

アジア経済見通し

調査部

目 次

1. アジア全体

- (1) 2016年のアジア経済は年後半に景気底入れ
- (2) 2017年のアジア経済は全体で見れば横ばいながら、回復にばらつき
- (3) 2017年のアジア経済を左右する五つのポイント
- (4) 地域経済連携への対応にも要注目

2. 中国経済

- (1) 景気減速は一服
- (2) 2017年入り後に再減速
- (3) 景気上振れの可能性も

3. インド経済

- (1) 2016年度の成長率は+7.3%
- (2) 2017年度の成長率は+7.6%

要 約

1. 2016年入り後のアジア経済（NIEs、ASEAN、インド、中国）は、輸出減少や異常気象による農業セクターの落ち込みが響き、緩やかな景気減速が続いた。しかし、年後半には、一部の国・地域で、内需をけん引役に景気が底入れするようになった。その理由として、①各国で実施された経済対策の効果発現、②インフレ率の低下、③農業セクターおよび消費を鈍化させた天候要因のはく落、の3点があげられる。アジア全体では、2015年並みの前年比（以下同じ）+6.1%成長となる見通しである。
2. 2017年のアジアの成長率は+6.1%と、横ばいになると予測される。成長が加速しない主因は、アジアのGDP（2015年の購買力平価ベース）の53%を占める中国の減速が見込まれるからである。中国以外の国や地域については、総じて内需主導の緩やかな持ち直しが予想される。
3. 中国経済は、2016年7～9月期の実質GDP成長率が+6.7%と、3四半期連続で同水準の成長率となり、景気減速の動きが一服している。減速に歯止めをかけた要因として、①自動車販売の拡大、②住宅販売の拡大、③公共部門の投資拡大の3点があげられる。もっとも、公共部門の投資拡大は続くものの、購入刺激策の規模縮小で自動車販売のけん引力低下が17年以降生じると見込まれること、過熱抑制策の実施により住宅販売も頭打ちになる公算が大きいこと、などから、2017年の実質GDP成長率は+6.5%と減速傾向が続くと見込まれる。
4. インド経済は、2016年7～9月期の実質GDP成長率が+7.3%と、民間消費をけん引役とする底堅い成長が続いている。2017年度（4月～3月）については、民間消費は若干鈍化するものの、企業部門が回復に転じるとみられるため、実質GDP成長率は+7.6%と若干上向く見通しである。
5. 2017年のアジア経済を展望する際には、①中国経済の減速、②外需持ち直しの勢い、③官需による下支え効果の持続性、④民需主導型成長を阻害する要因、⑤資金流出によるインフレ懸念、の5点をどうみることが重要なポイントになると考えられる。内需、とりわけ民間部門の持続的な拡大を実現させていくことは、目先の景気回復のみならず、アジア経済の中長期的な発展にとっても不可欠な取り組みである。アメリカのトランプ新政権の保護主義的な政策姿勢など、外部環境の不透明感が残存する状況下、アジア各国・地域の政策当局は難しいかじ取りを迫られると予想される。

1. アジア全体

(1) 2016年のアジア経済は年後半に景気底入れ

2016年入り後のアジア経済（NIEs、ASEAN、インド、中国）は、輸出減少や異常気象による農業セクターの落ち込みが響き、緩やかな景気減速が続いた。輸出の減少に関しては、世界的に景気が力強さを欠いている状況に加え、中国の民需減速トレンドも大きく作用したと考えられる。中国の固定資産投資や生産活動の鈍化によって資源や部品の需要が減退する状況下、対中輸出依存度を高めることで成長を加速させてきたアジア各国・地域へのマイナス影響は大きかった。実際、2015年以降はアジア新興国の輸出数量指数の伸びが世界の平均を下回る傾向が続いた（図表1）。

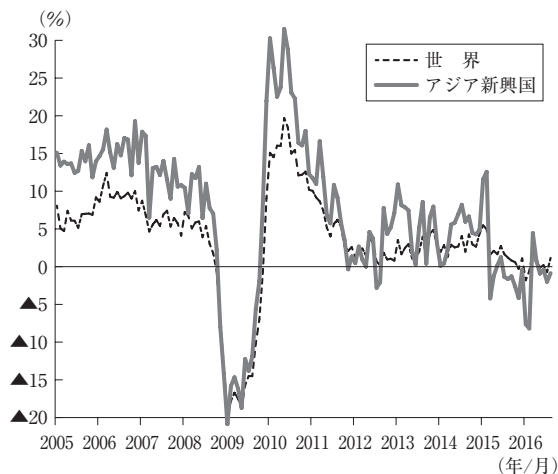
しかし、直近では、一部の国や地域で、内需をけん引役に景気底入れがみられるようになった。その背景として、①各国で実施された経済対策の効果発現、②インフレ率の低下、③農業セクターおよび消費を鈍化させた天候要因のはく落、の3点があげられる。

まず、経済対策では、中国や韓国で減税により消費の喚起を図った。政策金利の引き下げなどの金融緩和策を行った国や地域も少なくない。さらに、ASEAN諸国や中国では、インフラ投資の上積みや予算執行の前倒しなどの措置が講じられた。一連の対策が奏功し、民間消費や投資に回復の動きが表れている。景気持ち直しの最大の要因といえよう。

また、2014年半ば以降の一次産品価格（原油など）の下落傾向は資源国の景気下押しに作用した一方、アジアにおけるインフレ率の低下に貢献した。低インフレで実質所得が増加し、民間消費の拡大を支える一因になったと考えられる。そして、エルニーニョ現象の終息に伴い、ベトナムやタイ、インドの農業セクターの生産および消費の重しとなってきた天候のマイナス要因はく落したことも、足元の持ち直しにつながったと判断される。

以上のように、2016年のアジア経済は、前半には減速を余儀なくされたものの、後半には盛り返すかたちとなった。2016年のNIEs（韓国、台湾、香港）とASEAN

（図表1）輸出数量（前年同月比）



（資料）オランダ経済政策分析局（CPB）

（図表2）アジア各国・地域の成長率実績と予測

	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年 (予測)	2018年 (予測)
アジア	6.5	6.2	6.1	6.1	6.1
NIEs	3.5	2.0	2.0	2.1	2.3
韓国	3.3	2.6	2.6	2.5	2.7
台湾	4.0	0.7	1.1	1.5	1.9
香港	2.7	2.4	1.5	1.7	1.9
ASEAN	4.6	4.8	4.9	4.9	5.1
インドネシア	5.0	4.8	5.1	5.1	5.3
マレーシア	6.0	5.0	4.1	4.4	4.6
フィリピン	6.2	5.9	6.9	6.3	6.5
タイ	0.8	2.8	3.0	3.1	3.4
ベトナム	6.0	6.7	6.1	6.1	6.2
インド	7.2	7.6	7.3	7.6	7.7
中国	7.3	6.9	6.7	6.5	6.4
アジア(中国除く)	5.6	5.5	5.4	5.6	5.8

（資料）IMF “World Economic Outlook” (October, 2016)

（注1）アジア（NIEs、ASEAN、中国、インド）とNIEs、ASEANの地域全体の成長率は、購買力平価を基に算出。2016年以降は日本総合研究所の予測。

（注2）本見通しは暦年（1～12月）ベースだが、インドのみ年度（4～3月）ベース。

（注3）本見通しのNIEsは韓国、台湾、香港、ASEANはインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムを指す。

(タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム)では、2015年より成長が加速した国や地域はあるものの、全体で見れば前年と同水準の経済成長率になる見込みである(図表2)。一方、足元で景気減速の動きは一服しているものの、中国の成長率は+6.7%(前年比、以下同じ)と、減速が見込まれる。アジア全体では、2015年並みの+6.1%となる見通しである。

(2) 2017年のアジア経済は全体で見れば横ばいながら、回復にばらつき

2017年のアジアの成長率は+6.1%と、横ばいが続くと予測される(図表3)。成長が加速しない主因は、アジアのGDP(2015年の購買力平価ベース)の53%を占める中国の成長率が+6.5%と、2016年に比べ▲0.2%ポイントの減速が見込まれることである。アジア全体の経済規模に対する中国のウエートはなお他の国や地域の合計を上回るため、アジア全体の成長率に及ぼす下押し圧力も大きくなる。

中国以外の国や地域については、総じて内需主導の緩やかな持ち直しが予想される。韓国は若干の成長鈍化が見込まれるものの、台湾と香港の成長率が2016年を上回るため、NIEs全体では+2.1%と、2016年に比べ+0.1%ポイント高まる見通しである。ASEANでは、景気回復ペースのばらつきが広がるものの、地域全体で見れば横ばいが続くとみられる。インドは、消費の拡大ペースが鈍化するものの、企業部門が回復に転じるとみられるため、成長率は+7.6%と若干上向き見通しである。

2018年に関しては、トランプ新政権によるアメリカ景気拡大など、プラス材料が増えると見込まれる。もっとも、内外需の回復ペースはなお力強さを欠くとみられるうえ、構造調整の進展に伴う中国経済の減速トレンドの持続も勘案すると、2017年に続きアジア全体の成長率は横ばいとどまると予想される。

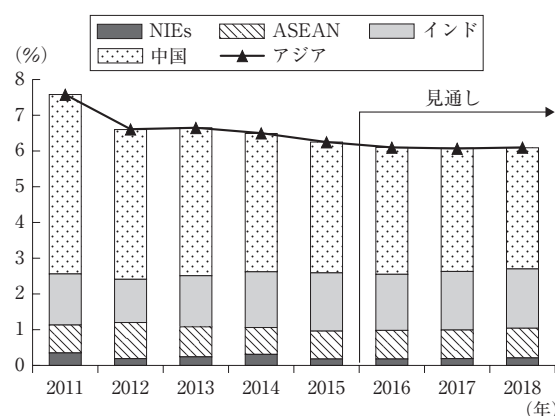
(3) 2017年のアジア経済を左右する五つのポイント

2017年のアジア経済を展望する際、①中国経済の減速、②外需持ち直しの勢い、③民需主導型成長を阻害する要因、④官需による下支え効果の持続性、⑤資金流出によるインフレ懸念、の5点が重要なポイントになると考えられる。以下では、これらがアジア各国・地域の景気持ち直しに対して、どのような影響をもたらすかについて検討する。

A. 中国経済の減速

本見通しでは、中国経済に関して、景気減速の動きに歯止めをかけていた減税等の効果ははく落するものの、インフラ投資などの景気てこ入れ策の一部が継続されるため、成長率の大幅な落ち込みは回避

(図表3) アジアの成長率と主要国・地域別寄与度



(資料) IMF "World Economic Outlook" (October, 2016)

(注) 購買力平価を基に算出、2016年以降は日本総合研究所の予測。

されると想定している。小幅な減速であれば、他のアジア各国・地域の景気に対する下押し圧力も限定的なものにとどまるであろう。とはいえ、多くのアジア諸国・地域は、数年前まで対中輸出を成長エンジンとしてきたことから、中国経済の減速が続く下で、対中輸出依存度の高い国や地域ほど、マイナス影響をより強く受けると考えられる。

実際、中国の高成長期（対中輸出が急拡大した2002～2011年）と、低成長期（中国の成長率が顕著に減速した2012年以降）のアジア各国・地域の成長率の変化をみると、対中輸出依存度（対名目GDP比）の高い国・地域ほど経済成長が鈍化しており、中国経済の減速による影響を受けやすい傾向があることが確認された（図表4）。中国市場の不振を埋め合わせる規模の代替先が見当たらず、輸出先の多角化も短期間では実現困難なことから、中国経済の減速が2017年のアジア景気のばらつきをもたらすといえる。

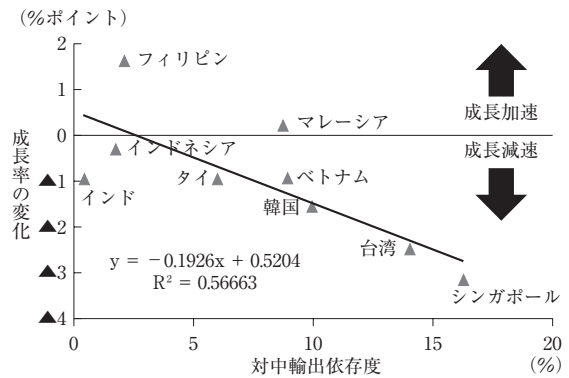
B. 外需持ち直しの勢い

アジア各国・地域の対米輸出シェア（輸出に占める割合）は2012年前後を境に拡大傾向となり、直近では9～22%となっている（図表5）。中国向けの回復にあまり期待できないなか、2017年のアジアにとってアメリカ経済の動向が輸出持ち直しのカギを握る。

アメリカ経済は、トランプ新政権の政策に対する期待（減税、インフラ投資）と懸念（保護主義）が入り混じり、マーケットは当面不安定な動きになる可能性が高い。しかし、実体経済面は、堅調な家計部門に加え、企業部門も持ち直すなど、全体的に回復の動きが明確化してきた。今後、トランプ新政権の政策が進展するにつれ、アメリカの成長率は徐々に高まっていくと見込まれる。こうした見通しの下、アジアの対米輸出は拡大基調で推移する見込みである。

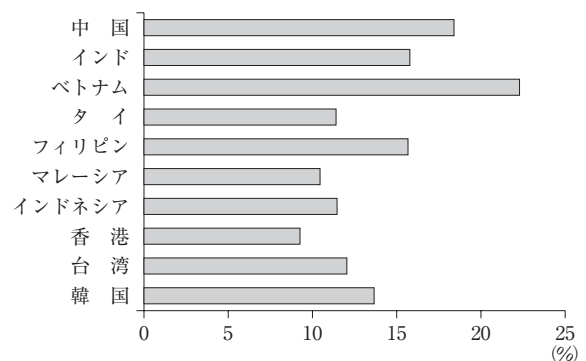
もっとも、保護貿易政策に対する懸念は完全には払しょくされず、それが対米貿易の拡大を抑制することになる。アメリカ以外でも保護主義に賛意を示す向きが増えつつあり、外需拡大の懸念材料である。以上から、外需持ち直しの勢いは緩やかにとどまる見通しである。

（図表4）対中輸出依存度と成長率の変化



（資料）IMF “World Economic Outlook” (October, 2016)、CEIC
 （注1）対中輸出依存度は2015年の対中輸出の対名目GDP比、成長率の変化は2012～2015年と2002～2011年の年平均成長率の差異。
 （注2）インドは年度（4～3月）ベース。
 （注3）香港は他に比べ特殊な貿易構造を持つため掲載しなかったが、対中輸出依存度が突出して高い（80.8%）一方、成長率の変化は▲2.0%ポイント。

（図表5）対米輸出シェア（2016年）



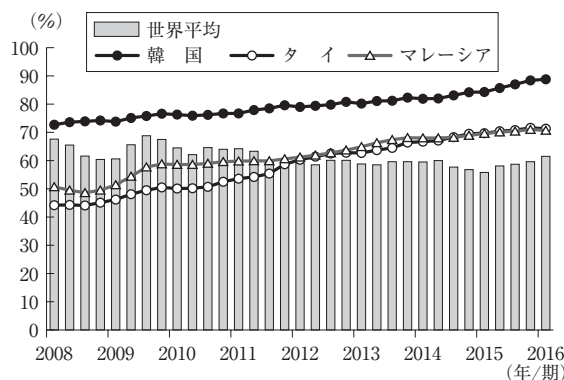
（資料）CEIC
 （注）年初から最新月までの輸出総額に占める割合。

C. 民需主導型成長を阻害する要因

内需にも先行きの不透明材料はある。本見通しでは、「公共事業の拡大によるインフラ整備の進展⇒関連材の生産および雇用の増加による民需の持ち直し⇒民需主導で成長をけん引」という流れが徐々に強まっていくと想定している。

ただし、その流れを阻害しかねない要因も存在する。企業および家計の債務問題は、そうした要因のなかでも、とくに注意を払う必要がある。企業債務では、中国での急増が問題視されている。家計債務では、韓国、タイ、マレーシアが世界平均を上回る残高水準（対名目GDP比）で推移している（図表6）。企業・家計の過剰債務を放置すると、金融環境などの情勢変化次第で事業拡大や商品・サービス購入の足かせになりかねない。一方で、債務残高の圧縮を過度に優先すると、民間投資と消費を急減させてしまう。民需主導型成長を実現するには、企業・家計債務問題に対する当局のバランス感覚ある手綱さばきが重要となる。

(図表6) 家計債務残高の対名目GDP比



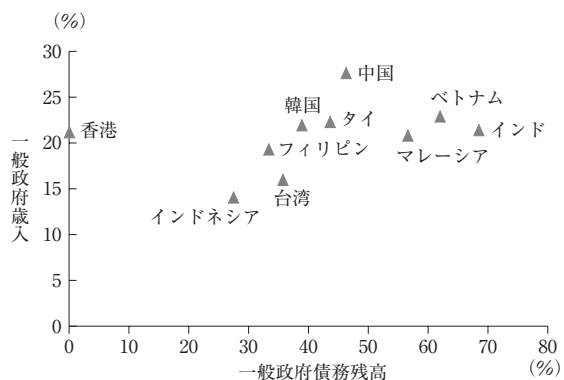
(資料) BIS “Total credit to the non-financial sector”

D. 官需による景気下支えの持続性

内需主導の回復が持続するかどうかは、官需による下支え効果の持続性も焦点となる。アジアでは、旺盛なインフラ需要（世界銀行のレポートによると、2014～2020年で東アジア・太平洋および南アジアで5,210億ドル [2011年価格] の需要があると試算）に応えるため、公共事業を上積みするなどの動きが活発化している。こうした拡張的な財政スタンスは、1年や2年といった短期であれば維持可能である。政府債務残高の対GDP比をみると、国家財政の破たんが危惧されるような高水準にあるアジア主要国・地域は現時点で見当たらない（図表7）。歳入基盤が強化されつつあることも、公共事業の拡大を財源面から支えている。

ただし、マレーシアのように、財政健全化の観点から、政府債務残高の対GDP比に上限を設けているところでは、歳出拡大の余地には限りがある。台湾では税収の鈍化を織り込んだ予算が編成されるなど、政府支出の拡大に歯止めをかける動きもある。今後の内需のけん引力を展望する際、こうした点にも注意を払う必要がある。

(図表7) 一般政府債務残高および歳入の対名目GDP比



(資料) IMF “World Economic Outlook” (October, 2016)
(注) 2016年(度)。

E. 資金流出によるインフレ懸念

2017年のアジアの物価動向を展望すると、一次産品価格の上昇ペースは緩慢にとどまる見込みであり、コスト面からのインフレ圧力はそれほど強まらない見通しである。

むしろ、アジアにインフレをもたらす契機として当面懸念されるのは、資金流出であろう。アメリカでは、景気回復期待や財政拡大による政府債務の増大見通しから、金利に上昇圧力が強まっており、これが国際的な資金移動を促す可能性がある。

メインシナリオとしては、①アメリカ当局が緩やかなペースで利上げを行うこと、②アジア各国・地域の外貨準備高が総じて積み増され、短期対外債務の圧縮が進んでいること、などを勘案すると、大規模な資金流出リスクは限定的と判断される(図表8)。もっとも、何らかのきっかけで通貨安がさらに進んだ場合、資金流出が強まる展開も排除できない(図表9)。いずれにせよ、これまでのような金融緩和局面は一巡し、今後はアジア各国・地域で為替動向をにらんだ金融政策をとらざるを得ない。

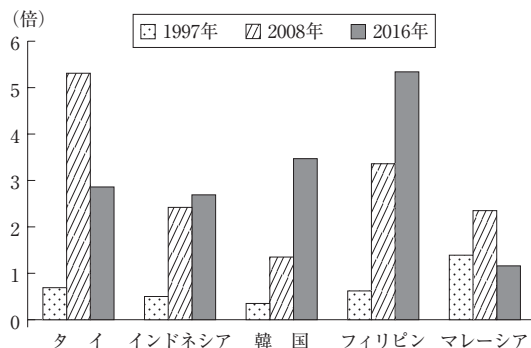
トランプ新政権の保護主義など、外部環境の不透明感が残存する状況下、内需、とりわけ民間部門の持続的な拡大を実現させていくことは、短期的な景気回復のみならず、アジア経済の中長期的な発展にとっても不可欠な取り組みである。政策当局による難しいかじ取りが続くと予想される。

(4) 地域経済連携への対応にも要注目

2017年以降のアジア経済においては、域内の各国・地域が参加する経済連携の進展、さらにはそうした地域経済連携への対応スタンスが、中長期的な成長持続に向けた最大の注目ポイントと位置付けられる(図表10)。

アメリカのトランプ次期大統領は、TPP(環太平洋経済連携協定)からの離脱を表明しており、現行

(図表8) 外貨準備の短期対外債務残高比

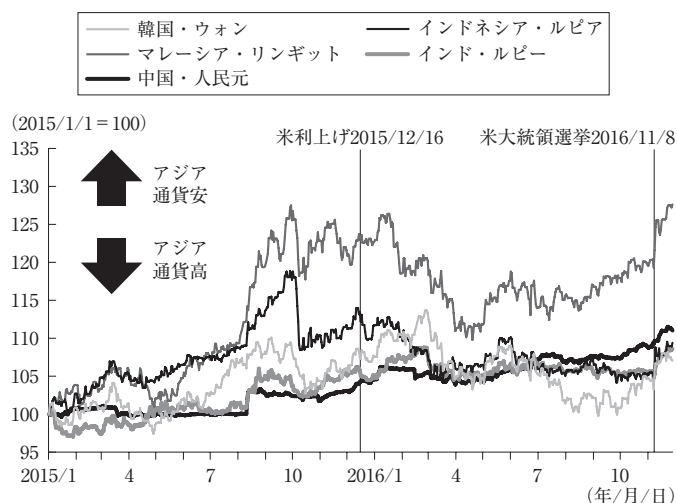


(資料) 各国統計、CEIC (原資料は世界銀行“World Development Indicators”)

(注1) 外貨準備の短期対外債務残高比=外貨準備高/短期対外債務残高。

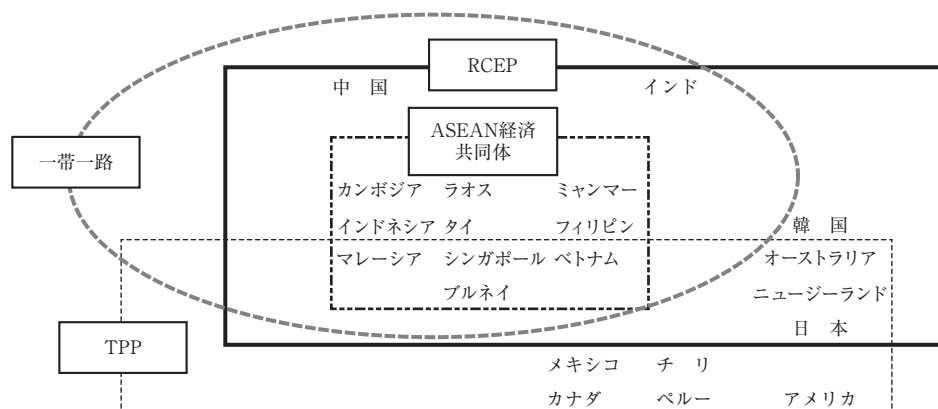
(注2) 2016年は6月末(外貨準備高は最新月末)時点のデータで算出。

(図表9) アジア通貨の対米ドルレート(2015年~)



(資料) Bloomberg L.P.

(図表10) アジアを取り巻く経済連携枠組み



(資料) 各種報道

(注) 一带一路の参加国は明文化されていないため、一般的な見方(中国を含む65カ国)に基づいて表示。

条件下でのTPPの発効は事実上不可能となった。中国に対する45%の関税など、過激な保護主義の実行は控えるとみられるものの、アメリカ主導による貿易拡大の枠組み作りがアジアで後退するのは確実視される。一方、アメリカが参加していないRCEP（東アジア地域包括的経済連携）やアジア各国・地域間のFTA（自由貿易協定）は、市場開放に対する内外の激しい抵抗を受けつつも、中長期的なメリットを重視し、その実現あるいは拡充に向けた交渉は継続される。この結果、一带一路をはじめ、中国主導あるいは提唱の地域経済連携枠組みの求心力が高まろう。

成長持続の観点から、地域経済連携を推進すること自体は適切な政策判断である。しかしながら、域内への輸出拡大に依存し過ぎるあまり、国内産業の高度化や輸出品の高付加価値化、輸出先の多角化といった短期間な成果を見込めない取り組みを疎かにすれば、持続的な成長力強化には結び付かない。大規模な自然災害や政治的な混乱を契機に、アジア全体のサプライチェーンが断絶し、他の国や地域にも経済的な損失が波及するデメリットへの対応も一層重要となる。

地域経済連携のメリットを享受しつつも、そのリスクやデメリットへの対応にも万全を期すこと、産業構造の高度化やインフラ整備などを着実に進展させていくこと、アジア経済にとって、こうした取り組み姿勢こそが「中所得国の罠」に陥らず、中長期的な成長を続けていくための必須条件といえる。

主任研究員 佐野 淳也

(2016. 12. 16)

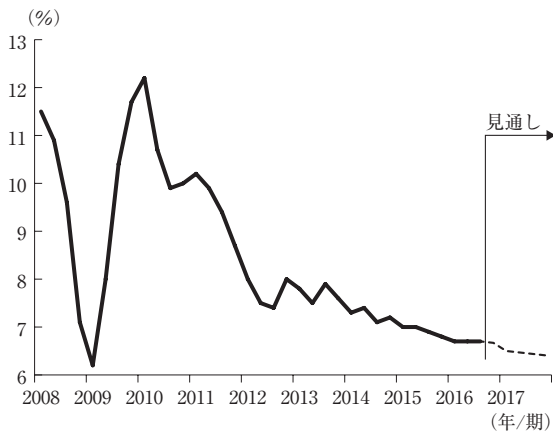
2. 中国経済

(1) 景気減速は一服

2016年7～9月期の中国の実質GDP成長率は前年同期比+6.7%と、2四半期連続で前の期から横ばいで推移し、春先まで続いた景気減速の動きが一服している(図表11)。

この背景には、以下の3点が指摘できる。第1は、自動車販売の拡大である。7～9月期の自動車販売台数は前年同期比24.9%増と、4～6月期の同10.2%増を大きく上回った(図表12)。当局は、排気量

(図表11) 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

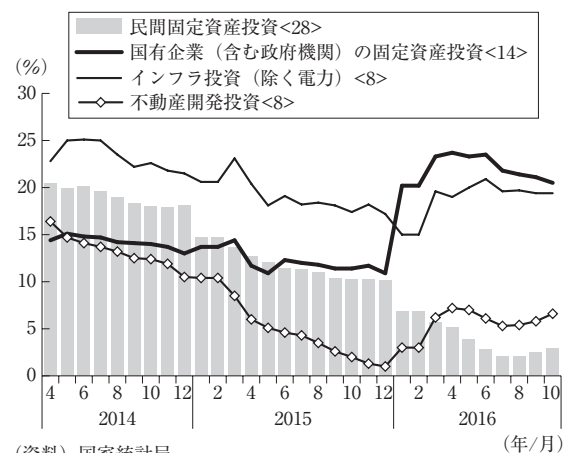
1,600cc以下の小型車の取得税率引き下げ (10%→5%) を2016年末までの時限措置と発表していた。2017年に入れば、減税措置が廃止されるとみられていたなか、駆け込み需要が発生した。

これにより、7～9月期の自動車産業の付加価値額は前年同期比22.3%増と、4～6月期の同11.6%増から増勢が大きく加速した。自動車産業の付加価値額は経済全体の約2.5%であることを踏まえれば、その生産拡大により7～9月期の実質成長率は0.6%ポイント、4～6月期には同0.3%ポイント押し上げられたと試算される。

第2は、住宅販売の拡大である。中国人民銀行は2014年11月以降、政策金利を6回、預金準備率を5回引き下げたほか、インターバンク市場で積極的に資金を供給してきた。企業が借入拡大に慎重な姿勢を保つなか、金融機関は住宅ローンの拡大に注力した。この結果、7～9月期の住宅販売床面積は前年同期比24.9%増と、2015年通年の前年比6.9%増と比べても急拡大しており、10月入り後も好調を維持している。

第3は、公共部門の投資拡大である。急減速する民間投資の穴を埋めて景気をてこ入れするため、1～10月の国有企業 (含む政府機関) の固定資産投資は前年同期比20.5%増と、2015年の前年比10.7%増から急加速している (図表13)。電力・ガス・水道や水利、教育などの分野で固定資産投資が急増している点を踏まえれば、国有企業や政府機関が投資を大幅に拡大している可能性が高い。鉄道や道路を中心としたインフラ投資も同19.4%増と、2015年通年の前年比17.2%増から加速している。

(図表13) 固定資産投資 (年初累計、前年比)



(資料) 国家統計局

(注) < >はGDP2015年に占めるシェア、重複計上あり。

(2) 2017年入り後に再減速

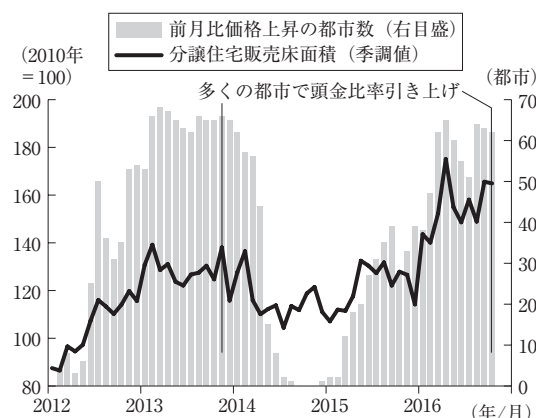
もともと、このまま成長率が底入れする可能性は低い。まず、2017年には購入刺激策の効果が弱まり、自動車販売の増勢鈍化が見込まれる。前回の小型車減税措置は2009年1月から2010年末であったが、当時の自動車販売台数の実績を振り返ると、2010年後半に駆け込み需要から前年同月比20%超の伸びとなったものの、2011年入り後には伸び率が大きく低下し、減税措置の終了に伴う反動が発生した。今回、当局は12月に小型車減税措置を2017年末まで延長すると決定した一方、取得税率を5%から7.5%に引き上げると発表した。こうしたなか、前回ほどではないものの、購入刺激策の効果剥落によって需要は落ち込むとみておく必要がある。

次に、急増している住宅販売も、相次いで抑制策が打ち出されたことなどをを受けて、頭打ちになる公算が大きい(図表14)。9月の住宅価格は主要70都市のうち63都市で上昇し、不動産市場は過熱状態にある。前年同月と比べると、上海が+39.5%、深圳+34.5%、北京+30.4%と、いずれも3割超上昇した。

こうしたなか、9月30日から10月9日の間に、北京や上海をはじめとする沿海から内陸までの計20都市において、ローンの頭金比率引き上げ等の住宅価格抑制策が発表された。その結果、10月に住宅価格が上昇した都市の数は62都市と前月から1都市減少し、45都市で上昇率が低下した。北京では、10月の住宅販売床面積(季調値)が前月比▲7.8%減少したほか、住宅価格も同0.6%の上昇にとどまり、上昇率は9月から▲4.3%ポイント低下した。同様の抑制策が打ち出された2013年のケースをみても、同年11月に多くの都市が頭金比率引き上げ等を発表した後、程なくして住宅需要が減少し、住宅価格下落の動きが全国に拡大した。今回も、先行きの住宅販売は頭打ちとなり、住宅価格の上昇にも歯止めがかかる可能性が高い。

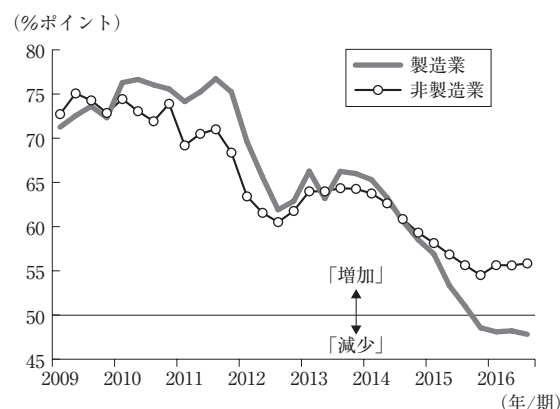
さらに、民間企業は過剰債務の解消に向け、債務返済に充てるキャッシュフローを捻出するため、設備投資を抑制する公算が大きい。1~10月の民間固定資産投資は前年同期比2.9%増と、2015年通年の伸び率と比べると▲7.2%ポイント低下した。この背景には、過剰設備・過剰債務を抱える状況のなかで企業は新たな投資に慎重になったことを指摘できる。実際、中央銀行の調査によると、設備投資目的をはじめとする企業の資金需要は大きく低下していることが確認できる(図表15)。

(図表14) 住宅販売と価格上昇都市数



(資料) 国家統計局「全国房地產開發投資和銷售情況」、「70大中城市住宅銷售價格變動情況」
(注) 住宅販売床面積は日本総合研究所が季節調整。

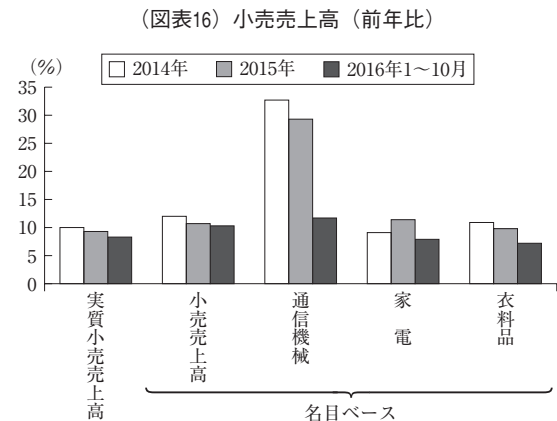
(図表15) 企業の資金需要DI(季調値)



(資料) 中国人民銀行「銀行家問巻調査報告」
(注1) 資金需要DIは「資金需要増加」-「減少」+50。調査対象は全国約3,100の銀行、日本総合研究所が季節調整。
(注2) 非製造業は電力・ガス・水道などの公共投資を含む。

企業債務の対GDP比が日本のバブル期を上回り、元利支払い負担、バランスシート調整圧力が大きい
ため、企業の債務削減姿勢はそう簡単に解消しない。企業は引き続き借入拡大に慎重になる見通しで、
当面は民間投資の力強い回復は期待薄である。

企業部門における構造調整の持続は、消費抑制の動きにつながると見込まれる。まず、雇用環境が一
段と厳しくなる可能性が高い。10月10日には地方政府管轄の地方国有企業である東北特殊鋼が債務超過
により破産手続きに入った。地方政府は生産設備
や人員のリストラに対する数値目標を設定するよ
う求められているため、今後、民間企業のみなら
ず地方国有企業においても設備や人員のリストラ
の動きが強まるとみられる。企業収益の鈍化から、
所得環境も徐々に悪化している様子もうかがえる。
1～9月の全国一人当たり実質可処分所得の伸び
率は前年同期比6.3%増と、2015年通年の同7.4%
増から減速している。1～10月の実質小売売上高
は前年同期比8.3%増と、2015年通年の前年比9.3
%増から▲1.0%ポイント低下したが、雇用に対
する将来不安と所得の伸び鈍化を背景に、先行き
も減速基調が続くと見込まれる（図表16）。



(資料) 国家統計局「社会消費品零售総額」「居民消費価格」
(注) CPIで実質化。

一方、輸出に景気の牽引役を期待することも難しい。輸出額は2012年から2014年末にかけて増加した
ものの、その後は減少傾向である。とりわけ、ブラジルやロシア、南アフリカなどの資源国向け輸出が
大きく減少した。先行きも、不安定な資源価格や世界的な通商政策の保護主義化が懸念される。とりわ
け、米トランプ新政権の通商政策が最大の懸念材料である。アメリカ向け輸出のシェアは18%（2015
年）にのぼるため、公約通り高い関税を設定されると、中国にとって極めて大きなダメージになる。ア
メリカ向け輸出額のうち繊維・玩具・履物、電気機械、産業用機械は、それぞれ全体の26.9%、23.3%、
23.3%とウェートが高いため、とくにこれらの分野に悪影響が及ぶとみられる。

以上のように、公共部門の投資は拡大するものの、内外需要の低迷から景気を大きく押し上げるには
至らず、2016年の実質成長率は6.7%、2017年は6.5%と、減速傾向が続くと見込まれる。

(3) 景気上振れの可能性も

他方、サブシナリオとして、不動産市場の過熱状況
が続き、景気が上振れる展開も考えられる。中国人民
銀行は高水準の企業債務・不良債権のコントロールを
重視しており、不動産市場に緩和姿勢で対応する構え
をみせている。11月8日に中国人民銀行が発表した
「2016年第三季度中国貨幣政策執行報告」では、金融
引き締めによる住宅価格抑制論に対して否定的な見解

(図表17) 中国貨幣政策執行報告の抜粋

(不動産価格抑制と人民元レートの安定化を重視した金
融政策が必要との見方に対して)
その議論は金融引き締めを主張するもの。それによ
り資産バブルを潰し、高い金利によって為替を安定化
させるとの考え。これは、危機型のデレバレッジに
至る恐れ。代償は極めて大きく、その過程はより痛み
を伴うもの。実際には、(景気が失速すると) 為替レ
ートを安定化させることも困難。

(資料) 中国人民銀行「2016年第三季度中国貨幣政策執行報
告」(2016年11月8日発表、p53)を基に日本総合
研究所作成

を強く表明した（図表17）。すなわち、強制的な不動産バブル潰しは、スパイラル的な信用収縮を発生させるリスクが大きいため、不動産価格の下落はむしろ警戒すべきと主張している。

このように、各都市が住宅価格抑制策を打ち出す一方で、中国人民銀行は住宅価格の過度の下落を容認しない姿勢という対立構造になっている。このため、住宅販売と住宅価格はさほど落ち込まず、不動産市場の過熱状況が長期化する可能性も排除できない。

副主任研究員 関 辰一

(2016. 11. 25)

3. インド経済

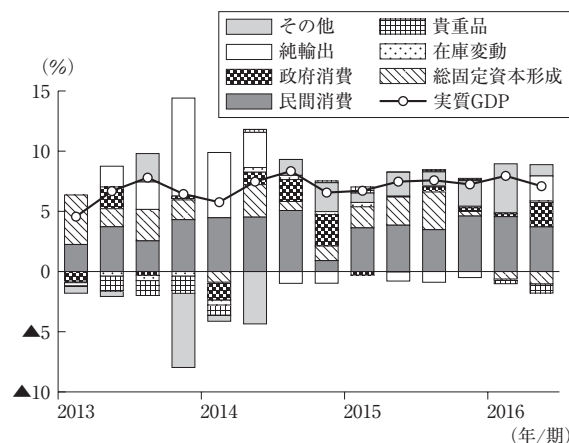
(1) 2016年度の成長率は+7.3%

インドでは、2016年7～9月期の実質GDPが、前年同期比（以下同じ）+7.3%と4～6月期（+7.1%）から小幅加速した。世界的に景気回復ペースの鈍化がみられるなかで底堅い成長が続いている（図表18）。民間消費や政府消費が成長を下支えしているほか、輸出も2四半期連続でプラスとなった。

もっとも、年度後半の高成長の持続性に対しては慎重な見方も広がりつつある。短期的なリスク要因として、11月8日に政府が発表した高額紙幣の廃止が懸念される。旧紙幣は翌日より使用できなくなり、銀行にいったん預け入れるか新紙幣に交換する必要があるうえ、1度の交換額に上限が設定されている。加えて、新紙幣の供給が行き届いておらず、経済活動に混乱を招いている。この政策は、資産の正確な把握による脱税防止や銀行口座の利用促進、ブラックマネーの捕捉などを目的としたものであり、中長期的に経済の押し上げ要因となる可能性はあるが、一時的に民間消費を抑制する懸念がある。

また、企業部門でも、力強さを欠く状況が持続している。設備投資の先行指標となる資本財生産が、2016年入り以降、減速傾向を強めているほか、設備稼働率も低位にとどまっている（図表19）。設備投資が低迷している背景には、生産や輸出の

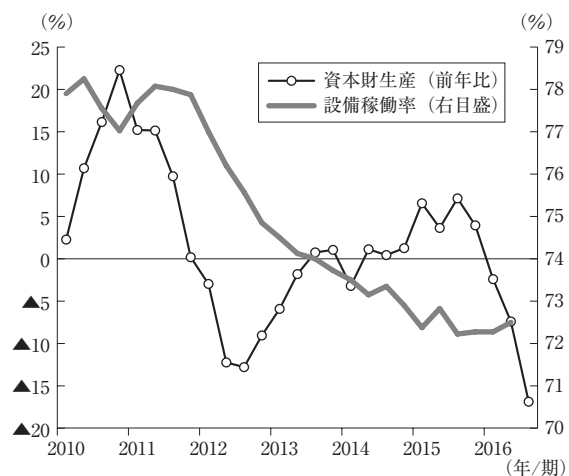
（図表18）実質GDP成長率（前年比）と需要項目別寄与度



（資料）統計計画履行省

（注）その他は統計上の不突合など。

（図表19）資本財生産と設備稼働率
（後方4四半期移動平均）



（資料）インド準備銀行、統計局

伸び悩みに加えて、国営銀行を中心とした金融機関の不良債権比率の高まりが挙げられる（図表20）。引当金の積み増しなどによって銀行収益は悪化しており、貸出の伸びも抑制されている。

しかし、堅調な内需に支えられて、回復の基調は崩れていないと考えられる。民間消費が堅調に推移している背景としてあげられるのは、第1に、CPI上昇率の低位安定である。政府の食料供給管理や、2016年のモンスーン期（7～9月）の雨量が過去2年を上回ったことによる農業生産の増加を受けて食品価格が安定したこと、原油価格が低位安定していることなどがその要因である（図表21）。第2に、インド準備銀行（以下、中銀）による政策金利の引き下げである。政策金利は2015年入り以降、6度にわたり引き下げられた結果（引き下げ幅は2015年9月に0.5%、それ以外は各0.25%）、2010年12月以来の低水準となっている。第3に、農業生産の回復に伴う農村部の所得上昇や公務員給与の引き上げを受けた所得環境の改善である。

7～9月期の乗用車販売台数が+17.9%となるなど耐久消費財も好調に推移しており、民間消費が成長のけん引役となる基調は変わらないとみられる。

以上を踏まえると、2016年度（2016年4月～2017年3月）の実質GDP成長率は+7.3%と前年（+7.6%）から小幅減速するものの、7%を上回る成長が続く見通しである。

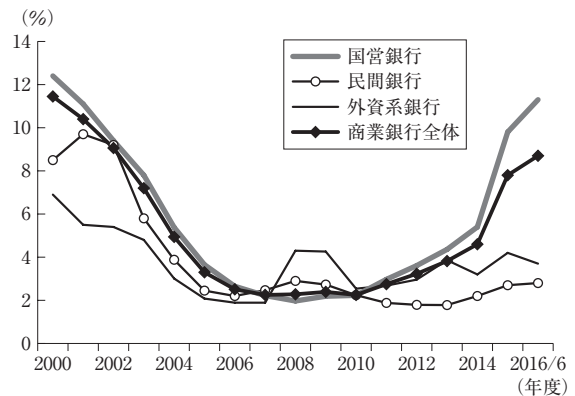
(2) 2017年度の成長率は+7.6%

2017年度のインド経済を展望すると、民間消費を中心とした内需をけん引役に底堅い成長が続き、実質GDPは+7.6%と前年を上回る見通しである。

民間消費は、2016年度が好調だっただけにやや伸びが低下する可能性はある。もともと、原油価格や食品価格の安定を受けて引き続き低いCPI上昇率が見込まれることに加え、農村部の所得の回復により、低迷していた地方の消費が拡大することも期待され、民間消費は総じて底堅い成長を続ける見込みである。

総固定資本形成は、政府により鉄道・道路・港湾などのインフラ投資が実施されるほか、好調な内需

(図表20) 銀行部門別不良債権比率

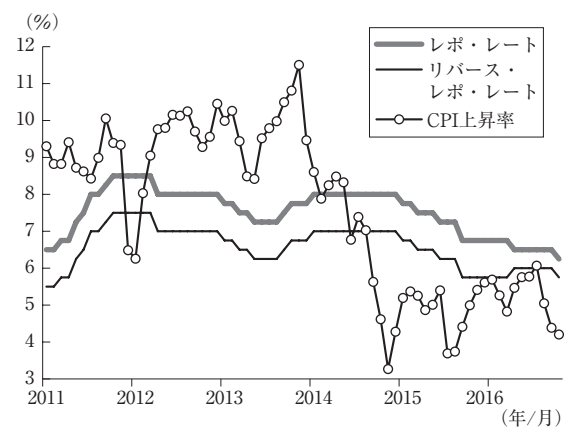


(資料) インド準備銀行「Financial Stability Report」[「SPEECHES-Banking sector Reforms (2016年8月24日付)」などを基に日本総合研究所作成

(注1) 年度は4月始まり（例：2000年度は2000年4月～2001年3月）。

(注2) 直近値は2016年6月末のデータ。

(図表21) 政策金利とCPI上昇率（前年比）



(資料) インド準備銀行、統計局

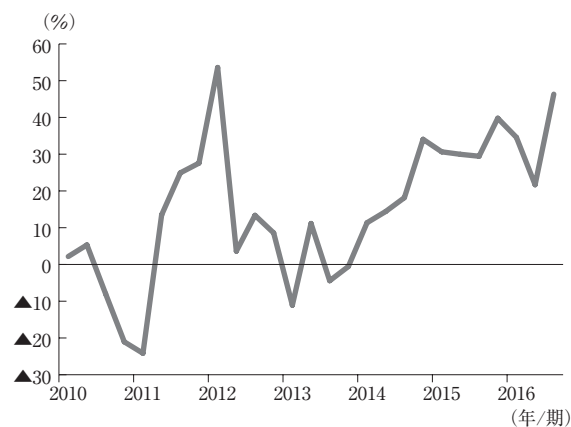
を背景に企業の生産が回復して投資マインドが持ち直しに転じることで、徐々に力強さを取り戻す公算が大きい。また、中長期的な成長期待やモディ政権による段階的な外資規制緩和を受け、インドへの直接投資は2016年4～9月に前年比+30%と大幅に増加しており、今後も直接投資の増加が成長に寄与するとみられる（図表22）。さらに、中銀の主導の下で不良債権処理が進められており、銀行貸出も回復に向かうことが期待されるため、企業の投資は緩やかながら持ち直すことが予想される。

輸出は、世界的な需要の落ち込みが緩和することで持ち直しが続く見込みである。もっとも、輸出がGDPに占める割合は25%程度であることや、一次産品価格の上昇ベースが緩やかであることを踏まえれば、輸出の回復による景気の押し上げ効果は限定的とみられる。なお、中期的には、国内インフラの整備、GST（物品・サービス税）の導入、多岐にわたる段階的な外資規制緩和などが直接投資の増加に寄与し、海外企業による輸出の増加につながるものが期待される。

中銀は、9月にパテル新総裁を迎え、10月には初の合議制となる金融政策委員会が開かれた。2015年以降、6度にわたり政策金利の引き下げが行われているが、利下げに慎重な姿勢を示していたラジャン前総裁とは対照的に、新総裁は景気下支えを重視する政策運営方針を打ち出している。パテル総裁にとって初となる会合では、全会一致で0.25%の利下げが決定された。足元のCPI上昇率は中銀のインフレ目標（2017年3月に+5%以下、中期的に+4±2%）を下回っており、先行きも政府の食料供給管理などによって食品価格の高騰が抑制されることで低下傾向をたどる、との見方を示している。加えて、会合後の記者会見では、ラジャン前総裁が1.5～2.0%とみていた実質中立金利の水準を、世界的な中立金利の低下などを背景に1.25%まで引き下げたため、一段の追加利下げ余地が生まれている。CPI上昇率がインフレ目標に収斂するという中銀の見方を踏まえれば、2016年度内に更に0.25%の利下げを行う公算が大きい。その後も、緩和的なスタンスを続けるものとみられる。

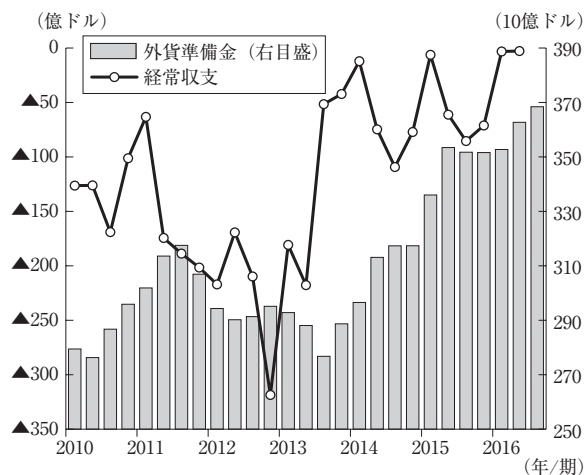
なお、足許で米国金利の上昇や米大統領選でのトランプ氏勝利に伴う不確実性の高まりを受けて新興国通貨の下落や資金流出が懸念されており、ルピー安基調が続いている。しかし、ル

（図表22）対内外国直接投資
（前年同期比、後方4四半期移動平均）



（資料）産業政策推進局

（図表23）経常収支と外貨準備金



（資料）インド準備銀行

ピー安によるCPI上昇圧力は限定的にとどまるため、中銀の金融緩和志向のスタンスは変わることはないと考えられる。また、貿易赤字の縮小を受けて経常収支の赤字が大幅に縮小していること、外貨準備が潤沢であること、などを踏まえれば、深刻な通貨・金融危機が発生する可能性も低い（図表23）。

2018年度は、企業部門の回復やモディ政権による改革の効果が徐々に顕在化してくることで、+7.7%の成長となる見通しである。以上のように、当面は経済の堅調な推移が見込まれる。もっとも、中長期的な景気拡大の足取りをより確かなものにするためには、8月に議会を通過したGSTの確実な導入などの法整備に加え、電力などのエネルギー分野や輸送網はじめとした事業環境の改善に向けた継続的なインフラ投資が不可欠である。

研究員 松田 健太郎

(2016. 11. 30)