねない。一方で、利上げを見送れば通貨安が加速し、インフレ高進を招きかねない。アメリカの利上げに伴う通貨安と資金流出の是正を優先させて金融政策を引き締めるのか、それとも景気への影響を考慮して政策金利の引き上げを見送るのか、アジアの金融当局は難しい選択を迫られよう。

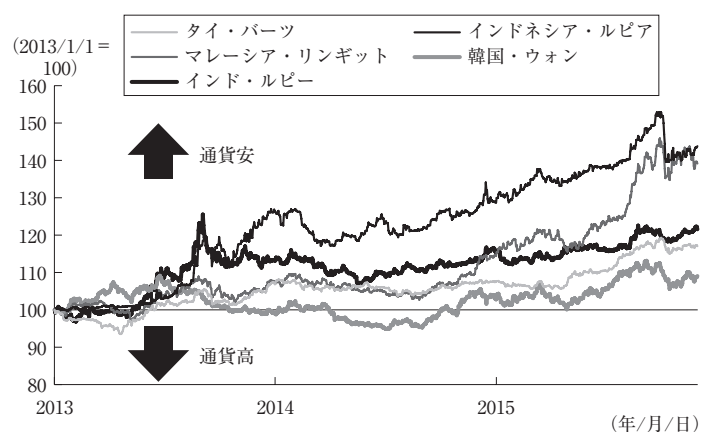
経常赤字の縮小や外貨準備の積み増し、金融当局間の政策協調強化等から、

（図表8）アジア通貨の対米ドルレート（アメリカの前回利上げ期）



（資料）Bloomberg L.P.

（図表9）アジア通貨の対米ドルレート（2013年～）



（資料）Bloomberg L.P.

アメリカの利上げが1997年のアジア通貨危機のような事態を引き起こす可能性は低いものの、アメリカの利上げによる景気下振れリスクを抱えるなか、それをいかに対処していくかは、2016年のアジア経済における共通課題といえよう。

(4) 中長期的観点から注目される地域経済連携の動き

中長期的な観点では、域内の国や地域が参加する地域経済連携の進展に注目する必要がある。2015年10月、環太平洋経済連携協定（TPP）が大筋合意に達した。TPPの発効には、各国での批准が必要であり、紆余曲折が想定されよう。それでも、妥結困難とみられていた交渉が大筋合意までこぎつけたことを受け、従来交渉に加わっていなかった国や地域の交渉参加表明が相次いでいる。アジアにおける地域経済連携の軸としてのTPPの存在感は一挙に高まったといえよう。TPPの大筋合意に触発され、東アジア地域包括的経済連携（RCEP）、日中韓などの多国間あるいは二国間の自由貿易協定（FTA）交渉が進展する可能性も現実味を増している。

一方、アジア域内最大の経済大国であるのみならず、貿易額や直接投資額において世界最大級の規模を誇る中国の場合、将来におけるTPPへの参加を完全には否定していないものの、現時点では静観の構えを崩していない。むしろ2015年に入り、中国主導の経済圏構想ともいえる「一帯一路」の実現に向け、さまざまな取り組みを積極化させている。アジアインフラ投資銀行（AIIB）の創設メンバー57カ国の代表を集めての協定の調印（6月）、全国人民代表大会（国会）常務委員会における批准（11月）はその象徴的な事例である。報道によると、2016年の初めには、AIIBによる最初の融資案件が実施される模様である。

短期的な成長押し上げ効果は考えにくいものの、これらの地域経済連携枠組みの進展を通じて、アジア域内のインフラ整備の加速、貿易および海外直接投資（FDI）の持続的拡大といったメリットが中長期にわたってもたらされる。産業移転を契機とするサプライチェーンの再構築も誘発されよう。アジア経済の中長期的な発展の基盤であり、域内企業の海外事業展開を大きく左右する地域経済連携枠組みが2016年にどの程度進展するのかについても注視する必要がある。

主任研究員 佐野 淳也

(2015. 12. 17)

2. 中国経済

(1) 景気は減速

2015年7～9月期の中国の実質GDP成長率は前年同期比+6.9%と6年ぶりに7%を下回った（図表10）。とりわけ、第2次産業の生産活動に急ブレーキがかかった。

需要項目別にみると、1～10月の輸出額（米ドルベース）は前年同期比▲2.2%と2014年通年の同6.0%増からマイナスに転じ、輸出は頭打ちとなっている。人件費の上昇や元高により輸出製品の価格競争力が低下しているほか、輸出先の景気減速が影響した。とりわけ、資源価格の下落を受けて、資源国経済が悪化するなか、中国のBRIS（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ）向け輸出は大きく減少し

ている。

小売売上高の伸び率は同10.6%増と2014年通年の同12.0%増から小幅に低下し、消費の増勢はやや鈍化している。足許では、10月から開始された小型車減税などを受けて、自動車販売が急増しているものの、他の消費財の売上高は総じて鈍化傾向である。景気減速下、雇用所得環境が悪化していることが背景にある。7～9月期の全国の公的就業サービス機構における求人数は前年同期比▲9.3%と、3四半期連続で減少している。また、7～9月期の中国人民銀行による全国2万世帯へのアンケート調査によると、収入が減った世帯の割合が、増加した世帯を上回った。

景気の最も大きなブレーキ要因は、投資の増勢鈍化である。中国では固定資本形成の対GDP比は44%に達する（2014年、日本は20%）。1～10月の固定資産投資は前年同期比10.2%増に減速し、とりわけ2015年入り後、民間固定資産投資が大きくスローダウンしている（図表11）。業種別にみると、1～10月の民間鉄鋼業の固定資産投資は前年同期比▲13.6%、民間石炭採掘業は同▲15.7%、民間鉄鉱石採掘業は同▲22.5%減少した。

これらの結果、関連産業の生産販売活動は大きく縮小している。2015年入り後、主要建機メーカーの油圧ショベルの販売台数は前年比▲4割減少し、第2次産業の名目GDP成長率や鉄道貨物輸送量の伸び率も急低下した。

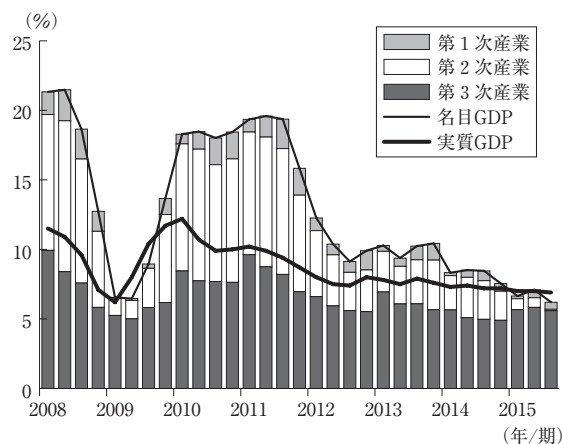
物価については、企業部門を中心に需要が弱まったことから、工業生産者出荷価格は3年半にわたり下落し続け、10月には前年同月比▲5.9%と年前半から下落幅が一段と拡大している。一方、家計の消費需要は一定のペースで拡大しているため、消費者物価は年率1～2%程度と緩やかながら上昇している。もっとも、7～9月期のGDPデフレーターは前年同期比▲0.7%と、マクロ全体でみた物価は下落しており、デフレ圧力が強まっている。

(2) バランスシート不況の入口に立つ中国経済

今後を展望すると、企業が大きなバランスシート調整圧力に直面するなか、民間投資は一段と鈍化し、景気減速が続くと見込まれる。

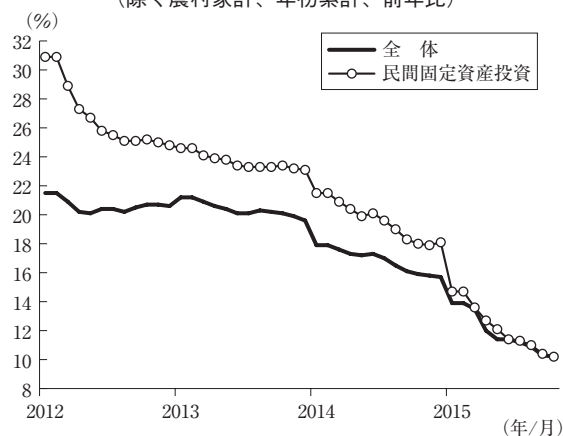
近年、企業は過剰設備の裏返しで債務を増やしたばかりでなく、低金利下で積極的に資金を調達し続

(図表10) GDP成長率（前年比）



(資料) 国家統計局

(図表11) 固定資産投資
(除く農村家計、年初累計、前年比)



(資料) 国家統計局

(注) 2014年の民間固定資産投資は32.2兆元と全体の64.1%。

け、そのかなりの部分を財テクに投じた。中国の国民経済計算における非金融企業の資金調達勘定（フロー）をみると、2008年から2013年にかけて企業の資金調達総額（ネット）は年間6.8兆元から14.8兆元に増加し、累計では70.1兆元となった。同時に企業による実物投資以外への運用が増えており、運用面からみると、金融資産純増は累計51.3兆元と大幅に増加した。代表的なシャドーバンキングである委託融資や理財商品など、投機の動きがみられる分野は多岐にわたる。他方、実物投資に充当する資金は累計18.8兆元にとどまった。

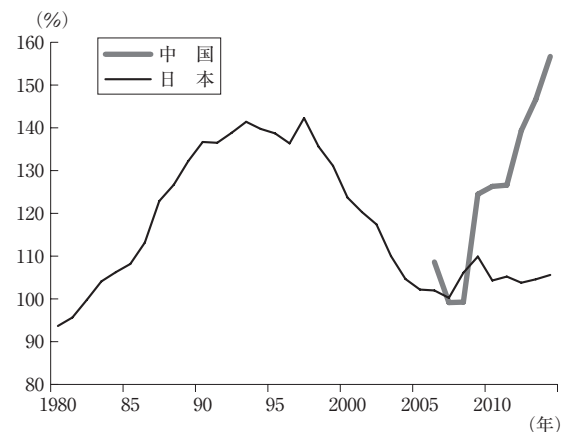
その結果、企業債務は急膨張し、非金融企業債務残高は2008年末の31.2兆元から2014年末に99.7兆元に増加した。日本では1980年代のバブル期に、非金融企業債務残高の対GDP比が急上昇し、1989年末には132.2%に達した。中国の場合、2014年末の同比率は156.7%とすでに日本のバブル期を上回る（図表12）。

企業が過剰な債務を抱えるなか、バランスシート調整圧力は大きい。景気の悪化に伴い、委託融資などでデフォルトが続くなど、中国企業の資産は目減りしているとみられる。一方、銀行融資や社債などで調達した大きな負債は残っている。

インフレであれば、元利支払いの観点からはまだ明るい将来が描けるものの、実際にはデフレ圧力が強まっており、企業の出荷価格は下落し続けている。企業は同じ数量の財・サービスを販売・提供しても、売上とキャッシュフローはその分減少するため、債務返済を先送りすれば、負債の実質負担は大きくなる。このため、企業は倒産や破たんを回避すべく、新規借入れと設備投資に慎重となり、債務返済を優先せざるを得ない状況に陥っている。

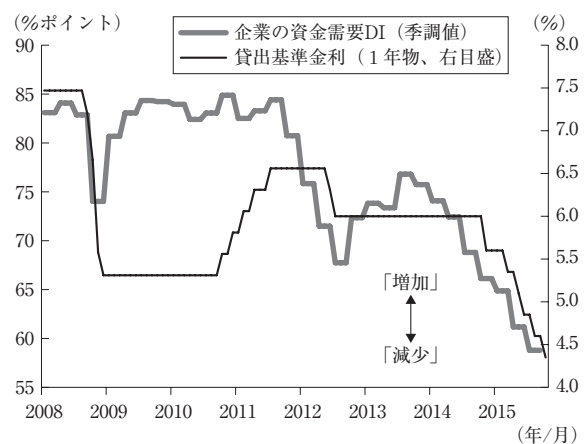
こうした状況を反映し、企業の資金需要は悪化し続けている（図表13）。中国人民銀行は四半期毎に全国約3,100の銀行にアンケート調査を行い、企業の資金需要について質問している。前の四半期に比べて、企業の資金需要が「増加」と回答した銀行の割合から「減少」と回答した銀行の割合を引いた値が、資金需要DIであり、企業の資金需要が「減少」との回答が増えれば、資金需要DIは低下する。金融緩和を開始した2014年秋以降も、企業の資金需要DI

（図表12）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は国家統計局、内閣府「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

（図表13）企業の資金需要と政策金利



（資料）中国人民銀行
（注）資金需要DIは「資金需要増加」-「減少」+50、調査対象は全国約3,100の銀行、日本総合研究所が季節調整。

が低下し続けていることが注目される。これは、これまでみられなかった現象である。2008年のリーマン・ショック後、企業の資金需要は大きく落ち込んだものの、政府が政策金利を引き下げると、企業は資本コストの低下を好感し、その後の資金需要はV字形に回復した。また、2012年にも利下げの後、まもなく企業の資金需要は持ち直した。ところが、2014年秋以降、政策金利が相次いで引き下げられたにもかかわらず、企業の資金需要は依然として悪化している。

このように、中国経済はバランスシート不況の入口に立っており、大きなダウン・サイドリスクを抱えているといえよう。

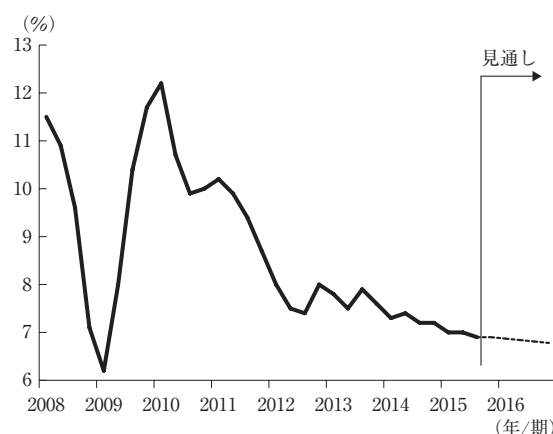
もっとも、財政出動により、ハードランディングは回避できると期待される（図表14）。2014年秋から中央政府は投資プロジェクトの承認を進め、地方政府にインフラ投資の実行を要請してきた。その資金調達については、地方債の発行を容認すると同時に、中央銀行が銀行に資金供給する際の適格担保に地方債を追加することで、商業銀行に地方債の購入を促すなど、地方政府の財政難の緩和に注力している。このほか、インフラ整備に民間事業者の資金やノウハウを取り入れるべく、総額2兆元のPPP（Public-Private Partnership）プロジェクトを発表した。

さらに、9月8日には財政部が「更なる積極的な政策を講じ、経済の安定運営を促進する」との声明を発表した。同月14日には発展改革委員会が「投資促進のための8つの措置」を決定し、10月15日には1～9月に1.8兆元の投資プロジェクトを承認したと発表した（2014年は通年で約1.6兆元を承認）。10月の五中全会で承認された第13次五カ年計画（草案）では、2016～2020年までの年平均成長率の目標の下限を6.5%と定め、指導部は「景気はソフトランディングが可能」と、繰り返し主張している。

2014年末の中国政府の債務残高はGDPの41.1%にとどまり、財政拡大の余地は大きい。現状では、金融機関が不良債権化を危惧し融資に慎重になるなか、インフラ投資の増勢が鈍化しているものの、先行き、財政出動により加速すると予想される。実際、1～10月の政府財政支出は前年同期比18.1%増と2014年通年の8.3%増から加速しており、今後一段と拡大すると見込まれる（図表15）。

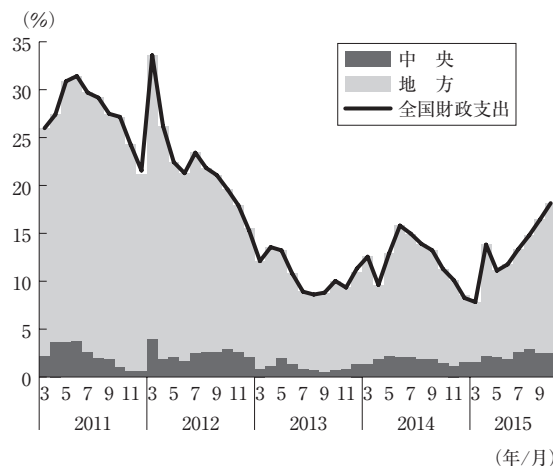
以上より、景気てこ入れ策の強化により、経済成長率は2015年6.9%、2016年6.8%と、政府目標

（図表14）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15）全国財政支出の寄与度分解（年初累計、前年比）



（資料）財務部

の7%を小幅に下回る水準を確保できると予想される。ただし、中国経済がバランスシート不況のトンネルを抜け出すには長い時間を要すると見込まれる。

副主任研究員 関 辰一
(2015. 12. 1)

3. インド経済見通し

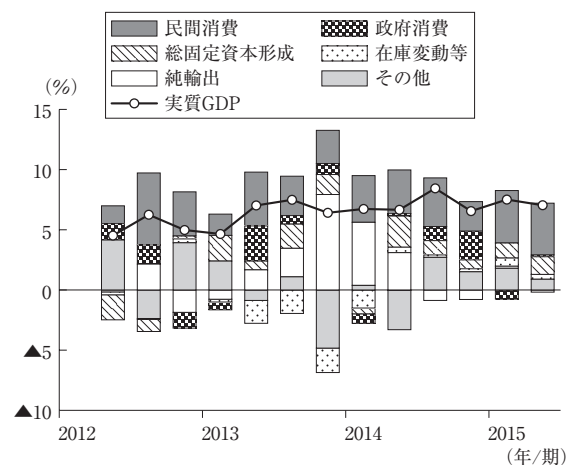
(1) 2015年度の成長率は+7.3%

インドでは景気回復基調が続いている。2015年7～9月期の実質GDPは、前年同期比+7.4%（以下同じ）と4～6月期（+7.0%）から加速し、世界的に景気が鈍化するなかで、相対的に高めの成長を維持している（図表16）。

需要項目別にみると、中国をはじめとした海外景気の鈍化から輸出が▲4.7%となる一方、原油価格の低下に伴う実質購買力の上昇や消費者マインドの改善から民間消費が+6.8%と堅調に推移したほか、道路整備など輸送関連分野での公共投資を中心に総固定資本形成も+6.8%と安定した伸びとなった。

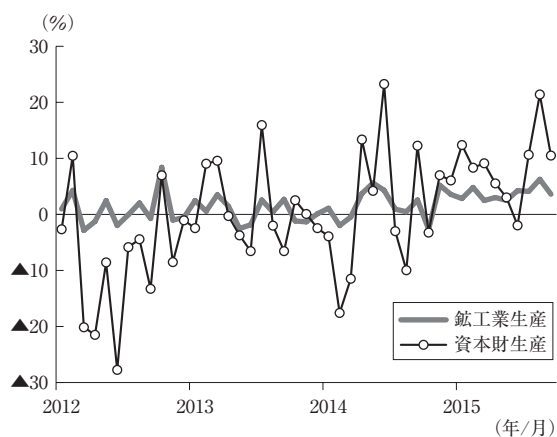
足元の動きをみると、好調な内需を背景に、2014年末以降、鉱工業生産指数は前年比プラスが続いている（図表17）。こうした生産の増加を受けて、低迷していた設備稼働率が緩やかに改善するなか、設備投資の先行指標である資本財生産も3カ月連続で前年比2桁の増加となっており、今

(図表16) 実質GDP成長率（前年比）と需要項目別寄与度



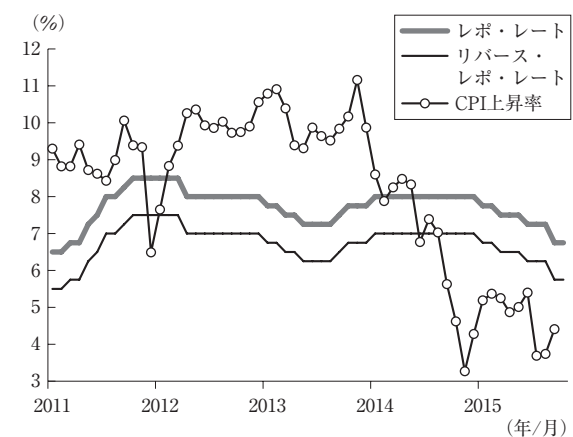
(資料) Ministry of Statistics and Programme Implementation
(注) その他は統計上の不具合など。

(図表17) 鉱工業生産と資本財生産（前年比）



(資料) Central Statistics Office

(図表18) 政策金利とCPI上昇率（前年比）



(資料) インド準備銀行、統計局

後の投資の持ち直しが期待される。

一方、消費者物価上昇率は、2014年半ば以降、大幅に低下している（図表18）。原油価格の大幅な下落に加え、政府による主要作物のMSP（最低支持価格）の抑制や、緊急輸入の実施などの食品供給管理が奏功し、6～9月のモンスーン期の少雨により農業生産が減少したにもかかわらず、食品価格の高騰が生じていないことが背景にある。

インフレ率の低位安定を受け、インド準備銀行（以下、準備銀）は、1月、3月、6月に各0.25%の利下げを行った後、9月にも0.5%の利下げを実施した。2016年1月までにCPIの伸び率を前年比6%未満にするというインフレ目標が達成される見通しとなった（予測は5.8%程度）ことが背景にある。利下げは、景気下支えに重点を置いた政策運営を行うことでモディ政権による改革をサポートする意味合いもあるといえ、これに伴う貸出金利の低下も期待される。もっとも、会合後の声明では、今回の利下げはインフレ目標達成が見込まれたことによる「前倒し」の政策であることが強調された。さらに、実質金利（国債1年物利回り－1年先の予想インフレ率）が準備銀の考える適切な水準近辺で推移していることも踏まえれば、一段の利下げ余地は小さいだろう。

当面は、CPIの安定的な推移や貸出金利の低下を受け、消費や投資の拡大による景気の底上げが見込まれることから、2015年度（2015年4月～2016年3月）の実質GDP成長率は+7.3%と、前年度（+7.3%）と同水準の成長となる見通しである。

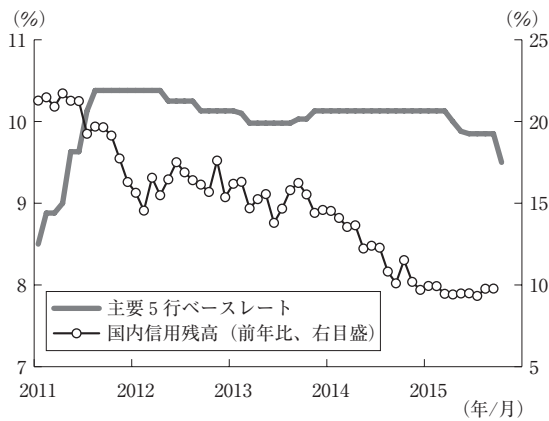
(2) 2016年度の成長率は+7.4%

2016年度以降のインド経済を展望すると、内需に関しては、①インフレ率の安定による消費者マインドの改善、②インフラ整備や外資規制緩和を背景とした対内直接投資の増加、③景気下支えに重点を置いた金融政策の効果などを受け、消費・投資とも底堅い成長を続ける見通しである。もっとも、外需の低迷やモディ政権による改革進展の遅れから、成長ペースの大幅な加速は見込みにくいだろう。

現政権への過度な期待感が徐々に沈静化し、株価は調整色を強めているものの、原油価格低迷の長期化や食品供給管理などの物価抑制策によりインフレ率の安定した推移が見込まれることから、消費は都市部を中心に堅調に推移すると予想される。2年連続のモンスーン期の雨量不足から農村部の所得が減少しているため、農村部の消費の不調が景気の下押し要因となる懸念はあるものの、民間消費は総じて底堅い成長ペースが持続する見込みである。

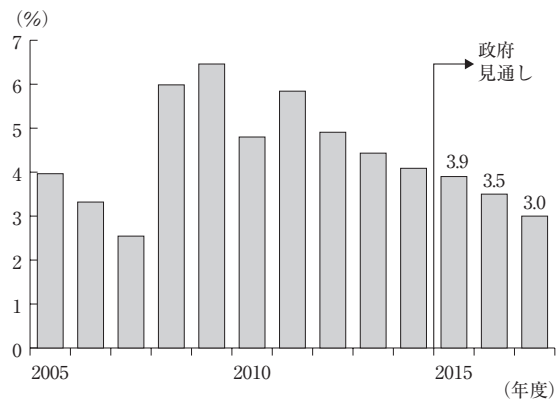
総固定資本形成に関しては、政府による輸送・エネルギー分野を中心としたインフラ投資が継続的に実施されるほか、今後の成長期待から海外企業による直接投資の流入が続いていることもあり、徐々に拡大すると予想される。対内直接投資をみると、2014年に前年比+30.6%と大幅に増加した後、2015年1～9月も同+19.3%と底堅く推移しており、モディ政権による外資規制の緩和が着実に進むなか、今後も緩やかな増勢が続く見込みである。また、2015年度に政策金利が4度にわたり引き下げられた結果、高止まりしていた銀行貸出金利が低下に転じ、国内信用残高の伸び率の鈍化に一服感がみられる。さらに、低迷していた設備稼働率も生産の底堅さを受けて足元で改善に向かっており、これらが企業による設備投資の押し上げに寄与することが期待される（図表19）。一方、政府は財政赤字の削減を喫緊の課題として位置づけ、財政赤字の対名目GDP比率を2017年度に3%まで削減することを目指している（図

(図表19) 貸出金利と国内信用残高



(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。

(図表20) 財政赤字の対名目GDP比



(資料) 統計局、財務省
(注) 2011年度以降の名目GDPは2015年1月発表の新基準を使用。

表20)。こうしたなか、大規模な財政出動や公共投資の急速な拡大には踏み切りづらく、成長のけん引役としては期待できないだろう。

足元で減少が続く輸出は、中国の景気減速に伴う世界的な需要鈍化が和らぐにつれて、増加に転じる見込みである。もっとも、①GDPに占める輸出の割合が低いこと、②米欧をはじめとした先進国の景気回復ペースが緩やかであること、③原油価格の低迷によりウエートの高い中東向けの輸出が伸び悩むこと、④外資系企業の進出を容易にする物品サービス税 (GST) や土地収用法の改革が遅れていることなどを踏まえれば、景気押し上げ効果は限られよう。

以上を勘案すると、実質GDP成長率は2016年度+7.4%、2017年度+7.6%と、7%台の成長が続く見通しである。

なお、アメリカの利上げに伴い新興国通貨の下落や資金流出が懸念されているものの、インドルピーは、①良好なファンダメンタルズや経済の中長期的な成長期待、②高水準の金利、③外国人投資家に対する債券投資規制の緩和などの下支えにより、総じて底堅く推移することが予想される。

インド景気は、中国経済の影響を受けやすい他のアジア諸国と比較すれば好調といえるものの、モディ政権の改革への期待感は徐々に薄れつつあり、具体的成果が求められる正念場に直面している。2015年10月に世界銀行が公表したビジネス環境ランキング (2016年版) では、189カ国中130位と前年 (142位) から小幅な改善がみられたものの、税制 (157位) や建設許認可の取得 (183位) などの評価が低い。このようなデータを見る限り、モディ首相の掲げる、製造業の発展を通じて経済成長を目指すメイク・イン・インディアの実現による成長の大幅な加速は難しいだろう。今後の物品サービス税の導入や土地収用法の改革などを着実に進めていくことが不可欠である。

研究員 松田 健太郎

(2015. 12. 9)

