

アジア経済の見通し

～資源安が内需拡大の支えとなるも、輸出の伸び悩みが成長ペースを抑制～

1. アジア経済の現状

全体として緩やかな成長を継続

アジア経済は緩やかな成長を続けている。直近 10-12 月期の実質 GDP 成長率は国毎に強弱まちまちだが、アジア全体としてみれば前年比+6% 台前半での底堅い成長を維持した(第 1 表)。国・地域別にみると、中国では、過剰生産能力の問題や住宅市場の調整等を背景に景気への下押し圧力が強まっているが、財政・金融両面からの下支えもあり、前年比+7.3% と前期並みの成長率を確保した。NIEs は、輸出の伸び悩みを受け減速。ASEAN では、マレーシアやインドネシアなどで資源輸出の減速が下押し要因となったものの、堅調な内需を支えに主要 5 カ国の成長率は揃って小幅加速した。クーデター以降、底這いが続いていたタイでも、同+2.3% と持ち直しの動きがみられた。他方、インドでは、統計基準年の改定を受け、同+7.5% と相対的に高い伸びを示したが、前期からは鈍化した。

第 1 表: アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率

(前年比、%)

	2000-12 年平均	2013年				2014年			
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
中国	10.0	7.7	7.5	7.8	7.7	7.4	7.5	7.3	7.3
韓国	4.3	2.1	2.7	3.4	3.7	3.9	3.5	3.2	2.7
台湾	3.7	1.4	2.6	1.4	3.4	3.4	3.9	4.3	3.4
香港	4.5	3.2	2.8	2.8	2.8	2.6	1.8	2.7	2.2
シンガポール	5.3	1.5	4.0	5.0	5.4	4.6	2.3	2.8	2.1
NIEs	4.3	2.0	2.9	3.1	3.7	3.7	3.2	3.3	2.7
インドネシア	5.4	5.6	5.6	5.5	5.6	5.1	5.0	4.9	5.0
マレーシア	4.9	4.2	4.5	5.0	5.1	6.2	6.5	5.6	5.8
タイ	4.2	5.4	2.9	2.7	0.6	▲ 0.5	0.4	0.6	2.3
フィリピン	5.0	7.7	7.9	7.0	6.3	5.6	6.4	5.3	6.9
ベトナム	7.0	4.8	5.0	5.5	6.0	5.1	5.3	6.1	7.0
ASEAN5	5.2	5.6	5.2	5.1	4.7	4.3	4.6	4.3	5.0
インド	n.a.	n.a.	7.0	7.5	6.4	n.a.	6.5	8.2	7.5
アジア11ヵ国・地域	8.2	6.2	6.4	6.7	6.6	6.1	6.4	6.4	6.3

(注) 1. インドの実質GDP成長率は2011年度基準。2012年度以前および2013年第1四半期と2014年第1四半期は未公表。

2. 2000-12年平均、2013年第1四半期、2014年第1四半期の『アジア11ヵ国・地域』はインドの旧基準の統計を用いて算出。

(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. アジア経済の見通し

2015年のアジア経済は6%台前半に止まる見込み

米金融出口戦略の実施に伴う金融市場への影響には引き続き留意が必要

2015年のアジア経済を展望すると、ASEAN・インドにおける内需の堅調に加え、足元の資源安が多くのアジア諸国・地域の成長率を押し上げる方向に働くことが見込まれる。一方、安定成長への移行を目指す中国で成長ペースの減速が続くことに加え、欧州経済の低迷や資源国での景気減速などが輸出の伸び悩みを通じて成長を下押しするとみられる。また、米国の金融出口戦略に伴う影響もあり、アジア全体としての成長ペース加速は見込み難い。アジア11カ国・地域の実質GDP成長率は、2014年の前年比+6.4%に対し、2015年は同+6.2%と緩慢に止まる見込みである(第2表)。

米国の金融出口戦略については、アジア域内でも、金融市場への一定の影響が及ぶことは避けられまい。利上げペースが緩やかに止まる公算が大きいことから、深刻な不安定化は回避されるとみているが、過去に例を見ない金融緩和状態からの出口戦略となるため不確実性が高い。例えば、米ドルペッグ制により金利が米金利に連動する香港では、住宅価格の上昇が依然続いているうえ、経済規模に対する住宅ローン残高や不動産セクターの割合が高く、米金利上昇はこうしたセクターを通じた調整圧力を強めることになりうる。また、米国の利上げがドル高・アジア通貨安の急進展につながれば、外貨建て債務の返済負担の増加や債務拡大を前提とした支出拡大が困難となることにより、景気への下押し圧力が強まる虞れがある。

第2表:アジア経済見通し総括表

	名目GDP(2013年)		実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	シェア、%	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
中国	9.18	59.8	7.7	7.4	6.9	2.6	2.0	1.6	1,828	2,138	2,780
韓国	1.22	8.0	3.0	3.3	3.4	1.3	1.3	1.1	811	894	789
台湾	0.49	3.2	2.2	3.7	3.7	0.8	1.2	1.0	553	653	603
香港	0.27	1.8	2.9	2.3	3.0	4.3	4.4	3.1	51	48	84
シンガポール	0.30	2.0	4.4	2.9	3.4	2.4	1.0	0.3	545	582	650
NIEs	2.28	14.9	3.0	3.2	3.4	1.7	1.6	1.2	1,960	2,178	2,126
インドネシア	0.87	5.7	5.6	5.0	5.4	6.4	6.4	6.9	▲291	▲218	▲192
マレーシア	0.31	2.0	4.7	6.0	4.8	2.1	3.1	3.6	126	152	125
タイ	0.39	2.5	2.9	0.7	3.9	2.2	1.9	1.0	▲25	135	94
フィリピン	0.27	1.8	7.2	6.1	6.2	2.9	4.2	2.7	104	114	96
ベトナム	0.17	1.1	5.4	6.0	5.9	6.6	4.1	3.2	95	94	85
ASEAN5	2.01	13.1	5.1	4.6	5.2	4.5	4.5	4.4	9	278	207
インド	1.87	12.2	6.9	7.4	7.6	9.5	6.9	6.5	▲324	▲378	▲286
アジア11カ国・地域	15.34	100	6.6	6.4	6.2	3.6	2.9	2.5	3,473	4,216	4,827

(注)インドは年度(4月~3月)ベース。実質GDP成長率は2011年度基準。2014年度は見込み。

(資料)各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中国経済は成長率の緩やかな低下傾向が続く

国別にみると、まず中国では、過剰生産能力の問題や不動産市場の調整により景気の下押し圧力が続く見通しである。3月の全国人民代表大会では、大方の予想通り2015年の成長率目標は7%前後に引き下げられた。但し、地方政府では、資源や重工業への依存が高い省などを中心に、雇用・経済の安定確保に向け、2015年の成長率目標を2014年実績から引き上げる動きもある。政府は構造調整を優先させるとみられるが、財政・金融両面からの下支えにより、景気失速は回避すると予想する。2015年の実質GDP成長率は前年比+6.9%と緩やかに成長ペースを切り下げるとみるが、住宅市場の調整圧力は強く、景気は下振れリスクが強い状況が続く見込みである。住宅市場は、地方政府財政（債務）や過剰設備業種との結び付きが強いため、経済・金融環境全般の不安定化にも繋がり易く、木目細かな対応が必要と考えられる。

NIEs 経済の回復は力強さに欠ける展開

NIEsの実質GDP成長率は、2014年の同+3.2%に対し、2015年は同+3.4%と、同程度での推移を予想する。米国やASEAN向けを中心に輸出の回復が支えとなるものの、最大の輸出先である中国経済の減速や欧州経済の低迷等もあり、回復は力強さに欠けるものとなろう。韓国では、足元で生産や製造業の景況感が上向くなど持ち直しの兆しも窺われるが、家計の利払い負担が依然高水準にあることなどから、回復ペースは緩やかとなる公算。香港では、昨年の大規模デモの影響が残る観光業や米金利上昇によるマイナスの影響を受けやすい不動産業などが景気の勢いを制限することとなろう。

ASEAN 経済は緩やかな加速が見込まれる

ASEAN5カ国の実質GDP成長率は、2014年の同+4.6%から同+5.2%へと緩やかな加速が見込まれる。マレーシアは、資源安を受けた輸出の減速や4月のGST（物品・サービス税）導入の消費へのマイナスの影響などもあり成長率は鈍化が予想されるが、フィリピンは、インフレ沈静化に伴う実質購買力の改善で消費が堅調を維持し、2015年も同+6%台の高成長が続く見込みである。また、インドネシアでは、利下げによる設備投資や消費の押し上げ、インフラ投資拡大などが支えとなり、2014年の同+5.0%から2015年は同+5.4%への成長加速が見込まれる。

タイ経済は投資の伸び悩みと家計負債の調整が回復ペースを抑制

政局混迷の影響で低迷が続いていたタイ経済は、回復が続くとみられる。もっとも、そのペースは政府の投資予算執行の遅れや、高水準の家計債務が消費の抑制要因となることなどから、緩やかに止まる見込みである。2015年の実質GDP成長率は同+3.9%へ持ち直すが、以前に比べると回復は力強さに欠けるものとなろう。

インド経済は緩やかながらも回復が続く見通し

インドでは、消費・投資の持ち直しに牽引され、緩やかながらも回復が続くと予想する。資源安などに伴うインフレ率低下と実質購買力の改善が個人消費を下支えするとみられるほか、1月と3月の利下げも資金調達コスト低下を通じて設備投資や消費のプラス材料となろう。モディ政権下で

拡大している直接投資も景気を下支えする公算。実質 GDP 成長率は、2014 年度見込みの同+7.4%に対し、2015 年度が同+7.6%と予想する。

3. アジア経済の注目点

(1) 資源安がアジア経済に与える影響

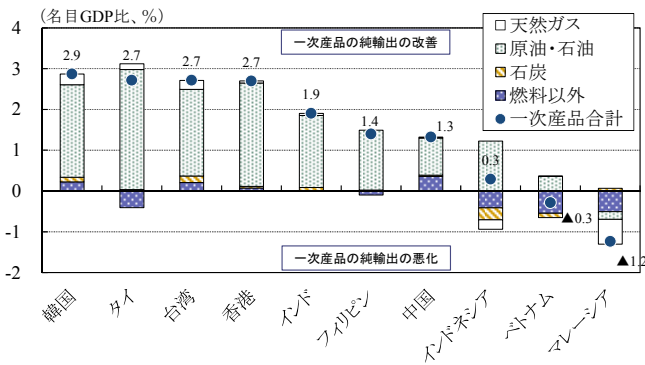
東アジアやタイ・インドで資源安のメリットを享受、マレーシアではマイナスの影響大

今年のアジア経済を展望する上で、資源安は引き続き大きなテーマの一つである。原油価格は 2 月以降、下げ止まりの動きもみられるが、2015 年を通じ上値の重い状況が続くとみられる。資源安は、一次的には交易条件の変化を通じた海外との所得移転という形で顕在化する。足元の資源安が 2015 年を通じて続いた場合、一次産品の純輸出国であるマレーシアなどでは所得が海外へ流出する一方、資源の純輸入国では、交易条件の改善により、名目 GDP 比 1~3%程度の所得が実質的に流入する見込みである（第 1 図）。国内への波及経路をみると、①インフレ率鈍化に伴う家計の実質購買力の改善による個人消費の押し上げや、②非資源関連企業の企業収益改善に伴う設備投資、雇用・賃金の拡大が期待できる一方、資源国では、資源国では、③資源関連企業の収益減少に伴う設備投資や雇用・賃金の抑制、④政府の資源関連収入減少に伴う歳出抑制、等を通じ景気を抑制する（第 2 図）。

家計部門がインフレ率鈍化・購買力改善を通じて最大のメリットを享受

いずれの国においても最大のメリットを享受するのは、インフレ率の鈍化を通じた実質所得の改善が期待される家計部門である。個人消費の押し上げ度合いは、インフレ率の低下幅や個人消費の物価に対する感応度、GDP に占める個人消費のウェイトによって異なる。大半の国で資源安が生じる前に比べインフレ率は大幅に低下しており、2015 年についても、インフレ率は低位で推移する公算が大きい。補助金削減により小売価格上昇が懸念されたインドネシアでも、小売価格を市場連動制に変更したことでその後の資源安のメリットを享受しており、インフレ加速は回避される見込みである。インフレ率の低下幅や GDP に占める個人消費の割合が大きいタイやベトナムなどの ASEAN 諸国を中心に成長率押し上げ効果が期待できる。

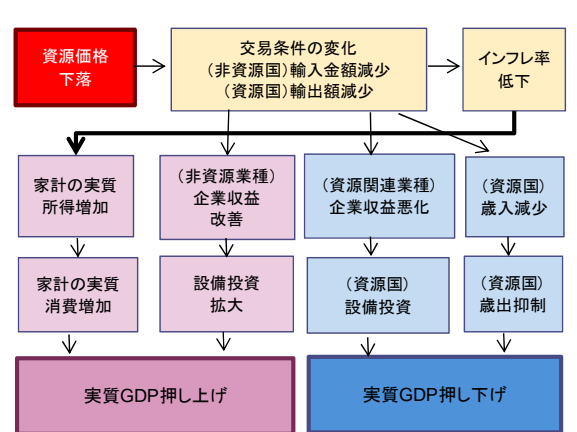
第1図:資源安によるアジア主要国・地域の一次産品の純輸出の変化幅(2015年)



(注)代表的な一次産品(食肉、魚肉、甲殻類、米、コーヒー、パーム油、天然ゴム、鉄鉱石、石炭、天然ガス)価格が2015年1月から横這いであった場合の、2015年の一次産品の純輸出の変化幅。原油・石油のみ当室見直しを用いた。価格変化のみで輸出の数量変化は考慮していない。

(資料)UNCTAD、IMF統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図:資源価格下落に伴うアジア経済への影響(波及経路)



(資料)三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

補助金削減を含めた財政収支への影響は、インドネシアは小幅プラス、マレーシアは小幅マイナスと明暗

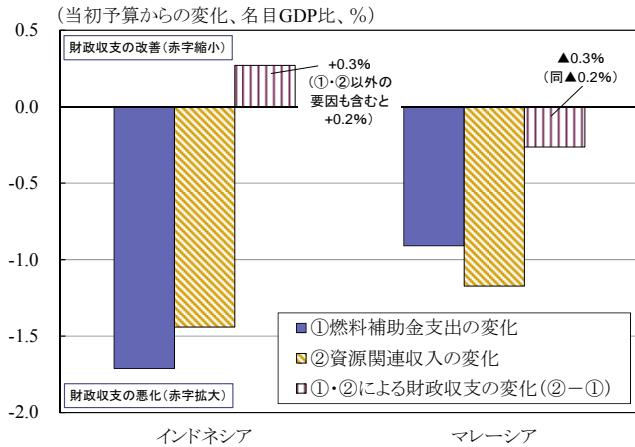
一方、資源関連企業や資源関連歳入に依存するマレーシアとインドネシアの政府部門では、マイナスの影響が見込まれる。政府部門については両国共に、積年の課題であった燃料補助金の撤廃に踏み切ったが、財政面への影響は異なっている。マレーシア政府が1月に公表した補正予算では、原油安を受けて資源関連収入が大きく減少し、補助金削減による支出抑制幅を上回り、2015年度の財政収支目標は当初予算の名目GDP比▲3.0%から同▲3.2%へ下方修正された(第3図)。一方、インドネシアの補正予算でも資源関連収入が大幅減となったものの、補助金削減効果がより大きく、ネットの財政収支は同+0.3%(資源以外の要因も含めると同+0.2%)改善する見込みである。

企業部門への影響度合いについては、販売価格の下落に直面する資源関連企業でデメリットが顕在化する一方、その他の業種においては投入コスト低下に伴う利益率の改善という形でメリットが表れる。企業部門全体への影響は資源部門と非資源部門のシェアに因るが、マレーシアについて試算すると、石油・ガス関連企業での減益幅(名目GDP比▲0.8%)がその他業種でのコスト減による増益幅(同+0.4%)を上回り、企業収益全体では同▲0.4%程度の減少を余儀なくされるとみられる(第4図)。

資源安は全体としてアジアの成長率を押し上げる一方、輸出の伸び悩みが成長を下押し

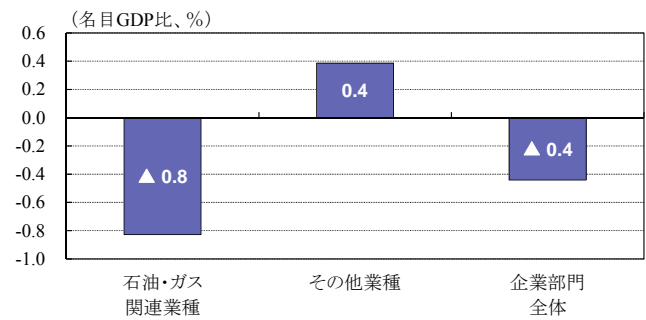
以上を踏まえると、マレーシアやインドネシアでは資源関連企業や政府部門でマイナスの影響が生じるものの、両国を含め個人消費の押し上げ効果が上回り、アジア各国・地域の実質GDP成長率を+0%~0.6%ポイント程度押し上げるとみられる。ただし、構造調整を進める中国で成長減速が続くことに加え、欧州経済の低迷や資源国での景気減速などが輸出の伸び悩みを通じて成長を下押しするとみられ、全体としてみると、成長率を加速させる程の勢いはないとみられる。

第3図: マレーシアとインドネシアの2015年補正予算における資源安・燃料補助金改革の影響



(資料) 各国財務省資料、各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 資源安によるマレーシアの企業収益の変化(2015年)



(注) 2010年時点の産業連関表(投入・算出表)を用いて当室にて試算。『石油・ガス関連業種』は、売上及び石油・ガスの投入コストが原油価格の下落幅分、低下すると仮定。『その他業種』は、石油・ガスの投入コストが原油価格の下落幅分低下、また投入コストの下落幅の一部を消費者に還元すると仮定し計算。
(資料) マレーシア統計局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

インフレ圧力緩和を受け、金融引き締め政策は緩和方向にシフト

資源安に伴うインフレ圧力の緩和を受け、金融政策面では引き締め度合いを緩和する動きが増えつつある(第3表)。1月と3月にインドで利下げ、シンガポールでも1月に通貨高ペースの抑制を通じた金融引き締め策の緩和が実施された。中国は昨年11月の利下げに続き、2月にも追加利下げを実施した。インドネシアでも、昨年11月に実施した利上げを相殺する形で、2月に利下げが実施されている。

今後の金融政策を展望すると、インフレ率が大きく低下するなか、利下げに踏み切る動きがあると想定される。景気の下振れリスクが大きい中国では、追加の緩和措置の可能性もみておく必要がある。

第3表: アジア主要国・地域の金融政策

		消費者物価上昇率(前年比、%)					政策金利の変化 (2014年7月~直近)	政策の方向性	
		2013年	2014年 (通年)		直近	直近の 加減速			
	中国	2.6	2.0	2.0	1.5	0.8	↓	▲40bp、▲25bp (2014年11月)(2015年2月)	引き締めの緩和
N I E S	韓国	1.3	1.3	1.4	1.0	0.8	↓	▲25bp、▲25bp (2014年8月)(同10月)	緩和
	台湾	0.8	1.2	1.5	0.8	▲0.9	↓	不変	中立
	シンガポール	2.4	1.0	0.9	▲0.1	▲0.4	↓	通貨高ペースを調整 (2015年1月)	引き締めの緩和
A S E A	インドネシア	6.4	6.4	4.4	6.5	7.0	↑	+25bp、▲25bp (2014年11月)(2015年2月)	引き締めの緩和
	マレーシア	2.1	3.1	3.0	2.8	1.0	↓	+25bp (2014年7月)	中立
	タイ	2.2	1.9	2.0	1.1	▲0.4	↓	不変	緩和
N 5	フィリピン	2.9	4.2	4.7	3.6	2.4	↓	+25bp、+25bp (2014年7月)(同9月)	中立
	ベトナム	6.6	4.1	4.3	2.6	0.9	↓	不変	中立
	インド	9.5	7.2	7.4	5.0	5.1	↓	▲25bp、▲25bp (2015年1月)(同3月)	引き締めの緩和

(注) 1. 香港は米ドルペッグ制を採用し、米国の金融政策に追随するため掲載せず。
2. 『シンガポール』の金融政策の対象は為替。
2015年1月の金融政策見直しでは自国通貨変動幅の傾斜を緩やかにし、引き締め度合いを緩和した。
3. 『ベトナム』の『政策金利』はリファイナンスレート。
4. 『消費者物価上昇率』の『2013年』は『インド』が年度(4月~翌3月)ベース。
5. 『直近』は2015年1月の値。『直近の加減速』は、『2014年7-9月期』からの『直近』の変化の方向を示す。
(資料) 各国統計、報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 中国：構造調整継続による中長期的な成長力確保と短期的な景気失速の回避を両睨み

中小企業や地方を
中心に景気減速感
は強まりつつある

中国では、昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率が前年比+7.3%と前期並みの成長を確保、2014 年通年では同+7.4%と政府目標（同+7.5%前後）をほぼ達成したものの、いわゆる「李克強指数」^(注) でみた実体経済は減速の継続を示唆している（第 5 図）。また 2 月の製造業 PMI 指数（国家統計局公表値）は、2 ヶ月連続の 50 割れとなり、企業規模別では中型企業（49.4）や小型企業（48.1）が 50 を下回り、大企業（50.4）に比べて景況感の不冴えが目立つ。

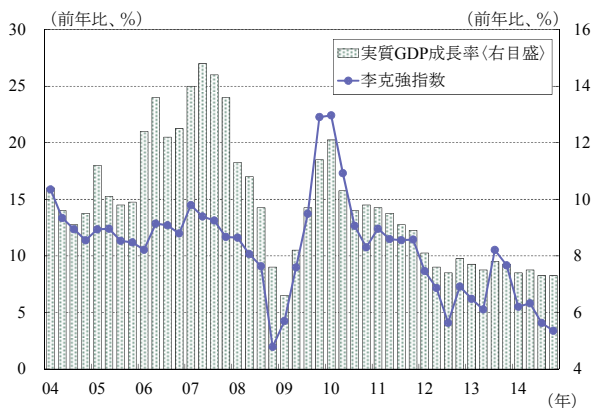
（注）『李克強指数』は、2007 年に李克強首相（当時は遼寧省党委員会書記）が、中国経済の動向をより良く反映するものとして言及した 3 つの指標（電力消費量、鉄道輸送量、銀行融資）から推計したもの。

懸案の住宅市場は引き続き調整圧力が強い。1 月の住宅販売価格が深圳など 2 都市で前月比プラスとなるなど、大都市を中心に安定化の兆しも窺われるが、70 都市平均ではマイナス幅が再拡大するなど二極化が鮮明化している。高水準の在庫を抱える地方都市では、住宅市場の調整余地は依然大きく、景気への下押し圧力として残り続けるとみられる。

中国人民銀行は 2
月、預金準備率の引
き下げと追加利下
げを実施

こうしたなか中国人民銀行は、昨年 11 月の利下げに続き、2 月には全ての金融機関を対象にした預金準備率の引き下げ、さらに 2 月末には追加利下げを実施するなど、金融緩和策を矢継ぎ早に打ち出している。この背景には、過剰生産能力や住宅市場の調整に伴い景気（とりわけ地方）の下振れリスクが高まるなか、急失速を未然に回避するためと考えられる。2015 年に償還を迎える地方政府債務残高は 2.8 兆元と 2014 年（3.6 兆元）に続き高水準にあり（第 6 図）、不動産市況が悪化するなか、土地譲渡金収入への依存度が高い地方政府を金融面から下支えする狙いも窺える。政府は「穏健（慎重）な金融政策と積極的な財政政策」を続ける方針を繰り返しているが、2014 年の新規雇用者数は 1,322 万人と政府目標（1,000 万人）を大幅に上回るなど雇用環境が良好を維持しており、景気失速を回避しつつ、構造調整を優先させる方針に変わりないと考えられる。

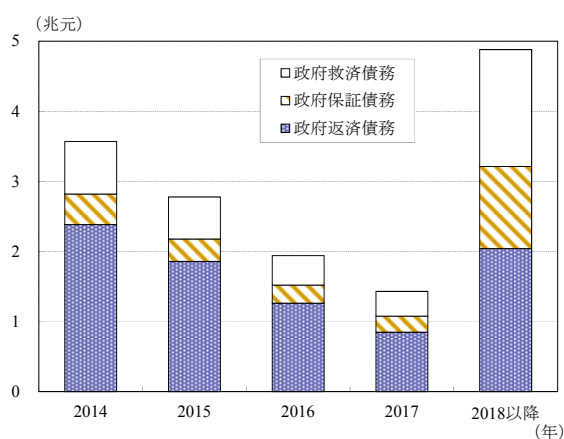
第5図: 中国の実質 GDP 成長率と李克強指数



(注)『李克強指数』は、電力消費量、鉄道輸送量、銀行貸出残高の前年比伸び率から推計したもの。

(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室

第6図: 地方政府債務の償還期限



(資料) 中国国家審計署統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2015 年の成長率目標を 7% 前後に引き下げ

今後についても、中期的な安定成長に向け構造改革や過剰信用の抑制を継続するとみられることから、成長率は緩やかな減速傾向が続くとみられる。昨年 12 月に開催された中央経済工作会議では、「新常态（ニューノーマル）」への適応、具体的には中高速成長への移行、成長の質や生産性の向上を目指すことなどが決定された。これを踏まえ、3 月の全国人民代表大会では、政府は 2015 年の成長率目標を 7% 前後に引き下げた。

但し、中央経済工作会議では同時に、2015 年の経済運営方針として、第一に、安定成長を維持する方針が掲げられている。多くの地方政府が 2015 年の成長率目標を 2014 年の実績から引き下げるなか、一部の地方政府は 2014 年の実績を上回る水準に目標を設定している（第 4 表）。具体的には、①河北省、遼寧省、山西省などの石炭などの資源や鉄鋼・セメントなどの重工業への依存が高く、2014 年の成長率実績が目標を大幅に下回るなど、景気失速リスクが高い地域や、②チベット自治区、雲南省など、経済発展段階がまだ低く一定の成長が必要な地域などである。過剰な信用拡大やバブルなどの副作用を伴うような、大規模な景気刺激策は引き続き回避されるとみられるものの、一定の雇用・経済の安定確保に向けた財政・金融両面からの下支えにより、減速ペースは緩やかなものとなることが見込まれる。

第4表：中国の地方政府の成長率目標と実績

		15年 目標	14年 実績比 (%pt)	14年 目標	14年 実績			15年 目標	14年 実績比 (%pt)	14年 目標	14年 実績
東部	1 北京市	7.0	▲ 0.3	7.5	7.3	中部	17 安徽省	8.5	▲ 0.7	9.5	9.2
	2 天津市	9.0	▲ 1.0	11.0	10.0		18 河南省	8.0	▲ 0.9	9.0	8.9
	3 上海市	-	-	7.5	7.0		19 江西省	9.0	▲ 0.7	10.0	9.7
	4 江蘇省	8.0	▲ 0.7	9.0	8.7		20 内モンゴル自治区	8.0	0.2	9.0	7.8
	5 浙江省	7.5	▲ 0.1	8.0	7.6		21 重慶市	10.0	▲ 0.9	11.0	10.9
	6 広東省	7.5	▲ 0.3	8.5	7.8		22 陝西省	10.0	0.3	11.0	9.7
	7 福建省	10.0	0.1	10.5	9.9		23 寧夏回族自治区	8.0	0.0	10.0	8.0
	8 山東省	8.5	▲ 0.2	9.0	8.7		24 新疆ウイグル自治区	9.0	▲ 1.0	11.0	10.0
	9 河北省	7.0	0.5	8.0	6.5		25 青海省	8.0	▲ 1.2	10.5	9.2
	10 海南省	8.0	▲ 0.5	10.0	8.5		26 四川省	7.5	▲ 1.0	9.0	8.5
東北部	11 遼寧省	6.0	0.2	9.0	5.8	27 広西チワン族自治区	8.0	▲ 0.5	10.0	8.5	
	12 吉林省	6.5	0.0	8.0	6.5	28 チベット自治区	12.0	1.2	12.0	10.8	
	13 黒龍江省	6.0	0.4	8.5	5.6	29 雲南省	8.5	0.4	11.0	8.1	
中部	14 湖北省	9.0	▲ 0.7	10.0	9.7	30 甘肅省	8.0	▲ 0.9	11.0	8.9	
	15 湖南省	8.5	▲ 1.0	10.0	9.5	31 貴州省	10.0	▲ 0.8	12.5	10.8	
	16 山西省	6.0	1.1	9.0	4.9	地方目標の加重平均		7.7	▲ 0.3	8.9	8.1

(注) 1. 『14年実績』における色付けは、『14年目標』を1%ポイント以上下回った箇所。

『14年実績比』における色付けは、2015年の目標が2014年実績を上回る箇所。

2. 上海市は2015年の成長目標を定めない方針を発表。加重平均に際しては、上海市の2015年の成長目標が7.0%として推計。

(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) タイ：持ち直しが見込まれるも家計負債の調整などが内需回復を抑制

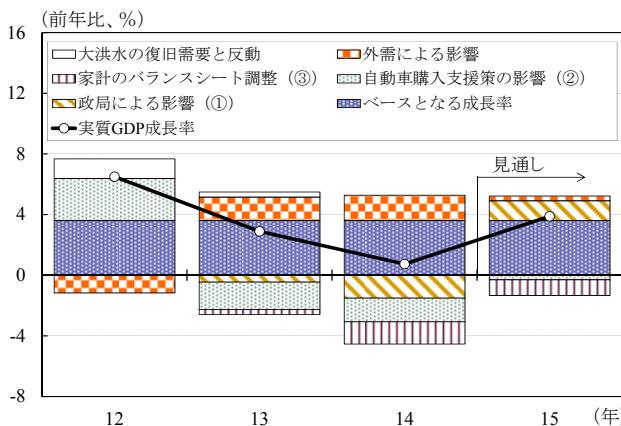
底入れの兆しをみせるも依然として鈍い内需の回復 タイの経済は、底入れしたとみられるが、内需の回復は依然として鈍い。昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+2.3%と、輸出の持ち直しにより前期(同+0.6%)から加速したが、個人消費など内需は略前期並みの伸びに止まった。

内需の回復の鈍さには、①政局混迷の影響や②自動車購入支援策の反動、③家計のバランスシートの調整といった要因が影響していると考えられる(第7図)。暫定政権は昨年10月に投資予算執行や投資認可手続きの加速を軸とした景気刺激策を発表したが、2月末時点の投資予算執行率は18.1%と過去(2008~2014年度平均:27.2%)に比べ遅れている。対内直接投資は昨年終盤に持ち直しの動きがみられたが、投資奨励制度変更前の駆け込み要因もあった点は割り引く必要がある。加えて、高水準の家計負債も内需の重石となっている。自動車購入支援策などで自動車ローンを中心に農家向けローンが急増した結果、今では返済負担の増加による農家の可処分所得減少などを通じ内需を抑制しているとみられる。

投資の伸び悩みや家計負債の調整継続などが内需回復を抑制 今後は、政局混迷の悪影響が徐々に和らぎ、マインドの改善等を通じて消費や観光面での持ち直しが見込まれるが、投資の伸び悩みや家計負債の調整継続などが引き続き抑制要因となり、回復ペースは緩やかに止まる見込みである。投資については、政府は今年1月実施された新投資奨励制度を一部見直すなど、企業が投資を様子見する可能性があり、一段の加速に

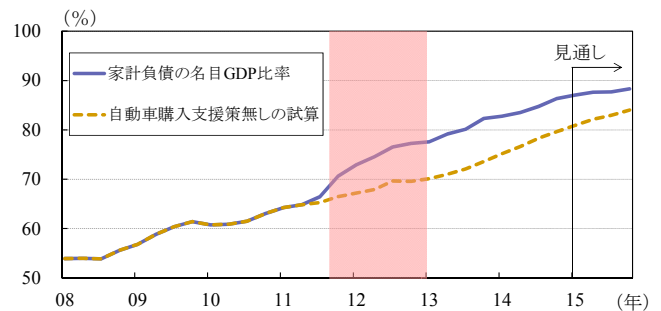
は時間を要する見込みである。家計負債については、増加ペースが鈍化しつつあるが、家計負債水準が名目 GDP 比 80% 超と依然高水準にある。農産物価格の下落が続くなかで農家収入の大幅な増加も見込めず、当面、個人消費の抑制要因となる見込みである（第 8 図）。

第 7 図：タイの実質 GDP 成長率の変化要因



(注) 1. 『大洪水の復旧需要と反動』、『自動車購入支援策の影響』、『家計のバランスシート調整』は、消費と投資への影響として試算。
2. 『政局による影響』は消費・政府投資・サービス輸出への影響として試算。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 8 図：タイの家計負債の名目 GDP 比率



(注) 1. 『家計負債』は、預金取扱金融機関とその他金融機関の合計。
2. 2015年の名目GDPは当室見通し。自動車ローンの期間を7年(タイの一般的な車検期間)とし、地方部の自動車ローンは新規借入はせず返済を継続、都市部の自動車ローンと住宅などのローンは支援策実施前の過去平均増加ペースで増加すると仮定。支援策無しの場合の試算は、各ローンが支援策実施前の過去平均増加ペースで増加した場合。
3. シヤドウは政府の自動車購入支援策実施期間。
(資料) タイ中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) インド：インフレ率の鈍化や利下げ、企業収益改善により回復が期待される

インドの成長率は統計基準改定で大幅に上方修正されたが、実際の経済状況は好調とは言い難い

2月9日にインド政府が公表した新基準に基づく昨年10-12月の実質GDP成長率は前年比+7.5%となった(第9図)。これに先立ち、1月末にGDP統計の算出方法の大幅改定(基準年改訂や要素費用から市場価格への変更等)が発表され、2013年の成長率が旧統計の同+4.7%(要素費用ベース)から同+6.9%(市場価格ベース)へ大きく上方修正された。新基準の成長率は旧統計の過去実績と比較して大幅に高まった印象を持つが、四半期毎の推移では7-9月期の同+8.2%から鈍化している。また、設備稼働率や生産、自動車販売等の周辺統計を見る限り、経済状況は好調とは言い難く、インド経済は基調として改善傾向にあるものの、そのペースは未だ緩やかと考えられる。

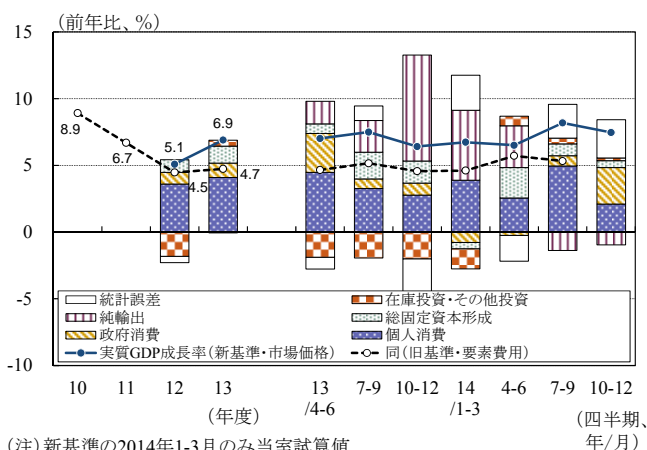
懸案のインフレは、これまでの金融引き締め効果や原油安により沈静化、中銀は利下げに踏み切る

今後の景気については、資源安や金融緩和方向への変化がプラス影響をもたらす見込みである。直近1月の消費者物価上昇率は前年比+5.1%と、原油安や食品価格の落ち着きを背景に昨年の同+7.2%や中銀の設定するインフレ目標(2016年までに6%未満)を大きく下回っている。こうしたなか、中銀は1月に緊急会合を開催し、政策金利であるレポ・レートを8.0%から7.75%へ引き下げ、3月にも追加利下げ(7.75%→7.5%)を実施した。2013年9月に就任したラジャン総裁の下でインフレ抑制を最優先課題に据え、金融政策を引き締めの運用してきた中銀だが、これまでの

政策効果や資源安を追い風にインフレ率の安定を達成、また今後の物価の安定維持に向け政府が財政再建の姿勢を示したこともあり、利下げが可能な状況となったとみられる。この先、インフレ率低下が個人消費を下支えするとみられるほか、利下げも資金調達コスト低下を通じて設備投資や自動車販売のプラス材料となろう。企業収益の伸びは改善傾向にあるが、このところリストラ効果だけでなく、売上高の増加が収益改善に貢献し始めている（第10図）。

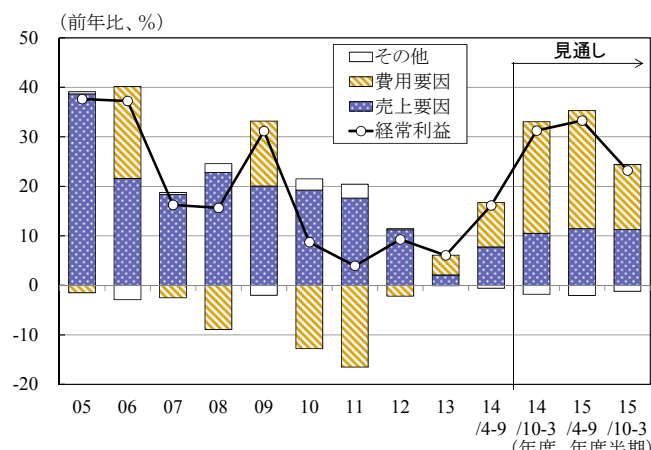
一方、持続成長の鍵を握る海外からの直接投資をみると、2014年1-11月期の流入額は266億ドルと2013年の220億ドルを大幅に上回った。業種別には、通信や金融のほか、モディ政権が投資誘致を積極的に進める製造業でも自動車や化学などで増加している。

第9図：インドの実質 GDP 成長率



(注) 新基準の2014年1-3月のみ当室試算値。
(資料) インド中央統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：インドの上場企業の企業収益



(資料) CEIC、インド準備銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

内需の持ち直しに
支えられ、緩やかな
がら回復が持続

2015年のインド経済は、消費・投資の持ち直しに支えられ、緩やかながら回復が続くと予想する。海外からの投資拡大が雇用や輸出の拡大をもたらす好循環に結びつくまでにはしばらく時間を要することもあり、2015年度の成長率は前年比+7.6%と前年(同+7.4%)からの加速ペースは緩やかに止まるとみる。中期的には、原油安やモディ政権への期待という追い風を活かし、積年の課題であったインフレの抑制や財政赤字の削減(燃料補助金削減)など、構造改革に着実に踏み出しており、持続成長につながる動きとして期待できる。

(福地 亜希、土屋 祐真、シンガポール駐在 中村 逸人)

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 竹島 慎吾 shingo_takeshima@mufg.jp
福地 亜希 aki_fukuchi@mufg.jp
土屋 祐真 yuuma_tsuchiya@mufg.jp
シンガポール駐在 中村 逸人 hayato_nakamura@sg.mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。