

アジア経済見通し

—回復基調が続くも、力強さに欠ける—

調査部 環太平洋戦略研究センター

目 次

1. 2009年の回顧

- (1) 景気は急減速から回復過程へ
- (2) 対中輸出がアジア諸国の景気回復を牽引

2. 2010年の展望

- (1) 回復基調が続くものの、勢いを欠く2010年
- (2) 今後のリスク要因

3. 中国経済

- (1) 景気の状態
- (2) 2010年に想定される経済運営
- (3) 2010年の中国経済

4. インド経済

- (1) 2009年度の実質GDP成長率は6.2%の見込み
- (2) 2010年度の実質GDP成長率は7.4%を予測
- (3) 景気回復に対するリスク要因

世界経済後退の影響により、アジア諸国では2008年秋口以降輸出が急減し、景気の悪化が進んだが、2009年半ば以降回復傾向を強めている。中国では内需の拡大により、7～9月期に前年同期比8.9%となった。

2010年のアジア経済は、各国で引き続き景気を重視した政策が実施されることや新興国で安定的な需要拡大が期待されること（中国以外の国では対中輸出の増加）などを背景にプラス成長に転じるものの、景気対策効果の減退や先進国の景気低迷（2010年の成長率は米国が0.6%、EUが0.2%になると前提）などが予想されるため、総じて勢いを欠くものとなろう。中国は内需拡大に支えられて9%の成長が期待される。

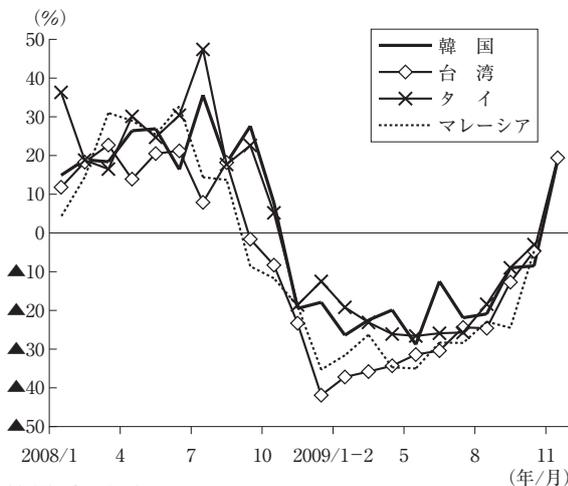
以下では、第1章でアジア経済全体の現状と展望を行い、第2章で中国経済、第3章でインド経済についてやや詳しく検討する。

1. 2009年の回顧

(1) 景気は急減速から回復過程へ

アジアでは世界経済後退の影響を受けて輸出が2008年秋口以降急減したため（図表1）、

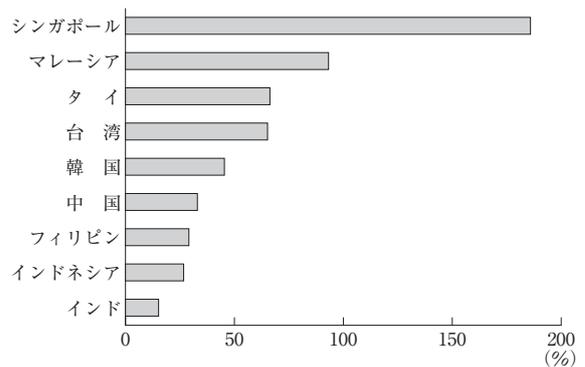
(図表1) アジア主要国の輸出（前年同月比）



(資料) 各国統計
(注) 旧正月の影響を除くため2009年1月と2月は合計（前年同期比）。

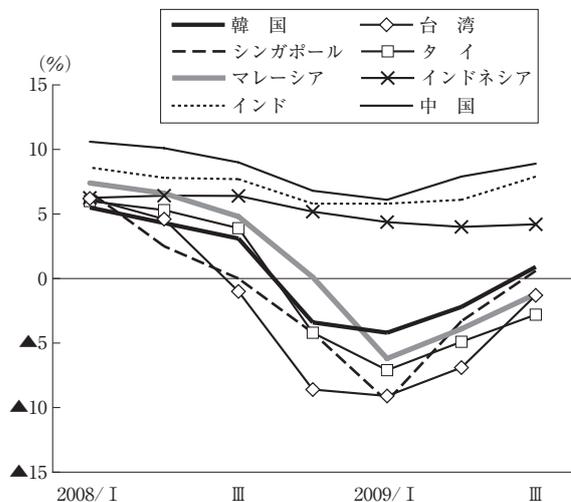
輸出依存度の高いNIEsやマレーシア、タイなどでは（図表2）、景気が著しく減速した。2009年1～3月期の実質GDP成長率（前年同期比、以下同じ）は台湾▲10.1%、シンガポール▲9.5%、香港▲7.8%、タイ▲7.1%、マレーシア▲6.2%、韓国▲4.2%となった（図表3）。台湾では輸出の急減に伴い固定資本形成が大幅に落ち込み、失業率が2008年9月の4.3%から2009年3月に5.8%へ急上昇した。また、マレーシアやタイなどでは一次産品価格の下落により農村部の消費が落ち込んだほか、とりわけタ

(図表2) 輸出依存度（輸出/GDP）



(資料) 各国統計
(注) 輸出は通関ベースのドル建て、GDPは名目GDP、ともに2008年。

(図表3) 各国の実質GDP成長率（前年同期比）



(資料) 各国統計

イでは不安定な政治情勢が続いた影響が重なり、消費が冷え込んだ。

その後、内外需が徐々に持ち直したことにより、7～9月期のシンガポールと韓国（速報値）の成長率がそれぞれ0.6%、0.9%とプラスに転じたほか、台湾やタイ、マレーシアでも4～6月期よりもマイナス幅が縮小するなど、景気の回復傾向が強まっている。

回復の要因としては、各国で金利が相次いで引き下げられたこと、公共投資の拡大や消費刺激策、農村対策、セーフティネットの拡充など積極的な財政政策が実施されたことのほか、中国の内需振興策を受けて、対中輸出が急回復してきたことなどが指摘できる。

他方、インドネシア、ベトナム、インド、中国などでは減速したものの、内需が底堅く推移したため（図表4）、景気的大幅な減速を回避することができた。インドネシアでは2009年入り後も内需が安定的に伸びたため、4%台の成長が続いた（7～9月期は4.2%）。物価の安定と最低賃金の引き上げ、大統領選挙に関連した特需が消費の拡大につながった。ベトナムでは2005年から3年連続で8%台の高成長が続いたが、景気の過熱に伴い貿易収支の悪化と2桁のインフレが生じたため、政府が引き締め政策を本格化した。これにより景気が著しく減速し、実質GDP成長率は2009年1～3月期に3.1%へ

低下したが、その後インフレの抑制と最低賃金引き上げ効果などにより消費が拡大し、4～6月期4.5%、7～9月期5.8%と回復している。

インドでは輸出依存度が15.2%（2008年）と低いため海外経済の影響を受けにくいというえ、民間消費と総固定資本形成がプラス成長を維持したことで輸入が大幅に減少したことにより、7～9月期の実質GDP成長率が4～6月期の6.1%を上回る7.9%となった。総固定資本形成の増加には、インフラプロジェクトの進展が寄与している。

同国では電力不足や港湾、道路などの物流インフラの未整備が持続的成長を遂げるうえでの足枷となっている。インドのインフラ整備に対する評価をみると、NIEsやタイ、マレーシアと比較してかなり低い。空港と鉄道は相対的に高い評価を受けているのに対して、港湾と道路に対する評価が低い（図表5）。例えば、ニューデリーとムンバイ間には高速道路がないため輸送に時間がかかるほか、ムンバイでは貨物輸送量が取扱能力を超えたためコンテナが山積みされるなどの問題が生じている。このため、幹線道路の建設、港湾能力（とくにコンテナターミナル）の拡充、各港湾と主要工業団地を結ぶ道路網の整備などが進められている。

また、消費が底堅く推移していることには、金利の低下に加えて、政府による①貧困対策

（図表4）各国の民間消費と固定資本形成の伸び（前年同期比）

(%)

	2009年1～3月期		4～6月期		7～9月期	
	民間消費	固定資本形成	民間消費	固定資本形成	民間消費	固定資本形成
韓国	▲4.4	▲8.1	▲0.8	▲2.7	0.8	▲0.8
台湾	▲2.0	▲29.4	▲0.6	▲21.4	2.2	▲6.2
タイ	▲2.5	▲15.9	▲2.2	▲10.2	▲1.3	▲6.3
マレーシア	▲0.7	▲10.8	0.5	▲9.6	1.5	▲7.9
インドネシア	6.0	3.4	4.8	2.7	4.7	4.0
フィリピン	0.8	▲16.5	2.2	▲9.8	4.0	▲11.3
インド	2.7	6.4	1.6	4.2	5.6	7.3

（資料）各国統計

（注）フィリピンは資本形成、中国は需要項目のデータなし。

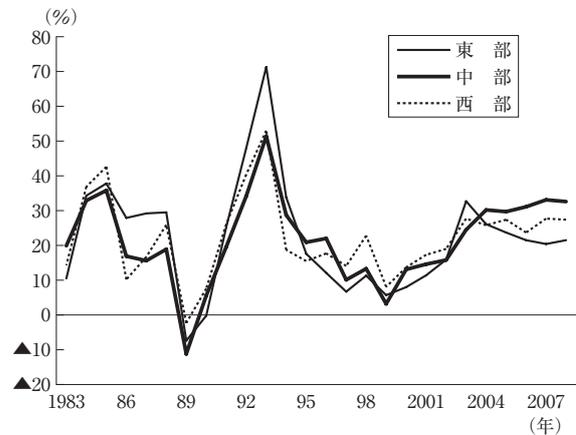
成長の確保に向けて、インフラ投資の拡大や消費の刺激が積極的に図られた（詳細は「中国」参照）。消費刺激策として実施されたものには減税、家電製品購入額の13%を補助する「家電下郷（家電を農村に）」プロジェクト（対象品目・地域は徐々に拡大）、自動車とバイクの購入支援（3月1日の購入分より）などがある。

積極的な内需振興策が功を奏し、成長率が4～6月期7.9%、7～9月期8.9%へ上昇したように、景気は急回復を遂げた（1～9月期は前年同期比7.7%）。内需の成長への寄与度が2008年の8.2%（最終消費4.1%、総資本形成4.1%）から2009年1～9月期は11.3%（最終消費4.0%、総資本形成7.3%）へ上昇し、外需の落ち込み（▲3.6%）をカバーした。

世界経済後退の影響を受けて輸出産業の集積する華南（広東省、福建省）や華東（上海市、江蘇省、浙江省）地域の経済は大幅に減速したが、沿海部でも天津市や遼寧省、内陸部では多くの省が10%を超える成長を続けたのは注目される。中国全体の成長に対する各地域の寄与率を試算すると、華南+華東が2007年の36.7%から2009年（1～9月期）に30.5%へ低下し、それ以外が63.3%から69.5%へ上昇した。

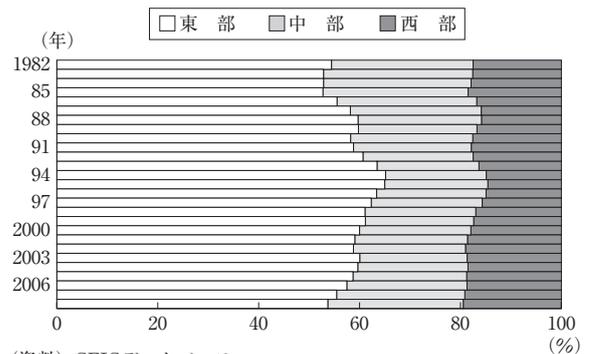
内需主導の成長へシフトするなかで、内陸部のプレゼンスが増した。しかも、この傾向は長期的にも確認できる。1979年から2008年の省級行政区の域内総生産額をもとに、東部、中部、西部のシェアを算出すると、東部のシェアは2006年の59.7%をピークに低下し2008年に58.4%となった一方、内陸部のシェアが上昇した。内陸部の固定資産投資の伸びが東部を上回り始めたことによる（図表9）。固定資産投資総額に占める東部のシェアはピークとなる94年の65.2%から2008年には53.7%へ低下し、内陸部のシェアは34.8%から46.3%へ上昇した（図表

（図表9）中国の地域別の固定資産投資対前年伸び率



（資料）CEICデータベース

（図表10）中国の固定資産投資の地域別構成比



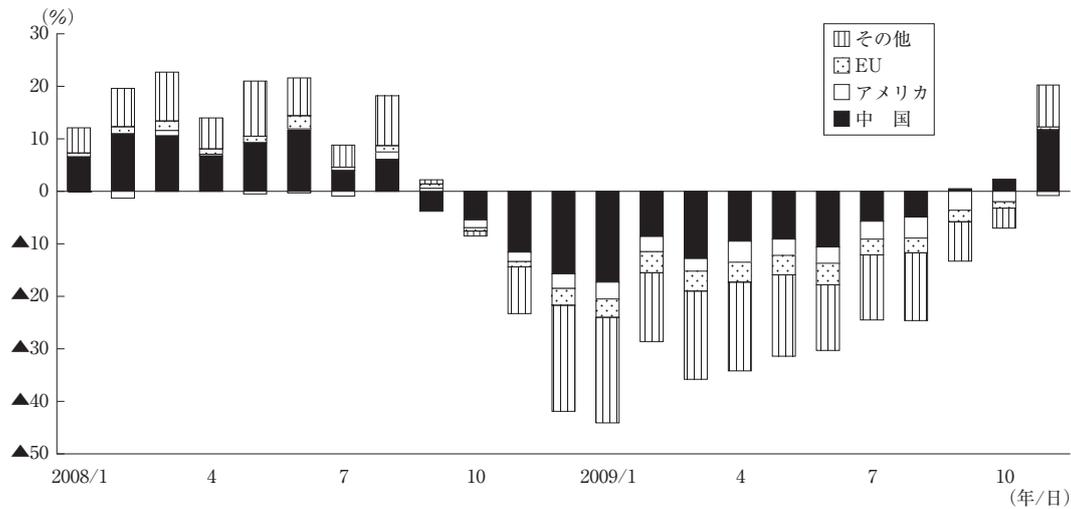
（資料）CEICデータベース

10)。この要因として、①東部では投資が一定水準に達したため新規投資が伸び悩んだこと、②投資過熱の抑制を目的に実施された投資抑制策の影響が東部に集中的に表われたこと、③生産コストの上昇した東部から内陸部への生産シフトが進んだこと、④内陸部の地域開発が本格化し始めたこと、⑤最近の景気刺激策が農村や内陸部で重点的に実施されていることなどが指摘できる。

(2) 対中輸出がアジア諸国の景気回復を牽引

今回の景気回復過程で特徴的なことは、中国の内需拡大が中国の成長を支えただけではなく、アジア諸国の輸出を誘発してその景気回復に寄

(図表11) 台湾における輸出の地域別増加寄与度



(資料) 經濟部貿易統計データベース

与していることである。

90年代以降中国が高成長を遂げるなかで、アジア各国の対中輸出が急増するとともにアジア域内貿易が拡大してきた。域内貿易が拡大した要因の一つは、日本、韓国、台湾からの生産シフトにより中国が「世界の工場」としての役割を強め、日本やNIEsからは中国国内で調達できない原材料、部品、機械設備などの生産財、ASEAN諸国からは天然ゴム、パームオイルなどの一次産品や電子部品、半導体の輸入が増加したことである。「最終組み立て工程」を中国が担い、他の工程をアジア諸国が担う国際的な分業関係が形成された。もう一つの要因は、中国国内における最終財に対する需要の拡大である。所得水準の上昇を背景に国内の消費市場が拡大しており、これが各国の対中輸出の増加につながっている。

このように、アジア諸国の対中輸出は、①中国の世界市場向け生産から派生する需要、②中国国内における最終需要からなり、近年まで前者の割合が高かったと推測される。実際、アジア諸国の対中輸出は中国の工業生産と輸出が減速したのに伴い急減した。その後、中国政府に

よる消費刺激策の本格化に伴い「市場としての役割」が強まり、各国の対中輸出が前年比プラスに転じている。

台湾を例にとると、2008年秋口から対中輸出が大幅に減少した影響により輸出が落ち込んだが、2009年半ばから液晶パネルや半導体などのIT関連機器を中心に急回復している(図表11)。

韓国と台湾ではすでに中国が最大の輸出相手国になっているが、マレーシアでも2009年に中国が最大の輸出相手国になる見込みである。

2. 2010年の展望

(1) 回復基調が続くものの、勢いを欠く2010年

前述したように、アジア各国では内外の景気対策に支えられて、2009年半ば以降回復傾向を強めている。2010年のアジア経済は、各国で引き続き景気を重視した政策(景気対策の規模は2009年を下回る)が実施されることや新興国では安定的な需要拡大が期待されること(中国以外の国では対中輸出の増加)などを背景に成長が続くものの、景気対策効果の減退や先進国の景気低迷(2010年の成長率はアメリカが0.6%、EUが0.2%になると前提)などが予想されるた

(図表12) 各国の成長率の実績と予測 (%)

	2006	2007	2008	2009 (予測)	2010 (予測)
韓国	5.1	5.0	2.2	0.3	4.0
台湾	5.4	6.0	0.7	▲2.6	3.8
香港	7.0	6.4	2.4	▲2.3	2.1
タイ	5.2	4.9	2.6	▲3.0	3.2
マレーシア	5.8	6.2	4.6	▲2.4	3.6
インドネシア	5.5	6.3	6.1	4.3	5.3
フィリピン	5.3	7.1	3.8	1.5	3.4
ベトナム	8.2	8.5	6.2	5.2	6.2
インド	9.6	9.0	6.7	6.5	7.4
中国	11.6	13.0	9.0	8.1	9.0

(資料) 各国統計

(注) インドは年度、予測は日本総合研究所によるもの。

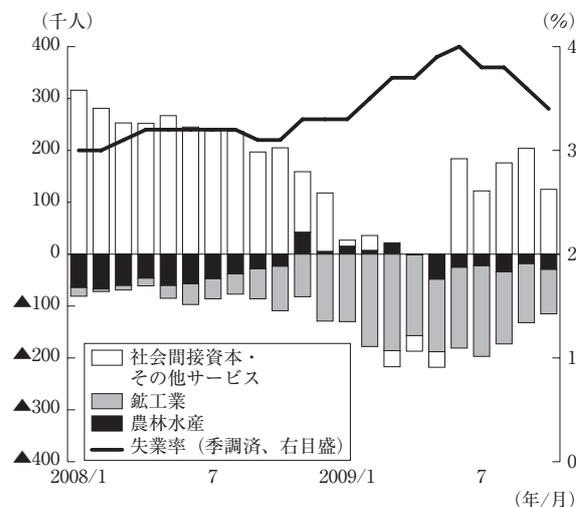
め、総じて勢いを欠くものとなろう。以下に述べるように（NIEsとASEAN各国の詳細は、日本総合研究所『アジアマンスリー』12月号を参照）、中国（9.0%）、インド（7.4%）、ベトナム（6.2%）を除けば、2～5%台の成長になるものと予想される（図表12）。

a. NIEs

NIEsでは、韓国と台湾がそれぞれ4.0%、3.8%の成長になるものと予想される。輸出が本格的な回復にいたらないため設備投資の回復が限定的となるほか、2010年予算の伸びが前年よりも抑制される見込みであるため、総固定資本形成の伸びは小幅となろう。また、韓国では今後ウォン安の是正が一段と進む（年平均で1ドル＝1,100ウォンを想定）可能性が高いため、ウォン安効果（輸出数量の増加やウォン換算の売上増加）も期待できなくなる。

消費に関しては、2009年に導入された自動車買い換え減税（2009年末で終了予定）により押し上げられた分の反動が表れるほか、次に指摘する所得・雇用環境の改善の遅れがネックとなり、2～3%の伸びにとどまる公算が大きい。韓国では景気の急回復により失業率が低下（10月現在、季調済で3.4%）し始めたが（図表13）、

(図表13) 韓国の雇用関連指標



(資料) 統計庁、Korea Statistical Information Service

(注) 就業者数は前年同月比。

①増加しているのは社会間接資本・その他サービス部門のみで、その多くが臨時雇用であること、②レイオフを回避する目的でワークシェアリングが実施されてきたこと、③家計の「非消費支出」（社会保険、税金、利払いなど）の負担が増大していることなどが、消費の抑制要因として作用する。台湾では景気後退により失業率が大幅に上昇して、2009年10月現在、6.04%（季調済）である。失業率は輸出の回復に伴い今後低下していくものと予想されるが、危機前の水準に戻るにはまだ多くの時間を要するうえ、2009年に前年比大幅減になった所得の回復も遅れるものと考えられる。

香港では他国よりも輸出の回復が遅れていることに加え、資産効果により2009年半ば以降回復傾向を強めた（7～9月期は前年同期比でプラス）個人消費が2010年に減速していくことなどにより、2.1%の成長となろう。

b. ASEAN、インド、中国

タイ、マレーシアではそれぞれ3.2%、3.6%の成長になるものと予想される。輸出の緩やか

な回復が期待されることに加えて、民間消費がマレーシアでは2009年4～6月期より前年同期比プラスに転じ、タイでも回復傾向にあること、またタイでは「タイ強化戦略」（2010年に5,000億バツ強のプロジェクトが実施される計画）、マレーシアではインフラ整備を含む600億リンギの経済対策などが実施されることなど、内需も底堅く推移していくことが成長の要因となろう。

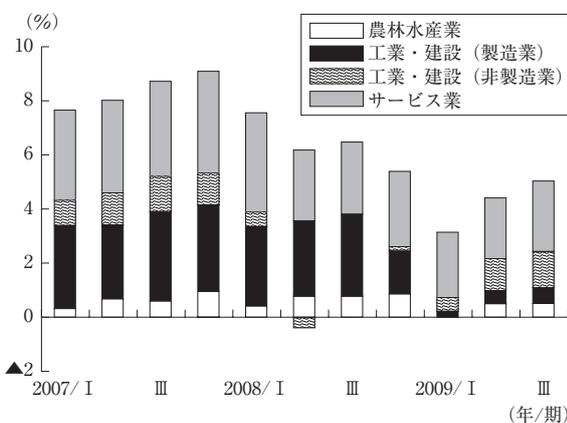
フィリピンでは個人消費の安定的な拡大と財政支出の拡大などに支えられて3.4%の成長となるであろう。インドネシアでも個人消費が引き続き堅調に推移すること、投資の回復が見込めること、引き続き景気刺激策が継続されることなどにより、前年を上回る5.3%となる見通しである。ベトナムでは2009年に入って以降、個人消費が回復してきたため、サービス産業が成長を牽引している（図表14）。2010年も金融緩和と景気刺激策が継続されるため、内需が安定的に拡大し、6.2%の成長率になるものと予想される。

インドでは、インフラ関連投資が増加することや一連の財政刺激策（公務員給与の引き上げ、農民の債務免除、付加価値税の税率引き下げな

ど）の効果が引き続き見込めることなどから内需の伸びが高まる上、輸出も前年比10%程度の伸びが期待されるため、2010年度の成長率は7.4%になるものと予想される。降雨量減少による農業の不振が農村部の所得・消費にマイナスの影響をもたらすことが懸念されるが、これは農村部に対する政府の多様な支援策によって相当程度相殺されると考えられる。

中国では足元で成長が加速する一方、金融緩和策に伴う過剰流動性やインフレなどが懸念されつつあるため、胡錦濤政権の経済政策スタンスは2009年の成長最優先から、景気回復を持続させつつも、過熱の事前防止にも注力する方針へと移行するものと想定される。現在推進されている景気対策のうち、2010年分の投資プロジェクトが予定通り執行されるほか、金融政策では引き続き緩和政策が維持されるであろう。ただし、インフレ期待の抑制を目的に1回程度の基準金利の引き上げと為替政策における小幅な元高容認などが考えられる。こうした景気刺激策の継続により、内需の順調な拡大が続くこと、輸出もアジアを含む新興国などを中心に前年水準を上回ることにより、2010年は9.0%成長となる見通しである。

（図表14）ベトナムの実質GDP成長率（前年同期比）と産業別成長寄与度



（資料）CEICデータベース

（2）今後のリスク要因

今後のリスク要因としては、第1に、原油価格が再び上昇していることである。最近、アジア諸国の一部で、①金融緩和の長期化により不動産価格の高騰、②食料高騰によるインフレ懸念の台頭などを理由に流動性を抑制する動きがみられる。このため原油価格が一段と上昇すれば、インフレ期待の抑制を目的に、政策金利が引き上げられる可能性がある。

世界的に景気の低迷が続くため原油価格の大幅な上昇には至らない（アジア通貨高が輸入イ

ンフレを一定程度抑制)と思われるが、原油価格が高騰すれば、経常収支の悪化、インフレ、金利上昇などの負の連鎖が生じることになりかねない。また、韓国では近年住宅ローンが増加した結果、家計の債務が膨らんでおり、金利の上昇は家計を圧迫させる。

第2は、財政赤字の拡大である。2009年の積極的な財政政策により、各国の財政収支の悪化は避けられない。とくにインドでは財政赤字が膨らんでおり(図表15)、2009年度の赤字額は対GDP比▲6.8%になることが見込まれる。財政赤字の拡大は長期金利の上昇を通じて民間需要を抑制することになる。各国政府は引き続き景気を重視した政策を継続しつつも、財政の健全性を確保する目的から2010年の予算の伸びを前年よりも抑える方針であるが、今後の景気動向如何では財政赤字が膨らむ可能性があるといえよう。

第3は、政治情勢不安定化のリスクである。この点では、タイの政治情勢を引き続き注視していく必要がある。現在もUDD(反独裁民主同盟)による反政府運動が続いており、2009年

9月にはタクシン元首相の恩赦を求めて300万人の署名を集めた。11月にはタクシン元首相がカンボジア政府の経済顧問に就任、プノンペン入りしたことに対しタイ政府が在プノンペン大使を召還し、両国の海域共同開発に関する合意を取り消したため、カンボジアとの関係が悪化している。また、フィリピンでは2010年に大統領選挙が実施される。大統領選挙は円滑に実施されると予想されるが、現在のところ有力な候補者がいないこと、またかつてポピュリズム(大衆迎合主義)の台頭により政治情勢が不安定化したことなどもあり、今後の動向に注意したい。

上席主任研究員 向山 英彦
(2009.12.8)

3. 中国経済

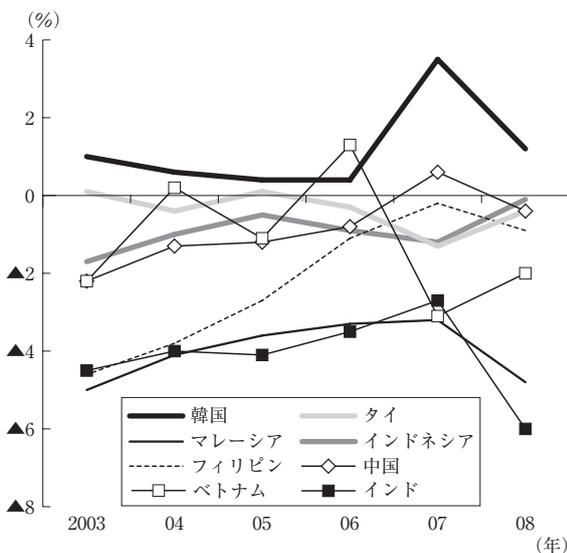
—景気対策で内需が押し上げられ、経済の回復基調続く

(1) 景気の現状

世界経済の急激な悪化を背景に、中国経済は2008年後半以降減速傾向を強めた。胡錦濤政権は、投資の過熱や資産価格の高騰を沈静化させる目的で実施してきた引き締め政策を転換し、成長確保を経済運営面での最優先課題として取り組むようになったものの、2009年入り直後は主要指標の低迷が続いた。一連の対策が奏功し始めた春頃から、景気は回復過程をたどっている。

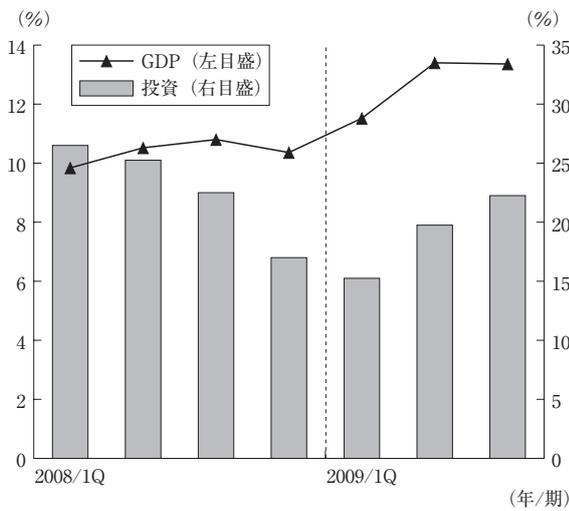
実質GDP成長率(前年同期比)は、2008年10~12月期に6.8%、2009年1~3月期には同6.1%まで低下したが、4~6月期は同7.9%と、8四半期ぶりに前期の成長率を上回った(図表16)。さらに、7~9月期は同8.9%と、回復の勢いが加速しているうえ、10~12月期について

(図表15) 各国の財政収支(対GDP)



(資料) ADB, Key Indicators 2009

(図表16) 実質GDP成長率、全社会固定資産投資



(資料) 国家統計局

(注) 四半期別名目投資は、年初からの累計で前年同期と比較。

も、投資および消費関連の刺激策による押し上げ効果や輸出の緩やかな持ち直しが予想されるため、通年の実質GDP成長率は8.1%となり、「8%前後」に設定された政府の成長目標を達成できる見込みである。

景気回復のけん引役は、投資である（1～9月期の7.7%成長の内、7.3%ポイントが投資）。2008年11月、国务院（中央政府）は4兆元規模の景気刺激策を発表した（図表17）。同措置に盛り込まれた交通網整備や民生向上等の投資プロジェクトが順調に執行された結果、1～9月の全社会固定資産投資（名目ベース、設備+建設）は前年同期比33.4%増と、30%超の伸びで推移している。また、貸出総量規制の撤廃（2008年11月公表）などの金融緩和策を受けて、

(図表17) 主要景気対策

分野	対応措置
投資	・ 4兆元規模の景気刺激策の推進 ・ 貸出総量規制の撤廃
消費	・ 車両購入税の軽減（10%⇒5%） ・ 家電や自動車の購入、買い換えに対する財政補助
輸出	・ 増値税の輸出還付率の引き上げ ・ 輸出企業支援措置の拡充

(資料) 中国政府公式サイトなど

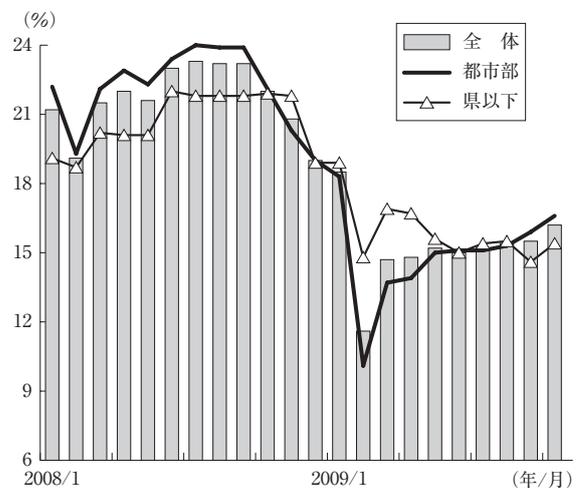
金融機関は積極的に融資を行うようになった。

8%成長の確保に向けて、政府は年間新規貸出額5兆元以上という目標を掲げたが、月次のデータをみると、4月までに5兆元を突破し、10月までの累計では目標の1.8倍に相当する約8.9兆元が新たに融資されている。

1～10月の都市部固定資産投資は前年同期比33.1%増と、1～9月の伸び率を0.2%ポイント下回ったものの、高水準の伸びを維持している（都市部の投資は全体の約86% [2008年]）を占め、1月分を除いて毎月発表されるため、四半期に1度しか公表されない全社会固定資産投資を予測するうえで有益な指標）。押し上げ要因の持続と直近の都市部投資動向を勘案し、2009年通年の全社会固定資産投資は前年比30.4%と、90年代後半以降では最も高い伸び率が見込まれる。

消費についても、堅調な回復が続いている。小売売上高の名目伸び率は、2008年7月の前年同月比23.3%をピークに鈍化し、2009年2月には同11.6%まで減速したものの、3月以降徐々に上向いている（図表18）。10月は同16.2%増と、1月（同18.5%増）以来の高水準の伸びを記録

(図表18) 小売売上高（前年同月比）



(資料) 国家統計局

した。

回復に転じた主な理由として、①1,600CC以下の乗用車にかかわる車両購入税の軽減、②農村部における家電や自動車・バイクの購入に対する財政補助（「家電下郷」、「汽車下郷」）、③「以旧换新」と総称される一部家電製品や環境基準を満たさない自動車の買い換えに対する財政補助など、政府による需要喚起策の本格化があげられる。

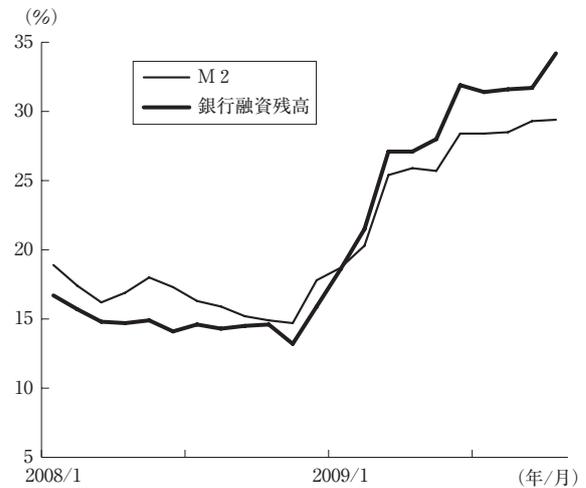
一連の消費刺激策による押し上げ効果から、年末にかけて増勢の加速が期待されるものの、年初の伸び悩みが響き、通年では前年比15.6%増と、2008年を6%ポイント下回る見込みである。

内需とは対照的に、外需の回復は芳しくない。2008年11月以降輸出額は前年比マイナスで推移し、2009年入り後は、同2桁台の減少が続いた。これに対し、政府は増値税の輸出還付率の引き上げ（上半期に4回実施）や輸出企業支援（融資拡大、関連費用徴収の軽減など）の拡充といった元安誘導策以外の取り得る措置を講じた。世界経済が最悪の状況を抜け出しつつあることに加え、一連の政策措置が重なり、9月は前年同月比▲15.2%、10月は同▲13.8%と、減少幅は縮小している。11月以降も回復の趨勢は続くと考えられるが、その勢いは力強さに欠け、通年では前年比▲17.6%と、過去40年間で最大の落ち込みになる見込みである。

他方、工業生産の好転を背景に、輸入は輸出に先行して持ち直し始めている。通年の輸入は前年比▲15.7%が見込まれる。その結果、年間の貿易黒字は減少し、純輸出は成長率の押し下げ要因として作用しよう（1～9月の成長率では、純輸出の寄与度は▲3.6%ポイント）。

経済が最悪期を脱し、回復傾向を強める半面、資産価格の急騰や景気の過熱が懸念要因として

(図表19) マネーサプライ (M2)、銀行融資残高
(前年同月比)



(資料) 中国人民銀行

指摘されるようになった。引き締め策の反動もあるにせよ、マネーサプライ (M2) や銀行融資残高の急伸が続いており、過剰流動性によるインフレリスクは高まっている (図表19、注1)。融資資金の一部が株式市場や不動産市場へ流入しているとの見方も報じられている。金融当局は、1年物中央銀行手形の発行再開などを通じた過剰流動性の吸収、融資審査の厳格化要請といった過熱防止策を講じるようになったものの、景気の失速を危惧し、経済成長を下支えする金融政策の推進という姿勢は変えていない。

(2) 2010年に想定される経済運営

—景気回復の持続と過熱対策の両立

2010年の中国経済を展望する際、現在実施している内需刺激策がどの程度継続されるのか、方針転換の時期や程度など、政策要因が例年以上に景気を左右すると考えられる。本見通しでは、直近の「貨幣政策執行報告」や政府高官の発言などから2010年の経済運営方針および財政・金融政策を想定したうえで、主要経済指標

の伸び率などを予測したい。

経済運営に関しては、2009年の成長最優先から景気回復を持続させつつ、過熱防止にも注力する方針へと移行するであろう。しかし、2008年当初に打ち出された「双防」（経済の過熱防止とインフレ抑制）ほど、引き締め一辺倒の方向には傾斜しないと考えられる。その根拠として、上海万博関連のフォーラムにおける温家宝首相の祝辞（11月12日）があげられる。

このなかで温首相は、「安定的で比較的速い経済発展、経済構造調整、インフレ期待の管理（沈静化）」を経済運営面における重点項目として示した。この3項目は同等の位置付けとも解釈できるが、「安定的で比較的速い経済発展」については、実現に向けて、「積極的な財政政策」および「適度に緩和した金融政策」の継続を掲げている。これに対し、残りの2項目に関しては、具体的な取り組みに言及せず、「成長の質を高め、中国経済の安定的で比較的速い発展を促す」と表明し、祝辞における経済情勢関連の発言を締めくくっている。経済発展は他の2項目よりも重視されているといえよう。

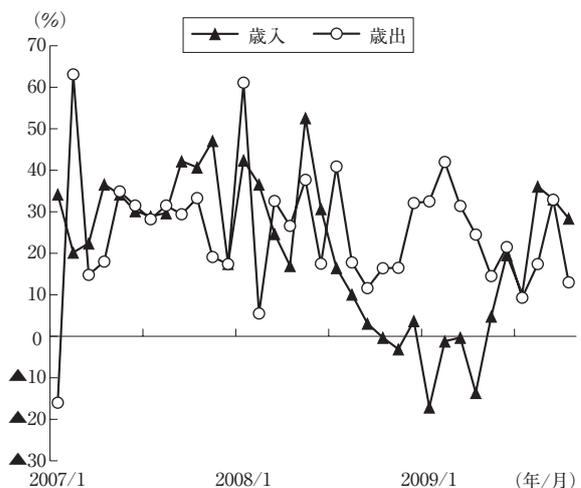
また、「安定的で比較的速い経済発展、経済構造調整、インフレ期待の管理」は、10月21日の国务院常务会议にて、年末までの経済運営方針として決定されたものでもあるが、祝辞では期限が設定されていない。もし、2009年末までの方針であれば、2010年5月から始まる上海万博に関連したフォーラムで言及することは不自然と思われる。したがって、温首相の発言は、2010年の経済運営方針を示唆したものと推測できる。他の重要会議での決定事項と根本的な相違点が見当たらず、12月上旬とみられる中央経済工作会议（中央政府と共産党中央共催の会議、翌年の経済運営方針を決定）で承認される可能性は高い。そのため、本見通しにおいては、景

気過熱の事前防止に注力しながらも、景気対策の執行による成長持続を優先させるという方針に基づき、政府は2010年の経済運営を行うと想定した。

財政面では、「積極的な財政政策」を継続できるか否かが焦点となる。月次の国家（中央+地方）歳入をみると、2009年5月以降対前年同月比プラスに転じ、7月からは歳出を上回る伸びで推移するようになり、景気回復に伴う自然増収などを背景に、財政状況は改善に向かっている（図表20）。財政出動が適正な規模で行われる限り、景気対策の執行に支障をきたす局面は回避できよう（注2）。

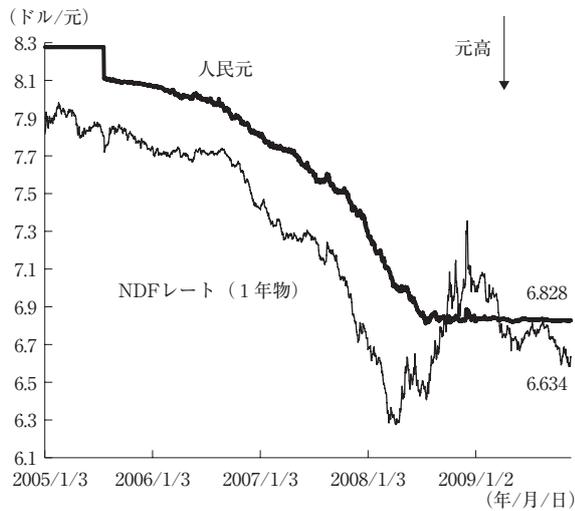
金融面に関しては、一部業種への融資を抑制する動きは強まるものの、貸出総量規制の再開など、強力な引き締め政策の実施には当局自身が否定的な見解を示している（2009年8月7日の中国人民銀行副行長〔ナンバー2〕の発言）。2009年11月に公表された最新の「貨幣政策執行報告」でも、金融面からの成長下支えや金融緩和策の継続を強調しており、引き締め政策への

（図表20）国家財政歳出入
（前年同月比）



（資料）財政部
（注）中央+地方。

(図表21) 人民元レート



(資料) Datastream
(注) 最新は、2009年11月20日。

全面転換を行う可能性は低い。ただし、本見通しは、物価高騰を事前に防止するために、基準金利の小幅な引き上げを2010年中に1回実施すると予測している。

「貨幣政策執行報告」では、従来の「合理的な水準での為替レートの安定」という表現がなくなり、「国際資本の流れや主要通貨の動きの変化を考慮」した為替政策を表明している。元高容認とも解釈されるが、大幅な元高は輸出の回復を損ね、成長の下振れ要因となりかねない。こうした点を勘案し、2010年末の人民元の対米ドルレートは6.6元台と、足元（2009年11月現在、1米ドル=6.82元台、図表21）から緩やかな増価にとどまる見通しである。

(3) 2010年の中国経済

一内外需とも成長の押し上げ要因となり、通年の成長率は9.0%に

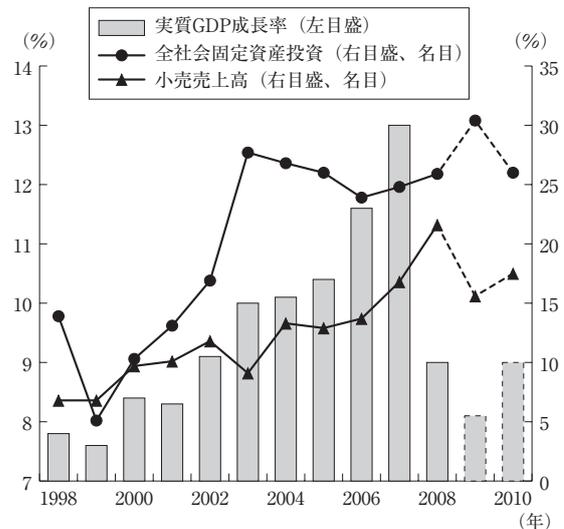
過熱防止策を講じつつも、成長持続に向けた景気対策は執行されるという経済運営のもとで、2010年も内需主導の景気回復が続くと期待される。通年の実質GDP成長率は9.0%となり、

2009年を上回る見通しである（図表22）。

需要項目別にみると、投資では、増勢維持をもたらす要因を幾つか指摘できる。とりわけ、4兆元規模の景気刺激策による押し上げは、投資拡大の原動力として引き続き期待される。財政部によると、4兆元のうち、中央政府が負担するのは1.18兆元であるが、最終年である2010年には前年より1,010億元多い5,885億元をインフラ整備や民生向上等に投入する予定である（1,040億元は2008年に投入済み）。今般の景気刺激策は、中央政府の投資が呼び水とし、地方政府や民間による投資を促すものであるため、中央の投入増加分を上回る規模の資金がプロジェクトの執行に充当されよう。

また、企業収益に改善の兆候が表れており、競争力強化や省エネ・環境対策を目的とする設備投資が増加していくものと考えられる。さらに、中西部地域での投資が活発になっていることも、投資全体の持続的拡大にはプラスであろう。中西部は、交通網や電力網などの整備が課題とされており、長期にわたるインフラ整備需

(図表22) 経済成長率と主要経済指標見通し



(資料) 国家統計局
(注) 2009年、2010年の数値は、日本総合研究所の予測。

要を期待できるからである。

半面、一部業種の設備増強投資に対する政府の抑制強化の動きは、投資を押し下げる要因として懸念されるものの、対象業種の絞込みにより、影響は限定的なものにとどまる（注3）。金融当局は、生産過剰業種への貸出抑制を求め、中小企業向けなどへの貸出増大を求めており、急激な融資圧縮が生じる可能性は低い。以上により、2010年の全社会固定資産投資の名目伸び率は26.0%と、前年より4.4%ポイント下回るものの、高水準での拡大が続く見通しである。

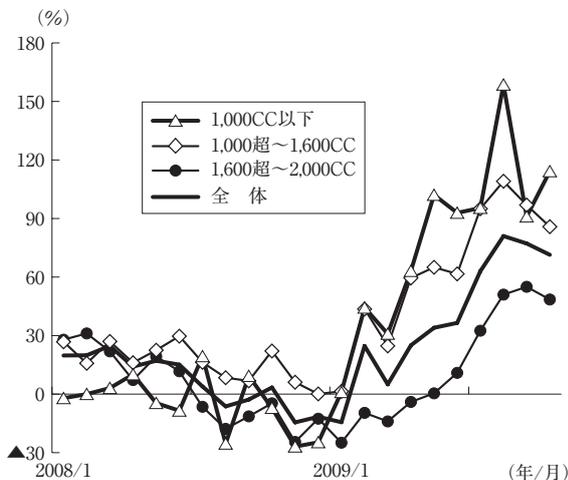
消費は、喚起策による需要先取りの反動が危惧されるものの、2010年に限れば、反動に伴う急激な減少は回避できるとみられる。例えば、小型乗用車に係る車両購入税の軽減措置は2009年末で終了することになっているが、その場合、自動車販売の大幅な減少は避けられない（図表23）。激変緩和の観点からか、軽減措置の延長検討が報じられるようになっている。自動車産業調整・振興計画（2009～2011年）での小型乗用車の市場占有率引き上げ目標達成に向けて、

減税措置を継続するとの見方（ジェトロ『「中国政府による景気刺激策と効果、日本企業のビジネスチャンスとリスク」報告書』P.31にて紹介）もあることから、対象範囲の縮小はあるにせよ、軽減措置は延長される可能性が高い。

「家電下郷」に関しては、1～10月の累計販売額は500億元を突破したものの、政府が期待していた水準（間接効果も含め、4年間で1兆6,000億元）には達していない。対象家電製品の価格上限設定の撤廃などの追加策が今後見込まれ、農村部の消費を底上げする役割を引き続き果たすと考えられる。

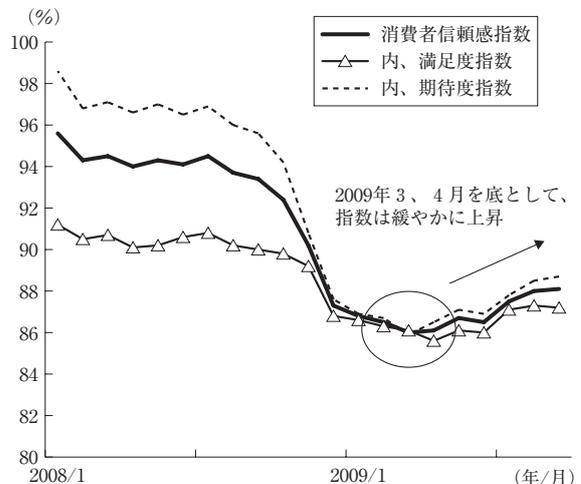
加えて、国家統計局発表の消費者信頼感指数は2009年3月を底として、改善傾向が続いている（図表24）。失業率（2009年3月末以降、3四半期連続して4.3%）や賃金上昇率（都市部就業者の2009年1～9月の平均労働報酬は前年同期比12.4%増と、1～6月と同じ伸び率）の下げ止まり傾向もみられるようになり、消費マインドの改善を期待できる。これらを総合すると、2010年の小売売上高の伸びは2009年をやや上回り、前年比17.5%増となる見通しである。

(図表23) 排気量別自動車販売台数
(前年同月比)



(資料) 中国汽車工業協会、CEICデータベース

(図表24) 消費者信頼感指数の回復



(資料) CEICデータベース（原典は国家統計局）

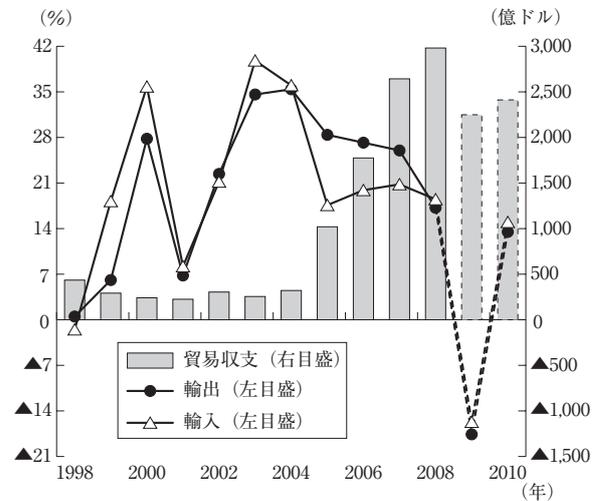
(注) 満足度は現状、期待度は将来に関する指数であり、消費者信頼感指数は、この2指数で構成。

内需ほどではないにせよ、外需の回復も期待できるようになる。輸出は、前年比13.5%の拡大が予想される(図表25)。2009年10月中旬～11月上旬に開催された中国輸出入商品交易会では、前回(同年4月中旬～5月上旬)に比べて輸出成約額が16.2%増加した。ただし、2008年後半以降の急激な外需萎縮の反動によるところが大きく、数字ほど回復を実感しにくい。2009年秋頃からマイナス幅の縮小が先行していたASEANやインド、台湾、アフリカ向けなどが輸出全体の回復をけん引し、先進国市場向けの輸出の自律的な回復は、当該地域の経済が回復過程をたどる年後半以降とみられる(図表26)。

輸入は、内需の回復を背景に、2009年比15.0%増となる見通しである。その結果、貿易黒字の規模は2009年を若干上回り、成長の押し上げ要因になると予想される。

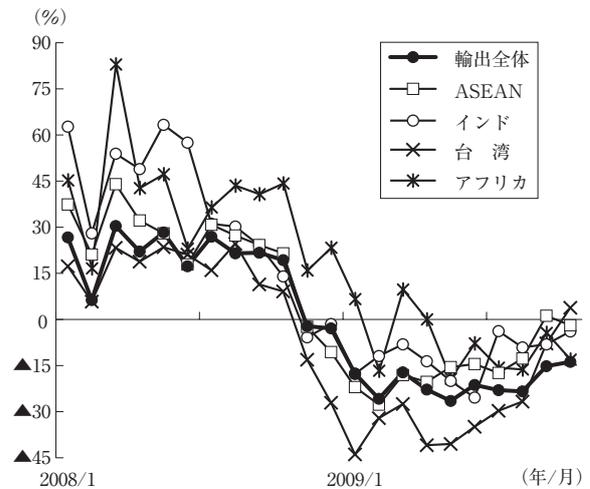
2010年の中国経済は、想定外の事態が発生しない限り、景気対策による内需の押し上げ効果および外需の好転に支えられ、9%程度の成長は達成可能であろう。こうしたなか、年後半に入り、押し上げ効果がはく落し、成長率は緩やかな低下傾向をたどると考えられる。その際、胡錦濤政権が取るべき対応は、景気対策の安易な追加や延長で2桁成長を目指すことではない。政府自身が認めているように、今般の景気回復は、政府の講じた措置、とりわけ公共投資主導によるものであり、民間部門の投資あるいは消費の成長けん引力の強化は課題として残されている。景気が回復過程をたどるなか、胡錦濤政権には、産業活性化に向けた規制緩和の推進、所得水準の向上、内陸振興による地域間格差の是正など、長期的な成長持続に資する取り組みの強化が一段と望まれよう。

(図表25) 輸出入伸び率(対前年比)と貿易収支



(資料) 海関総署『海関統計』
(注) 2009年、2010年の数値は、日本総合研究所の予測。

(図表26) 一部国・地域向け輸出の回復(前年同月比)



(資料) 海関総署、CEICデータベース
(注) 最新は、2009年10月。

(注1) 最新(2009年10月)のCPIは前年同月比▲0.5%と、下落傾向が続いているものの、マイナス幅は徐々に縮小し、プラス転換は現実味を帯びている。

(注2) 国家財政収支は2009年を若干上回る1兆円の赤字、同年の名目経済成長率は0%などの仮定条件下で試算した場合、2010年の財政赤字対名目GDP比は3.1%、国債発行残高では同25%前後(赤字を賄う以外の国債発行および償還を考慮し、8,000億元を国債発行残高に加算)と見込まれる。景気対策の推進に向けて2010年も一定規模の財政出動を行う余地は依然残されており、影響は軽微と判断される。

(注3) 鉄鋼やセメントといった生産過剰が以前より問題視されていた業種に加え、今後の成長を期待される風力発電設備や多結晶シリコンも重点抑制対象に含めることを2009年8月26日の国务院常务会议にて決定した。これに沿って、9月には具体的な数値目標を盛り込んだ通知が出されたものの、設備増強投資の全面的な抑制を回避し、経済発展や産業のレベルアップにつなげようとする意図も看取できる。

副主任研究員 佐野 淳也

(2009. 11. 24)

4. インド経済

(1) 2009年度の実質GDP成長率は6.2%の見込み

2009年4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比6.1%と、前2四半期の5.8%からやや回復し、経済成長率が下げ止まったとの見方が広がった(図表27)。その背景には、世界的な景気底打ち感の広がりに加えて、4～5月に下院総選挙が実施され、政治的な不安定要因が取り除かれたことがある。国民会議派を中心とした与党連合(UPA)は、社会主義党(SP)や大衆社会党(BSP)の議席を含めると、下院定数545議席の約6割に当たる322議席を確保した。これにより政策の自由度が増し、追加的な景気刺激策の実施やさまざまな経済改革の推進が実現することが期待される。このため、総選挙後に民間の予測機関は2009年度の成長率予測を軒

並み1%以上引き上げた。

4～6月期の動向を産業別にみると、農業部門2.4%、鉱工業部門5.0%、サービス業部門7.8%であった。2009年度入り後、企業マインドの回復や資金調達環境の改善などを背景に鉱工業生産指数の伸びが回復傾向を強めており、4～9月の平均では前年同期比6.4%となった(図表28)。電力やセメントなどの生産増加を反映した基礎財(同6.7%)、在庫投資の回復を反映した中間財(同9.5%)、需要の回復を反映した耐久消費財(同18.8%)の伸びが大きい。この結果、GDPベースでは製造業が1～3月期の▲1.4%から3.4%に回復したほか、電気・ガス・水道業も6.2%となった。また、インフラ建設が進められていることなどから、建設業は7.1%と高い伸びを維持した。

サービス業部門の四半期の成長率が8%未満となったのは、2004年1～3月期以来のことである。その要因としては、地域・社会・個人サービス業が6.8%にとどまったことが大きい。これは主に、4～6月期が下院総選挙の実施時期に当たったために政府支出が一時的に手控えられたことによる。一方、商業・ホテル・運輸・通信業は、毎月の加入純増件数が1,000万件超という携帯電話市場の急速な拡大などを背

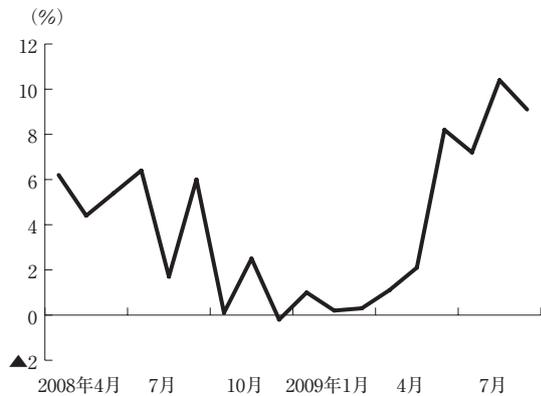
(図表27) 産業部門別のGDP成長率

(前年同期比、%)

	2007年度					2008年度					2009年度
	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月		
実質GDP成長率	9.0	9.2	9.0	9.3	8.6	6.7	7.8	7.7	5.8	5.8	6.1
農業部門	4.9	4.3	3.9	8.1	2.2	1.6	3.0	2.7	▲0.8	2.7	2.4
鉱工業部門	8.1	9.2	9.1	8.2	6.2	3.9	6.0	6.1	2.3	1.4	5.0
うち鉱業	3.3	0.1	3.8	4.2	4.7	3.6	4.6	3.7	4.9	1.6	7.9
うち製造業	8.2	10.0	8.2	8.6	6.3	2.4	5.5	5.1	0.9	▲1.4	3.4
うち電気・ガス・水道	5.3	6.9	5.9	3.8	4.6	3.4	2.7	3.8	3.5	3.6	6.2
うち建設業	10.1	11.0	13.4	9.7	6.9	7.2	8.4	9.6	4.2	6.8	7.1
サービス業部門	10.9	10.8	10.3	10.3	11.8	9.7	10.2	9.8	10.2	8.6	7.8
うち商業・ホテル・運輸・通信	12.4	13.1	10.9	11.7	13.8	9.0	13.0	12.1	5.9	6.3	8.1
うち金融・保険・不動産	11.7	12.6	12.4	11.9	10.3	7.8	6.9	6.4	8.3	9.5	8.1
うち地域・社会・個人サービス	6.8	4.5	7.1	5.5	9.5	13.1	8.2	9.0	22.5	12.5	6.8

(資料) Center for Monitoring Indian Economy

(図表28) 鉱工業生産指数の前年同月比伸び率の推移



(資料) インド準備銀行

景に、8.1%に回復した。

景気回復には、政府による対策も寄与している。リーマン・ショック以降、財政面では2008年度に3回にわたり計1兆8,600億ルピー（GDP比3.5%）の景気刺激策が打ち出され、政府支出の追加や物品税・サービス税などの減税、労働集約的な輸出産業への輸出信用の利子補給等による支援、インフラ開発金融公社（IIFCL）の債券発行の拡大等によるインフラ整備の促進などが実施された。また、預金準備率や政策金利が段階的に引き下げられた結果、レポ・レートは9.0%から4.75%に、リバース・レポ・レートは6.0%から3.25%に低下している。

今後、内需、外需ともに緩やかな回復が期待されるものの、一進一退の展開が続き、2009年度の実質GDP成長率は6.2%程度となる見込みである。景気回復のプラス材料としては、自動

車や鉄鋼などの産業を中心に企業生産活動のモメンタムが維持されると見込まれること、政府支出拡大の継続や金融サービスの伸びなどを背景にサービス業部門の伸び率が高まると期待されること、などがあげられる。

一方、リスク要因としてあげられるのは、6～9月の降雨量が平年比▲23%となり、多くの地域で早魃に見舞われたため、農業生産が大きな被害を受けたことである。インドでは農業改革が長年にわたって進められているが、かんがい施設の整備は依然として遅れている。このため、農業部門の成長率は通年で前年比マイナスとなる可能性が大きい。このことは、インフレ率の上昇や、商業・ホテル・運輸・通信業など他部門の成長への影響をもたらすこととなる。

4～6月期の実質GDP成長率を需要項目別にみると、景気刺激策の実施を背景に政府消費が10.2%と高水準を維持する一方、個人消費や固定資本形成の伸び率は近年の最低水準に低下した（図表29）。実質GDP成長率が1～3月期よりも上昇したのは、輸入の減少率が輸出の減少率を上回ったためである。貿易収支が恒常的に赤字となっているインドにおいて、純輸出が経済成長にプラスに寄与するのは異例といえる。

個人消費は、世界金融危機に伴う雇用・所得環境の悪化が消費者心理に大きく影響したことなどから低迷している。しかし、不急の消費を控える動きには歯止めがかかり始めており、自

(図表29) 需要項目別のGDP成長率

(前年同期比、%)

	2007年度					2008年度					2009年度
		4～6月	7～9月	10～12月	1～3月		4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
実質GDP成長率	9.1	9.2	8.8	9.4	8.8	6.1	8.2	7.8	4.8	4.1	6.0
個人消費	8.5	8.4	7.5	8.9	9.0	2.9	4.5	2.1	2.3	2.7	1.6
政府消費	7.4	▲2.4	10.0	2.0	18.6	20.2	▲0.2	2.2	56.6	21.5	10.2
固定資本形成	12.9	13.6	16.0	14.1	8.8	8.2	9.2	12.5	5.1	6.4	4.5
輸出	2.1	▲4.0	▲4.8	6.1	9.8	12.8	25.6	24.3	7.1	▲0.8	▲10.9
輸入	6.9	▲0.7	▲3.6	6.7	24.4	17.9	27.4	35.3	21.7	▲5.7	▲21.2

(資料) Center for Monitoring Indian Economy

(注) 算出方法が異なるため、実質GDP成長率は産業部門別の表と必ずしも一致しない。

動車、二輪車、住宅などの売り上げが回復傾向にある。たとえば、乗用車の月次ベースの国内販売台数は過去最多を更新する展開となっており、7月以降、前年比2桁の伸びが続いている(図表30)。

個人消費は、今後も緩やかな回復が見込まれる。その要因としては、インフレ率の低下・新政権の発足・株価の回復などが消費者心理の改善をもたらしたことや、2007年度以降不振が続いていた耐久財消費が回復に向かっていることなどがあげられる。

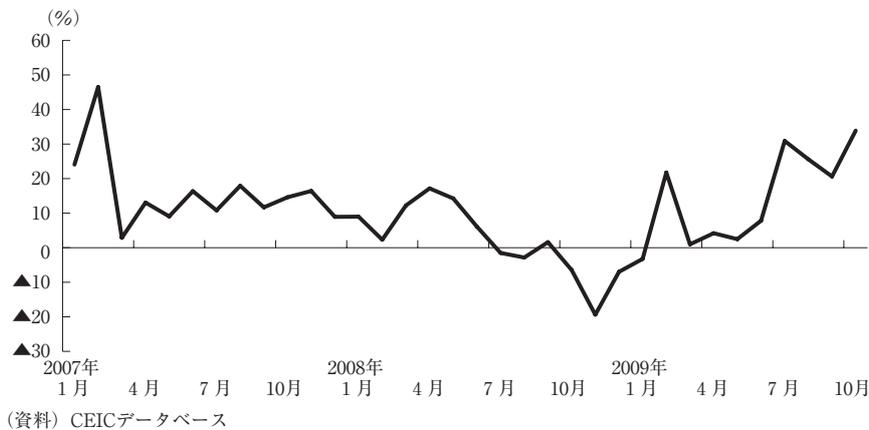
固定資本形成も、景気の減速を受けて落ち込んでいる。今後は、企業の景況感の緩やかな改善、企業収益の回復、貸出金利の低下等による

資金調達環境の好転などを受けて緩やかに回復しよう。景気刺激策の実施に伴うインフラ整備を中心とした公共投資の増加も、これを支援しよう。

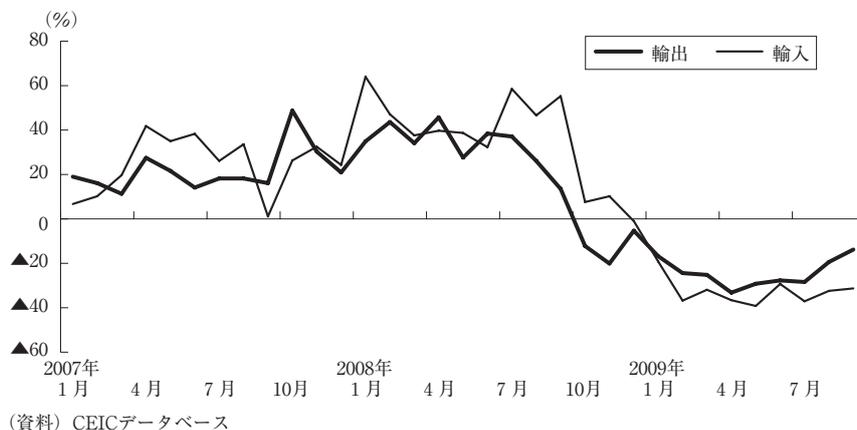
企業の販売額はほとんど伸びていないが、2008年10～12月期に前年比半減となった企業収益は、インフレ率の低下に伴う原材料費の低下、利払い費用の低下、景気後退に伴うコスト削減努力などによって4～6月期には前年比プラスに回復してきている。ただし、輸出の急回復が期待できず、基本的に内需頼みであるため、投資の回復には限界があろう。

輸出は、2008年10月以降、前年同月比で大幅減少が続き、4月には▲33.2%に落ち込んだ。

(図表30) 国内乗用車販売台数の前年比伸び率



(図表31) 輸出入の前年同月比伸び率の推移



その後は、世界経済の底打ちに伴って前月比で増加に転じている。輸入もほぼ同様の動きとなっているが、輸出に比較すると回復は鈍い。4～9月の輸出は前年同期比▲25.3%、輸入は▲34.2%となり、貿易赤字は大幅に縮小している(図表31)。これには、同期間の原油価格が前年に比較して約50%下落したことが影響しており、輸入の約3分の1を占める石油関連が▲49.6%、その他は▲25.3%となっている。今後、景気回復の持続に伴い、輸出入の緩やかな増加が続くことが見込まれる。

(2) 2010年度の実質GDP成長率は7.4%を予測

2010年度の実質GDP成長率は、7.4%程度になると予測する。景気対策の効果もあって内需の伸びが高まるとともに、輸出も前年比10%程度の伸びが期待される。また、降雨量が平年並みとなることが予想されており、農業生産の伸びが高まることも個人消費などにプラスに作用するものと思われる。

景気回復とともに、雇用・所得環境および消費者心理の改善が続くことが見込まれ、個人消費の伸び率は高まろう。世界金融危機が深刻化する過程では、輸出減少の影響を受けて労働集約的な輸出産業を中心にレイオフなどの形で雇用の減少がみられた。しかし、景気の底打ちにより、雇用が一段と悪化する懸念はほぼ解消している。今後、インフラ整備の本格化などにより新たに雇用が創出されることも期待される。また、一連の財政刺激策(公務員給与の引き上げ、農民の債務免除、物品税やサービス税の税率引き下げなど)は、今後数年間に及ぶ支出を伴うなど、その効果は持続的なものであり、今後さらに拡大することが期待される。2009年度の農業生産の減少は農村部の所得・消費へ悪影響をもたらすことが懸念されるが、これらは農

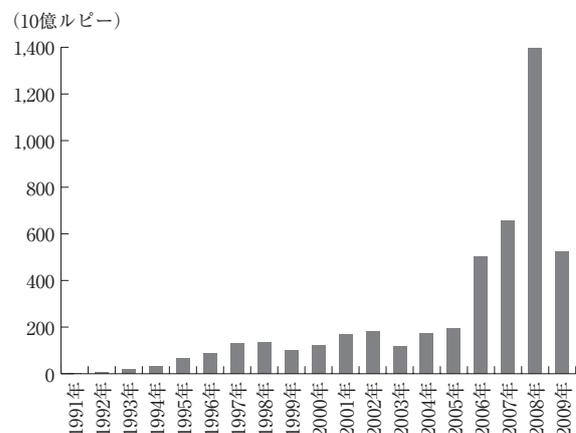
村部に対する政府の多様な支援策によって相当程度相殺されることとなろう。

中期的には、経済発展に伴う可処分所得の増加、中間層の増加、消費の高度化などが続いており、そのことが個人消費の回復を下支えするものと期待される。

次に、固定資本形成に関しては、景気回復や輸出の増加によって企業の景況感がかなり改善することが予想され、伸び率が高まると考えられる。今後、企業の生産活動の拡大に伴って設備稼働率が高まること、企業収益の回復基調が続くこと、資金調達環境がさらに改善することなどが期待され、投資の増加につながろう。現状、主体となっているのは既存設備拡張のための投資であるが、次第に新規設備に対する投資が出てくることが見込まれる。また、第11次5カ年計画(2007～2011年度)において20.1兆ルピー相当のインフラ整備が実施されることになっており、これを中心とした公共投資が継続されることもプラス材料となる。

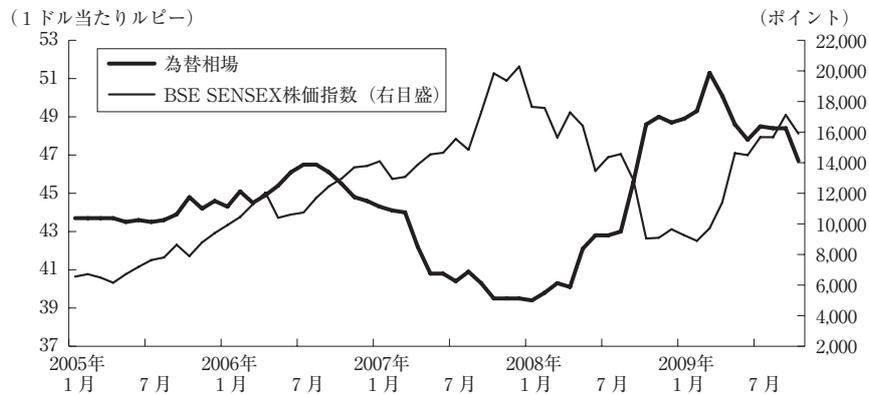
直接投資の流入増加も期待される。海外企業の投資意欲の強さを反映し、2008年の対内直接投資実行額は前年比113.4%増の1兆3,973億ルピー(約320億ドル)となった(図表32)。2009

(図表32) インドへの対内直接投資実行額



(資料) インド商工省SIAニューズレター各号
(注) 2009年は1～5月。

(図表33) 為替レート・株価の推移



(資料) Datastream, CEICデータベース

年入り後は世界金融危機の影響もあって減速しているが、高成長が続くインドに対する投資意欲は持続的なものと考えられ、今後、建設・不動産関連、エネルギー・インフラ関連、通信・コンピュータ関連など、多くの産業に対し投資が拡大するであろう。

資金調達環境の改善には、株価上昇の寄与が大きい(図表33)。SENSEX指数は2007年末の約20,300ポイントから2009年2月には約8,900ポイントに下落したが、海外からの資本流入の回復に伴い、11月中旬には約16,900ポイントに回復した。海外機関投資家の買い越し額は、2007年の7,149億ルピーから2008年には▲5,299億ルピーとなったが、2009年は10月までに6,769億ルピーとなっている。

株価の上昇に伴い、株式市場からの資金調達が回復している。非金融企業の株式発行は、2008年度には前年比72.4%減の1,420億ルピーであったが、2009年4～9月には前年同期比14.3%増の1,360億ルピーとなった(図表34)。また、国内での債券やCPの発行、海外でのADRやGDRの発行などが伸びており、内外資本市場からの調達額の回復が顕著となっている。

一方、海外からの対外商業借入れや国内銀行信用は大きく落ち込んでおり、資金調達額の

(図表34) 民間部門への資金フロー

(10億ルピー、%)

	2008年度	2009年度	増加率
非食料部門銀行信用	2,401	1,079	▲55.1
(その他国内)	1,225	1,402	14.4
非金融企業の株式発行	119	136	14.3
非金融企業の債券発行	178	348	95.5
CP発行	222	510	129.7
住宅金融会社による融資	149	81	▲45.6
ノンバンク融資等	557	327	▲41.3
(海外)	1,056	899	▲14.9
対外商業借入れ	109	65	▲40.4
非金融企業のADR、GDR発行	47	126	168.1
対外短期借入れ	210	▲81	▲138.6
直接投資	690	789	14.3
合計	4,682	3,380	▲27.8

(資料) インド準備銀行

(注) 両年度とも4～9月の実績。

合計は前年同期比27.8%減となっている。銀行信用が落ち込んでいる要因としては、銀行のリスク回避行動としての「貸し渋り」もあるが、2009年度入り後は従来に比べれば積極的な融資姿勢に転換している。したがって、主な要因は、景気回復が本格化していないために企業の資金需要が乏しいこと、銀行が貸出金利を十分に引き下げていないために企業が一段の低下を期待していること、などにある。このような状況を踏まえれば、景気回復に伴って銀行信用は拡大に転じることが期待される。

また、4～6月期の国際収支をみると、経常

収支は▲58.1億ドルの赤字、資本収支は67.4億ドルの黒字となっている（図表35）。2008年度に大幅なマイナスとなった総合収支は、1～3月期に続いて若干のプラスとなったが、その主な要因は直接投資と証券投資の流入増加であり、その他投資は流出超幅が拡大している。このように、海外からの借り入れには回復の兆しがみられない。

なお、2008年度に577億ドル減少した外貨準備は、2009年度入り後に286億ドル増加し、9月末には2,710億ドルとなっている。これとともにルピーが約10%増価しているが、今後も資本流入の増加に伴い増価傾向が続く可能性が高い。

最後に、輸出入の動向についてみる。2009年度入り後の品目別・相手国別データは発表され

ていない。2008年度の輸出の伸びは前年比12.1%（前年度は28.9%）であったが、品目別では一次産品（農産物、鉱産物）、石油製品、労働集約的製品（皮革、繊維）などが伸び悩んでいる（図表36）。また、相手国別では、北米向け、アジア向け、アフリカ向けなどが伸び悩む一方、EU諸国向け（12.9%）、中東諸国向け（43.8%）などは比較的順調である（図表37）。

今後は、輸出全体の3割近くを占める一次産品（農産物、鉱物）および石油製品が比較的好調に推移すると考えられる。農産物や原油の価格は堅調に推移する可能性が高く、世界景気回復に伴って需要も増加すると考えられるためである。一方、為替レートが増価傾向となるため、国際競争力の弱い労働集約的製品は伸び悩みが続くであろう。その他の製造業製品について

(図表35) 国際収支の推移

	(百万ドル)			
	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
経常収支 (①)	▲9,565	▲17,034	▲29,817	▲5,808
貿易収支	▲61,782	▲91,626	▲119,403	▲25,986
輸出	128,888	166,163	175,184	38,789
輸入	190,670	257,789	294,587	64,775
サービス収支	29,469	37,565	49,818	9,038
所得収支	▲7,331	▲4,917	▲4,511	▲1,737
経常移転収支	30,079	41,944	44,279	12,878
資本収支 (②)	45,203	107,993	9,146	6,736
直接投資	7,693	15,401	17,496	6,833
流出	▲15,046	▲18,835	▲17,486	▲2,626
流入	22,739	34,236	34,982	9,459
証券投資	7,060	29,556	▲14,034	8,268
流出	56	162	▲179	▲2
流入	7,004	29,394	▲13,855	8,270
その他投資	30,450	63,036	5,684	▲8,365

(その他投資の内訳)

1. 海外援助	1,775	2,114	2,638	84
2. 商業借り入れ(長期)	16,103	22,633	8,158	▲356
流出	▲340	▲32	1,220	▲89
流入	16,443	22,665	6,938	▲267
3. 短期貿易信用	6,612	17,183	▲5,795	▲3,085
4. 銀行取引	1,913	11,757	▲3,397	▲3,365
うち商業銀行資産	▲3,494	6,894	▲3,053	▲2,578
うち商業銀行負債	5,075	5,216	128	▲549
5. その他	4,047	9,349	4,080	▲1,643
誤差脱漏 (③)	968	1,205	591	▲813
総合収支 (①+②+③)	36,606	92,164	▲20,080	115

(資料) インド準備銀行年報各号ほか

(注) 2009年度は4～6月期。

(図表36) 輸出品目別の伸び率

	(%)		
	2007年度 伸び率	2008年度 伸び率	2008年度 構成比
農産物	45.3	▲4.9	9.6
鉱産物	30.2	▲14.5	4.3
製造業製品	21.3	19.3	67.2
皮革・皮革製品	16.1	1.5	1.9
化学製品	22.3	6.8	12.4
エンジニアリング関連製品	26.4	26.5	25.9
繊維・衣料品	11.8	3.0	11.0
宝飾品	23.2	40.8	15.2
石油製品	52.2	▲5.4	14.7
その他	26.4	90.9	5.0
合計	28.9	12.1	100

(資料) インド準備銀行

(図表37) 輸出相手国別の伸び率

	(%)		
	2007年度 伸び率	2008年度 伸び率	2008年度 構成比
E U	28.7	12.9	21.3
北米	10.0	0.9	12.1
中東	28.8	43.8	21.2
アジア	36.9	▲0.2	30.7
アフリカ	40.9	▲5.5	6.3
その他	—	—	8.4
合計	28.9	12.1	100

(資料) インド準備銀行

(注) アジアにはオーストラリア、日本を含む。

ては、外資系企業による自動車や電子機器の輸出が増え始めており、堅調に推移することが期待される。

また、相手国別では、全体の3割強を占めるアジア向けが、高成長の持続が予想される中国向けを中心に伸びることが期待される。2010年1月にASEANとのFTAが発効する予定であり、両国・地域間で2016年までに貿易品目数の80%の輸入関税が段階的に撤廃されることも、プラス材料となろう。

一方、輸入に関しては、石油および石油関連製品、資本財、中間財で約3分の2を占めている。2008年度の輸入の伸びが前年比15.9%（前年度は35.4%）となるなかで、全体の約3割を占める石油関連は14.6%増であった。今後は、国内の生産・投資活動の回復や原油価格の上昇などにより、輸入の伸び率は高まるものと考えられる。これらの動向次第では、貿易赤字は拡大傾向となる可能性があるだろう。

なお、近年、前年比3割前後の伸びを維持してきたソフトウェア・サービス輸出は、2008年度に前年比16.6%増にとどまった。四半期ベースでは、2008年10～12月期以降、前年同期比13.2%、▲12.7%、▲11.5%と伸び率が低下した。インド全国ソフトウェア協会（NASSCOM）は、

2009年度の伸び率を4～7%と見込んでいる。アメリカ向け以外のウエートが高まっていることもあり、景気回復とともに緩やかに増加することが期待される。

(3) 景気回復に対するリスク要因

財政赤字の動向は、景気回復の抑制要因となりうる。2009年度の赤字額は、対GDP比▲6.8%になることが見込まれている（図表38）。これに加えて、州政府の財政赤字がGDPの約3.4%、政府が発行して石油企業に無償交付する石油債券など予算計上されない赤字が約0.5%とみられ、これらを合計すると11%前後に達することになる。このようななか、赤字のさらなる拡大は、流動性の逼迫による民間投資の圧迫や長期金利の上昇、ソブリン格付けの引き下げなどにつながる懸念がある。

昨年度に決定された公務員の給与引き上げや農民への債務免除は今年度以降の支出を含むものであり、また、国債の発行増加に伴う利払い費用の増大や国防費の拡大も見込まれる。こうしたなかで、赤字額見込みは比較的慎重なものとして評価されており、公共企業の株式売却などが進めば予算ベースより縮小する可能性もある。一方、景気回復が予想よりも遅れるようであれば

(図表38) 中央政府の財政収支の推移

(10億ルピー、%)

	2006年度	2007年度	2008年度①	2008年度②	2009年度
歳入	4,408	5,858	6,176	5,744	6,198
經常収入	4,344	5,419	6,029	5,622	6,145
税収	3,512	4,395	5,072	4,660	4,742
その他	832	1,023	958	962	1,403
資本収入	64	439	147	122	53
歳出	5,834	7,127	7,509	9,009	10,208
經常支出	5,146	5,944	6,581	8,034	8,972
うち利払い	1,503	1,710	1,908	1,927	2,255
資本支出	688	1,182	928	975	1,236
財政収支	▲1,426	▲1,269	▲1,333	▲3,265	▲4,010
対GDP比率	▲3.5	▲2.7	▲2.5	▲6.0	▲6.8

(資料) インド財務省

(注) 2008年度①は当初予算ベース、②は2009年2月修正ベース。

ば、前年度に伸び悩んだ税収が一段と落ち込むことも考えられ、財政赤字の動向は予断を許さない。

政府は、インフラ整備等の重要支出への資金配分を確保する一方で財政赤字の対GDP比率を着実に引き下げていく方針であり、追加の景気刺激策実施は難しい状況である。2010年度の実質GDP成長率に対する政府支出の貢献度は、前年よりも低下することとなる。

インフレ懸念が高まりつつあることも、重要なリスク要因である。降雨量の不足に伴い、野菜、紅茶、砂糖など一部の食品価格が高騰しており、卸売物価ならびに消費者物価に影響が出ている（図表39）。また、原油価格が上昇に転じたことや国内の石油・ディーゼル価格が7月に引き上げられたことが、燃料価格の上昇傾向を招いている。とくに、消費者物価上昇率は、9月に前年同月比11.6%となるなど高止まりが続いている。これは、消費者物価指数において食品の構成比率が50%弱と高いことが主な要因である。さらに、2009年度入り後、株式、主要都市の不動産、金などの価格が急上昇している。

このような状況を受けて準備銀行は、10月の

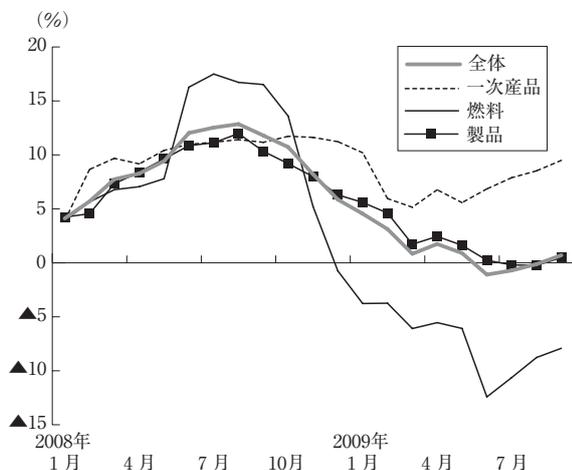
金融政策見直しにおいて、景気回復および生産的部門への適切な資金供給に配慮しつつ、インフレ期待が高まることを阻止するために利上げのタイミングを見極める姿勢を打ち出した。実際に利上げが開始されれば、消費や投資にマイナスの影響が及ぶこととなる。

その他のリスク要因としては、先進国の景気動向、および原油価格の動向があげられる。先進国の景気回復が遅れ、輸出が予想以上に伸びないようであれば、インドの景気回復にも影響しよう。また、原油価格が大幅に上昇すれば、貿易赤字の拡大に加えてインフレを招くこととなり、景気回復期待が損なわれよう。石油関連の補助金支出が増加し、財政赤字がさらに拡大することにもなる。このような事態が発生すれば、経済成長に悪影響を与えることは免れないであろう。

主任研究員 清水 聡

(2009. 11. 24)

(図表39) 卸売物価指数の前年同月比伸び率



(資料) CEICデータベース