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 主任研究員 熊谷 章太郎

目 次

1. アジア総論

- (1) 2022年は安定成長へ
- (2) アジア発の供給問題とグローバル・インフレリスク
- (3) アジア地域の不確実性を高める米中対立の再燃

2. 中国

- (1) 電力不足や活動規制の強化により景気は減速
- (2) 投資拡大や電力不足の解消などで景気は持ち直しへ
- (3) 軟着陸に向かう不動産市場
- (4) 景気下振れリスクは残存

3. インド

- (1) 感染沈静化を背景に夏場以降の景気は持ち直し
- (2) 景気回復基調が強まるのは2022年以降
- (3) 様々な下振れリスクが残存

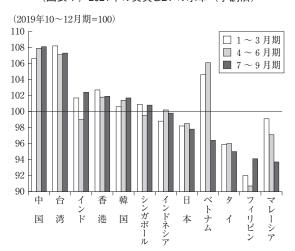
- 1. 2021年のアジア経済の実質成長率は、新型コロナの感染拡大で大きく悪化した前年の反動もあり、2021年は前年比+7.1%の高成長となる見込みである。先行きについては、厳しい外部環境のなか、外需の力強さや財政金融政策面からの一層の後押しが期待できないものの、厳格な活動規制の回避と中国経済の安定化が成長に寄与すると見込まれる。2022年のアジア経済の実質成長率は2021年から鈍化するものの、同+5.4%と安定成長が予想される。
- 2. しかし、新たな変異株の出現を含め様々な下振れリスクには警戒が必要である。とくに、アジア発の供給問題はグローバルなインフレ加速を助長する一因となっている。アジアにとって最悪シナリオの一つは、その供給問題が先進国、とくにアメリカの金融引き締めペースを加速させることである。その場合、国際的な流動性の縮小をもたらし、アジア金融市場の混乱、ないしはその対応策としての利上げにつながることで、アジア景気回復の勢いが削がれる可能性がある。
- 3. 2022年は政治面のリスクにも注意する必要がある。アメリカと中国の間では、中国国内産業への補助金に関する対応が含まれる「第2段階合意」についても協議が開始され、米中対立が再燃する可能性が高い。これは両国に関連したビジネスの不透明感を高め、企業による投資の消極化などアジア経済全体を下押しする可能性がある。
- 4. 主要国をみると、中国経済では、電力不足、活動規制の強化、不動産市場の調整などを背景に2021年夏場に大きく減速した。しかし、今後については、政府のスタンス修正を映じた投資拡大に加え、電力不足の解消も見込まれるため、減速局面から早晩抜け出す見通しである。2021年の実質成長率は+8.0%と、前年の反動で高めとなる見通しであり、2022年は潜在成長率並みの+5.4%成長に落ち着くと見込まれる。
- 5. インドでは、活動規制の一段の緩和に伴う景気拡大が続き、2022年度の実質成長率は+6.9%と、 比較的高い伸びを見込む。ただし、2022年度入り後も下振れリスクの多い状況が続くと見込まれる。 とりわけ、米利上げ、不良債権問題、財政削減圧力といったファクターを注視していく必要がある。

1. アジア総論

(1) 2022年は安定成長へ

2021年のアジア経済は総じて回復基調が続いたが、そのペースは国・地域ごとで大きくばらついた。 とくに、インドでは4~6月期、ASEANではベトナムを中心に7~9月期に新規感染者数が急増した ことから、経済が一時的に悪化した(図表1)。これらの国では、2021年の実質成長率は当初に想定さ れたものよりも大きく下振れ、ASEAN5(タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム) は+2.9%(2020年12月時点の当社見通し+5.7%)、インドは+9.0%(同+11.0%)となる見込みである (図表2)。一方、北東アジアも同様に感染再拡大による活動規制の悪影響はあったものの、好調な輸出 などに押し上げられ、2021年は+7.6% (同+7.4%) と、若干の上振れが見込まれる。

(図表1) 2021年の実質GDPの水準(季調済)



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

(図表2) アジア経済成長率予測値

(%)

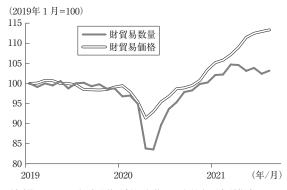
	2020年	2021年 (予測)	2022年 (予測)	2023年 (予測)
アジア計	▲0.7	7.1	5.4	5.6
北東アジア	2.0	7.6	5.0	4.9
中 国	2.3	8.0	5.4	5.3
香 港	▲ 6.1	6.5	2.2	2.1
台 湾	3.1	5.8	2.8	2.5
韓国	▲0.9	3.9	2.4	2.4
ASEAN	▲3.6	2.9	5.2	5.4
タイ	▲6.1	1.0	2.1	3.3
マレーシア	▲5.6	3.1	6.1	5.5
インドネシア	▲ 2.1	3.5	5.2	5.5
フィリピン	▲9.6	4.8	6.0	6.2
ベトナム	2.9	1.2	8.3	7.0
インド (年度)	▲ 7.3	9.0	6.9	7.9

(資料) 日本総合研究所作成

2022年については、2021年に比べて外部環境は厳しくなる見込みである。まず、世界の財貿易取引数 量は足許で頭打ち傾向にあるなど、そのけん引役であったアジアの輸出もこれまでのように速いペース の増加を維持することは難しくなっている(図表

3)。背景には、先進国におけるコロナ禍からの 財需要の急速な回復が一巡したことに加え、供給 不足や資源高を背景に貿易価格が上昇し、需要を 下押ししていることが挙げられる。加えて、米連 邦準備制度(FRB)は、2021年11月後半にテー パリング(資産買い入れ縮小)開始を決定し、 2022年内の利上げも視野に入れている。アメリカ の利上げペースは、基本的には半年に1回程度の 緩やかなものになると見込まれ、アジア金融市場 への影響は限定的にとどまるとみられるものの、

(図表3)世界財貿易取引の数量と価格

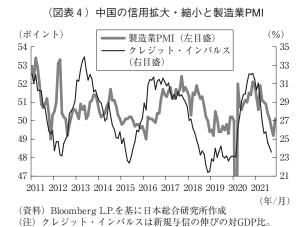


(資料) オランダ経済政策分析局を基に日本総合研究所作成

アメリカの金融政策の正常化が進むことで、アジア各国・地域の当局にとっては追加金融緩和、さらに は大規模な財政拡張で経済を支える余地が狭まることになる。

しかし、以下の二つの要因により、成長率は鈍化するものの、アジア経済は安定成長を遂げると予想される。第1に、ワクチン接種の進展を背景に、2020~2021年に見られたような厳格な活動規制等の措置は回避される可能性が高いことである。例えば、2021年秋口にかけての厳しい措置で急激な景気悪化を経験したベトナムでは、10月に感染リスクのレベルに応じた活動規制を新たに設定し、貨物輸送などはレベルを問わずに営業可能としている。オミクロン型変異株の出現など、今後も感染拡大は懸念されるが、各国政策当局は経済への影響を可能な限り小さくするよう配慮しており、内需への下押し圧力は軽減されると考えられる。

第2に、足許で減速感がみられる中国経済が今後は上向く可能性が高いことである。景気の先行指標として重視されるクレジット・インパルス(対GDP比での与信の増加)は2021年に入り大きく低下しているが、これは中国人民銀行による資金供給抑制など、景気過熱に対し中国当局が緊縮的なスタンスを強く押し出したことが要因となっている(図表4)。不動産市場の過熱を警戒する中国当局は、大規模な金融緩和に踏み切ることはないとみられるものの、2022年秋の共産党大会を前に金融面の引き締めを緩める政策運営にシフト



することが予想される。その結果、中国景気は徐々に上向き、2021年の+8.0%成長の後、2022年は+5.4%と安定成長になると予想される。

2022年のアジア経済全体の成長率は+5.4%と、2021年の+7.1%から伸び率は低下すると見込まれる ものの、厳格な経済活動の回避と中国経済の安定化が寄与し、コロナ禍前の2017~2019年平均の+5.8 %と同程度の安定成長となり、多くの国・地域で潜在成長率並み、ないしは上回る成長率となることが 予想される。

(2) アジア発の供給問題とグローバル・インフレリスク

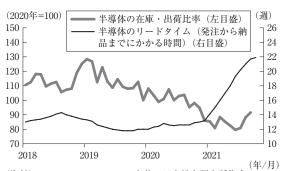
以上のように、2022年のアジア経済は安定成長がメインシナリオであるが、新たな変異株の出現を含め様々な下振れリスクには警戒を要する。とくに、アジア発の供給問題はグローバルなインフレ加速を助長する一因となっているが、それがアメリカの利上げ加速につながり、アジアの安定成長を脅かす展開に跳ね返るリスクには注意が必要である。

新型コロナの感染拡大以降、世界の経済環境は急変しており、それにうまく順応できていないアジアでは、総じて製造業の供給体制が不安定な状況となっている。とくに、ハイテクなど一部の分野では、急速な需要拡大への対応がまだ不十分といえる。台湾や韓国などアジアに主要生産拠点がある半導体は、在庫の出荷に対する比率が2021年半ばに底を打ち緩やかに上昇しているが、その水準は依然として低い

(図表5)。発注から納品までにかかる時間であ るリードタイムが2021年10月時点で21.9週と平 時に比べ大幅に長期化しており、半導体需給の ひっ追が続いている。メモリーなど一部の半導 体では供給体制は整っている模様だが、いわゆ るレガシー (旧型) 半導体が中心となる車載向 けは生産増に向けた投資が伸び悩んでおり、自 動車産業への悪影響が長引く恐れもある。

加えて、電力不足もアジア経済のリスクとな っている。中国とインドでは9月から10月にか けて主要燃料である石炭の在庫が急減するなど、 電力不足に陥った(図表6)。ともに洪水によ る石炭不足や環境対策としての再生可能エネル ギーへの転換の動きなどが要因とされる。この ように電力供給能力が下がっているところに、 経済急回復による電力需要の増加が混乱に拍車 をかけた。世界的に環境対策への圧力が強まり、 化石燃料使用への反発が強まるなか、電力不足 は中国、インドだけでなく、すべてのアジアの 国・地域にとって警戒すべきリスクとなってい る。振り返ると、2020年初めの中国、2021年後 半の東南アジアは、新型コロナ感染拡大に伴う

(図表5) 半導体在庫・出荷比率とリードタイム



(資料) CEIC、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成 (注) 半導体在庫・出荷比率 (=在庫指数÷出荷指数) は日本・ア メリカ・韓国・台湾について2020年の輸出額をウェイトにし て加重平均。

(図表6) 中国・インドの発電所における石炭在庫日数



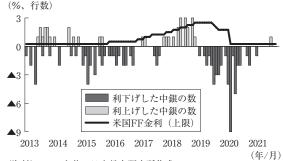
(資料) CEIC、Central Electricity Authority (India) を基に日本総合 研究所作成

経済活動抑制によって国際的なサプライチェーン寸断という大きな問題をもたらした。前述したように、 厳格な活動規制がアジア内で再び実施される可能性は大きく低下しているものの、それに代わり電力不 足が新たなサプライチェーン問題を引き起こす可能性がある。

半導体不足の問題や電力不足によるサプライチェーンの問題など、アジア各国・地域では、コロナ禍 での経済構造調整を巡る苦境が続くとみられる。これらを背景に供給不足が深刻化すれば、高止まりが 見込まれる資源価格とともに、グローバルなインフレ圧力を高めていくことになる。その場合、アジア にとって最悪のシナリオは、グローバルなインフレ加速が先進国、とくに懸念されるのは、アメリカの 金融引き締めペースを加速させ、アジア各国・地域においても利上げの連鎖が生じる展開である。FRB は、2022年半ばにテーパリングを完了した後、幅広い指標でみた完全雇用と2%の平均インフレ目標の 達成を見極めつつ、2022年末にも利上げを開始すると当社では予想している。もちろん、FRBの利上 げが直ちにアジアの中央銀行の利上げにつながるとは限らない。しかしながら、仮にアメリカで急ピッ チな金融引き締めが実施されれば、アジアでも通貨安回避のための速いペースの利上げに対する警戒が 高まることになろう。実際、アメリカで年間計 4 回の利上げが実施された2018年には、台湾とベトナム を除く七つのアジアの中央銀行がアメリカに追随する形で利上げを実施している(図表 7)。2020年以

降には大幅な金融緩和がアジア全体で実施されたうえ、アメリカを中心とした先進国の量的緩和による国際的な流動性の拡大がアジア経済の大きな支えとなっていた。もしアメリカで想定以上に利上げが加速することになれば、国際的な流動性の縮小をもたらし、アジア金融市場の混乱、ないしはその対応策としてのハイペースの利上げにつながることで景気回復の勢いが削がれる可能性がある。とくに、フィリピン、インド、インドネシアは、2022年に経常赤字が見込まれるなど、金融市場や通貨に脆弱性を抱えている(図表8)。アメ

(図表7) アメリカの政策金利とアジアの中央銀行の動き



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

(注)アジア9カ国・地域(中国、韓国、台湾、インド、インドネシア、フィリピン、マレーシア、タイ、ベトナム)の中銀が利上げした場合に+1、利下げした場合▲1として計算。

リカの利上げをきっかけとした資本流出により金融市場が急速に不安定化する恐れがあり、警戒が必要 といえよう。

		経常収支(GDP比、%)			財政収支(GDP比、%)			インフレ率(2021年 7~9月平均、%)		外貨準備の 充足状況の 評価 (%)	鉱物性燃料 純輸出(対 GDP比、%)
		2020年	2021年 (IMF予測)	2022年 (IMF予測)	2020年	2021年 (IMF予測)	2022年 (IMF予測)		中銀または政 府のインフレ 目標 (%)	2020年末	2020年
	フィリピン	3.6	0.4	▲ 1.8	▲5.7	▲ 7.6	▲6.2	4.6	2~4	237.6	▲2.0
	インド	0.9	▲ 1.0	▲1.4	▲ 12.8	▲ 11.3	▲9.7	5.1	2~6	190.7	▲2.9
	インドネシア	▲2.7	▲0.3	▲1.0	▲ 5.9	▲6.1	▲ 4.8	1.6	2~4	125.2	0.9
ア	中 国	1.8	1.6	1.5	▲ 11.2	▲ 7.5	▲6.8	0.8	3.5	74.8	▲1.6
ジ	タイ	3.5	▲0.5	2.1	▲ 4.7	▲6.9	▲3.4	0.7	1~3	251.3	▲ 4.5
ア	ベトナム	3.7	1.8	3.2	▲3.9	▲ 4.7	▲4.7	2.5	4.0		▲3.0
	マレーシア	4.2	3.8	3.7	▲ 5.2	▲5.9	▲ 4.1	2.1		118.3	1.1
	韓国	4.6	4.5	4.2	▲ 2.2	▲2.9	▲2.8	2.6	2.0	99.0	▲3.7
	台 湾	14.2	15.6	15.2	▲ 2.9	0.3	1.4	2.3			▲3.5
	ブラジル	▲ 1.8	▲0.5	▲1.7	▲ 13.4	▲6.2	▲7.4	9.6	3.8	163.8	0.6
そ	トルコ	▲5.2	▲2.4	▲ 1.6	▲ 5.3	▲ 4.9	▲5.6	19.3	5.0	76.4	▲3.4
の他	南アフリカ	2.0	2.9	▲0.9	▲10.8	▲8.4	▲ 7.0	4.8	3~6	75.2	▲0.8
他新興	メキシコ	2.4	0.0	▲0.3	▲ 4.5	▲ 4.2	▲3.5	5.8	2~4	128.9	▲0.8
国	アルゼンチン	0.9	1.0	0.8	▲8.6			51.9		68.5	▲0.1
	ロシア	2.4	5.7	4.4	▲ 4.0	▲0.6	0.0	6.8	4.0	359.2	9.5

(図表8) 為替安定性を示す指標

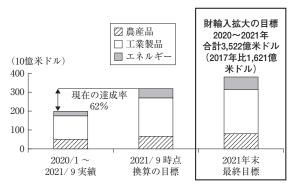
(資料) IMF、CEICを基に日本総合研究所作成

(注) 2022年に経常赤字が予想される国をハイライトしている。外貨準備の充足状況の評価(Assessing Reserve Adequacy Metric:ARA Metric、最新値は2021年10月時点)は輸出、広義流動性、短期対外債務、その他負債を基に外貨準備の適正水準をIMFが推計しており、実際の外貨準備がそれをどれだけ満たしているかの比率を示す。多くの国では変動相場制を前提としているが、中国については固定相場制を前提としている(変動相場制を前提として計算した場合、中国の外貨準備の適正水準は下がり、充足率は100%超まで上昇)。

(3) アジア地域の不確実性を高める米中対立の再燃

2022年は、米中対立の再燃など政治面のリスクについても注意する必要がある。アメリカのトランプ 前政権下で2020年に発効した米中貿易交渉「第1段階合意」は、2021年末に期限を迎えるが、中国によ る輸入拡大は合意された目標を大きく下回る見込みである(図表9)。10月8日のキャサリン・タイ米 通商代表と劉鶴副首相との電話会談では、米中通 商合意の履行状況を検証し、未解決の問題につい て協議することで合意した。中国の国内産業への 補助金に関する対応が含まれる「第2段階合意」 についても、協議が開始される可能性があり、ア メリカの対中圧力が高まる恐れがある。2022年秋 には、中国で共産党大会、アメリカで中間選挙を 控え、互いにこの問題に関しては弱腰姿勢を見せ られないという事情もある。関係のこじれは両国 に関連したビジネスへの不透明感を高め、企業に よる投資の消極化などアジア経済全体を下押しす る可能性がある。

(図表9) 米中貿易交渉「第1段階合意|中国のアメリカ からの財輸入拡大目標



- (資料) PIIE: US-China phase one trackerを基に日本総合研究所
- (注) 輸入拡大目標は財輸入について2017年比では2020~2021年累 計1,621億米ドルだが、サービス輸入を含めると2,000億米ド ルになる。

また、アメリカは中国を念頭に経済安全保障の

観点でサプライチェーン再編の動きを強め、「フレンド・ショアリング」、つまり国内生産に限定しない 同盟国や友好国への生産拠点の移転を強調している。アメリカが同盟国や友好国との新たな経済的枠組 みを立ち上げることで、中国排除の動きを強める場合、対立はさらに過熱する可能性もある。なお、 CPTPP(環太平洋パートナーシップに関する包括的および先進的な協定、いわゆるTPP11)について、 アメリカは復帰に対し後ろ向きの姿勢を示す一方、中国は2021年9月に正式に参加を申請した。2022年 1月に発行される地域的な包括的経済連携(RCEP)協定に続く中国の国際的な通商振興に関与する動 きは、タイや韓国のCPTPP参加への機運を高めるなど、好影響を及ぼしているようにもみえる。しか し、国有企業への補助金や強制労働の問題を指摘される中国にとって、現時点でCPTPPに参加できる 見込みは実際にはほとんどない(図表10)。既存メンバーのなかでも、日本、カナダ、豪州などは中国 の参加に慎重な姿勢を示しているが、ニュージーランドや一部の東南アジアの国は参加を支持するなど、 意見の食い違いが出始めている。中国はほぼ同時に参加申請をした台湾に強く反発するなど、RCEPと ともに相互の経済関係を強めるはずのCPTPPは、中国の強引な参加申請によりむしろ混乱の様相を強 めており、先々アジア経済の不確実性を拡大させる要因にもなりうる。さらに、先般発表されたアメカ

(図表10) 中国のCPTPP参加に向けた課題

論点	CPTPP の条文	中国の対応	問題点		
国有企業	第17章	「国有企業改革 3 年行動方案」により CPTPPの国有 企業章の規律を意識して改革を実行	国家の経済安全保障を確保する局面での国有企業の活用や国有企業間の企業結合の促進など CPTPPの規律に抵触するおそれ。適用除外などの獲得を想定している可能性。		
労 働	第19章	ILOの労働における基本的原則および権利において、 児童労働の廃止、雇用・職業差別の撤廃には批准して いるが、結社の自由および団体交渉権の承認、強制労 働の撤廃には批准せず	7777 77		
電子商取引	第14章	RCEPでの越境情報移転制限の禁止およびデータローカライゼーション禁止といった規定を受け入れ	RCEPでは「正当な公共政策目的の達成のために必要と自国が認める」場合が例外としている。安全保障例外を幅広く活用するなどを想定している可能性。		

(資料)「中国のCPTPP参加意思表明の背景に関する考察」RIETI Policy Discussion Paper Series 21-P-016を基に日本総合研究所作成

の北京五輪への外交ボイコットも米中対立を激化させることが懸念されよう。

2022年の政治イベントも中国関連が注目される(図表11)。5年に一度開催される秋の共産党大会では習近平政権の3期目入りで国内政治の基盤強化が誇示されることになろう。3月には民主派の排除につながる選挙制度変更後初めての香港行政長官選挙が実施されるが、香港のさらなる「中国化」進展が意識されよう。また、韓国とフィリピンでは大統領選挙が実施される。前者は3月9日投開票予定であり、与野党の候補の支持が拮抗し、不動産政策などが争点となる。後者は、5月9日実施予定であり、故マルコス元大統領の長男であるフェルディナンド・マルコス元上院議員や元ボクサーのマニー・パッキャオ上院議員などが立候補していることが話題となっている。ともに現行政権の路線が維持されるかどうかが注目点だが、対中政策路線の変化の有無もアジアの政治面の変化を読み解く重要な要素となろう。

国・地域 イベント		日程	注目点		
中国	第20回中国共産党全国 代表大会(党大会)	2022年秋	5年に一度の開催の党大会では、新指導部の決定や規約の改正、重要議 題の審議などを実施。習近平総書記は異例の3期目入りが濃厚。		
香港	行政長官選挙	2022年3月	民主派の排除につながる選挙制度変更 (2021年5月に可決) 後、初めて の香港行政長官選挙。		
	主な候補者	梁振英・前行政長官が出馬意向を示したが、現職の林鄭月娥氏の態度は不明。			
韓国	大統領選挙	2022年3月	高騰する不動産価格への対応策、ベーシックインカム導入など、格差是 正への政策が争点に。日米韓の連携強化に関して、与党候補からは批判 的な見方の一方、野党候補からは重視の意見。		
	主な候補者				
フィリピン	大統領選挙	2022年5月	注目されたドゥテルテ現大統領の長女サラ氏は、大統領選への出馬を見送り、マルコス氏とペアを組み、副大統領候補に。マルコス氏からは現政権の比較的親中的な外交姿勢を支持するコメント。		
	主な候補者		・マルコス元上院議員(放マルコス元大統領の長男) オ上院議員(元ボクサー)		

(図表11) 2022年アジアの政治イベント

(資料) 各種資料を基に日本総合研究所作成

アジア経済グループ長 野木森 稔

(2021, 12, 8)

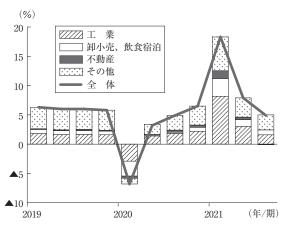
2.中国

(1) 電力不足や活動規制の強化により景気は減速

中国では、2021年 $7 \sim 9$ 月期の実質GDPが前期比年率 +0.8%と前期の +4.9%から大幅に減速した。前年同期比でも +4.9%と前期の +7.9%から減速しており、経済成長のペースダウンが鮮明である(図表12)。

この要因として、まず電力不足による製造業生産の停滞が指摘できる。夏場の発電量は石炭価格の急騰により大きく鈍化した(図表13)。発電量は通常、製造業の生産量など使用量に応じて受動的に決まるが、中国ではこのところ逆に発電量の制限が製造業の生産量を抑制する要因となっている。多くの製造企業が計画停電によって工場の操業を抑制し、電力消費量が多い非鉄金属、セメントの生産量は前年

(図表12) 中国の実質GDP(生産側、前年同期比)



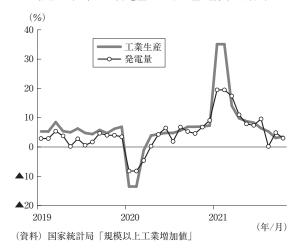
(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

割れとなった。この結果、工業のGDP寄与度 が大きく低下した。

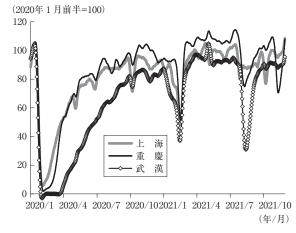
次に、7~8月の活動規制の強化である。新 型コロナの感染者数が再び増加したため、活動 規制が強化され、多くの都市で人出が減少した (図表14)。これを受けて、卸小売・飲食宿泊業 のGDP寄与度が低下した。

不動産市場の調整も要因の一つである。「三 つのレッドライン と呼ばれる不動産開発企業 の資金調達条件の厳格化措置導入と住宅需要の 減少を受けて、恒大集団など一部の不動産開発 企業が経営危機に直面したほか、不動産開発投 資がスローダウンし、不動産業のGDP寄与度 はマイナスに転じた。

(図表13) 中国の発電量と工業生産(前年同月比)



(図表14) 中国都市部の地下鉄乗客数 (HPフィルター)



(資料) Wind Database「地鉄運客量」を基に日本総合研究所作成

このほか、半導体を中心とした供給制約がみられる。東南アジアの半導体や自動車部品生産がコロナ の感染拡大で減少したため、中国の自動車生産は低迷した。さらに、インフラ投資や国有企業の固定資 産投資が政府の投資抑制策を受けて減速したことも、景気の重石となった。

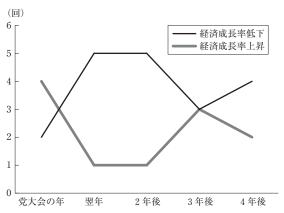
(2) 投資拡大や電力不足の解消などで景気は持ち直しへ

今後については、政府のスタンス修正を映じた投資拡大に加え電力不足の解消も見込まれるため、減 速局面から早晩抜け出す見通しである。2021年の実質成長率は+8.0%と、前年の反動で高めとなる見 通しである。2022年は、潜在成長率並みの+5.4%成長に落ち着くと見込まれる。

政府は2022年秋の党大会に向け、景気てこ入れ策を講じるとみられる。党大会は5年に一度開催され るが、党大会の年に景気が上向くという経験則が存在する。実際、1991~2020年の30年間をみると、党 大会の年の経済成長率が前年から上昇したのは4回であり、低下の2回を上回っている(図表15)。もっとも、翌年以降は、その反動で成長率が低下することが多い点には注意が必要である。

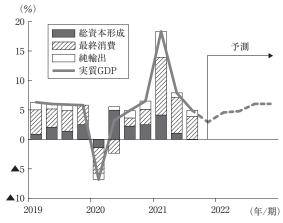
今後は政府による投資抑制策の緩和によって投資は再拡大に向かい、景気を押し上げると予想される (図表16)。具体的な措置として、銀行融資などを通じて、国有企業の固定資産投資を促進する可能性が 高い。とりわけ、デジタル分野や環境関連の投資が伸びると予想される。加えて、インフラ投資の財源 となる地方債の発行制限を緩和することで、鉄道や道路などのインフラ投資が再拡大すると見込まれる。

(図表15) 中国の政治イベントと景気変動の関係



(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 (注) 1991年~2020年までの30年間のデータ。党大会の年の実質 GDP成長率は、通算4回前年から上昇。

(図表16) 中国の実質GDP (需要側、前年同期比)



(資料) CEIC、国家統計局「国民経済計算」を基に日本総合研究 所作成

電力不足は、停止中の炭鉱の稼働再開や石炭輸入の拡大といった政府の施策を受けて、今後解消に向かうと見込まれる。これまでの動きをみると、政府は、安全基準や環境対策の強化などの炭鉱運営の高度化、汚職摘発を理由に炭鉱に対し稼働停止を命じてきたが、8月以降は相次ぎ生産の許可に転じた。

また、融資拡大などを通じて電力企業や石炭企業を支援し、石炭の輸入量を大幅に増加させた。これらの結果、11月23日の全国の火力発電所の石炭在庫は1.47億トンと、8月末の1.0億トンから大幅に増加し、中国国内の石炭価格は10月半ばをピークに下落している。

活動規制の緩和も、経済成長ペースの持ち直しに繋がる見通しである。9月以降は人出が総じて回復した結果、個人消費が回復している。非製造業PMIは良し悪しの目安となる「50」を上回る水準へ持ち直した(図表17)。政府は市内を細かくエリア分けし、感染が発覚したエリアの活動をピンポイントで制限するなど、活動規制による経済

(図表17) 中国のPMI (ポイント) 60 55 50 45 非製造業 製造業 40 総 合 35 30 25 (年/月) 2021

(資料) 国家統計局「中国製造業採購経理指数」「非製造業商務活動指数 |

へのマイナスの影響を最小化しようとしている。

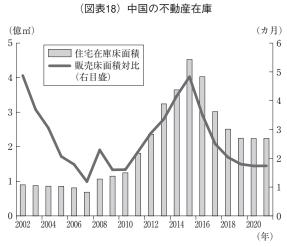
このほか、半導体不足が徐々に解消することで、自動車販売は増加に転じると見込まれる。10月の自動車販売台数は、半導体不足がやや緩和されたことで前年同月比▲9.4%と前月の同▲19.4%から減少幅が縮小した。

(3) 軟着陸に向かう不動産市場

中国では、2020年夏時点で「三つのレッドライン」の影響が大きいとみられる企業のリストが格付け会社などから発表され、不動産開発企業の先行きに警戒感が台頭した。過剰債務が懸念される恒大集団の経営危機が取り沙汰されるものの、上海総合指数や中国の不動産業指数は堅調に推移しており、中国の株式市場において恒大集団の経営危機は織り込み済みのイベントといえよう。

客観情勢からみても、以下の4点を踏まえると、不動産価格の急落や不動産開発投資の急減といった深刻な調整が起こる可能性は低いと判断される。第1に、不動産開発企業全体では在庫過剰感はみられない。近年は不動産の乱開発が抑制されたため、2020年末の住宅在庫床面積は2.2億㎡と、2015年末の4.5億㎡から大幅に減少した(図表18)。

第2に、住宅価格は全国平均でみれば所得の伸びに見合う範囲に抑制されている。上海など大都市の中心部では価格高騰が続いているが、それ以外の地域では落ち着いた動きである。2019年の新築分譲住宅の全国平均価格は77.3万元(約1,300万円)である。これは平均世帯収入の6.2倍にあたり、妥当な水準圏といえる。



(資料) 国家統計局「全国房地産開発投資和銷售情况」を基に日本 総合研究所作成

第3に、都市化が住宅需要の堅調な拡大を下支えするとみられる。近年、農村部から都市部への人口流入は、毎年1,000万人を上回る規模で続いている。国連の予測では都市人口は2040年までに現在よりも2億人増加し、その間の都市人口の年平均増加率は+1.1%となる見通しである。その意味で、中国不動産市場は依然として成長途上にあるといえよう。

第4に、政府による不動産投資抑制策は緩和の方向にある。政府は8月から不動産開発企業向け融資の拡大を指示するなど規制を緩和し始め、10月の国慶節の連休明けに主要30都市の住宅販売は再び拡大に転じた。今後、住宅需要は回復に向かい、不動産開発投資も早晩持ち直しに転じると見込まれる。

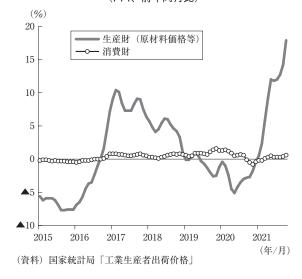
(4) 景気下振れリスクは残存

一方で、様々な景気下振れリスクは残る。例えば、オミクロン型をはじめとした変異株の流行により、 再び大規模な活動規制が必要となる事態も考えられる。また、エネルギー価格や中間財価格の上昇に歯 止めがかからなければ、企業収益が圧迫され、設備投資や生産活動が下振れるリスクもある(図表19)。 政策面のリスクとして、政府が各方面への説明が 不十分な状況で、規制や独占禁止法を用いて市場 への介入を強め、混乱を招く事態も考えられる。

さらに、海外投資家によるリスク回避の動きが続くことで、不動産開発企業の資金調達環境が悪化するリスクもある。ブルームバーグによると、不動産開発企業のドル建て債残高は2,070億ドル(10月時点)にのぼる。これは中国商業銀行の不動産開発企業向け融資残高の1割強にあたる。

不動産税(固定資産税)の導入も、当面の景気にとっては懸念材料である。政府は、格差の是正や財政の健全化に向けて不動産税を導入する方針である。住宅需要が十分に回復しないタイミングで、全国一律、すべての物件に不動産税が課せら

(図表19) 中国の工業生産者出荷価格 (PPI、前年同月比)



れるような事態になれば、不動産市場が混乱するのは必至とみられる。

総じてみれば、2022年の中国経済は持ち直しに転じる可能性が高いものの、上述のような景気下振れ リスクがあり、細かな変化を丹念に見ていくことが求められよう。

> 主任研究員 関 辰一 (2021, 12, 8)

3. インド

(1) 感染沈静化を背景に夏場以降の景気は持ち直し

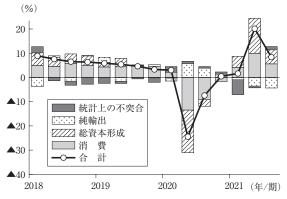
インド経済は、新型コロナの感染抑制に向けた厳格なロックダウンを主因に、2020年前半に急速に悪化した。その後、活動規制の段階的な緩和に伴い景気は持ち直しに転じたものの、2020年度(2020年4月~2021年3月)の実質GDPは前年度比▲7.3%と、石油ショック時を超える約40年ぶりの大幅マイナス成長となった。

2021年度入り後は、デルタ型変異株を中心とする感染爆発を受けて景気は年央にかけて再び悪化した。政府は一段の感染拡大の回避に向けて、集会制限、外出制限、飲食店や娯楽施設の営業時間短縮、州をまたぐ移動者の陰性証明書の携行義務化など、厳しい活動規制を再び導入した。それに伴い、商業地を中心に人出は急速に減少し、対面型サービスをはじめとするサービス業の活動は停滞した。製造業についても、生活必需品や輸出向けの製品を生産する工場を除き操業要件が厳格化されたことに加え、工業用酸素の医療用酸素への転用に伴う酸素不足を受けて一部の金属関連の工場が操業停止を余儀なくされた。4~6月期の実質GDPは前年同期比+20.1%と前期(同+1.6%)から伸び率が大幅に高まったが(図表20)、これは前年の落ち込みの反動によるものである。

活動規制の厳格化は経済を悪化させたものの、所期の目的である感染拡大の抑制については成功を収めた。人出の減少や人々の感染予防に向けた意識の高まりなどを背景に日次の新規感染者数は6月にか

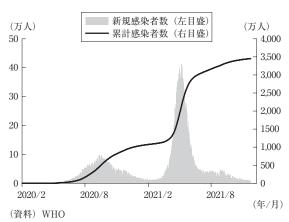
けて急減し(図表21)、それを受けて商業施設の営業時間の延長、出社率の上限引き上げ、結婚や葬儀などの集会制限緩和など、経済活動を促す措置が講じられた。夏場以降も感染状況は落ち着いており、活動規制の段階的な緩和が続いている。この結果、7~9月期の実質GDPは前年同期比+8.4%と2四半期連続で高い伸び率を記録した。また、先行きの景気回復に対する期待を背景に、代表的な株価指数であるSENSEXも10月にかけて連日既往最高値を更新した。





(資料) Ministry of Statistics and Programme Implementation

(図表21) インドの新型コロナの感染者数



(2) 景気回復基調が強まるのは2022年以降

先行きを展望すると、景気回復局面は続くものの、以下の要因から年度後半の回復加速は期待薄である。

まず、新型コロナの感染動向についてみると、①ワクチンの累計接種回数が12億回に達していること、②公式統計を大幅に上回る人々がすでに新型コロナに感染した結果、ワクチン未接種の人々も大半が抗体を保有していると推測されていること、などを理由に、2021年春先のような感染爆発に見舞われるリスクは低いとの見方が広がりつつある。しかし、オミクロン型変異株の出現を受けて、医療体制がぜい弱なインドでは感染再拡大への警戒が強まっている。オミクロン型変異株に対する既存のワクチンの有効性が確認されるとともに、その重症化リスクなどが明らかになるまでは、活動規制の緩和ペースは緩やかなものにとどまるだろう。

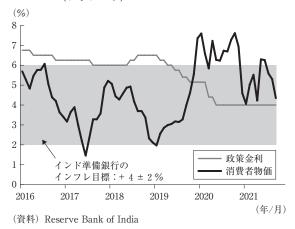
また、原油をはじめとする資源価格の高騰が景気に対してマイナス圧力をもたらすとみられる。2021 年前半に1バレル60ドル前後で推移していた原油価格は、11月中旬にかけて同85ドルを上回る水準に高まっており、これを受けてインド国内のガソリン価格も年初から2割以上上昇している(図表22)。運輸コストの上昇は、広範なインフレ圧力となって家計の購買力を削ぎ、GDPの約6割を占める消費を下押しする。また、石炭の供給不足を背景とする電力の供給制約も景気回復の障害となる。石炭火力発電はインドの総発電量の約7割を占めるが、石炭の在庫量は10月下旬に全国の使用量のわずか5日分を下回る水準にまで低下した。インフレ率は食料価格を中心に足許にかけて鈍化しているものの(図表23)、今後、エネルギーの価格の高止まりや様々な供給制約を主因にインフレ圧力が高まっていく公算が大きく、インド準備銀行は金融政策の引き締めに傾いていくと予想される。なお、オミクロン型変異

(図表22) インドの原油輸入価格とガソリン価格



(資料) Indian Oil Corporation, Ministry of Petroleum and Natural Gas

(図表23) インドの消費者物価(前年同月比)と政策金利 (レポレート)



株の出現に伴う世界経済の悪化懸念などを受けて資源価格は足許で反落しているが、暖房需要が増える 冬場にかけて均せば高止まりし続ける可能性が高く、依然としてエネルギー価格に注意を要する状況は 続く。

以上を踏まえると、2021年度通年の実質GDPは前年度の反動を主因に前年度比+9.0%と高い伸び率になるものの、景気実態としては停滞感の強い状況が続くと見込まれる。

(3) 様々な下振れリスクが残存

2022年度入り後も、インド経済は下振れリスクを抱えた状況が続くと見込まれる。メインシナリオとしては、各国でワクチン接種の広がりを受けてコロナ禍が収束に向かうなかで、活動規制の一段の緩和に伴う景気回復が続くと予想される。2022年度の実質GDP成長率は+6.9%と、比較的高い成長を見込む。ただし、オミクロン型変異株の拡大や既述のエネルギー関連の景気下押し圧力に加え、以下3点の下振れリスクにも留意する必要がある。

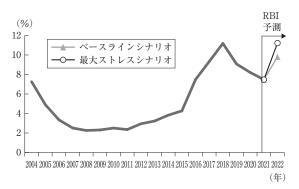
第1に、アメリカの利上げに伴うインドからの資金流出である。2021年11月、アメリカは量的緩和政策を段階的に縮小することを決定し、2022年末から利上げを実施すると予想されるが、高まるインフレ率を背景に前倒しの可能性も高まっている。利上げを受けたアメリカへの資金還流により、インド経済がルピー安とインフレの悪循環に陥るリスクが高まる場合、インド準備銀行は為替相場と物価の安定のために金融引き締めを行う可能性が大きい。2013年半ばにアメリカの早期利上げ観測が広がった局面でも、インド準備銀行は景気低迷下にもかかわらず、急速なルピー安に対処する通貨防衛の観点から利上げを実施し、それにより耐久財消費や投資が圧迫された経緯がある。

第2に、商業銀行の不良債権問題の深刻化である。コロナ禍で経済対策として打ち出された個人・企業の債務の返済猶予措置などを背景に、これまでのところ商業銀行の不良債権比率は抑制されているが、特例措置の終了に伴い上昇する公算が大きい。インド準備銀行は、2021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2022年にかけて10%前後に上昇し(図表24)、自己資本不足に陥る銀行が出てくるとの予測を示している。政府とインド準備銀行は、2021年7月に商業銀行の出資により設

立された不良債権処理のためのバッドバンクであ るNARCL (National Asset Reconstruction Company Limited) に総額約2兆ルピーの不良債権を 移管することで、不良債権問題の早期解決を図ろ うとしている。しかし、コロナ禍で発生した潜在 的な不良債権はNARCLによる買い取り規模を上 回り、計画通りバッドバンクへの資産移管が進展 しても商業銀行の不良債権比率は十分に低下しな い可能性がある。商業銀行の不良債権問題が続く ようであれば、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経営にも影響 する。ノンバンクのデフォルトが増加すると、 2018~2019年に経験した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 能性がある。

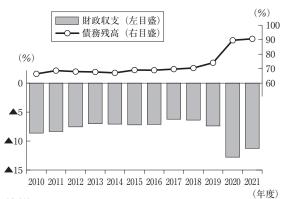
第3に、財政再建路線への政策転換である。コ ロナ禍による景気悪化に伴う税収減少を主因に 2020年度の一般政府の財政赤字は名目GDPの10 %超に拡大し、債務残高も同90%超に高まった (図表25)。政府は2021年度予算の発表時にFRBM (財政責任・予算管理法)を改定する方針を示し、 従来よりも柔軟に財政赤字を許容する構えではあ

(図表24) インドの商業銀行の不良債権比率



- (資料) Reserve Bank of India "Financial Stability Report July
- (注) 各年3月末値。ベースラインシナリオ・最大ストレスシナリ オの2021年度の実質GDP成長率はそれぞれ+9.5%と+0.9%。

(図表25) インドの財政状況 (対名目GDP比率)



(資料) IMF "World Economic Outlook 2021 October" (注) 2021年度はIMF予測値。

るが、コロナ禍が収束に向かえば、次第に財政再建に向けて歳出削減圧力を強めると見込まれる。

以上のようにリスクが山積する状況下、インドが経済成長の安定性を高めていくためには、対内直接 投資の拡大に必要な土地収用の円滑化、解雇規制の緩和、国営銀行の改革といった本質的な構造改革を 加速させていくことが不可欠である。

> 主任研究員 熊谷 章太郎 (2021, 12, 8)