

アジア経済見通し

—安定的な成長が続く—

調査部 環太平洋戦略研究センター

目 次

はじめに

1. 鮮明になった景気回復

- (1) 高成長となった2010年1～3月期
- (2) 見直しが進む低金利政策

2. 2010年の展望

- (1) 安定成長となる2010年
- (2) 今後の注意点

3. 中国経済

- (1) 景気回復続くなか、高まるインフレ懸念
- (2) 成長持続と過熱抑制策の漸進的強化を両立させた経済運営へ
- (3) 年末にかけて緩やかな減速傾向をたどり、2010年通年の成長率は9.6%に

4. インド経済

- (1) 2009年度の実質GDP成長率は7.4%
- (2) 財政金融政策による対応
- (3) 2010年度の実質GDP成長率は8.5%と予測
- (4) 経済成長に対するリスク要因

はじめに

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、景気が悪化した。各国政府の景気対策に支えられて2009年春先に持ち直しに転じた。とくに中国政府による積極的な内需拡大策の実施に伴い各国の対中輸出が急回復したため、年半ば以降回復傾向が強まった。その後、世界経済の回復が進んだことに加えて、前年同期の落ち込みの反動効果もあり、2010年1～3月期の実質GDP成長率がシンガポール、台湾、タイ、マレーシア、中国で2桁となった。

内外需の回復を背景にアジアでは今後も成長が続くであろうが、①アメリカでは年後半から成長率が低下し、欧州では景気の低迷が続くこと（2010年の成長率はアメリカ2.6%、EU0.4%を前提）、②アジアでも2009年に実施された景気刺激効果（とくに自動車販売刺激策）の反動が顕在化すること、③2010年後半に中国や韓国などで利上げが実施される可能性が高いことなどから成長の勢いは徐々に弱まり、安定成長へ移行するものと予想される。

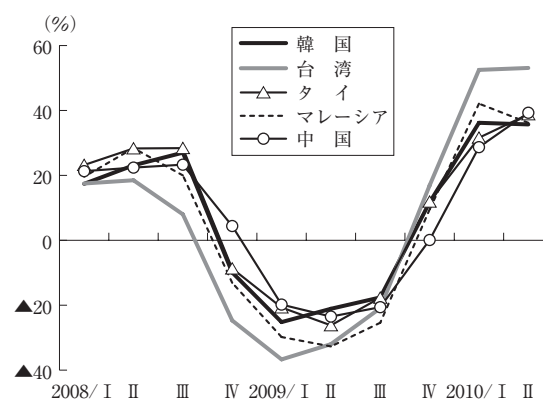
以下では、第1章でアジア経済全体の現状と展望を行い、第2章で中国経済、第3章でインド経済についてやや詳しく検討する。

1. 鮮明になった景気回復

(1) 高成長となった2010年1～3月期

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）、輸出依存度の高いNIEsやマレーシア、タイなどではその影響を強く受けた。とくに輸出の減少幅が大きかった台湾では総固定資本形成が2009年に入り2期連続で前年同期比20%以上の落ち込みとなったほか（図表2）、失業率が2008年9月の4.3%から2009年7月に6.1%へ急上昇した。韓国では政府の雇用対策と企業のワークシェアリングにより失業率の大幅な上昇は避けられたものの、民間消費は2009年4～6月期までマイナスとなった。またASEAN諸国では、一次産品価格の下落による農村部の所得減少、海

（図表1）主要国の輸出伸び率（前年同期比）



（資料）各国統計

（注）2010年IIは5月まで。

（図表2）主要国の民間消費と総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		10～12月期		2010年1～3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	民間消費	固定資本形成	民間消費	固定資本形成
韓国	▲4.4	▲7.4	▲1.0	▲2.3	0.7	0.4	5.8	7.1	6.2	10.7
台湾	▲2.0	▲29.4	▲0.6	▲21.4	2.3	▲5.2	5.8	14.4	3.0	26.3
タイ	▲2.5	▲15.9	▲2.2	▲10.2	▲1.3	▲6.3	1.4	▲3.4	4.0	12.6
マレーシア	▲0.6	▲11.2	0.3	▲9.6	1.3	▲7.9	1.6	8.2	5.1	5.4
インドネシア	6.0	3.5	4.8	2.4	4.7	3.2	4.0	4.2	3.9	7.9
フィリピン	3.0	▲10.1	5.5	▲5.9	2.6	▲11.4	5.0	5.8	5.9	24.3

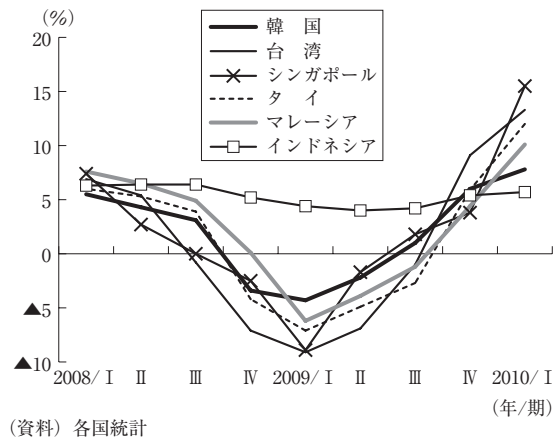
（資料）各国統計

（注）フィリピンは資本形成。

外からの送金の伸び悩み（フィリピン）なども消費の減速要因となった。タイでは政治情勢不安定化の影響が重なり、7～9月期まで民間消費がマイナスの伸びとなった。

内外需の落ち込みにより、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▲9.1%、シンガポール▲8.9%、香港▲7.7%、タイ▲7.1%、マレーシア▲6.2%、韓国▲4.3%となった（図表3）。

（図表3）各国の実質GDP成長率（前年同期比）



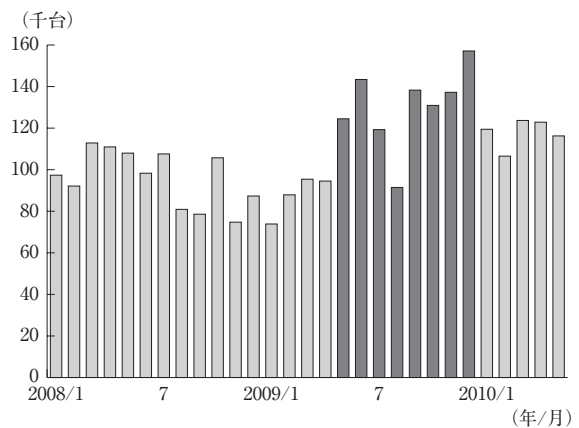
その後、各国政府の景気対策に支えられて内外需が徐々に持ち直した結果、10～12月期にすべての国でプラス成長に転じた。2010年1～3月期は輸出の回復が進んだことに、前年の落ち込みの反動効果が加わり、シンガポールで15.5%、台湾13.3%、タイ12.0%、マレーシア10.1%、韓国8.1%、フィリピン7.3%と高成長を記録した。

各国政府は景気対策として、政策金利を大幅に引き下げるとともに、公共投資の拡大や消費刺激策の実施、セーフティネットの拡充など積極的な財政政策を講じた。例えば、韓国では2009年5月1日より新車買い替え時（対象は99年末以前に新規登録した自動車）の税金が70%減免されたことを受けて、自動車販売台数が急

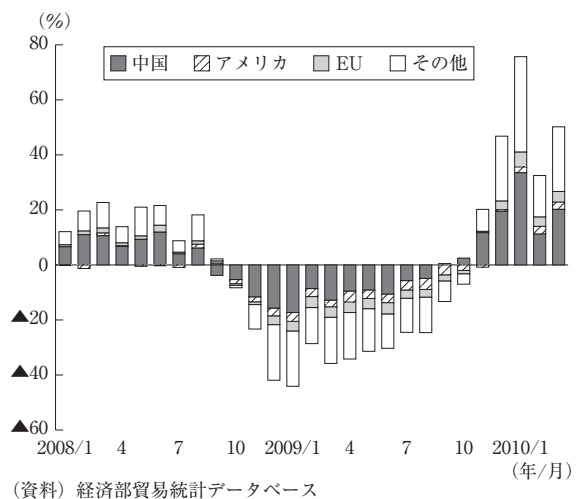
増し（図表4）、消費の回復に寄与した。また、中国政府による積極的な内需拡大策の実施に伴い、対中輸出がいち早く回復したことも各国の景気回復に寄与した。台湾では中国の「家電下郷（家電を農村に）」プロジェクトの本格化に伴い、液晶パネルや半導体、電子部品などを中心に対中輸出が2009年半ばから急回復した（図表5）。

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、底堅い内需に支えられて、2009年も一定の成長を確保することが

（図表4）韓国の国内自動車販売台数



（図表5）台湾における輸出の地域別増加寄与度



できた。

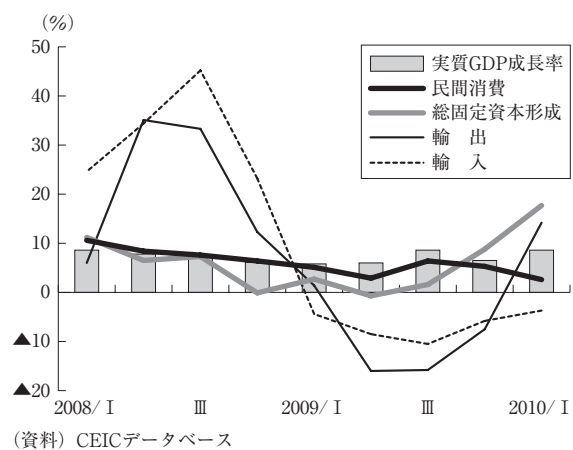
インドネシアでは2009年入り後も内需が安定的に伸び、4%以上の成長が続いた（図表2）。とくに物価の安定を背景にした金利の低下や最低賃金の引き上げなどにより、消費が成長の牽引役となっている。2010年1～3月期は5.7%へ加速した。

2005年から3年連続で8%台の高成長が続いたベトナムでは、景気の過熱に伴い2008年に貿易収支の悪化と2桁のインフレが生じた（図表6）。政府が引き締め政策を本格化したことに世界経済後退の影響が重なって、実質GDP成長率は2009年1～3月期に3.1%へ低下した。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景気は上向いたが、景気対策に伴う政府支出の増加で貿易収支が赤字になるとともに、インフレが再び加速し始めた（金融機関の貸出し増加や賃上げ、通貨安などが要因）。こうしたなかで、中央銀行は2009年11月25日、1年5カ月ぶりに政策金利を1ポイント引き上げた。

インドでは輸出依存度が低いいため海外経済の影響を受けにくい。民間消費と総固定資本形成がプラスの伸びを維持したため、2009年1

～3月期の実質GDP成長率は5.8%となった。その後も内需が底堅く推移するとともに、輸入が大幅に減少したことにより、4～6月期は6.0%、7～9月期は8.6%となった。10～12月期は前期を下回る6.5%になったが、これは早魃の影響により農業がマイナスの成長になったことによる。2010年1～3月期は内需の拡大に輸出の回復が加わり、8.6%へ加速した（図表7）。

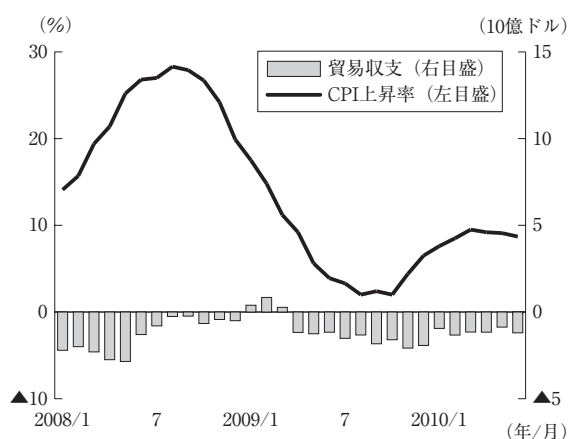
（図表7）インドの実質GDP成長率（前年同期比）



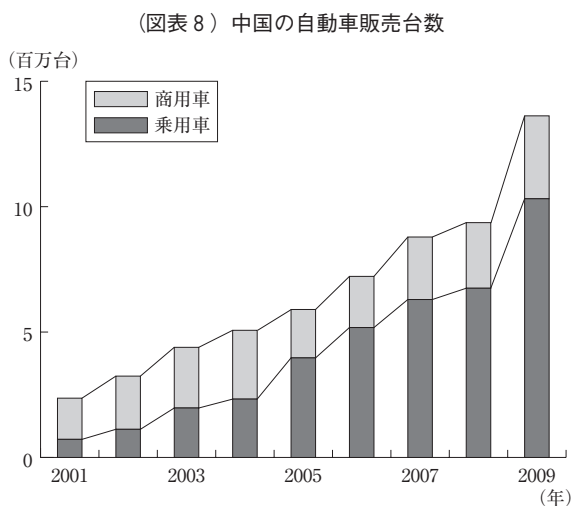
総固定資本形成の増加にはインフラプロジェクトの進展が寄与している。また、消費が底堅く推移していることには、金利の低下に加えて、政府による①貧困対策（債務の免除、穀物買い付け価格の引き上げ他）、②公務員給与の引き上げ、③付加価値税率の引き下げなどの効果が指摘できる。こうした景気刺激策に加えて、自動車メーカー各社が相次いで新車を投入したため、乗用車販売台数が2009年7月以降2桁の伸びを続けている。

近年グローバル経済とのリンケージが強まった中国では世界経済後退の影響を受けて、2009年1～3月期の実質GDP成長率が6.2%へ低下した。とくに輸出企業の集中する沿海部では企業倒産やレイオフなどが相次ぎ、農村からの出

（図表6）ベトナムの経済指標

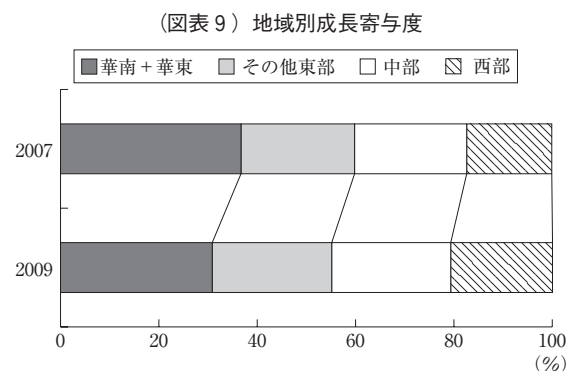


稼ぎ労働者の失業増加が社会の安定を損なう恐れが出てきたため、政府はマクロ政策の目標を従来の「景気の過熱防止」から、「安定的で比較的速い経済発展の維持」に変更した。成長の確保に向けて、金融緩和、インフラ投資の拡大や消費の刺激が積極的に図られた。消費刺激策として実施されたものには減税、家電製品購入額の13%を補助する「家電下乡」プロジェクト、自動車とバイクの購入支援などがある。2009年に自動車販売台数が大きく伸びた結果（図表8）、中国はアメリカを抜いて世界の自動車市場となった。



積極的な内需振興策が功を奏し、成長率は4～6月期7.9%、7～9月期9.1%、10～12月期10.7%へ上昇した。内需の寄与度が2008年の8.2%（最終消費4.1%、総資本形成4.1%）から2009年は12.6%（最終消費4.6%、総資本形成8.0%）へ上昇し、外需の落ち込み（▲3.9%）をカバーした。内需の拡大に加えて、輸出の回復が2010年に入って進んだため、2010年1～3月期は11.9%の高成長となった。その一方、不動産価格の高騰や過剰な設備投資などの問題が顕在化して、政府は新たな対応を迫られた。

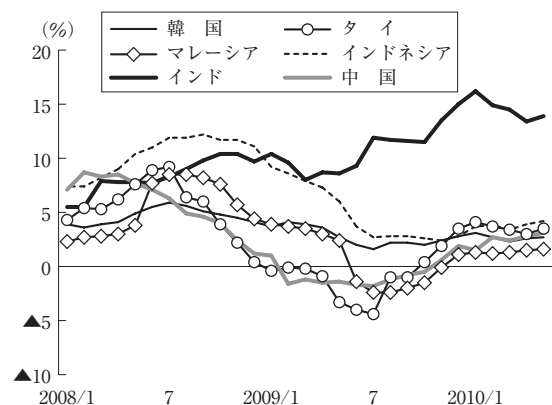
世界経済後退の影響を受けて輸出産業の集積する華南（広東省、福建省）や華東（上海市、江蘇省、浙江省）地域の経済は減速したが、沿海部でも天津市や遼寧省、内陸部では多くの省が10%を超える成長を続けたことは注目される。中国全体の成長に対する各地域の寄与率を試算すると、華南+華東が2007年の36.7%から2009年に30.9%へ低下し、それ以外が63.3%から69.2%へ上昇した（図表9）。その原動力は固定資産投資の拡大である。固定資産投資総額に占める内陸部のシェアは1994年の34.8%から2008年に46.3%へ上昇した。この要因として、①生産コストの上昇した沿海部から生産拠点が移動し始めたこと、②内陸部の地域開発が本格化したこと、③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。内陸部のシェアが上昇する傾向は外国直接投資の動きにもみられる。内陸部のインフラ整備や政府による投資奨励などがその動きを後押ししている。



（2）見直しが進む低金利政策

景気回復が鮮明になる一方、幾つかの国でインフレや不動産価格の上昇などが顕在化したため（図表10）、これまでの低金利政策の見直しが進められている。

(図表10) 消費者物価上昇率（前年同月比）

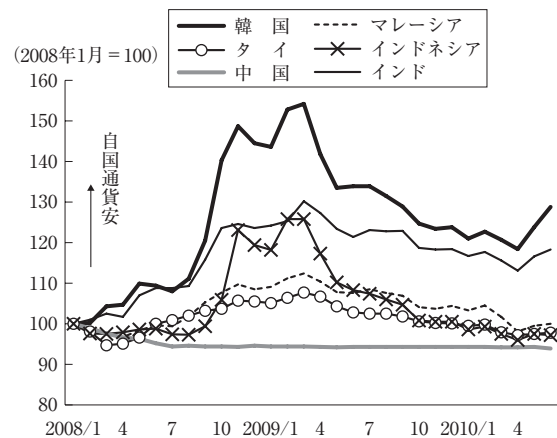


(資料) 各国統計

各国の消費者物価動向をみると、前年同期に原油価格が急落した反動と景気回復に伴う原材料価格の上昇などもあり、総じて2009年半ば以降上昇傾向にある。他国に先駆けて利上げを実施したのがベトナムであることは前述した。同国では原油、食品、住宅・建材などの値上がりで消費者物価上昇率が2010年3月に9.5%となったが、4月は9.2%、5月は9.1%へやや低下している（図表6）。2010年に入ると、マレーシアで3月に利上げが実施された。インドでは3月、4月に続き7月にも利上げが実施された。

それ以外の国においても、過剰流動性の回収が図られている。とくに中国では不動産価格が高騰したため、その必要性が高まった。同国では輸出支援の観点から人民元の対米ドルレートが2008年秋口以降据え置かれ（図表11）、このための為替介入が過剰流動性を生み出す一因となった。政府は成長の維持を最優先して「適度に緩和した」金融政策を維持しつつも、不動産価格の抑制に本格的に乗り出し（詳細は「中国」の章を参照）、1月、2月に続き5月にも預金準備率を引き上げた。韓国でも住宅価格が再上昇する一方、住宅ローンの増加に伴い家計債務が増加傾向にある。韓国銀行は政策金利を据え置きつつも、債券発行を通じて流動性の回

(図表11) 各国通貨の対米ドルレート（月中平均）



(資料) データストリーム

収に努めてきている（7月9日、利上げを実施）。

他方、2008年9月のリーマン・ショックを契機に多くの国で通貨安が進んだ。減価が著しく進んだのは韓国、インド、インドネシアである。とくに韓国ウォンは2009年3月上旬に1,600ウォン近くまで下落した。その後、経常収支の改善や外貨準備高の増加、景気の回復などを背景に2009年春先から上昇に転じ、しばらく1,100ウォン台で推移していたが、欧州の金融不安や朝鮮半島の緊張の高まりにより2010年5月下旬に再び1,200ウォン台へ下落した（図表11）。

2. 2010年の展望

(1) 安定成長となる2010年

これまでみてきたように、アジア各国では2009年半ば以降景気回復傾向が強まっている。内外需の回復に支えられてアジアでは今後も成長が続くであろうが、①アメリカでは年後半から成長率が低下していくほか、欧州では景気低迷が長引くこと（2010年の成長率はアメリカが2.6%、EUが0.4%になると前提）、②アジアでも2009年に実施された消費刺激効果の反動が顕在化すること、③2010年後半に、中国や韓国などで利上げが実施される可能性が高いこと、④

2009年後半からの回復の反動と世界経済の成長鈍化により、輸出の増勢が徐々に弱まることなどの理由により、これまでの高成長から安定成長へ移行していくものと予想される。

中国とインドでは内需が旺盛なため、それぞれ9.6%、8.5%の成長となる見通しである。それ以外の多くの国では5～6%台の成長となろう（図表12）。他方、タイでは政治的混乱の影響により、4.0%の成長にとどまるものと予想される。

（図表12）アジア各国の成長率の実績と予測

	2007	2008	2009	2010 (予測)
韓 国	5.1	2.3	0.2	5.0
台 湾	6.0	0.7	▲1.9	5.8
香 港	6.4	2.2	▲2.8	6.4
タ イ	4.9	2.5	▲2.2	4.0
マレーシア	6.2	4.4	▲1.7	5.0
インドネシア	6.3	6.1	4.5	6.2
フィリピン	7.1	3.7	1.1	5.0
ベトナム	8.5	6.2	5.3	6.5
インド	9.2	6.7	7.4	8.5
中 国	14.2	9.6	8.7	9.6

（資料）日本総合研究所作成

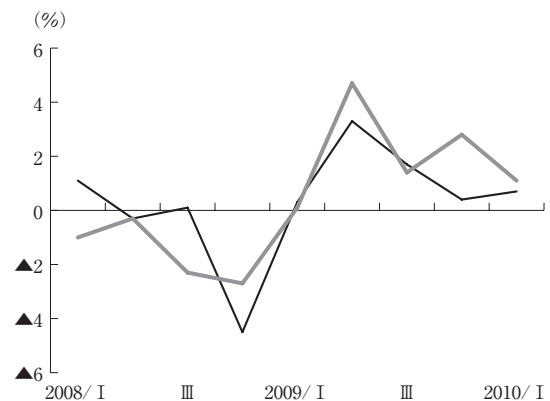
（注）インドは年度（4～3月）。

a. NIEs

韓国の2010年1～3月期の実質GDP成長率（前期比、以下同じ）は2009年10～12月期の0.2%を上回る2.1%（前年同期比は8.1%）になった。政府消費（5.8%増）と輸出（2.9%増）、設備投資（2.4%）が成長を牽引したのに対して、民間消費（0.7%増）と建設投資（1.3%増）は伸び悩んだ。政府消費が高い伸びになったのは予算の前倒し執行のためであり、民間消費が伸び悩んだことには、実質GDI（国内総所得）の増勢鈍化（図表13）と自動車販売刺激策終了（2009年末）による自動車販売台数の減少などが影響している（図表4）。

景気の回復に伴い所得・雇用環境が改善して

（図表13）韓国の実質GDIと民間消費の伸び（前期比）

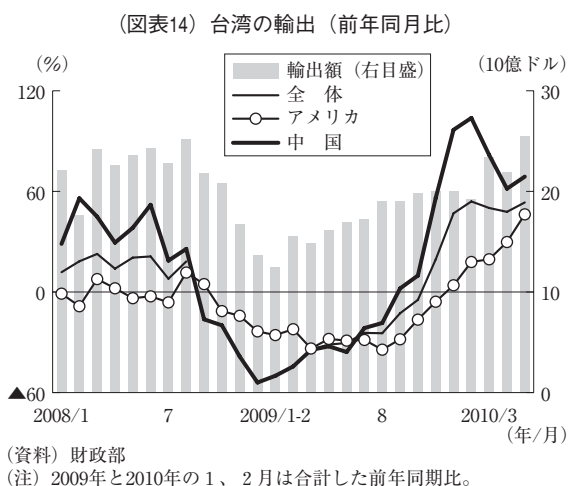


（資料）韓国銀行、Economic Statistica System

いる。民間部門の雇用増加と政府の臨時雇用事業再開により失業率が5月に3.2%へ低下したほか、臨時雇用の増加に伴い低所得層の収入が増加した（2010年1～3月期の「家計調査」）。こうした一方、①実質GDIの大幅な伸びが期待しにくいこと、②自動車販売刺激策の反動が年後半に顕在化していくこと、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、④インフレ予防と不動産価格の抑制を目的に年後半に利上げの実施が見込まれることなどが、消費を抑制するため、民間消費の伸びは4.5%程度となろう。半導体や液晶パネルなどに対する需要の高まりを受けて、財閥系企業では設備投資を上乗せする計画がある。また足元で国内機械受注額が増加傾向にあるため、設備投資の拡大が見込まれる半面、輸出はこれまでの急回復の反動や世界経済の成長鈍化などにより年後半に増勢が弱まる可能性が高い。2010年は5.0%の成長となろう。

台湾では輸出と民間投資が急速に持ち直したため（図表2）、2010年1～3月期の実質GDP成長率（前年同期比、以下同じ）は13.3%になった。輸出が42.2%増、総固定資本形成が26.3%増（民間部門は37.1%増）となったのに対し

て、民間消費は消費刺激策効果の反動で3.0%増と伸び悩んだ。足元では輸出額（通関ベース）が5月に金融危機前の最高水準を上回った（図表14）。中国向けの伸び率がやや低下してきたが、アメリカ向けが着実に回復している。失業率（季調済）は2009年9月の6.09%をピークに、2010年5月に5.22%へ低下した。今後もIT製品を中心に輸出が安定的に拡大し、これに伴い所得・雇用環境の改善が進むことが期待される一方、韓国同様に消費刺激策の反動が顕在化するため、消費の伸びは鈍化していくであろう。2010年は5.8%の成長になるものと予想される。

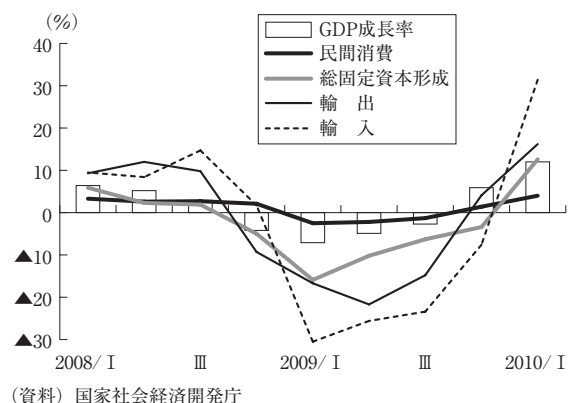


香港でも年後半に内外需の回復ペースが鈍化し、通年では6.4%の成長となる見通しである。世界経済の成長鈍化により欧米向けと合わせて、中国の加工貿易向け輸出の増勢が鈍化すること、個人消費もこれまでのような資産効果および所得・雇用環境の大幅な改善が期待できないため、伸びが低下することがその理由である。

b. ASEAN

タイでは2010年1～3月期の実質GDP成長率が2009年10～12月期の5.9%を上回る12.0%になった。民間消費4.0%増、固定資本形成12.6%

(図表15) タイの実質GDP成長率（前年同期比）



増と内需が回復したのに加え、輸出が16.2%増となった（図表15）。この景気回復に水を差したのが、3月から本格化したUDD（反独裁民主同盟）を中心とした反政府運動の高まりである。輸出向け製造業は工場の多くが郊外にあるためほとんど影響を受けなかったが、観光や飲食などサービス産業は国内外からのツアー中止、バンコク中心部の商業施設に対する放火、営業の自粛などに示されるように、甚大な被害を受けた。タイ中央銀行の月例経済報告書によれば、外国人観光客数は5月に前年同月比▲11.8%に、ホテルの客室稼働率は34.9%に低下した（3月は57.0%）。また、政治情勢が不安定化したことを契機に消費マインドが悪化しており、それが実体経済に影響を及ぼすことが懸念される。以上の点を踏まえると、輸出は引き続き堅調に推移すると考えられる一方、サービス輸出（観光）と消費の伸びが抑制されるため、通年では4%の成長にとどまるものと予想される。

マレーシアとインドネシアでは内外需の回復に支えられて、それぞれ5.0%、6.2%となる見通しである。インドネシアでは中間層の台頭もあり、消費が引き続き成長を牽引していくものと考えられる。また、マレーシア政府は3月に「マレーシア新経済モデル（New Economic

Model for Malaysia)」を公表した。持続的な経済社会の発展を目指し、一人当たりGDPを現在の8,000ドルから2020年には15,000ドルへ引き上げることを目標に掲げ、そのために、①市場原理の活用、②能力主義の導入、③透明性の確保、④産業基盤の強化を推進していく方針である。サービス産業では外資規制が緩和されるため、外国からの直接投資の増加が期待される。

フィリピンでは2009年半ば以降、民間消費が回復傾向にある。国内総支出の8割を占める民間消費が今後も安定的に拡大すること、輸出ならびに投資の回復が進むことにより、5.0%の成長となる見通しである。ベニグノ・アキノ新大統領には財政赤字の削減や新産業の育成、貧困の削減などへの取り組みを強化することが求められる。

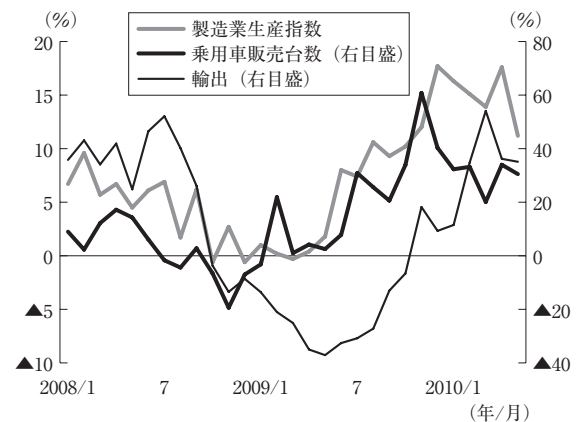
ベトナムの1～3月期の実質GDP成長率は5.3%となり、供給項目別では農林水産業が同3.5%、工業・建設業が5.7%、サービス業が6.6%であった。消費の拡大によりサービス産業が成長の牽引役となっている。また、2009年秋以降に実施された一連の政策効果により、インフレに歯止めがかかるとともに、貿易赤字が減少している。2010年は内外需の拡大に支えられて、6.5%の成長となろう。

c. インド、中国

インドでは内需の拡大に輸出の回復が加わり、2010年1～3月期の実質GDP成長率は8.6%へ加速した。足元では自動車販売が好調であるとともに、輸出も回復傾向にあり、製造業生産指数は2桁の伸びが続いている（図表16）。またIT関連サービス業界では海外からの受注が増加している。

2010年度（4月～3月）は内外需の拡大に支えられて、8.5%の成長になるものと予想される。

（図表16）インドの経済指標



（資料）CEICデータベース

成長の原動力の一つは、雇用・所得環境の改善に伴う消費の拡大である。都市部では建設業などの雇用機会が増加するとともに、公務員などの組織部門を中心に賃金の伸びが2桁になるものと予想されている。農村部では雇用促進プログラムが継続され、農業生産の回復と併せて農民の購買力の上昇につながるであろう。インフレ抑制を目的に追加的な利上げが見込まれるが、その影響は限定的となろう。二つ目は、固定資本形成の拡大である。内外需の回復を受けて新規設備投資の増加が期待されるほか、幹線道路の建設、港湾能力の拡充、各港湾と主要工業団地を結ぶ道路網の整備などインフラプロジェクトが進められている。さらに、世界経済の回復を受けてIT関連サービスの輸出が引き続き拡大していく可能性が高い。

中国では内需の拡大と輸出の回復により、1～3月期の実質GDP成長率が11.9%となった。2010年は4兆元規模の景気刺激策の継続や消費刺激策の拡充、輸出の回復などに支えられて、9.6%の成長となる見通しである。

消費刺激策として、6月1日より排気量1,600cc以下の低燃費乗用車購入に際して3,000元の定額補助が行われることになったほか、5

月末で終了予定であった一部家電製品の「以旧換新」（買い替えに対する財政補助）措置が2011年末まで延長された。その一方、政府は不動産価格の抑制や生産過剰業種における投資特性に本格的に乗り出した。預金準備率の引き上げと中央銀行手形の発行などを通じた過剰流動性の吸収のほか、不動産取引に対する直接的な規制が強められている。年後半には政策金利が引き上げられる可能性が高い。安定成長へ向け政府の手腕が問われる年となろう。

（2）今後の注意点

以上のように、アジア経済は総じて安定成長へ向かうものと予想される。物価動向に関しては十分に注意を払う必要があるが、幾つかの国で政策金利が引き上げ始められており、物価の上昇に歯止めがかかっている。このためインフレの加速、それによる金利の大幅上昇というシナリオは避けられる見通しである。

こうしたなかで今後注意すべきことの一つは、タイにおける政治情勢の行方である。政治混乱の長期化を懸念してアピシット首相は5月19日にデモ隊の強制排除に踏み切り、UDDリーダーを逮捕した。これにより事態は一応収束したものの、政局不安は払拭されていない。現政権の正当性を問う目的から選挙の前倒し実施が考えられるが、タクシン元首相を支持する政党が多くの議席を獲得することにより政治情勢が再び流動化しかねない。また、近年不安定な政治情勢が続いたため、海外からの投資の先送りや取り止めなどの動きが出てくる可能性がある。いずれも景気に対してマイナスの作用を及ぼす。

もう一つは、中国での動きである。まず、沿海部で最低賃金引き上げや賃上げの動きが広がっていることである。賃金の上昇は、①消費の拡大、②沿海部の産業高度化、③労働集約産業

の内陸部（あるいはアジア後発国）へのシフトなどのプラス効果をもたらす一方、ストライキの多発は生産停止の長期化や治安の悪化をまねく恐れがある。つぎに、人民元の上昇である。足元でインフレ懸念が高まっていること、政府が不動産価格の抑制に本格的に乗り出したこと、輸出の回復が進んでいることなどを踏まえると、年後半に利上げが実施されるとともに人民元が徐々に増価していく可能性が高い。人民元高が進展すれば、中国企業の海外進出が加速するであろう。すでにこの数年、海外での資源開発や先端技術の取得、市場の確保などを目的に中国の対外直接投資が拡大傾向にあり、中国企業による日本企業買収の件数が増加している。中国政府も対外不均衡を是正する目的で企業の海外進出を後押ししているため、今後、この動きが一段と活発になるものと予想される。アジア各国は中国からの投資を自国の経済発展に活用していくことが求められる。

上席主任研究員 向山 英彦

(2010. 6. 24)

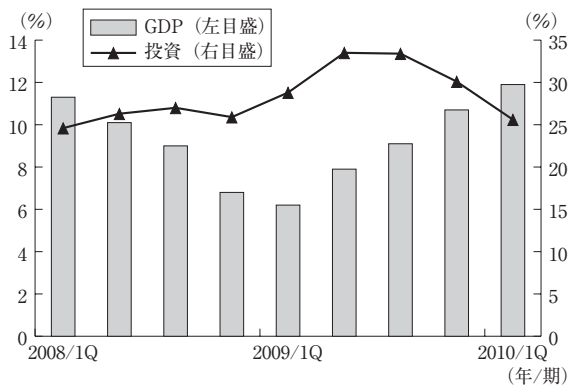
3. 中国経済

—2010年は9.6%成長、3年ぶりに前年実績を上回る見通し

（1）景気回復続くなか、高まるインフレ懸念

財政・金融両面から講じられた諸施策が奏功し、中国経済は2009年春以降急回復した。一時6%台に減速した実質GDP成長率（前年同期比）は、2009年10～12月期に10.7%、2010年1～3月期に11.9%と、2四半期連続で10%超の伸びを示した（図表17、注1）。

回復をもたらした原動力は、投資である。投資（資本形成）の寄与度は、2009年通年では、成長率8.7%に対して8.2%、2010年1～3月期

(図表17) 実質GDP成長率、全社会固定資産投資
(前年同期比)

(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。

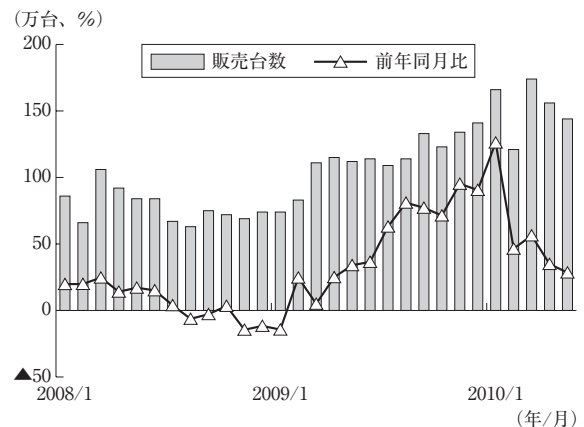
は、11.9%に対して6.9%と、最大の成長エンジンとしての役割を果たしている。

2010年入り後、押し上げ効果の減退等から、一部の指標において拡大ペースが鈍化しているものの、景気は引き続き回復過程をたどっている。投資は、1～3月期の全社会固定資産投資（年初からの名目累計額と対前年比伸び率が四半期に1回公表）が前年同期比25.6%増にとどまるなど、2009年後半以降伸び率の低下傾向がみられる。全社会固定資産投資の86.3%（2009年）を占める都市部（1月分を除き、累計額と伸び率が1カ月に1回公表）では、1～5月の伸び率が同25.9%と、1～4月に比べて0.2%ポイント低下している。ただし、比較対象である2009年前半は、4兆円規模の景気刺激策の執行を機に、投資が急伸していた。その押し上げ効果が減退していることに加え、政府は追加の景気対策として新規プロジェクトや支出規模の上乗せを実施していない。これらを勘案すると、投資の拡大ペースの減速は小幅なものにとどまり、むしろ高水準（前年同期比25%超）の伸びを保っているといえよう。

消費は、堅調な拡大を続けている。小売売上高の実質伸び率は、2009年11月以降前年比15%

前後で推移している（注2）。可処分所得の増加などの要因もあるにせよ、拡大の主因は政府による消費喚起措置の期間延長および拡充であろう。例えば、自動車関連では、排気量1,600cc以下の乗用車にかかわる車両購入税軽減措置が2010年末まで1年延長（減税幅は縮小）された。農村住民の自動車購入等に対する財政補助（「汽車下郷」）についても、2010年末までの1年延長を決定した。これらの措置により、2010年入り後も、販売台数は前年実績を大きく上回る水準で推移している（図表18）。半面、前年同月比をみると、伸びが緩やか（1月の126.2%増⇒5月には28.5%増に）になっている。排気量別では、1,000cc超～1,600cc以下の乗用車の伸び率低下が顕著であり、販売台数の順調な拡大を今後も維持できるか否かの岐路に直面している。

(図表18) 自動車販売台数



(資料) 中国汽車工業協会、CEICデータベース

外需は依然として、成長率の押し下げ要因（2010年1～3月期における純輸出の成長寄与度は▲1.2%ポイント）になっているものの、足元では回復の勢いを強めている。輸出は、2009年12月以降6カ月連続で前年比プラスを記録したことに加え、2月からは2008年同月の実績を上回っている。世界経済の急速な落ち込み

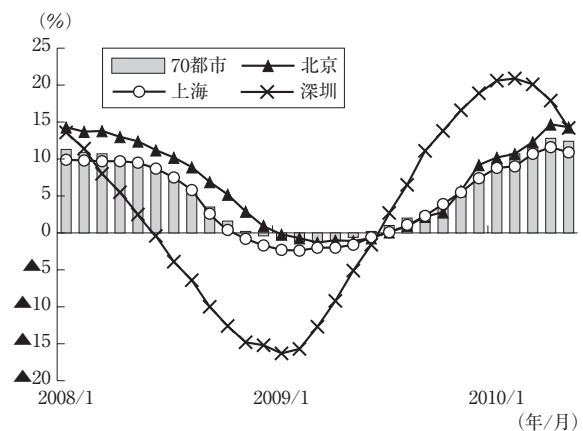
からの反転増に伴う部分を除いても、輸出額の一定の増加を期待できる状況に復帰したといえよう。

これに対して、工業生産の拡大や原油価格の上昇等を背景に、最近数カ月の輸入は輸出を総じて上回るペースで回復を続けている。この結果、貿易黒字の規模は縮小基調で推移し、3月には約6年ぶりの輸入超過となった。しかし、4月は16.1億ドル、5月は2010年入り後最大となる195.3億ドルの輸出超過を計上し、貿易黒字は規模縮小から拡大へ転じる兆しがみられる。

景気が回復傾向を続けるなか、インフレ懸念が高まっている。食品価格の高騰を背景に、消費者物価指数（CPI）は2009年11月に前年同月比プラスとなって以降上昇ペースが加速しており、2010年5月には+3.1%と、政府目標（通年の上昇率を+3%程度に抑制）を上回った（図表19）。生産段階の原材料価格も高騰しているため、CPIへの波及および上昇加速につながるおそれがある。

不動産価格の大幅な上昇は、CPI以上に深刻といえる。70都市の不動産価格指数をみると、前年同月比の上昇率が2009年末頃から急加速している（図表20）。4月は同+12.8%と、現行

（図表20）不動産価格指数の推移（前年同月比）



（資料）国家发展改革委员会、国家統計局

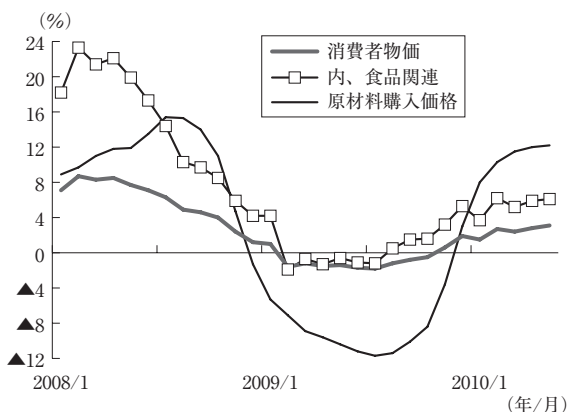
調査開始以降では最高の上昇率を記録した。5月は、後述の抑制策の効果もあり、同+12.4%と、若干鈍化したものの、高止まりといえる水準である。また、2008年後半以降の金融緩和や対米ドルレートの維持を目的とする為替介入により、過剰流動性が国内で生じ、不動産市場への資金の大量流入につながった。こうした経緯から、不動産価格の高騰は構造的であり、早期解決が容易ではない。民生向上や社会の安定維持などの観点からも、抑制策を継続する必要性は高まっている。

（2）成長持続と過熱抑制策の漸進的強化を両立させた経済運営へ

2010年後半から2011年にかけての中国経済を展望する際、最大の焦点は経済運営面で過熱抑制策を今後どの程度強化するかであろう。したがって、以下では、直近の取り組みや温家宝首相の発言に基づき、年央以降に想定される経済政策の概要を示した後、通年の経済成長率や景気の回復経路などについて検討する。

まず、2010年前半の過熱抑制に向けた主な動きを①金融、②不動産取引、③設備削減・投資抑制という三つの側面に分けて整理したい（図

（図表19）物価の推移（前年同月比）



（資料）国家統計局

（注）原材料購入価格は生産段階。

表21)。金融に関しては、1月、2月、5月の計3回、預金準備率の引き上げが実施された(図表22)。さらに、4月には3年物の中央銀行手形を1年10カ月ぶりに発行した。いずれも、過剰流動性の吸収強化策の一環である。半面、金融当局は基準金利を据え置き、利上げ回避の方針を堅持している。

不動産取引に関しては、国务院(中央政府)が4月17日に公表した通知に集約される。通知のポイントは、①2軒目以降の住宅購入に対する住宅ローンの頭金比率や金利条件の厳格化(2軒目購入の場合、頭金40%以上⇒50%以上、

金利も基準金利の1.1倍以上に設定)、②土地囲い込み等の違法行為を行う業者に対する罰則強化(土地購入制限や資格取消など)である(注3)。その一方、低所得者層向け等の住宅建設加速を打ち出し、抑制一辺倒の姿勢はとっていない。

設備削減・投資抑制に関しても、対策を強化している。例えば、4月6日に業種ごとに期限付きの削減目標を設定するとともに、未達成企業に対するペナルティ実施を盛り込んだ国务院の通知が発表された。これとは別に、省エネ・汚染物質排出削減に向け、生産過剰業種などにおける年内削減の数値目標を5月上旬に示したが、下旬にはその目標の大幅な上乗せ(製紙では、53万トン分⇒432万トン分の年内削減)を決定している。省エネ等の推進以上に、生産面からの過熱抑制を意図して目標を上方修正したと考えられる。

これらの対策は2010年後半以降も継続され、強化される可能性が高いと思われる。ただし、景気動向を踏まえ、ペースは漸進的なものにとどまるであろう。温家宝首相の天津市視察時(5月13、14日)の発言は、抑制強化に依然慎重な政府の姿勢を如実に示している。視察のなかで温首相は、生産過剰業種での設備増強投資や一部都市における住宅価格急騰に歯止めをかける決意を表明すると同時に、内外の経済情勢は極めて複雑との認識を示し、状況を踏まえた適度な見直しを図りつつ、「積極的な財政政策」および「適度に緩和した金融政策」を継続すると述べている。また、発言のなかでは、経済運営面におけるジレンマを示唆する表現が含まれており、成長持続と過熱抑制、いずれか一方に傾くリスクを間接的に指摘したものと推測される。

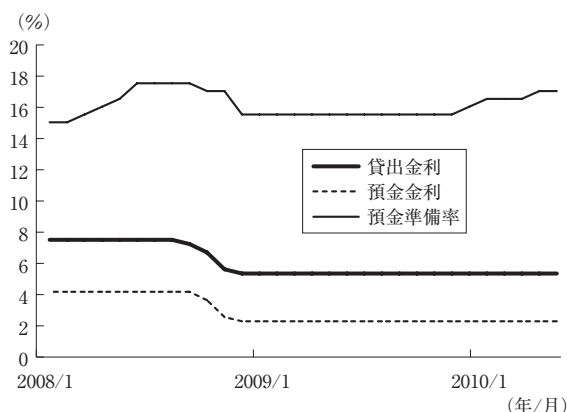
以上を総合すると、年央以降の経済運営は以下のようなシナリオが想定される。早ければ7

(図表21) 過熱抑制措置の強化(2010年前半)

対策項目	具体的な取り組み
過剰流動性の吸収	・ 1月、2月、5月の計3回、預金準備率の引き上げを実施 ・ 3年物の中央銀行手形を1年10カ月ぶりに発行(4月)
投機的な不動産取引の抑制	・ 2軒目の購入時には、ローンの頭金比率を50%以上、金利は基準金利の1.1倍以上に設定 ・ 未利用状態の土地を回収し、住宅建設に充当
生産過剰業種等における設備削減、投資抑制	・ 小炭鉱8,000カ所を年末までに閉鎖し、2億トン分の生産能力削減など、業種ごとに期限付きの削減目標を設定 ・ 未達成企業に対するペナルティの実施(生産許可証の取消、電力会社に当該企業への供給停止要請など)

(資料) 中国政府公式サイトなど

(図表22) 法定基準金利、預金準備率



(資料) 中国人民銀行

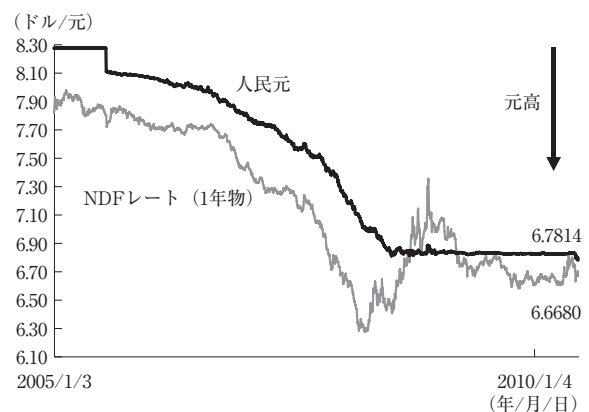
(注) 預金準備率は、大手銀行の数値。

月下旬、遅くとも年内に開催されるいずれかの共産党中央政治局会議において、景気過熱対策強化の方針が打ち出されるものの、成長持続よりも優先させることは考えにくい（注4）。胡錦濤政権は、成長持続と過熱抑制を両立させた経済運営方針に基づき、各種施策を今後執行していくであろう。

財政政策では、「積極的な財政政策」の継続は十分可能と考えられる。2010年予算は、過去最大の1兆500億円の財政赤字（中央＋地方）を計上したが、対GDP比は2.8%にとどまると見込んでいる。国債発行残高については、7.1兆円と見積もったが、これは2010年の対GDP比19.0%に相当する（注5）。いずれも、財政健全性の目安とされる単年の財政赤字対名目GDP比3%、債務残高同60%を下回る水準である。4兆円の景気刺激策や消費喚起策等の実施に支障をきたすことはないであろう。

金融政策では、基準金利の引き上げが確実視される。半面、大幅な利上げは、景気の失速をもたらしかねない。メリット、デメリットを総合的に勘案し、政府は年内の引き上げ回数および引き上げ幅（通常の金利調整は0.27%ポイント）を最小限にとどめるであろう。また、物価対策の観点から、人民元の切り上げは必要と考えられるものの、大幅な元高は輸出への影響が懸念される。こうした点を踏まえ、6月19日の中国人民銀行の声明は、人民元レートの弾力性を高めると述べる一方、急激な切り上げを否定する内容になっている。声明発表後の最初の取引日となった21日の人民元対米ドルレート（終値）は、1米ドル＝6.7976元と、前週末の終値より0.42%上昇したが、このペースで元高が進むとは考えにくく、年末までに3～5%程度の増価にとどまるとみられる（図表23）。

（図表23） 人民元レート



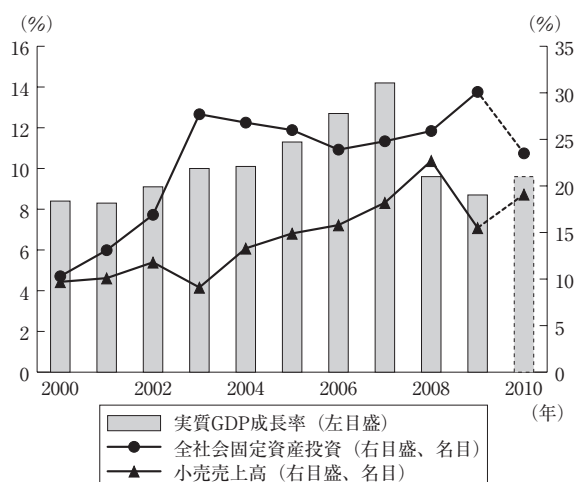
（資料） Datastream

（注） 最新は、2010年6月30日。

（3） 年末にかけて緩やかな減速傾向をたどり、2010年通年の成長率は9.6%に

過熱抑制策の推進により、年後半にかけて景気回復の勢いは鈍化するものの、成長持続の流れを維持すべく、政府は引き締め強化のペースを漸進的なものととどめるであろう。内需の拡大持続、消費喚起措置の追加、輸出の着実な回復などが期待されることから、2010年通年の実質GDP成長率は9.6%となり、3年ぶりに前年実績を上回る見通しである（図表24）。

（図表24） 経済成長率と主要経済指標見通し



（資料） 国家統計局

（注） 2010年の数値は、日本総合研究所の予測。

需要項目別に展望すると、投資は、2009年のような大幅な伸び（前年比30.1%増）は期待しにくい。その理由として、まず新規着工案件に対する審査厳格化という政府方針があげられる。加えて、省エネ目標（2010年末までに単位GDP当たりのエネルギー消費を2005年比20%削減というものであるが、2009年までの累計では同14.38%減にとどまる）の達成を目指し、設備削減目標未達成の企業、さらには当該企業所在地の地方政府にペナルティを科す方針が示された。そのなかには、新規プロジェクトを許可しないことも含まれており、企業や地方の投資意欲を冷え込ませるおそれがある。さらに、生産過剰業種への引き締め強化についても、投資の伸びを抑える要因となろう。

半面、投資拡大へのプラス効果が期待される要因も幾つか指摘できる。例えば、4兆元規模の景気刺激策は、投資の押し上げに引き続き寄与するものと期待される。2010年予算によると、中央政府負担分1.18兆元のうち、最終年である2010年には5,722億元を投入することになっているが、これは2009年の実績を684億元上回る規模（2008年中に、1,040億元を投入）である。

加えて、国務院は、インフラ整備や医療、教育サービス等への民間資本の参入奨励を明記した通達を5月に発令した。民間企業は、国有企業に代わる新たなけん引役として期待されている。中国経済の活性化や成長持続の観点からも、民間部門が投資しやすい環境の整備は、推進すべき取り組みである。政府が新エネルギー、省エネ・環境保護、バイオ・医薬などを振興するという方針を打ち出していること、さらには2010年の年間新規貸出目標を7.5兆元と、企業の資金調達に配慮（金融引き締めが実施されていた2007年および2008年の新規貸出規模は、それぞれ3.6兆元、4.9兆元）したと思われる水準に設

定したことも、投資の拡大をもたらす一因となろう。

以上を総合し、2010年の全社会固定資産投資の名目伸び率は23.5%と、前年より6.6%ポイント下回るものの、堅調な拡大を持続する見通しである。

消費においては、次の2点が注目される。第1に、政府による需要喚起策の拡充である。自動車関連では、排気量1,600cc以下の低燃費乗用車を購入する際、3,000元の定額補助が6月1日より行われることになった。上海等の5都市限定ながら、電気自動車を購入した個人に対する最大6万元（種類によっては、最大5万元）の補助も試験的に実施される。家電では、5月末で終了予定であった一部製品の「以旧换新」（買い替えに対する財政補助）措置が、2011年末まで延長されるとともに、対象省・直轄市・自治区を従来の北京や上海など計7カ所から24カ所へ拡大した（注6）。

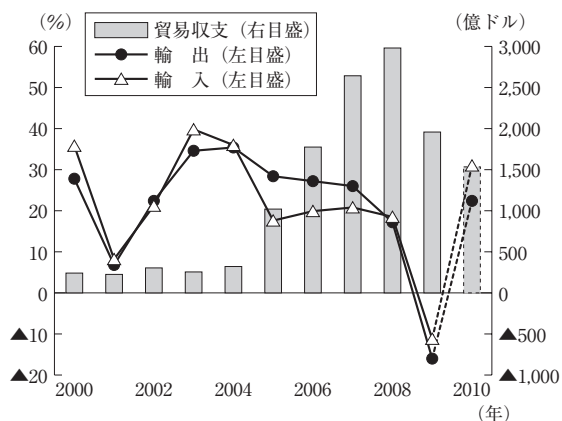
第2に、雇用・所得環境の改善である。2010年第1四半期末の都市部登録失業率は4.2%と、前四半期より0.1%ポイント低下した。失業率の低下（改善）は、2007年第3四半期以来である。失業者数も、3四半期ぶりに減少（前期末比2万人減）した。加えて、沿海部を中心に、最低賃金水準の引き上げや賃上げが相次いでいる。直接的な理由は、ワーカー不足や労働待遇改善要求への対応であるが、所得増や分配見直しによる消費の持続的拡大という胡錦濤政権の方針に後押しされた動きであるともいえよう。

これらの要因が年後半の消費マインドを上向かせ、2010年の小売売上高の名目伸び率は19.1%と、前年実績を3.6%ポイント上回る見通しである。

外需では、年前半にみられた急回復の反動と世界経済の成長鈍化を受け、前年同月比の伸び

が低下傾向をたどるようになる。とはいえ、2008年の同期を上回る水準まで回復していることや内需の拡大、主要相手先の経済動向等を考慮すれば、通年の輸出入はいずれも前年比2桁台の増加となる可能性が高い（図表25）。輸出は、前年比22.4%の拡大が見込まれる。4月中旬～5月上旬に開催された第107回中国輸出入商品交易会では、前回（2009年10月中旬～11月上旬）より輸出成約額が12.6%増加した。年央以降も輸出の着実な増加を期待できよう。輸入は、内需の拡大や資源価格の上昇を背景に、前年比31.0%増となる見通しである。その結果、通年の貿易黒字額は2009年を若干下回るものの、純輸出が成長を大きく押し下げた状況は解消される見込みである。

（図表25） 輸出入伸び率（対前年比）と貿易収支



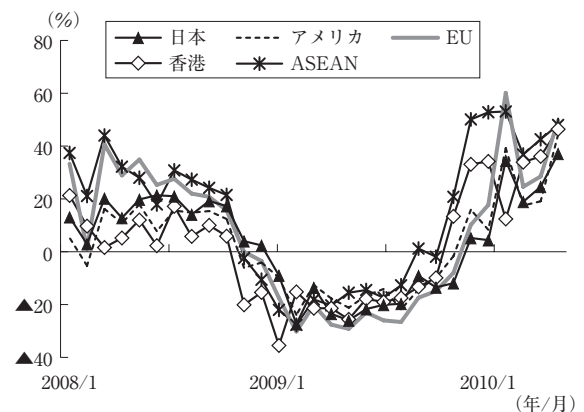
（資料）海関総署「海関統計」

（注）2010年の数値は、日本総合研究所の予測。

当面の景気下振れリスクとして、①成長持続と過熱抑制の両立に失敗した経済運営、②欧州での金融不安による輸出の落ち込み、③急激な賃金上昇に伴う景気の失速が指摘される。

現時点では、EU向けおよび他の主要相手向け輸出は増勢を続けている（図表26）。また、財政危機が深刻なギリシャ向けは、中国の2009

（図表26） 主要国・地域向け輸出（前年同月比）



（資料）海関総署「海関統計」

年の輸出全体の0.3%に過ぎず、このまま終息に向かえば、輸出へのインパクトは軽微と考えられる。ただし、最大の輸出相手であるEUの実体経済にも金融不安の影響が波及した場合、輸出の回復傾向を大きく損ねる局面も危惧されよう。

賃上げの実施は、消費の底上げや消費主導型の経済成長への転換に不可欠と考えられるが、拙速な実施はインフレを加速させかねない。価格への転嫁も容易ではないとみられることから、企業経営の圧迫や雇用喪失などによる景気の落ち込みを惹起しかねない。胡錦濤政権には、推進一辺倒に陥らず、デメリットを考慮した複眼的な対応が求められる。

（注1）中国人民銀行の試算では、2010年1～3月期の前期比成長率（年率）は12.2%と、4四半期連続で10%の大台を上回るとともに、最も高い伸びとなった。中国経済の回復持続を示す結果といえよう。なお、国家统计局は、前期比年率の成長率を公表していない。

（注2）2010年1月から、小売売上高の地域区分の変更とともに、統計対象範囲が拡大された模様である。そこで、本見通しでは名目値を単純に実質化せず、国家统计局発表の小売売上高の名目伸び率（対象範囲の変更を踏まえ、伸び率を算出）で実質化している。

（注3）地域の状況に応じて、3軒目以降のローンを一時的に組めない場合があるとも規定されている。

（注4）中央政治局会議は、経済のみを討議するわけではな

いものの、全国人民代表大会（国会）や共産党の中央委員会全体会議が年1回の開催に対し、ほぼ1カ月に1回程度の頻度で開催される。

（注5）1兆500億元が名目GDPの2.8%相当と想定した予算から、2010年の予想名目GDPを逆算した。

（注6）「以旧换新」措置は、自動車に関しても実施されているが、その期限も5月末から7カ月延長された。

副主任研究員 佐野 淳也

(2010. 7. 1)

4. インド経済

—景気回復が加速する

(1) 2009年度の実質GDP成長率は7.4%

インドの景気は、順調に回復している。2009年度（2009年4月～2010年3月）の実質GDP成長率は、世界金融危機の影響を受けた2008年度の6.7%を上回る7.4%となった（図表27）。産業別にみると、農業部門0.2%（前年度は1.6%）、鉱工業部門9.3%（同3.9%）、サービス業部門8.5%（同9.8%）であった。

農業部門では、2009年6～9月の降雨量が平年を約23%下回ったことから多くの地域で早魃に見舞われ、10～12月期の伸び率がマイナスとなったほか、一部の作物では1～3月期まで影響が残った。インドでは、長年にわたり農業改革を実施してきたにもかかわらずかんがい設備

が不足しており、農業生産が不安定な状況が改善していない。

鉱工業部門は世界金融危機の影響を大きく受け、2008年度後半に大幅に減速したが、2009年度入り後は回復に転じ、その後の景気回復をけん引した。その背景には、世界景気の底打ちに伴う株価の上昇、企業収益の回復、資金調達環境の改善などにより企業マインドが回復したことがある。とくに7～9月期以降、企業の生産投資活動が活発化し、製造業の伸び率は前年の3.2%から10.8%に上昇して鉱工業部門回復のけん引役となった。また、鉱業では石炭や天然ガスの生産が伸びたほか、インフラ建設や個人住宅建築の増加に伴い、建設業は6.5%と前年の5.9%を上回る伸びとなった。

2009年度の鉱工業生産指数伸び率は、前年の2.8%から10.4%に上昇した（図表28）。とくに2009年10月以降は6カ月連続で前年比2桁の伸びとなった。このうち製造業は通年で10.9%（前年は2.8%）伸びたが、業種別にみると、自動車生産の好調などを反映して、運輸設備・部品（24.4%）、運輸以外の機械設備（21.0%）、機械設備以外の金属製品・部品（15.6%）、ゴム・プラスチック・石油・石炭製品（15.3%）などの伸びが顕著であった。また、用途別にみ

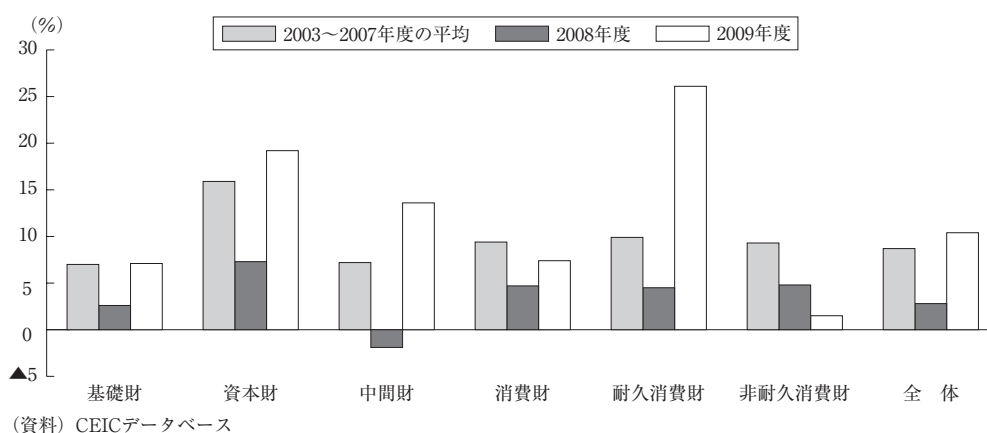
（図表27）産業部門別のGDP成長率

（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	7～9月	10～12月	1～3月	
実質GDP成長率	9.2	9.3	9.4	9.7	8.5	6.7	7.8	7.5	6.1	5.8	7.4	6.0	8.6	6.5	8.6
農業部門	4.7	3.1	3.9	8.7	2.1	1.6	3.2	2.4	▲1.4	3.3	0.2	1.9	0.9	▲1.8	0.7
鉱工業部門	9.5	10.5	10.5	9.6	7.6	3.9	6.5	5.6	1.6	2.1	9.3	4.6	7.8	11.1	13.3
うち鉱業	3.9	1.1	4.6	4.4	5.1	1.6	2.6	1.6	2.7	▲0.3	10.6	8.2	10.1	9.6	14.0
うち製造業	10.3	12.1	10.3	10.7	8.3	3.2	5.9	5.5	1.3	0.6	10.8	3.8	9.1	13.8	16.3
うち電気・ガス・水道	8.5	10.2	9.1	7.1	7.8	3.9	3.3	4.3	4.0	4.1	6.5	6.6	7.7	4.7	7.1
うち建設業	10.0	10.7	13.1	9.6	7.1	5.9	9.8	7.2	1.1	5.7	6.5	4.6	4.7	8.1	8.7
サービス業部門	10.5	10.7	10.2	10.2	10.9	9.8	9.8	9.6	11.4	8.3	8.5	7.9	10.7	7.2	8.4
うち商業・ホテル・運輸・通信	10.7	11.9	9.5	10.7	10.9	7.6	10.8	10.0	4.4	5.7	9.3	5.5	8.5	10.2	12.4
うち金融・保険・不動産	13.2	14.0	13.8	13.3	11.9	10.1	9.1	8.5	10.2	12.3	9.7	11.8	11.5	7.9	7.9
うち地域・社会・個人サービス	6.7	4.2	7.0	5.3	9.8	13.9	8.7	10.4	28.7	8.8	5.6	7.6	14.0	0.8	1.6

（資料）Center for Monitoring Indian Economy

(図表28) 鉱工業生産指数（前年比伸び率）の変化



ると、内需の好調を反映して資本財が19.2%、中間財が13.6%伸びた。また、耐久消費財が26.1%と大きく伸びたものの、非耐久消費財が1.5%にとどまったため、消費財全体では7.4%となった。なお、4月の鉱工業生産指数は前年同月比17.6%と、引き続き高い伸びとなっている。

一方、サービス業部門の伸び率は前年を下回った。これには、景気刺激のための政府支出の伸びが前年度を下回り、公務員の給与引き上げや社会セクターのプロジェクト向けの政府支出などを反映する地域・社会・個人サービス業の伸び率が大幅に低下したことが影響した。これに対し、商業・ホテル・運輸・通信業は、海外からの渡航客数が増加してホテルや交通機関の利用が回復したこと、世界金融危機に際して機能不全に陥った貿易金融が拡大したこと、携帯電話の新規契約件数が急増したことなどを背景に、前年を上回る伸びとなった。金融・保険・不動産業は、銀行信用の回復が遅れたことなどから前年を下回る伸びとなった。

2009年度の成長率を需要項目別にみると、固定資本形成が年度後半に伸び率を高めたことや、輸出よりも輸入の減少幅が大きかったことが成長率上昇に貢献する一方、個人消費や政府消費は前年よりも伸び率が低下した（図表29）。企

業の投資が急増し、プロジェクトの完成が集中したことから、1～3月期の固定資本形成は17.7%の伸びとなった。対内直接投資も堅調を維持しており、2008年（暦年）の410億ドルからはやや減少したものの2009年に350億ドルとなっている。一方、個人消費についてみると、消費者心理が改善しており、耐久消費財の購入が好調であるものの、後述する通り価格の上昇が著しいため、食料品の消費がほとんど伸びていない。また、農業生産の不調が農家所得の伸び悩みを招いている。さらに、景気刺激策が縮小に向かいつつあることも、農村部の需要抑制要因となっている。中央政府の支出額（名目）は2008年度に24.0%伸びたが、2009年度は15.2%にとどまった。

通関ベースの輸出入についてみると、2009年度の輸出は前年比2.7%減（前年度は7.0%増）の1,698億ドル、輸入は同4.9%減（同14.6%増）の2,732億ドルとなった。輸出は世界的な需要減退により多くの製品で伸び悩み、2008年11月から2009年9月まで、12月を除き前年同月比2桁減が続いた。その後は金額の増加と前年の反動から伸び率が高まり、4月には36.2%増となっている（図表30）。一方、石油関連が全体の約3分の1を占める輸入も、2009年1月から9

(図表29) 需要項目別のGDP成長率

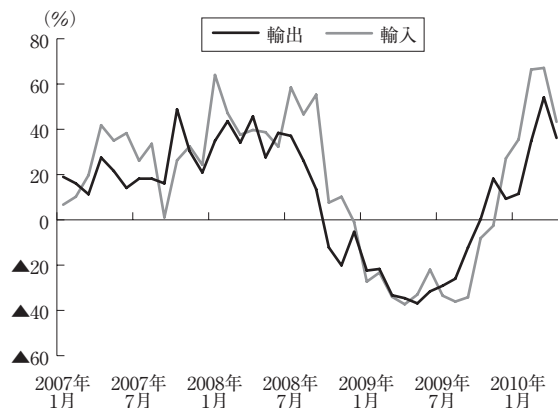
(前年同期比、%)

	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	7～9月	10～12月	1～3月
実質GDP成長率	9.6	10.4	8.9	10.6	8.7	5.1	7.3	6.9	3.0	3.8	7.7	5.2	6.4	7.3	11.2
個人消費	9.8	9.9	8.8	10.0	10.6	6.8	8.4	7.6	6.4	5.1	4.3	2.9	6.4	5.3	2.6
政府消費	9.7	▲0.3	12.4	4.2	21.1	16.7	3.7	7.5	59.0	2.5	10.5	15.3	30.5	2.5	2.1
固定資本形成	15.2	15.7	18.3	16.4	11.2	4.0	6.5	7.3	▲0.1	2.7	7.2	▲0.7	1.6	8.8	17.7
輸 出	5.2	1.9	▲0.6	13.5	6.0	19.3	35.1	33.3	12.3	1.4	▲6.7	▲16.0	▲15.8	▲7.5	14.2
輸 入	10.0	1.6	0.9	12.8	24.6	23.0	34.4	45.2	23.2	▲4.4	▲7.3	▲8.5	▲10.5	▲5.8	▲3.7

(資料) Center for Monitoring Indian Economy

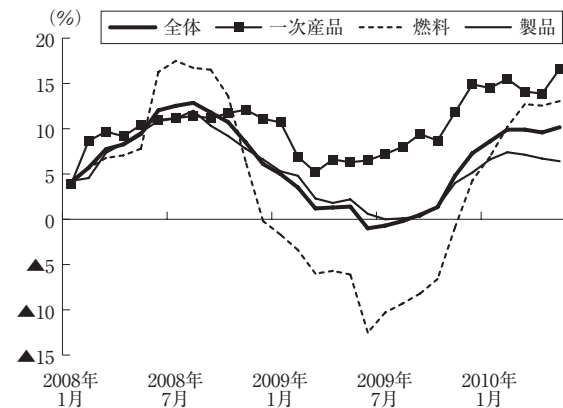
(注) 算出方法が異なるため、実質GDP成長率は図表27と必ずしも一致しない。

(図表30) 輸出入の前年同月比伸び率の推移



(資料) CEICデータベース

(図表31) 卸売物価指数の前年同月比伸び率



(資料) CEICデータベース

月まで前年同月比2桁減が続いた。その後は内需の回復を受けて急増し、4月には43.3%増となった。このような輸出入の推移を反映し、最近では貿易赤字が拡大する傾向にある。

卸売物価(WPI)上昇率は、原油価格の低下や世界的な景気減速により2009年6～8月に前年比マイナスとなったが、11月以降、上昇が顕著となった(図表31)。これは、降雨量不足による農産物生産の不調や一部品目の国際価格の上昇から一次産品価格(とくに紅茶・野菜・砂糖など)が高騰したこと、原油価格が上昇に転じるとともに国内の石油・ディーゼル価格が引き上げられたことから燃料価格が上昇したことなどによる。物価上昇は製品価格にも波及し、5月のWPIは前年同月比10.2%と高止まりが続

いている。

一方、景気の回復とともに資本流入が拡大している。2009年4～12月の経常収支赤字が前年同期の▲275億ドルから▲303億ドルに拡大する一方、資本収支黒字が58億ドルから432億ドルに急増した結果、総合収支は▲204億ドルから113億ドルに改善した(図表32)。経常収支赤字が拡大したのは、石油製品などを中心に輸出の伸びが輸入を上回ったために貿易赤字が縮小したものの、ほぼ前年並みを維持したソフトウェア以外のサービス輸出が伸び悩んだことが主因である。

資本収支黒字の急増は、ほとんどが対内証券投資の拡大によるものである。海外機関投資家による2009年度の株式買い越し額は、前年度の

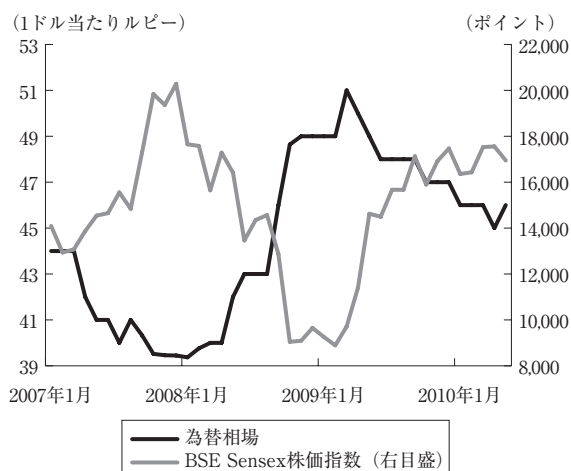
(図表32) 国際収支の推移

	(百万ドル)		
	2007年度	2008年度	2009年度
経常収支 (①)	▲15,737	▲28,728	▲30,330
貿易収支	▲91,467	▲118,650	▲89,515
輸出	166,162	189,001	124,473
輸入	257,629	307,651	213,988
サービス収支	38,853	49,631	24,602
所得収支	▲5,068	▲4,507	▲4,957
経常移転収支	41,945	44,798	39,540
資本収支 (②)	106,585	7,246	43,207
直接投資	15,893	17,498	16,534
流出	▲18,835	▲17,495	▲10,030
流入	34,728	34,992	26,564
証券投資	27,433	▲14,030	23,600
流出	163	▲177	▲70
流入	27,270	▲13,853	23,670
その他投資	63,259	3,778	3,073
誤差脱漏 (③)	1,316	1,402	▲1,577
総合収支 (①+②+③)	92,164	▲20,080	11,300

(資料) インド準備銀行

(注) 2009年度は4～12月期。

(図表33) 為替レート・株価の推移

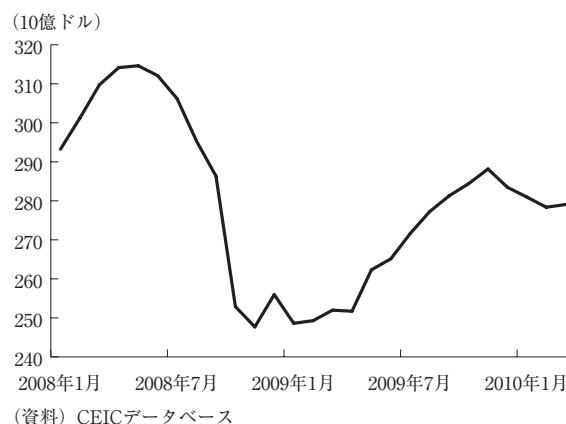


(資料) Datastream, CEICデータベース

▲4,825億ルピーから1兆1,075億ルピーに急増した。代表的な株価指数であるBSE Sensex指数は3月末に17,528ポイントと1年間で約81%上昇したが、これは途上国のなかでもとくに大きな上昇幅である(図表33)。

国際収支の好転を反映し、外貨準備は2009年度に271億ドル増加して3月末に2,791億ドルとなっている(図表34)。また、ルピーは2009年

(図表34) 外貨準備残高の推移



(資料) CEICデータベース

3月末の1ドル=52ルピーから、今年4月にはリーマン・ショック直前の2008年9月初め以来の高値である1ドル=44.4ルピー台に増価した。実質実効ベースでは、2009年度に約11%の増価となった。

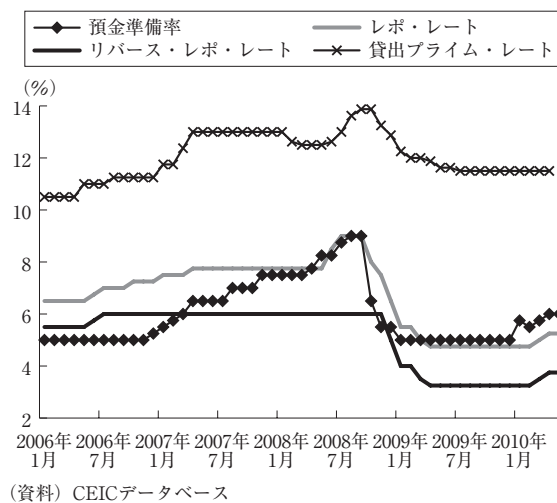
ルピーの増価は輸出業者や国内市場で輸入品と競合する製品を販売する業者にとって不利となるため、政府は景気対策として開始した労働集約的な輸出産業に対する銀行融資の利子補給(2%)を継続している。

(2) 財政金融政策による対応

このように、2009年度には鉱工業部門をけん引役として景気が回復したが、これを側面支援したのが景気刺激策としての財政金融政策の実施である。

2008年9月に国内で流動性危機が生じたことを受けて、金融政策は緩和スタンスに転じた(図表35)。準備銀行は、多様な流動性供給強化策、資本流入促進措置、優遇的な輸出信用制度を実施すると同時に、預金準備率(CRR)を9.0%から5.0%に、法定流動性比率(SLR)を25%から24%に、レポ・レート(Repo rate)を9.0%から4.75%に、リバース・レポ・レート(Rate of Reverse Repo)を6.0%から3.25%に引き下げた。

(図表35) 政策金利等の推移



その後、景気が回復し、インフレ懸念も高まったことから、出口戦略が開始された。準備銀行は、2009年10月に流動性供給強化策の一部を廃止するとともに法定流動性比率を24%から25%に戻したのに続き、1月には預金準備率を5.0%から5.75%に引き上げた。さらに、3月と4月には政策金利を0.25%ずつ引き上げた。6月現在、預金準備率は6.0%、レポ・レートは5.25%、リバース・レポ・レートは3.75%となっている。

一方、財政政策についてみると、2008年12月から2009年2月にかけて3度にわたる計1兆

8,600億ルピー（GDP比3.5%）の景気刺激策が実施され、財政赤字が急拡大した（図表36）。2009年度も支出拡大や減税が継続され、財政赤字の対GDP比率は▲6.7%となった。今年2月に発表された予算案では、中央政府の歳出の伸びは2009年度の前年比15.2%増（前述）から2010年度には8.9%増に引き下げられ、財政赤字の対GDP比率は▲5.5%に低下することが見込まれている。財政支出の経済成長への寄与は、低下せざるをえない。

(3) 2010年度の実質GDP成長率は8.5%と予測

2010年1～3月期の実質GDP成長率は事前予想をやや上回り、前年同期比8.6%となった。また、2009年10～12月期の実績は、当初発表の6.0%から6.5%に上方修正された。

財政金融政策の機動的な実施もあり、世界金融危機の影響を短期間で脱したインドでは、企業の生産投資活動の活発化が目覚しく、景気回復が鮮明となっている。今後もこの傾向が続き、2010年度の実質GDP成長率は8.5%程度となることが予想される。消費者や企業のマインドが一段と改善し、内需の伸びが加速するとともに、昨年半ば以降の輸出回復が持続することが期待される。

(図表36) 中央政府の財政収支の推移

	(10億ルピー、%)					
	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
歳入	3,597	4,408	5,858	5,470	6,062	7,273
經常収入	3,475	4,344	5,419	5,403	5,755	6,822
税収	2,703	3,512	4,395	4,433	4,594	5,341
その他	772	832	1,023	969	1,160	1,481
資本収入	122	64	439	67	308	451
歳出	5,061	5,834	7,127	8,840	10,185	11,087
經常支出	4,398	5,146	5,944	7,938	9,080	9,587
うち利払い	1,326	1,503	1,710	1,922	2,116	2,487
資本支出	664	688	1,182	902	1,105	1,500
財政収支	▲1,464	▲1,426	▲1,269	▲3,370	▲4,123	▲3,814
対GDP比率	▲4.1	▲3.5	▲2.7	▲6.0	▲6.7	▲5.5

(資料) インド財務省

(注) 2009年度は実績、2010年度は2010年2月時点の見込み。

ここでの前提は、降雨量が平年並みになるという一般的な予測が実現することである。その結果、農業部門の成長率は5%前後になると予想される。

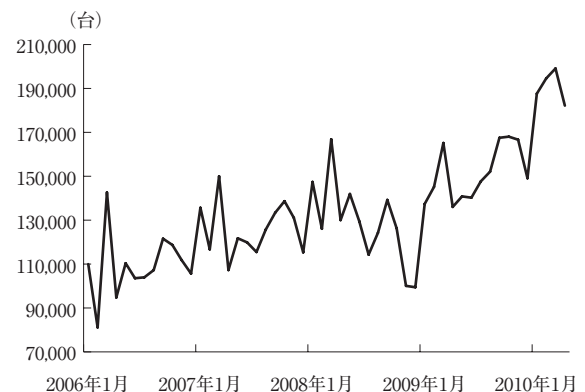
図表29に戻り、需要項目別の動向をみると、個人消費の伸び率は2008年度の前年比6.8%から2009年度には同4.3%に減速した。これは、すでにみた通り、食品価格の上昇、農業生産の不調、景気刺激策の縮小などが影響したことによるとみられる。

景気刺激策の縮小が今後も続くことによる影響はあるものの、2010年度の個人消費は7～8%程度伸びると考えられる。その要因は、第1に、雇用所得環境の改善である。雇用者数は世界金融危機の影響を受けて一時減少したが、すでに増加に転じている。都市部では、投資がいち早く回復して建設業などで雇用機会が増加している。加えて、公務員などの組織部門を中心に賃金の大幅な伸びが見込まれており、伸び率は公務員が27%程度、民間企業が14～15%と予想されている。一方、農村部では雇用促進プログラムや農産物の価格支持政策などが継続されており、降雨量の正常化による農業生産の回復や農業部門融資の伸びなどと併せて農民の購買力上昇につながることが期待できる。

第2に、資産効果である。株価が上昇傾向を維持するとともに、不動産価格も堅調となっている。地域による差はあるが、準備銀行の調査によると、ムンバイでは住宅価格が世界金融危機以前の水準を上回っている。今後も資本流入の拡大が見込まれることなどから、資産価格の上昇傾向が続こう。

第3に、構造的な要因である。所得水準の上昇や都市化の進展に伴い、消費に占める食品等の必需品の割合が低下する一方、住宅や耐久消費財（家具・家電製品・自動車など）、携帯電

（図表37）国内乗用車月間販売台数の推移



（資料）CEICデータベース

話などの割合が上昇している。例えば、国内乗用車販売台数は、2008年度の155.3万台（前年比0.2%増）から2009年度には194.9万台（同25.5%増）と急増している（図表37）。世界金融危機の発生などにより中断していた耐久消費財ブームが再開したことが個人消費を支えており、今後もこの傾向が持続するものとみられる。

次に、固定資本形成は、2008年度の前年比4.0%から2009年度には同7.2%に回復した。世界景気の底打ちや輸出の増加、企業収益の回復などに伴い、企業マインドが改善して生産投資活動が活発化した。1～3月期の17.7%を維持することは難しいとしても、2010年度の伸び率は10～11%程度になると考えられる。

その要因は、第1に、個人消費や輸出の伸びが期待され、企業マインドが一層高まると考えられることである。セメント・鉄鋼・アルミニウム・自動車・タイヤ・製紙などの業種を中心に多くの投資プロジェクトの実施が見込まれているが、鉱工業生産指数の高い伸びが維持されることから設備稼働率が上昇し、新規設備に対する投資意欲がさらに高まることが期待される。

第2に、資金調達環境が改善していることである。2008年度の非金融一般企業の資金調達額は、海外からの調達、国内での株式発行、銀行

(図表38) 民間部門への資金フロー

(10億ルピー)			
	2007年度	2008年度	2009年度
非食料部門銀行信用	4,448	4,211	4,738
(その他国内)	2,552	2,285	2,931
非金融企業の株式発行	515	136	272
非金融企業の債券発行	682	670	1,104
CP発行	107	107	417
住宅金融会社による融資	418	176	161
ノンバンク融資等	830	1,196	979
(海外)	3,063	1,844	2,038
対外商業借り入れ	911	353	127
非金融企業のADR、GDR発行	118	47	147
対外短期借り入れ	639	▲9	159
直接投資	1,394	1,453	1,605
合計	10,063	8,340	9,708

(資料) インド準備銀行

信用がいずれも減少し、前年比17.1%減の8.3兆ルピーとなったが、2009年度は同16.4%増の9.7兆ルピーと、ほぼ2007年度並みに回復した(図表38)。国内で株式・債券・CPなどの発行が拡大したほか、海外からの調達も対外商業借り入れ以外は増加した。銀行信用は伸び悩んでいたが、1～3月期に急増した。

海外からの資本流入増加や内外株価の上昇などを背景に、2010年度の資金調達額はさらに拡大することが見込まれる。金融引き締めの影響は限定的であろう。企業収益が順調に回復していることも、資金調達面でプラス材料となる。また、対内直接投資の増加は、資金調達のみならず、技術導入や新規産業育成、輸出促進などにもつながる。当面、GDPに占める製造業のウエートの上昇が続くものと思われる。

第3に、インフラ整備が拡大することである。第11次5カ年計画(2007～2011年度)におけるインフラ整備への目標投資額は約5,000億ドル、第12次5カ年計画では約1兆ドルとなっており、今後、予算の重点配分に加えて官民連携(PPP)や民間資金の利用拡大が続けられよう。

(図表39) 輸出品目別の伸び率

(%)			
	2008年度 伸び率	2009年度 伸び率	2009年度 構成比
農産物	▲4.9	▲10.2	9.5
鉱産物	▲14.5	▲0.6	4.6
製造業製品	19.3	▲14.0	65.1
皮革・皮革製品	1.5	▲12.1	1.9
化学製品	6.8	▲7.6	9.8
エンジニアリング関連製品	26.5	▲24.9	21.9
繊維・衣料品	3.0	▲5.1	11.3
宝飾品	40.8	▲7.3	15.9
石油製品	▲5.4	▲10.9	15.4
その他	90.9	12.6	5.4
合計	12.1	▲11.5	100

(資料) インド準備銀行

(注) 2009年度は1月まで。

次に、輸出入についてみる。2009年4月～2010年1月において、輸出の伸びは前年同期比▲11.5%(前年度(通年)は12.1%)であるが、品目別の際立った特徴は認められない(図表39)。相手先別では、欧米諸国向け(EU向け▲19.9%、北米向け▲17.2%)が急減する一方、アジア諸国向け(▲3.9%)、中東諸国向け(▲9.7%)などは落ち込みが比較的小さい。これは、アジア地域の景気が相対的に好調であることを反映したものであろう。世界的な需要回復を受け、2010年度の輸出はアジア諸国向けを中心に前年比15%前後の伸びが期待される。外資系企業による自動車や電子機器の輸出が増えていることや、今年1月にASEANとのFTAが発効しており、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。ルピーが増価傾向にあることは懸念されるが、対アジア諸国通貨では必ずしも増価していない。むしろ、中期的には輸出品の国際競争力強化が重要課題となる。

輸入に関しては、同じく2009年4月～2010年1月において石油関連が▲17.0%、それ以外が▲16.0%となっている。輸入の大半は中間財・資本財・原油などであり、今後、景気回復や原

油価格の緩やかな上昇などから輸出以上に伸び、貿易赤字が拡大する可能性がある。

なお、近年、前年比3割近い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17.7%増にとどまった後、2009年4～12月には前年同期比1.8%増と伸びが鈍化した。インド全国ソフトウェア協会（NASSCOM）は2010年度の伸びを13～15%と見込んでおり、需要増加に伴う回復が期待される。

（4）経済成長に対するリスク要因

経済成長に対するリスク要因としてあげられるのは、第1に、インフレの動向である。現状、卸売物価上昇の6割程度が食品および関連製品によるものであるため、今後、農業生産の回復に伴い、インフレ率は低下傾向となる可能性がある。しかし、これに対する懸念材料は多い。2009年11月後半より燃料価格が上昇し始めていること、今後も内需の一層の拡大や海外からの資本流入の増加が見込まれることなどから、物価上昇圧力は一層高まることが予想される。最近では物価上昇が製品価格に波及し、インフレ期待が経済全般に拡大しつつあることが示されている。一部の産業では供給制約が生じ、企業の価格支配力が増しているという指摘もある。資本流入が急増して過剰流動性がインフレ期待を押し上げるリスクもある。さらに、国際商品価格の動向にも注意が必要である。

準備銀行は、卸売物価上昇率の短期目標を4.0～4.5%、中期目標を3.0%としている。3月末の予測値は8.5%であったが、実績はそれを上回っている。準備銀行は政策金利の水準がまだ低いと認識しており、財政赤字削減の観点から財政支出の伸びが低下するなか、景気回復の維持にも配慮しつつ、緩やかな引き締めスタンスを継続することになろう。

第2に、財政赤字の動向である。前述の通り、2月に発表された予算案では、2010年度の中央政府財政赤字の対GDP比率は▲5.5%に縮小することが見込まれている。改善の約半分は景気回復に伴う税収増により達成する予定であり、そのほかには景気対策として実施した減税の中止、徴税体制の向上、補助金の廃止、政府系企業の株式売却（divestment）などが実施されることになっている。一方、歳出についてはインフラ整備や社会政策（教育、医療、農業政策、金融包括、住宅整備、未組織部門の社会保障、中小企業対策など）に重点的に配分される。

景気が順調に拡大しているため、財政赤字の縮小は十分可能であろう。問題は、高水準の赤字をどれだけ迅速に削減できるかである。また、民間部門の信用需要が回復していることもあり、財政支出の拡大に伴う国債の増発は流動性の逼迫や長期金利の上昇につながる可能性がある。国債の新規発行額は、2009年度の2.5兆ルピーから2010年度は3.4兆ルピーに増加する予定である。このため、準備銀行の流動性管理においては物価動向に加えて国債発行や資本流入の状況に配慮する必要があり、慎重な対応が求められる。

第3に、先進国の景気動向である。欧州の債務問題の長期化によりユーロの減価や国際金融市場の混乱などの影響が深刻化すれば、欧州諸国向けの輸出の減少や資本流入の不安定化などの形でインドの景気回復にも影響しよう。すでに、5月に海外機関投資家が株式を大幅に売り越すなどの現象がみられる。また、国際商品価格や原油価格が上昇すれば、貿易赤字の拡大やインフレの悪化により景気に悪影響を及ぼすことになる。

主任研究員 清水 聡
(2010. 6. 23)