

アジア経済見通し

調査部	アジア経済グループ長	野木森 稔
調査部	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. アジア総論

- (1) ベトナムを除くASEANとインドは苦しい展開
- (2) サプライチェーン再編がASEAN・インド経済復活のカギに
- (3) 財政・金融引き締めの中東アジア、緩和のASEAN・インド

2. 中 国

- (1) 景気は世界に先駆けて回復
- (2) 景気回復が続く見通し
- (3) 懸念材料も

3. インド

- (1) 2020年半ばから景気は持ち直し
- (2) 下振れリスクを抱えながらも景気回復が続く見込み
- (3) 高成長路線に復帰するには構造改革が不可欠

要 約

1. アジア各国・地域の景気は新型コロナの影響を受けた活動制限の緩和・解除、コロナ禍での特需により、回復局面入りしている。しかし、そのペースにはばらつきがあり、とくに、ベトナムを除くASEANとインドでは苦しい展開が続いている。2020年は、アジア経済全体で▲1.4%と、マイナス成長が見込まれる。2021年は、どの国も比較的高めの成長率が見込まれるが、2020年の落ち込みの反動に過ぎない。2020年7～9月期時点で中国、台湾、ベトナムのGDPはすでにコロナ前の水準を回復した一方、その他の国のGDPがコロナ前の水準に戻るのには2021年以降、なかでもインド、フィリピン、タイは2022年以降、と予想される。
2. 低迷するASEAN・インドで景気の好材料として期待されているのが、サプライチェーン再編による企業の生産拠点を移転である。しかし、コロナ禍での①中国生産の巻き返し、②直接投資の先送り、③ASEAN・インドでの経済低迷や社会混乱、などにより、ベトナムを除き、サプライチェーン再編の動きには逆風が吹く。そうしたなかでも、ASEAN・インド各国では、ビジネス誘致のための魅力を上げる政策、自由貿易協定の推進などが進展しよう。加えて、アメリカの対中強硬姿勢は当面変化がないと予想され、日本・韓国政府は企業のASEAN・インドでの事業拡大をサポートする意向である。中国からの生産移転先がベトナム以外に広がるか否かは、2021年のアジア経済を見るうえで大きな注目点である。
3. 中国では、①政府による早期の活動再開、②積極的な経済対策、③外需の持ち直し、を背景に、景気は日米欧に先駆けて回復した。今後も景気回復は続き、景気のけん引役は投資から消費へ移っていくとみられる。新たな経済発展モデル「双循環」を掲げる政府によって、ハイテク分野への手厚い支援が続く見込みである。2021年の実質成長率は、前年からの反動により+8.2%と高い成長が予想される。年ベースの成長率は大きく上下するものの、四半期ベースの成長率は、政府の政策を駆使した誘導もあり、ほぼ潜在成長ペース（5%程度）へ回帰すると見込まれる。
4. インドでは、段階的な経済活動再開に伴い景気は底打ちしたが、「封じ込めゾーン」に指定された地域での活動制限や州政府による独自のロックダウンが残り、全体の回復ペースは緩慢であり、足許ではスタグフレーションに対する懸念も燦る。2021年度は+11.0%と高い成長を見込むが、前年度の反動が要因である。先行きも、様々な下振れリスクが残るため、高成長路線に復帰できるかは、土地収用円滑化、解雇規制緩和、国営銀行経営効率化といった、これまで停滞していた改革を断行できるかがカギを握る。

1. アジア総論

(1) ベトナムを除くASEANとインドは苦しい展開

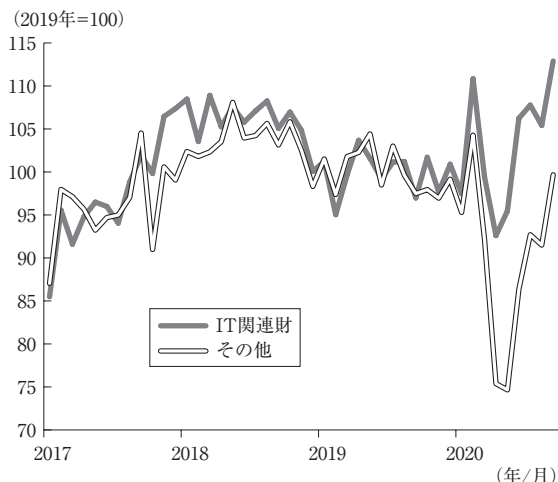
アジア各国・地域の景気は、2020年4～6月期にかけて新型コロナ感染拡大を受け急激に悪化した後、活動制限の緩和・解除を受けて底打ちし、コロナ禍での特需も寄与するなか、反発局面入りしている。

アジア各国・地域の新型コロナ感染状況とその対策は一様ではなく、中国や台湾など徹底的な封じ込めを目指す国もあれば、インドやフィリピンなど感染が収束する前に活動制限を緩和する国もあった。現時点でも、感染状況に違いはあるが、ある国は活動制限の必要性がないと判断する一方、ある国は活動制限の実施は経済活動維持の観点から困難と判断し、結果的にアジア域内のほとんどが緩和・解除の実施という共通した結論に至っている。また、新型コロナ禍による医療関連とIT関連の特需も続いている。前者は、マスク、医療用手袋、温度計等であり、主に中国での生産急増につながった。後者は、世界中で広がったテレワーク需要に対応するパソコンやサーバー、さらに半導体といったIT関連需要の増加であり、中国だけでなく、台湾、韓国、ベトナムなどの輸出を押し上げている（図表1）。

総じて、アジア経済は回復に向かっている。しかし、そのベースにはばらつきがあり、とくに、ベトナムを除くASEANとインドでは苦しい展開が続いている。7～9月期の実質GDP成長率（前年同期比）は、中国、台湾、ベトナムでプラスとなった一方、その他はマイナスとなり、フィリピンでは同▲11.5%と2四半期連続での2ケタマイナスとなった（図表2）。

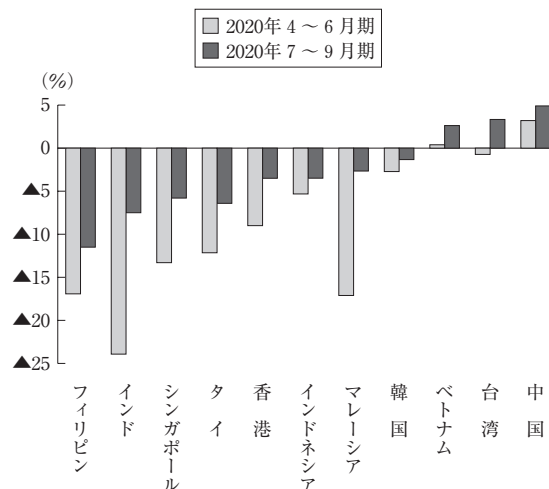
10～12月期以降も下押し要因が残り、ベトナムを除くASEANとインド経済の出遅れは続くと思われる。その理由としては、まず活動規制の後遺症である。インドネシア、フィリピンでは失業率が大きく上昇しており、直近はそれぞれ7.1%（8月）、10%（7月）と、2019年平均（5.12%、5.05%）に対し大幅に高い水準となっている（図表3）。また、インドでは感染者数が引き続き増加することで一部地域を「封じ込めゾーン」として残すなど、部分的ながらも活動制限が景気を下押しする国もある。

（図表1）アジア（除く中国）の輸出額
（ドルベース、季調済）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成
（注）IT関連財は台湾、韓国、香港、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム、シンガポール、インドの輸出における半導体・電子・電気機器が含まれる項目を抽出。

（図表2）アジア各国の実質GDP成長率
（前年同期比）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

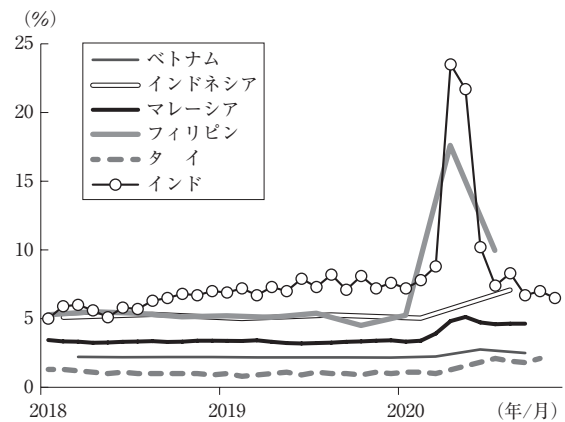
先進国の経済活動がコロナ前の水準を回復していないことを背景に、IT関連以外の需要が伸び悩んでいることも大きい。ベトナムを除くASEANおよびインドのIT関連財輸出のGDPに対する規模は、台湾やベトナムよりも小さく、その恩恵を受けにくいという事情もある。

これらに加え、社会情勢の不安定化も景気への重しとなる。タイでは、裁判所が2月に野党「新未来党」に対し解党命令を出したことを発端としたデモ、インドネシアでは、雇用創出オムニバス法（最低賃金、退職金、失業補償などの労働や投資といった11分野に関連する法律の改正）に対する労働組合の激しい抗議が続いている。マレーシアでは、ムヒディン首相の政治姿勢に対する議会からの反発が強まり、議会運営が難しい状況になるなど、政治の混迷が続いている。

以上を踏まえると、①活動規制の後遺症、②医療・IT関連以外の外需低迷、さらに、③社会・政治情勢の不安定化、により、出遅れている国々の回復ペースが上がらない状況は当面続く公算が大きい。ベトナムを除くASEANとインド経済の低迷を主因に、2020年はアジア経済全体で▲1.4%と、マイナス成長が見込まれる（図表4）。2021年は、どの国も比較的高い成長率が見込まれるが、2020年の落ち込みの反動に過ぎない。2020年7～9月期時点で中国、台湾、ベトナムの実質GDPはすでにコロナ前の水準を超えている一方で、その他の国々がコロナ前の水準に戻るのには2021年以降、なかでもインド、フィリピン、タイは2022年ごろと、かなりの時間を要すると予想される。

ベトナムを除くASEANとインドでは、株価も低迷した。2008年のリーマン・ショック時は、世界的な大規模金融緩和により過剰流動性が発生し、その資金は高成長が見込まれる新興国へ向かったが、今回は様相が異なる。2009年以降の局面では、先進国よりもアジアを含む新興国の株価指数が早く底打ちし、その後急速に上昇したが、今回はIT・医療関連の企業が多く上場している中国、韓国、台湾の株価は持ち直している一方で、インドネシアやタイでは低迷が続いている（図表5）。つまり、同じ流動性相場でも、2009年は資金流入先が新興国全般であったが、今回はIT・医療関連といった先端分野に限定して選別的に資金が流れ込んでいる。先端分野の成長が遅れるASEANやインドに対する成長期待はコロナ禍において弱いと言えよう。

（図表3）ASEAN・インドの失業率



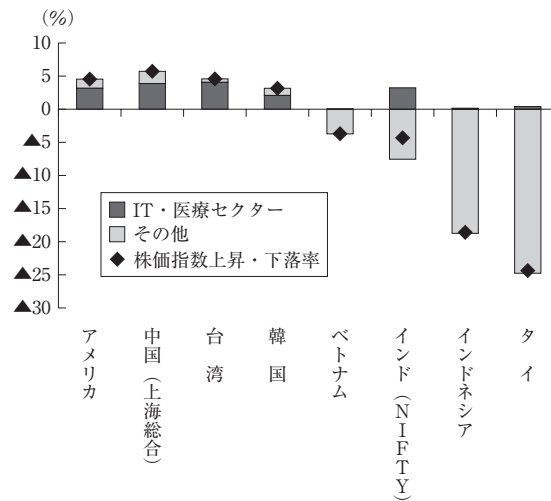
（資料）CEIC、CMIEを基に日本総合研究所作成

（図表4）アジア経済の成長率予測値

	2019年	2020年 (予測)	2021年 (予測)	2022年 (予測)
アジア計	5.2	▲1.4	7.4	4.8
北東アジア	5.5	1.5	7.5	4.7
中国	6.1	1.8	8.2	5.1
韓国	2.0	▲1.0	3.0	2.1
台湾	2.7	2.0	3.9	2.1
香港	▲1.2	▲6.0	2.7	2.2
東南・南アジア	4.9	▲6.1	7.2	4.9
ASEAN	4.8	▲3.3	5.7	5.0
タイ	2.4	▲6.3	3.4	2.9
マレーシア	4.3	▲5.2	6.4	4.5
インドネシア	5.0	▲1.4	5.4	5.2
フィリピン	6.0	▲9.4	8.1	6.1
ベトナム	7.0	2.7	7.2	6.6
インド(年度)	4.2	▲10.6	11.0	5.5

（資料）日本総合研究所作成

(図表5) アジアの主要株価指数2020年年初来騰落率
(10月末時点)



(資料) Bloomberg. L.P.、CEICを基に日本総合研究所作成
(注) IT・医療セクターの寄与はBloomberg. L.P.にてInformation TechnologyとHealth Careに属する企業の時価総額ウェイトから計算。マレーシア、フィリピンについてはセクター別の時価総額がないため除いているが、株価指数の年初来騰落率はそれぞれ▲7.7%、▲19.1%。

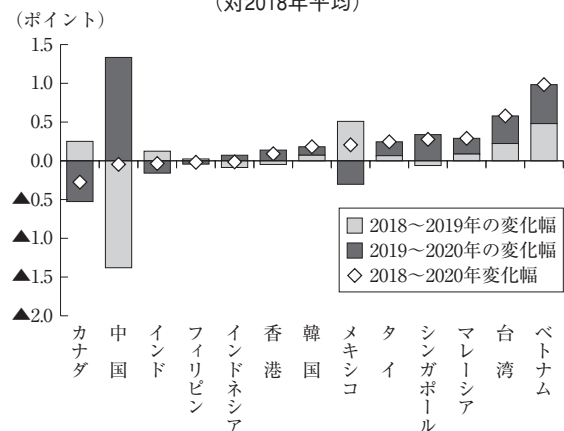
(2) サプライチェーン再編がASEAN・インド経済復活のカギに

以上のように、景気は底を打ったものの、ベトナムを除くASEANやインド経済については回復力が脆弱である。そうしたなか、景気押し上げ要因として期待されるのが、サプライチェーン再編による企業の生産拠点移転である。報道によれば、過去3年でアップルといったアメリカハイテク企業が生産拠点を中国からベトナム、インド、タイ、マレーシアへ移したなど、先進国企業を中心に中国拠点への生産偏重を是正する動きが強まっている。生産移転先の国では、対内直接投資の増加とともに、輸出競争力が高まり、さらには先端産業の強化につながる事が期待され、実際にベトナム経済は大きな恩恵を受けている。

しかし、ベトナムを除き、足許でサプライチェーン再編の動きは大きな逆風にさらされている。2019年以降のアメリカ、欧州、日本の輸入における国別シェアの変動をみると、ベトナムからの供給拡大が急速に進んでいる一方、それ以外のASEAN諸国やインド等の動きは小さい(図表6)。

この背景には、以下の三つの要因がある。第1に、コロナ禍における中国生産の巻き返しである。アメリカとの対立をはじめ中国での生産には逆風

(図表6) 日米欧の輸入国別シェア変化幅
(対2018年平均)



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成
(注) 日本、アメリカ、ユーロ圏の輸入の国別シェアが2018年比でどれだけ変化したかを計算。2020年は1~8月平均におけるシェア。

が強まっていたものの、実際のところは、欧米・日本の輸入における中国のシェアが足許にかけて急速に上昇している。前述のように医療関連とIT関連にはコロナ禍で特需が発生し、それが中国の巻き返しを加速させた。マスクをはじめ供給問題が生じた財は、もともと中国産シェアが高かったことが有利に働いた（注1）が、中国が短期間で世界中に供給できる体制を整えたことも確かである。

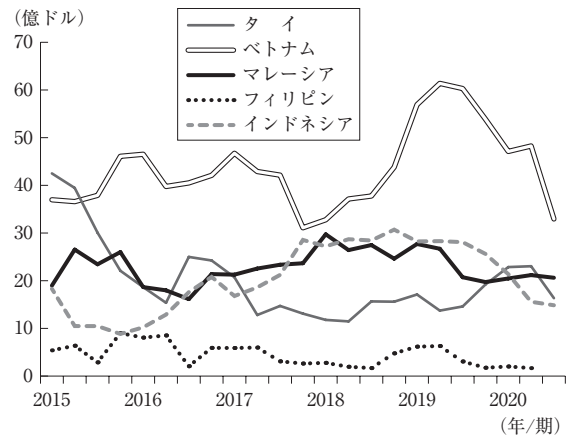
第2に、新型コロナが世界的に流行するなか、直接投資が先送りされていることも大きく影響している（図表7）。企業誘致を優位に進めるベトナムでも、2020年初から直接投資は伸び悩み、同国計画投資省は「外国人投資家が出張できず、投資決定の遅延や見直しに至る事例が起きている」としていた。ベトナムに限らず、コロナ禍で人の往来が難しくなるなかでは、既存生産ライン拡張など小規模な投資は進んでも、大規模な投資は当面鈍りがちとなろう。

第3に、上述した経済低迷や社会・政治混乱の影響が挙げられる。生産移転を考える企業も不確実性の高まる地域への進出は躊躇せざるを得ない。また、コストや効率性の面からグローバル戦略として地産地消を軸とする企業が多くなり（注2）、需要が落ち込む市場への進出は見送る企業が少なくないと考えられる。なお、ベトナムは低賃金、積極的な自由貿易協定（FTA）締結など、企業誘致で着実に優位性を強めていたところに、コロナ禍でこれらのメリットが際立ち、頭一つ抜け出す要因となっている。

こうした逆風に対し、ベトナムを除くASEANおよびインドとしては、今後、ビジネス誘致のための魅力を上げる政策、自由貿易協定の推進などを積極的に進めていくことが重要となろう。すでに、10月にインドネシアでは、海外からの投資誘致を目的とした雇用創出オムニバス法案が議会で可決された。さらに、11月にはRCEP（東アジア地域包括的経済連携）が合意されるなど、生産移転を計画する企業にとって重要なイベントが起きており、ビジネス環境改善に向けた追い風も吹いている。

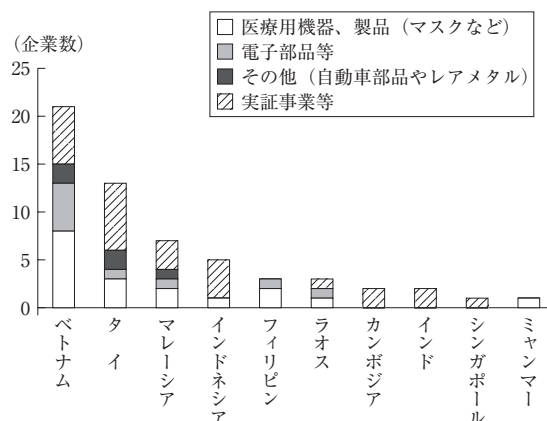
また、アメリカでは2021年1月に政権が交代するが、アメリカの対中強硬姿勢に変化はなく、とくにハイテク分野での米中対立は継続する可能性が高い。アメリカ企業の中国からの生産移転、サプライチェーン再編のチャンスは今後も広がると見ておくべきであろう。加えて、コロナ禍での医療関連製品で供給不足が生じたことを問題視した日本政府は、生産拠点見直しを支援する「海外サプライチェーン多元化等支援事業」に予算235億円を計上し、ASEAN・インドで複数企業の事業展開を後押しする構えである（図表8）。韓国でも「新南方政策」のもと、ASEAN・インドとの関係を強化する方針である（注3）。中国からの生産移転先がベトナム以外に広がるか否かは、今後のアジア経済の大きな注目点である。

（図表7）ASEANにおける製造業対内直接投資



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成
 （注）3 四半期後方移動平均。マレーシアとインドネシアは国際収支統計（BPM6）ベース、その他は登録、承認ベース。

(図表8) 日本のサプライチェーン多元化支援採択企業数



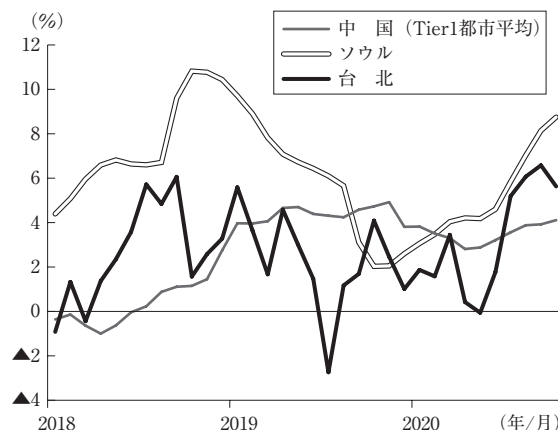
(資料) ジェトロを基に日本総合研究所作成
 (注) 第1回と第2回公募における採択事業者の合計 (1企業で2カ国の場合はそれぞれの国でカウント)。実証事業等は製品開発や流通・生産プロセスの実地検証などを含む。

(3) 財政・金融引き締めの中東アジア、緩和のASEAN・インド

アジア各国・地域の当局による政策対応も、短期の景気、さらには中期的な経済動向に影響することから、その動きが注目される。足許では、中東アジアとASEAN・インドで景気格差に応じて財政・金融政策スタンスにも違いが出ている。

中東アジアでは、総じて引き締め傾向がみられる。例えば、財政について韓国は2025年以降、政府債務残高と財政赤字をそれぞれ対GDP比で60%、3%以内に抑える財政規律順守の方針を10月に発表した。金融政策については、中国、韓国、台湾、ベトナムでインフレ率が低位ながらも不動産など資産価格の上昇が目立ち、先行き緩和を強化する可能性は低下している。実際、中国都市部、韓国のソウルや台湾の台北では足許で不動産価格が上昇傾向にある(図表9)。不動産サービス大手のJLLによれば、ベトナムのホーチミンでも2020年4～6月期のマンション価格が前年同期比+27.5%と大幅に上昇している。中国では政策金利の変更はないものの、すでに、短期の市場金利を高め誘導する形で引き締め方向の運営を開始している。なお、ベトナムでは、米財務省為替報告書で監視リスト入りするなど、アメリカとの貿易関係で緊張が高まっている。2020年に入り金融緩和が続いていたが、金融引き締めへ転じ、通貨安是正のスタンスを示すことにより緊張緩和を狙う可能性もあろう。

(図表9) 中・韓・台都市部での住宅価格指数 (前年同月比)

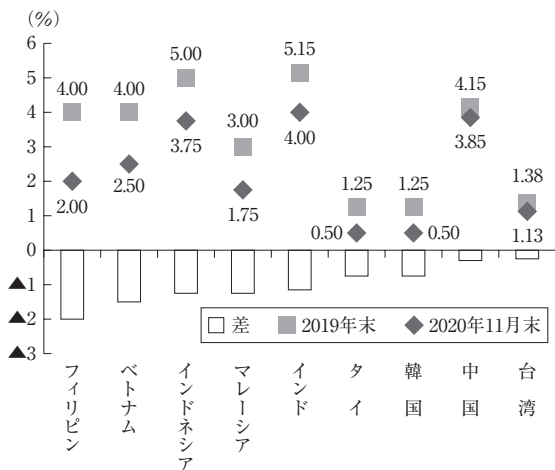


(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

一方、ベトナムを除くASEANやインドでは、逆の動きがみられる。まず財政政策では、インドネシ

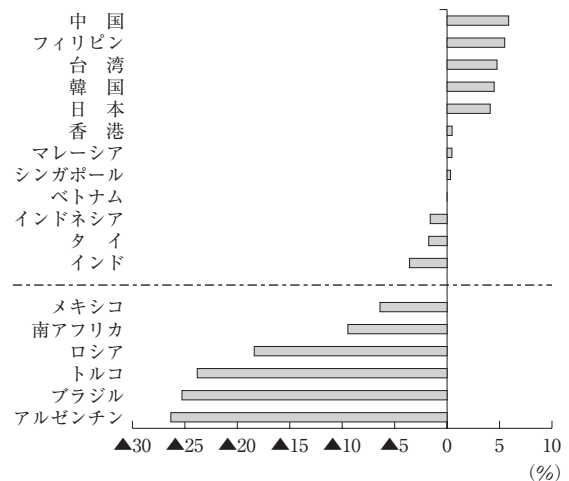
アが財政赤字をGDP比3%以内に抑える財政規律ルールを3年間棚上げすることを2020年3月に発表している。また、インドネシア政府は7月、中央銀行と国債の直接引き受けで合意し、約400兆ルピア（GDP比3.8%）の国債を中銀が直接購入する（注4）、といった、通常は禁じ手とされる手法にまで踏み込んでいる。金融政策についても、緩和を継続することが見込まれる。2020年前半に世界各国で利下げが集中的に行われるなか、インドネシアとフィリピンは11月にも追加利下げを実施するなど、年後半に入っても緩和姿勢を強めていた（図表10）。為替市場が比較的安定し、インフレ率も低位で推移していることが金融緩和余地を与えている（図表11）。インドはインフレ率が高止まり、積極的な金融緩和に動けない状態にあるが、インフレが沈静化すれば景気支援のために金融緩和に頼りたいというのが本音であろう（図表12）。

（図表10）アジア政策金利の変化



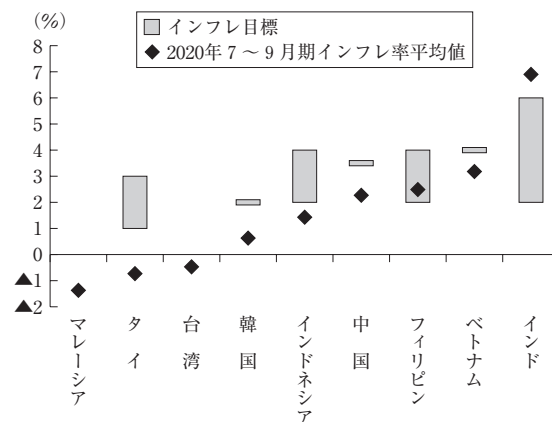
（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表11）各国の通貨騰落率（対米ドル、2020年年初来）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成
（注）2020年11月末時点。

（図表12）アジア各国・地域のインフレ率とインフレ目標



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成
（注）タイ、韓国、インドネシア、フィリピン、インドは中央銀行インフレ目標、中国、ベトナムは政府インフレ目標、マレーシア、台湾はインフレ目標が設定されていない。

このように対照的な政策スタンスが生まれており、短期的には財政・金融引き締めにより北東アジアでは景気減速リスクの高まり、逆にベトナムを除くASEANやインドでは財政・金融の緩和維持・拡大によって景気下振れリスクが軽減される可能性がある。ただし、2022年以降は、アメリカの量的緩和縮小など金融政策正常化が意識され、アジア通貨に対する下落圧力、さらに資本流出リスクが高まるといった事態も想定される。その場合、後者の方が中期的な経済・金融波乱リスクを抱えていることには注意する必要があるだろう。

(注1) 三浦有史 [2020]. 「コロナ後のサプライチェーンのあり方—脱「中国依存」は正解か」(RIM環太平洋ビジネス情報Vol.20, No.79) 参照。

(注2) アメリカ自動車メーカーのテスラは2019年10月から中国上海工場での生産を開始し、2020年上半期の中国国内EV車販売高がトップとなった。さらに2020年10月からドイツやフランス、スイスなど10カ国余りに輸出を開始し、地産地消型から輸出拡大に移行する一つの大きな例と言える。

(注3) 向山英彦 [2020]. 「米中対立下でASEANとの関係拡大を図る韓国—新南方政策でベトナム偏重は変わるのか」(RIM環太平洋ビジネス情報Vol.20, No.79) 参照。

(注4) さらに、中銀は利息の受け取りを事実上、辞退する。

アジア経済グループ長 野木森 稔

(2020. 12. 8)

2. 中国

(1) 景気は世界に先駆けて回復

中国では、2020年7～9月期の実質GDP成長率が前年同期比+4.9%と、2四半期連続のプラスとなった。コロナ禍を受けて中国経済は、1～3月期に四半期の統計がある1992年以降で初のマイナス成長に陥った後、日米欧に先駆けて回復している。

この背景として、以下の3点が指摘できる。第1は、政府による早期の活動再開指示である。中国政府は1月に厳しく経済活動を制限したものの、感染状況の管理を徹底したうえで、2月に活動再開に踏み切った。国有企業を中心に企業が操業の再開を急いだ結果、工業生産は早くも3月には前年並みの水準へ回復した。中国経済がコロナ禍から立ち直る初期段階では、需要サイドよりも供給サイドの回復が鮮明であった。

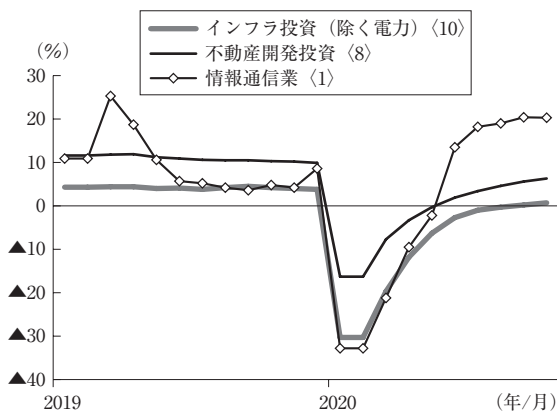
第2は、経済対策である。政府は景気てこ入れのため、2月にインフラ投資計画の前倒しを要請した。地方債発行枠を2019年から1.6兆元拡大して5Gや新エネルギー関連投資の財源を大きく拡充したほか、産業補助金も大幅に拡大した。5月の全人代では、企業向け社会保障費の減免や減税など雇用確保・資金繰り支援の原資を確保するために、2020年の財政赤字の対GDP比を3.6%以上とすることを決めた。

金融面では、2019年8月から新たな政策金利に位置付けられたLPR (Loan Prime Rate) を2月、4月に引き下げたほか、インターバンク市場で資金供給を拡大して市場金利を低めに誘導した。このほか、国有銀行の中小企業向け融資の拡大、企業の利払い延期などによって資金繰り難に直面する中小企業を支援した。

財政出動や金融緩和により、インフラや不動産、情報通信といった分野において投資の回復が顕著である。インフラ投資は、1～2月に前年同期比▲3割の水準まで落ち込んだものの、1～10月では前年

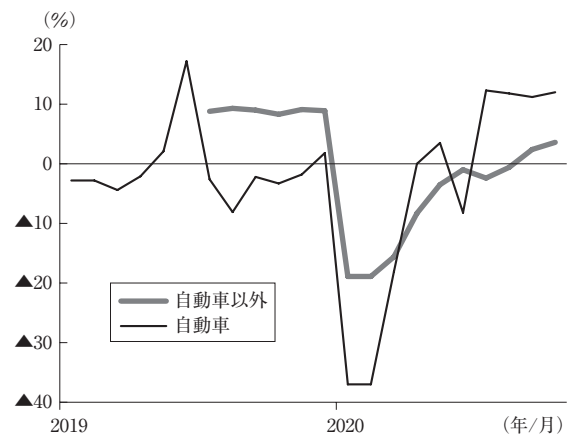
並みの水準へ持ち直した（図表13）。不動産開発投資や情報通信業の固定資産投資は、前年を大きく上回る水準へ回復した。自動車販売も10月の販売額が4カ月連続で2ケタ増となるなど好調を維持しているが、これも政策効果がプラスに寄与している（図表14）。もともと、外出制限で先送りされていた需要が顕在化したことに加え、公共交通機関を回避する動きなどがあったところに、政府が購入規制を緩和して購入補助金を打ち出したことが自動車需要をさらに刺激している。

（図表13）中国の固定資産投資（年初来累計、前年比）



（資料）国家統計局「全国固定資産投資」「全国房地產開発投資和銷售情況」
（注）〈 〉はGDPに占めるシェア。

（図表14）中国の小売売上高（前年比）



（資料）国家統計局「社会消費品零售総額」
（注）1月と2月は1～2月の合計。

第3は、外需の回復である。輸出は、海外の経済活動の再開や情報通信機器需要の拡大などを背景に、新型コロナ前を上回る水準へ持ち直した。コンピュータや周辺機器の輸出額は過去最高水準であり、繊維・玩具類も着実に回復している。

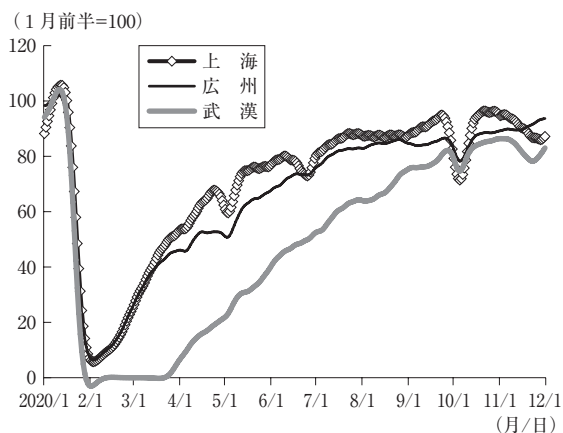
（2）景気回復が続く見通し

今後は展望すると、景気回復が続く見通しである。中国政府はワクチン開発を強力に進めており、大規模な実用化試験が行われている。現時点で、正式な承認に至る直前のフェーズにあるワクチンは5種類である。浙江省紹興市など一部の地方政府は、早くも住民のワクチン接種申請の受付を開始した。

足許の消費は回復傾向にあるものの、新型コロナの影響は残っている。新型コロナ前には前年同月比+8%前後のペースで増加していた小売売上高は、いまだに+4%前後の伸びにとどまっている。もっとも、今後、ワクチン開発の進展等を受けて、外出抑制が一段と緩和されれば、小売売上高は回復傾向が強まると見込まれる（図表15）。需要項目別のGDP寄与度をみると、7～9月期は総資本形成と純輸出に加え、最終消費もプラスに転換した（図表16）。先行き、新型コロナのマイナス影響が和らぎ、最終消費は一段と回復する見通しである。

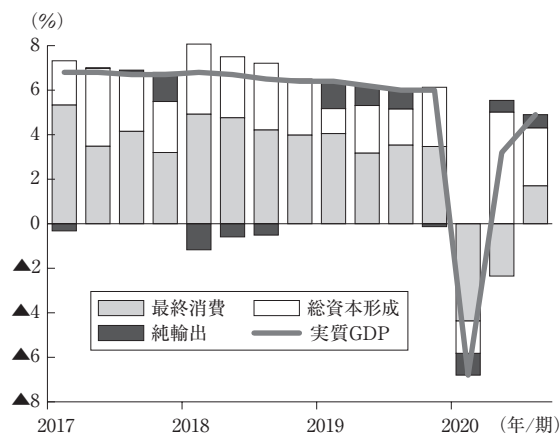
加えて、5Gや新エネルギー関連投資は、引き続き景気を下支えするとみられる。アメリカ政府が中国政府に対して産業補助金の抜本的な見直しを求めているものの、企業が政府から受け取った補助金は大幅に増えている。実際、2020年上半期における全上場企業4,019社の補助金総額は前年同期比+19.2%

(図表15) 中国の地下鉄乗客数 (HPフィルター)



(資料) Wind Database「地铁運客量」を基に日本総合研究所作成

(図表16) 中国の実質GDP成長率 (前年比)



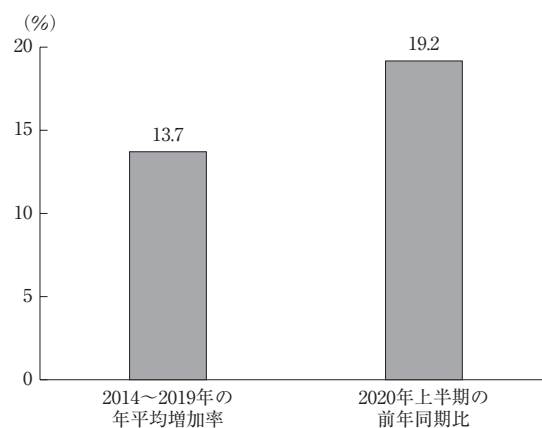
(資料) CEIC、国家統計局「国民経済計算」

と、2014～2019年の年平均増加率+13.7%から拡大している(図表17)。

新たに習近平政権が打ち出した経済発展モデル「双循環」は、政府によるハイテク分野への手厚い支援が続くことを示唆する。アメリカ政府が引き続き中国に対して厳しい姿勢で臨むとみられるなか、中国政府は補助金制度の拡充や新興国との関係強化によって、5G基地局に使われる半導体などの戦略的な物資の対米依存度を引き下げ、自給自足の強化(サプライチェーンの強靱化)に取り組む方針である。

一方、アメリカ政府が、さまざまな対中制裁を打ち出してきたが、中国景気へのマイナス影響は限定的と考えられる。米中摩擦下にもかかわらず、2019年の中国の名目所得は前年対比で1割近く増加した。また、対米輸出はアメリカが2018年に関税を引き上げる前の水準へ戻った。アメリカ政府は米企業からファーウェイへの部品輸出を禁止したが、5G関連は中国内で技術開発が加速していることを考慮すると、遅かれ早かれ他の中国企業がファーウェイに代わって、機器を供給するようになると見込まれる。

(図表17) 中国の産業補助金の増加率



(資料) 全上場企業4,019社の年報、WindDatabaseを基に日本総合研究所作成

(3) 懸念材料も

国内における懸念材料として、大手国有企業の社債デフォルトが挙げられる。10月にドイツのBMWと合弁を組む華晨汽車集団、11月に石炭大手の永煤集団、半導体生産大手の紫光集団の社債が相次いでデフォルトした。中国政府からの支援が望める大手国有企業の社債デフォルトが続くことは異例だけに、市場ではリスク回避のために国有企業への投資を手控える動きがみられる。現時点では、金融当局

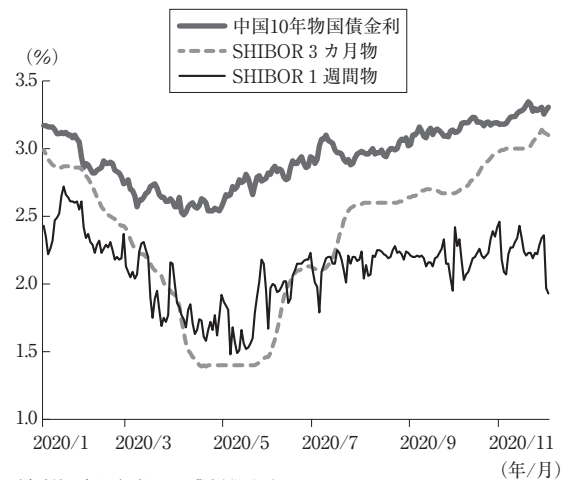
が直ちに連鎖的なデフォルトを回避する姿勢を示したことで、市場金利の急上昇は免れているものの、先行き企業再編や人員リストラは免れないことから、国有企業のデフォルト問題は、引き続き景気の押し下げ要因になると見込まれる。

また、中国当局は資産バブルの膨張を回避するため、世界に先駆けて金融政策を引き締め気味に運営している。短期金利の高め誘導によって、代表的な市場金利である銀行間貸出金利は、4月をボトムに上昇している。SHIBOR 3カ月物や10年国債利回りなど他の主要市場金利も上昇傾向にあり、金融当局はこうした状況を容認している（図表18）。過熱感の強い不動産セクターでは、住宅購入規制を厳しくすると同時に、不動産開発企業の資金調達条件を厳格化し始めた。こうした金融引き締めは、先行きの民間固定資産投資や不動産開発投資、住宅販売の重石となろう。

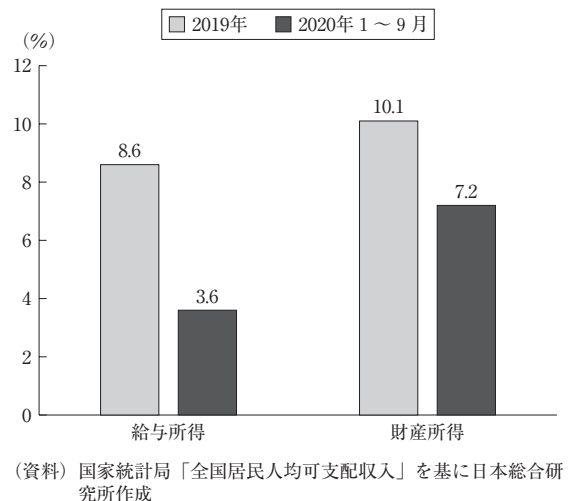
このほか、新型コロナによる格差拡大が景気回復の足かせになる恐れがある。2020年上半期における赤字国有企業数は、経済対策の恩恵を受けて前年同期比1割増にとどまる一方、赤字民間企業数は同3割増えた。民間企業の収益悪化を主因に、給与所得の回復は鈍い（図表19）。他方、金融緩和を受けた資産インフレによって、資産所得の回復は顕著である。可処分所得の中央値の伸び率も平均値の伸び率を下回る。新型コロナの流行によって所得格差は拡大した。こうしたなか、消費に二極化の動きがみられ、中低価格帯の財・サービスの需要回復は遅れている。衣料品や日用品の工場出荷価格（PPI）は、需要回復の遅れによって前年比マイナスとなった。CPI上昇率をみると、2019年12月に前年同月比+1.2%であったサービス価格は、2020年10月に同+0.3%まで低下した。他方、10月の高級車の販売台数は前年同月比+30%と、乗用車全体の同+8%を大きく上回った。高価格帯の財・サービスは、海外旅行支出の国内消費への振り替わりも追い風になり、急回復している。

以上を総じて先行きの中国経済を展望すると、2020年10~12月期の成長率は5.6%へ持ち直すと予想される。その結果、2020年は+1.8%成長になる見通しである。2021年は、前年の水準が低いため、その反動でやや上振れ、+8.2%成長になると見込まれる。年ベースの成長率は大きく上下するものの、

（図表18）中国の主要市場金利



（図表19）中国の給与所得と財産所得（前年比）



四半期ベースの成長率は、政府の政策を駆使した誘導もあって、ほぼ潜在成長ペース（5%程度）を維持するとみられる。

主任研究員 関 辰一

(2020. 12. 8)

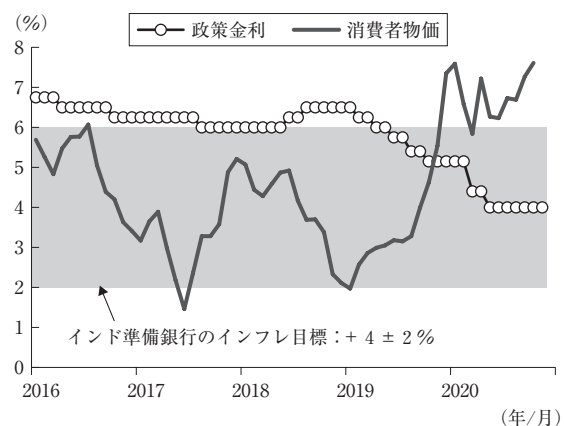
3. インド

(1) 2020年半ばから景気は持ち直し

インド景気は、新型コロナの感染拡大抑制に向けた厳格なロックダウンを主因に2020年春先にかけて急速に悪化した。その後、段階的な経済活動の再開に伴い景気は底打ちしたが、「封じ込めゾーン」に指定された地域での経済活動の制限や州政府による独自のロックダウンが長期化していることもあり、回復ペースは緩慢にとどまっている。その結果、2020年4～6月期の実質GDPは前年同期比▲23.9%と過去最大の落ち込みとなった。7～9月期は同▲7.5%とマイナス幅が前期から大きく縮小したものの、2四半期連続のマイナス成長となった。

物価動向についてみると、州間のサプライチェーンの寸断に伴う食料不足や、税収確保に向けた燃料税の引き上げなどを理由に、インフレ率がインド準備銀行の目標を上回る状況が続いている（図表20）。こうした状況下、インド準備銀行の金融政策は、各国の利下げに追随する形で2020年前半に政策金利を累計1.15%ポイント引き下げたものの、スタグフレーションに対する懸念が出てきたことを背景にその後は据え置きを続けている。8月後半以降、インド準備銀行は短期金利の引き上げを通じたインフレ抑制と長期金利の引き下げによる景気刺激を目指し、償還期間の長い国債を買い入れながら償還期間の短い国債を同額売却する、ツイストオペレーションを実施している。しかし、インドのインフレ率は食料価格に左右されやすいこともあり、これまでのところ同政策によるインフレ抑制効果は限られている。2020年のモンスーン期（6～9月）は例年対比良好な天候に恵まれたことから農作物の生産増加が食料価格の下落圧力をもたらしているが、他方でインド北西部および各国の蝗害（バッタの大量発生による農業被害）がインフレ圧力となっている。

(図表20) インドの政策金利（レポ・レート）と消費者物価（前年同月比）



(2) 下振れリスクを抱えながらも景気回復が続く見込み

先行きを展望すると、2020年秋口以降の国内感染の沈静化に伴う活動規制の一段の緩和や世界景気の回復を背景に回復基調が続くと見込まれる。2020年度（2020年4月～2021年3月）の実質GDP成長率は、年度前半の景気悪化を主因に前年度比▲10.6%と、大干ばつと第2次オイルショックの影響で景気が急

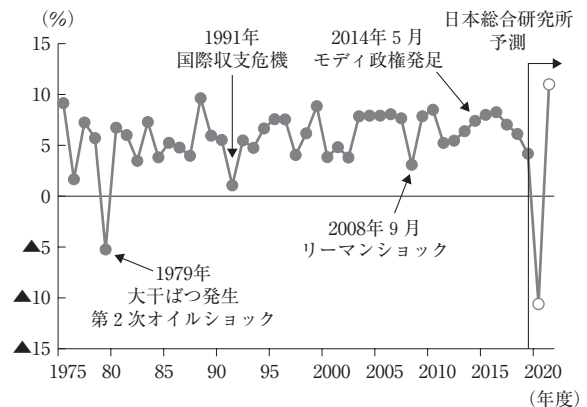
速に悪化した1979年度以来の落ち込みとなると見込まれる（図表21）。その反動が表れる2021年度は同+11.0%の高成長になると見込まれるが、以下を勘案すれば、下振れリスクがなお大きいと見ておくべきであろう。

まず、新型コロナのワクチンの開発・供給体制が確立するまでは医療体制のひっ迫リスクが続くからである。人口対比でみればインドの感染者数は依然として少ないものの、同様に人口当たりの病床数や医師数なども限られているため、諸外国よりも早い段階で医療がひっ迫する可能性がある。2020年秋口以降の新規感染者数の減少により医療体制の需給ひっ迫リスクは足許で低下しているものの、各国が経験しているような第二波・第三波が襲来すれば、医療体制がぜい弱な地域を中心にいわゆる「医療崩壊」が発生する恐れがある。

また、金融・財政政策の拡大を通じた景気押し上げも期待薄である。金融政策については、物価目標を上回るインフレを背景に追加的な金融緩和余地が限られる一方、これまでの景気悪化や個人・企業への経済対策として打ち出された債務の返済猶予措置などを背景とする金融機関のバランスシートの悪化により、金融システムが不安定化するリスクが高まっている。インド準備銀行は、2020年7月に公表した金融安定報告書で、商業銀行の不良債権比率が2021年にかけて10%台に上昇し、自己資本不足に陥る銀行が出てくるとの見方を示している（図表22）。商業銀行の経営環境が悪化すれば、商業銀行からの投融資に資金調達の大半を依存しているノンバンクの流動性リスクも高まる。そのため、ノンバンクのデフォルトをきっかけに、2018～2019年のように金融市場全体に信用不安が波及するなかで金融機関の貸出態度が厳格化し、資金供給面から経済成長が制約される可能性も否定できない。

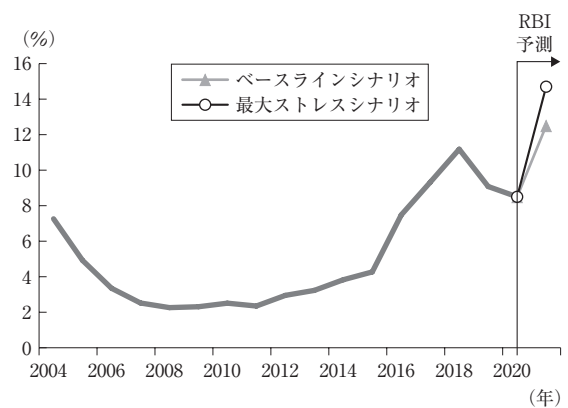
また、大幅な財政赤字を抱えるなか、財政面からの景気押し上げも期待できない。インドの一般政府の財政赤字や債務残高の対名目GDP比はアジア主要新興国のなかでも高く、財政健全化はかねて重要課題とされてきた。そのため、政府は大規模な景気刺激策の実施に慎重である。2020年5月に事業規模20兆ルピー（名目GDP比10%）の大型経済対策を策定した際も中小企業の融資に対する信用保証やインド準備銀行による長期資金供給オペなど、直接の財政支出を伴わない事業を中心に据えた。しかし、景気悪化に伴う税収減少により2020年度の財政赤字拡大は不可避の情勢である（図表23）。感染再拡大

（図表21）インドの実質GDP（前年度比）



（資料）Ministry of Statistics and Programme Implementation

（図表22）インドの商業銀行の不良債権比率

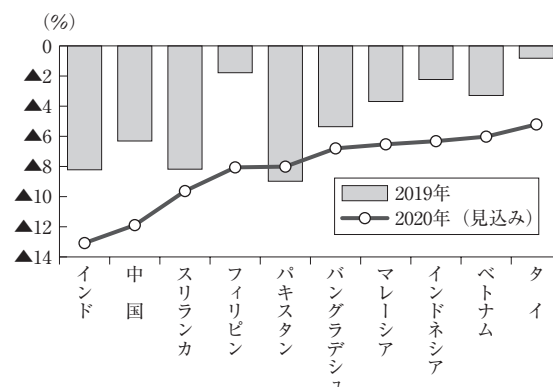


（資料）Reserve Bank of India

（注）各年3月値。ベースラインシナリオ・最大ストレスシナリオの2020年度の実質GDP成長率はそれぞれ▲4.4%と▲8.9%。

に伴う医療関連支出の増加、金融システムの安定向上に向けた国営銀行への大規模な資本注入、農家救済に向けた債務免除などにより、さらに財政が悪化するリスクもある。財政赤字の大幅拡大は国債市場の需給悪化を通じて金利上昇圧力をもたらし、投資や耐久財消費に下押し圧力をもたらし。また、歳出に占める利払い費の増加は、インフラ整備をはじめ、中長期の経済成長に必要な分野の歳出拡大に対しても逆風となる。

(図表23) アジア新興国の一般政府の財政収支
(対名目GDP比)



(資料) IMF “World Economic Outlook 2020 October”

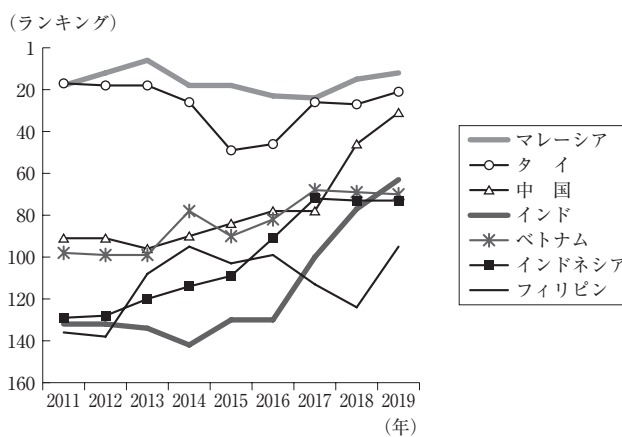
(3) 高成長路線に復帰するには構造改革が不可欠

様々な景気下振れリスクを抱える状況下、インドが高成長路線に復帰できるかは、コロナ禍を抜本的な変革の機会と捉え、これまで停滞していた分野の構造改革を加速させることができるか否かにかかっている。

2014年5月にモディ政権が発足して以降、政府はGST（財・サービス税）の導入を通じた税制簡素化、外資規制の緩和、各種行政手続きの簡素化、ブラックマネー対策の強化など、様々な経済改革を実施した。この結果、世界銀行のビジネス環境ランキングも2014年の142位から2019年に63位に急上昇した（図表24）。しかし、依然として多くの改革余地が残されている（図表25）。

まず、製造業誘致・雇用創出といった観点からは、土地収用の円滑化、解雇規制の緩和、州間で異なる複雑な労働法制の簡素化などの規制改革を進める必要がある。コロナ禍の企業の急激な業績悪化を受けて一部の州では解雇規制の緩和が実施されていたが、中央政府レベルでも労働関連法の統

(図表24) アジア新興国のビジネス環境ランキング



(資料) World Bank

合・改定に向けた改革の機運が高まっており、政府は2021年4月より新法を施行する方針を示している。中国の労働コスト上昇や米中対立の深刻化などを背景に、中国から東南・南アジアに生産拠点を移そうとする動きがみられるが、土地収用や解雇規制に関する規制緩和や制度の透明性向上が進めば、多国籍企業のインド進出への関心も高まるだろう。

サービス関連の分野では国内の零細小売業の保護のための厳しい外資規制、知的財産権の国際標準との乖離、特許審査期間の長さなどが、多国籍企業のインド進出のハードルとなっており、これらを分野の改革が進展するかが注目される。

この他、金融システムの安定性向上に向けて、国営銀行の経営改革やノンバンクへの当局による監督体制の高度化を進めていくことも重要である。

国営銀行については、財務体質の強化を狙って銀行

合併や公的資金の注入が実施されていたが、足許では民営化といったより抜本的な改革も進みつつある。また、銀行部門とともに、電力・農業分野への財政支援が近年の財政赤字拡大の一因となっていることを踏まえると、電力分野では送電ロス率の引き下げや盗電対策の強化による配電会社の収益改善、農業分野では農業生産性の向上を通じた農家の収入増加に向けた取り組み、などを加速させていくことも財政健全化を図るうえで重要である。

政治面では、国境問題を巡る中国に対する強硬姿勢やヒンドゥー至上主義の強まりを背景に、景気悪化にもかかわらずモディ政権に対する高い支持率が続いている。このような政治姿勢は、中国からの安価な中間財供給の阻害や宗教対立の深刻化といったリスクもはらむ一方、求心力の高さといったモディ政権のポリティカルキャピタルにもなっている。こうした安定的な政治基盤を活かして、持続的な経済成長に資する大胆な改革を成し遂げることができるか否かが、今後のインド経済の行方を左右するカギとなろう。

(図表25) インド経済に求められる取り組み

分野	具体的な取り組み
土地収用の円滑化	重要インフラの整備にかかわる土地収用の最低合意率の引き下げ（現在は民間プロジェクトでは所有者の80%、PPP（官民連携方式）では70%） 土地収用時の補償額見直し（現在は都市部では市場価格の2倍、農村部では4倍）
解雇規制の緩和	従業員の解雇に際して州政府の許可が必要な工場の基準緩和（現在は一部の州を除き100人以上の雇用者を有する工場の閉鎖や従業員の解雇には州政府の許可が必要）
サービス業の規制緩和	外資規制緩和（現在は総合小売の出資上限は51%） 投資付随条件の緩和（総合小売の最低投資額は1億ドルで3割を国内の小規模企業から調達する必要）
労働法制の簡素化	州ごとに異なる労働関連規則の統合・簡素化
国営銀行改革	小規模銀行の合併、民営化、サービスのデジタル化、などによる経営効率化を通じた不良債権抑制
ノンバンク改革	流動性規制の厳格化、インド準備銀行の監督体制の強化
電力改革	発電市場への民間参入促進による発電効率化 送電インフラの高度化や盗電対策を通じた送電ロス率の引き下げ
農業改革	農業器具やITの活用を通じた生産性向上（現在は最低買取価格の引き上げや債務免除などによる農家支援が中心）

(資料) 各種資料を基に日本総合研究所作成

副主任研究員 熊谷 章太郎

(2020. 12. 8)