

アジア経済見通し

調査部

目 次

1. アジア全体

- (1) 景気減速基調が続くアジア経済
- (2) 年央以降は総じて緩やかな持ち直し

2. 中 国

- (1) 民間投資はスローダウン
- (2) 公共投資が景気・雇用を下支え
- (3) 大きく下振れるリスクも

3. インド

- (1) 景気は民間消費をけん引役に好調
- (2) 今後も高成長が持続する見通し

要 約

1. 2016年入り後のアジア経済（NIEs、ASEAN、中国、インド）は、全体的にみれば景気の緩やかな減速基調が続いている。その要因として、①中国経済の減速傾向の持続、②農業セクターの落ち込み、③各国・地域の個別事情に基づく成長押し下げの3点があげられる。農業セクターの落ち込みは、東南アジアやインドで記録的な高温少雨となったことによるものである。ベトナムで1～3月期実質農業総生産がマイナスとなったのをはじめ、農作物の生産減に起因する農業所得の低迷が民間消費の拡大鈍化につながったと考えられる。
2. 一方、中国を除くアジアでは、足許で総じて減速しているものの、2015年後半以降実施された各種景気刺激策などによる経済の下支え効果自体は残存している。また、持ち直しが続いている国もある。以上の点を踏まえ、中国を除くアジアに関しては、減速の持続よりも、景気回復の足踏み感が足許で表れたという判断の方が実情に合致している。
3. 中国では、実質GDP成長率が2010年をピークに低下し、2016年1～3月期には前年同期比+6.7%となった。景気のもっとも大きなブレーキ要因は、民間投資の増勢鈍化である。加えて、足許では雇用情勢が悪化し、これまで堅調であった個人消費の増勢鈍化を招いている。
4. インド経済は、足許も堅調に推移している。物価の低水準での安定や政策金利の引き下げを背景に、民間消費が成長をけん引し、1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.9%と、4四半期連続で+7%を上回った。
5. 今後のアジア経済を展望する際、中国とそれ以外に2分して考える必要がある。中国に関しては、過剰債務・過剰設備の調整から、景気減速が続くものの、公共投資の拡大により景気底割れは回避される見通しである。それ以外の国や地域については、農業セクターの落ち込みをもたらした異常気象の解消、自律的な景気回復メカニズムの作動、物価が引き続き低水準で推移すると見込まれることから、景気は持ち直すだろう。もっとも、外需の回復力がなお弱く、一部の国では家計債務の急増に伴う利払い負担が消費の抑制要因になることから、その勢いは緩やかなものにとどまるであろう。
6. 中国の経済成長が小幅ながら低下傾向をたどるため、アジア経済全体の成長率は横ばいで推移する見通しである。ただし、NIEs、ASEAN、インドでは、景気の緩やかな持ち直しに伴い、2016年の成長率が2015年の実績を上回る国や地域も出てくるだろう。

1. アジア全体

(1) 景気減速基調が続くアジア経済

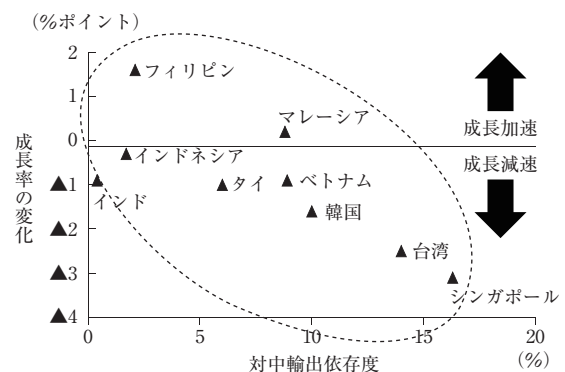
A. 景気回復の重石となっている中国経済の減速

2016年入り後のアジア経済（NIEs、ASEAN、中国、インド）は、全体的にみれば景気の緩やかな減速基調が続いている。その要因として、①中国経済の減速傾向の持続、②農業セクターの落ち込み、③各国・地域の個別事情に基づく成長押し下げの3点があげられる。

とりわけ、中国経済の減速傾向の持続はアジアの景気回復の勢いを鈍化させ、減速が続く主因といえる。1～3月期の実質GDP成長率は、前年同期比+6.7%（以下断りのない限り同じ）と、リーマン・ショックの影響で成長が大幅に鈍化した2009年1～3月期（+6.2%）以来の低水準にとどまった（詳細は「中国」参照）。年ベースの経済成長率の推移も勘案すると、中国経済の減速傾向は高成長局面終了に伴う中期的なトレンドと判断できよう。

一方、アジア各国・地域の購買力平価ベースのGDPを合算すると、中国はその約50%を占め、中国経済の動向がアジア全体の景気変動を方向付けている。こうした状況下、中国経済の減速は、対中輸出減や資源需要の減退といった経路で自国以外の経済成長を鈍化させる一因となっている。対中輸出依存度の高いNIEs（韓国、台湾、香港）では、その影響が他よりも大きい（図表1）。

（図表1）対中輸出依存度と成長率の変化



（資料）IMF *World Economic Outlook* (April, 2016)、CEIC（原資料は政府統計）

（注1）インドは、年度（4月～3月）。

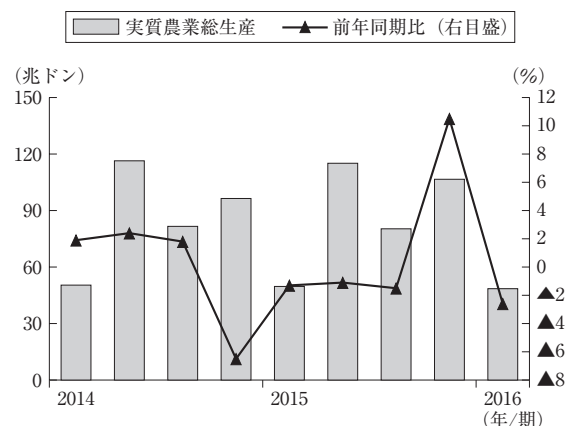
（注2）対中輸出依存度は2015年の対中輸出の対名目GDP比、成長率の変化は2012～2015年と2002～2011年の年平均成長率の差異。

（注3）他が分かりにくくなるため掲載しなかったが、香港は対中輸出依存度が突出して高い（80.8%）一方、成長率の差異は▲2.0%ポイント。

B. 中国以外の国・地域では景気回復に足踏み感

農業セクターの落ち込みは、2014年夏からのエルニーニョ現象との関連性が指摘されている。これによって異常気象が起りやすくなっており、ベトナム南部のメコンデルタが年初に「100年に1度」といわれる干ばつに見舞われるなど、東南アジアやインドで記録的な高温少雨となり、経済面なダメージをもたらした。その影響が最も顕著に表れたのは、1～3月期の実質農業総生産（GDPベース）が前四半期の大幅なプラスからマイナスに転じたベトナムである（図表2）。雇用面で農業の占める割合が相対的に高いベトナムだ

（図表2）ベトナムの実質農業総生産（GDPベース）



（資料）CEIC（原資料は統計総局）

（注）第2～4四半期の実額は、年初累計額と前四半期までの累計額の差で算出。

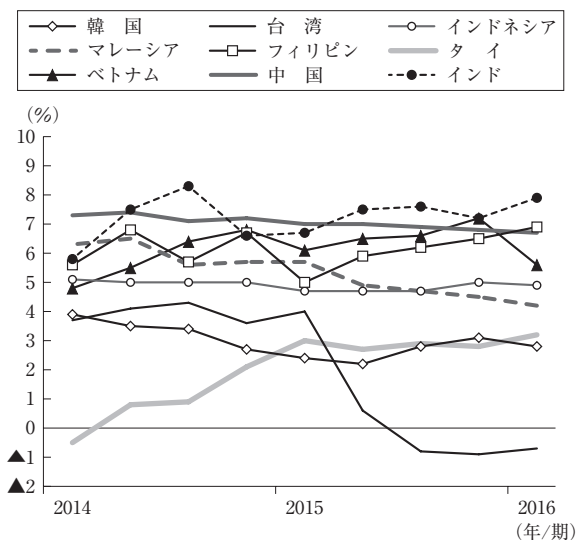
けでなく、それほど高くないベトナム以外のASEANでも程度の違いはあるものの、農作物の生産減に起因する農業所得の低迷が民間消費の拡大を鈍化させている。

足許における景気減速には、各国・地域の個別の事情もある。NIEsのうち韓国は、2015年10～12月期に打ち出された消費刺激策の反動に加え、株価下落による消費者マインドの低下で1～3月期の民間消費が前期比で減少した。政府の予算執行前倒しで堅調に推移した建設投資を除き、指標は総じて不芳で、GDP成長率は前期比+0.5%と、2015年10～12月期の実績（同+0.7%）を下回った（前年同期比も鈍化、図表3）。台湾は、輸出低迷の長期化に伴う投資意欲の減退と在庫調整が響き、1～3月期の成長率は前年同期比▲0.7%と、3四半期連続のマイナスとなった。

ASEAN（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）のうち、マレーシアでは、資源安を背景とする投資の伸び悩みや輸出の減少により前年同期比+4.2%と、5四半期連続で経済成長率が低下した。インドネシアでは、予算は順調に執行されたものの、政府消費や総固定資本形成が伸び悩み、実質GDP成長率は同+4.9%と、前四半期から横ばいで推移した。

このように、中国を除くアジアも足許で総じて減速しているものの、2015年後半以降実施された各種景気刺激策などによる経済の下支え効果自体は残存している（図表4）。また、持ち直しの動きが続いている国もある。フィリピンは堅調な内需に支えられて、タイは景気刺激策による政府消費の拡大、観光客増加に伴うサービス輸出の拡大が押し上げ要因となり、成長率はいずれも前四半期の実績を上回った。インドはCPI（消費者物価指数）の低水準での安定を背景に、民間消費がけん引役を果たし、4四半期連続で+7%台の成長ペースを保っている（詳細は「インド」参照）。以上の点を踏まえ、中国を

（図表3）実質GDP成長率（前年同期比）



（資料）各国・地域統計、CEIC

（図表4）アジアの金融政策

	2015年												2016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	1月	2月	3月	4月	5月	6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）中央銀行、各種報道
（注）▽は利下げ、□は預金準備率の引き下げ。

除くアジアに関しては、減速の持続よりも、景気回復の足踏み感が足許で表れたという見の方が実情に合致しているといえよう。

(2) 年央以降は総じて緩やかな持ち直し

A. 持ち直しの根拠および回復抑制要因

年央以降のアジア経済を展望すると、中国については公共投資の拡大で景気の底割れは回避される見通しである。ただし、過剰債務・過剰設備が重石となり、成長率は引き続き小幅な低下傾向をたどると見込まれる。一方、NIEs、ASEAN、インドでは中国を成長エンジンとして期待できない状況が続くものの、景気は徐々に持ち直す見込みである。

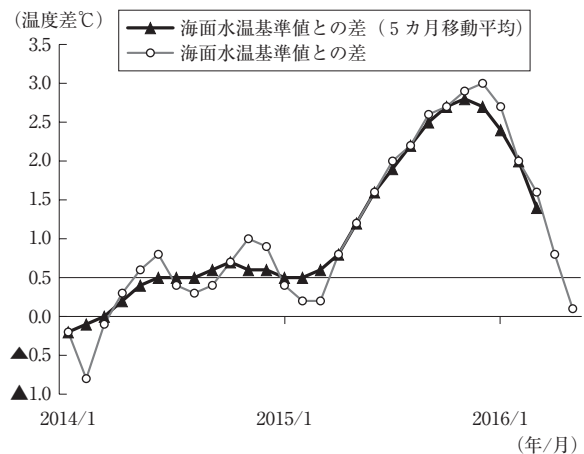
中国を除くアジアの景気持ち直しの主な根拠として、次の3点があげられる。第1に、農業セクターの落ち込みをもたらした要因のはく落である。日本の気象庁は、海面水温と基準値との差の縮小傾向から、2014年夏からのエルニーニョ現象が今春終息した模様との見解を発表した(図表5)。他の主要機関も同様の見解を示している。エルニーニョの終息で、東南アジアやインドを中心に、足許で農業セクターを大幅に落ち込ませてきた異常気象は、解消に向かう。その結果、2016年入り後に農業部門のGDPや消費拡大を鈍らせたマイナス要因がはく落し、景気は持ち直していくものと想定される。

第2に、景気刺激策による下支えから自律的な景気回復メカニズムへの緩やかな移行である。

目下、アジア各地でさまざまなインフラ整備の動きが加速している。これは短期的の成長押し上げのみならず、アジアの中長期的な成長持続の観点からも不可欠な取り組みである。そして、健全な経済発展に資するインフラ投資支出の増大が続けば、「関連生産・設備やサービス投資の増加⇒企業収益の回復⇒雇用所得・環境の改善⇒消費の持続的拡大」という自律的な景気回復メカニズムが機能するようになると考えられる。とりわけ、人口増を背景に内需の持続的拡大が見込まれる一方、インフラ不足の顕著なインドやASEANにおいては、中国依存の成長を当面見込めないなか、こうしたインフラ投資がそれに代わる成長の原動力として位置付けられよう(図表6)。こうした取り組みが評価され、海外からの直接投資が拡大し、自律的な景気回復メカニズムは一段と強化されるという副次的な効果も期待される。

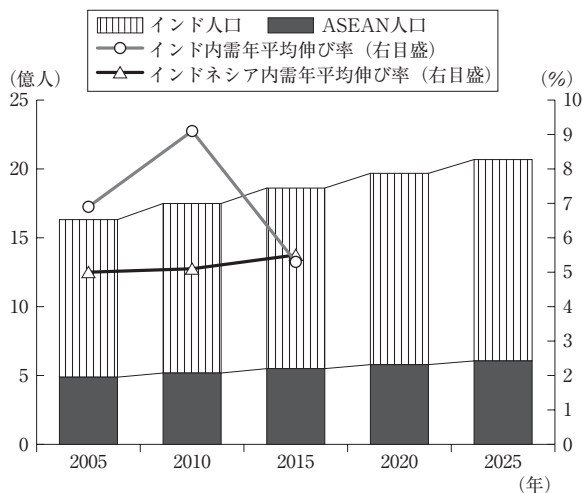
第3に、物価が引き続き低水準で推移するとみられることである。2016年に入って原油価格は底打ちしたものの、2014年前半までのような需要の急増による価格の上昇を期待できる状況ではない(図表7)。生産調整の遅れや価格上昇に伴うシェールガスの生産再開の可能性も勘案すると、価格上昇ペースは緩慢なものにとどまるであろう。原油以外の一次産品価格についても当面、需要の低迷が価格上昇

(図表5) エルニーニョ



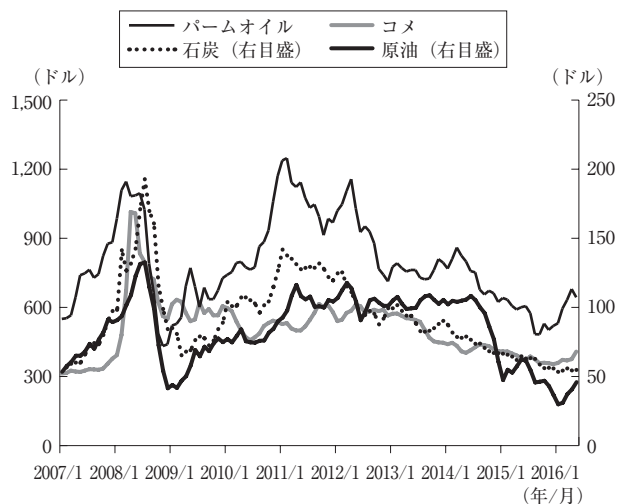
(資料) 気象庁ホームページ
(注1) 5カ月移動平均は、当該月および前後2カ月の平均値。
(注2) 監視海域の海面水温と同基準値との差の5カ月移動平均が6カ月以上連続で+0.5℃以上となった場合をエルニーニョ現象と定義。

(図表6) ASEAN・インドの人口と内需の拡大



(資料) CEIC、国連“World Population Prospects 2015 Revision”
 (注1) ASEANは、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナムを指す。
 (注2) 人口は当該年、2020年、2025年は中位推計値。
 (注3) 内需は当該年を含む過去5年間の年平均伸び率。
 (注4) 本図表に限り、インドは暦年。ただし、2015年はGDP基準の変更にデータが遡及できず、2012年度～2015年度の年平均伸び率で算出。

(図表7) 一次産品価格

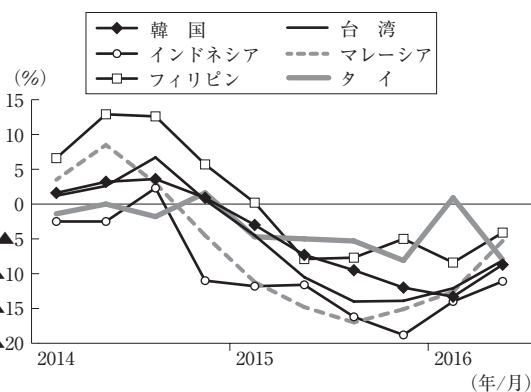


(資料) IMF Primary Commodity Prices
 (注1) 1トン(原油は1バレル)当たりの価格。
 (注2) 原油は、3種類の代表的な価格指標の単純平均。

の足かせとなる可能性が高いと見込まれる。こうした状況は、原油等の一次産品を海外からの輸入に大きく依存、あるいは内需の割合の高い国が多いアジアにとって、景気持ち直しのための重要な前提条件と位置付けられる。

半面、年央以降の経済を展望する際、以下の二つの景気回復抑制要因を織り込む必要がある。まず、外需の回復力がなお弱いことである。かつての景気回復局面では先進国、リーマン・ショック期には中国が内需を拡大させ、それに伴い、海外からの輸入も拡大した。しかし、今般の局面においては、アジア各国・地域の輸出は前年割れが続いている(図表8)。先進国経済の緩やかな景気回復や中国経済の小幅な成長率低下が想定されるなか、先行きマイナス幅は徐々に縮小していくとみられるものの、急回復は期待薄と考えられる。なお、イギリスのEU離脱についても、影響は市場へのショックを含め、限定的なものにとどまる見込みではあるが、外需の回復を阻害する方向に作用し、アジア経済にとって景気下押し要因となろう。

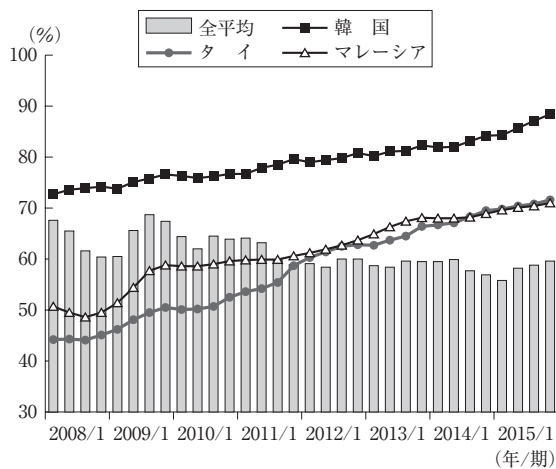
(図表8) 輸出(通関ベース、前年同期比)



(資料) CEIC(原資料は、政府統計)
 (注) 2016年4～6月期は、4～5月の前年同期比。ただし、タイ、フィリピンは、4月の前年同期比。

債務問題も、アジアの短期的な経済成長を下押しする要因として織り込む必要性が高まっている。債務急増による主な成長下押し効果として、利払い支出の増加に伴う企業の収益悪化や民間消費の抑制が

(図表9) 家計債務対GDP比 (四半期)



(資料) BIS “Total credit to the non-financial sector”

あげられる。前者の代表例としては中国の非金融企業、そして後者の例として韓国、タイ、マレーシアの家計債務問題を指摘できる(図表9)。債務残高の対GDP比の上昇は、事業拡大や購入意欲を委縮させると同時に、金融危機のリスクの高まりを示唆するものといえよう。

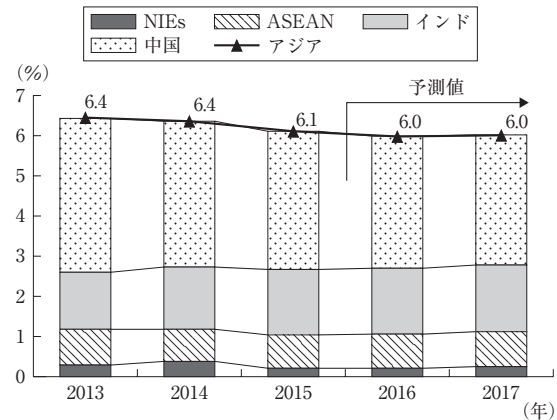
これらの要因を総合すると、2016年の中国の経済成長率が+6.6%、2017年が+6.5%と小幅に低下することから、同期間におけるアジア経済全体の成長率は横ばいで推移する見通しである(図表10)。ただし、NIEs、ASEAN、インドはおおむね景気が緩やかに持ち直し、2016年の成長率が2015年の実績を上回る国や地域も出てくる見通しである(図表11)。2017年については、そうした傾向が一段と広がると見込まれる。

B. アジア経済における一段の景気下振れリスク

アジア経済を大きく下振れさせかねないリスクとして、①中国経済の一段の減速、②政治的な混乱による経済活動の停滞があげられる。

習近平政権の進める構造改革と景気安定の両立失敗などを契機に、中国政府の目標を大幅に下回る(+6.5~7%)成長減速局面に入った場合、対中輸出の減少という直接的な影響に加え、金融市場の混乱が自国にも波及するという間接的な影響も被ることになる。これらが現実化すれば、中国を除いたアジアの多くの国や地域において、長期にわたる景気の低迷も懸念される。

(図表10) アジアの成長率と主要国・地域別寄与度



(資料) IMF World Economic Outlook (April, 2016) を基に、日本総合研究所作成

(注1) 購買力平価を基に算出。

(注2) インドは年度(4~3月)。

(注3) 本見通しのNIEsは韓国、台湾、香港、ASEANはタイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナムの5カ国を指す。

(図表11) 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 (実績)	2016年 (予測)	2017年 (予測)
アジア	6.4	6.4	6.1	6.0	6.0
NIEs	2.7	3.4	2.0	1.9	2.3
韓国	2.9	3.3	2.6	2.5	2.6
台湾	2.2	3.9	0.6	1.1	1.9
香港	3.1	2.7	2.4	1.5	1.9
ASEAN	5.1	4.6	4.8	4.9	5.0
インドネシア	5.6	5.0	4.8	5.1	5.2
マレーシア	4.7	6.0	5.0	4.2	4.4
フィリピン	7.1	6.2	5.9	6.5	6.4
タイ	2.7	0.8	2.8	3.0	3.1
ベトナム	5.4	6.0	6.7	6.1	6.2
インド	6.6	7.2	7.6	7.6	7.7
中国	7.7	7.3	6.9	6.6	6.5
アジア(中国除く)	5.2	5.4	5.3	5.4	5.5

(資料) IMF World Economic Outlook (April, 2016) を基に、日本総合研究所作成

(注1) アジア(NIEs、ASEAN、中国、インド)全体および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はタイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナムの5カ国を指す。

現時点において、政権崩壊に至るような混乱はアジアで生じていない。ただし、タイの民政移管をめぐる不透明な要素は解消されておらず、クーデターの引き金となった社会的対立の再燃で政治的混乱が生じ、経済活動が停滞する可能性はなお残存している。こうした最悪の事態が生じてしまうのか否か、安定した政権基盤を有する政府だからこそ適切な経済運営を行えるという観点から、今後の動向を注視し続けなければならない。他の国や地域においても、政局不安が世論を二分する政治的対立へエスカレートし、経済活動を大きく阻害する局面に陥ることはないのか常に検討し、少しでもその可能性がある動きについては、注意を払う必要があるだろう。

2016年後半から2017年末にかけて、景気の自律的な回復に向けた取り組みが最優先されるであろう。同時に、中長期的な成長持続の基盤を固め、グローバルな競争力を高めるための構造改革を進めていくための大事な時期でもある。NIEsでは、中国以外の市場開拓を進め、相対的に中国依存を減らすとともに、イノベーションの喚起が急務と思われる。ASAENはインフラ整備への注力に加え、TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）やAEC（ASEAN経済共同体）への積極的な対応が不可欠である。中国とインドでは政権の進める構造改革の着実な進展が持続的経済発展の重要なカギとなる。政権が今後景気の回復に加え、こうした課題にも真摯に取り組むのか否かで、アジア経済の将来像は大きく変わってこよう。

主任研究員 佐野 淳也

(2016. 6. 24)

2. 中国

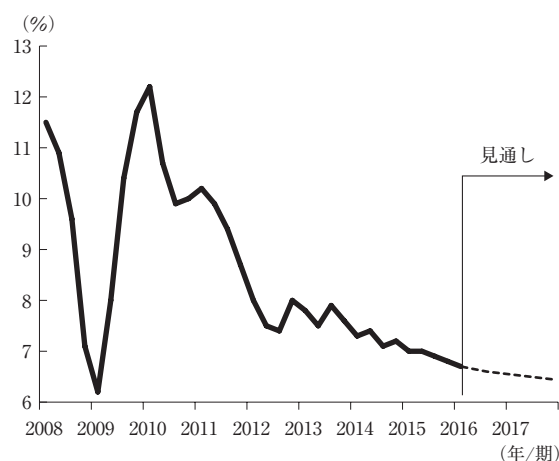
(1) 民間投資はスローダウン

中国では、景気減速が続いている。実質GDP成長率は2010年をピークに低下し、2016年1～3月期には前年比+6.7%となった（図表12）。

景気の最も大きなブレーキ要因は、民間投資の増勢鈍化である。中国では高い成長期待を背景に借入を伴う形で積極的に投資が行われてきた。このため、民間企業の固定資産投資（設備投資、不動産開発投資、インフラ投資を含む）の対GDP比は約3割に達している（日本は17%）。

もっとも、高成長の終焉に伴い需要・売上の伸びが鈍化し、債務・設備の過剰感が強まるなかで、追加の借入・投資のコストに見合うだけの投資収益が期待できなくなっており、民間企業は投資を抑制するようになった。2015年末時点において、中国の金融機関を除く企業は115.5兆元（約1,767兆円、1元=15.3円）にのぼる債務を抱えており、大きなバランスシート調整圧力に直面している。また、人件費の上昇に加え、輸出先の景気減速を背景に輸出

（図表12）実質GDP成長率（前年比）



（資料）国家統計局「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

が伸び悩んでいることも相まって、設備稼働率は2011年以降低下し続けている。

実際、民間固定資産投資の伸び率は2014年に前年比18.1%増、2015年に同10.1%増、2016年1～5月に前年同期比3.9%増と、減速に歯止めがかかっていない。とりわけ、民間鉄鉱石採掘業では同▲32.7%、石炭採掘業▲27.4%、鉄道車両・船舶・航空機製造業▲3.4%と大幅に落ち込んでいる。投資の伸び鈍化は構造調整にさらされる第2次産業のみならず第3次産業にも及んでいる。これは、これまでの金融緩和や新規産業振興策が、投資マインドの改善に繋がっていないことを示唆している。

こうしたなか、国有企業の倒産が発生したほか、大手民間企業でも中途採用の凍結や新卒採用の大幅縮小がみられるなど、雇用調整の動きが拡大している。2016年1～3月期の求人数は前年同期比▲4.5%と、5四半期連続で前年比マイナスとなっている。地域別にみると、東部の求人数は同▲0.5%と小幅な減少にとどまったものの、中部は同▲5.9%、西部は同▲11.3%と、より厳しい状況にある。北京や上海などの東部の大都市では、証券業や不動産業の活性化などを背景に、一定の経済成長を維持しているものの、多くの中西部の都市や東部の東北地域では、鉱業や重工業の不振を受け、景気減速が深刻になっている。

こうした雇用情勢の悪化はこれまで堅調であった個人消費の増勢鈍化を招いており、CPIで実質化した小売売上高の伸び率は2015年の前年比9.3%増から2016年1～5月の同8.1%増へ低下した。内訳をみると、住宅販売の持ち直しに伴い、家具や家電は堅調である一方、スマートフォンなどの通信機械や衣料品の増勢が鈍化している。

(2) 公共投資が景気・雇用を下支え

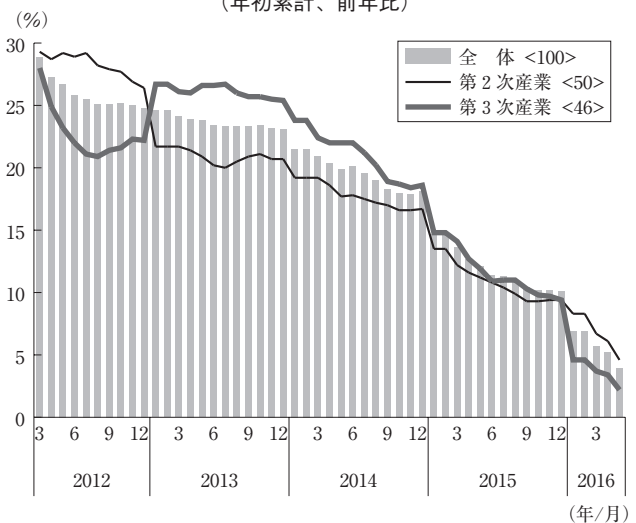
先行きを展望すると、過剰債務・過剰設備が重石となるなか、民間企業はバランスシート調整を余儀なくされ、その結果、民間投資は一段とスローダウンするリスクがある（図表13）。

中国では、非金融企業の債務残高が対GDP比で1.6倍とバブル期の日本を上回るなど、企業の債務拡大は限界に達しつつある。このため、金融緩和では民間投資を喚起できず、企業の資金需要は減退している。

こうしたなか、失業者数の急増を伴うハードランディングの回避に向け、政府は公共投資の拡大など高水準の財政支出を維持することに加え、政策金融を強化する方針を示している。

具体的には、2014年4月に中国人民銀行が国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行向けに新設した資産担保を条件とした長期低利資金貸出制度であるPSL (Pledged Supplementary Lending) の残

(図表13) 民間固定資産投資
(年初累計、前年比)



(資料) 国家統計局「民間固定資産投資」

(注1) 名目GDPの約28%は民間固定資産投資。

(注2) 業種別の民間固定資産投資の統計開始が2012年3月。

(注3) < >内は2015年のシェア。

高が、2016年3月末に1兆3,948億元に急増している。また、2015年8月には国家開発銀行、中国農業発展銀行が中国郵政貯蓄銀行を引受先とするインフラ向け金融債（私募債）を発行し、計3,000億元を調達した。

上記の合計額である1.7兆元はGDPの2.5%に相当するが、その一部は实体经济に回り始めており、2016年1～5月の国有企業（含む政府機関）の固定資産投資は前年同期比23.3%増に急加速している（図表14）。これにより医療や教育など先行き需要が大きく拡大すると見込まれる分野の社会インフラ整備が進展するとみられる。

加えて、鉄道や道路を中心としたインフラ投資や不動産開発投資にも持ち直しの動きがみられる。このうち、住宅在庫が依然として高い水準であることを踏まえれば、不動産開発投資が加速を続ける可能性は低いものの、発展改革委員会が2015年に前年対比1.6倍にあたる2.5兆元にのぼる交通や農業水利、エネルギー分野の投資インフラプロジェクトを承認していることから、先行き当該分野の投資が加速すると期待される。

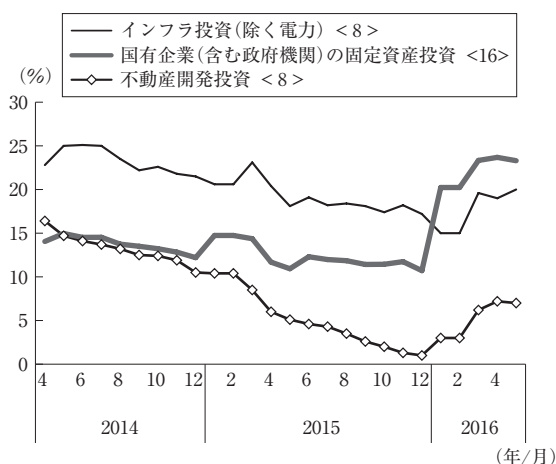
このように、国有企業や政府機関の固定資産投資が高い伸びを維持し、インフラ投資が加速するなか、2016年の経済成長率は+6.6%、2017年は+6.5%と小幅な低下にとどまると見込まれる。

(3) 大きく下振れるリスクも

ただし、過剰債務を抱えるなかでの景気減速により、企業の資金繰りが急激に悪化しており、それに伴い不良債権も急増している。中国銀行業監督管理委員会によると、2015年末の商業銀行の不良債権残高は1兆2,744億元（約25兆円）と前年末対比51.2%増加し、不良債権比率は1.7%となっている。2016年3月末には、1.8%に上昇している（図表15）。

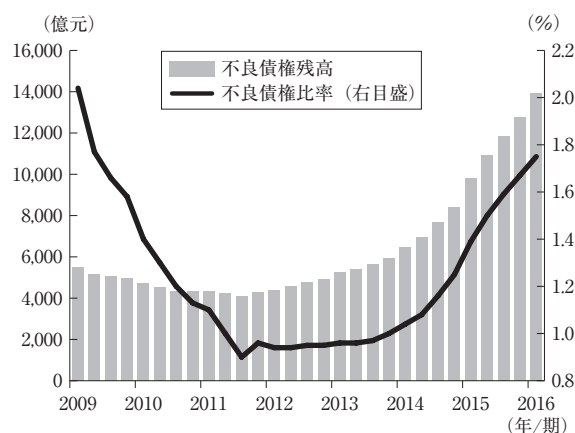
もっとも、実際の不良債権比率はさらに高く、8.1%や30%という見方もある。2016年2月15日付のブルームバーグニュースによると、大手投資銀行の中国CICCの毛軍華アナリストは、中国の実際の不良債権比率は米有力ヘッジファンドであ

(図表14) 公共投資と不動産開発投資
(年初累計、前年比)



(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」「全国房地產開発投資和銷售情況」
 (注1) 名目GDPの約16%は国有企業の固定資産投資。
 (注2) 国家統計局は2014年4月からインフラ投資（除く電力）のデータ発表を開始。名目GDPの約8%はインフラ投資。
 (注3) 名目GDPの約8%は不動産開発投資。

(図表15) 不良債権残高と不良債権比率



(資料) 銀行業監督管理委員会「銀行業監督統計指標季度情況表」
 (注) 直近値は2016年3月末の値。

るヘイマン・キャピタル・マネジメント創業者のカイル・バス氏が言う28~30%ほど高くはなく、約8.1%が妥当と主張している。どのような推計で8.1%あるいは30%という数値が導かれているか明確ではないものの、公式統計は不良債権の実態を表していないと、中国内外で指摘されている。

そこで、中国の金融システムの安定性をみるために、中国銀行業監督管理委員会やIMFがウォッチする「潜在不良債権比率」（中国語：**隐含不良贷款率**、英語：Implied Non-Performing Loans Ratio）を試算した。

具体的には、2015年の借入金および支払利息のある上場非金融企業2,327社の借入金合計をまず調べ、次に安全な企業と「潜在的に危険な企業」に仕分けする。その際、1年間の広義の営業キャッシュフローであるEBITDA（利払い・税引前・償却前利益）で、同年の支払利息を賄えない企業を潜在的に危険な企業とみなす。続いて、潜在的に危険な企業の借入金を「潜在的に危険な借入金」としたうえで、潜在的に危険な借入金の借入金総額に対する比率を「潜在不良債権比率」と定義した。

結果をみると、2015年末の潜在不良債権比率は8.6%の高水準となった（図表16）。鉄鋼や造船などの重工業セクターのみならず、軽工業の紡績業や非製造業の卸小売業などにおいても、同比率が10%を大きく上回っており、銀行貸し付けが回収困難となるリスクが大きいと判断できる。

（図表16）2015年末の潜在的に危険な借入金の比率（潜在不良債権比率）

業種	企業数 (社)	借入金 (百万元)	潜在的に危険な 企業数 (社)	潜在的に危険な 借入金 (百万元)	潜在的に危険な 借入金の比率 (%)
製造業	1,492	2,606,447	153	491,798	18.9
鉄金属加工	30	421,106	15	217,854	51.7
鉄道車両・船舶・航空機	31	155,485	5	69,691	44.8
石油加工・コークス製造	19	42,009	8	15,398	36.7
はん用機械	89	72,843	13	21,748	29.9
非鉄金属	55	253,173	14	73,837	29.2
紡績	35	37,540	7	10,108	26.9
自動車	80	120,472	6	2,415	2.0
電気機械	151	129,791	5	1,195	0.9
その他製造業	1,002	1,374,029	80	79,553	5.8
非製造業	835	5,943,467	70	244,898	4.1
卸小売業	130	328,494	12	56,326	17.1
採掘業	69	1,075,816	14	76,224	7.1
不動産業	121	1,376,368	17	61,218	4.4
娯楽・教育	32	15,320	1	50	0.3
電力・ガス・水道	88	1,204,206	2	3,913	0.3
その他非製造業	395	1,943,263	24	47,166	2.4
合計	2,327	8,549,914	223	736,696	8.6

（資料）各社の2015年年報、Windを基に日本総合研究所作成

（注1）上場企業2,850社のうち借入金かつ支払利息のある非金融企業2,327社の財務データを集計。

（注2）潜在的に危険な企業とは、2015年のEBITDA（利払い・税引き・償却前利益）が同年の支払利息を下回る企業。

（注3）潜在的に危険な借入金とは、潜在的に危険な企業の借入金。

（注4）EBITDA = 利潤総額 + 支払利息（財務費用）+ 資産化済み支払利息 + 有形資産の減価償却費 + 無形資産の減価償却費 + 長期前払費用の減価償却費。

（注5）支払利息 = 支払利息（財務費用）+ 資産化済み支払利息。

（注6）借入金 = 短期借入金 + 1年内返済予定の長期借入金 + 長期借入金。

政府の公式統計では、2015年末の商業銀行の不良債権比率は1.7%にとどまるものの、キャッシュフロー分析に基づく融資審査を行えば、金融機関の資産価値は大きく目減りし、経営危機に陥る金融機関

が出てくる可能性もあるといえよう。

実際、わが国の農協にあたる農村信用社のなかには債務超過に陥るところも出てきている。また、ここ1年で複数の農村信用社や中国郵政貯蓄銀行の支店で取り付け騒ぎが発生している。このように、中国で金融システミックリスクが高まっていることには警戒が必要といえよう。

副主任研究員 関 辰一

(2016. 6. 23)

3. インド

(1) 景気は民間消費をけん引役に好調

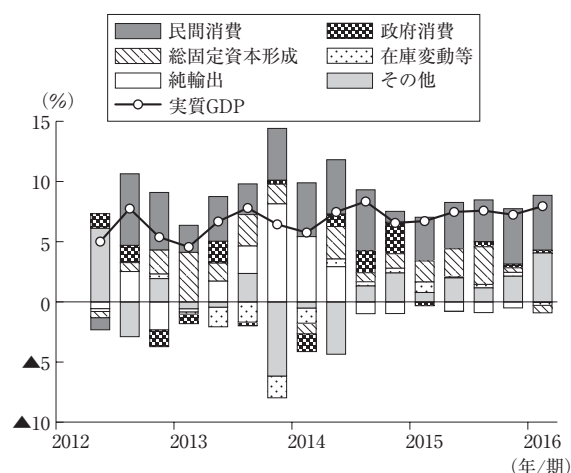
インド経済は高成長が続いている。2016年1～3月期の実質GDP成長率は、前年同期比（以下同じ）+7.9%と、2015年10～12月期（+7.2%）から大幅に上昇し、4四半期連続で7%台となった（図表17）。

需要項目別にみると、世界経済の回復の遅れを受けて輸出が5四半期連続で減少したほか、設備稼働率の低迷を受けて総固定資本形成もマイナスに転じたものの、物価の低水準での安定や政策金利の引き下げを背景に自動車販売などの民間消費が底堅く推移し、成長をけん引している。

消費を取り巻く環境は、足元でも良好である。5月の消費者物価上昇率は前年同月比（以下同じ）+5.8%と、原油価格の低迷長期化や食品価格の安定を背景に2014年半ば以降低水準での推移が続いており、実質購買力の上昇をもたらしている（図表18）。また、物価上昇への懸念が後退したことを受けて、インド準備銀行は2015年1月以降5度にわたる政策金利の引き下げを実施しており、これも民間消費の底上げにつながっている。実際、乗用車販売台数は2015年7月以降、11カ月連続で前年比増加となっている（図表19）。ただし、農村部では、昨年の干ばつにより所得が伸び悩んでいるほか、都市部と比較して物価上昇率が高いことから、消費の回復ペースは緩慢にとどまっている。

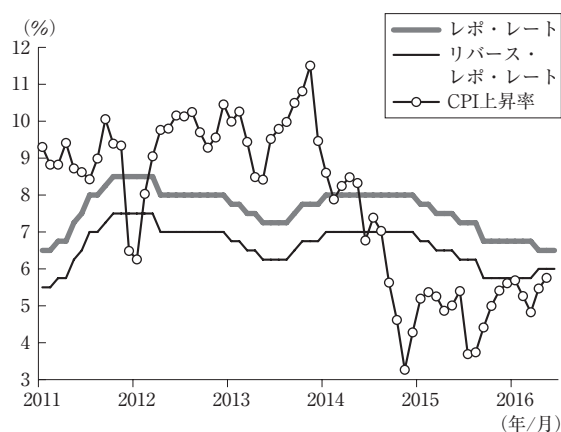
好調な個人消費に対し、企業の生産は力強さを

(図表17) 実質GDP成長率（前年比）と需要項目別寄与度



(資料) 統計計画履行省
(注) その他は統計上の不突合など。

(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

欠く状況となっている。国内販売が好調な自動車など一部の企業では増産の動きがみられるものの、4月の製造業生産が▲2.3%となるなど、総じてみれば一進一退が続いている。設備稼働率が2015年の平均で72.2%と低調にとどまるなか、設備投資の先行指標となる資本財生産は2016年1～3月期に前年同期比▲15.5%となっており、当面、投資の伸びは期待しにくい状況にある。

なお、2015年度（2015年4月～2016年3月）の実質GDP成長率は前年比+7.6%となり、現行基準で公表されている2012年度以降、徐々に上昇している。年度全体で輸出は大幅に減少したものの、民間消費や上半期に好調であった総固定資本形成などの内需が主導し、2015年度の成長率は中国を上回った。

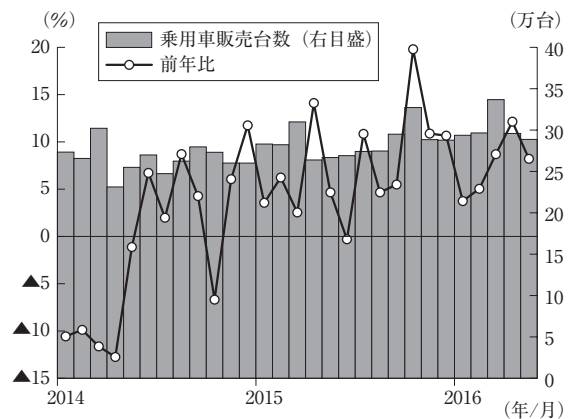
(2) 今後も高成長が持続する見通し

実質GDP成長率は2016年度が+7.6%、2017年度が+7.7%と7%台後半の高水準を維持する見通しである。世界的に景気回復ペースが鈍化するなか、相対的に外需の影響を受けにくいインド経済は、民間消費をけん引役として底堅い成長を続ける見込みである。もっとも、①民間企業の投資弱含み、②金融機関の不良債権比率の上昇、③モディ政権の改革の進展見込みが不透明であることなどから、大幅な加速は期待しにくいといえよう。

2016年度以降も、民間消費は堅調に推移することが予想される。背景の一つが、インフレ率の安定である。原油価格は2016年2月に底を打ったものの、上昇ペースは緩やかにとどまっている。また、インド気象局によると、今年度のモンスーン期（6～9月の雨期）の雨量は例年を上回る見通しとなっており、不作による農作物の価格の高騰も回避される見込みである（図表20）。また、所得の増加もプラスに寄与しよう。モンスーン期の雨量増加に伴い、2014年、2015年と2年連続で干ばつの影響を受けて減少していた農村部の所得は回復が期待される。第7次給与委員会の勧告に基づく公務員給与の引き上げも消費拡大を下支えするだろう。

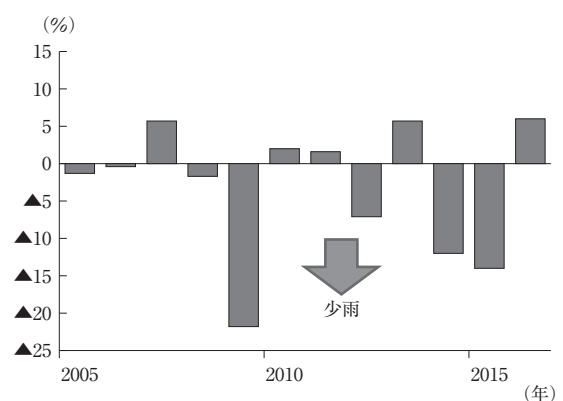
他方、総固定資本形成は、2016年度予算案に示されたインフラ整備やエネルギー関連分野への公共投資の積み増しや、自動車産業における新規工場建設などの設備投資の増加に伴い、徐々に持ち直しに転

(図表19) 乗用車販売台数



(資料) インド自動車工業会

(図表20) モンスーン期の降雨量（前年比、%）



(資料) インド気象庁

(注) モンスーン期は6～9月。2016年は予報（2016年6月時点）。

じる見通しである。海外からの直接投資額も、モディ政権が発足した2014年以降増加している。段階的な外資規制緩和などを主因に、2015年は前年比+37.7%と2014年(+29.6%)を上回る伸びとなった(図表21)。中長期的な成長期待の下、直接投資は今後も増勢が持続しよう。

ただし、2015年度半ば以降、国内の民間企業投資は全体的にみれば伸び悩んでいる。度重なる政策金利の引き下げにもかかわらず、企業は債務の拡大によるバランスシートの悪化や稼働率の低迷を受けて、投資に対する慎重な姿勢を崩していない。加えて、公営銀行を中心不良債権比率が上昇しており、健全性低下による貸出態度の一層の厳格化も懸念される。これらの要因を踏まえば、総固定資本形成は一定の伸びを維持するものの、急速な拡大は見込みにくいといえよう。

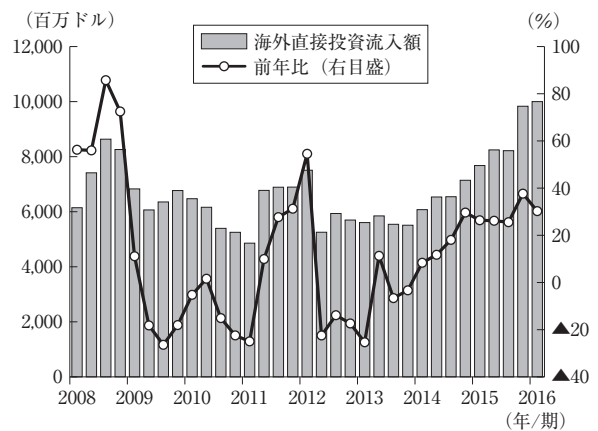
なお、輸出は先進国景気が徐々に持ち直すことで底を打つ見込みであるが、輸出産業が発展途上であり、2015年度のGDPに占める割合が依然2割にとどまっていることから、景気の押し上げ効果は限定的となろう。

金融政策に関してみると、民間企業の投資不振など内需に不安要因がある状況下、インド準備銀行は現在の緩和的なスタンスを維持すると予想される。足元の物価水準の安定に加え、2016年度予算案で財政再建路線が維持されたことも背景となる。政府は農業向けなどのインフラ整備の予算を大幅に積み増したほか、エネルギー関連支出も増加させる一方で、財政赤字の対GDP比を3.5%に縮小させる前年度計画を不変とした(図表22)。

今後のリスク要因についてみると、マクロ経済の安定に大きく貢献してきたインド準備銀行のラジャン総裁が任期満了に伴い9月に退任することが決定したため、一時ルピー安が加速した。他のアジア諸国と比較して高成長を続けていることや中長期的な成長期待から過度なルピー安は回避されると見込まれるものの、今後、金融政策運営への不安などにより資金流入が減少し、景気の下振れ要因となる可能性には留意が必要である。

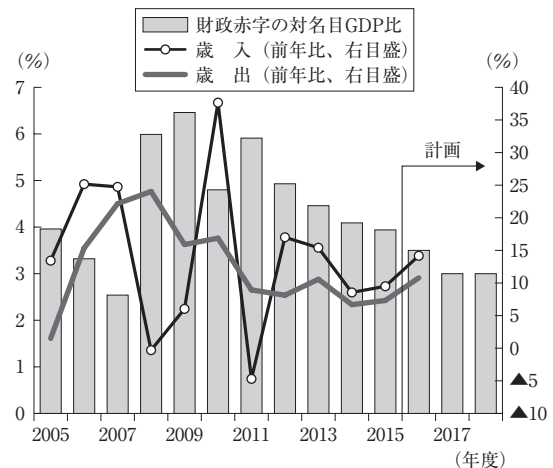
一方、一時低下が危惧されていたモディ政権の求心力は回復しつつある。昨年11月のビハール州議会選挙では敗れたものの、2016年4～5月にかけて行われた5州の州議会選挙ではインフラ整備の姿勢への評価によりアッサム州で過半数を獲得したほか、これまで議席がなかった州でも1～3議席を確保し

(図表21) 海外直接投資流入額(後方4四半期平均)



(資料) 産業政策推進局

(図表22) 中央政府の財政収支状況



(資料) 統計局、インド財務省

た。また、5月には重要改革に位置付けられていた企業の破産手続きを簡略化する改正破産法も国会を通過し、これまで停滞していた改革の前進が見られ始めている。今後、構造改革の本格的な進展が期待される。

研究員 松田 健太郎

(2016. 6. 24)