

アジア経済見通し

調査部	主任研究員	佐野	淳也
調査部	副主任研究員	関	辰一
調査部	副主任研究員	熊谷	章太郎

目 次

1. アジア全体

- (1) ばらつきがあるものの、景気は持ち直し傾向
- (2) 緩やかな回復が続く見通し

2. 中国経済

- (1) 景気に持ち直しの動き
- (2) 背後でくすぶる問題
- (3) 再び構造調整の手綱を締める中国政府

3. インド経済

- (1) 足元にかけて景気は減速
- (2) 景気は徐々に持ち直しへ

要 約

1. 2017年入り後のアジア経済（NIEs、ASEAN、中国、インド）は、一部の国で回復の勢いが鈍化したものの、総じて緩やかな景気持ち直しが続いている。この主な要因として、①資本流出の収束、②内需の下支え、③拡大に転じた輸出、の3点が挙げられる。
2. 中国経済は、2017年1～3月期の実質GDP成長率が前年同期比+6.9%と、小幅ながら成長ペースが高まった。政府の景気刺激策の効果が発現したところに、民間部門の回復が重なり、景気が上振れた格好である。もっとも、景気過熱に伴う様々な課題が懸念されるようになり、政府は財政・金融政策を引き締めスタンスに転換している。今後、経済政策の優先度を景気下支えから構造調整にシフトするなか、景気は再び緩やかな減速トレンドに向かうと予想される。
3. インド経済は、投資の低迷や2016年11月の高額紙幣廃止などの影響により、2017年1～3月期の成長率が前年同期比+6.1%まで減速した。先行きを展望すると、高額紙幣廃止の影響のはく落に加え、低インフレを受けた緩和的な金融政策スタンスなどによって、緩やかに持ち直していく見通しである。中国を上回る+7%台の成長が続くと予想される。
4. その他のアジア諸国も、足許の回復トレンドが持続すると予想される。内需は、旺盛なインフラ需要、低インフレに支えられた個人消費の拡大が下支えとなる。輸出も、アメリカを中心とした先進国経済の持ち直し、世界的なIT需要の拡大などを受けて、堅調に増加することが予想される。内外需要の追い風を受けて、NIEsとASEANの成長ペースはやや加速することになるだろう。
5. 下振れリスクとしては、①構造改革と景気安定化のバランス失衡による中国経済の変調、②アメリカ・トランプ政権の保護主義姿勢の強まり、③世界的なIT需要の調整、の3点が挙げられる。いずれも、外生的色合いが強いため、こうしたリスクの顕在化をアジア諸国がコントロールするのは難しい。様々な外的ショックに耐えられるように、国内の経済・産業基盤を強化していくことが求められる。

1. アジア全体

(1) ばらつきがあるものの、景気は持ち直し傾向

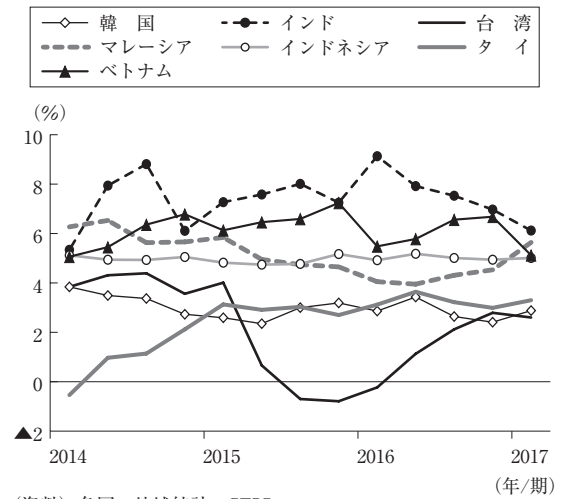
2017年入り後のアジア経済（NIEs、ASEAN、中国、インド）は、一部の国・地域で回復の勢いが鈍化したものの、総じて緩やかな持ち直しの動きが続いている。1～3月期の実質GDP成長率をみると、インド、ベトナム、台湾で減速したものの、インドネシアで横ばい、マレーシア、韓国、タイでは加速した（図表1）。とりわけマレーシアでは、輸出をけん引役に前年同期比+5.6%と、2015年1～3月期（同+5.8%）以来の高成長となった。減速した国・地域のなかでも台湾は、輸出主導でほぼ巡航速度での成長が続いていると判断できる。

こうした景気回復の要因として、①資本流出の収束、②内需の下支え、③拡大に転じた輸出、の3点が挙げられる。

まず、アメリカ大統領選挙後に生じた資金流出が短期かつ軽微で収束した。前回（2016年12月）の見通しでは、2017年の景気下押し要因の一つに、アジアからの資金流出を指摘した。アメリカの利上げ等を機に大量の資金がアメリカへ流出し、「対米ドル為替レートの下落⇒インフレ圧力抑制のための利上げ⇒消費および投資の冷え込みによる景気の減速⇒海外への資金流出⇒対米ドルレートの下落」という悪循環が懸念されたからである。

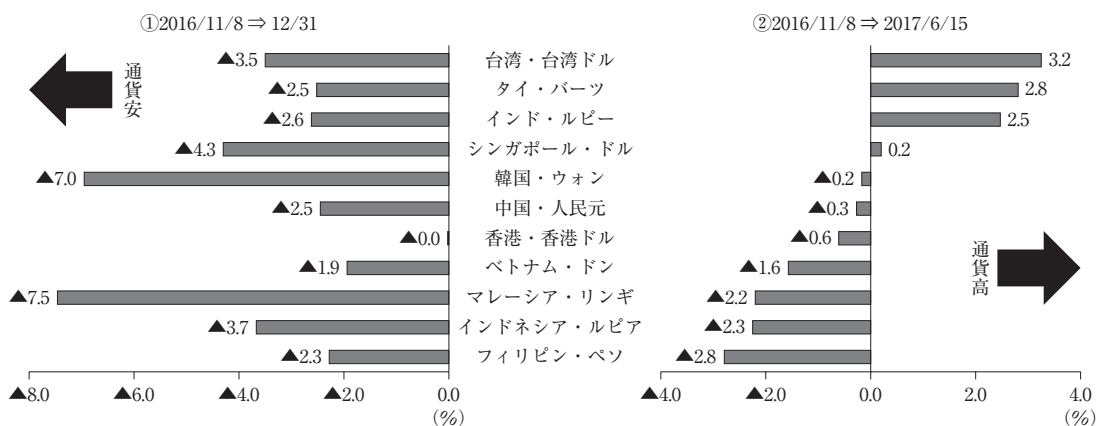
ところが、アメリカの金利上昇が予想比小幅にとどまったことに加え、トランプ政権が大規模な財政政策を実行できない状況が続いていることから、資金流出は限定的にとどまった。むしろ、足許では一部の国で資金が流入する動きもみられる。この結果、対米ドルレートも、2016年11月の米大統領選挙直後から年末にかけて減価したものの、2017年入り後は通貨安の是正が進んでいる（図表2）。

（図表1）実質GDP成長率（前年比）



（資料）各国・地域統計、CEIC

（図表2）アジア通貨の対米ドル騰落率



（資料）Bloomberg L.P.

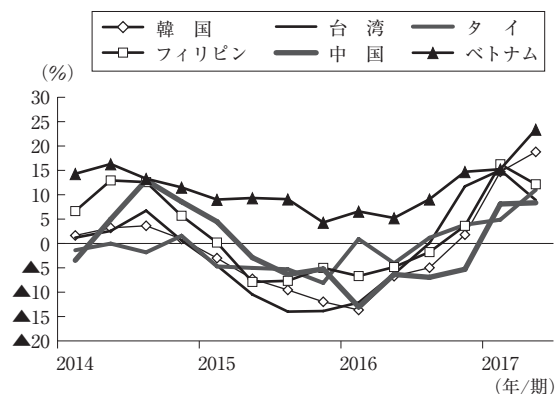
また、政府の様々な景気対策により内需が持ち直した。例えば、中国では2016年の後半に減速傾向に歯止めがかかり、足許では若干ながら成長率が上昇している。一部民間部門の回復が寄与したものの、政府による景気下支え策が成長加速の主因と考えられる。中国以外の国においても、韓国が消費喚起策、ASEAN諸国でインフラ投資の拡大というように、様々な景気対策が講じられ、各国の成長を下支えした。2016年半ばまで行われた金融緩和も、ラグを伴って景気を刺激したと考えられる。

さらに、約2年にわたって前年割れを続けてきた輸出が、2016年後半から拡大に転じた（図表3）。これが工業生産および設備投資の押し上げ要因となっている。輸出好転の背景として、次の2点が挙げられる。

第1に、スマートフォンなどにけん引されたIT需要の世界的な回復である。エレクトロニクス産業の比重が大きい韓国や台湾の輸出が足許で増加しているのは、IT需要の回復によるものと判断できよう。

第2に、主要市場である米中需要の回復である。とりわけアジア諸国との貿易取引が大きくなってきている中国では、2016年11月以降、輸入がプラスに転じている。またアメリカでも、良好な雇用環境を受けて個人消費が堅調に増えており、アジアからの輸入増加につながったと考えられる。

（図表3）輸出（通関ベース、前年比）



（資料）CEIC（原資料は、政府統計）

（注）2017年4～6月期は、4～5月の前年同期比。ただし、フィリピンは、4月の前年同月比。

（2）緩やかな回復が続く見通し

A. 回復が続く4要因

今後のアジア経済を展望すると、2000年代前半のような急回復は期待しにくく、一部では高成長の反動から成長ペースの鈍化も予想されるものの、全般的には持ち直しが続く見通しである。

その要因として、①中国の安定成長確保、②旺盛なインフラ需要、③輸出の持ち直し、④物価・為替の安定、の4点を指摘できる。

第1に、アジア最大の経済規模を占める中国経済の安定である。2017年に入り、景気失速リスクが後退したことから、習近平政権は資産バブルの抑制や金融リスクの低減に再び注力しはじめている。今秋開催予定の共産党大会終了後、こうした取り組みは一段と強化され、インフラおよび不動産関連投資の減速に伴い、経済成長に低下圧力がかかる見込みである。

もっとも、景気過熱の抑制に重点が移されたとはいえ、中国政府が安定成長を重視していることには変わりない。指導者批判につながりかねない景気の失速は是が非でも回避しなければならない。個人消費の増勢鈍化に歯止めがかかる兆しが出てくるなか、構造調整と安定成長のバランスを取りつつ、持続可能なペースへ経済を緩やかに減速させていくというのがメインシナリオである。

第2に、アジア全般にわたって旺盛なインフラ需要が牽引役として期待できる。アジア開発銀行

(ADB)によると、アジア・大洋州25カ国のインフラ需要は2016～2020年に年平均1兆3,400億ドルに達する一方、実際の投資額は年8,810億ドルにとどまると試算されている。投資不足の規模は、中国（1,510億ドル）、インド（1,440億ドル）が突出している（図表4）。投資不足の対GDP比では、インドとインドネシアの大きさがいずれも5%を上回り際立っている。こうした投資不足を埋め合わせるため、アジア各国は財政支出の拡大やPPPの活用等でインフラ投資を拡大させている。ADBの試算はアジアの発展途上国を主な対象としたものだが、国際機関の基準では先進国と位置付けられる韓国や台湾でも、インフラ整備を加速させる動きがある。インフラ需要をテコとする内需回復の動きは、アジア全地域で生じるであろう。

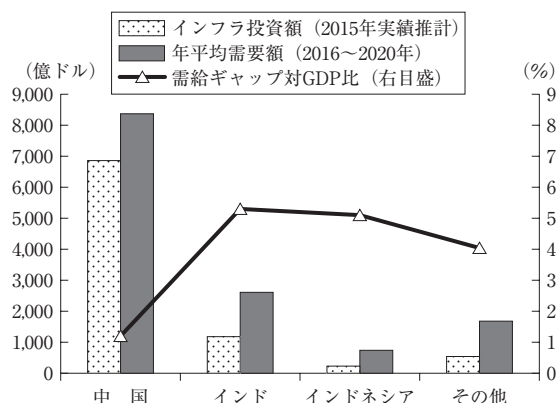
第3に、輸出の持ち直し、とりわけアメリカ向けの持ち直しが期待できる。トランプ政権による保護主義姿勢の強まりという不安要素はあるものの、アメリカ経済の回復傾向を受け、対米輸出の拡大が当面続く見込みである。実際、輸出に占めるアメリカ向けのシェアは足許で上昇しつつある。対米輸出の拡大は、アメリカ依存度の高いベトナムや香港でプラス効果が大きくなると考えられる（図表5）。アメリカ以外の先進国も緩やかな景気回復が予想されるため、EU、日本向け輸出も拡大が続くとみられる。ただし、中国経済の緩やかな減速により、対中輸出は増勢鈍化が予想される。

品目別では、IT関連の輸出増が期待される。これまでの伸びが急ピッチであったため、足許の増勢は鈍化しているものの、世界的なIT需要の底堅さに支えられて、IT輸出は再び増加に向かうと予想される。自動運転やVRの普及、IoT（モノのインターネット）など、IT需要の多様化も、アジア地域で生産されるIT製品の輸出にとって追い風となる。

第4に、物価と為替が安定的に推移することである。アジア経済では、これまでもインフレや通貨安が景気を下押しするケースが多かった。これらは主に、世界経済の潮流変化により引き起こされたものである。しかし当面は、アジア諸国の物価と為替を大きく変動させるような要因は見当たらない。

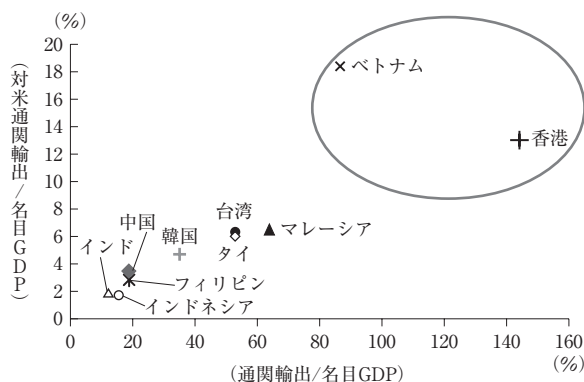
まず、物価に大きな影響を及ぼす一次産品価格は落ち着いた動きを続けると予想される。とりわけ原

(図表4) アジア25カ国のインフラ需給予測 (2015年価格)



(資料) ADB Meeting Asia's Infrastructure Needs (2017年2月)
 (注1) 年平均需要額は、気候変動への追加対応を含む。
 (注2) その他の需給ギャップ対GDP比は日本総合研究所で算出。

(図表5) アジア主要国・地域の対米依存度と輸出依存度 (2016年)



(資料) IMF、CEICのデータベースを基に日本総合研究所作成
 (注1) インドは年度(2016年4月~2017年3月)。
 (注2) 対米依存度=対米通関輸出/名目GDP。
 (注3) 輸出依存度=通関輸出/名目GDP。

油は、足許で一進一退の動きになっているが、先行きも、減産に向けた産油国の足並みの乱れ、シェールオイルの生産増など、供給が上振れしやすい状況が続くため、上値は重いと見込まれる。程度の差はあるにせよ、他の一次産品価格においても同様の状況を想定できる。その結果、インフレ高騰によって、国内の個人消費や投資が落ち込む可能性は低いと判断される。

為替面では、資金流出に伴う急激な通貨安が实体经济に悪影響を及ぼすことが最大の懸念要因である。しかし、そうした局面に陥るリスクは低いと判断される。国際的なマネーフローの鍵を握るアメリカの経済政策は、トランプ政権による財政政策プランの実施が遅れているうえ、金融政策の正常化も緩やかなペースで進んでいくと予想される。このため、アジア諸国から資金が大量に流出する事態は当面起こりそうにない。20年前の通貨危機時と異なり、アジア諸国の外貨準備が潤沢であることも、資金流出の抑制要因として働くことが期待される。

B. 2017～2018年のアジア成長見通し

これらの要因を原動力として、アジア全体で見れば景気は緩やかな持ち直し傾向をたどるとみられる。とりわけ、NIEsやASEANでは、成長ペースがやや速まる可能性が高い。

NIEs景気の牽引役は輸出である。とりわけ、IT製品の比重が大きい韓国と台湾で、輸出主導の景気回復が強まると予想される。香港でも、輸出が回復するものの、アメリカの利上げに合わせて政策金利を引き上げることが成長の重石になる見通しである。

ASEANでは、インフラ投資の拡大が景気持ち直しの原動力として期待される。また、NIEs諸国と同様に、世界経済の回復基調による外需の持ち直し、低インフレなどを背景とする民間消費の底堅い推移も成長率を上向かせる要因に挙げられる。なお、マレーシアは、大型公共投資プロジェクトなどの押し上げ効果が一巡するため、2018年の成長率は前年を若干下回る見通しである。

アジア全体の実質GDP成長率は、2017年が前年比+6.1%、2018年は同+6.0%と、緩やかに低下すると予測している（図表6）。景気の基調が決して悪くはないにもかかわらず、成長ペースが減速するのはインド、中国という2大国の下振れが原因である。

まず、2017年の成長鈍化は、インドで2016年11月に実施された高額紙幣廃止の影響で、1～3月期の成長率が大幅に低下したことが主因である。インド経済はアジアで約2割のシェアを占めているため、成長率が1%ポイント低下するだけで、アジア全体にも大きな影響として表れてしまう（図表7）。しかし、これはあくまで一時的な下振れである。インド経済の基調は決して悪くないため、2017年の減速をとりたてて不安視する必要はない。

（図表6）アジア各国・地域の成長率予測

	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)
アジア	6.3	6.3	6.1	6.0
NIEs	2.1	2.3	2.3	2.5
韓国	2.8	2.8	2.6	2.8
台湾	0.7	1.5	1.9	2.1
香港	2.4	2.0	2.1	2.2
ASEAN	4.8	4.9	5.1	5.1
インドネシア	4.9	5.0	5.1	5.3
マレーシア	5.0	4.2	5.1	4.5
フィリピン	6.1	6.9	6.7	6.7
タイ	2.9	3.2	3.2	3.2
ベトナム	6.7	6.2	6.3	6.3
インド（年度）	8.0	7.1	7.2	7.2
中国	6.9	6.7	6.8	6.4
アジア（中国除く）	5.5	5.8	5.3	5.6

（資料）IMF *World Economic Outlook*（2017年4月）、各国統計を基に、日本総合研究所作成

（注1）各地域は、購買力平価ベースで計算。

（注2）アジアの成長率の算出時には、インドも暦年で計算（中国除くも同様）。

2018年の足かせになるのは、中国経済の減速である。2017年は、年初の高成長の影響で年間の成長率は前年と同水準を維持するものの、2018年に入ると景気減速の影響がはっきりと表れてくる。中国経済はアジアで5割のシェアを持っているため、成長率が0.3%ポイント低下するだけでも、全体の成長率を0.1~0.2%ポイント押し下げることになる。もっとも、こうした動きは、これまでの投資主導の高成長から、持続可能な成長にソフトランディングさせるための過渡的なものである。中国経済の緩やかな減速は、むしろ望ましい姿と解釈すべきである。

C. 景気下振れリスク

一方、景気下振れリスクとして、以下の3点が挙げられる。

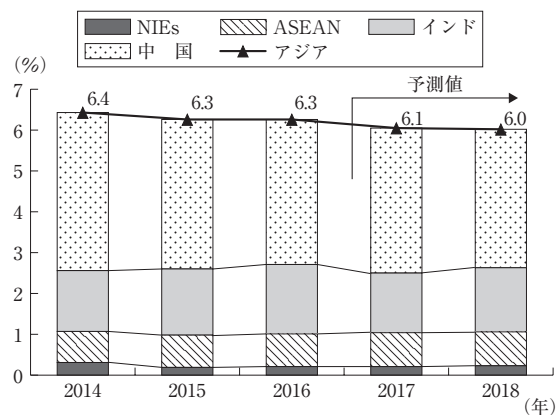
第1に、中国経済の失速である。習近平政権は、構造調整およびバブル抑制を目的とした引き締め姿勢を強めている。メインシナリオでは、当局が各種政策を駆使して景気過熱を抑制しつつ、景気失速の回避に成功すると想定している。しかし、構造改革と景気安定化のバランスをうまくとることができず、過度な金融引き締めなどによって、資産価格の大幅な下落、設備投資や消費意欲の顕著な減退などを引き起こす可能性も排除できない。その際、景気は急速に悪化し、+6%台の成長持続が困難な状況に直面することになる。各国の中国依存度が高まっているだけに、中国景気の失速は輸出や直接投資といった経路を通じて、他のアジア諸国・地域の経済成長を押し下げることになる。

第2に、トランプ政権による強硬な通商政策措置の発動である。いまのところ、交渉を通じて対中貿易不均衡の是正を図ろうとしているため、米中貿易摩擦は沈静化している。しかし、アメリカの景気回復を背景に、中国からの輸入が増え、対中貿易赤字が引き続き拡大する可能性もある。この場合、トランプ政権による対中批判の声が急速に高まり、輸入品に対する高い関税の適用など、対中強硬策を打ち出すリスクがある。こうした不確定要素が現実のものとなれば、中国をはじめ、アジアの輸出の下振れが懸念される。中国からアメリカへの輸出にマイナスの影響を与えるだけでなく、中国に部品・原材料を供給しているその他のアジア諸国にもマイナスの影響が波及する。さらに、対中批判の声が他国にも飛び火すれば、米韓、米越などでの間でも貿易摩擦が勃発する展開もあり得よう。ベトナムのように対米輸出依存度が非常に高い国にとっては死活問題になる。

第3に、IT需要の調整である。メインシナリオではIT需要の持続的な拡大を見込んでいるが、需要が予想外に下振れた場合、シリコンサイクルが早期にピークアウトする事態も想定される。これまでのIT需要の増勢が急ピッチであった分、逆向きの下振れ圧力が大きくなる可能性もある。この場合、IT輸出に牽引されて回復している韓国や台湾の成長率に大きな影響を与えることになる。

これらの下振れリスクは、多くのアジア諸国にとって、「中国」、「アメリカ」、「世界需要」という外

(図表7) アジアの成長率と主要国・地域別寄与度



(資料) IMF World Economic Outlook (2017年4月)を基に、日本総合研究所作成
 (注1) 購買力平価ベース。
 (注2) 各地域は図表6と同じ。
 (注3) インドも暦年で計算。

生的な要因であり、その発現をコントロールするのは難しい。とり得る対応策としては、様々な外的ショックに耐えられるような堅強な内需基盤を育成することである。景気が持ち直しを続けている今こそ、インフラ投資の拡大、中長期的視野に立った消費喚起策、対内直接投資の拡大などに取り組み、国内の経済・産業基盤を盤石にする政策努力が求められる。

主任研究員 佐野 淳也
(2017. 8. 1)

2. 中国経済

(1) 景気に持ち直しの動き

中国では、2017年1～3月期の実質GDP成長率が前年同期比+6.9%と、2四半期連続で上昇した(図表8)。景気減速に歯止めがかかっただけでなく、成長ペースが高まりつつある。

主要な経済統計をみると、当局の景気下支え策により、1～5月のインフラ投資が前年同期比20.9%増と、多少減速したとはいえ依然として高い伸びを保っている(図表9)。水利や道路、鉄道など幅広いインフラ分野で投資が拡大した。

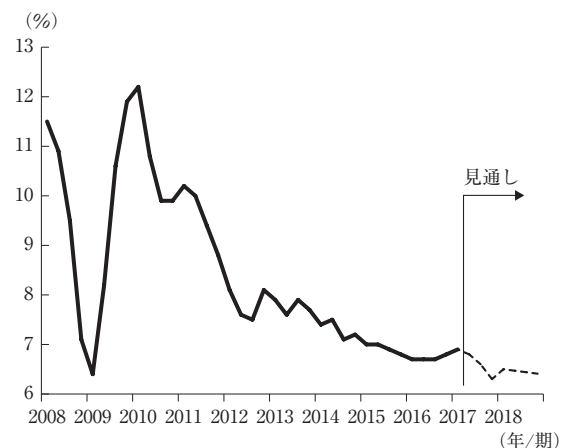
1～5月の不動産開発投資も同8.8%増と、昨年から加速している。2014年11月以降の6回にわたる貸出基準金利の引き下げを受けて、住宅販売が拡大したことが背景として挙げられる。

最も好転しているのが民間部門の投資である。ここ2年間大きくスローダウンした民間固定資産投資は同6.9%増と、持ち直しに転じた。この背景には、インフラ投資と不動産開発投資の拡大を受けて、企業の景況感が改善していることが挙げられる。医療や娯楽などのサービス業のみならず、通信機械や電子部品、はん用機械などの製造業の設備投資にも回復の動きがみられる。

1～5月の輸出も、世界経済の回復によって同4.5%増とプラスに転換した。消費主導の成長が続くアメリカ向け輸出がいち早く回復したほか、新興国向け、EU向けも持ち直しつつある。

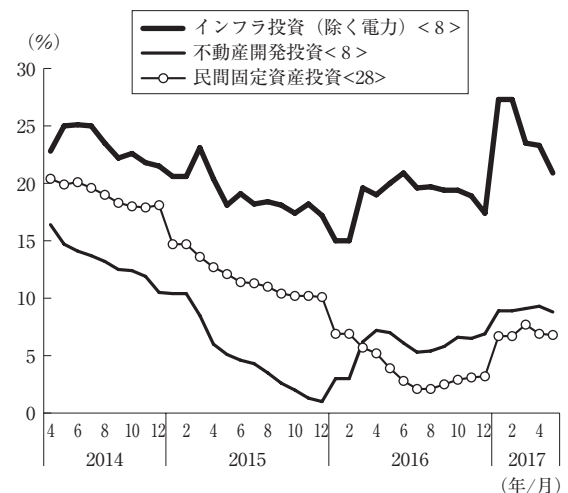
個人消費の増勢鈍化にも歯止めがかかる兆しが

(図表8) 実質GDP成長率(前年比)



(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

(図表9) 固定資産投資(年初累計、前年比)



(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」「民間固定資産投資」「全国不動産開発投資和銷售情況」

(注) < >はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

出ている。2016年まで4年連続で伸び率が低下していた実質小売売上高は、2017年1～5月に前年同期比8.9%増と上昇に転じた。この背景には、雇用・所得環境の改善が指摘できる。これまで続いてきた企業のリストラが一服したため、雇用環境が改善しつつある。1～3月期の求人数は前年同期比7.8%増と、9四半期ぶりに増加に転じた。企業における人員増強のための賃上げにより、一人当たり可処分所得も同7.0%増と2016年の前年比6.3%増から持ち直した。

以上のように中国では、政府部門のみならず、民間部門や海外の需要回復が見られ、ほぼすべてのセクターにわたって前向きの動きが広がっている。より正確には、昨年まで見られた内外需の落ち込みを下支えるために、政府が景気刺激策を講じたところに、タイミングよく民間部門の回復が重なったため、景気が上振れた格好である。

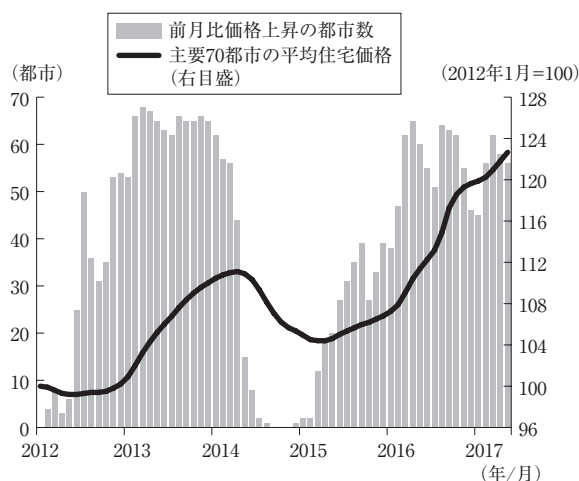
(2) 背後でくすぶる問題

もっとも、成長加速の裏で、様々な問題が大きくなってきたことは見逃せない。まず、住宅市場の過熱状況が収まらず、投機的な動きが続いている。5月、主70要都市のうち住宅価格が前月から上昇した都市数は56都市にのぼった(図表10)。70都市の平均価格も持続的に上昇している。

また、シャドバンキングの拡大に歯止めがかかっていない。狭義のシャドバンキングとしては、銀行理財商品と委託融資、信託融資があげられる。この三つを合わせた規模は2016年末時点で60兆元とGDPの80%に達する(図表11)。銀行理財商品をはじめ、いずれもオフバランスで処理されているが、実態としては銀行自身が深くかかわっているだけに、融資が焦げ付くと、銀行の損失が膨れ上がる可能性が高い。

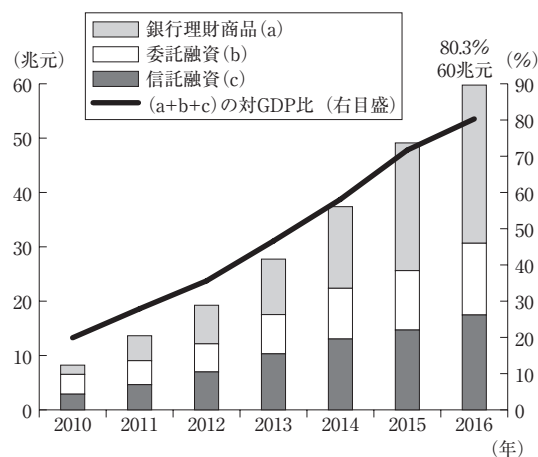
さらに、製造業の過剰生産問題も再浮上してきた。とりわけ、鉄鋼などの重工業セクターの生産が再び拡大している。中国では、これまでの投資主導型成長から脱し、より持続可能性が高い消費主導型成長へ切り替えていくことが、中長期的に目指す構造改革の方向性である。産業構造面では、重工業や建設・不動産の比率を引き下げる一方、サービス産業の比率を引き上げていく方針である。ところが、足許では第2

(図表10) 新築住宅販売価格



(資料) 国家統計局「70大中城市住宅销售价格变动情况」、Thomson Reutersを基に日本総合研究所作成

(図表11) シャドバンキングの規模



(資料) 国家統計局、銀行業監督管理委員会、信託業協会、Wind Databaseを基に日本総合研究所作成

次産業の成長率が第3次産業を上回るようになった。このところの成長パターンは、政府の構造改革に逆行するものであり、持続性は乏しいとみておくべきである。

(3) 再び構造調整の手綱を締める中国政府

今後を展望すると、景気失速リスクよりも景気過熱が心配される状況に変化したことから、政府は再び構造調整の優先度合いを高め、景気過熱の動きおよび投機的な動きにブレーキをかけるとみられる。

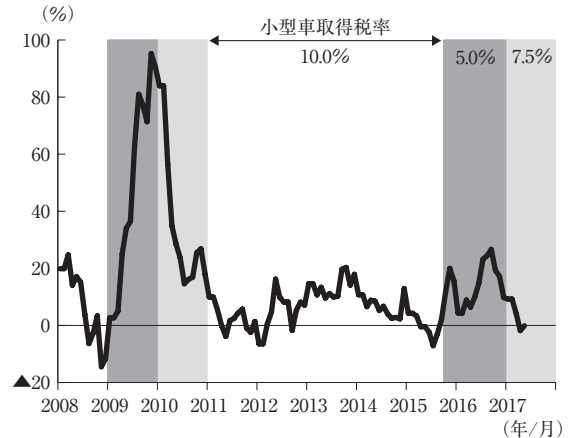
すでに実施されたのが、小型車減税措置の縮小である。通常、排気量1,600cc以下の小型車の取得税率は10.0%であるが、2015年10月から2016年末まで5.0%に引き下げられていたため、その間の自動車販売は急増した(図表12)。当局は2017年初年から取得税率を7.5%に引き上げたため、5月の自動車販売台数は前年同月比▲0.1%と2カ月連続で前年割れになった。

次に、財政政策も緊縮姿勢をやや強めた模様である。2016年12月の中央経済工作会議から政府はインフラプロジェクトの承認を抑制し始めるようになったとみられる。この結果、1～5月の新規着工総投資計画額は前年同期比▲5.6%と減少に転じている(図表13)。進捗ベースの固定資産投資の伸びは、徐々に低下していくことになるだろう。

加えて、金融面でも引き締め方向に微調整している。中国人民銀行は公開市場操作を行う際のリバースレポ金利を本年2月から2カ月連続で引き上げたほか、金融機関向けの中期貸出ファシリティ(MLF)金利も引き上げた。不動産市場の沈静化とシャドーバンキングの抑制、景気過熱の回避などが狙いである。このほか、2016年10月に続き、3月にも多くの都市において頭金比率引き上げ等の住宅価格抑制策を発表した。シャドーバンキング抑制に向け金融監督も強化している。

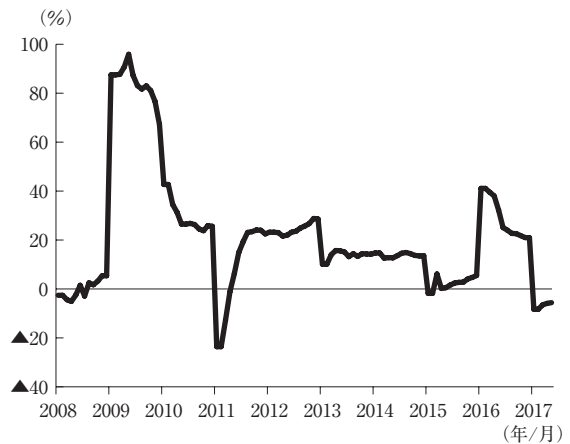
2017年秋の党大会までは、中国経済の持ち直しが続くという見方もあるが、こうした政府の経済運営姿勢を反映して、当社は4～6月期から中国経済は減速に向かう可能性が高いとみている。実際、すでに景気減速の兆候がみられる。政府がインフラ投資の承認を抑制するなか、建設資材価格はピークアウトし、5月のPPI(工業生産者出荷価格)は3カ月連続で伸び率が低下した。また、利上げや金融監督

(図表12) 自動車販売台数(前年比)



(資料) 中国汽工業協会「汽工業経済運行情況」を基に日本総合研究所作成

(図表13) 新規着工総投資計画額(年初累計、前年比)



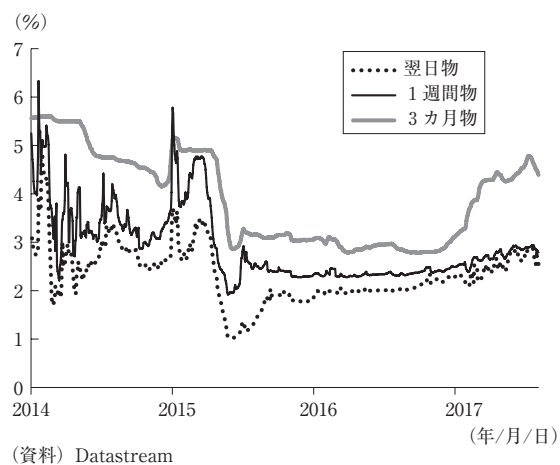
(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」

の強化を受けて、5月のM2の伸び率は、統計を遡れる1997年以降で最低となった。さらに、世界的に株価が上昇しているのと対照的に、上海総合株価指数は4月11日の3,289ポイントをピークに弱含んでいる。政府が財政・金融面で緊縮姿勢を強めるなか、景気の先行き警戒感が高まったためである。1～3月期の成長率が高かったため、4～6月期以降に減速に向かうとしても、2017年通年では2016年と同水準の6.8%成長を達成できそうである。しかし、2018年は6.4%成長と減速が鮮明になると予想される。

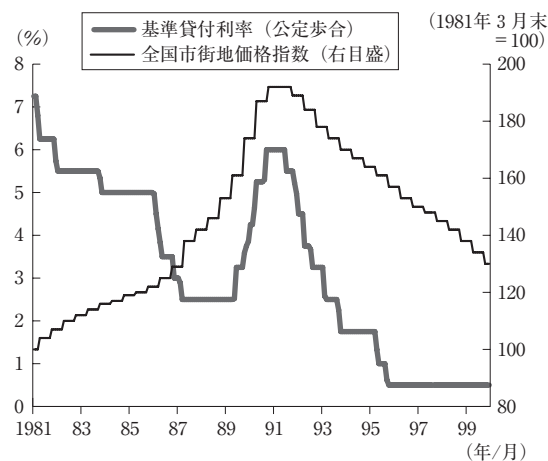
中国経済の先行きのリスクは、金利上昇が資産価格の大幅な下落につながることである。2017年入り後、短期市場金利の上昇が鮮明になっている。とりわけ、SHIBOR（Shanghai Interbank Offered Rate）3カ月物は2016年10月末の2.82%から2017年6月末には4.50%まで上昇した（図表14）。この背景には、前述のように中国人民銀行が利上げなどによって金融政策を引き締め方向に微調整していることが指摘できる。

現在のところ、金利上昇は小幅にとどまっているため、直ちに不動産市場が変調を来す可能性は小さい。しかし、バブル抑制のための金融引き締めは、日本を含む他国の例をみても、往々としてコントロールが困難である（図表15）。近年の金融緩和を受けて、緩和マネーが住宅市場やシャドールバンキングなどの資産市場に大量に流入している。シャドールバンキングの規模急拡大は、バブル期の日本を彷彿させる動きである。今後、さらなる金融引き締めをきっかけに投機色の強いマネーが収縮することになれば、不動産価格の大幅な下落につながり、ひいては景気急失速を招くリスクがある。

(図表14) 短期市場金利 (SHIBOR)



(図表15) バブル期の日本の公定歩合と不動産価格



副主任研究員 関 辰一

(2017. 7. 7)

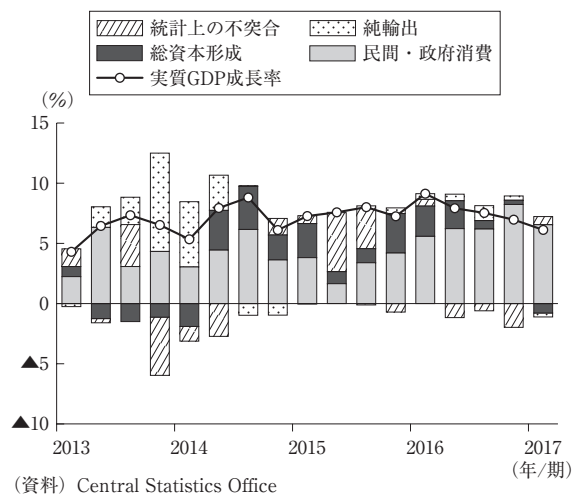
3. インド経済

(1) 足元にかけて景気は減速

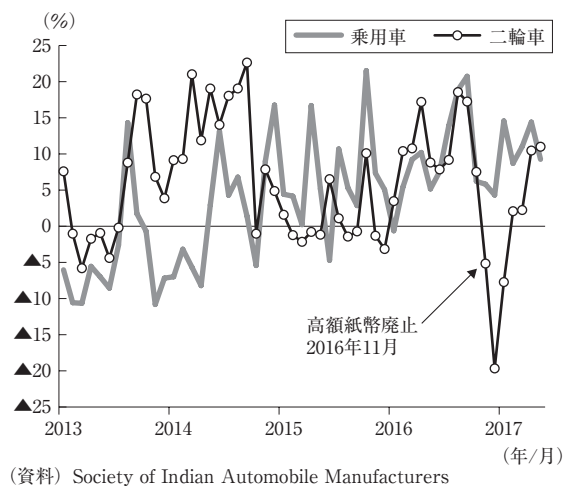
インド経済は、資源・インフラ関連産業や製造業における投資低迷、2016年11月の高額紙幣の廃止の影響などを背景に、2016年入り後から減速傾向が続いている。2017年1～3月期の実質GDP成長率は、

総固定資本形成を中心とした投資の伸び率がマイナスに転じたことを主因に前年比6.1%と前期(同7.0%)から鈍化した(図表16)。供給側から作成された実質GVA(粗付加価値)も、製造業、建設業などでの減速を主因に同5.6%と前期(同7.0%)から鈍化した。もっとも、景気減速は当初懸念されたほどではなかった。現金決済比率が高いインドにおいて、通貨流通高の80%超を占める500・1,000ルピー札が廃止され、新紙幣の供給不足による混乱が数カ月間続いたため、個人消費が急減するとの見方が当初は優勢であった。それにもかかわらず実質消費が堅調に推移した要因としては、2016年半ばに政府が公務員の給与や年金の支払いを2割以上引き上げることを閣議決定したことや、消費者物価上昇率の低下が実質購買力を押し上げたことなどを指摘できる。代表的な耐久消費財である四輪車・二輪車の販売台数は、高額紙幣の廃止直後からともに悪化したものの、現金での購入比率が相対的に高い二輪車で大幅に落ち込む一方、乗用車への影響は限定的にとどまった(図表17)。また、GDPの推計において、現金決済比率がとくに高いと考えられるいわゆるインフォーマル・セクターの経済活動が正確に補足されていないといった統計的な要因も予想対比小幅な落ち込みにとどまった背景として指摘されている。

(図表16) 実質GDP成長率(前年比)



(図表17) 乗用車・二輪車販売台数(前年比)



金融政策は、景気減速やインフレ率の鈍化を背景に、緩和スタンスが続いている。中央銀行は、2016年10月に政策金利(レポ・レート)を6.25%に引き下げた後は、国際金融市場における先行き不透明感の高まりなどを背景に政策金利の据え置きを続けている。もっとも、4月の会合では6名の委員全員が政策金利の据え置きに賛成していたのに対し、6月の会合では1名が50ベースポイントの引き下げを主張するなど、委員の政策スタンスに若干の変化が見られる。

(2) 景気は徐々に持ち直しへ

先行きを展望すると、一人当たり所得の増加に伴う耐久消費財の普及や都市化の進展といった要因が中長期的な成長下支えに作用し続けるなか、高額紙幣廃止の影響が一巡すること、低インフレが消費の追い風となることなどを背景に、景気は持ち直しに転じると予想される。一方で、財政赤字削減に向けた引き締め気味の財政政策が続くこと、資源価格の低迷を受けたインフラ・素材関連の投資低迷が続く

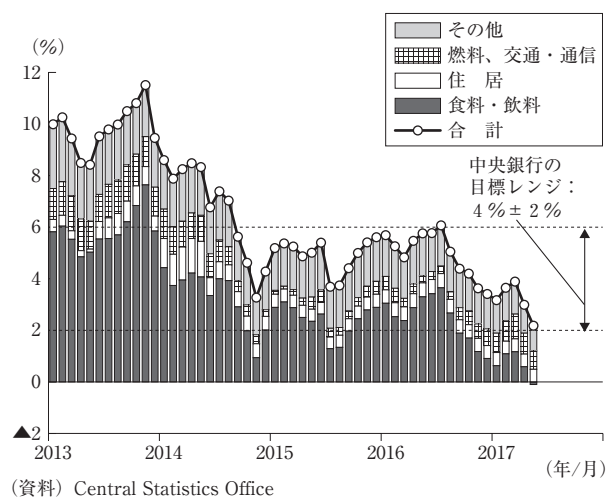
こと、などを踏まえると、景気の持ち直しペースは緩やかなものにとどまると予想される。以上を踏まえると、実質GDPは、2017年度、2018年度ともに7%台前半の成長率となる見通しである。なお、国営銀行を中心に不良債権比率が上昇していることが資金供給面の制約から景気の下振れを招きかねないリスクとして懸念されており、注意が必要である。

金融政策は、①足元の消費者物価上昇率が中銀の目標（4%±2%）の下限付近まで鈍化していること（図表18）、②7月1日からのGST（物品・サービス税）の導入が基調的なインフレ圧力の低下をもたらすと見込まれること、③今年のモンスーン期（6～9月期）の降雨量が平均的なものとなり、供給面からの食料インフレ圧力は限定的と見込まれること、などからより緩和的スタンスに傾きやすいと予想される。8月の金融政策会合で利下げを再開する可能性もあろう。

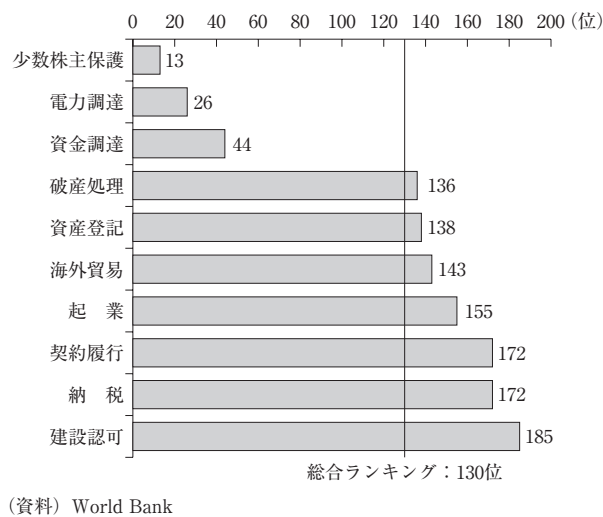
個別の政策動向について見ると、7月1日に導入されたGSTが先行きの経済動向を展望するうえでとりわけ重要なテーマである。政府はGSTの導入を通じて、物品税、付加価値税、サービス税などの複数の間接税を統一することで税体系の透明性を高め、ビジネス環境を改善することを目指している。世界銀行の事業環境ランキング（Doing Business 2017）では、インドの総合ビジネスランキングは190カ国・地域中130位と下位に位置しているが、納税にかかわるランキングは176位と建設認可や契約履行とともにとくに低い順位にあり、改善が喫緊の課題となっている（図表19）。

GSTの影響が顕著に表れるのは物価である。GSTの基本税率は5%、12%、18%、28%の4段階に分かれており、販売価格への影響は品目ごとに大きなばらつきがある（図表20）。現行15%の税率が課されているサービスの一部に対しては18%の税率が適用されることから、物価上昇圧力が強まると見込まれる。一方、コメ、小麦、野菜、果物などの消費ウエートの高い基礎的な食料品はこれまでと同様免税となっていることに加え、その他の食料品や燃料については税率が低下する。結果的に、税率変更による消費者物価全体への影響はおおむね中立になると見込まれる。むしろ、注目されるのは中期的な影

（図表18）消費者物価（前年比）



（図表19）インドのビジネス環境ランキング



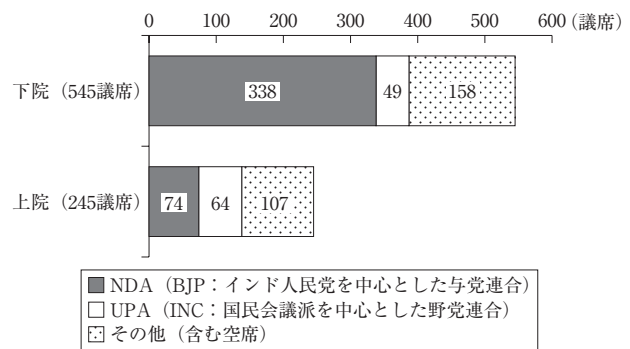
響である。税制統一により州を跨いだ商品の供給がよりスムーズに行われるようになるため、GST導入による供給力の向上がインフレ低下に作用すると見込まれる。

次に、企業に与える影響をみると、短期的にはGSTに対応したITシステムの導入や納税にかかわる職員のトレーニングなどの追加的なコストが発生するものの、中期的には税制の簡素化により納税コスト・時間の削減につながると見込まれる。また、

納税・還付制度の変更や州を跨ぐ商品の販売・在庫移動にかかわる課税体系の変更を受けて、キャッシュ・フロー戦略やサプライ・チェーン体制を見直す動きも進むと予想される。

最後に政治動向を展望すると、2017年末から2018年前半にかけてグジャラート州とヒマーチャル・プラデシュ州で任期満了に伴う州議会選挙が予定されている。これらの地方選挙は、2019年の下院総選挙の前哨戦として位置付けられている。本年前半に行われた地方選挙では、人口2億人以上を抱えるウッタラプラデシュ州およびウッタラカンド州で改選前から保有議席数を大きく伸ばし全議席の80%程度を獲得するなど、高額紙幣廃止後の混乱にもかかわらずモディ政権への高い支持が続いていることが示された。GSTの導入に象徴されるようにモディ政権の改革が具体化しつつあることを踏まえると、こうした政権支持の流れが当面続くと見込まれる。もっとも、①下院の過半を支配する与党連合は上院では約3分の1を占めるにとどまること（図表21）、②上院議員は議員の3分の1が2年ごとに漸次的に改選されることなどを踏まえると、本年の地方選挙の結果の如何にかかわらず早急な上院・下院間の当面ねじれ状態の解消は難しい。そのため、解雇規制を含む労働法や土地収用法などの野党の反対の根強い分野での改革が進展するまでには相当の時間がかかると見込まれ、対内直接投資やインフラ整備の阻害要因となり続けるだろう。

(図表21) インド上院・下院の勢力図



(資料) Rajya Sabha, Lok Sabha

(図表20) インドGSTの基本税率と対象品目

基本税率	対象品目例
免税	米、小麦、野菜、果物、卵
5%	砂糖、シリアル、食料油、紅茶
12%	冷凍肉、バター
18%	石鹼、工業中間財、通信・保険サービス、一部のホテル・レストランでのサービス
28%	二輪車・自動車、ホテルサービス (5つ星ホテル)

(資料) Central Board of Excise and Customs
(注) 基本税に加え追加税が課される商品もある。

副主任研究員 熊谷 章太郎

(2017. 7. 3)