

足元の世界経済は、米国が堅調な雇用情勢や消費動向に後押しされた景気拡大を続ける一方、日本やユーロ圏の回復力は弱く、新興国は2010年をピークに5年連続で成長率が低下する状況を脱せずにいる。新興国の中では、資源依存度合いの大きい中南米、ロシア、サブサハラ等と比べ、アセアンやインドの経済状況は相対的に底堅い。しかし、アジア各国も経済見通しが下方修正されている状況に変わりはなく、中長期的な見通しについても慎重な見方が広がっている。以下では、インドネシア及びインド経済について見ていくことで、アジア新興国の状況を考えてみたい。

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	前年比 実績	前年比 実績	前年比 実績	前年比 実績	前年比 予測	前年比 予測
世界	4.2	3.4	3.3	3.4	3.1	3.6
先進国	1.7	1.2	1.1	1.8	2.0	2.2
米国	1.6	2.3	1.5	2.4	2.6	2.8
ユーロ圏	1.6	▲ 0.8	▲ 0.3	0.9	1.5	1.6
日本	▲ 0.5	1.8	1.6	▲ 0.1	0.6	1.0
英国	1.6	0.7	1.7	3.0	2.5	2.2
新興国	6.2	5.2	5.0	4.6	4.0	4.5
サブサハラ・アフリカ	5.0	4.2	5.2	5.0	3.8	4.3
中東欧	5.4	1.3	2.9	2.8	3.0	3.0
ロシア	4.3	3.4	1.3	0.6	▲ 3.8	▲ 0.6
中国	9.3	7.8	7.7	7.3	6.8	6.3
インド	6.6	5.1	6.9	7.3	7.3	7.5
中東・北アフリカ	4.5	5.0	2.3	2.7	2.5	3.9
中南米	4.9	3.1	2.9	1.3	▲ 0.3	0.8
ASEAN5	4.7	6.2	5.1	4.6	4.6	4.9
ブルネイ	3.7	0.9	▲ 2.1	▲ 2.3	▲ 1.2	3.2
カンボジア	7.1	7.3	7.4	7.0	7.0	7.2
インドネシア	6.2	6.0	5.6	5.0	4.7	5.1
ラオス	8.0	7.9	8.0	7.4	7.5	8.0
マレーシア	5.3	5.5	4.7	6.0	4.7	4.5
ミャンマー	5.6	7.3	8.4	8.5	8.5	8.4
フィリピン	3.7	6.8	7.1	6.1	6.0	6.3
シンガポール	6.2	3.4	4.4	2.9	2.2	2.9
タイ	0.9	7.3	2.8	0.9	2.5	3.2
ベトナム	6.2	5.2	5.4	6.0	6.5	6.4

(注) 中東・北アフリカはアフガニスタン及びパキスタン含む。

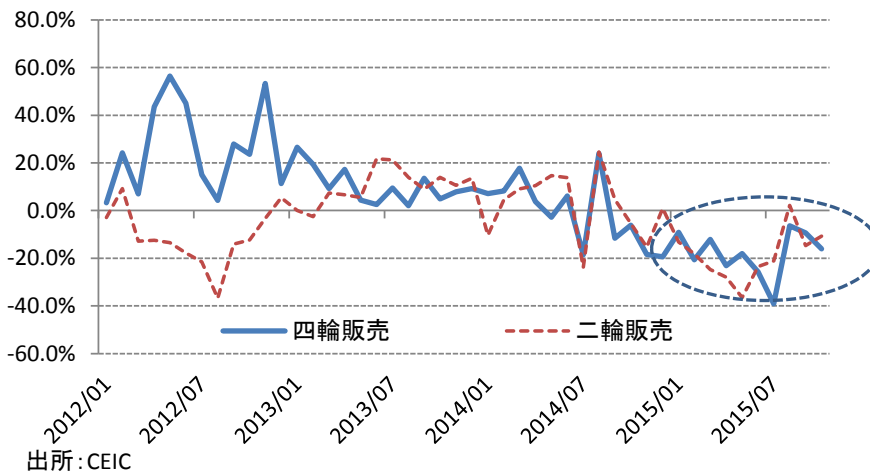
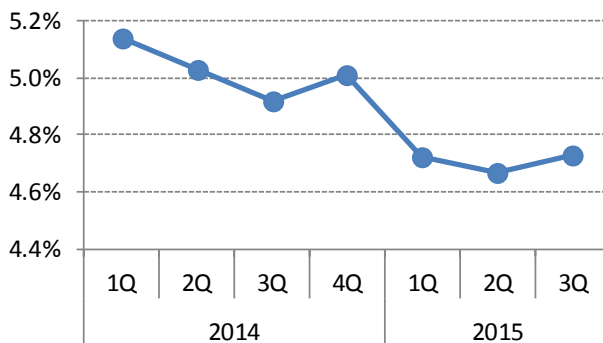
(資料) IMF "World Economic Outlook" (Oct, 2015) を基に丸紅経済研究所作成

回復力の弱いインドネシア経済

インドネシアの2015年7～9月期のGDP成長率は前年同期比+4.73%となり、1～3月、4～6月期とほぼ同水準に止まった。原油安の恩恵はあるものの、鉄鉱石やパーム油等の一次産品の輸出が振るわず、国内の雇用情勢や消費マインドにも影響を及ぼしている。また、2015年上期は、例年に比べ、官庁組織の改革の影響等により政府予算の執行遅れが景気の押し下げ要因となったことで、成長率は2009年以来となる5%割れの水準で推移している。7～9月期には政府支出の回復が確認され、今後も金融・財政両面における政策効果による景気の下支えが期待されるものの、2015年の成長目標である年間+5%の達成は困難な状況にある。

軟調な消費動向を象徴するのが、四輪及び二輪の販売台数の大幅な減少である。自動車販売は、2014 年後半から前年割れの状態が続いており、2015 年 1～10 月累計では四輪が前年比▲18%、二輪が同▲19%となっている。金利の高止まり、通貨の下落、前年までの需要の先食い等が影響しているものとみられる。また、産業別の GDP 寄与度をみると、鉱業の大幅な落ち込みが経済成長の鈍化の最大の要因だが、比較的堅調な製造業、建設、通信等も伸び悩んでいる。

自動車販売の推移(前年比、%)

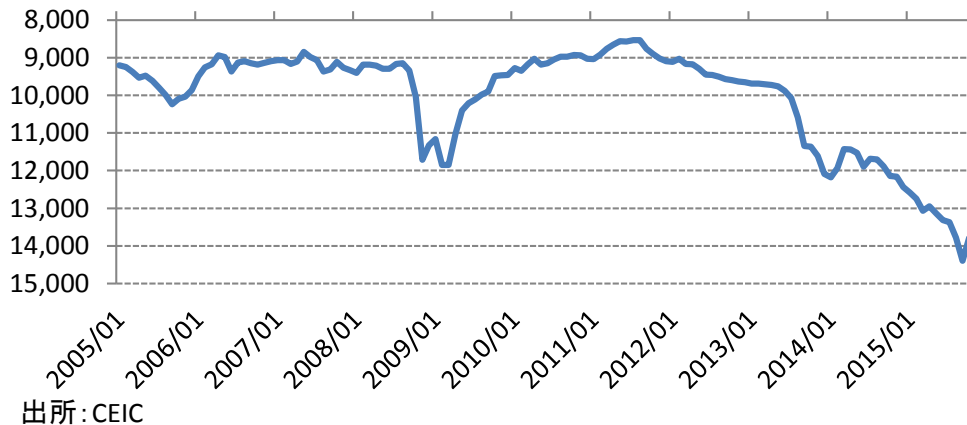
四半期別GDP成長率の推移
(前年同期比、%)

産業別GDP寄与度の推移

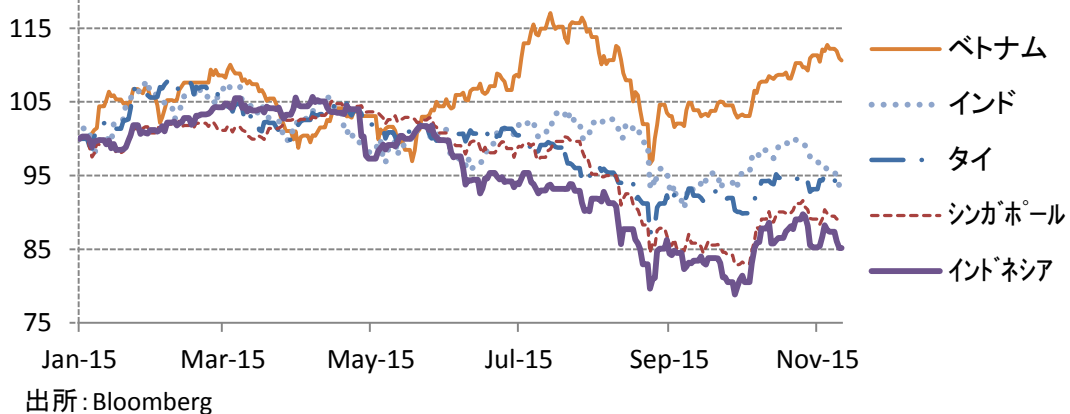
	2014		2015		
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
農林水産業	0.53%	0.32%	0.53%	0.93%	0.46%
鉱業	0.07%	0.22%	-0.14%	-0.57%	-0.51%
製造業	1.06%	0.93%	0.88%	0.94%	0.92%
建設	0.61%	0.76%	0.57%	0.51%	0.65%
通信	0.41%	0.44%	0.45%	0.43%	0.48%
金融	0.06%	0.37%	0.29%	0.09%	0.38%
その他	2.02%	1.98%	1.74%	1.69%	1.36%
小計	4.76%	5.02%	4.32%	4.02%	3.74%
税金-補助金	0.16%	-0.01%	0.40%	0.65%	0.99%
GDP成長率	4.92%	5.01%	4.72%	4.67%	4.73%

為替や株価は、経済成長の鈍化に加え、中国経済の悪化や米国の利上げの影響により、不安定な動きが続いている。為替は、8月の人民元切り下げや世界的な景気不安等の外部要因及び外貨建て債務のヘッジ規制の導入等の国内要因が重なり、9月末には一時的に 14,730 円/USD を記録したが、その後は、中央銀行による市場介入や政府による景気刺激策の発表等により、反発した。しかし、11月以降、米国の利上げ時期が近づくとつれ、再びルピア安が進行し、足元では 14,000 円/USD を突破し、2015 年の年初 (12,500 円/USD) に比べ、約 13% のルピア安となっている。一方、株価は 9 月末を底に反転したものの回復力は弱く、年初比では▲15% の水準で推移している。アセアン内での下落率は相対的に大きいものの、今後は政府支出の拡大による景気下支えへの期待もあり、株式市場は落ち着きを取り戻しつつある。

インドネシア・ルピアの推移(ルピア/ドル)



(2015年初=100) 株価の推移



金融市場の不安定化をもたらしている要因のひとつが経常赤字の定着である。インドネシアの国際収支の動向をみると、輸入の急減により貿易・サービス収支は黒字化しているものの、所得収支は恒常的な赤字であり、この赤字分を直接投資及び証券投資の流入で補完している構図である。将来の成長期待や相対的な高金利を目的に投資の流入が続いてきたが、2015年7～9月期には証券投資が赤字に転じる等、資金フローに変化が生じている。また、ルピア建て国債の外国人保有比率は、2010年1月の20%から2015年11月の38%まで上昇している点も懸念材料である。中央銀行はルピアの急激な変動を阻止するため、定期的な市場介入を実施している。これまで、外貨準備は1,000億ドルを維持してきたが、2015年は減少に転じており、10月は2014年末に比べ▲200億ドルの946億ドルとなっている。

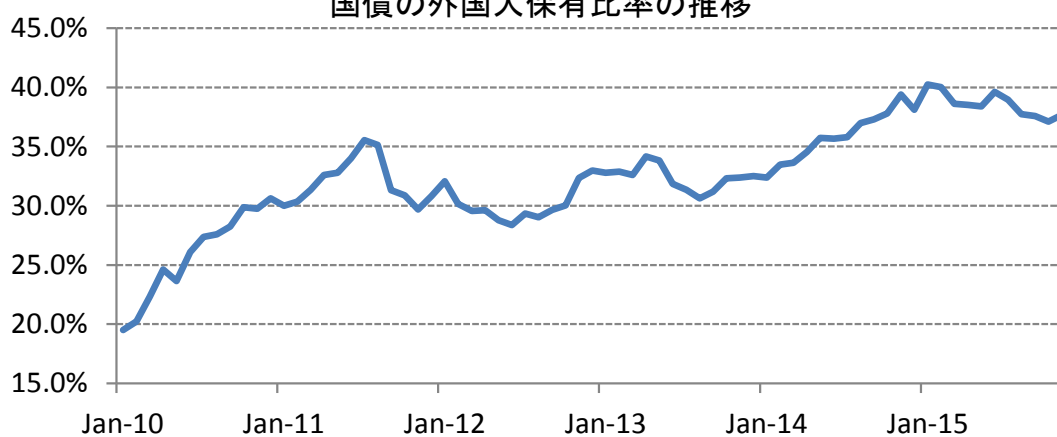
国際収支推移

(単位: 百万ドル)

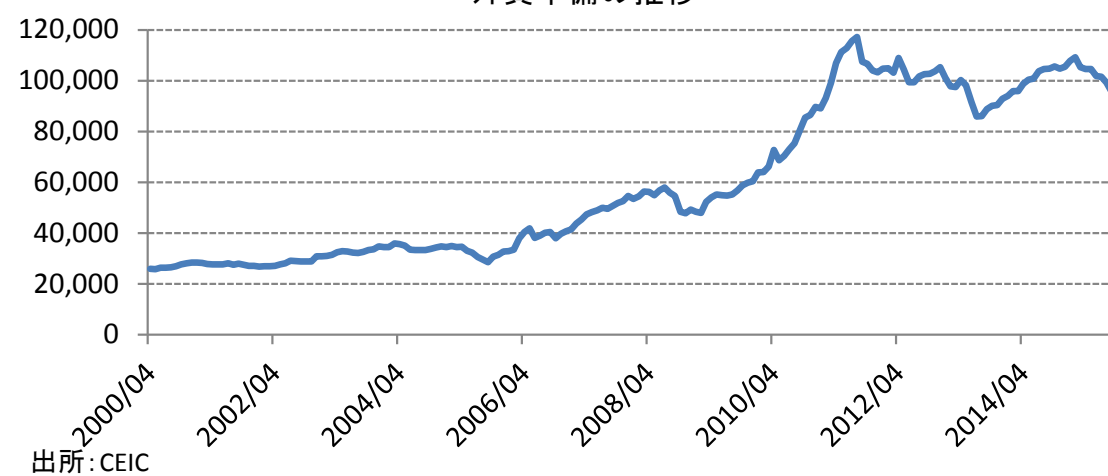
	2013				2014				2015		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
経常収支	-6,007	-10,126	-8,640	-4,336	-4,926	-9,592	-7,040	-5,958	-4,178	-4,250	-4,011
貿易収支	1,602	-556	85	4,703	3,350	-375	1,560	2,448	3,063	4,130	4,054
サービス収支	-2,633	-3,552	-2,781	-3,105	-2,131	-2,831	-2,486	-2,561	-1,860	-2,654	-1,952
所得収支	-6,052	-7,020	-6,806	-7,172	-7,230	-7,920	-7,318	-7,241	-6,809	-7,151	-7,357
経常移転収支	1,076	1,003	862	1,238	1,085	1,534	1,204	1,397	1,428	1,426	1,244
資本収支	35	8,689	4,569	8,632	7,092	13,916	14,726	9,606	6,240	2,246	1,152
直接投資	3,261	3,323	5,415	171	3,452	3,770	6,014	2,655	2,900	3,064	2,746
証券投資	3,820	3,793	1,513	1,746	8,730	8,046	7,409	1,958	8,509	5,683	-2,211
その他投資	-6,945	1,553	-2,124	6,734	-4,949	2,055	1,361	5,054	-5,262	-6,499	385
誤差脱漏	-644	-1,048	1,422	84	-101	-35	-1,214	-1,253	-759	-922	-1,708
国際収支	-6,615	-2,477	-2,645	4,412	2,066	4,297	6,475	2,410	1,303	-2,925	-4,565
外貨準備高	104,800	98,095	95,675	99,387	102,592	107,678	111,164	111,862	111,554	108,030	101,720
経常収支/GDP	-2.61	-4.24	-3.71	-2.05	-2.33	-4.27	-3.02	-2.71	-1.96	-1.95	-1.86

出所: Bank Indonesia

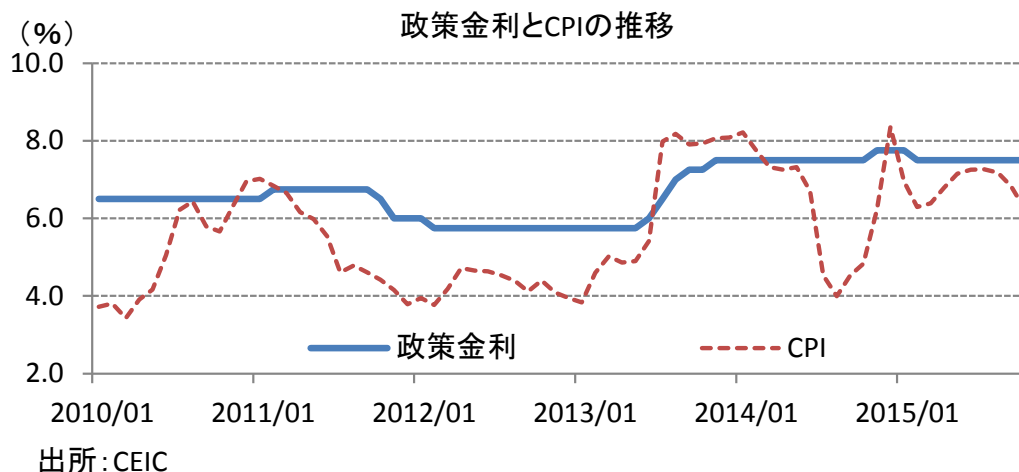
国債の外国人保有比率の推移



(百万ドル) 外貨準備の推移



景気動向や資源安を反映し、物価は軟調に推移している。2014年11月に燃料費補助金を廃止した結果、物価は一時的に上昇したが、その後、落ち着きを取り戻している。11月のCPIは前年同月比+4.9%となっており、来年は更なる低下が見込まれる。一方、政策金利は、2015年2月以降、7.5%に据え置かれたままである。米国の利上げの影響やルピア安に対する警戒感から、物価動向に合わせた機動的な利下げは実施できておらず、実質金利の上昇や景気鈍化をもたらしている。尚、12月1日から預金準備率は8%から7.5%に引き下げることを決定しており、今後は金融市場の動向を見守りつつ、利下げのタイミングを図るものとみられる。

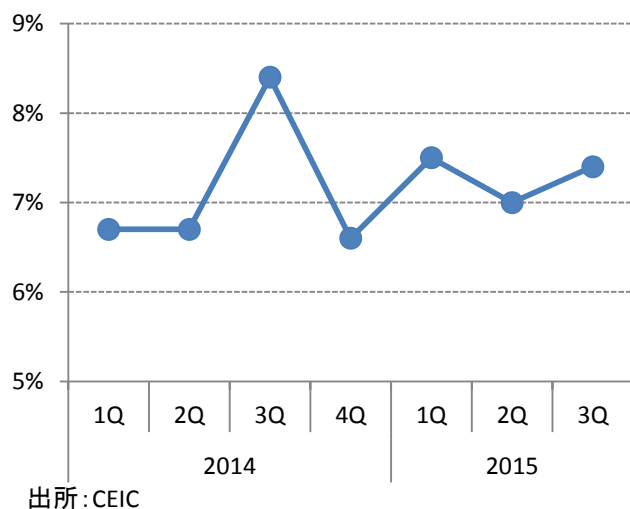


2014年10月に就任したジョコ・ウィドド大統領は、政治改革や汚職撲滅を公約に当選し、就任当初はエリート層や軍人出身でない同大統領がもたらす変革への期待が大きかった。しかし、政権誕生から一年が経過し、過度な期待が剥落し、冷静に政治手腕を見極める段階に移行している。2015年上期は政府関連の予算執行の遅れが経済成長の足かせになる等、政治経験の浅さとリーダーシップの欠如に対する懸念が広がった。また、有権者の支持を意識するあまり、内政重視や保護主義的な政策が目立ち、外交が疎かになっているとの批判もある。足元の景気対策としては経済政策パッケージを矢継ぎ早に発表しているが、中長期的な経済成長及びインフラ整備に不可欠な外資を如何に呼び込むかが課題として残る。

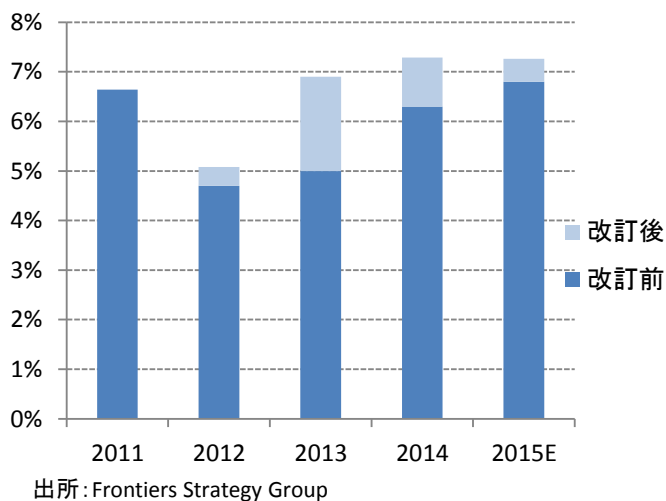
相対的に堅調なインド経済

インドの2015年7～9月期のGDP成長率は前年同期比+7.4%となり、4～6月期の+7.0%から加速した。2015年全体では+7.3%の見通しであり、中国を上回り主要国で最も高い成長率を記録する見通しである。資源輸入国としての原油安の恩恵、経済の中国依存度の低さ、サービス産業を中心とする内需の拡大等が高成長の要因として挙げられる。需要項目別では、個人消費や政府支出を中心とした内需が成長を牽引し、2014年下期から減少傾向にある外需を補完している。10月の四輪販売が前年同期比+22%、二輪が同+10%と上向いており、これまで伸び悩んできた耐久消費財消費にも回復の兆しが出てきている。7～9月期の産業別のGDP動向では、「小売・ホテル・運輸・通信」が+10.6%、「金融・不動産」が+9.7%等、サービス関連が大幅に拡大している他、製造業も+9.3%と堅調に推移している。一方、鉱業が+3.2%、建設が+2.6%に留まる等、資源及びインフラ関連が相対的に弱い。

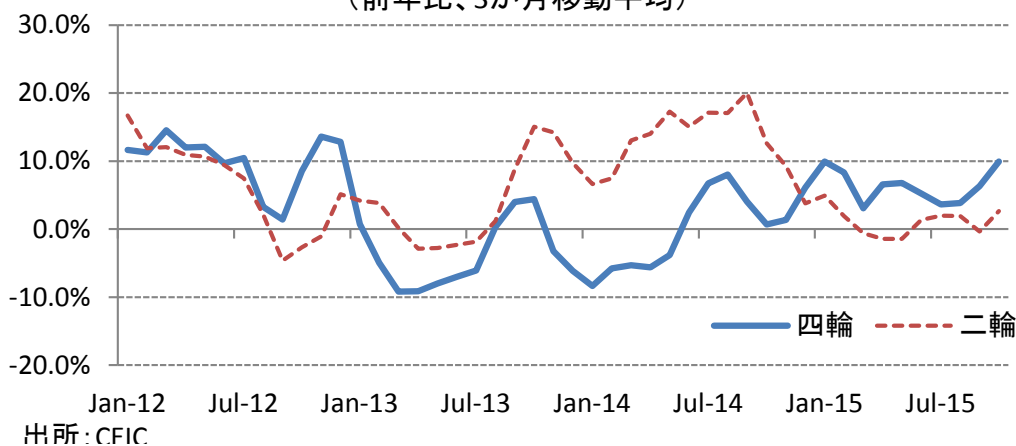
四半期別GDP成長率の推移推移
(前年同期比、%)



GDP基準改定の影響



自動車販売の推移
(前年比、3か月移動平均)

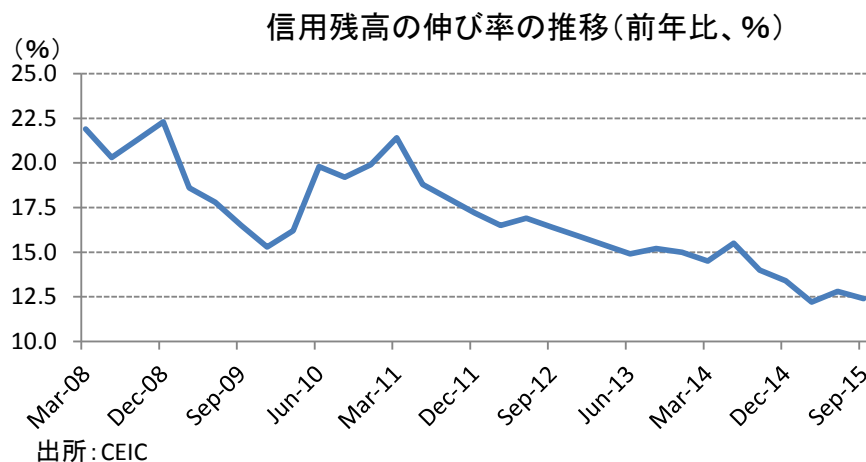


産業別GDP(粗付加価値)前年比伸び率

	2014				2015		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
農林水産業	4.4%	2.6%	2.1%	-1.1%	-1.4%	1.9%	2.2%
鉱業	11.5%	4.3%	1.4%	1.5%	2.3%	4.0%	3.2%
製造業	4.4%	8.4%	7.9%	3.6%	8.4%	7.2%	9.3%
電気・ガス・水道	5.9%	10.1%	8.7%	8.7%	4.2%	3.2%	6.7%
建設	1.2%	6.5%	8.7%	3.1%	1.4%	6.9%	2.6%
小売・ホテル・運輸・通信	9.9%	12.1%	8.9%	7.4%	14.1%	12.8%	10.6%
金融・不動産	5.5%	9.3%	13.5%	13.3%	10.2%	8.9%	9.7%
行政・防衛	2.4%	2.8%	7.1%	19.7%	0.1%	2.7%	4.7%
GVA(粗付加価値)	5.3%	7.4%	8.4%	6.8%	6.1%	7.1%	7.4%

出所: Central Statistics Office

しかし、経済状況は見た目の数字ほど好調だとは言いきれない。その理由のひとつが、GDP の算出方法の変更である。2015 年に入り、GDP の基準年を 2011-12 年に変更すると同時に、計算方法を要素価格ベースから市場価格ベースに変更した結果、2012 年以降の成長率が従来に比べ、上方修正された。元々の計算方法であれば、2014 年の GDP 成長率も 6% 台だったことになる。次に、2010 年には +10% 超の成長率を記録していたこともあり、過去との比較や労働人口の拡大に合わせた雇用創出の観点からは、現行の成長率の水準は必ずしも十分ではない。また、金融機関融資の伸び率が低調であることも GDP 統計との感覚のズレがある。2011 年に +20% を下回ってからは一貫して低下傾向にあり、足元では +12% 台で推移している。



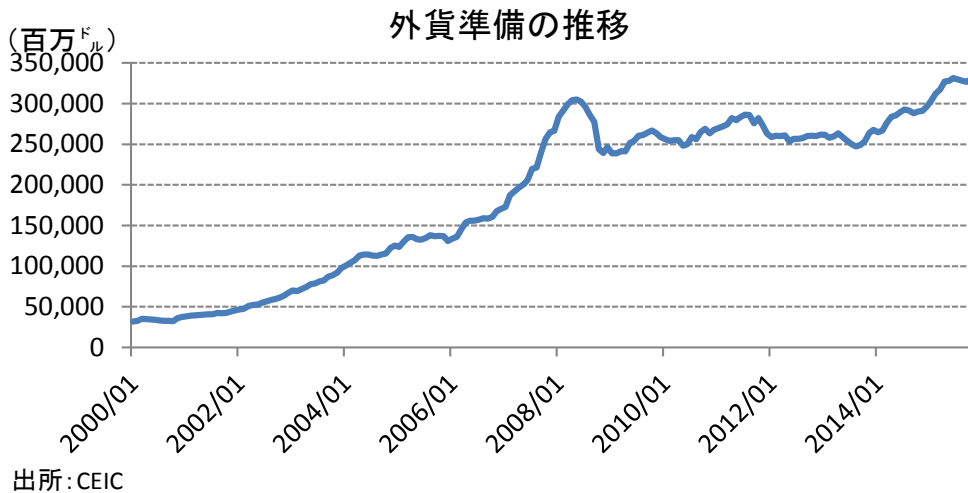
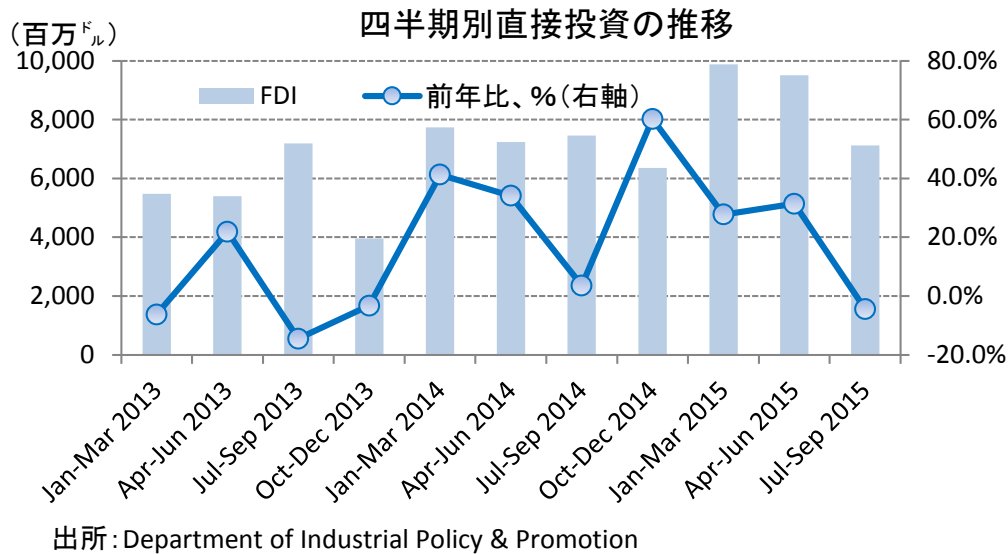
インドもインドネシア同様、経常赤字国である。2015 年度の経常赤字は GDP 比▲1.4%の見通しだが、原油安を主因とする貿易赤字の縮小により、経常赤字は改善傾向にある。国際収収支統計をみると、貿易収支は赤字だが、サービス収支や経常移転収支は黒字であり、直接投資や証券投資の流入も続いてきた。しかし、2015 年 4～6 月期には、バーナンキ前 FRB 議長が量的緩和の縮小を示唆したバーナンキ・ショックの影響が残る 2013 年 7～9 月期以来、証券投資が流出に転じている。また、直接投資も 2015 年 7～9 月期は 7 四半期ぶりの前年割れとなり、投資の流入には一服感がある。一方、外貨準備は着実に増加しており、直近では 3,300 億ドルを超過している。

国際収支推移

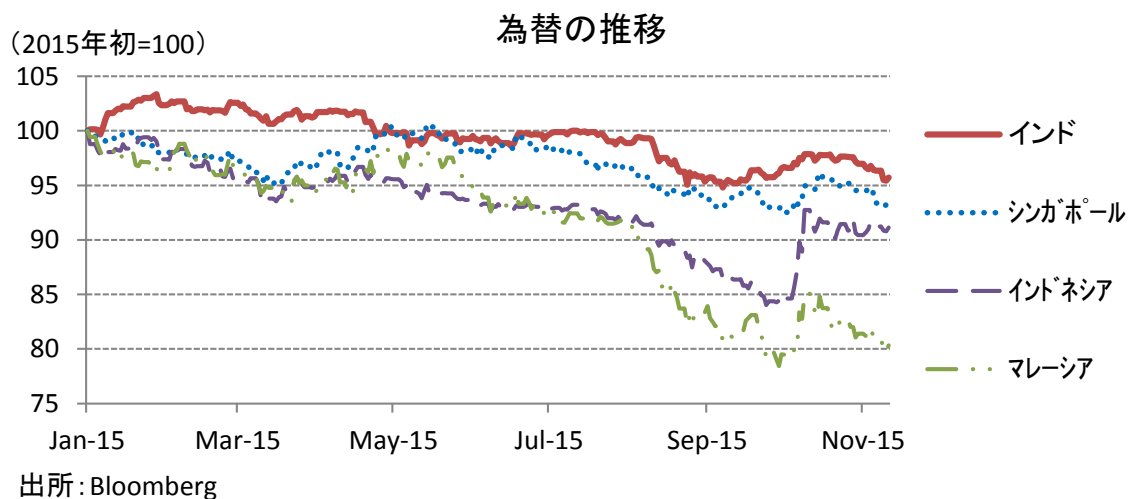
(単位: 百万ドル)

	2013				2014				2015	
	1-3M	4-6M	7-9M	10-12M	1-3M	4-6M	7-9M	10-12M	1-3M	4-6M
経常収支	-18,170	-21,789	-5,170	-4,097	-1,340	-7,859	-10,128	-8,425	-1,525	-6,190
貿易収支	-45,635	-50,484	-33,305	-33,152	-30,668	-34,562	-38,605	-39,287	-31,725	-34,197
サービス収支	16,960	16,868	18,371	18,120	19,605	16,986	18,992	20,299	19,406	17,423
経常移転収支	15,690	16,658	16,086	16,380	16,152	16,413	16,344	16,392	16,393	16,157
所得収支	-5,185	-4,830	-6,323	-5,446	-6,430	-6,696	-6,860	-5,829	-5,599	-5,573
資本収支	20,549	20,556	-4,750	23,787	9,195	19,179	16,518	23,551	30,711	18,073
直接投資	5,733	6,488	8,101	6,066	910	7,881	7,916	7,214	9,616	10,177
証券投資	11,314	-225	-6,602	2,390	9,258	12,440	9,762	6,280	12,452	-2,303
その他投資	3,502	14,293	-6,250	15,331	-971	-1,143	-1,160	10,057	8,643	10,199
誤差脱漏	302	887	-434	-586	-749	-141	507	-1,945	963	-453
国際収支	2,681	-346	-10,355	19,103	7,106	11,179	6,897	13,182	30,149	11,430
外貨準備高	276,359	289,320	10,355	267,703	276,359	289,320	288,005	295,947	317,323	331,547

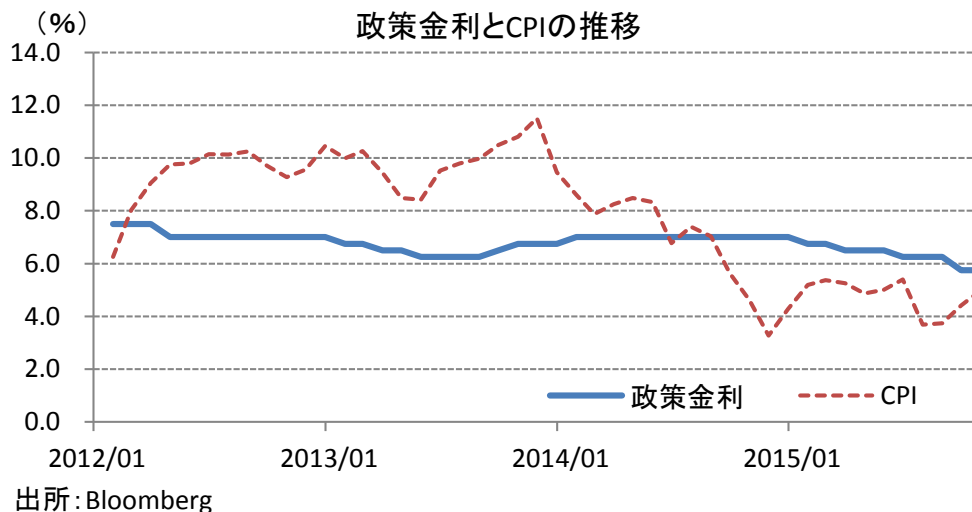
出所: Reserve Bank of India



金融市場は、周辺国に比べ、安定的に推移している。足元のルピー相場は、66.6 ルピー/USD（12 月 17 日）であり、年初（63 ルピー/USD）からの変化率は▲5%前後に収まっている。経常赤字国ではあるものの、インド経済の相対的な高成長、高金利、物価の安定等により、他のアジア新興国通貨に比べて通貨の下落幅が小さい。株価も年初からの変化率は▲5%となっているが、相対的に堅調に推移している。



11月の物価（CPI）は前年同期比+5.4%と4か月連続の上昇となっている。原油価格の下落が物価抑制に寄与する一方、モンスーンの影響による食料品価格の上昇がインフレ要因となっている。政策金利は、2015年に4回の利下げを実施し、直近では9月に50bpsの利下げを実施した結果、指標金利は5.75%となっている。但し、米国の利上げが意識される中、金融市場への配慮が必要でもあり、景気動向に合わせた機動的な利下げは必ずしも出来ていない。但し、元IMFのチーフ・エコノミストや現シカゴ大学経営大学院教授等の経歴を持つラジャン準備銀行総裁に対する内外からの信認は厚く、金融政策に対する信頼性は高い。



政治面では、2014年5月のモディ首相の就任から1年半が経過している。政権発足当初は、10年ぶりの政権交代や30年ぶりの単独政党による下院での過半数獲得により、変化や改革に対する期待が拡大した。また、前グジャラート州首相としての実績を持つモディ氏の経済政策に対する評価も高かった。しかし、直近では11月のビハール州の地方選挙で与党・インド人民党（BJP）が地方政党に敗北し、重要法案とされる土地収用法やGST（物品・サービス税）等の重要法案の成立見込みが立たない等、政権運営は順調とは言い切れない。

アジア新興国経済への示唆

インドネシアとインドを見比べると、置かれている状況や抱えている課題には共通点が多い。短期的には、外部環境の悪化により輸出が伸び悩み、内需に力強さがみられない。原油安により物価は落ち着いているものの、為替等の金融市場の安定のため、金利が高止まりしている。昨年、共に政権交代を経験し、改革に対する期待が高まったものの、通貨安や成長率の低下に直面し、政治に対する過度な楽観論が後退している。また、中長期的には、経済成長や雇用創出のための産業集積、投資誘致のための規制緩和、インフラ整備による連結性強化等が課題である。

足元の世界経済の低迷の背景にあるのは、中国経済の減速と過剰生産・設備問題であり、アジア新興国もその影響から逃れられない。様々な財において世界的な供給過剰が続いており、需給環境が改善されるまでは最終製品価格が抑制される状況が続くとみられる。現状では、資源価格の低迷と資源国の財政難、企業の設備投資の抑制、企業業績の悪化及び民間債務問題の発生に注意が必要であろう。

また、米国の利上げにより、新興国からの資本流出も心配される。変動相場制への移行、外貨建て債務比率の適正化、外貨準備の厚さ等から、広範な金融危機が発生する可能性は小さいとみられるものの、しばらくは注意が必要である。今後、金融市場の安定が確認されれば、利下げに動く国も出てくるとみられ、新興国経済は緩やかな回復に向かうことが期待される。足元の成長率は鈍化しているものの、中長期的な成長ポテンシャルは変わっておらず、とくに消費市場としての魅力は着実に高まることになろう。

以上

担当	丸紅経済研究所 シニア・エコノミスト 井上祐介	T E L : 03-3282-7945 E-mail: Inoue-Y@marubeni.com
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号 丸紅ビル12階 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

(注記)

- ・ 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・ 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・ 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。