

# アジア経済見通し —減速するアジア経済—

調査部

## 目 次

はじめに

### 1. 2011年のアジア経済

- (1) 低下した成長率
- (2) 輸出が前年割れに
- (3) 消費の増勢は二極化
- (4) インフレは総じて抑制

### 2. 2012年のアジア経済

- (1) 昨年末の予想よりも低い成長に
- (2) 引き続き注意が必要な欧州債務危機の影響

### 3. 中国経済

- (1) 減速する中国経済
- (2) 2012年は8.2%、2013年は8.7%成長の見込み

### 4. インド経済

- (1) 2011年度の実質GDP成長率は6.5%
- (2) 財政金融政策の状況
- (3) 2012年度の実質GDP成長率は6.5%前後
- (4) 経済成長に対するリスク要因と求められる対策

はじめに

アジアでは2010年半ば以降内外需の拡大に支えられて総じて安定成長が続いてきたが、インフレ圧力の増大とその抑制を目的に実施された利上げの影響に加えて、東日本大震災の影響によるサプライチェーンの寸断、欧州の債務危機、タイの大洪水などが相次いで生じたことにより、2011年半ば以降減速し始めた。

とくに欧州の債務危機は長期化する様相を呈しており、その影響がアジア諸国に波及している。欧州の景気悪化に伴い中国（欧州が最大の輸出相手先）の成長も減速したため、アジア各国では輸出が低迷している。アジアでは生産分業ネットワークを通じて域内相互依存が強まった結果、各国の輸出減少が域内輸出の減少につながっている。また、欧州債務危機を契機に新興国から資金を引き上げる動きが拡大し、一部の国で通貨安が進んでいる。通貨安は抑制されていたインフレを再び加速させかねない。

アジアを取り巻く環境が厳しさを増すなかで、いかにその落ち込みを最小限度にとどめるかが各国の今後の課題である。以下では、アジア経済全体の現状と展望を行い、次に中国経済、インド経済についてやや詳しく検討する。

## 1. 2011年のアジア経済

アジアでは他の地域と比較して高い成長が続いているが、欧州の債務危機と世界経済の減速の影響を受けて減速傾向にある。

### (1) 低下した成長率

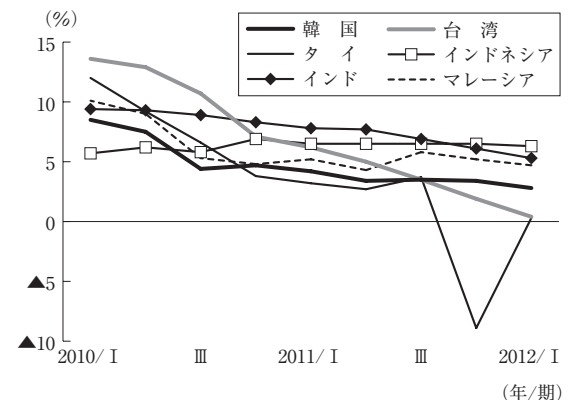
アジア経済はリーマン・ショック後の景気の落ち込みから急回復し、2010年は極めて高い成長率となり、とりわけシンガポール、台湾、中国では2桁の成長を記録した。2010年半ば以降それまでの高成長の反動で成長率は低下しつつ

も、総じて安定成長を続けてきたが、欧州の債務危機と世界経済の減速などの影響を受けて、2011年後半以降景気が減速してきた。

減速が顕著なのはNIEsで、実質GDP成長率がシンガポールで2010年の14.8%から2011年に4.9%、台湾で10.7%から4.0%、韓国で6.3%から3.6%へ低下した。2012年1～3月期の同成長率（前年同期比、以下同じ）は韓国2.8%、シンガポール1.6%、台湾0.9%にとどまった（図表1）。

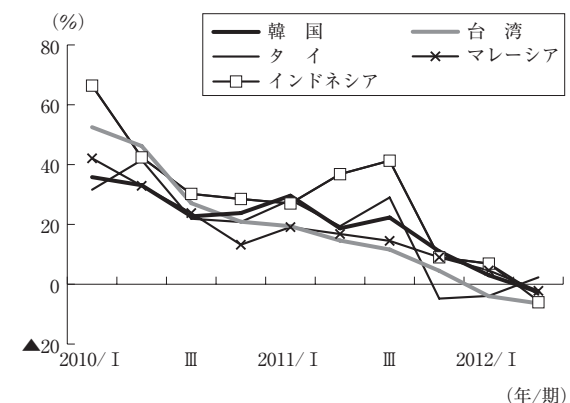
輸出依存度が高くIT関連機器が主力産業になっているため、世界経済の減速に伴い輸出の増勢が鈍化するとともに（図表2）、設備投資の伸びが急低下したことによる。また後述する

(図表1) 主要国の実質GDP成長率（前年同期比）



(資料) 各国統計

(図表2) 主要国の輸出（前年同期比）



(資料) 各国統計

(注) 2012/IIはマレーシアは4月のみ、他は5月まで。

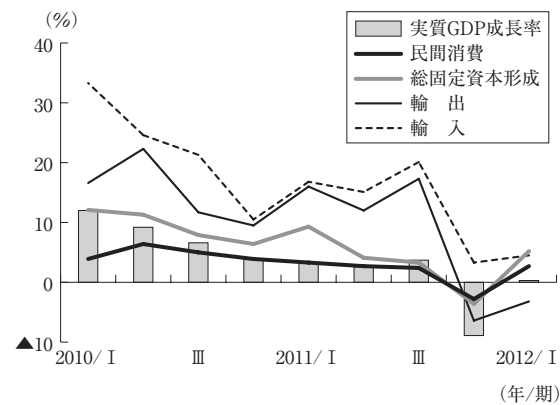
ように、対中輸出依存度が高いため、中国の成長減速も景気の減速度合いを強めていると考えられる。

他方、ASEAN諸国は洪水の影響を受けたタイを除き、比較的高い成長を維持している。

インドネシアでは内外需の拡大に支えられて、2011年の実質GDP成長率が6.5%、2012年1～3月期も6.3%を記録した。輸出の増勢が鈍化したものの、民間消費4.9%増、総固定資本形成9.9%増と内需が安定的に伸びたためである。マレーシアでも輸出が伸び悩んだが、民間消費と総固定資本形成が著しく伸びて、1～3月期の実質GDP成長率は4.7%になった。消費の拡大には、一次産品価格の上昇に伴う所得の増加が寄与している。

洪水の影響で景気が悪化したタイでは、生産ならびに消費、海外からの観光客などがほぼ順調に回復している。実質GDP成長率は2011年10～12月期の▲8.9%から2012年1～3月期に0.3%となった（図表3）。

（図表3）タイの実質GDP成長率（前年同期比）



中国の同年1～3月期の実質GDP成長率は8.1%であった。2010年1～3月期の同12.1%をピークとして、成長率は緩やかな低下傾向をたどっているものの、内需に下支えされて景気の

失速は回避されている。ただし最近になり、輸出ならびに固定資産投資の増勢鈍化、不動産価格の下落、PMI（購買担当者）指数の下落などの相次ぐ経済指標の悪化により、景気減速への懸念が強まり、政府が景気対策に乗り出した（「中国」を参照）。

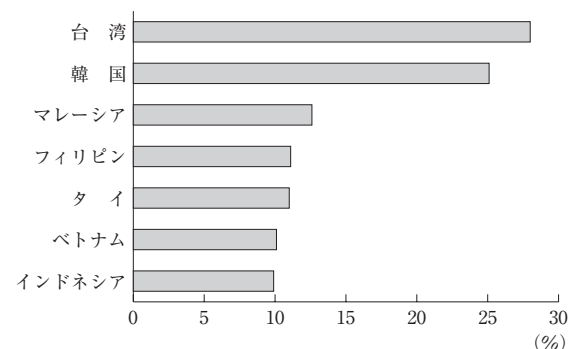
他方、インドでは2012年1～3月期の実質GDP成長率が5.3%と、7年ぶりの低さとなった。とくに製造業が▲0.3%と足を引っ張った。インフレ抑制のために相次いで実施された利上げの影響で内需が低迷したうえ、輸出が減速したことによる。

(2) 輸出が前年割れに

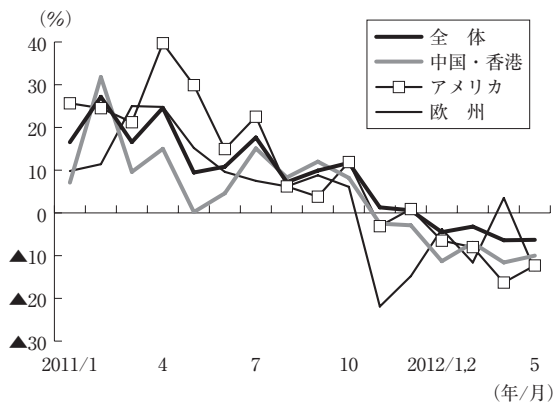
足元をみると、輸出（通関ベース）の減速が続いている。欧州の景気悪化とその影響の広がりや新興国の成長が減速していることが背景にある。とくに中国の輸出減速に伴い、部品や原材料を供給しているアジア諸国の対中輸出が著しく減速している。

中国・香港向けが全体の約4割を占める台湾では（図表4）、2012年1～2月（旧正月のズレによる影響を除くために合計）に輸出が前年割れとなった（図表5）。台湾企業は生産拠点の多くを中国に移転しているため、世界的な需要低迷が対中輸出の伸び悩みとして表れる。薄

（図表4）対中輸出依存度（2010年）



(図表5) 台湾の輸出動向 (前年同月比)



(資料) 財政部主計処  
(注) 2012年1、2月は合計額の前年同期比。

型テレビ需要が一服したことと、2009年以降実施されている中国の「家電下郷（家電を農村に）プロジェクト」の効果が薄れたことにより、液晶パネル、情報通信機器、電子機器などの輸出が低迷している。

台湾に続き、韓国とマレーシアでは3月、インドネシアでは4月に輸出が前年割れとなった。最近の一次産品価格の急落により（後述）、インドネシアでは4月に貿易収支が赤字に転じた。

注意したいのは、アジアで生産分業ネットワークやサプライチェーンが広がったことにより、各国の輸出減少がアジア域内取引を減少させ、それがまた各国の輸出を減少させるという負の連鎖が生じていることである。台湾を例にとると、5月の輸出は前年同月比（以下同じ）▲6.3%と、4月の▲6.4%とほぼ同じマイナス幅となった。春先まで比較的高い伸びを続けていたASEAN6（全体の2割弱を占める）向けが、3月の11.0%増から4月4.4%増、5月4.0%増へ増勢が鈍化している。

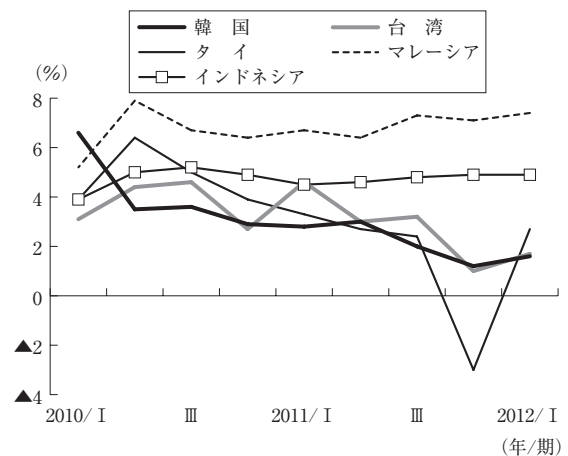
### (3) 消費の増勢は二極化

輸出とは対照的に、民間消費の増勢は二極化している。

2012年1～3月期までの民間消費の動きをみると、マレーシアとインドネシアでは高い伸びが続いているのに対して、韓国と台湾では減速傾向にある（図表6）。タイでは洪水の影響により、民間消費が2011年10～12月期に前年同期比▲3.0%と落ち込んだが、2012年1～3月期は同2.7%増へ回復した。

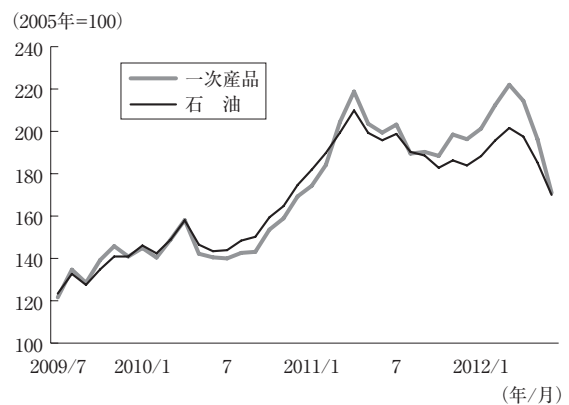
マレーシアとインドネシアで消費が好調に推移している要因には、①インフレが抑制されたこと、②金利が歴史的にみて低水準にあること、③成長持続に伴い所得が増加していることなどが指摘できる。所得の増加には一次産品価格の上昇が影響している（図表7）。

(図表6) 民間消費の伸び率 (前年同期比)



(資料) 各国統計

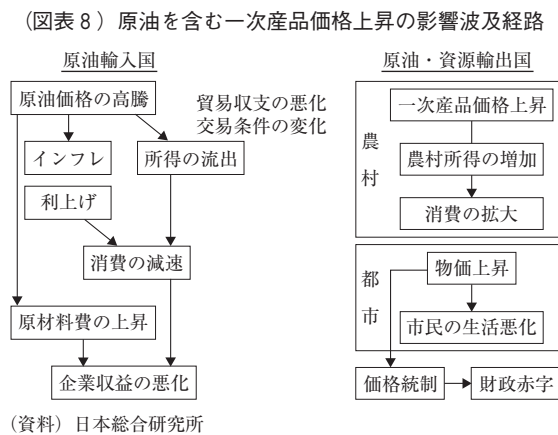
(図表7) 一次産品価格の推移



(資料) IMF, Primary Commodity Prices

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、オイルパームに関してはインドネシアとマレーシアで世界全体の8割以上を占めている。インドネシアはほかに天然ガス、石炭などの鉱物資源にも恵まれている。

一次産品価格の上昇は農村部の所得を増加させて消費を拡大させているだけではなく（図表8）、消費の拡大が耐久消費財の生産拡大と小売業の農村部への進出などにつながっている。



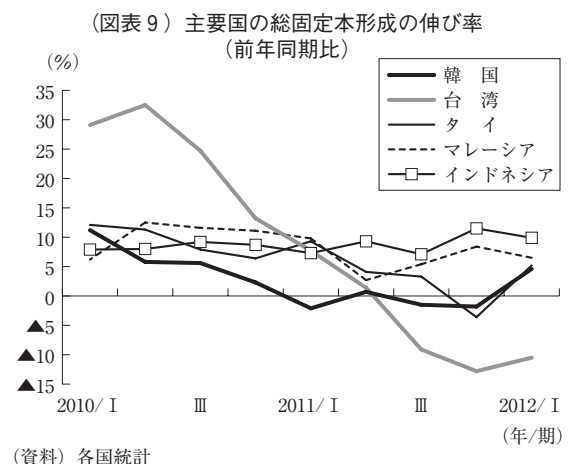
また、消費が拡大している一因に「中間層」の増加がある。インドネシアでは2010年に1人当たりの名目GDPが3,000ドルを超えた。消費者金融が発達したこともあり、2011年の自動車販売台数が東南アジア最多となった。従来の都市部に加えて、農村部の購買力が上昇したため、自動車や携帯電話を購入できる層が増加している。こうした動きはアジアのいたるところでみられる。

他方、消費が減速している国に共通するのは、資源を基本的に輸入していることである。一次産品価格の上昇によりインフレが加速し、それにより実質所得の伸びが低下したこと、インフレ抑制を目的に利上げが相次いで実施されたことなどにより、消費が減速している。

韓国では一次産品価格上昇に伴い所得交易条件が悪化し、それにより実質国内総所得（GDI）の伸び率が低下した。民間消費の伸び率は2011年1～3月期の2.9%から10～12月期は1.1%へ低下した（2012年1～3月期は1.6%）。台湾では輸出の減少により、製造業の平均労働時間と賃金（残業代を含む）の伸び率が低下したことなどが消費にマイナスの影響を及ぼしている。インドではインフレと相次ぐ利上げの影響などにより、2009年7月以降2桁の伸びが続いていた乗用車販売台数が2011年7月、8月、10月に前年割れとなった。その後持ち直してはいるものの増勢は弱い。

次に固定資本形成の動きをみると、ASEAN諸国では比較的高い伸びが続いている（図表9）。内外需の増加を背景に企業の設備投資が拡大したほか、地域開発や国をまたぐ広域開発、輸送網の整備などが進められており、こうしたインフラ投資が固定資本形成の増加につながっている。中国とインドでは高い伸びが続いているものの、増勢は鈍化している（「中国」と「インド」を参照）。

NIEsをみると、台湾では輸出生産の鈍化の影響を受けて設備投資にブレーキがかかり、2011年7～9月期以降3期連続で固定資本形成



は前年同期比マイナスとなっている。韓国では不動産市況低迷の影響により2011年の建設投資が前年比▲5.0%と、足を引っ張った。

(4) インフレは総じて抑制

景気回復に伴う需要の拡大と一次産品価格の高騰により、多くの国で2009年半ば以降インフレ圧力が増大した。食料品や交通運賃などの上昇は都市部低所得層の生活に打撃を与えるため、2011年入り後、各国ではインフレ抑制が図られ、公共料金の据え置き、食糧の緊急輸入、輸入関税の減免などが実施されたほか、政策金利が相次いで引き上げられた。

CPI（消費者物価指数）上昇率（前年同月比）をみると、食料品価格が落ち着いたことに伴い、2011年半ば以降総じて抑制傾向にある（図表

10）。中国ではピークの2011年7月の6.5%から2012年5月に3.0%へ、韓国でも2011年8月の4.7%から2012年5月に2.5%へ低下している。

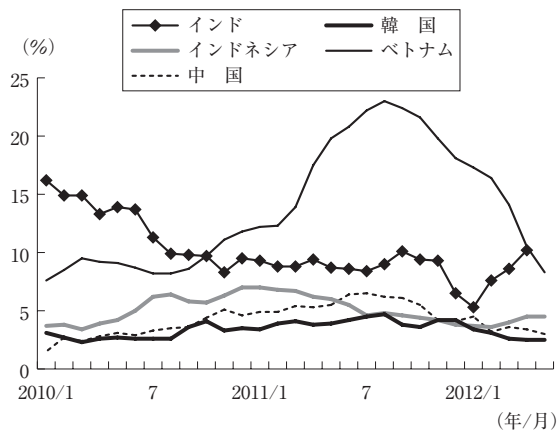
一時期20%台の高い伸びが続いていたベトナムでも2012年5月に8%台へ低下した。同国でインフレが悪化した要因には、①政府が成長を優先させたため利上げの開始が遅れたこと、②通貨切り下げに伴い輸入物価が上昇したことなどがある。インドでは卸売物価ならびに消費者物価上昇率がしばらくの間高止まりしていたが、2011年末以降低下に向かった。

インフレが抑制される一方、景気が減速してきたため、2011年秋口以降金融緩和の動きが広がっている。インドネシアでは景気減速に対する予防目的で、2011年10月、11月に続き、2012年2月に利下げが実施された。タイでは洪水の影響により落ち込んだ景気を回復させる目的で、11月、1月に利下げが行われた（図表11）。

インドと中国ではインフレへの警戒感の強さから最近まで預金準備率の引き下げにとどまっていたが、4月にインド、6月に中国で利下げが実施された。景気減速への懸念が強まったことが背景にある。ただしインドでは、通貨安によりインフレが再び加速する兆しがみられ、追加利下げは見送られている。

他方、韓国では高水準にある家計債務、高い期待インフレ率（5月現在で3.7%）、ウォン安

(図表10) 消費者物価上昇率（前年同月比）



(資料) 各国統計

(図表11) アジアにおける金融緩和

	10月	11月	12月	2012年1月	2月	3月	4月	5月	6月
韓国									
台湾									
タイ		○		○					
マレーシア									
インドネシア	○	○			○				
フィリピン				○		○			
ベトナム						○	○		
中国		△			△			○	○
インド				△		△	○		

(資料) 各種報道

(注) ○は利下げの実施、△は預金準備率引き下げ。

などが金融緩和を難しくしている。

## 2. 2012年のアジア経済

2012年はタイなどの一部の国を除き、多くの国で2011年を下回る成長率となる見通しである。中国は政府の景気対策に支えられて8.2%の成長になるものと予想される。

### (1) 昨年末の予想よりも低い成長に

2012年の成長率が2011年を下回るのは、欧州の景気低迷と新興国経済の減速の影響を受けて輸出の回復が遅れるためである。内需に関しては、増勢が鈍化するものの、比較的底堅く推移すると考えられる。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インフラ整備などが投資を支えること、③景気対策が講じられることなどがその理由である。

韓国、台湾、香港などでは2～3%、ASEAN諸国では4～6%台の成長となろう。中国は政府の景気対策に支えられて8.2%の成長となる見通しである。他方、インドでは厳しい環境が続き、2012年度は2011年度と同じ6.5%の成長にとどまるものと予想される（図表12）。以下、国別にやや詳しくみていこう。

(図表12) アジア各国の成長率の実績と予測 (%)

	2009	2010	2011	2012 (予測)	2013 (予測)
韓国	0.3	6.3	3.6	3.0	3.6
台湾	▲1.8	10.7	4.0	2.7	4.2
香港	▲2.7	7.0	5.0	2.0	4.5
タイ	▲2.3	7.8	0.1	5.5	6.0
マレーシア	▲1.6	7.2	5.1	4.5	4.7
インドネシア	4.5	6.1	6.5	6.3	6.5
フィリピン	1.1	7.6	3.7	3.5	5.0
ベトナム	5.3	6.8	5.9	5.5	6.2
インド	8.0	8.5	6.5	6.5	7.2
中国	9.2	10.4	9.2	8.2	8.7

(資料) 各国統計  
(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。

### a. NIEs

NIEsでは、韓国と台湾がそれぞれ3.0%、2.7%の成長になるものと予想される。輸出の低迷がしばらく続くほか、民間消費が伸び悩むことによる。

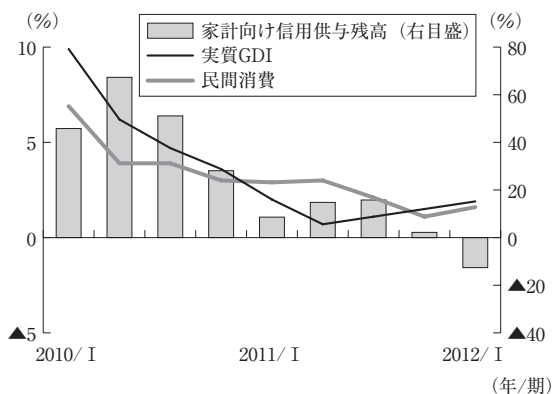
韓国の景気の鍵を握るのは民間消費である。足元をみると、主要デパートの売上高が4月、5月と前年水準を下回った。これには、①実質国内総所得が伸び悩んでいること、②家計債務の増加に伴いその返済負担が増大していること、③ソウル特別市で住宅市況の低迷が続いていること、などが影響している。韓国では家計資産に占める住宅の割合が高いうえ、投資目的で住宅を購入する者が多いため、不動産市況の影響を家計が受けやすい。

消費の刺激を図りたいところであるが、高水準にある家計債務、高い期待インフレ率(2012年6月現在で3.7%)、ウォン安などが金融緩和を難しくしている。注意したいのは、政府が家計債務の抑制に本腰を入れた(2011年半ばより「家計債務総合対策」が実施されたが、ノンバンクと保険会社などによる融資が伸びたため、今年2月末、それらを対象にした融資抑制措置が打ち出された)結果、これまで増加し続けていた家計債務(融資+販売信用)が2012年1～3月期に減少に転じ、前年同期比では▲12.6%となったことである(図表13)。

持続的成長を遂げるためには家計のバランスシートの改善が必要であるが、債務の抑制は短期的には消費を冷え込ませる恐れがある。このため、2012年の成長率は前年の3.6%を下回る3.0%になるものと予想される。

台湾では経済環境が一段と厳しくなったことを受けて、行政院主計処が5月25日、今年の実質GDP成長率予測を2月時点の3.85%から3.03%へ大幅に下方修正した。

(図表13) 韓国の所得・債務・消費の伸び率(前年同期比)



(資料) 韓国銀行、Economic Statistics System

景気の先行きを展望するうえで、輸出の回復がどの程度進むのか、消費の減速が軽微で済むのかがポイントになる。①輸出受注額が4月前年同月比▲3.6%、5月同▲3.0%と前年割れが続いていること、②当分の間欧州の景気回復が見込めないこと、③中国の輸出生産の増勢が強まるまで時間を要すること、などを踏まえると、輸出の回復は年後半にずれ込む公算が大きい。

雇用環境の悪化は回避されているものの、平均労働時間と賃金(残業代を含む)の伸び率が低下し、株価が下落基調で推移していることなどが消費にマイナスの影響を及ぼしている。消費はしばらく力強さを欠く展開になるものと考えられる。

以上を踏まえると、2012年の実質GDP成長率は2011年の4.0%を下回る2.7%になるものと予想される。

香港では内外需の増勢鈍化、とくに先進国経済の減速に伴って予想される中国の加工貿易の伸び悩みにより、2.0%の成長となろう。過去の民間消費の動きをみると、株価や住宅価格などの資産価格との連動性が強い。海外への資金流出が限定的であれば、住宅価格は足元の水準を維持し、消費は賃金の上昇を受けて緩やかな拡大が続くと考えられるが、これまでの不動産

価格の急上昇により、急落のリスクもある。住宅価格が下落すれば、逆資産効果により消費の減速は避けられないであろう。

#### b. ASEAN

タイでは2011年の成長率が0.1%にとどまった反動もあり、2012年は5%台の成長になる見通しである。

成長を支えるのは、①被災した工場の再建などの復興需要、②洪水対策を含むインフラ関連投資、③最低賃金の引き上げを含む内需拡大策(図表14)などである。政府は景気回復を確かなものにするために洪水対策を加速させており、2012年3月、洪水被災者支援向け低利融資を打ち出したほか、BOI(タイ投資委員会)は、被災した工業団地での新規投資や拡張投資について8年間の法人税免除や輸入関税の減免を盛り込んだ優遇措置を発表した。

(図表14) インラック政権の主な政策

個人向け減税	・2011年9月16日より初めての自動車購入者に対して減税 ・同年9月22日より初めての住宅購入者に対して減税
農民支援	・2011年10月7日よりコメの高値買い上げ
賃金	・2012年4月より最低賃金を1日300バーツに引き上げ ・新卒者の最低月給1万5,000バーツを保証、2012年より公務員適用
法人税	・2012年1月より30%を23%へ引き下げ
医療	・一律30バーツ医療
インフラ	・高速鉄道の整備 ・バンコクでの高架鉄道の整備など ・全国の公共空間に無料の高速無線網

(資料) 各種報道

消費を取り巻く環境をみると、自動車と住宅の新規購入者に対する減税が2011年秋から実施されているほか、2012年4月、最低賃金がバンコクとその周辺5県で1日215バーツから300バーツに、プーケット県で同221バーツから300バーツに、その他の県では一律39.5%引き上げら



れた。

また労働需給の逼迫を背景に賃金が上昇しているため、消費は安定的に増加していくであろう。その一方、賃金の上昇がインフレの加速と労働集約産業の海外（ラオス、カンボジア、ミャンマーなど）移転を進める要因となりかねない。

マレーシアは4.5%の成長になる見通しである。先進国の景気減速により主力輸出製品である電子機器の輸出は伸び悩むものの、パームオイルや天然ゴムなどの資源関連は増勢鈍化しつつも前年比プラスになるものと予想される。

民間消費は良好な雇用環境に加え、最低賃金の導入や公務員給与の引き上げなどによる所得の増加などに支えられて、安定的な伸びが期待される。さらに2011年から開始された「第10次5カ年計画」に関連した投資も成長を支えるであろう。

インドネシアはマレーシアやタイと比較して、輸出依存度（輸出額/GDP）が低いため、世界経済の影響を受けにくい。2012年は内需が引き続き安定的に拡大するため、6.3%の成長になるものと予想される。

2012年4月に輸出が前年割れとなり貿易収支が赤字に転じ、通貨が下落するなど（後述）、足元では注意を要する動きがみられるが、中国の成長減速は一時的なものとなるため、資源関連輸出の大幅な減少は避けられるものと考えられる。

他方、内需は引き続き安定的に伸びていく可能性が高い。今年6月15日より住宅、自動車、バイクなどの消費者ローンに対する規制が強化された影響が懸念されるものの、所得の増加と物価の安定、低金利などが消費の拡大を支えるだろう。固定資本形成も、①2億4,000万人という東南アジア最大の人口を抱え、消費市場と

しての存在感が大きくなっていること、②中国やベトナムにおける急速な賃金上昇により、生産コスト面でも優位性が高まっていること、③インフラ整備を目的にしたプロジェクトが進められることなどを背景に、安定的な伸びになるものと考えられる。

ベトナムでは5.2%の成長になる見通しである。インフレの収束と金利の低下により、内需の回復が期待できる。貿易赤字の縮小により、為替も安定に向かうものと予想される。外資の進出により輸出品目の多様化が進んでおり、一次産品に加えて工業製品の輸出も拡大して、成長を支えるだろう。政府にはインフレの抑制と貿易収支の改善に向けた取り組みに一段と力を入れることが求められる。

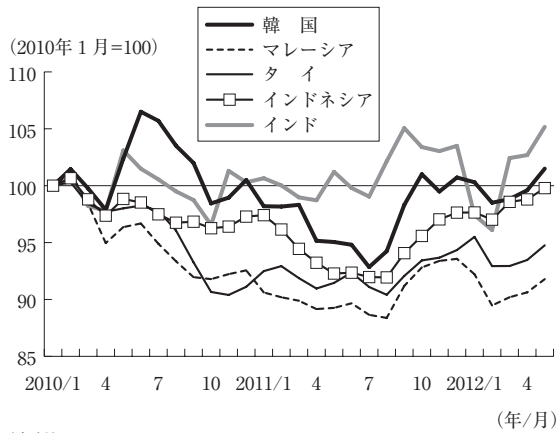
## (2) 引き続き注意が必要な欧州債務危機の影響

今後の懸念材料は、欧州債務危機の影響の広がりである。アジア経済への影響には、①実体経済悪化に伴う輸出の減少、②リスク回避志向を強めた欧米金融機関による資金引き揚げに伴う影響（為替・株価の下落、輸入物価の上昇、ドル資金の調達難など）がある。

すでに各国のEU向け輸出が大幅に減少しているほか、対ドルで強含んでいた各国通貨が2011年8月以降下落した。2010年1月対比で下落率が大きかったのはインドルピーと韓国ウォン、2011年8月対比ではインドネシアルピアと韓国ウォンである（図表15）。

ルピーが下落した要因には慢性的な経常収支と財政収支の赤字、インドネシアルピアが下落した要因には財政赤字と足元における貿易収支の悪化などが指摘できる。両国とも低所得層に配慮して政府が燃料価格を低く抑えており、そのための補助金増加により財政赤字が拡大している。

(図表15) 対ドルレートの推移 (月中平均)



(資料) ブルームバーグ

韓国ウォンの下落には、韓国が「小国・開放経済」であることが関係している。世界経済が不安定になると、韓国経済は輸出主導型成長であるため世界経済の影響を受けやすいこと、対外開放に伴う資金流入により短期対外債務額が高水準となっていることが市場で問題視されるからである。

アジアでは、①インド、ベトナムを除き、経常収支が黒字基調で推移していること、②外貨準備高が潤沢であること、③通貨危機後に域内金融協力が進められていることなどから、資金流出により経済が大きく混乱する可能性は低いものの、今後のアジアからの資金引き揚げの動きには十分な注意が必要である。

為替レートの大幅な下落はインフレを再加速させるほか、景気対策としての金融緩和を難しくさせる。輸出回復の遅れに加えて、内需が予想以上に落ち込めば、景気が一段と下押しされることになる。

上席主任研究員 向山英彦  
(2012. 6. 29)

### 3. 中国経済

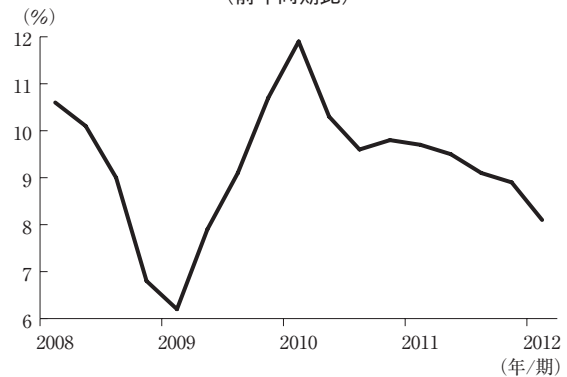
#### (1) 減速する中国経済

中国の2012年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比8.1%と、2011年通年の9.2%を大きく下回った(図表16)。内外需とも減速し、中国経済は厳しい局面にある。

まず、外需についてみると、輸出(季節調整値)は欧州債務危機を受けて2011年春から2012年初にかけて横ばいで推移してきた(図表17)。とりわけ、ユーロ圏の景気減速を背景に、EU向けが伸び悩んだ。中国のEU向けのシェアは20%と大きく、影響は無視できない。

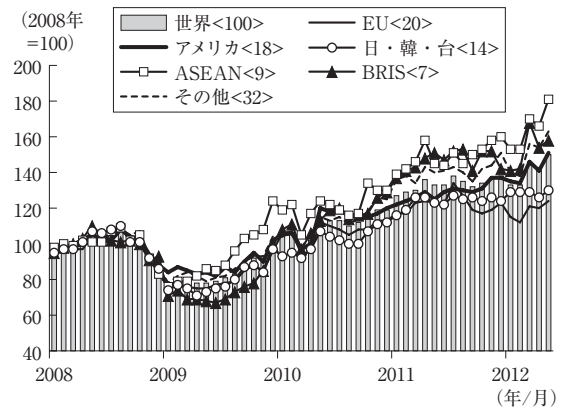
ただし3月以降、輸出は増加に転じている。

(図表16) 実質GDP成長率の推移 (前年同期比)



(資料) 国家統計局

(図表17) 地域別輸出額の推移 (季節調整値)



(資料) 海関総署をもとに日本総合研究所作成

(注1) < >は2010年のシェア。

(注2) BRISはブラジル、ロシア、インド、南アフリカ。

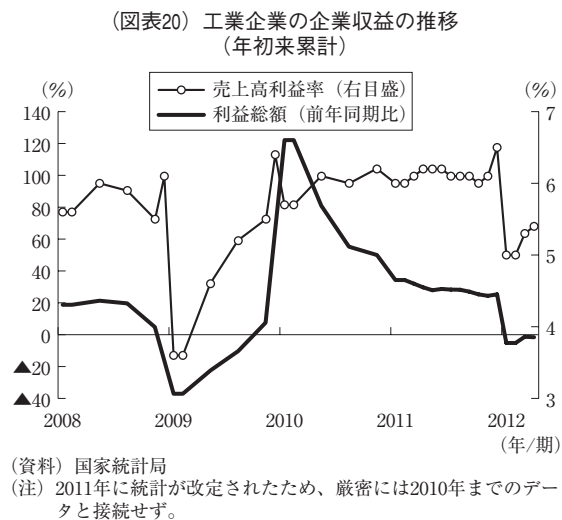
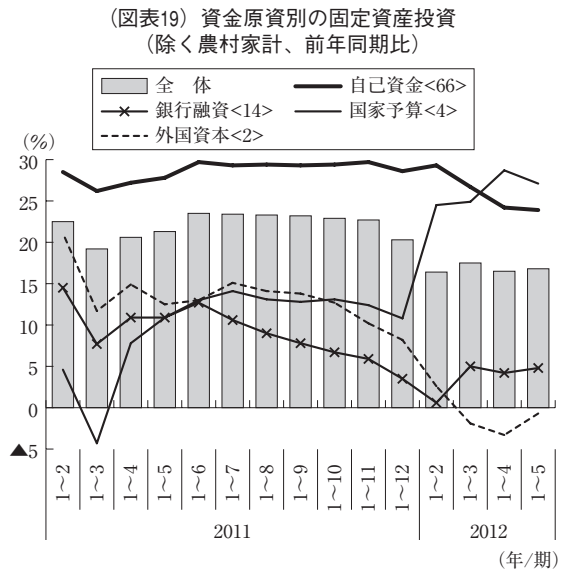
地域別にみると、アメリカ向けがアメリカ景気の持ち直しを背景に、堅調に拡大している。また、ASEAN向けはタイの洪水の影響による減少の反動を受けて、5月に過去最高水準を更新した。

内需についてみると、固定資産投資は2011年半ばから減速している（図表18）。とくに2012年入り後の減速が顕著である。



投資急減速の主因は企業収益の悪化を背景とした民間設備投資の増勢鈍化である。資金原資別の内訳をみると、固定資産投資の3分の2を占める自己資金による投資の伸び率が1～4月にかけて低下した（図表19）。2012年入り後の製造業の利益総額が前年割れとなるなど、民間企業の収益は悪化している（図表20）。内外需要の減速を受けて、売上高の伸び率が低下する一方、人件費は人手不足を背景に高い伸びとなったため、利益率が低下したことが背景である。

加えて、大都市でのバブル抑制をねらいとした不動産価格抑制策により、不動産業や鉄金属加工製造業など住宅関連業種の投資が2011年秋口以降、減速した。さらに、欧州債務問題の再



燃を背景に、先進国景気の先行き不透明感が高まったことで、通信・コンピュータ・その他機械製造業や電気機械製造業の投資が2012年入り後に急減速した。

もっとも、民間設備投資の増勢鈍化に歯止めがかかりつつある。1～5月の自己資金による投資の伸び率は1～4月から横ばいで推移した。政府のてこ入れ策を受けて、売上高の伸び率が低下に歯止めがかかったのと同時に、原材料価格が下落したため、利益率が改善したことが背

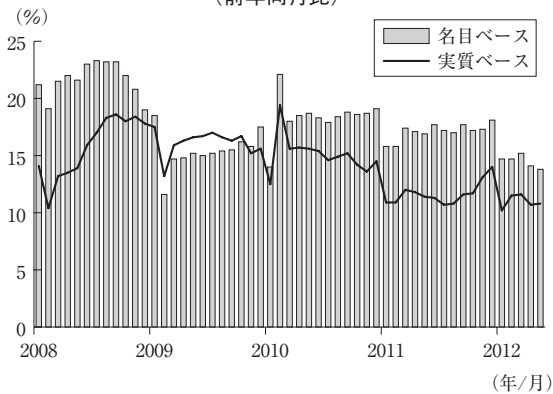
景にある。

また、公共投資は再拡大している。1～5月の国家予算による投資は前年同期比27.1%増と急拡大している。

加えて、金融緩和の影響も顕在化しつつある。銀行融資による投資は2011年半ばから2012年初にかけて減速傾向を辿ったものの、窓口指導の緩和や預金準備率の引き下げなどを受けて、足元で持ち直しつつある。

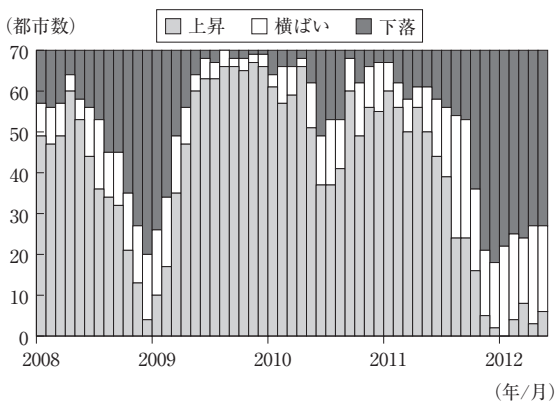
個人消費についてみると、2011年半ばからインフレの沈静化を背景に持ち直してきたものの、2012年入り後は住宅市場の調整を受けて低い伸びにとどまっている（図表21）。とりわけ、ぜ

(図表21) 小売売上高の推移  
(前年同月比)



(資料) 国家統計局をもとに日本総合研究所作成  
(注) 2010年から地域区分等の変更あり。CPI上昇率で実質化。

(図表22) 新築分譲住宅販売価格の騰落別都市数

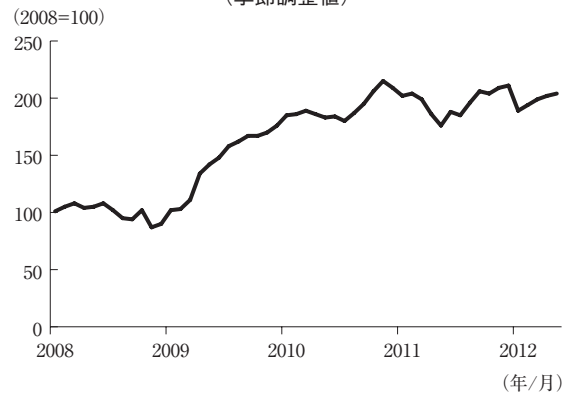


(資料) 国家統計局をもとに日本総合研究所作成  
(注) 上昇は前月比>0%の都市数、横ばいは同=0%、下落は同<0%。2011年1月に統計改定あり。

いたく品である娯楽関連や自動車、家電販売が伸び悩んでいる。1～5月の家電販売額は前年同期比2.0%増、娯楽用品は同6.6%増、自動車は同9.8%増と、全品目の同15.2%増に比べて低い伸びであった。2011年秋からの住宅価格の下落を受けて、消費者マインドが悪化しており、家計はぜいたく品の消費に慎重になっている（図表22）。

ただし、自動車販売台数は、賃金が2桁の伸びを続けるなか、省エネ車減税など政府の消費刺激策が呼び水となって、足元で持ち直しの兆しがみられる（図表23）。

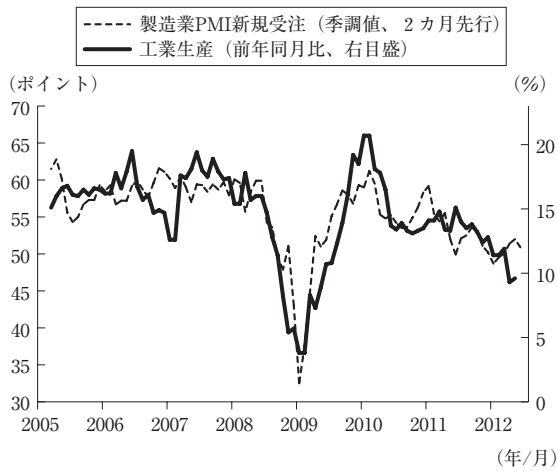
(図表23) 自動車販売台数の推移  
(季節調整値)



(資料) 中国自動車工業協会をもとに日本総合研究所作成

これまでの内外需の減速を背景に、2011年半ばから工業生産の伸び率が低下し、2012年4月は前年同月比9.2%増、5月は同9.6%増と10%を下回る低い伸びとなった（図表24）。一方、製造業PMI新規受注指数は2011年11月と12月に50ポイントを割ったものの、その後は50ポイント以上を維持しており、リーマンショック後のような急低下はみられない。これは、大企業を中心に製造業の受注が2012年入り後増加傾向であり、10%を下回る工業生産の伸びは一時的であることを示唆する。

(図表24) 製造業PMI新規受注と工業生産の推移



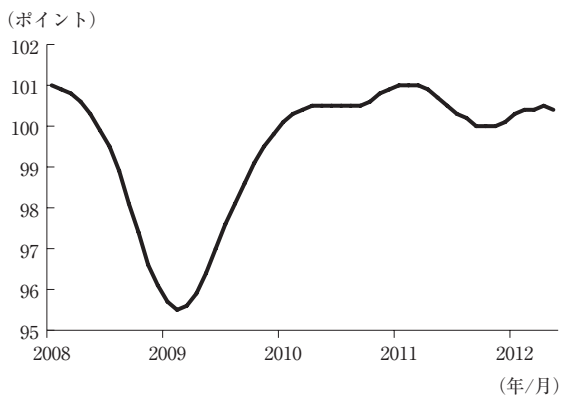
(資料) 中国国家统计局、物流購買連合会をもとに日本総合研究所作成  
 (注) 基準改定のため、2011年1月以降の工業生産の値とそれ以前の値は厳密には接続しない。

(2) 2012年は8.2%、2013年は8.7%成長の見込み

以下では、今後の中国経済について展望する。外需についてみると、輸出の増勢は緩やかなものにとどまると見込まれる。OECD景気先行指数が頭打ちとなるなど、欧州債務問題の再燃を受けて、世界経済の先行き不透明感が強まっており、輸出が足元の強い増勢を維持するのは困難であろう(図表25)。ちなみに、中国製造業の輸出向け受注は5月に低下した。

もっとも、欧州債務危機の深刻化が懸念され

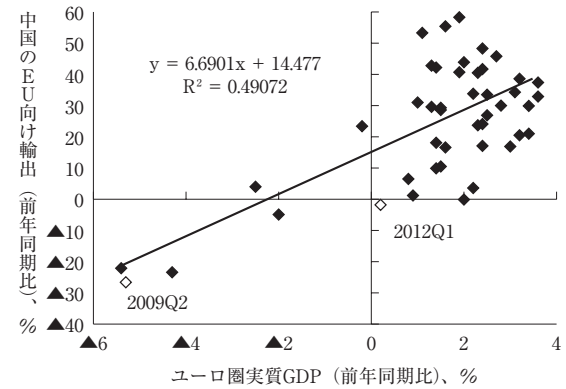
(図表25) OECD景気先行指数



(資料) OECD

るものの、EU向け輸出の大幅減少は回避される公算が大きい。過去のユーロ圏成長率と中国のEU向け輸出の関係を見ると、ユーロ圏の成長率が大幅なマイナスに陥らない限り、EU向け輸出は前年比プラス圏を維持できるとみられる(図表26)。主要な輸出品が自動車や精密機械など景気の影響を大きく受けやすい日本と異なり、中国のEU向け輸出は、景気変動の影響を受けにくい日用品が多いためである。

(図表26) ユーロ圏実質GDPと中国のEU向け輸出



(資料) 中国海関総署、Eurostatをもとに日本総合研究所作成  
 (注) 2001Q1~2012Q1までのデータ。

内需についてみると、固定資産投資は以下の5点により、年後半から緩やかながらも持ち直すと見込まれる。

第1は、政府が財政面から景気のでこ入れに着手し始めたことである。2011年秋口以降、政府は業種ごとの5カ年計画を発表し、重点育成分野に対して支援を開始した。財政面では、各種減税措置や補助金制度を打ち出し、重点育成製品の消費や当該分野の投資を喚起しようとしている。例えば、2011年12月9日に省エネ車(プラグインハイブリッド車や電気自動車)に対する優遇税制が設けられ、エコカー分野への投資インセンティブが強化された(図表27)。

続いて5月16日、政府は「国家基本公共サー

(図表27) 2011年秋以降の主要経済政策

日付は公表日	主要経済政策
2011年11月29日 30日	財政部、2012年1月1日から2015年12月31日まで、中小零細企業の企業所得税を引き下げ預金準備率を0.5%ポイント引き下げ（3年ぶり）
12月9日	自動車税（車船税）法の実施細則を発表。2012年1月1日から省エネ自動車、新エネルギー自動車に優遇税制（50～100%の減免）
2012年2月18日	預金準備率を0.5%ポイント引き下げ
5月12日 16日	預金準備率を0.5%ポイント引き下げ省エネ家電向けに総額265億元の補助金を支給すると発表（暫定1年間）。省エネ照明・小型車・省エネモーターの3分野にも別途補助金
25日	鉄鋼大手の宝钢と武漢鋼鉄が進める総額1,300億元にのぼる製鉄所の建設計画を認可
6月5日 7日	省エネ車減税の対象車種を追加発表 預金・貸出基準金利を0.25%ポイント引き下げ
13日	自動車の買い替えに補助金を支給する「汽車以旧換新」制度を2012年1月1日～12月31日にかけて再導入

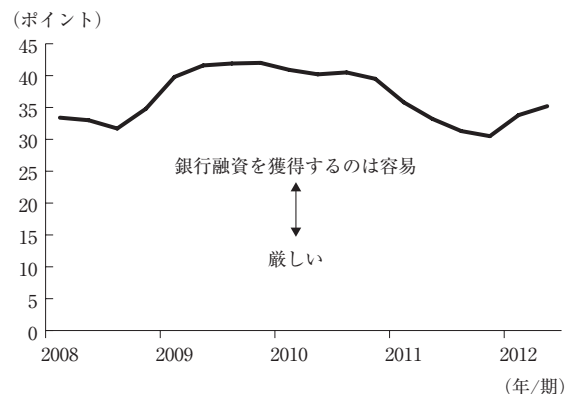
(資料) 中国政府各機関、各種資料をもとに日本総合研究所作成

ビスの第12次5カ年計画」を可決し、省エネ家電向けに総額265億元の補助金を支給すると公表した。他にも、省エネ照明に22億元、1,600cc以下の小型車に60億元、省エネモーターに16億元の補助金を用意した。6月入り後、5日に省エネ車減税の対象車種を追加発表し、続けて13日に自動車の買い替えに補助金を支給する「汽車以旧換新」を2012年1月1日～12月31日にかけて再導入することを発表した。

これまでの景気対策の予算額がすべて発表されているわけではないため、今回の各種減税政策や補助金政策の予算規模を一つずつ過去に打ち出された景気刺激策と比較することはできないものの、少なくとも「国家基本公共サービスの第12次5カ年計画」で定められた小型車向け補助金の予算60億元は小さくはないといえる。2009年1月14日、中国政府は農村部でオート三輪や低速トラックから小型トラックへの買い替え、および、排気量1,300cc以下のミニバンへの買い換えに総額50億元の補助金を準備すると発表した。今回の小型車向け補助金の予算はこれを上回るものである。

第2は、政府が金融面から景気の下支えを開始したことである。まずは窓口指導の緩和である。政府は2011年秋以降、選別的な窓口指導を通じて、重点育成分野に対する融資緩和を後押しし始めた。中国人民銀行の「企業家アンケート調査報告」によると、金融機関の融資態度は2010年末から2011年秋口まで厳格化したものの、その後は軟化しつつある（図表28）。次に、預金準備率と政策金利が引き下げられた。預金準備率は2011年11月、2012年2月、5月と3回にわたり合計1.5%ポイント引き下げられた。6月7日には3年ぶりに政策金利の引き下げが実施された。貸出基準金利（1年物）は0.25%ポイント引き下げられ、6.31%に低下した。

(図表28) 融資状況指数の推移



(資料) 中国人民銀行「企業家アンケート調査報告」

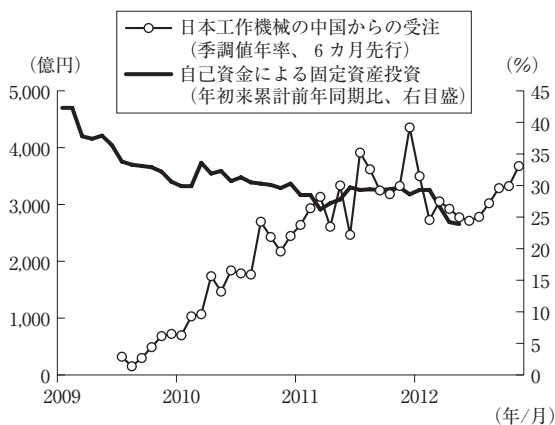
前節でみてきたように、足元で企業収益の悪化に歯止めがかかり始めた点を踏まえると、一連の景気てこ入れ策は景気回復の呼び水として十分に機能していると判断できる。企業の売上高は政府のてこ入れ策を受けて2桁増の伸びを保つなか、原材料価格が下落したことで、利益率は1～2月の5.0%から1～3月5.3%、1～4月5.4%と改善しつつある。

第3は、人件費上昇に伴う自動化の潜在需要が大きいことである。自動車産業などでは人件

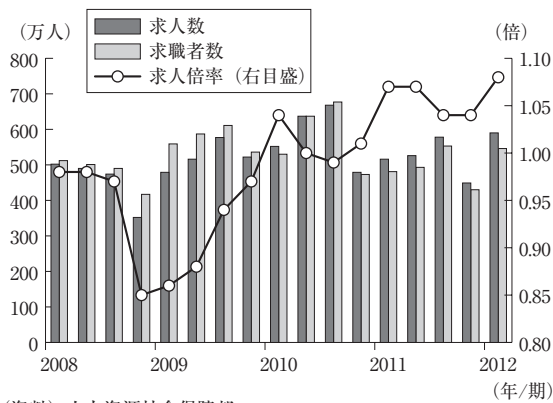
費が安いこと、高価なロボットを導入するよりも手作業のほうが選択されてきた。しかし、人件費が2桁の伸びを続けるなか、溶接工程などで自動化需要が大きくなっている。こうしたなか、省エネ車減税や小型車減税が打ち出され、自動車産業やはん用機械製造業などで設備投資が再拡大しつつある。2012年1～5月の自動車製造業は前年同期比39.5%増と投資を大幅に拡大している。はん用機械製造業は同34.2%増と2011年通年の同30.6%増から投資を加速させた。

今後、全体の3分の2を占める自己資本による投資は、潜在需要が大きいなか企業収益が緩やかに持ち直すことで、伸び率低下に歯止めがかかる見通しである。実際、設備投資に先行性を有するわが国の工作機械の受注の動きをみると、中国からの受注は2011年末に底入れし、5カ月連続で増加している（図表29）。

（図表29）工作機械の受注と固定資産投資の推移

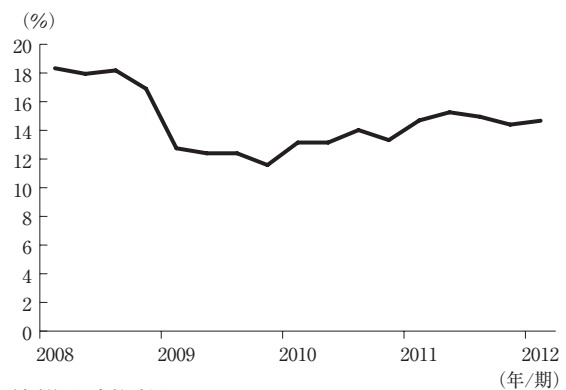


(図表30) 都市部求人倍率の推移



(資料) 人力資源社会保障部

(図表31) 平均賃金の推移 (年初来累計、前年同期比)

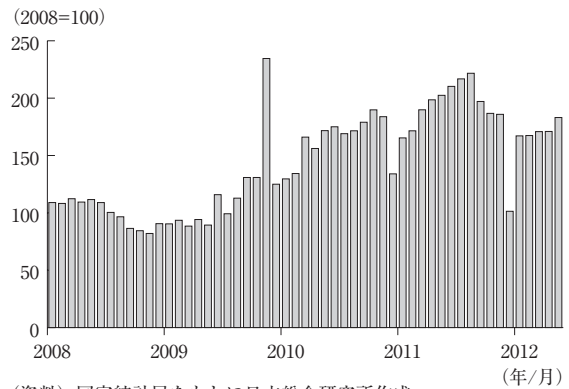


(資料) 国家統計局

生していたが、最近では外資の内陸進出、中国企業の内陸事業拡大により、内陸部においても労働市場が逼迫している。当面、内陸部の人手不足は続く見通しである。企業は a) 沿海部では景気低迷が長期化するリスクがあること、b) 内陸部の開発余地が大きいこと、c) 内陸部の人件費が沿海部よりも低水準であることを背景に、内陸進出を継続する公算が大きい。平均賃金は内陸部での人手不足を背景に、2桁の伸びを維持すると見込まれる (図表31)。

では、個人消費はいつ持ち直しに転じるのか。これまで、消費拡大の足かせとなっていた住宅市場の調整が、一巡するとみられる年後半以降、個人消費は持ち直すと見込まれる。足元の住宅価格の下落は、住宅バブル抑制に向け政府が意図したものである。もっとも、住宅価格が高騰している北京市や上海市とは異なり、住宅価格の年取倍率が安定している中小都市では弊害もみられており、年内には中小都市での抑制策が緩和されると予想される。中小都市では所得水準の向上に伴い実需が強まっており、行き過ぎた購入抑制策に対する不満が強まっている。実際、地方政府は不動産価格抑制策を緩和し始めている。中国指数研究院によると、5月に蕪湖、池州、漳州、永州、莆田、臨沂、重慶などの都

(図表32) 新設住宅着工床面積の推移 (季節調整値)



(資料) 国家統計局をもとに日本総合研究所作成

市で公的積立金の融資限度額が引き上げられた。公的住宅融資が緩和されたことで、住宅購入時の消費者の頭金負担が軽減された。これを受けて、5月の住宅着工は前月比7.1%増加しており、住宅市場の調整に歯止めがかかりつつあることを示唆している (図表32)。

このように、中国経済は足元で厳しい局面にあるものの、2012年後半には緩やかながらも持ち直しに転じると予想される。政府の重点分野支援策などが景気を押し上げ、2012年は8.2%、2013年は8.7%成長になる見通しである。

研究員 関 辰一

(2012. 6. 25)



#### 4. インド経済

##### (1) 2011年度の実質GDP成長率は6.5%

2012年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比5.3%と市場予想（6.1～6.2%）を大幅に下回り、景気の減速が深刻化していることが示された。この結果、2011年度（2011年4月～2012年3月）の成長率は、前年度の8.4%から6.5%に低下した（図表33）。産業別にみると、農業部門2.8%（前年度は7.0%）、鉱工業部門3.4%（同7.2%）、サービス業部門8.9%（同9.3%）であった。

農業部門では、降雨量が順調に推移して後半に成長率が高まった前年度から一転し、雑穀類・豆類・油種などを中心に生産が伸び悩んだことから、低い成長率にとどまった。

鉱工業部門は、2009年度入り後に回復に転じ、世界金融危機後の景気回復をけん引した。しかし、景気回復はインフレを伴うものとなり、卸売物価上昇率は2010年1月に前年同月比8.5%に上昇した後、2011年12月に同7.7%に低下するまで8%を超えた状態が続いた。原材料費の高騰、政策金利の大幅な引き上げ、欧州債務危機の深刻化による世界景気の先行き不透明感の高まりなどを受け、企業の景況感が悪化し、投資・生産活動が抑制された。製造業は2011年7～9月期以降、伸び悩みが顕著となり、2012年1～3月期には▲0.3%となった。

2011年度の鉱工業生産指数の伸び率は、前年度の8.2%から2.8%に低下した（図表34）。内訳は、鉱業が▲2.0%（前年度は5.2%）、製造業が

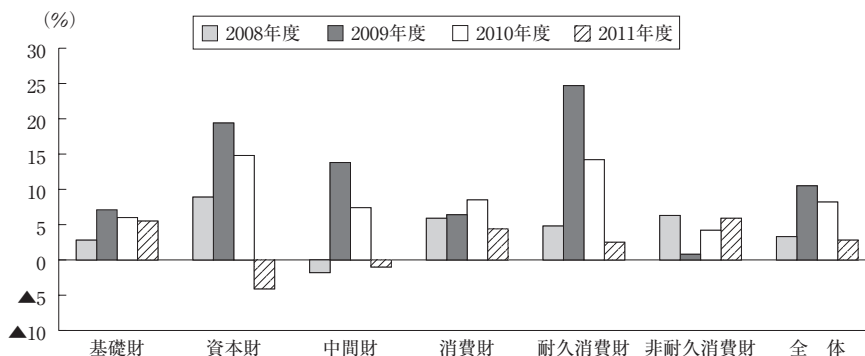
（図表33）産業部門別のGDP成長率

（前年同期比、%）

	2009年度					2010年度					2011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	8.3	7.5	9.8	7.4	8.6	8.4	8.5	7.6	8.2	9.2	6.5	8.0	6.7	6.1	5.3
農業部門	1.3	1.6	2.5	▲1.4	3.3	7.0	3.1	4.9	11.0	7.5	2.8	3.7	3.1	2.8	1.7
鉱工業部門	8.5	5.3	7.7	9.7	11.0	7.2	8.3	5.7	7.6	7.0	3.4	5.6	3.7	2.5	1.9
うち鉱業	7.2	7.5	7.0	5.4	8.8	5.0	6.9	7.3	6.1	0.6	▲0.9	▲0.2	▲5.4	▲2.8	4.3
うち製造業	9.8	5.4	8.9	11.3	13.2	7.6	9.1	6.1	7.8	7.3	2.5	7.3	2.9	0.6	▲0.3
うち電気・ガス・水道	5.9	5.9	7.0	4.0	6.7	3.0	2.9	0.3	3.8	5.1	7.9	7.9	9.8	9.0	4.9
うち建設業	7.0	4.4	5.8	9.2	8.4	8.0	8.4	6.0	8.7	8.9	5.3	3.5	6.3	6.6	4.8
サービス業部門	10.2	10.2	12.5	9.3	8.8	9.3	10.0	9.1	7.7	10.6	8.9	10.2	8.8	8.9	7.9
うち商業・ホテル・運輸・通信	10.1	8.4	10.3	10.6	10.9	11.1	12.6	10.6	9.7	11.6	9.9	13.8	9.5	10.0	7.0
うち金融・保険・不動産	8.9	11.2	10.6	8.3	6.0	10.4	10.0	10.4	11.2	10.0	9.6	9.4	9.9	9.1	10.0
うち地域・社会・個人サービス	11.9	13.0	19.3	8.0	8.4	4.5	4.4	4.5	▲0.8	9.5	5.8	3.2	6.1	6.4	7.1

（資料）Center for Monitoring Indian Economy

（図表34）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

2.9%（同8.9%）、電気が8.2%（同5.5%）であった。鉱業では、とくに石炭の生産が落ち込んでおり、発電に支障を来すため、輸入が増加している。指数の約75%を占める製造業を業種別にみると、好調な業種と不調な業種に分かれており、食品・飲料（14.8%）、基礎金属（8.7%）、医薬品（10.9%）、自動車（10.8%）などが高い伸びとなる一方、繊維（▲1.5%）、衣料品（▲7.6%）、化学製品（▲0.4%）、機械設備（▲5.9%）、電気機械（▲22.4%）などは伸び悩んだ。用途別にみると、投資・生産活動の不調を反映して資本財が▲4.1%、中間財が▲1.0%に落ち込んだ（前年度はそれぞれ14.8%、7.4%）。消費財は、前年度の8.5%から4.4%に低下した。耐久消費財が14.2%から2.5%に低下する一方、非耐久消費財は4.2%から5.9%に上昇した。とくに、家電製品や家具が伸び悩んでいる。

サービス業部門の伸び率は前年度を下回ったものの、相対的に堅調を維持し、景気の下支え役となった。商業・ホテル・運輸・通信業は、航空輸送業が国内旅客輸送の好調を受け2桁の伸びを維持したこと、貿易額が前年度比約20%増加したことなどから、9.9%伸びた。また、金融・保険・不動産業も、非食料部門銀行信用が前年同月比15%以上の伸びを維持したことなどから、9.6%の伸びとなった。

2011年度の成長率を需要項目別にみると、個人消費が前年度の7.5%から5.5%に低下し、輸

出の伸びも低下して輸入を下回る一方、固定資本形成はほぼ前年並みとなった。また、財政赤字が拡大するなか、政府支出が抑制され、政府消費は低下が続いた（図表35）。個人消費に関しては、インフレが高止まりして消費者心理が悪化したこと、株価の下落による逆資産効果が見られたことなどが低下の原因となった。一方、固定資本形成はインフレと金融引き締めの影響を受けて次第に減速し、10～12月期に▲0.3%となった後、1～3月期も3.6%にとどまった。

通関ベースの輸出入をみると、2011年度の輸出は前年度比19.9%増（前年度は39.8%増）の2,996億ドル、輸入は同35.2%増（同22.8%増）の4,785億ドルとなった。輸出は、2009年秋以降、世界景気の回復に伴い増加に転じ、2011年度も10月まで前年比2桁の伸びが続いた（図表36）。その後、世界景気の減速を受けて伸びが急速に低下し、同年12月および2012年3月には前年同月比マイナスとなった。一方、原油価格の上昇などから、輸入の伸びはそれほど低下していない。

卸売物価上昇率は、食品価格や燃料価格の上昇を主因に高止まりが続いてきた（図表37）。2011年12月には前年同月比7.7%に低下したものの、その後は一進一退となり、2012年5月には7.5%となっている。食品価格の上昇は、国際価格上昇の影響に加えて、経済成長に伴う高たんぱく食品や野菜・果物等の需要増加に供給

(図表35) 需要項目別のGDP成長率

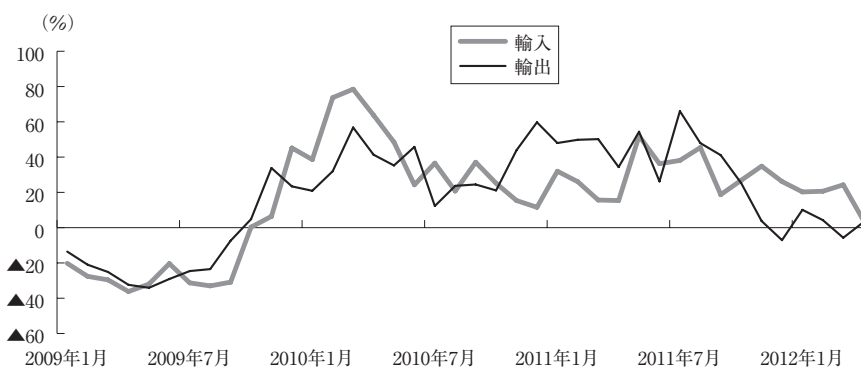
(前年同期比、%)

	2009年度					2010年度					2011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	8.1	5.7	6.5	7.0	12.6	8.6	9.5	8.9	10.0	6.2	6.9	9.0	6.9	6.2	5.6
個人消費	7.7	7.0	10.4	7.2	6.6	7.5	9.1	8.6	7.3	5.2	5.5	4.9	4.6	6.4	6.1
政府消費	12.1	15.2	25.6	7.2	6.2	9.7	11.1	10.5	4.7	13.6	5.1	4.9	7.2	4.7	4.1
固定資本形成	11.0	5.6	7.6	10.5	19.2	5.4	8.8	6.9	11.1	▲3.2	5.5	14.7	5.0	▲0.3	3.6
輸出	▲5.3	▲11.3	▲16.4	▲2.4	10.6	24.3	12.1	17.9	29.7	35.4	15.3	18.0	19.7	6.1	18.1
輸入	▲1.9	▲8.5	▲16.2	0.6	21.1	15.5	17.3	16.9	12.1	15.8	18.5	19.3	27.0	27.0	2.0

(資料) Center for Monitoring Indian Economy

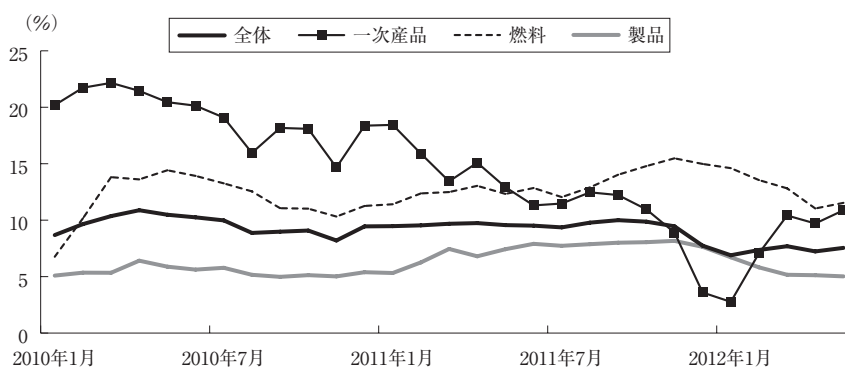
(注) 算出方法が異なるため、実質GDP成長率は図表33と必ずしも一致しない。

(図表36) 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37) 卸売物価指数の前年同月比伸び率



(資料) CEICデータベース

が追いついていないことが大きな原因となっている。また、農業生産の伸び悩みが続けば、これも価格上昇要因となる。一方、燃料価格の上昇は主に原油価格の動向によるものであり、2010年2月以降、2012年5月まで前年比2桁が続いている。燃料価格は大半が管理されており、価格上昇は抑制されているが、そのことが石油・肥料関連補助金支出の増加につながり、財政赤字の拡大を通じてインフレ要因となっている。さらに、製品価格は国内需要圧力の高まりから2011年度に上昇したが、景気減速に伴って低下し、5月には5.0%となっている。

次に、国際収支をみると、2011年4～12月の経常収支赤字が前年同期の▲396億ドルから▲536億ドルに拡大するとともに、資本収支黒字が528億ドルから475億ドルに減少した結果、総

(図表38) 国際収支の推移

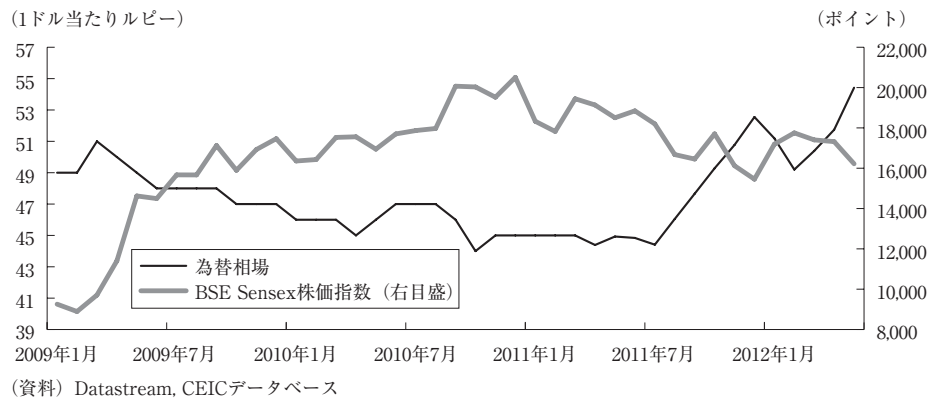
(百万ドル)

	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度
経常収支 (①)	▲27,915	▲38,181	▲45,945	▲53,629
貿易収支	▲119,520	▲118,203	▲130,593	▲132,502
輸出	189,001	182,442	250,468	221,794
輸入	308,521	300,644	381,061	354,296
サービス収支	53,916	36,016	48,816	44,280
所得収支	▲7,110	▲8,038	▲17,309	▲13,462
経常移転収支	44,798	52,045	53,140	48,055
資本収支 (②)	6,768	51,634	61,989	47,456
直接投資	19,816	17,966	9,360	16,226
流出	▲17,855	▲15,143	▲16,524	▲10,455
流入	37,672	33,109	25,884	26,681
証券投資	▲14,031	32,396	30,293	3,244
流出	▲177	20	▲1,179	▲67
流入	▲13,854	32,376	31,471	3,311
その他投資	983	1,272	22,336	27,986
誤差脱漏 (③)	1,067	▲12	▲2,993	▲921
総合収支 (①+②+③)	▲20,080	13,441	13,050	▲7,093

(資料) インド準備銀行  
(注) 2011年度は4～12月期。

合収支は110億ドルから▲71億ドルに悪化した(図表38)。経常収支赤字が拡大したのは、原油

(図表39) 為替レート・株価の推移



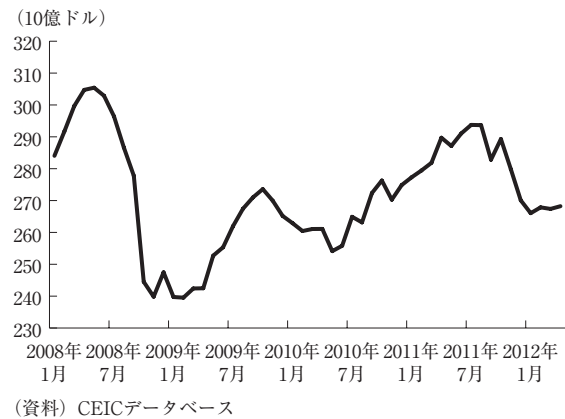
価格の上昇などによる輸入の増加を主因に貿易赤字が拡大したことによるものである。

資本収支についてみると、直接投資の流入額が204億ドルから267億ドルに、また、その他投資が銀行借入れの増加などにより145億ドルから280億ドルに増加したのに対し、対内証券投資は313億ドルから33億ドルに減少した。

海外機関投資家による2011年度の株式買い越し額は、前年度の1兆1,012億ルピーから4,374億ルピーに減少した。代表的な株価指数であるBSE Sensex指数は、2011年3月末の19,445ポイントから同年末には15,455ポイントに低下したが、2012年3月末には17,404ポイントに回復した(図表39)。毎月の買い越し額をみると、2011年5月(▲661億ルピー)、8月(▲1,083億ルピー)、11月(▲420億ルピー)に売り越しとなった。2012年度も、4月、5月と続けて売り越しとなり、不安定な状況が続いている。

ルピーは、2011年度当初は1ドル=44ルピー台で安定していたが、8月以降、対内証券投資の減少や経常収支赤字の増加を反映して減価し、2012年6月には1ドル=55ルピー台となった。これに対し、準備銀行は為替介入を増やすとともに、為替市場における投機的な取引の抑制策や多様な資本流入促進策(海外機関投資家に対

(図表40) 外貨準備残高の推移



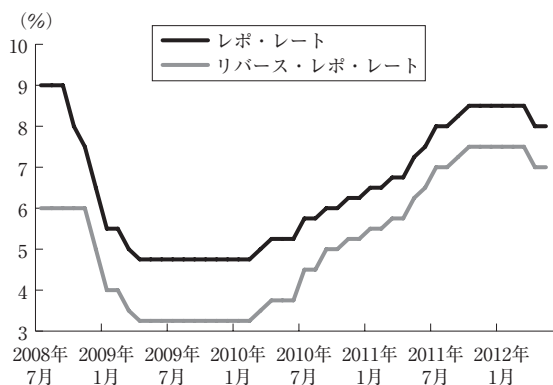
する債券投資枠の拡大、非居住者預金の上限金利の引き上げ、対外商業借入れの借入れコスト上限の引き上げなど)を実施している。

国際収支の悪化や為替介入の増加に伴い、外貨準備は2011年9月以降減少し、同年3月末の2,818億ドルから2012年3月末には2,674億ドルとなった(図表40)。

## (2) 財政金融政策の状況

インフレの悪化を受け、2010年3月以降、政策金利であるレポ・レートとリバース・レポ・レートが段階的に引き上げられ、それぞれ4.75%から8.25%、3.25%から7.25%になった(図表41)。2011年末以降、インフレがやや低下し

(図表41) 政策金利等の推移



(資料) CEICデータベース

たことから準備銀行はようやく金融緩和姿勢に転じ、2012年1月に預金準備率（Cash Reserve Ratio）を6.0%から5.5%に、3月に4.75%に引き下げた。これは主に、政策当局の意図以上に縮小した流動性供給を増やすための措置である。さらに、4月にはレポ・レートを8.5%から8.0%に引き下げた。

一方、財政政策についてみると、2011年度の財政赤字は前年度比36.4%増の5兆970億ルーピーとなった（図表42）。これは、景気の減速による税収の伸び悩み、税収以外の歳入の大幅な減少、石油・肥料関連補助金支出の増加などによるものである。3月に発表された予算では、2012年度の財政赤字の対GDP比率は▲5.1%に

低下することが見込まれているが、補助金支出削減の実現可能性など、不安材料が多い。

## (3) 2012年度の実質GDP成長率は6.5%前後

図表33でみた通り、四半期の成長率は低下傾向が続いている。しかし、インフレが高止まりしているため、準備銀行は政策金利を大幅に引き下げることができない。また、財政赤字が拡大しているため、政府が景気対策を実施することも難しい。インドは基本的には高度成長の途上にあるものの、世界的な景気減速の中で容易に景気浮揚策を実施できない状況にあり、成長率は抑制されることとなろう。

原材料費の高騰や将来の不確実性の高まりなどから、企業の景況感が悪化している。当面、投資・生産活動は低調が続く、製造業は伸び悩むものと思われる。鉱工業部門の伸び悩みが、景気の下支えとなっているサービス業部門に波及する可能性もある。一方、農業部門では平年並みの降雨量を背景に生産が順調に推移するとみられ、成長率は3%程度となろう。

2012年度の実質GDP成長率は、6.5%前後と予想される。準備銀行は、4月の段階で7.3%と見込んでいるが、7月の政策決定会合において引き下げる可能性がある。

(図表42) 中央政府の財政収支の推移

(10億ルーピー)

	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
歳入	5,858	5,470	6,060	8,237	7,887	9,773
経常収入	5,419	5,403	5,728	7,885	7,562	9,357
税収	4,395	4,433	4,565	5,699	6,319	7,711
その他	1,023	969	1,163	2,186	1,243	1,646
資本収入	439	67	332	353	325	417
歳出	7,127	8,840	10,245	11,973	12,984	14,909
経常支出	5,944	7,938	9,118	10,407	11,409	12,861
うち利払い	1,710	1,922	2,131	2,340	2,725	3,198
資本支出	1,182	902	1,127	1,566	1,575	2,048
財政収支	▲1,269	▲3,370	▲4,185	▲3,736	▲5,097	▲5,136
対GDP比率	▲2.7	▲6.0	▲6.5	▲4.9	▲5.8	▲5.1

(資料) インド財務省

(注) 2012年度は2012年3月時点の見込み。

インフレは、原油価格の低下や景気の減速を受けて短期的には低下する可能性もあるが、先行きは予断を許さない。食品価格の上昇は構造的な要因による部分が大きく、容易には改善しないとみられる。また、インドは食品の多くを輸入に依存しており、ルピーの減価は輸入価格の上昇要因となる。この点は、燃料価格についても同様である。さらに、消費者物価（2010年基準）をみると2月から4月にかけて8.8%、9.4%、10.4%と上昇しており、卸売物価とは異なる動きをみせている。

準備銀行は、卸売物価上昇率の2013年3月の予測値を6.5%としている。その短期目標は4.0~4.5%、中期目標は3.0%であり、現在の水準は依然高いといわざるを得ない。また、準備銀行は、所得水準の上昇に伴ってインフラやエネルギーなどに関するボトルネックが深刻化したため、インフレ圧力を高めることなく維持できるトレンド成長率が低下したとみている。

インフレは、金融緩和の大きな制約要因となっている。準備銀行は、6月に大方の予想に反し利下げを見送った。投資の不調が景気減速の最大の原因であるが、それに対して金利水準が与えている影響は限られており、利下げは成長を促進する以上にインフレを助長してしまうであろうと述べている。供給のボトルネックが解消しておらず、インフレ期待も根強いことから、それらに対処することが重要であると考えている。

ただし、一方で準備銀行は流動性調節を重視しており、必要に応じて公開市場操作等により十分な流動性を供給するとしている。

次に、3月に発表された予算では、2012年度に歳入の伸びが前年度比22.7%（前年度実績は▲4.2%）となる一方、歳出の伸びは同13.1%（同8.4%）に抑えられ、財政赤字はほぼ前年度

並みの5兆1,360億ルピー（対GDP比▲5.1%）になるとされている。歳入面では、物品税率およびサービス税率をともに10%から12%に引き上げるなどの税制変更により、税収を前年度比20.1%増（前年度実績は10.9%増）とする予定である。また、国営企業の株式売却による収入を3,000億ルピー見込んでいる（前年度実績は1,550億ルピー）。もっとも、株式売却は市場動向に左右されるため、目標を達成できるかは不透明である。税収に関しても、実質GDP成長率が7.6%になることを前提としており、達成は厳しいものと思われる。

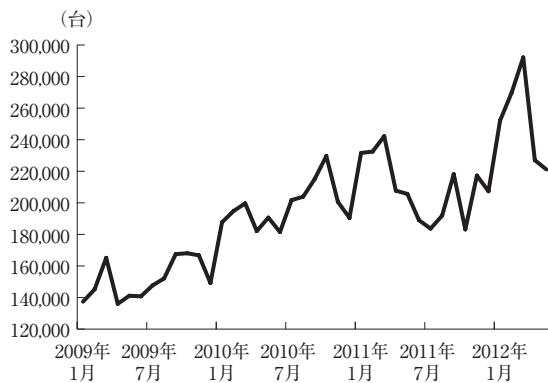
歳出面では、前年度に原油価格の上昇などにより予算を50.7%上回った補助金支出について、前年度比▲12.2%としている（うち石油関連補助金は▲36.4%）。しかし、そのためには石油関連製品の管理価格を引き上げる必要があり、また、原油価格の先行きも不透明であるため、達成には不安が残る。

図表35に戻り、需要項目別の動向をみると、個人消費の伸び率は2010年度の前年度比7.5%から2011年度には同5.5%に低下した。しかし、投資に比較すれば変動は相対的に小さく、今後も底堅く推移することが期待される。

農村部の消費は、比較的安定している。今後、賃金がやや伸び悩む懸念があること、財政赤字が拡大するなかで農村部に対する支出が抑制される可能性があることなどが、農村部の所得に対するマイナス要因となりうる。しかし、農業生産の好調が期待されることや食品価格が上昇していることなどが、プラス要因となろう。

都市部の消費に関しては、2011年度に家電製品や自動車の伸び悩みがみられたが、国内乗用車販売台数は持ち直す傾向にある（図表43）。住宅販売も、ムンバイなどの大都市では増加している模様である。雇用情勢に特段の悪化はみ

(図表43) 国内乗用車月間販売台数の推移



(資料) CEICデータベース

られず、組織部門の賃金は順調に伸びている。また、未熟練労働者に対しては政府の支援があり、引き続き賃金上昇が見込まれる。インフレが一段と悪化することがなければ、農産部、都市部とも消費は堅調に推移しよう。

構造的には、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）、携帯電話などの割合が上昇している。金融緩和に伴い、消費者信用の伸びが高まることも期待される。

固定資本形成は、2010年度の前年度比5.4%から2011年度には同5.5%に上昇した。しかし、2011年7～9月期以降は低迷が続いている。今後も、財政金融政策の本格的な出動が期待できないなか、回復には時間がかかるものとみられる。

その要因は、第1に、国内でインフレや高金利が続く一方、世界景気の先行き不透明感が高まり、輸出の伸びが急低下しているため、企業心理が著しく悪化していることである。これを反映し、新規の投資計画が激減している。また、電力や鉄鋼など、大規模投資が期待できる分野が伸びていないため、投資プロジェクトの平均規模が縮小している。この状況を変えるために

は、企業心理の大幅な改善が不可欠である。

第2に、財政赤字が拡大していることである。これにより、将来への不安が高まるとともに、民間投資がクラウディング・アウトされていると考えられる。

財政赤字の改善を図ることに加え、投資を加速するための政策を講じることが必要である。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1兆ドルとなっているが、プロジェクトの実施に際し、環境関連の認可に時間がかかることや土地買収が難しいことが障害となっており、これらを改善しなければならない。また、燃料や電力の不足が、投資拡大のボトルネックとなっている。IMFは、ビジネス・コストの高さという構造的な要因が投資の減少に影響していることを指摘し、投資環境の改善を求めている。

なお、2011年度の非金融一般企業の資金調達額は、前年度比ほぼ横這いの12.7兆ルピーとなった（図表44）。対内直接投資が増加していることは、好ましい傾向といえよう。

(図表44) 民間部門への資金フロー

(10億ルピー)

	2009年度	2010年度	2011年度
非食料部門銀行信用	4,786	7,110	6,764
(その他国内)	3,652	2,956	3,132
非金融企業の株式発行	320	285	70
非金融企業の債券発行	1,420	674	401
CP発行	261	172	738
住宅金融会社による融資	285	384	356
ノンバンク融資等	1,367	1,441	1,567
(海外)	2,198	2,330	2,762
対外商業借入れ	120	555	504
非金融企業のADR、GDR発行	151	92	27
対外短期借入れ	349	502	262
直接投資	1,578	1,181	1,969
合計	10,636	12,396	12,659

(資料) インド準備銀行

次に、輸出入についてみる。2011年4～12月の輸出の伸びは前年同期比28.5%（前年同期は33.7%）であった（図表45）。これを品目別にみると、農産物や石油製品の伸びがとくに高い。また、輸出先の分散が進んでおり、いずれの地域向けも順調に伸びている。

（図表45）輸出品目別の伸び率（2011年4～12月）

	伸び率	構成比
農産物	53.0	11.7
鉱産物	▲18.4	2.7
製造業製品	26.6	63.7
皮革・皮革製品	31.2	1.6
化学製品	27.9	8.9
エンジニアリング関連製品	13.9	23.7
繊維	18.0	4.9
衣料品	28.3	4.5
宝飾品	46.9	15.4
石油製品	51.8	19.6
その他	▲36.5	2.3
合計	28.5	100.0

（資料）インド準備銀行

しかし、その後、輸出の伸びは低下しており、2012年度の伸びは前年度比1桁にとどまろう。輸出の21%を占める欧州向けや、6%を占める中国向けが伸び悩んでいる。同じく12%を占めるアメリカ向けは今のところ順調であるが、今後、伸び悩む懸念がある。

輸入は、2011年4～12月に前年同期比32.4%増（前年同期は21.8%増）となった。石油関連が44.6%、それ以外が27.7%伸びている。原油価格の上昇や、需要の拡大による金の輸入増加などが、輸入の高い伸びをもたらしている。

今後、金の輸入は価格の上昇などから減少する可能性がある一方、国内生産が不足している石炭の輸入が一段と増加するとみられる。景気の減速により、輸入全体は伸び悩むことが予想されるが、輸出も低い伸びとなるため、貿易赤字ならびに経常収支赤字の拡大が続く可能性が

ある。

#### （4）経済成長に対するリスク要因と求められる対策

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、先進国の景気動向である。欧州などの景気減速に伴い、2011年11月以降、輸出の伸びが急速に低下している。欧州情勢は依然予断を許さず、外需の伸び悩みは国内投資の回復に悪影響を及ぼすこととなろう。また、先進国の金融緩和が一段と進めば、原油などの国際商品価格が再び上昇し、インドのインフレに悪影響を与える可能性もある。

第2に、国際収支の動向である。貿易赤字の増加を主因に、経常収支赤字の拡大傾向が続いている。経常収支赤字は資本収支黒字によってまかなう必要があるが、対内証券投資が大幅に減少する一方、対内直接投資の伸びは緩やかであるため、資本流入は対外商業借り入れや短期の銀行借り入れなどが主体となっている。これらは不安定な性格のものであり、また、資金調達が短期に偏るのは好ましい傾向ではない。

国際収支の悪化はルピーの減価を招いており、インフレを助長しているとみられる。こうしたなか、政府は海外経済・金融情勢に十分な注意を払わなければならない。

第3に、インフレの動向である。政府は、中期的なインフレ対策に注力する必要に迫られている。とくに、供給のボトルネックの解消を図ることが不可欠である。一つは農業改革であり、政府は農産物の貯蔵能力の拡大や高たんぱく食品の生産増加などの施策を着実に実施しなければならない。もう一つは、インフラ整備である。電力部門では、石炭不足による発電の伸び悩みや配電の非効率による電力会社の経営悪化が問題となっている。また、道路整備は、土地買収



の困難や環境規制対応などから遅れがちである。2010年半ば以降、インフラ整備は伸び悩んでおり、これを加速させるために外資導入の拡大など政府の集中的な努力が求められる。

インフレ対策としては、経常収支赤字や財政赤字の削減も重要である。財政赤字は、インフラ整備支出の抑制や海外投資家の信認低下などにもつながっている。S&Pやフィッチ・レーティングスがインドのソブリン格付け見通しを引き下げたこともあり、政策面の対応が急務といえよう。

主任研究員 清水 聡

(2012. 6. 26)