

アジア経済見通し

—緩やかに回復するアジア経済—

調査部 環太平洋戦略研究センター

目 次

1. アジア経済全般

(1) 現状

- a. 二極化の様相を呈する
- b. 民間消費が落ち込んだ韓国、台湾、タイ、マレーシア
- c. 内需が底堅く推移した中国、インドネシア、インド、ベトナム

(2) 景気見通し

- a. 足元では改善の兆し
- b. 緩やかな回復になる見通し

2. 中国経済

(1) 現状

(2) 景気対策の進展と課題

(3) 景気見通し

3. インド経済

(1) 世界金融危機の影響による景気の減速と信用収縮

(2) 財政金融政策による対応

(3) 景気見通し

- a. 2009年度の実質GDP成長率は6.2%と予測
- b. 景気回復に対するリスク要因

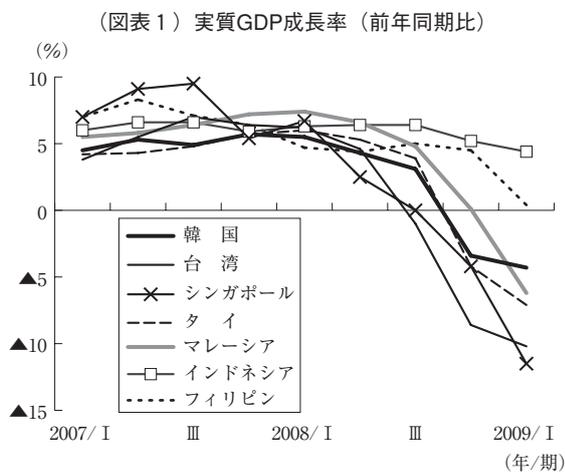
世界同時不況の影響の広がりにより、アジア諸国では2008年秋口以降輸出が急減し、景気の悪化が進んだ。内外需の減速により、2009年は多くの国でマイナス成長になるものと予想される。その一方、中国やインドなどでは内需の拡大に支えられて、それぞれ7%台、6%台の成長となるであろう。以下では、第1章でアジア経済全体の現状と展望を行い、第2章で中国经济、第3章でインド経済についてやや詳しく検討する。

1. アジア経済全般

(1) 現状

a. 二極化の様相を呈する

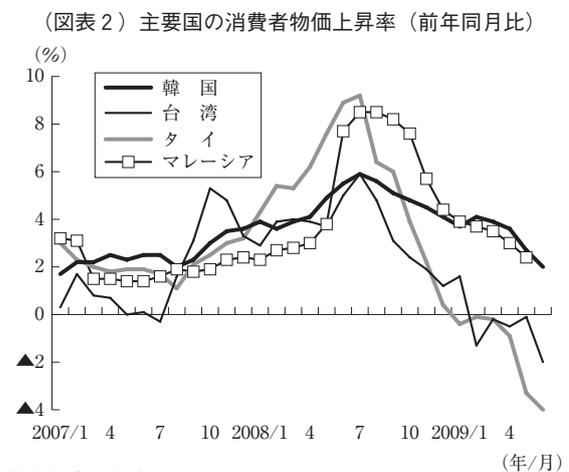
2008年半ばまで、アジア諸国（中国を除く）では原油価格高騰に起因するインフレと金利上昇の影響により景気は減速傾向にあったものの、新興国向けを中心に輸出が高い伸びを続けたため、景気減速の度合いは比較的軽微であった。しかし、9月のリーマン・ショックを契機に金融危機ならびに景気後退の影響が世界的に広がったことにより、輸出と設備投資が落ち込むとともに消費の減速が強まるなど、景気は急速に悪化した（図表1）。



世界的な需要減により中国の工業生産が鈍化し、アジア諸国の対中輸出にブレーキがかかったことも輸出の急減につながった。近年、韓国や台湾などでは中国（韓国、台湾にとって最大の輸出相手国）への生産財（原材料、部品、機械など）や消費財の輸出が伸びていたほか、ASEAN諸国からも電子部品、半導体、天然ゴムなどの輸出が増加していた。中国の工業生産の鈍化がアジア諸国の輸出にマイナスの影響を及ぼしたのである。

景気が減速する一方、原油を初めとする一次産品価格が下落したため、インフレが抑制されるとともに（図表2）、原油輸入国では経常収支と交易条件が改善した。インフレの抑制と景気の悪化を受けて、各国では2008年半ば以降相次いで利下げが実施された。

景気の悪化が進んだことにより、2009年1～3月期の実質GDP成長率（前年同期比、以下同じ）は内需が底堅く推移した中国（6.1%）、インド（5.8%）、インドネシア（4.4%）などを除く多くの国で、2008年10～12月期を下回るマイナス成長に陥った。とくにシンガポール▲11.5%、台湾▲10.2%、香港▲7.8%、タイ▲7.1%、マレーシア▲6.2%、韓国▲4.2%と、経済



規模が相対的に小さく対外開放度の高い国の落ち込みが際立っている。

フィリピンは0.4%とプラス成長を維持したが、民間消費の伸びは10～12月期の5.0%から0.8%へ急減速した。この要因として、雇用環境の悪化と海外就労者からの送金の伸び悩みが指摘できる。

b. 民間消費が落ち込んだ韓国、台湾、タイ、マレーシア

韓国では輸出と設備投資に加えて民間消費も急速に冷え込んだため、2008年10～12月期の実質GDP成長率は7～9月期の3.1%を著しく下回る▲3.4%になった（輸出▲6.9%、固定資本形成▲7.3%、民間消費▲3.7%）。民間消費の冷え込みには実質GDI（国内総所得）の減少が大きく影響している（図表3）。交易条件の悪化により国内から海外へ所得の移転が進んだことにより、景気悪化の影響が重なったことによる。

景気の悪化を最小限に食い止めるため、政府は景気対策に力を入れた。2008年11月に総額35兆ウォンの景気対策を発表した。主なものとして社会間接資本への投資、減税、低所得層に対する支援などが盛り込まれた。個人所得税に関

しては、年収1,200万ウォン以下（課税標準基準）の所得者に対する税率が2009年に8%から6%に引き下げられることになった。

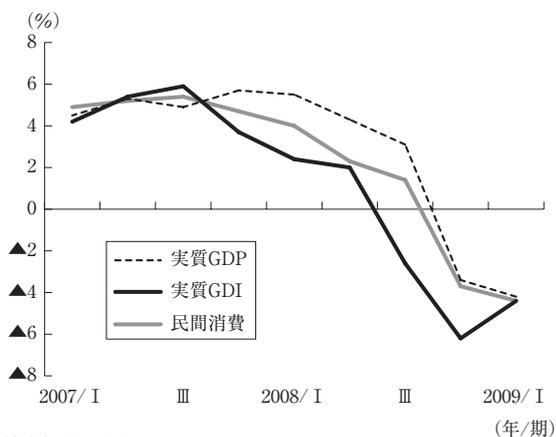
12月に予算執行の前倒しや新たな減税策などが発表されたのに続き、2009年1月6日、政府はすでに決定していた景気対策を盛り込んだ「グリーン・ニューディール事業」（総額50兆ウォン）を発表した。これには4大河川周辺を整備する土木工事、エコカーの普及、太陽熱などの再生エネルギーの開発推進などが含まれる。環境関連ビジネスを拡大させることにより、4年間で96万人の雇用創出を見込んでいる。

一連の景気対策の効果により、2009年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比では10～12月期の▲3.4%を下回る▲4.2%となったものの、前期比（以下同じ）では0.1%とプラスに転じた。建設投資が5.2%増、政府消費が3.7%増となった上、民間消費も0.4%増となった。GDIが3期振りに増加したことも消費の持ち直しに寄与した（図表3）。

また、東欧の金融危機を契機に市場で韓国のデフォルト懸念が強まり、3月上旬に1ドル＝1,600ウォン近くまで急落したウォン・ドルレートは、経常収支の改善と海外投資家の不安感解消などにより1,200ウォン台にまで回復した。外貨準備高も2008年11月の約2,004億ドルをボトムに増加し、6月には2,317億ドルとなっている。

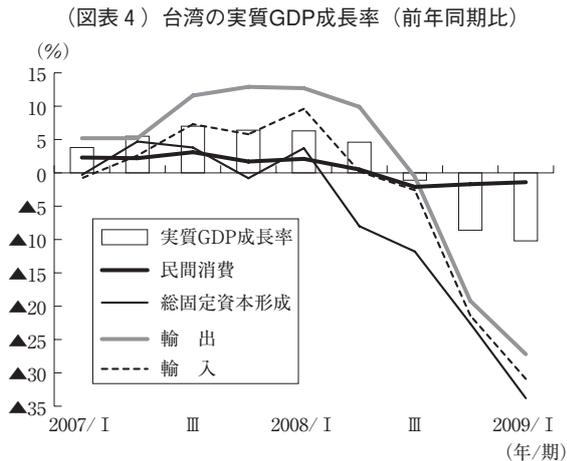
台湾では2008年入り後民間消費と総固定資本形成が減速した。他国に先駆けて消費が減速したことには、①交易条件の悪化により実質賃金が伸び悩んでいたこと（製造業の月平均実質給与額は2008年6月以降前年比マイナス）、②カード債務問題を契機にした消費者信用抑制策の実施により消費の増勢が弱かったことに、インフレと金利上昇の影響が加わったことによる。

（図表3） 韓国の実質GDP、GDI、民間消費（前年同期比）



（資料）韓国銀行、Economic Statistics System

内需の減速に秋口以降の輸出急減が重なった結果、10～12月期の実質GDP成長率（前年同期比、以下同じ）は▲8.6%となった（図表4）。民間消費▲1.7%、総固定資本形成▲22.6%、輸出▲19.2%であった。

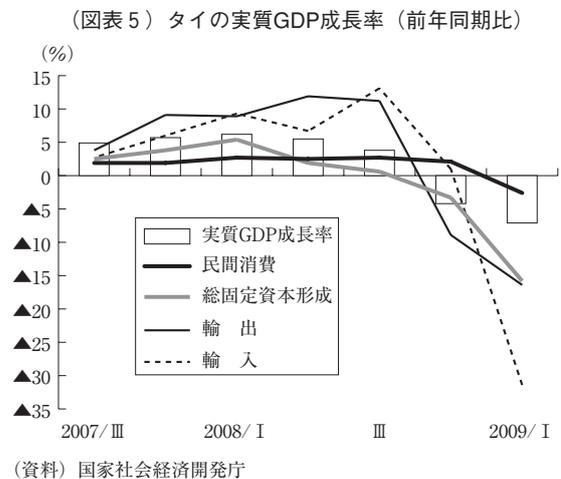


その後も内外需の減速が続いたため、2009年1～3月期の実質GDP成長率は前期をさらに下回る▲10.2%となった。民間消費▲1.4%、総固定資本形成▲33.8%（民間総固定資本形成は▲41.0%）、輸出▲27.2%であった。民間総固定資本形成の大幅な落ち込みは、主力輸出産業である半導体、液晶パネルの不振によるところが大きい。リストラの進展に伴い、失業率は2008年10月の4.4%から2009年3月に5.8%へ急上昇した。

ただし足元では、輸出（後述）や小売売上高の減少幅が縮小している。小売売上高（前年同月比）は2008年12月の▲9.8%から4月▲3.2%、5月▲2.5%となっている。自動車販売の低下にも歯止めがかかった。この一因に、年内に排気量2,000cc以下の自動車を購入した場合、貨物税（物品税）3万円を免除する措置を導入（1月17日公布）した効果がある。景気の下支

え役として期待されるのが公共投資である（「愛台十二建設」の下で計画されているプロジェクトには、台湾全島における交通ならびに情報ネットワーク化、高雄国際空港を含む空港、港湾の物流機能強化、既存のサイエンスパークの連携や新たな工業団地の建設など）が、それによる成長率の押し上げ効果は0.5%程度とみられている。

タイでは2008年10～12月期の実質GDP成長率が前年同期比▲4.2%と、7～9月期の同3.9%から著しく低下した（図表5）。これには世界同時不況だけでなく、国内の政治情勢も影響した。11月に生じたPAD（民主市民連合）による空港閉鎖に伴い観光や外食産業が落ち込んだ上、政局の不安定化に伴い予算執行が遅れたからである。



12月に成立したアピシット政権は政局の安定をめざすとともに、景気対策に乗り出した。2009年に入ると、1,167億（32億ドル）パーツの補正予算による景気刺激策、400億パーツの減税措置、2,700億パーツの国内借り入れによる公共投資拡大などの景気対策を相次いで発表した。3月17日の経済閣僚会議では、追加景気

刺激策として1兆4,000億バーツのインフラ投資計画を発表した。

内外需の減速が続いたため、2009年1～3月期の実質GDP成長率は▲7.1%へ低下した。輸出が▲20.6%、固定資本形成が▲15.8%となった上、民間消費も▲2.6%とマイナスに転じた。消費が冷え込んだ要因には、雇用環境の悪化と農産物価格下落による農家の所得減少のほかに、不安定な政治情勢が続いたことがある。

親タクシン派のUDD（反独裁民主同盟）が3月26日から首相府付近で反政府運動を開始し、4月11日にはASEAN+3首脳会議が開催される予定であったパタヤでデモ活動を展開し、首脳会議が中止に追い込まれた。その後もバンコク市内で反政府運動を続けたため、アピシット首相はバンコクと周辺5県に非常事態宣言を発動する事態となった。治安部隊がデモの強制排除に乗り出し多数の死傷者が出たため、UDDリーダーが反政府運動を中止したことで当面の危機は回避されたものの、社会の安定化には至っていない。

外国人観光客数が大幅に減少していることも、観光産業のウエートが高いタイ経済にマイナスとなっている。

マレーシアでも輸出と総固定資本形成が前期に続いて大幅に落ち込んだことに加えて、民間消費が▲0.7%（2009年10～12月期は5.3%増）と急減速したことにより、2009年1～3月期の実質GDP成長率は▲6.2%になった。消費の減速要因には、輸出産業における雇用の悪化と農産物価格下落による農家所得の減少などがある。

c. 内需が底堅く推移した中国、インドネシア、インド、ベトナム

他方、中国、インド、ベトナム、インドネシアなどでは減速しつつも、内需が底堅く推移し

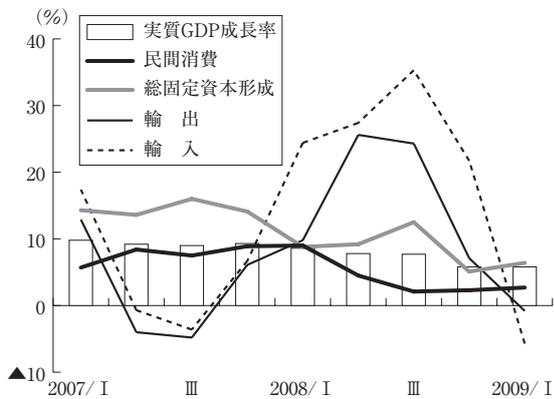
たため、2009年1～3月期（前年同期比、以下同じ）もプラス成長を維持した。

中国では世界的な景気後退の影響により輸出（通関ベース）が2008年11月以降前年割れとなり、実質GDP成長率は同年10～12月期に6.8%となった。輸出企業が集中している沿海部では企業倒産や工場の移転などが相次ぎ、農村からの出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。このため、政府はインフラ投資の拡大や消費刺激策など内需の拡大に積極的に取り組んでいるほか、社会保障や低所得層対策を強化している（詳細は「中国の章」を参照）。消費刺激策としては減税のほか、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、自動車とバイクの購入支援（3月1日の購入分より）などを推進している。2009年1～3月期は輸出が一段と落ち込んだものの、こうした内需拡大策に支えられて6.1%の成長となった。

インド（詳細は「インドの章」を参照）の2009年1～3月期の実質GDP成長率は前期（改定）と同じ5.8%になった。輸出依存度（輸出／名目GDP）が低いため海外経済の影響を受けにくいことに加えて、総固定資本形成6.4%増、民間消費2.7%増と内需が成長を支えたことによる（図表6）。

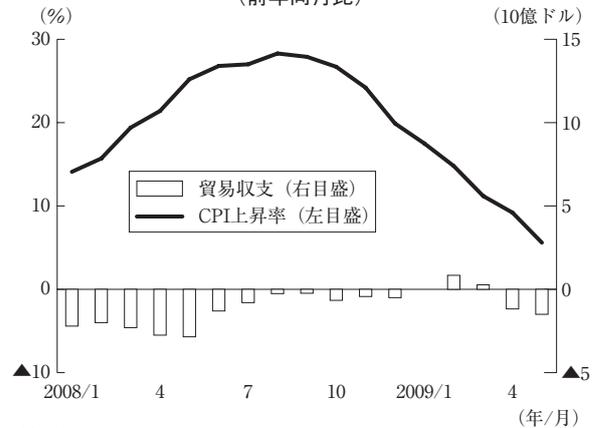
総固定資本形成が増加している要因には、拡大する市場をめざして外国からの直接投資が増加していること、電力不足の解消や物流インフラ整備を目的にした投資が高い伸びを維持していることがある。物流インフラでは港湾能力（とくにコンテナターミナル）の拡充、各港湾と主要生産拠点を結ぶ（例えばムンバイとデリー）道路網の整備などが進められている。また、消費が底堅く推移したことには、金利の低下に加えて、政府による①貧困対策（債務の免除、

(図表6) インドの実質GDP成長率(前年同期比)



(資料) CEICデータベース

(図表7) ベトナムの貿易収支と消費者物価上昇率(前年同月比)



(資料) CEICデータベース

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。

インドネシアの2009年1~3月期の実質GDP成長率は4.4%と、安定的な成長が続いている(図表1)。輸出が▲19.1%と落ち込んだ一方、政府消費19.2%増、民間消費5.8%増、総固定資本形成3.5%増と、内需の拡大が成長を支えた。民間消費は2008年10~12月期の4.8%増から1~3月期には5.8%増と増勢が増した。これには、インフレの抑制(消費者物価上昇率は2008年9月の12.1%から2009年4月には7.3%へ低下)に伴う金利の大幅な低下と公務員の給与引き上げなどが影響している。

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桁のインフレがもたらされた。2008年入り後、政府が引き締め政策を本格化したことにより貿易収支とインフレが改善した半面(図表7)、景気は著しく減速した。実質GDP成長率は同年10~12月期に5.5%(2008年通年は6.2%)、2009年1~3月期に3.1%と低下した。輸出の低迷は続いているが、インフレの抑制と最低賃金引き上げの効果により消費は底堅く推

移している。また、外国からの直接投資も増加が続いている。

ただし、景気対策として政府支出が拡大されていることに伴い、最近になり貿易収支が再び悪化しているほか、賃金の上昇により労働集約製品の輸出競争力が低下しているなどの問題が生じている。

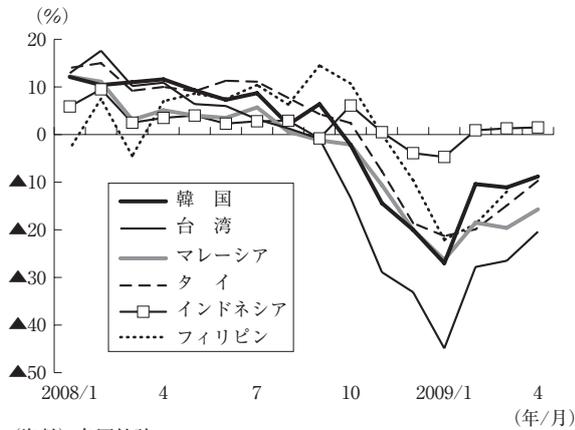
(2) 景気見通し

a. 足元では改善の兆し

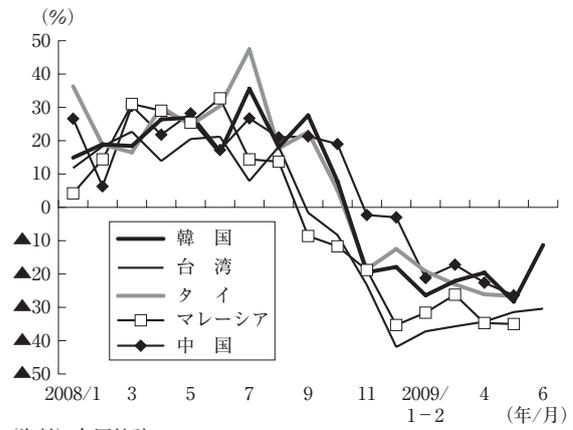
前述したように、2009年1~3月期は多くの国で大幅なマイナス成長に陥ったが、前期比成長率は韓国で0.1%とプラスに転じたほか、タイでも▲1.9%と、2009年10~12月期の▲6.1%より大幅に改善し、シンガポールでも若干改善した。また足元では、製造業生産が回復に転じているほか、一部で輸出の減少幅が縮小し、失業率の上昇に歯止めがかかり始めるなど、アジア諸国の景気は総じて最悪期を脱しつつある。

回復傾向が鮮明になっているのが製造業の生産である。主要国の製造業生産の伸び率をみると、一時は多くの国で20%以上の落ち込みとなったが、2009年1月を底に減少率が低下している(図表8)。この要因として、在庫調整の進

(図表8) 製造業生産指数 (前年同月比)

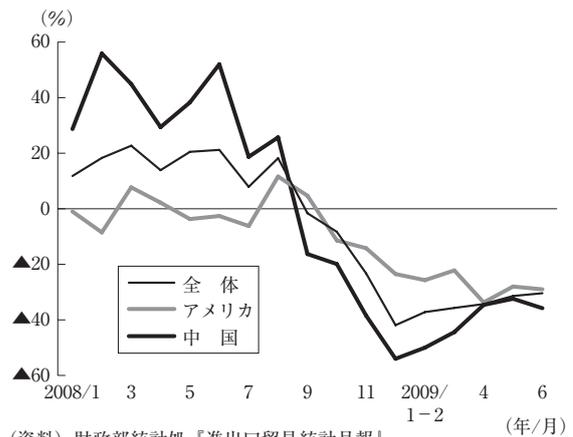


(図表9) 主要国の輸出 (前年同月比)



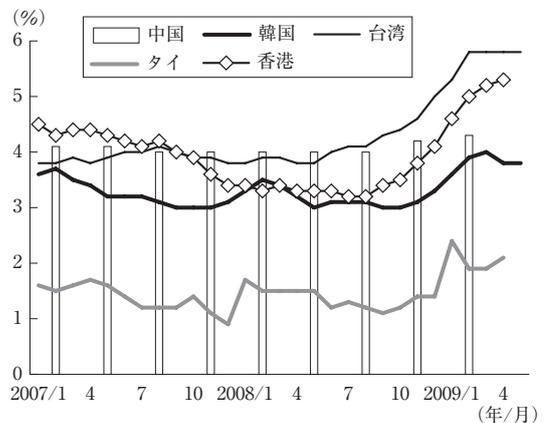
展と政府の景気対策効果があると考えられる。
 他方、輸出をみると、中国やタイでは減少幅が依然として拡大しているが、韓国や台湾などでは縮小する傾向にある (図表9)。この主因は対中輸出が急回復していることである (図表10)。中国における内需拡大策 (インフラ建設、「家電下郷」プロジェクト、バイクや自動車の購入支援など) が本格化したのに伴い、原材料や部品、中間財などに対する需要が増加している。例えば、中国でのテレビやパソコンの生産が拡大したことを受けて、韓国と台湾では液晶パネルの受注が急増しており、台湾の液晶パネルや半導体メーカーのなかには、2008年秋以降実施してきた無給休暇制度を中止したところも出ている。

(図表10) 台湾の輸出 (前年同月比)



ただし、欧米の景気低迷が続いているため輸出の回復力は弱く、韓国では5月に減少幅が再び拡大 (船舶の減少が主因) するなど、先行きは不透明である。

(図表11) アジア主要国の失業率 (未季調)



雇用環境の悪化にも歯止めがかかり始めた。各国の失業率をみると、景気が大幅に後退した台湾や香港を除くと、欧米諸国と比較して上昇幅は比較的小さい (図表11)。これには、①アジアの景気減速が先進国よりも遅れて開始した

こと、②金融部門への影響が比較的軽微であったこと、③一部で内需が底堅く推移していること、④農村が都市への出稼ぎ労働者の雇用吸収の場として機能していることなどが影響していることに加えて、統計が十分に整備されていないという問題がある。実際、中国では沿岸部を中心に失業者が急増しており、他の国でも貧困人口が増加するなど、数字が示す以上に失業問題は深刻といえる。またフィリピンやベトナムなどでは海外からの送金に依存する度合いが高いため、その減少による影響が表れている。

雇用環境の悪化は依然として続いているものの、製造業生産が増加に転じたこともあり、一部で悪化に歯止めがかかり始めている。台湾では2008年秋口以降急上昇していた失業率が4月5.76%（季調済は5.77%）、5月5.82%（5.84%）となったように、ほぼピークに達しつつある。同様の傾向は韓国でも確認できる。

b. 緩やかな回復になる見通し

今後のアジア経済を展望すると、民間需要の回復力が弱いため、政府の景気対策に支えられた緩やかな回復になる公算が大きい。2009年の成長率は多くの国でマイナスとなり、中国やインドではそれぞれ7%、6%台の成長になるものと予想される（図表12）。世界経済の低迷が続くため、中国やインドなどを除き、2010年も低成長になるであろう。

成長の下支え役を果たすと期待されるのが財政支出の増加である。すでに述べたように、2008年秋口以降の景気の急速な悪化を受けて、公共投資の拡大、消費刺激、低所得者向けの生活支援などが相次いで発表され、実施に移されている。財政出動の対GDP比は多い国では5%、6%強となる見込みである。

景気対策による効果が期待される一方、以下

(図表12) アジア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	▲ 2.8	2.5
台湾	4.8	5.7	0.1	▲ 5.0	3.0
香港	7.0	6.4	2.5	▲ 6.0	2.0
タイ	5.2	4.9	2.6	▲ 3.0	3.0
マレーシア	5.8	6.4	4.6	▲ 4.0	2.5
インドネシア	5.5	6.3	6.1	4.1	5.7
フィリピン	5.3	7.1	3.8	0.8	2.0
ベトナム	8.2	8.5	6.2	5.1	6.2
インド	9.6	9.0	6.7	6.2	7.2
中国	11.6	13.0	9.0	7.5	8.3

(資料) 日本総合研究所作成

(注) インドは年度(4～3月)、予測は日本総合研究所によるもの。

に指摘するように、民間需要の回復は総じて弱いと考えられる。

第1は、輸出の本格的回復が2010年以降にずれ込む可能性が高いことである。中国の内需拡大に伴う対中輸出（「中国特需」）の増加が輸出回復の牽引役を果たすとはいえ、欧米諸国の景気低迷がしばらく続くため、輸出の回復ペースは鈍くならざるをえないからである。また、「中国特需」がどの程度持続するかも不透明である。

第2は、輸出の回復力が弱いため、民間設備投資の回復が遅れることである。景気対策の実施により公共投資の拡大は見込めるものの、輸出産業では設備投資が抑制されるものと考えられる。

第3は、輸出と設備投資の回復が遅れることにより、雇用・所得環境の改善にも時間を要することである。これにより、消費の回復ペースも緩慢になる。現在の消費回復は消費刺激策によるところが大きく、所得・雇用環境の改善が遅れば息切れする可能性がある。

以上を踏まえれば、アジア経済の回復は緩やかなものになる公算が大きく、本格的回復は世界経済が回復する2011年以降にずれ込むものと考えられる。

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。景気の低迷が続くため大幅な上昇には至らないと思われるが、その動向には十分な注意が必要である。第2は、政治不安定化のリスクである。タイで反政府運動が再燃すれば、景気の低迷が長引くことになりかねない。台湾でも馬政権の推進する対中規制緩和策に対して、野党の民進党や一部の業界団体が中国の影響力が強まるとして反発を強めている。今後の政府の対応次第では政治の不安定化につながりかねない。第3は、財政赤字の拡大である。財政発動により2009年は財政赤字の拡大は避けられないが、それにより中長期的な発展が阻害されないように、各国政府は財政規律を堅持していくことが求められる。

上席主任研究員 向山 英彦

2. 中国経済

(1) 現状

輸出の急激な減少により、2008年後半以降中国経済は減速傾向を強めた。政府は、物価の沈静化や過熱防止のために推進してきた引き締め政策を転換し、景気対策を講じるようになったが、2009年1～3月期の実質GDP成長率（前年同期比）は6.1%と、前四半期の実績を0.7%ポイント下回った。

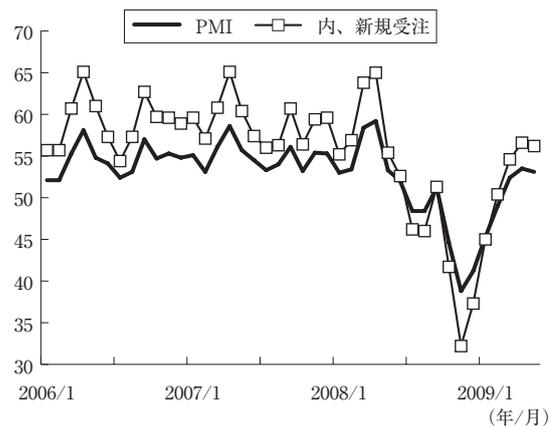
しかし、直近の幾つかの指標は、景気が底打ちし、回復軌道に向かいつつあることを示唆している。明るい材料の代表例として、製造業購買担当者指数（PMI）があげられる。PMIは、2008年11月に38.8まで落ち込んだが、その後改善し、2009年3月から3カ月連続で50（回復の目安）を上回っている（図表13）。

需要項目別では、投資が活発になっている。2009年1～5月の都市部固定資産投資は、前年

同期比32.9%増と、1～4月の伸び率を2.4%ポイント上回った（図表14）。また、価格の下落により、不動産開発投資は大幅に鈍化（2008年は20%超の伸び→2009年1～2月は前年同期比1.0%増）したが、1～4月に前年同期比4.9%増、1～5月に同6.8%増と、増勢が強まっている。

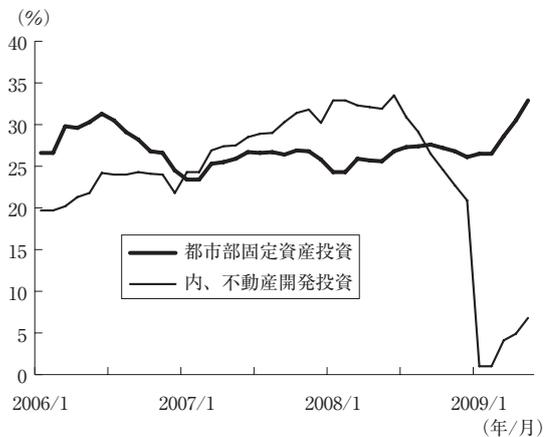
消費も、足元で緩やかに回復している。2008年7月の前年同月比23.3%増をピークとして、小売売上高の名目ベースの伸びは低下に転じ、2009年2月に同11.6%増まで鈍化した。失業率の悪化や株価の下落などで、購入意欲が減退し

(図表13) 製造業購買担当者指数 (PMI)



(資料) 国家統計局、CEICデータベース

(図表14) 都市部固定資産投資



(資料) 国家統計局

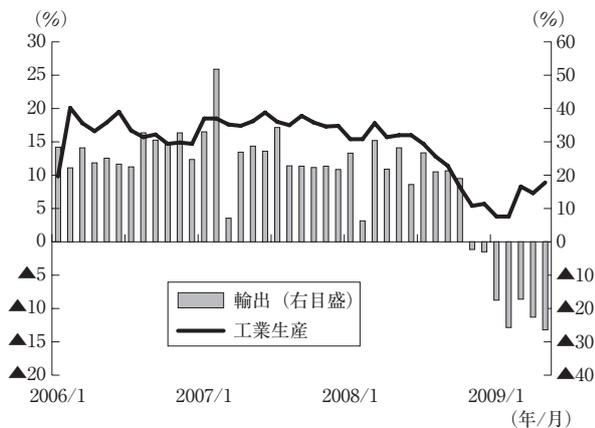
(注) 年初からの累計額で前年同期と比較。1月は発表されないため、1～2月の伸び率を使用。

たためと考えられる。ただし、3月以降反転上昇している（5月は同15.2%増）。物価を考慮した実質ベースでも、伸びが加速している。

他方、貿易面の不振は長期化の様相を呈している。輸出入ともに2008年11月から7カ月連続で前年同月を下回っている。海関総署は6月、通常公表しない季節調整済みの前月比伸び率を統計に付記し、貿易の回復傾向を示唆した。とはいえ、5月の輸出（前月比）は0.2%増にとどまり、回復の実感に乏しい。4月中旬から5月上旬に開催された中国輸出入商品交易会における輸出成約額が262億ドルと、前回（2008年秋）に比べて16.9%減少したことも、短期間での急回復を期待できない根拠としてあげられる。

輸出の落ち込みは、工業生産の鈍化や雇用環境の悪化をもたらした。ただし、足元では工業生産の伸びは上向いている（5月は前年同月比8.9%増、図表15）。以上を総合して、中国経済の現状を短く表現すれば、一連の景気対策が奏功しはじめ、内需主導による成長シナリオを描くことができるようになってきたといったところである。

(図表15) 輸出と工業生産



(資料) 国家統計局、海関総署など
(注) 工業生産は、一定規模以上の企業に限定。

(2) 景気対策の進展と課題

2008年後半以降推進してきた景気対策を概観すると、当初のインフラ投資中心から消費刺激策の拡充等が行われるようになり、政府の成長維持（2009年の成長率として、8%前後の目標を設定）に向けた取り組みは包括的なものへと変化している（図表16）。以下では、主要需要項目別に景気対策の進捗状況と課題を述べる。

(図表16) 中国政府の景気対策（2008年後半～） (%)

分野	主な措置
投資	・ 4兆元規模の景気刺激策（交通インフラ、電力網の整備等の投資プロジェクト）の推進
消費	・ 家電や自動車の購入（買い替え）に対する財政補助
貿易	・ 増値税の輸出還付率引き上げ（2008年8月以降、7回実施） ・ 加工貿易制限類、禁止類品目数の削減
金融	・ 基準金利の引き下げ（2008年9月以降、5回実施） ・ 貸出総量規制の撤廃

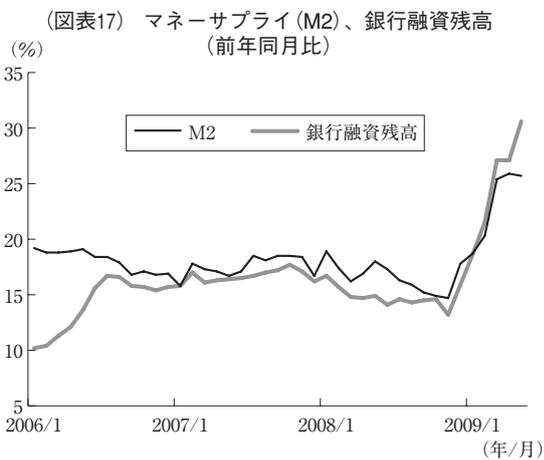
(資料) 中国政府公式サイト、新華網など
(注) 利下げの内、1回は貸出基準金利のみ。

まず、投資では、4兆元規模の景気刺激策（投資プロジェクト）の用途配分が実施途中で微調整された。変更点のなかでは、交通インフラ・電力網といった重要インフラ整備向け配分額を1.8兆元から1.5兆元に縮小し、その分を医療・衛生、低所得者層等向け住宅建設など、民生向上に直結する分野に振り向けた点がとくに注目される。これは、当初の配分がインフラ整備偏重型であり、民生への配分が軽視されていたとの批判を受けての対応と考えられる。

政府高官の記者会見や公開資料によると、4兆元規模の投資プロジェクトのなかで中央政府が負担する1.18兆元のうち、2008年10～12月期に1,040億元が投じられた。2009年通年では4,875億元、2010年は5,885億元の財政資金を投入する予定である。2009年4月末現在の累計で3,924億元が実行段階に入っており、少なくとも2,300億元が高速道路敷設445キロ、低所得者

層等向け住宅21.4万戸、一部鉄道路線（ハルビン―大連間など）の建設に充当されている。

このように、4兆元規模の景気刺激策の進捗は総じて順調であり、足元の投資急増にもつながっている。これに伴い、銀行融資の急増に伴う問題が現時点での主要課題として指摘されはじめている。貸出総量規制の撤廃が公式発表された2008年11月以降、それまでの引き締め策の反動もあって、銀行融資残高が急激な伸びを続けている（図表17）。政府としては、4兆元規模の景気刺激策推進に際し、民間部門に一定の資金負担（内訳は不明だが、地方政府分と合わせて2.82兆元）を求めており、銀行による融資も資金調達源に含まれている。銀行融資残高は政府の思惑通りに推移している半面、融資の一部が株式投資や企業の運転資金に回される、経営難の中小企業には行き渡っていないといった懸念は払拭されていない。



4兆元規模の景気刺激策は、成長維持に向けた「最も直接的な推進力」と位置付けられている（新華網2009年3月7日付報道）。その押し上げ効果について、国務院発展研究センター（中央政府直属の研究機関）のトップである張

玉台主任は3月、2009年の成長率を1.5～1.9%ポイント押し上げるとの見通しを示した。当初の政府試算（2009年、10年の成長率をそれぞれ1.0%ポイント押し上げ）に比べて上方修正されているが、投資規模の対名目GDP比（2007年の15.5%相当）を勘案すると、おおむね妥当な水準と判断される。

また、4兆元規模の投資プロジェクトの発表と同時に、税制面の見直しを通じて企業負担を1,200億元軽減する方針が示された。その後、軽減額は上積みされ、約5,000億元の税・費用負担軽減策（個人を含む）を通じて、企業の設備投資を促そうとしている。

次に、消費関連の景気対策をみてみよう。政府が推進する消費拡大策は、次の2点に大別できる。第1に、消費行動を抑制する要因の除去である。国務院（中央政府）は、2009年の経済体制改革の重点施策10項目のなかに、社会保障、教育などの民生分野の改革を通じて、「住民の支出期待と消費意欲を改善」させることを盛り込んだ。企業定年退職者の年金水準の引き上げ、住民の最低生活保障水準の引き上げ（支給額の追加）などの具体的な措置も講じられている。さらには、中央・地方政府が今後3年間に8,500億元の財政資金を投じて、医薬品・医療サービスに関する個人負担の軽減を図る方針である。これらの取り組みは、社会の安定確保や国民の生活水準の質的向上という面では適切な方策であり、長期的には個人消費の持続的拡大に寄与するであろう。しかしながら、教育、医療・年金などの制度改革は一朝一夕で達成できる課題ではなく、足元の消費の底上げに結び付くとは考えにくい。

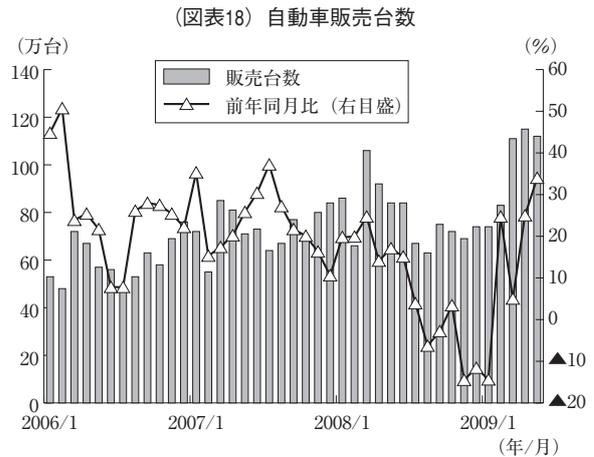
第2に、自動車や家電の購入に対する財政補助（支援）の拡充である。自動車では、2009年末までの時限措置として、排気量1.6リットル

以下の小型車に係る車両購入税を10%から5%に引き下げた(1月)。その後、農村部での自動車・バイクの普及促進のため、「汽車下郷」と呼ばれるプロジェクトを実施している。このプロジェクトにより、三輪自動車などを買い替えた場合、車の廃棄費用に対する2,000元もしくは3,000元の定額補助に加え、買い替えたトラック購入代金の10%(上限5,000元)の補助が受けられる。排気量1.3リットル以下の小型自動車、バイクについては新規購入の際、それぞれ購入価格の10%(上限5,000元)、13%(上限650元)の補助が行われる。なお、自動車購入・買い替えへの財政補助は年末で終了し、1世帯1台に限定されているが、バイク購入への財政補助は2013年1月末まで行われるうえ、1世帯2台まで適用を受けられる。

さらに5月には、「以旧換新」と呼ばれる新たなプロジェクトを発表した。同プロジェクトでは、一定年数を過ぎたトラック、環境基準を満たさない自動車などを廃棄し、新しい車に買い替えた際、新車の車両購入税分を上限とする財政補助が実施されることになった(上記の車両購入税軽減措置との二重適用は不可)。

一連の自動車購入(買い替え)促進策により、月次の自動車販売台数は2009年に入り前年比マイナスから増加に転じた(図表18)。排気量別にみると、支援対象から外れた大型自動車の販売は総じて減少傾向が続いているものの、支援対象となった排気量1.6リットル以下の小型自動車の販売は順調に伸びている。政府の取り組みが顕著な成果をあげた好事例といえよう。

家電については、人口の過半を占める農村部での普及プロジェクト(「家電下郷」)の拡充が優先的に進められた。「家電下郷」は2007年12月に一部の農村で試行され、2008年12月に実施地域を増やし、2009年2月以降は全農村を対象



に行われている。対象地域を全国に広げる過程では、対象品目数の拡大(3品目→9品目)や台数制限の緩和(1世帯1台→2台)、一部品目の設定価格引き上げ(例:カラーテレビの場合、財政補助13%の対象が1,500元以下→2,000元以下→3,500元以下)も実施された。対象商品を農村部の住民が購入した場合、領収書や戸籍証明などを揃えて戸籍所在地の財政部門に申請し、問題がなければ本人の口座に購入価格の13%相当の補助金が振り込まれる。

商務部によると、「家電下郷」対象製品の累計売上高は5月末時点で153億元に達し、伸びの加速がみられる。政府の期待(4年間で1.6兆元の消費拡大効果)ほどではないにせよ、一定の押し上げ効果が顕在化している。さらに、政府は家電普及の進んだ都市部で「以旧換新」、すなわち家電買い替えに対する財政補助を行うことにした。現時点では、北京や上海など、一部の地域において、5品目(テレビ、冷蔵庫、洗濯機、エアコン、パソコン)を買い替える際、旧製品の回収輸送費用の一部および新製品販売価格の10%(品目ごとに上限あり)の補助が行われることになった。先行地域での経験を踏まえ、全国で実施される予定である(省エネ家電

に対する購入促進措置は、別途実施中)。

他方、消費拡大を目的とする財政補助措置の実施過程ではマイナス面もみられる。とくに、「家電下郷」は品目増加等を背景に、一部地域での補助金支払いの遅れや模倣品の流通などが問題になっている(ジェトロ『日刊通商弘報』2009年4月28日)。これに対し、政府は審査手続きの簡素化や模倣品取り締まり強化といった改善策を講じている。半面、現時点で判明している中央政府の拠出額(中央財政が原則8割負担)では補助金申請に不十分と思われ、農民の口座に遅滞なく振り込まれるかどうか危惧される。制度運用面の改善、とりわけ財政拠出の適切な増加が消費拡大の鍵になろう。

輸出面では、2008年8月から2009年6月にかけて、増値税の輸出還付率引き上げを計7回実施した。一部のテレビ用部品やミシンについては還付率17%、すなわち増値税全額が還付されるようになったのに加え、帽子、傘、家具、一部の電気機械や光学部品では15%とするなど、多くの品目で輸出還付率が段階的に引き上げられている。さらには加工貿易の禁止類(2009年2月、6月)・制限類(2月)品目数の削減も講じられた。貿易黒字の圧縮、産業高度化推進の観点から、近年増値税の輸出還付率の引き下げや加工貿易に関する規制措置の強化を行ってきたが、こうした取り組みを事実上棚上げにして、輸出の落ち込みに歯止めをかけようとしている。

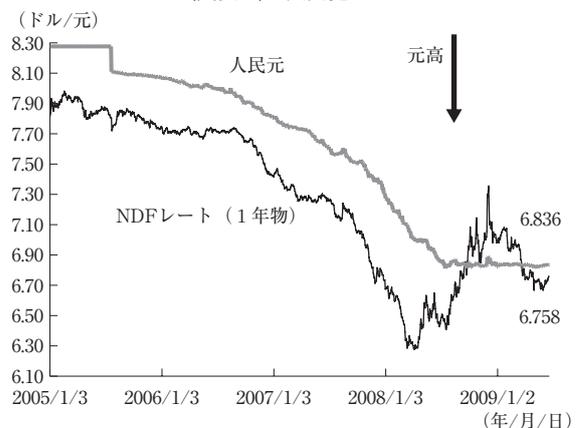
さらに、5月27日の国務院常務会議(主要閣僚による会議)では、①輸出関連手数料の軽減、②輸出企業向け融資の拡大、③輸出信用保険のカバー率向上と保険料の引き下げ、④100億ドルの輸出バイヤーズクレジットの設定および審査の簡素化などの措置を講じることを決定した。輸出不振で経営難に陥った企業を救済する姿勢

は一段と強まっている。

為替政策を除き、中国政府が取り得る方策は打ち出されたとと思われるが、相手先、とりわけ主要市場である先進国は総じて景気底打ちの兆しが見られるようになったばかりであることを勘案すると、その効果は当面限定的なものにとどまろう。

2009年入り後の人民元の対米ドルレートは、1ドル=6.83元をはさむ狭い範囲内で推移している(図表19)。相場の動きからは輸出促進を目的に、当局が元安方向に誘導しているとは思えない。貿易摩擦の激化等のデメリットを考えれば、当面人民元は現状程度で推移するものと思われる。

(図表19) 人民元レート



(資料) Datastream

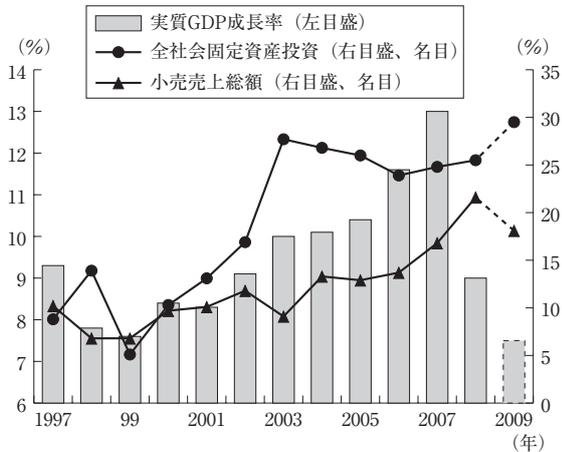
(注) データは、2009年6月19日時点まで。

(3) 景気見通し

2009年1～5月の経済指標の趨勢や現在進展中の景気対策を踏まえると、内需主導による景気回復が続くと想定される。輸出の回復は年後半も見込み薄であるが、投資や消費が高水準で拡大するため、2009年通年では7.5%成長となる見通しである(図表20)。

需要項目別では、投資が最大の景気けん引役

(図表20) 経済成長率と主要経済指標見直し



(資料) 国家統計局

(注) 2009年の数値は、日本総合研究所の予測。

として期待される。2009年1～3月期のGDP成長率寄与度では、最終消費が4.3%であったのに対し、資本形成は2.0%にとどまった。ただし、国家統計局は、これは大幅な在庫調整が行われたことによるものであり、投資自体は成長を大きく押し上げたと説明している。同期間の全社会固定資産投資の名目の伸びは前年同期比28.8%と、2008年1～3月期の伸び率を4.2%ポイント上回っており、国家統計局の見方を裏付けている。

また、前述のように、全社会固定資産投資の8割を占める都市部の投資は、伸びの加速がみられる。都市部固定資産投資における新規プロジェクト件数（1～5月で前年同期比39,510件増）や総計画投資額（同95.9%増）の急増を加味すれば、下半期以降も高い伸びを見込めよう。

4兆元規模の景気刺激策については、順調に執行される公算が大きい。確かに、投資の担い手のうち、地方政府がプロジェクトに必要な資金を確保できるかどうかについて、一部で疑問視されはじめている。最悪の場合、地方政府の資金調達の遅れが投資の伸び悩みをもたらしかねない。とはいえ、中央と地方を合わせた国家

財政全般で見れば、2009年の財政赤字は対名目GDP比3%以内、国債残高の対GDP比は20%前後と中央政府は見積もっており、財政出動を増やす余地は十分残されている。また、中央による地方政府債券の発行も着実に進展している。地方政府の資金不足懸念が投資の伸びを妨げる可能性は低いと思われる。

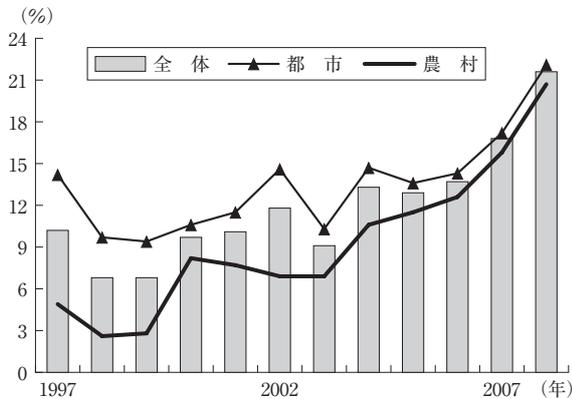
以上の要因を勘案すると、2009年通年の全社会固定資産投資（名目ベース）は前年比29.5%増と、90年代中盤以降では最も高い伸び率になる見通しである。年央の経済成長率の回復が緩慢と判断した場合、胡錦濤政権は第2弾の大規模な投資プロジェクトを打ち出すとみられ、伸びの上ブレも予想される。

消費に関しては、雇用情勢の悪化が懸念材料である。四半期ごとに公表される都市部登録失業率でみると、3月末時点で4.3%と、2008年末に比べて0.1%ポイント上昇し、悪化傾向が続いている。卒業シーズンを迎える大学生の就職状況も芳しくない。6月3日の国务院常务会议では、雇用環境が厳しい状況にあることを認め、職業訓練や就職情報サービス等の強化を決定した。改善が遅れた場合、下半期以降の消費活動への影響が懸念される。

しかしながら、消費関連の景気対策で言及したように、都市部での家電や自動車の買い替えに対する財政補助が今後本格化し、対象商品の売上増に寄与していく。「家電下郷」や「汽車下郷」などの政策措置により直近の数カ月は農村部の伸びが都市部を上回っているが、小売売上高の68.0%（2008年）を占める都市部での押し上げは、消費全体の拡大ペースを加速させよう（図表21）。

これらの要因を総合すると、2009年の年間小売売上高は名目ベースで前年比18.1%増加するであろう。2008年の実績（前年比21.6%増）に

(図表21) 小売売上総額の地域別伸び率 (対前年比)

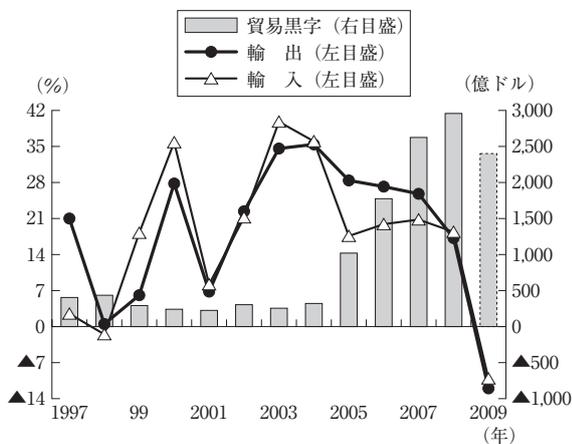


(資料) 国家統計局

は及ばないものの、年後半にかけて伸び率は上向いていく見通しである。

一方、増値税の輸出還付率引き上げ等の措置が奏功するようになり、下半期の輸出は減少幅の縮小が期待できる。とはいえ、世界経済の持ち直しは力強さに欠くと見込まれることから、輸出回復の足取りは重い。通年の輸出額は、前年比12.0%の縮小が想定される(図表22)。これは中国にとって、経済面での対外開放路線を導入した1978年以降では最大の落ち込みである。他方、輸入は、①下落基調であった原油価格の

(図表22) 輸出入伸び率 (対前年比) と貿易黒字



(資料) 海関総署「海関統計」

(注) 2009年の数値は、日本総合研究所の予測。

反転上昇、②生産回復に伴う部品や設備輸入の持ち直しを背景に、輸出に比べて小幅な落ち込み(前年比10.1%減)となろう。この結果、貿易黒字は約2,400億ドルと、2008年より550億ドルほど減少すると同時に、純輸出の成長率への寄与度は主要需要項目のなかで唯一マイナスとなる見通しである。

物価は、景気の回復に伴って前年同月比プラス圏内に入ると見込まれるが、年前半の下落により、通年のCPI上昇率は+0.3%と、ゼロ近辺の水準で落ち着くものと想定される。

2010年は、景気対策に伴う押し上げ効果が続く、年前半は8%超の高成長を期待できる。ただし、年末にかけて、その効果は次第に剥落していく。通年の実質GDP成長率は8.3%と、2009年をやや上回る水準になる見通しである。

需要項目別にみると、投資では4兆元の景気刺激策が2010年末に期限を迎える。進捗状況を考慮すれば、年後半に、全社会固定資産投資の伸びが鈍化すると予想される(通常時も、年の最後の四半期に伸び率が低下する傾向がある)。景気が回復軌道をたどり、技術水準の向上や省エネ・環境対策を目的とした企業の設備投資の加速が期待されるものの、景気対策の効果のはく落分を補うには不十分と思われる。2010年の全社会固定資産投資は(名目ベース)は前年比26.2%増と、2009年の実績を下回る伸びになる見込みである。

消費については、促進策の一部(小型車の車両購入税など)が2009年末で終了予定のため、2010年入り後の反動が懸念される。「家電下郷」や農村部でのバイク普及プロジェクト、家電や自動車の買い替え等に関する財政補助は2010年も継続されるが、こうした措置による需要喚起効果は一段落するため、大きな期待はできない。景気回復に伴う雇用環境の改善を織り込んで、

通年の小売売上高は名目16.8%増と、2009年の伸び率をやや下回る見通しである。物価上昇分を考慮した実質ベースでは、名目よりも鈍化が顕著になろう（2010年通年のCPI上昇率を+1.7%と想定）。

輸出は反転増を期待できるようになる。2010年は前年比14.1%増と、2桁台の拡大を見込んでいるが、これは2008年末以降の急激な減少からの反動が生じるためである。世界経済、とくに先進国経済の回復は緩慢であり、数字ほど輸出回復の勢いは感じられないであろう。輸入も前年比16.7%増となる見通しであるが、輸出と同様、反動による部分が大きい。人民元対米ドルレートは、景気の回復に伴い、横ばいから緩やかな元高基調に変わっていく見通しである。

2009年後半から2010年前半の経済成長をめぐる最大の課題は、景気対策の強弱や終了のタイミングに集約される。

景気対策はあくまで緊急措置であり、必要最低限の規模にとどめることが望ましい。政府による景気刺激策が長期化し、規模が拡大するほど、企業家の間に行政当局への依存体質が広がり、自助努力を怠るリスクが増大する。過剰な設備や在庫を抱え、経営を圧迫する局面も想定される。2009年入り以降の粗鋼生産の急増と同年5月の工業情報化部による緊急減産指示は、そうした懸念が現実味を帯びだした象徴的な事例といえよう。消費に関しても、財政補助による購入促進は、短期の需要喚起には有効であるものの、消費需要の先食いおよびその後の反動という副作用も孕んでいる。

半面、景気対策の実施を通じて、人々の先行き懸念が払拭されると同時に、内需が最悪期を脱し、上向いているのは紛れもない事実である。民間部門の投資や消費が自律的な回復力に依然乏しいとの指摘は、中国経済の現状や将来展望

に対する立場や評価の違いを越え、共通認識となっている。このような状況下で政府が刺激策を終了させた場合、景気が再び減速に向かうことも考えられる。

中国政府は雇用の創出や社会の安定確保のため、8%前後の成長率確保を至上命題としており、その実現のためには景気刺激策の追加も辞さない構えである。2009年下半年以降に追加の対策が実施された場合、足元の成長率は高まるが、リスクも増大し、景気対策をめぐるジレンマは一層深まるであろう。

胡錦濤政権には、継続（強化）か終了かという二者択一的な判断ではなく、景気動向に応じた政策措置の絶妙なさじ加減とともに、民間部門の健全かつ持続的な成長に資する取り組みが今後求められよう。

副主任研究員 佐野 淳也

3. インド経済

(1) 世界金融危機の影響による景気の減速と信用収縮

インドにおいても、世界金融危機の影響による景気減速が顕著である。2008年度（2008年4月～2009年3月）の実質GDP成長率は、2005～2007年度の9%台から低下して6.7%となった（図表23）。産業別にみると、農業部門1.6%（前年度は4.9%）、鉱工業部門3.9%（同8.1%）、サービス業部門9.7%（同10.9%）であった。

減速がとりわけ顕著なのは、鉱工業部門である。とくに、製造業は2009年1～3月期に前年同期比▲1.4%に落ち込んでおり、回復の兆しがみられない。また、電力需要も落ち込み、電気・ガス・水道業の伸び率の低下を招いている。

2008年12月以降、鉱工業生産指数の前年同月比伸び率がしばしばマイナスとなっているが、これは約15年ぶりのことである。2008年度の伸

(図表23) 産業部門別のGDP成長率

(前年同期比、%)

	2006年度					2007年度					2008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	9.6	10.1	9.3	9.7	9.0	9.2	9.0	9.3	8.6	6.7	7.8	7.7	5.8	5.8
農業部門	3.8	2.7	3.2	4.0	4.9	4.9	4.3	3.9	8.1	2.2	1.6	3.0	2.7	▲0.8	2.7
鉱工業部門	11.0	10.8	11.0	10.4	11.6	8.1	9.2	9.1	8.2	6.2	3.9	6.0	6.1	2.3	1.4
うち鉱業	5.7	4.1	3.9	6.0	8.2	3.3	0.1	3.8	4.2	4.7	3.6	4.6	3.7	4.9	1.6
うち製造業	12.0	11.7	12.2	11.3	12.8	8.2	10.0	8.2	8.6	6.3	2.4	5.5	5.1	0.9	▲1.4
うち電気・ガス・水道	6.0	4.3	6.6	7.6	5.4	5.3	6.9	5.9	3.8	4.6	3.4	2.7	3.8	3.5	3.6
うち建設業	12.0	13.1	12.0	10.8	12.2	10.1	11.0	13.4	9.7	6.9	7.2	8.4	9.6	4.2	6.8
サービス業部門	11.1	11.5	11.5	11.1	10.3	10.9	10.8	10.3	10.3	11.8	9.7	10.2	9.8	10.2	8.6
うち商業・ホテル・運輸・通信	11.8	10.9	12.7	12.1	11.6	12.4	13.1	10.9	11.7	13.8	9.0	13.0	12.1	5.9	6.3
うち金融・保険・不動産	13.9	13.6	13.9	14.7	13.4	11.7	12.6	12.4	11.9	10.3	7.8	6.9	6.4	8.3	9.5
うち地域・社会・個人サービス	6.9	10.3	7.2	5.6	5.1	6.8	4.5	7.1	5.5	9.5	13.1	8.2	9.0	22.5	12.5

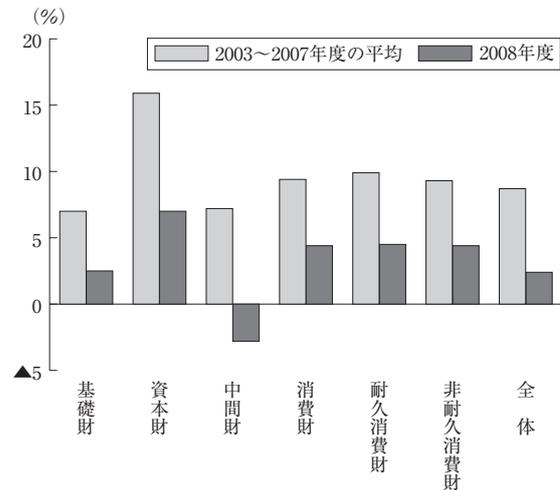
(資料) Center for Monitoring Indian Economy

び率は、前年比2.4%にとどまった（前年度は8.5%）（図表24）。企業の景況感の悪化や輸出の急減などによる生産活動の全般的な減速を反映して中間財が▲2.8%となったほか、設備投資の縮小に伴い資本財が7.0%にとどまった。消費財では、2007年度に▲1.0%となった耐久財が4.5%に回復する一方で、個人消費の広範な落ち込みにより非耐久財が4.4%に低下した。

これに対し、サービス業部門の低下は小幅にとどまっている。輸出の減速、海外からの渡航客数の減少によるホテル・交通機関利用の縮小、携帯電話の新規契約件数の伸び悩みなどを背景に、高成長を牽引してきた商業・ホテル・運輸・通信業の伸び率が前年度を下回り、金融・保険・不動産業も同様となる一方で、地域・社会・個人サービス業は高い伸びとなった。これは、公務員給与の引き上げや、社会セクターのプロジェクト向けの政府支出の増加による部分が大きい。政府支出が経済成長をある程度底上げしていることになるが、このような流れは当面続くものとみられる。

2008年度の成長率を需要項目別にみると、個人消費や固定資本形成の伸び率が低下する一方、政府消費が財政支出の増加により年度後半に急増し、景気を下支えした（図表25）。年度前半

(図表24) 鉱工業生産指数（前年比伸び率）の変化



(資料) CEICデータベース

には、インフレ率の上昇による実質所得の落ち込みや金融引き締め継続による貸出金利の上昇が、消費者心理を悪化させた。また、年度後半に世界金融危機が深刻化し、輸出が急速に落ち込んだことは、企業収益の減少や投資マインドの低下につながるるとともに、雇用・所得環境を悪化させ、個人消費の減速を招いた。輸出入は通年では前年度より伸びたが、世界金融危機の影響が顕著となった年度後半に急減した。

通関ベースの輸出入についてみると、2008年度の輸出は前年比2.4%増（前年度は28.9%増）の1,667億ドル、輸入は同12.9%増（同35.4%増）

(図表25) 需要項目別のGDP成長率

(前年同期比、%)

	2006年度				2007年度				2008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	9.7	8.0	11.0	9.7	9.7	9.1	9.2	8.8	9.4	8.8	6.1	8.2	7.8	4.8	4.1
個人消費	7.1	5.5	9.6	6.6	4.2	8.5	8.4	7.5	8.9	9.0	2.9	4.5	2.1	2.3	2.7
政府消費	6.2	43.7	▲12.1	▲2.3	▲1.9	7.4	▲2.4	10.0	2.0	18.6	20.2	▲0.2	2.2	56.6	21.5
固定資本形成	15.1	17.1	13.6	15.7	25.1	12.9	13.6	16.0	14.1	8.8	8.2	9.2	12.5	5.1	6.4
輸出	18.9	45.7	25.5	17.9	27.1	2.1	▲4.0	▲4.8	6.1	9.8	12.8	25.6	24.3	7.1	▲0.8
輸入	24.5	26.5	34.8	21.0	17.4	6.9	▲0.7	▲3.6	6.7	24.4	17.9	27.4	35.3	21.7	▲5.7

(資料) Center for Monitoring Indian Economy

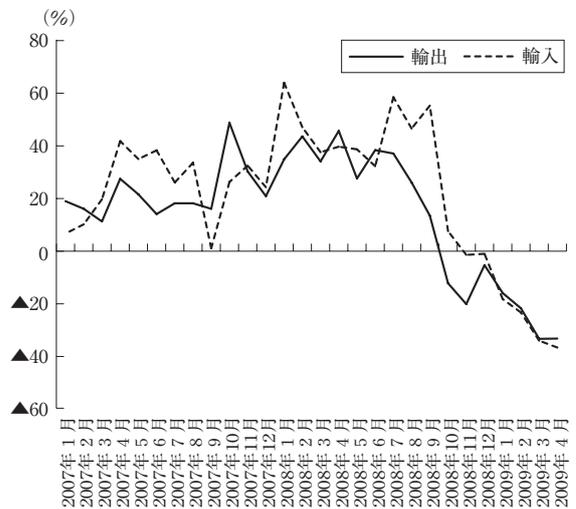
(注) 算出方法が異なるため、実質GDP成長率は図表23と必ずしも一致しない。

の2,838億ドルとなった。世界的な需要減少により、輸出は2008年10月以降、12月を除き前年同月比2桁減が続いており、4月には▲33.2%に落ち込んだ(図表26)。鉄鉱石、皮革製品、衣料品、宝石類などが伸び悩んでいる。一方、石油関連が全体の約3分の1を占める輸入も、原油価格の下落を主因に2008年11月以降、前年同月比減少が続いており、4月には▲36.6%となった。輸出入の伸び率がともに急低下しているため、外需のGDP成長率に与える影響は必ずしも大きくないが、輸出の減少は内需に多大な影響を及ぼしている。

卸売物価上昇率は、2007年11月以降上昇に転じ、2008年8月には前年同月比12.9%となった(図表27)。その後は、原油価格の低下により燃料価格が2008年12月以降前年比マイナスに転じたこと、世界的な景気減速に伴い一次産品価格や製品価格も大幅に低下したことなどから下落を続け、2009年4月には0.7%となった。ここに来て原油価格は再び上昇に転じているが、当面、卸売物価上昇率が大幅に上昇する懸念は小さいとみられる。

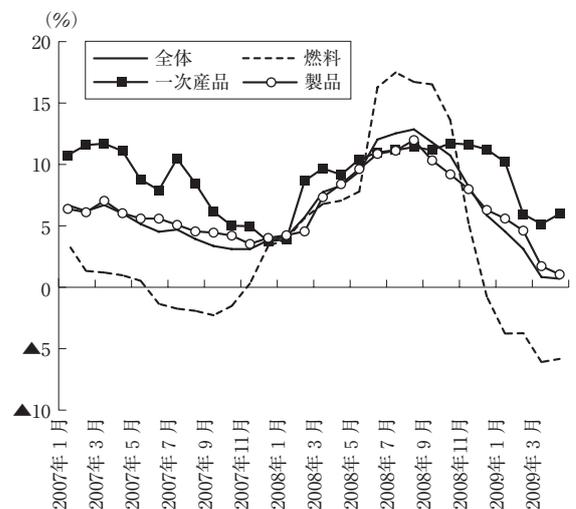
世界金融危機の影響により、輸出の減少に加えて資本流入の大幅な減少が生じた結果、国際収支が急速に悪化し、2008年7～9月期以降、総合収支はマイナスに転じた(図表28)。貿易赤字の拡大を主因に4～12月の経常収支赤字が

(図表26) 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27) 卸売物価指数の前年同月比伸び率



(資料) CEICデータベース

(図表28) 国際収支の推移

	2006年度	2007年度	2008Q1	2008Q2	2008Q3
経常収支 (①)	▲9,766	▲17,403	▲8,996	▲12,829	▲14,644
貿易収支	▲63,171	▲90,060	▲30,517	▲38,513	▲36,307
輸出	128,083	158,461	49,120	47,700	36,707
輸入	191,254	248,521	79,637	86,213	73,014
サービス収支	31,810	37,550	10,746	13,590	12,797
所得収支	▲6,573	▲5,910	▲874	▲793	▲1,674
経常移転収支	28,168	41,017	11,649	12,887	10,540
資本収支 (②)	45,779	108,031	11,123	7,852	▲3,683
直接投資	8,479	15,545	8,989	5,564	820
流出	▲13,512	▲16,782	▲2,902	▲3,218	▲5,864
流入	21,991	32,327	11,891	8,782	6,684
証券投資	7,062	29,184	▲4,211	▲1,310	▲5,820
流出	58	88	▲33	▲9	▲33
流入	7,004	29,096	▲4,178	▲1,301	▲5,787
商業借り入れ	16,155	22,165	1,269	1,357	3,363
借り入れ	20,325	28,300	2,364	3,105	4,959
返済	3,868	6,119	1,095	1,748	1,596
誤差脱漏 (③)	593	1,536	108	243	446
総合収支 (①+②+③)	36,606	92,164	2,235	▲4,734	▲17,881

(資料) インド準備銀行

(注1) Q1: 4~6月、Q2: 7~9月、Q3: 10~12月。

(注2) 資本収支の内訳は一部の項目のみ。

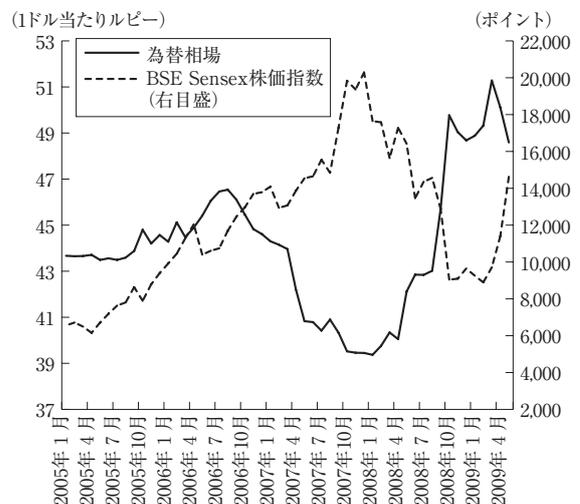
365億ドルとなる一方、資本収支黒字は次第に縮小し、10~12月期には赤字となった。直接投資や証券投資の流入が減少したほか、2008年9月のリーマン・ショック以降、世界的な流動性の縮小により企業や銀行の短期対外借り入れ、輸出信用などがいずれも流出に転じた。

流動性の縮小に伴い、資本市場からの調達額の減少や銀行融資の減速など、国内の信用収縮も深刻化している。中央銀行によれば、2008年度の非金融一般企業の資金調達額は、前年比13.0%減の6.8兆ルピーとなった。その内訳は、全体の約6割を占める銀行信用が▲6.1%、約2割を占めるその他の国内資金調達が▲12.6%、約2割を占める海外資金調達が▲30.5%となっている。海外資金調達のなかでは、直接投資が大きく伸びたのに対し、それ以外の部分（対外商業借り入れ、ADRやGDRの発行、対外短期借り入れ）は▲69.1%となった。

また、資本フローの逆転に伴い、通貨や株価の下落傾向が続き、ルピーの減価を防ぐための

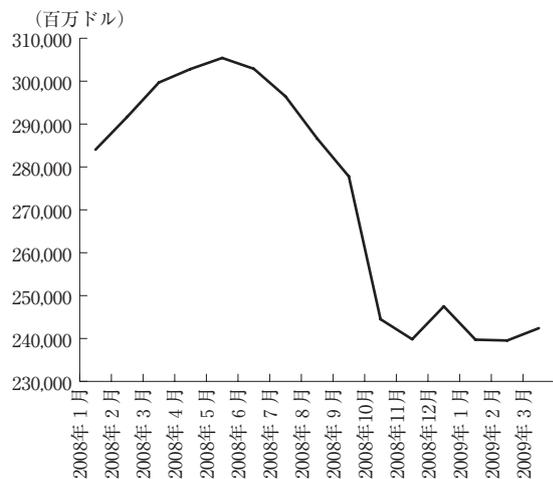
為替介入に伴う外貨準備の減少や景況感の悪化につながった（図表29、30）。ただし、外貨準備残高は短期対外債務残高の約5.2倍（2008年末現在）であり、インドが通貨危機に陥る可能性は極めて低い。

(図表29) 為替レート・株価の推移



(資料) Datastream, CEICデータベース

(図表30) 外貨準備残高の推移



(資料) CEICデータベース

(2) 財政金融政策による対応

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。10月、11月の2カ月間に1兆3,543億ルピーの流動性が供給された結果、短期金融市場の機能は次第に正常化した。

中央銀行が実施した政策は、おおむね以下の通りである(図表31)。第1に、預金準備率(CRR)を9.0%から5.0%に段階的に引き下げた。また、法定流動性比率(SLR)を25%から24%に引き下げ、銀行が保有する国債のなかでレポ取引に利用できる金額を増やした。その他にも、多様な流動性供給強化策を実施している。第2に、政策金利であるレポ・レートおよびリバース・レポ・レートを引き下げた。リバース・レポ・レートの引き下げは約5年ぶりである。6月現在、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。第3に、多様な資本流入促進措置をとった(非居住者預金金利の引き上げ、対外商業借り入れの一時的流入規制の廃止、海外機関投資家の債券投資枠の拡大、株式市場における参加証券関連規制の廃止など)。第4に、伸び悩む輸出を下支えするため、優遇的な輸出信用制度を拡大した。

(図表31) インド準備銀行による2008年9月以降の主な政策対応(2009年6月まで)

1. レポ・レート、リバース・レポ・レートの引き下げ
 - 10月20日 9.0%→8.0% (レポ・レート)
 - 11月1日 8.0%→7.5% (レポ・レート)
 - 12月6日 7.5%→6.5% (レポ・レート) 6.0%→5.0% (リバース・レポ・レート)
 - 1月2日 6.5%→5.5% (レポ・レート) 5.0%→4.0% (リバース・レポ・レート)
 - 3月4日 5.5%→5.0% (レポ・レート) 4.0%→3.5% (リバース・レポ・レート)
 - 4月20日 5.0%→4.75% (レポ・レート) 3.5%→3.25% (リバース・レポ・レート)
2. 預金準備率(CRR)の引き下げ
 - 10月6日 9.0%→8.5%
 - 10月10日 8.5%→7.5%
 - 10月15日 7.5%→6.5%
 - 11月1日 6.5%→5.5%
 - 1月2日 5.5%→5.0%
3. 流動性供給の強化
 - 9月16日 法定流動性比率(SLR)を1%引き下げ(25%→24%)、レポ枠を拡大。
 - 9月16日 第2LAF(夕方実施)を当面経常的に実施することを表明。
 - 10月14日 14日間の特別レポ枠2,000億ルピー相当を設定。当面、毎日実施。
 - 10月15日 投資信託用の流動性供給枠(SLRの0.5%相当)を設定。
 - 11月1日 市場安定化スキーム(MSS)の下で発行された国債の買戻し実施を表明。
 - 11月1日 新たな流動性供給制度(special refinance facility)を設定。
 - 11月7日 海外に支店を有する銀行へのスワップによる外貨流動性の供給を表明。
 - 11月15日 輸出信用の優遇措置の拡大などを実施。
 - 12月11日 輸出入銀行に500億ルピー相当のリファイナンス・ファシリティを設定。
4. 対外商業借り入れ(ECB)規制の変更による資本流入の促進
 - 9月22日 インフラ部門の上限1億ドル(事前認可要)を5億ドルに引き上げ。
 - 10月22日 全部門の上限を5億ドルに戻す(事前認可不要)。

(資料) インド準備銀行

(注) 対外商業借り入れの上限は2007年8月に全部門で5億ドル(事前認可不要)から2,000万ドル(事前認可要)に引き下げられたが、2008年5月に5,000万ドル(インフラ部門は1億ドル、いずれも事前認可要)に引き上げられていた。

一方、財政刺激策としては、2008年12月に以下の政策が発表された。①年度内支出を最大2,000億ルピー追加する。②段階的な物品税率を各4%引き下げる。③労働集約産業（繊維、皮革、宝石など）や中小企業への輸出信用に対し2%の利子補給を行う（2009年3月末まで、最低金利7%）。④繊維産業に対し、別途140億ルピーの支援を実施する。⑤インフラ整備を支援するため、インフラ開発金融公社（IIFCL）に対し1,000億ルピーの債券発行を認可する。

1月には、第2弾の政策が発表された。①セメント等の輸入関税を復活する一方、繊維等の輸出業者への税還付を拡大する。②IIFCLの債券発行額を3,000億ルピー上乘せする。③各州政府に、それぞれのGDPの0.5%相当の借入れを認める。さらに2月25日には、10%の物品税を8%に引き下げ、12%のサービス税を10%に引き下げるなどの政策が発表された。これらは、年間3,000億ルピーの税収減に相当する。

中央銀行は、4月に発表した2009年度金融政策年次声明書（Annual Policy Statement）において、2008年9月以降の財政金融政策の実施により景気の悪化はある程度食い止められたと評価している。

(3) 景気見通し

a. 2009年度の実質GDP成長率は6.2%と予測

2009年1～3月期の実質GDP成長率は、予想をやや上回る前年同期比5.8%となった。また、2008年10～12月期の実績は、当初発表の5.3%から5.8%に上方修正された。

この結果を受けて、経済成長率が下げ止まったとの見方が広がっている。このような見方の支援材料となっているのは、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である。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。これは、近年の高成長が国民に評価された結果であるといえよう。今後は、一貫して経済自由化政策に反対の立場を取ってきた左派勢力という阻害要因がなくなるため、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%以上引き上げている。

株価の回復も好材料である。SENSEX指数は2007年末の約20,300ポイントから2009年3月に8,100ポイント台に下落したが、5月には約14,600ポイントに回復している。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5月までに2,047億ルピーとなっており、そのほとんどは5月に達成されたものである。また、今後、規制緩和により、直接投資が急速に拡大する可能性もある。

現在、株価の回復や景気の底入れは世界的に広がりつつある。インドの景気減速は、基本的には世界金融危機の影響により生じたものであるため、今後は緩やかな回復に向かうことが期待できよう。また、株価が上昇する局面では各国のパフォーマンスの連動性は弱まることが多いため、インドの株価上昇が先進国を上回ることもありうる。

ただし、世界景気の回復は極めて緩やかであり、また、2009年の世界の貿易額は前年比減少となることが予想されている。こうしたなか、インドでは内需の緩やかな回復と外需の伸び悩みが続き、2009年度の実質GDP成長率は6.2%程度になると予測する。

図表25に戻り、需要項目別の動向をみると、

個人消費の伸び率は2007年度の前年比8.5%から2008年度には同2.9%に低下した。これは、年度前半のインフレおよび金融引き締めや年度後半の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による。そのなかで、乗用車の国内販売台数の前年比での減少や国内の航空輸送利用者数の急減など、不急の消費を控える動きが顕著となった。

しかし、こうした動きには歯止めがかかり始めている。乗用車の国内販売台数は、2008年7月以降前年比減少が続いていたが、2月以降は増加に転じており、販売台数も安定してきている（図表32）。また、現地のシンクタンクであるCMIE（Center for Monitoring Indian Economy）は、多くの消費財関連企業において販売額が堅調を維持しており、個人消費は想定以上に底堅いと評価している。



今後、個人消費の伸び率はある程度回復しよう。その要因としては、インフレ率の急低下・新政権の樹立・株価の回復などが消費者心理の改善をもたらしていること、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、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）の効果が見込まれること、などがあげられる。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ることは消費のマイナス要因となるが、一方では、今後、インフラ整備支出の増加による雇用の創出なども期待される。

次に、固定資本形成の伸び率は、2007年度の前年比12.9%から2008年度には同8.2%に低下した。インフレ率の上昇や輸出の減少などを背景に、企業の景況感の悪化や収益率の低下が生じるとともに、資金調達環境が著しく悪化したことが投資の抑制要因となった。海外からの借り入れは、為替リスクを伴うものの国内での借り入れに比較すると低金利であることもあり、近年の増加は投資の促進要因になっていたとみられる。

今後は、企業の景況感の緩やかな改善、インフレ率の低下による原材料コストの低下、貸出金利の一段の低下、資金調達環境の好転などが投資を回復させる材料となろう。財政刺激策の実施により期待される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。中央銀行等による企業信頼感指数は低水準に落ち込んでおり、きわめて厳しい状況ではあるものの、将来の経営環境に対する楽観的な見方が少しずつ増加している。セメントなど一部の産業では、設備投資意欲の高まりもみられる。

ただし、輸出の急回復は期待できず、基本的に内需頼みであるため、投資の回復には限界がある。資金調達環境をみても、株価の上昇により新規株式発行が回復する可能性がある一方で、不良債権の増加を懸念して銀行は新規融資に慎重になっている。海外からの借り入れも、株式市場への資本流入のように急回復することは期

待しにくい。また、インフレ率の低下に比較して貸出金利の低下は緩やかであり、実質的な資金調達コストは低下していない可能性がある。これらの状況が改善するには、相当の時間を要しよう。中央銀行は、資金調達環境を改善するために、①中小企業を中心に生産的な部門への信用供給を確保すること、②予想される不良債権の増加に適切に対処し、銀行部門の健全性を維持すること、③財政支出の拡大に伴って増加する国債発行を円滑に消化するために機動的な買いオペを実施すること、などが自らの重要課題であると認識している。

最後に、輸出入の動向についてみる。2008年4月～2009年2月のデータによると、輸出の伸びは前年同期比6.7%（前年度は26.8%）であるが、品目別では一次産品（農産物、鉱産物）や労働集約的製品（皮革、繊維、宝飾品など）が伸び悩んでいる（図表33）。また、相手先別では、アメリカ向けが▲1.5%と伸び悩む一方、欧州諸国向け（9.7%）、OPEC諸国向け（16.3%）などは比較的順調である。しかし、最近3カ月（2～4月）の輸出の月平均伸び率は▲29.4%と減少に歯止めがかかっておらず、世界需要が低迷するなか、その回復には時間を要しよう。

(図表33) 輸出品目別の構成比と伸び率
(2008年4月—2009年2月)

	構成比	伸び率 (%)
農産物	10.4	▲0.9
鉱産物	4.7	▲8.8
製造業製品	65.9	10.2
皮革・皮革製品	2.2	2.9
化学製品	10.2	15.1
エンジニアリング関連製品	26.5	23.6
繊維・衣料品	11.6	1.5
宝飾品	11.2	▲3.6
石油製品	16.3	2.5
その他	2.7	12.3
合計	100	6.7

(資料) Center for Monitoring Indian Economy
(注) 本表はドル建て輸出に関するもの。

輸入に関しては、2008年4月～2009年2月のデータで、石油関連が前年同期比22.4%、それ以外が同21.5%の伸びとなっている。輸出と同様、2～4月の月平均伸び率は▲31.3%と減少が続いている。ただし、最近、原油価格が上昇に転じており、この傾向が続けば輸入の減少幅が輸出に比較して小さくなる可能性がある。

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、昨年4～12月に前年同期比28.2%増となった。アメリカ向け以外のウエートが高まっていること、金融機関のリストラクチャリングに伴う需要もみられることなどから、今後も堅調な推移が見込まれる。

b. 景気回復に対するリスク要因

景気回復に対する最大のリスク要因は、財政赤字の動向である（図表34）。2008年度予算における財政赤字の対GDP比率は中央政府が2.5%、州政府が2.1%となっていたが、2月に発表された2009年度の暫定予算案では、中央政府赤字の対GDP比率は2008年度が6.0%、2009年度が5.5%になると見込まれている。2008年度の実績は、最終的に6.7%となった。

財政赤字が拡大している背景には、景気減速に伴う税収減、補助金や防衛費支出の拡大、景気刺激策の実施などがある。これに加えて、政府は食糧・肥料・石油などに対する補助金の一部を石油債券（oil bonds）の発行などにより調達している。これらは実質的には補助金支出の先送りであるが、当面の現金支出を伴わないため予算外で処理されており、2008年度の発行額は前年比で急増している。

このように財政赤字が急拡大するなかで、景気刺激のために財政支出を拡大することには限界がある。支出の拡大に伴う国債の増発が流動

(図表34) 中央政府の財政収支の推移

(10億ルピー)

	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度①	2008年度②	2009年度
歳入	3,479	3,725	3,597	4,408	5,657	6,176	5,514	6,204
経常収入	2,638	3,060	3,475	4,344	5,251	6,029	5,447	6,096
税収	1,870	2,248	2,703	3,512	4,318	5,072	4,477	4,976
その他	768	812	772	832	933	958	969	1,120
資本収入	841	665	122	64	406	147	67	108
歳出	4,712	4,983	5,061	5,834	7,094	7,509	8,815	9,532
経常支出	3,621	3,843	4,398	5,146	5,886	6,581	7,917	8,481
うち利払い	1,241	1,269	1,326	1,503	1,720	1,908	1,905	2,255
資本支出	1,091	1,139	664	688	1,208	928	898	1,051
財政収支	▲1,233	▲1,258	▲1,464	▲1,426	▲1,437	▲1,333	▲3,301	▲3,328
対GDP比率	▲4.5	▲4.0	▲4.1	▲3.5	▲3.1	▲2.5	▲6.7	▲5.5

(資料) インド財務省、インド準備銀行年報

(注) 2008年度①は当初予算ベース、②は実績。

性の逼迫につながりかねない上に、赤字の拡大が続けばソブリン格付けが引き下げられ、長期金利の上昇につながる可能性がある。新政権は2009年度の財政赤字を対GDP比5.5%に抑える方針であるが、このような制約のなかで景気刺激策や中期的な成長のためのインフラ整備などを実施していくことは、難しい課題である。当面、7月に発表される予定の2009年度本予算が注目される。

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、原油価格の上昇が続けば、すでに述べた貿易赤字の拡大に加えてインフレが再燃し、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、2009年度の経済成長率に悪影響が及ぶこととなる。

主任研究員 清水 聡

(2009. 6. 23)