

アジア経済見通し

調査部

目 次

1. アジア全体

- (1) 2013年のアジア経済
- (2) 2014年のアジア経済

2. 中国経済

- (1) 景気は持ち直し
- (2) 7%台の安定成長が続く見込み

3. インドー2014年度の実質GDP成長率は5.0%と低迷が持続

- (1) 2013年度の実質GDP成長率は4.4%
- (2) 2014年度の実質GDP成長率は5.0%

1. アジア全体

(1) 2013年のアジア経済

A. 内需の勢いの差が表れた近年の各国成長率

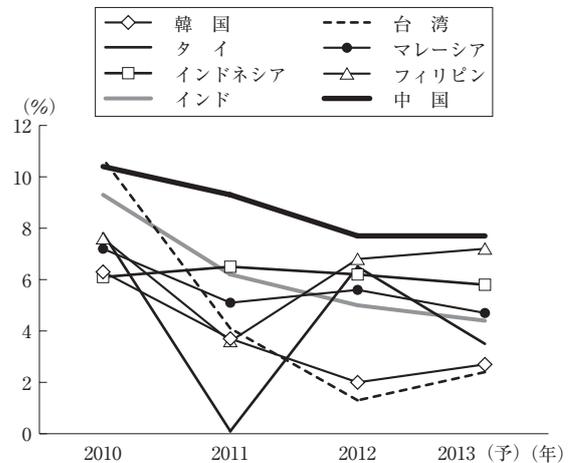
アジア経済はリーマンショック後の景気の落ち込みから急回復した後、総じて安定成長を続けてきたが、2011年後半以降世界経済の減速に伴い景気が減速した。輸出依存度の高いNIEsでは、実質GDP成長率（以下「成長率」）がシンガポールで2011年の+5.2%から2012年に+1.3%、韓国で+3.7%から+2.0%、台湾で+4.1%から+1.3%へ低下した（図表1）。輸出の伸びが低下するとともに、設備投資が落ち込んだことによる。

台湾と韓国では対中輸出依存度が高く（台湾の対中国・香港輸出依存度は約40%、韓国の対中輸出依存度は約26%）、中国経済の影響を受けやすい。中国の成長減速により、韓国や台湾では対中輸出にブレーキがかかっただけでなく、資源需要減少に伴う一連の動き（一次産品価格の大幅下落と資源開発プロジェクト中断などによる新興国の成長減速、海運・造船不況など）の影響も受けた。

また中国ではリーマンショック後に景気対策の一環として、大規模な公共投資が実施された。鉄鋼、石油化学など素材産業では積極的な増産（生産能力の拡張を含む）が図られたが（図表2）、その後の需要鈍化によって過剰な生産能力を抱えることになった。この結果、安価な中国製品がアジア市場に溢れ、これがアジア市況を悪化させ、韓国や台湾メーカーの収益を下押ししている。

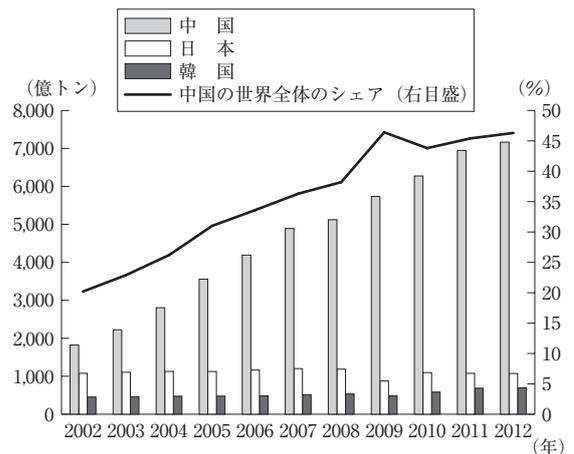
ASEAN（東南アジア諸国連合）諸国でも輸出が落ち込んだが、それを内需がカバーすることにより、2012年はインドネシア+6.2%、マレーシア+5.6%、フィリピン+6.8%と比較的高い成長率となった。洪水の影響によってタイの成長率は2011年に+0.1%へ低下したが、復興需要と政府の景気対策などに支えられて2012年は+6.5%へ

（図表1）主要国の実質GDP成長率



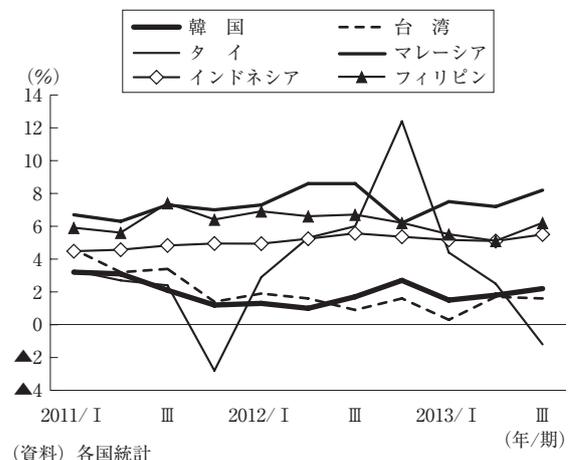
（資料）各国統計
（注）インドは年度、2013年は日本総合研究所の予測。

（図表2）粗鋼生産量



（資料）『鉄鋼統計要覧』など

（図表3）民間消費の推移（前年同期比）



（資料）各国統計

回復した。

民間消費をみると（図表3）、インドネシアやマレーシア、フィリピンなどで安定的に伸びている。その要因には、①所得の増加、②インフレ抑制、③低金利の継続、④海外からの送金（フィリピン）などがある。所得の増加には賃金以外に、一次産品価格上昇の効果がある。近年まで中国を含む新興国で高成長が続いたことにより一次産品価格が高騰し（後継図表5）、これが農村部の所得を増加させた。現在、天然ゴムの生産上位国はインドネシア、タイ、マレーシアで、パームオイルに関してはインドネシアとマレーシアで世界全体の8割以上を占める。都市部を中心にした「中間層」の増加に、農村部の購買力上昇が加わったため、自動車や携帯電話などを購入できる層が広がった。巨大ショッピングモールの出現も消費拡大を後押ししている。

つぎに、投資の拡大には、内外需の増加を背景にした企業の能力増強投資、インフラ関連投資、新たなビジネスチャンスをとらえた投資が寄与している。メコン川流域の国では国境を跨ぐ広域開発や輸送網（国際幹線道路、鉄道、国際橋など）の整備が進んでいる。輸送網の整備は、①域内のサプライチェーン拡大、②国境沿いの工業団地への工場進出、③労働コストの高い国から低い国への生産シフトの動きをもたらしている。

さらに近年、中国沿海部における賃金上昇と人手不足、「中国リスク」の台頭などにより、外資系企業によるASEAN地域への投資が拡大している。このようにASEAN地域の内需拡大に、この地域を取り巻く環境が有利に作用している。

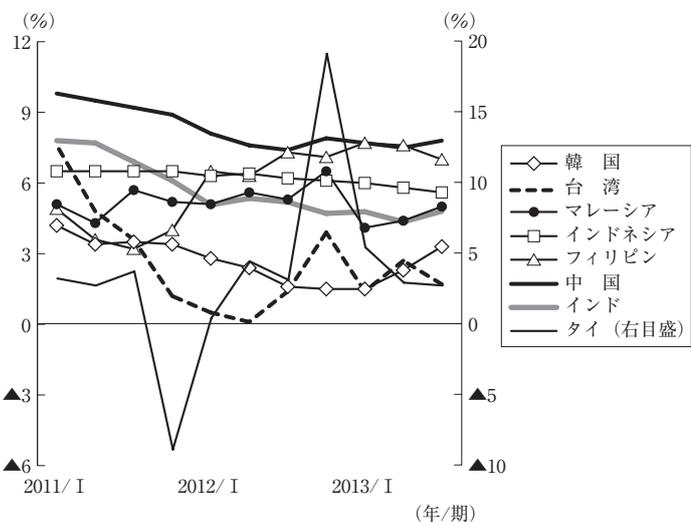
B. 2013年入り後減速したインドネシア、タイ

四半期ベースでみると、中国の景気持ち直しと各国の景気対策などにより、2012年10～12月に成長率（前年同期比、以下同じ）が上昇したものの、中国経済が再び減速したこともあり、2013年1～3月期には多くの国で成長率が再び低下した。

韓国では景気悪化への懸念が強まったため、春先以降補正予算の編成、予算の前倒し、利下げなどが実施された。これにより、前期比成長率が1～3月期の+0.8%から4～6月期に+1.1%、前年同期比成長率も+1.5%から+2.3%へ加速した。その後民間消費と投資の持ち直しが進んだため、7～9月期は前期比+1.1%、前年同期比+3.3%となった。

他方、台湾では対中輸出が年半ばから再び減速したのが響き、7～9月期の成長率は4～6月期の+2.7%を下回る+1.7%となり、回復ベ

（図表4）主要国の実質GDP成長率（前年同期比）



（資料）各国統計

ースが鈍化している。

ASEAN諸国をみると、マレーシアでは内需の拡大により7～9月期の成長率は4～6月期を上回る5.0%となったが、インドネシアとタイでは減速している。1～3月期、4～6月期、7～9月期の成長率はインドネシアで+6.0%、+5.8%、+5.6%へ緩やかに低下しているのに対して、タイでは+5.5%、+2.9%、+2.7%と減速が著しい(図表4)。景気の減速要因としては、以下の3点が指摘できる。

第1は、資源需要の低迷とそれに伴う一次産品価格の下落である。中国の成長減速により、資源に対する需要が減少し一次産品価格が大幅に下落した(図表5)。

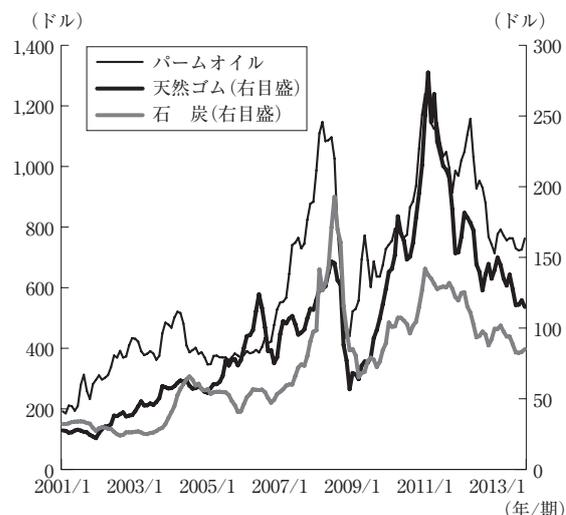
これにより、一次産品(天然ゴム、天然ガス、石炭、パームオイルなど)依存度の高いインドネシアでは輸出額が急減した。他方、6%程度の成長が持続し、投資と消費が拡大してきたため輸入が膨らみ、2012年半ば近くから貿易・経常収支が悪化した。これが後述する通貨安とインフレをまねくことになった。

第2は、消費の増勢鈍化である。とくに著しく減速しているのがタイである。タイでは洪水(2011年夏から秋)後に導入された消費刺激策(法定最低賃金の引上げ、コメの高値買い取り、初めて自動車を購入する者に対する減税など)効果の剥落もあり、民間消費の伸び(前年同期比)が1～3月期の+4.4%から4～6月期に+2.5%、7～9月期には▲1.2%となった。自動車販売は5月以降前年割れとなり、9月前年同月比▲28.5%、10月同▲37.7%になった。生産調整が進めば、関連産業にも影響が広がる恐れがある。インドネシアではこれまで民間消費は堅調に推移しているが、今後インフレと利上げの影響による減速が懸念される。

第3は、投資の減速である。総固定資本形成の動きをみると、これまで急拡大してきた反動もあるが、総じて減速傾向にある。タイでは7～9月期に▲6.5%となった(図表6)。

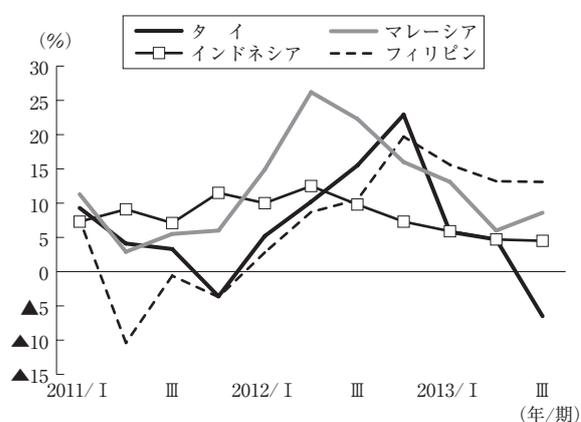
また、インドではインフレ抑制を目的に相次いで利上げを実施した影響により2011年以降景気が減速した。最近では2013年7～9月期まで4四半期連続で4%台の成長が続いている。一方、中国ではインフラ投資の拡大により、7～9月期の成長率が+7.8%と4～6月期より0.2%ポイント上昇した(詳細は「インド」、「中国」を参照)。

(図表5) 一次産品価格



(資料) IMF, Primary Commodity Prices
(注) 各単位当たりの価格。

(図表6) 総固定資本形成(前年同期比)



(資料) 各国統計

C. インド、インドネシアでは通貨安、インフレ、利上げ

多くの国ではインフレが抑制される一方、景気回復が遅れているため、金融緩和基調が続いている。タイでは景気の下振れリスクが高まったため、2011年末にも利下げが実施された。これに対して、インドとインドネシアでは2013年半ば以降、数次にわたり利上げが実施された（図表7）。両国に共通するのは経常赤字の拡大とそれによる通貨安の進行である。

（図表7）各国の金融政策

	2013年 1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
韓国					▽						
台湾					▽						
タイ					▽						▽
マレーシア											
インドネシア						▲	▲	▲	▲		▲
フィリピン											
ベトナム			▽		▽						
中国											
インド	▽		▽		▽				▲	▲	

（資料）各種報道
（注）▽は利下げ、▲は利上げ。

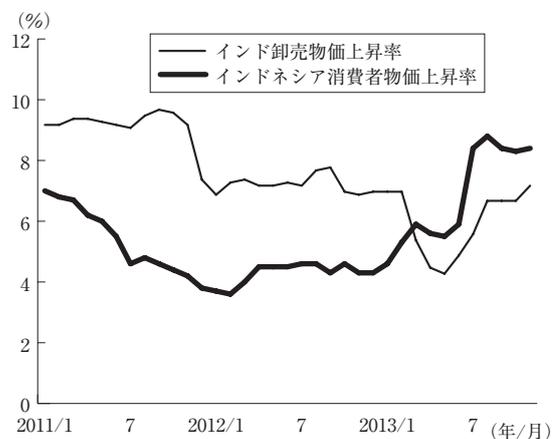
インドネシアでは2013年に入って輸入抑制措置が実施された結果、貿易収支は3月に6カ月ぶりの黒字となったが、輸出の減速が響き4月以降再び赤字となり、通貨安が進んだ。6月に利上げが実施されたほか、財政赤字削減と輸入抑制を目的に燃料価格の引き上げが行われた。その結果、消費者物価上昇率は7月に8.4%へ跳ね上がった。

しかし、通貨安に歯止めがかからず、9月には1ドル=11,321ルピア（月中平均）へ下落した（2013年1月は1ドル=9,659ルピア）。こうした状況を受け、貿易収支の改善と為替の安定を目的に、8月23日に緊急対策（鉱物輸出の割当量制限の緩和、輸出比率が30%以上の企業への優遇税制、高級輸入品に課すぜいたく税の対象拡大、輸出産業の拡大など）が発表された。さらに7月、8月、9月、11月に追加利上げが実施された。

インドでは2012年4月の利下げ実施後、インフレ率の高止まりからしばらく政策金利が据え置かれてきたが、インフレの抑制と景気の減速を受けて、2013年に入って3回利下げが実施された。しかし、経常赤字の拡大を背景に通貨安が進み、インフレが再び加速（11月の卸売物価上昇率は7.5%）したため、9月、10月に利上げが実施された。こうした一方、ルピー安を背景に、2013年7月以降輸出（通関ベース）が前年同月比2桁の伸びとなっている（図表8）。

2012年以降の主要国通貨の対ドルレートをみる

（図表8）インフレ率（前年同月比）



（資料）各国統計

と（図表9）、①インドルピーとインドネシアルピアが大幅に減価したこと、②タイバーツは2012年半ば以降大幅に増価した後、元の水準へ戻っていること、③韓国ウォンが2013年半ば以降増価していることがわかる。ウォン高の背景にあるのは経常黒字の拡大（後述）である。

(2) 2014年のアジア経済

2014年は内外需の持ち直しにより、ほとんどの国で2013年を上回る成長率となる見通しである。中国は2013年と同じ+7.7%、インドは+4.9%の成長になるものと予想される（図表10）。

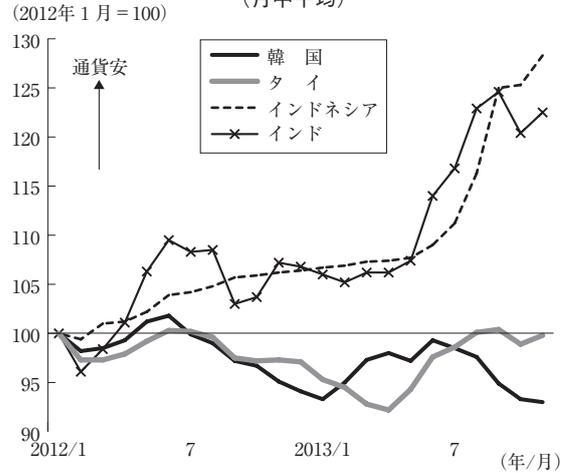
A. 2013年をやや上回る成長に

2014年の成長率が2013年を上回るのには、欧米先進国の景気回復の進展により、輸出の持ち直しが期待されるからである。ただし、新興国経済が以前ほどの高成長にならないため、勢いをやや欠く展開となろう。

内需に関しても、一部の国・地域を除き、総じて緩やかな拡大が予想される。①所得の上昇と中間層の増加を背景に消費の拡大が続くこと、②景気回復の進展とアジア地域の経済統合への期待を背景に、国内外企業による投資が増加すること、③不足するインフラの整備を目的にしたプロジェクトが進展することなどがその理由である。

2014年は、韓国や台湾などでは+3.5%程度の成長となろう。韓国に関しては、①新興国経済の減速、②中国における生産過剰（鉄鋼、船舶など）、③ウォン高などの影響により輸出の伸びが抑制されると考えられる。ウォン高圧力が高まっている背景に、経常黒字の拡大がある（図表11）。国内の投資率が貯蓄率を大幅に下回っていることによるものであり、その是正には投資の拡大が必要である。総固定資本形成は2011、2012年に前年比マイナスの伸びが続いたが、2014年は2013年

(図表9) 主要国通貨の対ドルレートの推移 (月中平均)



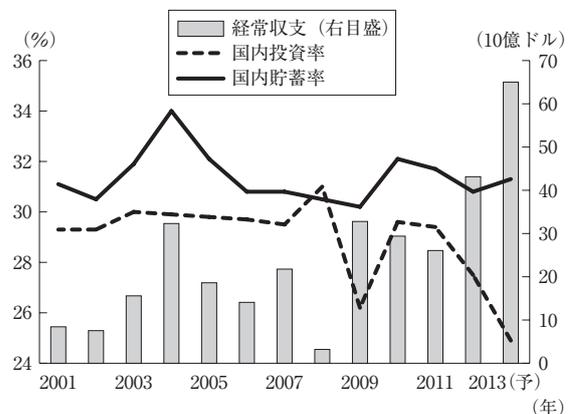
(資料) ブルームバーグ

(図表10) アジア各国の成長率の実績と予測

	2010	2011	2012	2013 (予測)	2014 (予測)
韓国	6.3	3.7	2.0	2.7	3.5
台湾	10.7	4.1	1.3	2.4	3.6
香港	7.0	4.9	1.5	3.0	3.5
タイ	7.8	0.1	6.5	3.0	4.5
マレーシア	7.2	5.1	5.6	4.7	5.3
インドネシア	6.1	6.5	6.2	5.8	6.0
フィリピン	7.6	3.6	6.8	7.0	6.5
ベトナム	6.8	6.0	5.2	5.2	5.5
インド	9.3	6.2	5.0	4.4	4.9
中国	10.4	9.3	7.7	7.7	7.7

(資料) 日本総合研究所
(注) インドは年度（4～3月）、シャドーは予測。

(図表11) 経常収支と貯蓄・投資率



(資料) 韓国銀行、Economic Statistics System
(注) 2013年の経常収支は予測、貯蓄・投資率は4～6月期の値。

(1～9月は前年同期比1.8%)を上回る5%程度の伸びが予想される。民間消費は所得の増加や低金利の継続、債務調整の進展などに支えられて、3%程度の伸びとなろう。

台湾は輸出主導型経済であり、輸出は、地域別には中国・香港向け、品目別ではIT関連製品の割合が高いのが特徴である。中国・香港向け輸出依存度は2010年の41.8%をピークに低下しているとはいえ、2013年(1～10月)も39.2%と高水準である。2014年は中国の輸出の伸びが10%程度と伸び悩み、成長率も+7.7%と2013年並みになるほか、中国において、①家電製品の普及が進んだこと、②生産過剰が解消されていないこと、③地場企業の生産が拡大(輸入代替)することにより、対中輸出の伸びは緩やかなものとなり、輸出全体の伸びは1桁にとどまり公算が大きい。総固定資本形成は輸出の持ち直しと成長分野への新規投資などに支えられて、2013年をやや上回る伸びとなろう。民間消費は、①所得・雇用環境の緩やかな改善、②物価の安定、③低金利の継続などに支えられて、2%程度の伸びが予想される。

つぎに、ASEAN諸国に関してみよう。タイでは輸出の持ち直しに加え、大型公共投資(治水管理インフラや輸送インフラの整備)や消費刺激策の実施により、+4.5%の成長となる見通しである。ただし、デモの広がりなどにより政治社会が不安定化すれば、内需の鈍化につながるだけでなく、観光業にも影響が及ぶ恐れがある。

マレーシアでは内需の安定的な伸びと輸出の持ち直しにより、+5.3%の成長になるであろう。「経済構造改革」に沿ったインフラ投資が引き続き景気の押し上げ要因として作用する一方、財政赤字削減の必要性も高まっており、今後はやや抑制気味の財政政策が展開されると考えられる。民間消費は輸出の持ち直しに伴う雇用環境の改善により堅調に推移していく可能性が高いが、家計債務の増加には注意が必要である。

インドネシアではインフレと利上げの影響が限定的なものにとどまり、+6.0%の成長率になるものと予想される。インフレ率が低下傾向にあるほか、2014年は4月に総選挙、7月に大統領選挙が予定されているため、民間消費の増勢が強まる公算が大きい。投資は外国直接投資が牽引役となり、成長を支えるであろう。

フィリピンでは引き続き内需主導で+6.5%の成長になる見通しである。台風の被害が大きかった東ヴィサヤ地域(レイテ島、サマル島)の域内総生産がフィリピン全体のGDPに占める割合が2%強と小さいこともあり、台風の被害は限定的となる見込みである。

中国は+7.7%の安定した成長が予想される一方、インドは持続的成長に向けて引き続き物価安定と経済構造の改革が優先されることもあり、+4.9%とやや低い成長となろう。

B. 2014年の注目点

2014年のアジア地域で注目したいのは以下の3点である。

第1は、中国経済の動向である。中国経済を展望するうえでポイントになる一つは、大規模な景気対策に頼ることなく安定した成長を維持できるかどうかである。2013年に景気が減速したときにも、リーマンショック後に打ち出されたような大規模な景気刺激策は実施されなかった。大型の景気刺激策がその後の不動産価格急騰、生産過剰などの弊害をもたらした教訓からである。2014年もこうした姿勢を貫けるのか否かが試されよう。

もう一つは、改革の推進に伴う景気への影響である。2013年11月の「三中全会」で財政、金融を含む包括的な構造改革方針が打ち出された。2014年から具体策が実施されていくことになるが、地方政府債務の処理が優先され、財政規律や税収基盤の強化が図られることにより、地方の活力が損なわれないか危惧される。安定成長の維持と改革の両立が中国の課題といえよう。

第2は、韓国経済のゆくえである。韓国では従来の「財閥主導型の成長モデル」からの転換が迫られている。「創造経済」の実現を通じて産業の高度化を推進しながら、経済民主化（大企業と中小企業の共生）と福祉の充実に向けた取り組みを進めていけるのか、朴槿恵政権の手腕が問われる。

第3は、アジア地域における経済統合に向けた動きである。アジアでは貿易と投資を通じて、实体经济面における相互依存関係が形成されてきた。制度面ではこれまで、①ASEAN域内の経済統合（2015年に「経済共同体」の実現）、②ASEANと域外国（中国、韓国、日本、インドなど）との経済連携協定締結、③二国間の経済連携協定締結という形で進んできた。

2013年には、これらを包含する形で地域包括的経済連携（RCEP）の実現に向けた取り組みも始まった。ASEAN10カ国に、日本、中国、韓国、インド、豪州、ニュージーランドを加えた16カ国が参加する。GDPの合計が約20兆ドルと世界の3割、人口は34億人で世界の半分を占める。2013年に交渉を開始し、2015年末までに交渉を妥結させる計画である。

これと関連して、日本、中国、韓国の動きが注目される。アジアの経済統合がASEANを中心に進むなかで、韓国と中国のFTA交渉が2012年5月に開始され、2013年9月上旬モダリティに関して基本的に合意した。貿易品目の90%、輸入額の85%で関税を撤廃する予定である（韓国はEUとのFTAでは品目ベースで98.1%、アメリカとのFTAでは98.3%であることを考えれば、自由化の水準はさほど高くない）。さらに日中韓3カ国間のFTA交渉も2013年5月に開始された。2013年11月末に開催された第3回目の交渉会合では、2015年末より早い時期での妥結をめざすことが合意された。農業や自動車などのセンシティブな分野で各国政府がどのような姿勢を示すのか、先行き不透明さが残るものの、3カ国間のFTA交渉が進展すれば、アジア全体の経済統合に向けて大きな前進となる。

このほか、アメリカのQE3縮小の影響も予想されるため、引き続き為替レートの動き（インド、インドネシア）に注意が必要であるほか、政治不安定化のリスク（タイ、台湾）にも注意を払う必要がある。

上席主任研究員 向山 英彦

(2013. 12. 9)

2. 中国経済

(1) 景気は持ち直し

2013年7～9月期の実質GDP成長率は7.8%と、4～6月期を0.3%ポイント上回った。中味をみると、インフラ投資拡大の動きが、鉄道や高速道路から電力・ガス・水道などの分野に徐々に拡大しつつある（図表12）。公共投資の拡大に牽引され、製造業の設備投資も7～9月期から持ち直しているほか、情報通信業などの投資も活発化しつつある。10月以降も、経済活動は一段と拡大しており、中国経済の底割れリスクは回避されたといえよう。

この背景には、景気と構造調整の双方に目配りした政府のてこ入れ策が指摘できる。具体的には、まず、投資プロジェクトの承認手続きの免除と権限移譲を行った。中国では、設備投資やインフラ投資を行うに当たり、中央政府の認可がなければ、投資を実行できないことが多い。こうしたなか、当局は5月に空港の拡張や信号等交通システムなどの投資計画の承認手続きを免除すると公表した。加えて、電力・ガス・水道や鉱山開発などの計画の承認権限を地方政府に移譲した。これは、景気のでこ入れになるうえ、中長期的には民間企業の参入や事業拡大にプラスに作用する施策である。

次に、インフラ投資を促進した。7月入り後、中国人民銀行は鉄道総会社の発行する債券、および、旧鉄道部の債券を「政府支援機関債券」に指定し、鉄道投資の資金調達を支援する姿勢を明らかにした。8月19日、国務院は鉄道の所有権と経営権の取得を地方政府と社会資本に開放すると表明した。9月16日、2015年までの下水道やガス管などの整備目標を発表し、都市インフラ建設の強化を求めた。

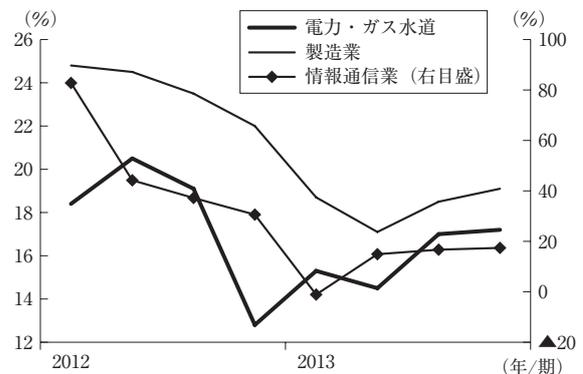
このほか、サービス産業の振興策なども挙げられる。8月17日、国務院は「ブロードバンド戦略とその施策」を発表した。3GおよびLTEの契約数を2013年末までに3.3億件に広げ、さらに2015年には4.5億件、2020年には12億件まで伸ばす目標である。ブロードバンドインターネットの利用者数などの数値目標も織り込まれた。上海に自由貿易試験区を設立したことも注目されるサービス産業振興策である。

ただし、当局の目標と異なり投資主導の景気回復になった。1～9月期の実質成長率（7.7%）のうち、総資本形成の寄与度は4.3%に達した一方、最終消費は3.5%にとどまった（図表13）。これは、当局が目指す消費主導成長と逆行する成長パターンである。加えて、住宅価格の上昇に歯止めがかかっていない。北京・上海・深センの新築住宅価格は10月にそれぞれ前年比21.1%、21.4%、20.6%と大幅に上昇している。

(2) 7%台の安定成長が続く見込み

今後を展望すると、当局は以下の3点に注力すると見込まれる。第1に、再び投資抑制スタンスを強

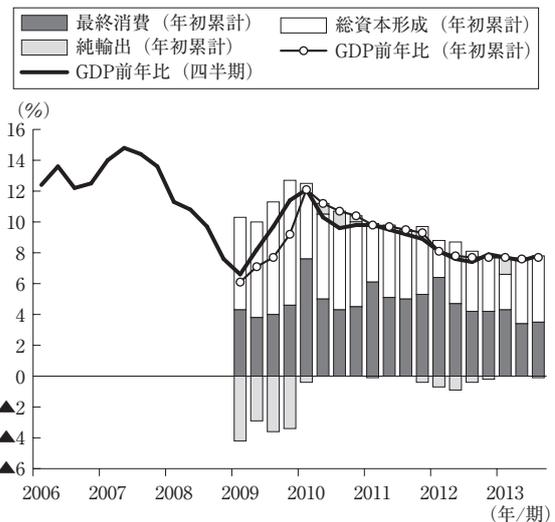
(図表12) 業種別固定資産投資（年初累計、前年比）



(資料) 国家統計局

(注) 直近値は2013年1～10月の値。

(図表13) 実質GDP成長率の寄与度分解（前年比）



(資料) CEIC、国家統計局

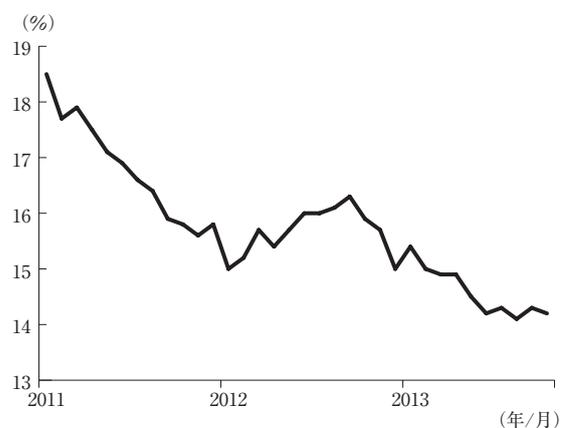
める公算が大きい。設備の稼働水準が依然低い点を踏まえると、製造業の設備投資拡大は、過剰生産能力の問題を一段と深刻化させる恐れがある。したがって、景気の下限割れリスクが回避されたところで、抑制措置を打ち出し、設備投資拡大の勢いをコントロールすることが求められる。実際、10月に中国人民銀行は短期金融市場への資金供給を一時的に抑制するなど金融政策を微調整した。この結果、銀行融資と他のルートによる融資ともに増勢加速は見られない（図表14）。今後、安定成長が展望できれば、利上げなど金融引き締め策が打ち出される公算が大きい。

第2に、消費拡大の促進に注力するものと見込まれる。中長期にわたって消費拡大を促進するには制度改革が必要である。とりわけ、土地制度改革と戸籍制度改革が期待される。現行の土地制度では、農村部の土地権益の譲渡や貸与が厳しく制限されているため、土地・建物の個人資産としての価値は僅かにとどまっている。農村部の家計も都市部と同様に建物と土地所有権を譲渡あるいは貸与することが可能になれば、農村家計の資産増加につながり、消費拡大に寄与する。また、戸籍制度改革は都市化と社会保障制度の充実につながる。農村部の常住人口が6.4億人、農民工が2.6億人にのぼるため、土地制度改革と戸籍制度改革のインパクトは大きい。

11月9～12日に開かれた三中全会では2020年までの包括的な制度改革の青写真が提示され、その内容はおおむね期待に応えるものであった。まず、政府ではなく市場が資源配分において、より重要な役割を果たすようにすることが改革の核心と宣言した（図表15）。次に、行政機能を簡素化することや民間の活力を生かすことに加え、都市部と農村部の二重構造を是正し、農民により多くの財産権を認めることも明記された。具体的には、一定の前提のもと、農村が集団経営する建設用地を譲渡あるいは貸与することが可能となり、農民の住宅を抵当に入れることや譲渡することも認められる予定である。さらに、中小都市の戸籍制限を順次開放し、大都市の戸籍制限も合理的に見直す。都市部の社会保障制度が農民工を完全にカバーすることも織り込まれた。

もっとも、青写真通りに制度改革を推し進められるかどうかは不透明である。今後、改革の全体設計

(図表14) 銀行融資残高（前年比）



(資料) 中国人民銀行

(図表15) 三中全会でなされた7つの重要な決定

- 1 中国独自の社会主義制度を發展させることが改革の目標
- 2 2020年までに成果
- 3 法律の權威を保護し、司法制度を改革し、公正な裁判と檢察を行う權利を確保
- 4 **改革推進委員會**を設立。改革の全体設計の責任を負い、調整役と推進役を担い、改革が着実に実行されるよう督促
- 5 改革の重点は經濟制度、問題の核心は政府と市場の關係、**市場が資源配分において決定的な作用を担うべき**
- 6 国家安全委員會を設立。安全のための体制と戰略を改善し、国家安全を確保
- 7 公有制を主としつつ他の所有制と共に發展する經濟こそ中国独自の社会主義制度の支柱であり、社会主義市場經濟体制の根幹

(資料) 新華社を基に日本総合研究所作成

(図表16) 2013年半ば以降の主要な住宅価格抑制策

月/日	内 容
9/1	河南省鄭州市は2軒目以上の住宅購入に対する条件を厳格化。3年に満たない居住者と20歳未満の未成年を対象に購入制限令を公表
9/25	国土資源部は北京、上海、広州、深センの4市に対し、住宅用地の供給拡大を要請
10/11	深セン市は住宅価格抑制策の運用厳格化を含む8項目の政策を発表。通称“深八条”
10/17	国土資源部は2013年10～12月期に住宅向けの土地供給を一段と拡大すると発表
10/23	北京市は住宅購入条件を満たさない住宅売買に対する具体的な罰則、ならびに、転売条件付き低価格住宅制度を織り込んだ7項目の政策を公布。通称“京七条”
11/1	中国人民銀行深セン市中心支行は2軒目の住宅ローンの頭金比率を引き上げると発表 (60%→70%)
11/8	上海市は“滬七条”を発表。2軒目の住宅ローンの頭金比率を引き上げ (60%→70%)。上海戸籍でない居住者の購入制限を強化 (1年以上の納税実績→2年以上の実績)
11/18	広州市は“穗六条”を発表。2軒目の住宅ローンの頭金比率を引き上げ (60%→70%)。広州戸籍でない居住者の購入制限を強化 (1年以上の納税実績→3年以上の実績)

(資料) 中国政府各機関、各種報道
(注) 日付は公表日。

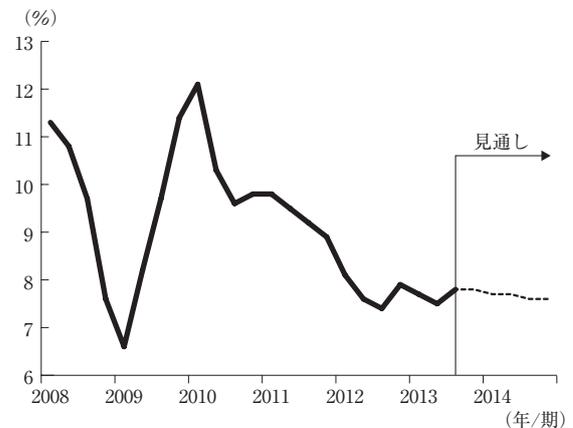
の責任を負い、調整役と推進役を担う改革推進委員会の動向に注目したい。今回の三中全会において、改革のための委員会を新たに設立することは大きなサプライズとなった。指導部直轄のプロジェクトチームとなり、大きな権限を与えられる可能性がある。過去を振り返ると、1980年に改革推進委員会が新設されたことがある。同委員会は既存の政府組織にとられることなく改革開放の黎明期をリードした。各種制度改革が着実に進展すれば、家計の資産価格上昇や都市化、社会保障の充実に寄与する。

第3に、住宅価格抑制策を厳格化する見通しである。2013年前半は、景気の底割れを回避するために、住宅価格抑制策が厳格に運用されていなかった可能性がある。沿海部大都市の住宅バブル問題が深刻化するなか、今後は行政指導を強化し、住宅価格の上昇ペースを所得上昇に見合うものにコントロールしていく必要がある。こうしたなか、10～11月には、北京・上海・深セン・広州の4市がそれぞれ2軒目以上の住宅購入条件を厳格化するなど抑制策を発表した(図表16)。住宅価格の上昇ペースは所得増加に見合うテンポまで減速すると見込まれる。

当局のマクロコントロールにより、今後は、安定成長が続く見込みである。実質成長率は2014年に7.7%と横ばいで推移した後、2015年に7.5%に若干低下する見通しである(図表17)。

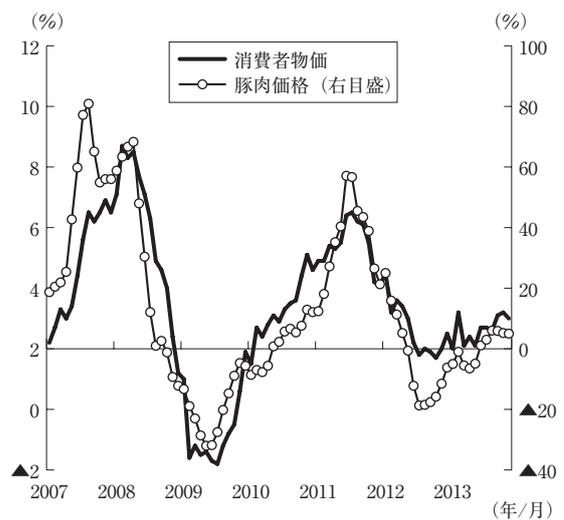
他方、留意すべきは「ピッグサイクル」に沿った豚肉価格の上昇である。中国では豚肉価格が高騰すると多くの庭先農家が子豚を調達して飼育を始める。ところが、出荷時期になると、供給の増加により

(図表17) 実質GDP成長率(前年比)



(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成

(図表18) CPIと豚肉価格(前年比)



(資料) 国家統計局

需給バランスが崩れ、価格が下落する。すると、多くの庭先農家が豚飼養から撤退するため、やがて供給不足により価格は高騰する。こうしたメカニズムにより、豚肉価格は3年に1回高騰する。2011年に続き2014年に豚肉価格の上昇がインフレ率を押し上げる恐れがある（図表18）。

研究員 関 辰一
(2013. 12. 9)

3. インドー2014年度の実質GDP成長率は5.0%と低迷が持続

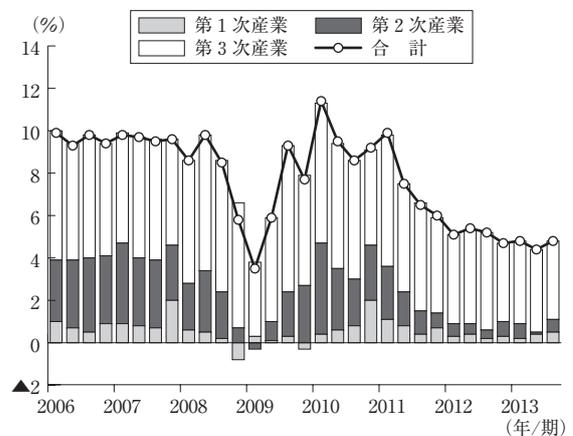
(1) 2013年度の実質GDP成長率は4.4%

インド経済の低迷が長期化している。かつて前年比10%前後で推移していた実質GDP成長率は、2011年入り以降減速傾向が続いている。2013年7～9月期は前年同期比+4.8%と前期（同+4.4%）から増勢が小幅加速したものの、4四半期連続で4%台の成長率となった（図表19）。

景気の減速には様々な要因が存在するが、足元にかけての大幅な減速の主因は2009年以降の原油輸入価格の上昇である。すなわち、原油輸入価格の上昇は、①経常収支赤字とルピー安の悪循環（図表20）、②燃料価格抑制のための補助金支出増加に伴う財政赤字の拡大、③燃料価格の上昇、輸送コストの上昇を通じた全般的な物価上昇などに作用し、金融・財政両面からの景気浮揚を困難にしてきた。

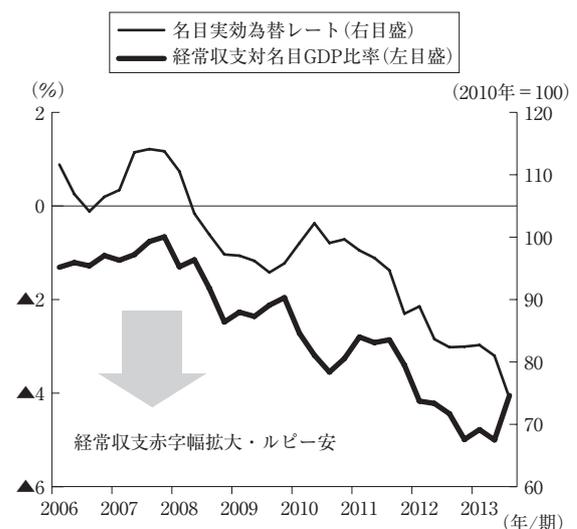
このような状況を打開するため、政府は2012年秋以降に外資規制の緩和や補助金の削減を含む経済改革策を打ち出してきた。また、2012年入り以降の原油輸入価格の上昇一服を背景に卸売物価の上昇率が鈍化し始めると、2013年入り後から3会合連続で累計0.75%の利下げを行うなど、中央銀行も厳しい環境のなかで景気下支え策を打ち出してきた。しかし、2013年5月下旬以降、アメリカQE3（量的緩和政策第3弾）の早期縮小・終了観測が強まって以降、状況は一変し、景気は一段と厳しさを増すようになった。海外投資家による資金引き揚げの動きから大幅なルピー安が進み、さ

(図表19) 実質GDP（前年同期比）の推移



(資料) Ministry of Statistics and Programme Implementation

(図表20) 経常収支と名目実効為替レート



(資料) Reserve Bank of India
(注) 後方4四半期平均。

らに中東の地政学的要因を背景に国際原油価格が高止まりしたため、ルピー建て原油価格は大幅に上昇し（図表21）、景況感は大きく悪化した。

こうした状況下、9月に中銀新総裁に就任したラジャン氏はインフレ抑制を重視するスタンスを明確に打ち出しており、9月・10月と2会合連続でレポ・レート、リバース・レポ・レートをそれぞれ累計0.5ポイント引き上げた。今後も5月以降のルピー安を背景に当面インフレ率の高止まりが見込まれるため、引き締め気味の金融政策を続けると予想される。この結果、景気は金利感応度の高い耐久財消費や投資を中心に低迷が続き、2013年度（2013年4月～2014年3月）の実質GDP成長率は4.4%と、過去10年で最も低い伸び率となった2012年度（同+5.0%）から一段と鈍化すると見込まれる。

（2）2014年度の実質GDP成長率は5.0%

2014年入り後も4%台後半から5%弱の低い成長率が続きと予想される。これは、米QE3縮小を受けてルピー安地合いが長期化するなか、2013年5月以降の大幅なルピー安によるインフレ圧力が一巡するのは早くても2014年後半になり（図表22）、それまでは引き締めの金融政策が続くからである。また、政府は2016年度にかけて財政赤字対名目GDP比を現状から2%程度縮小することを計画しており、引き締め気味の財政政策も景気の下押し圧力として作用し続けると見込まれる。

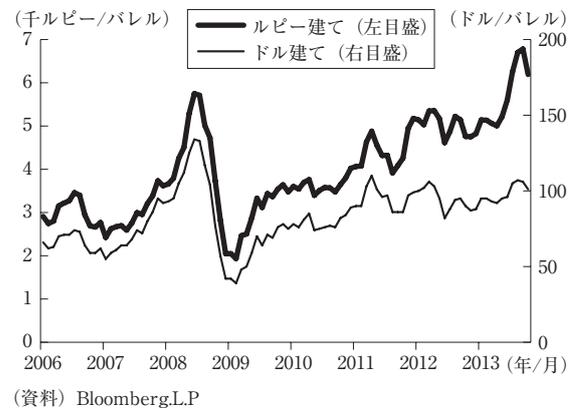
この間、ルピー安に伴う輸出増加が期待されるも

ものの、①輸出ウエートの大きい欧州は景気低迷が続いていること、②GDPに占める輸出比率が高くないこと、などを踏まえると景気押し上げ効果は限られよう。金融政策の判断で重要視される卸売物価上昇率がピークアウトすると見込まれる2014年後半以降は、金融緩和が再開され、耐久財消費や投資を中心に再び景気は徐々に持ち直しに転じると予想される。この結果、2014年度通年の成長率は5.0%と前年から小幅加速すると見込まれる。

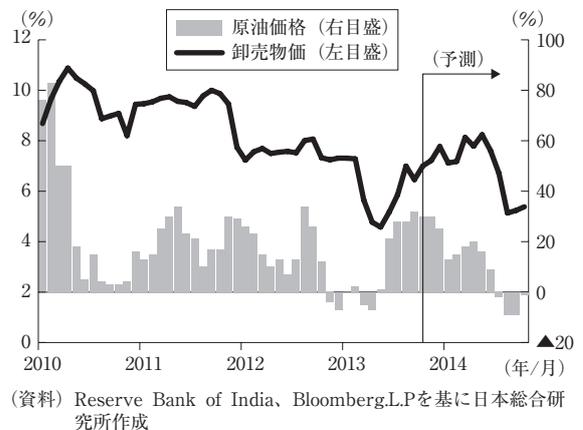
景気下振れリスクは引き続き輸入原油価格の上昇である。QE3の終了・縮小に伴う商品市場への資金流入の縮小や中国経済のスローダウンなどを受けて価格上昇圧力は低下しているものの、地政学的要因による急上昇リスクは依然として燻り続けている。

自律的な成長軌道に復帰するためには、2012年9月以降取り組んでいる経済改革を一段と進め、安定

（図表21）原油価格の推移



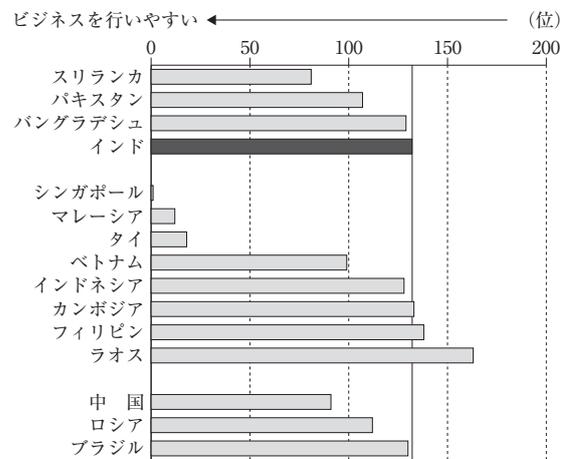
（図表22）ルピー建て原油価格と卸売物価（前年同月比）



的な資本流入である対内直接投資の比率を高めることが極めて重要である。外資規制にかかわる規制は徐々に緩和方向に向かっているものの、①行政の非効率性を背景とした土地収用や各種許認可の遅れ、②電力部門の複雑な規制を背景とした恒常的な電力不足、③州ごとに異なる投資許認可判断や州を跨ぐ取引に対する課税、などの外資規制以外のビジネス阻害要因を背景に、インドのビジネス環境は他のアジア新興国と比べても劣っている(図表23)。これらを改善し、投資を呼び寄せることができるかが中長期的な成長を大きく左右することになる。

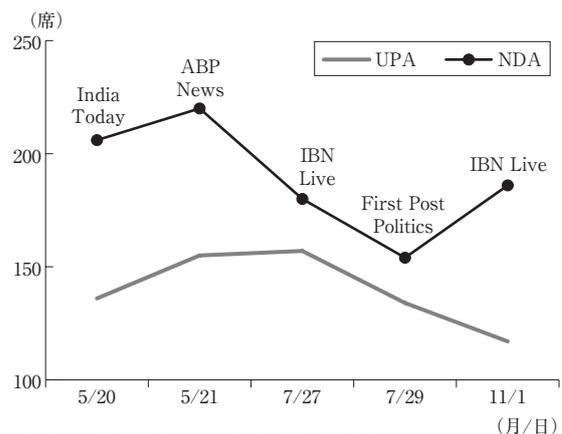
そうした観点からも、2014年春の総選挙は非常に大きな意義を持つ。世論調査に基づく予想議席獲得数では、BJP(インド人民党)を含む野党連合NDAがインド国民会議派を含む与党連合UPAを上回る状況が続いており(図表24)、このままいけばグジャラート州知事のナレンドラ・モディ氏が首相に任命される可能性がある。モディ氏は企業重視の自由主義的な経済政策を重視しており、外国製造業企業の誘致などを通じて同州の高成長を達成した実績も有している。そのため、政権交代が行われたとしても、モディ氏のもとで現在の経済改革路線は継続されると予想される。ただし、与党連合・野党連合ともに過半数(272議席)を獲得できない可能性も否定できず、経済改革に反対する政党を含む連立与党となった場合には、改革が停滞し、低成長が長期化するリスクもあるだろう。

(図表23) ビジネス環境ランキング



(資料) World Bank, *Doing Business 2013*

(図表24) 世論調査に基づく獲得議席予想



(資料) 各種報道を基に日本総合研究所作成

研究員 熊谷 章太郎

(2013. 12. 3)