

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	佐野 淳也
調査部	副主任研究員	細井 友洋
調査部	研究員	呉 子婧
調査部	研究員	森田 一至

目 次

1. アジア総論

- (1) 停滞する中国と「漁夫の利」を狙うその他アジア
- (2) 中国経済の下振れと「トランプ2.0」の悪影響拡大がリスク

2. 中国

- (1) 2024年は内需停滞で景気減速
- (2) 対策効果は早期に息切れし2025年も減速へ
- (3) 注目される3月の全人代

3. インド

- (1) 内外需ともに2024年度は堅調
- (2) 2025年度は外需主導で成長が持続
- (3) 進まない製造業強化、中国資本の積極受け入れも

要 約

1. アジア景気は、米中対立の深刻化などを背景に、低迷する中国と総じて堅調なその他アジアで明暗が分かれる展開が続いている。2025年にはアメリカのトランプ次期政権による通商政策で、中国とその他アジアの景況格差はさらに拡大する見込みである。とくに、アメリカ政府による対中関税の60%への引き上げが大きな影響をもたらし、中国の経済成長率は4%台半ばへとさらに減速する見通しである。一方、脱中国に伴う生産移転などにより、ベトナム、台湾、タイ、マレーシアなどの経済にはプラス効果がもたらされるだろう。
2. ただし、トランプ次期大統領はどのような政策を実行するのか分からず、その政策を巡る不確実性は大きい。これまでの言動から、①為替市場の不安定化、②アジア諸国への経済制裁、③対米関係の希薄化と中国依存の高まり、といった事態が生じる恐れがある。これらの要因を通じて、中国だけでなくアジア全体の景気が悪化するリスクもあろう。
3. 中国政府は経済の停滞に対し、2025年3月の全人代で追加的な財政出動を打ち出すとみられるものの、その効果はアメリカの対中政策による悪影響を部分的に減殺するにとどまる見込みである。また、中国経済は深刻な構造問題を抱え、景気が大きく崩れるリスクも排除できない。経済政策が小規模にとどまるなかで、不動産市場の深刻な調整や消費低迷などを背景とした過当競争が企業業績を一段と悪化させる事態には注意が必要である。
4. インドでは、2025年度の成長率が前年度比+6.9%と安定成長が続くと予想される。アメリカ政府の対中強硬策で生産移転や輸出代替の恩恵を受けて、外需が伸長する見通しである。そうしたなかでも、製造業の伸び悩みは引き続き懸念材料となっている。政府内には経済安全保障上の問題があると考えられる中国からの資本受け入れが必要との声も出てきている。しかし、中国資本の受け入れを積極化し、西側諸国がインド進出を躊躇することになれば、結果的に海外からの投資が不十分となる恐れもあり、今後のインドの選択が注目される。

1. アジア総論

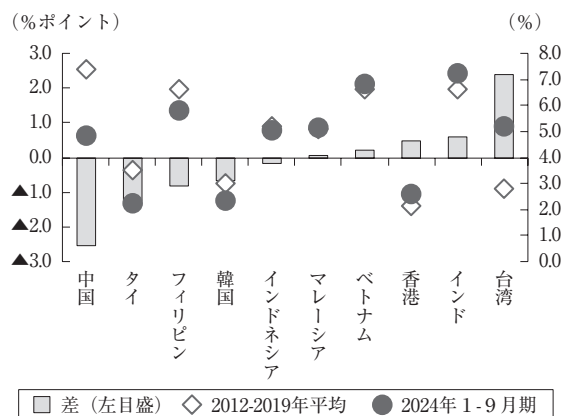
(1) 停滞する中国と「漁夫の利」を狙うその他アジア

A. 2024年は中国を除きおおむね好景気

2024年のアジア景気は、中国と中国以外のアジア各国・地域（その他アジア）で明暗が分かれる展開となった（図表1）。中国景気は厳しい局面が続いている。年前半は、コロナ禍で低迷した国内観光や外食が回復したほか、電気自動車（EV）など新エネルギー関連の輸出が大きく増加したが、年後半の景気は減速し、不動産市場の不振や消費マインドの低迷が内需を下押しした。

中国と対照的に、その他アジアの景気は引き続き回復した。その背景として、①IT関連輸出の回復、②中国からの生産移転、③インフレ圧力の緩和が挙げられる。世界的にAI関連の半導体や電気製品の需要が増加しているほか、関連の設備投資も好調であり、アジア地域のIT関連輸出が増加している（図表2、3）。脱中国依存の流れが強まるなか、ベトナムや台湾を中心に生産移転が進んでいることも、輸出を押し上げている。各国・地域のインフレ圧力も収束しつつあり、足元のインフレ率はおおむねコロナ禍前の水準に低下している（図表4）。家計の購買力は回復し、消費を後押ししている。

（図表1）アジア各国・地域のGDP成長率



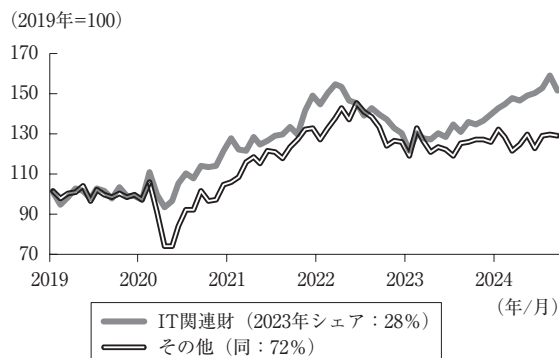
（資料）CEICを基に日本総合研究所作成
（注）インドは2024年1～6月期。

（図表2）世界半導体売上高（年率）



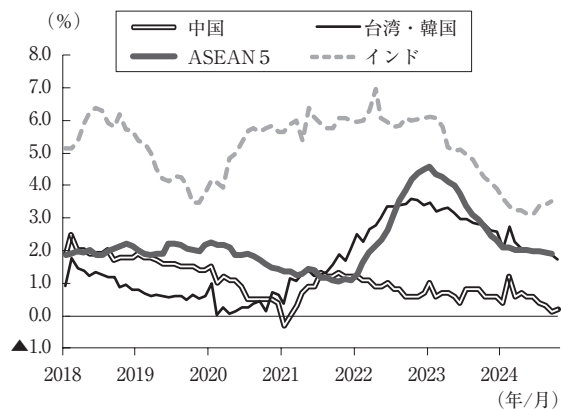
（資料）WSTSを基に日本総合研究所作成

（図表3）アジアの輸出（ドル建て、季調済）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成
（注）アジアは台湾、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。IT関連財は半導体・電子・電気機器が含まれる項目を抽出。

（図表4）アジアのコアインフレ率



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成
（注）台湾・韓国、ASEAN 5は各国・地域の統計を単純平均したもの。

2024年のアジア全体の成長率は+5.4%と、2023年（+5.4%）から横ばいになる見込みである。7月時点の見通し（同+5.3%）からは小幅ながら上方修正となる。IT関連産業に強みを持つ台湾の成長率を+4.1%（7月時点の見通し：+3.6%）、マレーシアを+5.3%（同+4.5%）と、それぞれ上方修正した。インドネシアは+5.0%、インドは+7.8%と7月時点の見通しから変更はない。両国とも、景気は底堅く推移し、想定通りの伸びになると予想する。一方、中国では年後半に景気対策が打ち出され、2024年の成長率は+4.8%（同+4.7%）とかなり政府目標（+5%前後）を達成するものの、前年（+5.2%）から減速するとみられる。

B. トランプ政策で中国景気はさらに厳しい展開に

2025年のアジア経済全体の成長率は前年比+5.0%と、2024年から減速すると予想する（図表5）。これは、コロナ禍からの回復により高成長を記録してきたインドの成長率が、巡航速度に戻ることが影響している。さらに、中国経済が減速し、2025年の成長率は+4.6%、2026年には+4.4%へ低下すると予想する。一方、生産移転による景気押し上げ効果によって、2025年に台湾（+3.0%）やマレーシア（+5.0%）がコロナ禍前並みの高成長を達成すると見込む。

（図表5）アジア経済成長率予測値

	2022年 (実績)	2023年 (実績)	2024年 (予測)	2025年 (予測)	2026年 (予測)
アジア計	4.2	5.4	5.4	5.0	5.0
北東アジア	2.8	4.7	4.5	4.3	4.1
中国	3.0	5.2	4.8	4.6	4.4
香港	▲ 3.7	3.3	2.6	2.4	2.2
台湾	2.6	1.3	4.1	3.0	2.7
韓国	2.6	1.4	2.3	2.3	2.1
ASEAN 5	6.0	4.4	5.0	4.9	5.1
タイ	2.5	1.9	2.9	3.0	2.9
マレーシア	8.9	3.6	5.3	5.0	5.1
インドネシア	5.3	5.0	5.0	4.8	4.8
フィリピン	7.6	5.5	6.0	5.8	5.9
ベトナム	8.1	5.0	6.5	6.6	7.2
インド（年度）	7.0	8.2	7.8	6.9	7.2

（資料）日本総合研究所

2025年には、アメリカのトランプ次期政権による通商政策がアジア景気に大きく影響を及ぼすと考えられる。中国とその他アジアの景気格差は、さらに拡大する見込みである。トランプ氏はかねてより関税引き上げを中心に過激な政策の実施を公言している（図表6）。2017～2021年の政権1期目と同様に、関税をカードにした対外交渉スタンスを取ると考えられる。とくに中国に対しては強硬姿勢を示し、関税を切り札に交渉を優位に進めようとする可能性が高い。

（図表6）トランプ氏の対外政策に関する主張

対中国向け制裁	①中国からの輸入品に対して、60%を超える関税賦課
	②中国の最恵国待遇（MFN）を撤廃 MFNの国から輸入される製品は、原則として同じ関税率が適用。ただし、MFNステータスが剥奪されると、北朝鮮やロシアなどと同等の「敵国」扱いとなり、中国からの輸入品に対して高い関税を設定できるようになる見込み
	③中国メーカーがメキシコで製造した自動車に200%の関税を課す意向
その他 （主に中国以外のアジアにマイナス効果）	④一律10～20%の追加関税（ユニバーサル・ベースライン関税）を導入
	⑤北米自由貿易協定（NAFTA）から衣替えをしたアメリカ・メキシコ・カナダ協定（USMCA）を重視 NAFTAではメキシコに生産と雇用が流出。USMCAを重視し、原産地規制を厳しくして北米産品調達率を上げることに加え、アメリカの製造業への投資の活性化を狙う
	⑥IPEFから離脱
	⑦IPEFを「TPP2」と呼び、製造業や農業に悪影響をもたらすとして「たたきのめす」と強調
	⑧インフレ抑制法（IRA）の大幅縮小、もしくは廃止 グリーンエネルギーへの反感を示し、「史上最大の増税」と指摘。中国製品を対象外とするEV補助金制度を含むが、EV推進への支援は弱まる見込み
	⑨バイデン政権が2022年に成立させた「CHIPS法」の見直し
	⑩日本・韓国・台湾に対して防衛費の負担増を求める可能性

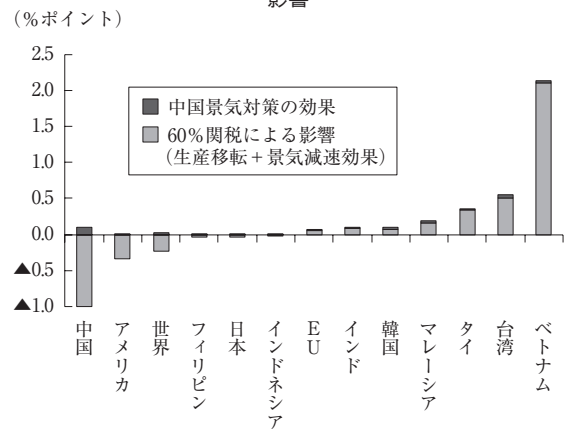
（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

アメリカがトランプ氏の公約通り対中関税を60%に引き上げた場合、中国経済は強い下押し圧力を受けると予想される。試算によると、中国の実質GDP成長率は▲1.0%ポイント下押しされ、その下押し幅はアメリカ（▲0.3%ポイント）や世界平均（▲0.2%ポイント）を大きく上回る見通しである（図表7）。その結果、アメリカの輸入に占める中国のシェアは10%前後と、2015年の21.5%から急低下すると試算される。一方、その他アジアでは、アメリカ向けの迂回輸出や代替輸出、中国からの生産拠点の移転を通じて、成長率が上押しされる見通しである。対中関税の引き上げによって、ベトナムの実質GDP成長率は+2.1%ポイント押し上げられるほか、台湾（+0.5%ポイント）、タイ（+0.3%ポイント）、マレーシア（+0.2%ポイント）などで成長率が上振れると予想する。多国籍企業は昨今の米中対立を受けて、代替的な生産拠点としてその他アジアを選択する傾向がある。すでに、アメリカの輸入に占めるその他アジアのシェアは上昇しているが、対中関税の引き上げでその傾向が一段と強まると見込まれる。

中国では、景気不振を受けて、政府が積極的な景気対策を打ち出している（図表8）。2024年7月末の中央政治局会議では、内需拡大に重点を置くことが強調され、景気支援策を拡大することが示唆された。9月には中国人民銀行(中央銀行)が幅広い金融緩和措置と不動産市場の支援策を発表した。

もっとも、こうした対策の規模は小さく、景気の本格的な回復には至らない見込みである。新エネルギー車の買い替えといった消費刺激策も小粒にとどまっている。11月に地方政府の債務借り換えプログラムが公表され、10兆元もの大規模な予算が組まれたが、その内容は融資平台などの「隠れ債務」を地方政府債に振り替えるものであり、景気への直接的なインパクトは小さい。地方政府債は融資平台の債務よりも金利が低いいため、利払い費

（図表7）中国景気対策の効果+トランプ関税引き上げの影響



（資料）OECD国際産業連関表、TiVAなどを基に日本総合研究所作成

（注）中国景気対策の効果（地方財政負担軽減など）とアメリカの対中国関税60%引き上げによる各国GDPへの影響。関税引き上げ時のアメリカの輸入の変化を多変数自己回帰モデルで試算し、他国への波及を国際産業連関表を基に試算。他国への代替効果は過去の関税引き上げ時のアメリカ輸入シェアの変化を基に推計。

（図表8）最近の中国の景気対策

主な方針と政策	
4月30日	回復軌道の定着前に引き締め策を講じない
	設備更新と消費財買い換え促進策の実施
	地方特別債によるインフラ整備の加速
5月17日	政策金利や預金準備率等の活用
	住宅在庫の削減
	住宅需要喚起策の拡充検討
7月半ば	大都市などで、購入規制を緩和
	中国人民銀行や主要金融機関による買い取り資金支援
	土地使用権の売却制限
7月22日	住宅ローン金利の下限撤廃と頭金比率の引き下げ
	住宅在庫の買い取り
	住宅ローン金利の引き下げと頭金比率の調整
7月25日 三中全会（内需拡大による年間成長率目標の実現）	
7月25日 最優遇貸出金利1年物、5年物を利下げ	
7月25日 超長期特別国債3,000億元の発行	
7月28日 農村移転人口の都市住民化、新型工業化・都市化の加速	
7月31日 政治局会議（内需拡大を重視）	
8月3日	家事・養老・観光など、11分野のサービス消費の振興
	安定した株式市場の発展を支援
	住宅ローン金利の引き下げと頭金比率の調整
9月24日	超長期特別国債や専項債の発行と活用
	資本市場の活性化、中小投資家支援
	「個人の住宅ローンの最低頭金の割合を緩和する政策に関する通知」の発表
10月8日 2025年の政府投資1,000億元の前倒し	
11月8日 10兆元地方政府の債務借り換えプログラム→5年間で約6,000億元の利払いが節約され、投資や消費の活性化に	

（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

用が節約される効果（5年間で約6,000億元）があるが、それによる投資や消費の押し上げは限定的である。

（2）中国経済の下振れと「トランプ2.0」の悪影響拡大

上記のシナリオに対するリスクとして、中国経済の悪化や「トランプ2.0」によるアジア全域への悪影響が挙げられる。

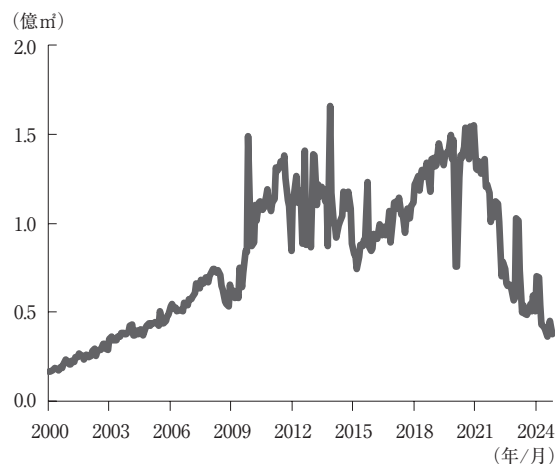
A. 中国経済の悪化：不動産市場の調整や過大な競争

中国では、構造問題の深刻化で経済が加速度的に悪化するリスクがある。2025年3月の全人代で追加的な財政出動が打ち出される可能性があるものの、その経済への効果はアメリカの対中政策による悪影響を部分的に減殺するにとどまる見込みである。一方で、すでに進行している不動産市場の調整や消費の不振が一段と深刻化すれば、中国経済が悪化し、アジア全体の景気にもその悪影響が波及する可能性が高まる。

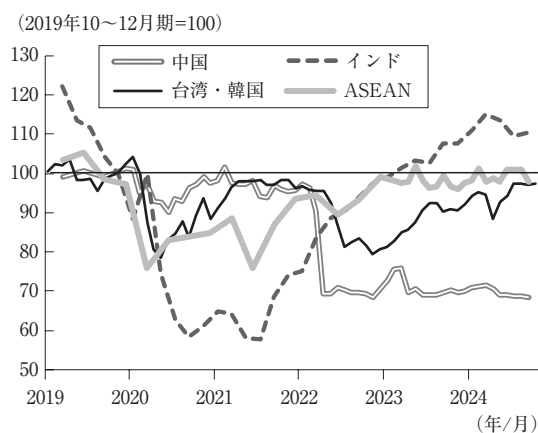
中国の不動産市場では、深い調整局面が続いている（図表9）。過剰な住宅供給がその根本にあり、住宅投資の落ち込みには歯止めがかかっていない。それを受けて、中国政府は2024年5月に住宅在庫の処理策を発表した。これは、地方政府が住宅在庫を買い取り、低所得者向けの住宅に転換することを骨子としており、中国人民銀行が3,000億元の貸出を実施する。しかし、そもそも資金の規模が小さいうえ、住宅在庫を買い取っても販売の際に損失が膨らむ可能性が高いことから、地方政府は買い取りに消極的である。そのため、住宅在庫の買い取り実績は増えておらず、今後も大きな成果は期待できそうにない。不動産市場の調整が長引く場合、関連企業と金融機関の経営が悪化し、金融仲介機能の低下や金融市場の動揺を招く恐れがあり、経済と金融の相乗作用で中国経済が深刻な打撃を受けるリスクがある。

中国では家計の消費手控えで、デフレ傾向が強まっている（呉 [2024]、図表10）。中国国内の価格競争が激しくなっていることから、中国企業は輸出に活路を見出しており、これが世界に向けた「デフレ

（図表9）中国住宅着工床面積（季調値）



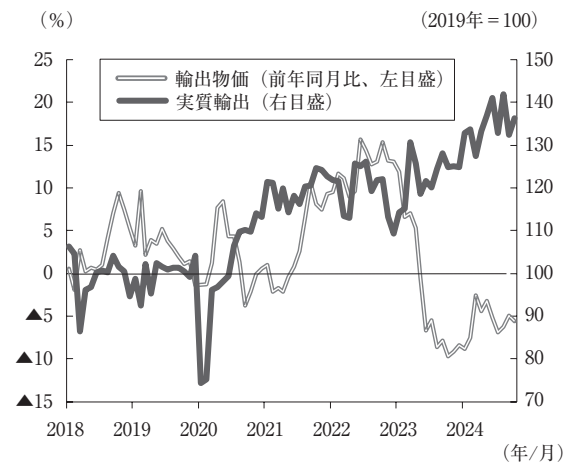
（図表10）アジアの消費マインド



の輸出」につながっている（図表11）。中国政府が新エネルギー関連製品などの戦略分野で世界シェアの拡大を目論んでいることもそれに拍車をかけている。こうした中国企業の輸出攻勢に対し、先進国で批判の声が広がっており、中国は幅広い国・地域との貿易摩擦に直面している（図表12）。

中国では、国内消費が停滞を続けるなか、中国企業は自ら仕掛けた価格競争のなかで消耗戦を強いられ、企業倒産も増えている。今後、外需の取り込みが難しくなれば、企業倒産が増加し、景気が急速に悪化する恐れがある。

（図表11）中国実質輸出と輸出物価



（資料）オランダ経済政策分析局、CEICを基に日本総合研究所作成
（注）2024年9、10月は推計値。

（図表12）中国過剰生産に対する先進国の対抗措置

G7	
2024年5月23日	G7各国の労働者や産業、経済的な強じん性を損なう中国の非市場的な政策や慣行について懸念「公平な競争条件を確保するための措置を講じることを検討する」として一致して中国をけん制
アメリカ	
2024年5月14日	新エネ製品を中心に中国からの輸入品に対する関税を大幅に引き上げ EV：25% → 100%（2024年8月から）、リチウムイオン電池（EV用）：7.5% → 25%（2024年8月から）など
欧州	
2023年10月4日	中国からEUに輸入されるEVについて、相殺関税の賦課を視野に入れた反補助金調査を開始
2024年4月3日	中国の太陽光発電関連企業2社への同国政府補助金に関する調査を開始
4月9日	風力発電タービンを供給する中国企業を対象に補助金調査を開始
6月12日	中国EVの輸入に関し最大38.1%の暫定関税を課すと発表（2024年7月から）
カナダ	
2024年8月26日	10月から中国製EVに100%の追加関税を賦課
その他	
2024年6月14日	ベトナムが中国製鉄鋼製品へのダンピング調査を開始
6月28日	インドネシアが中国製の工業製品に対する最大200%の反ダンピング関税を計画
8月6日	インドネシアが繊維製品の輸入に対して緊急輸入制限（セーフガード）措置を発動
11月21日	インドが中国製鉄鋼製品への暫定関税を検討

（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

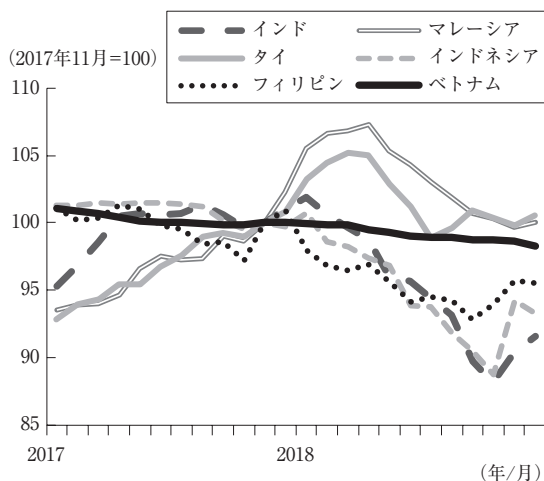
B. 「トランプ2.0」は中国以外のアジアに悪影響も

アメリカのトランプ次期政権の政策が中国だけでなく、アジア全体の経済を悪化させるリスクにも注意が必要である。そのルートとして、①為替市場の不安定化、②経済制裁、③中国依存の高まり、が挙げられる。

第1に、為替市場の不安定化が挙げられる。トランプ次期大統領が掲げる政策の多くはインフレを招くとみられ、米FRBによる利下げは早晚打ち止めとなる可能性がある。アメリカで金利が高止まる場合、アジア諸国の金融資本市場から資金が流出し、通貨の下落圧力が強まる見込みである。前回のトランプ就任時には、インドネシア、インド、フィリピンなど、経常赤字など金融面で対外的な脆弱性を抱える

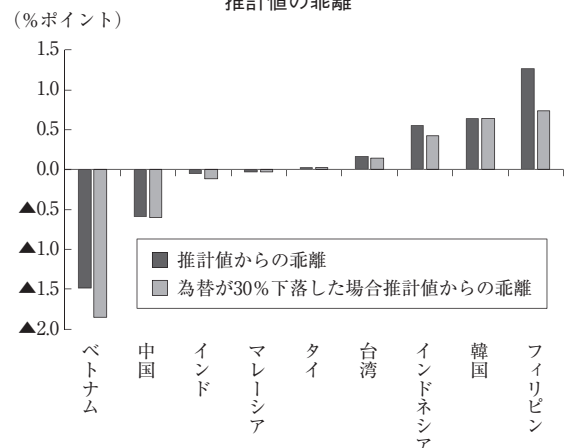
国の通貨が急落した（図表13）。アジア諸国の中央銀行は、通貨の動きを金融政策の判断材料とする傾向が強く、通貨の動きが不安定化する場合、政策変更を躊躇する可能性が高い（図表14）。とくに、政策金利が経済実勢と比べて高めであるフィリピン、韓国、インドネシアでは、金利高止まりが景気を強く下押しする可能性がある。逆に、政策金利が実勢比低位にあるベトナムでは、通貨の下落で利上げが実施される可能性がある。

（図表13）インド・東南アジアの通貨（対ドルレート）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表14）政策金利の実績値とテラールールに基づく推計値の乖離

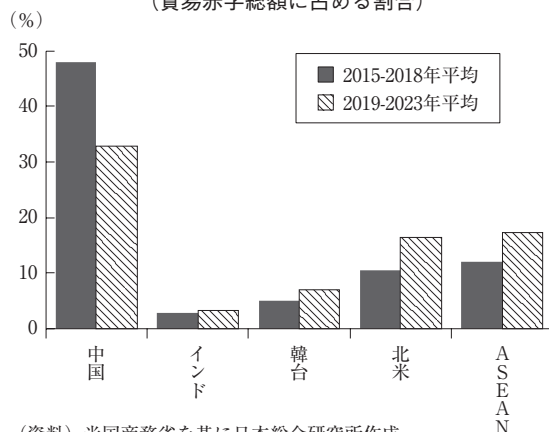


（資料）CEICなどを基に日本総合研究所作成

（注）推計値は、政策金利 = $a + \beta * (\text{インフレ率} - \text{インフレ目標}) + \gamma * \text{GDPギャップ} + \sigma * \text{為替のトレンドからのギャップ}$ 、という拡張テラールールに基づく。乖離がプラスの場合、金融引き締め方向の圧力、マイナスの場合、金融緩和方向の圧力がかかっていると解釈される。

第2に、アメリカによる経済制裁が挙げられる。アメリカの対アジア貿易赤字が急拡大しているため、トランプ氏がこれを問題視し、制裁関税を課す可能性がある（図表15）。実際、同氏は、世界すべての輸入品に一律10～20%の関税を課す「ユニバーサル・ベースライン関税」の導入を示唆している。バイデン政権は「フレンド・ショアリング」を提唱し、IPEFなどの枠組みを活用しつつ、友好国と供給網を再編する意思を示していた（図表16）。この点からも、バイデン政権はその他アジアを明確に友好国と位置

（図表15）アメリカの対アジア貿易赤字
（貿易赤字総額に占める割合）



（資料）米国商務省を基に日本総合研究所作成

（図表16）フレンド・ショアリングに関連する枠組み

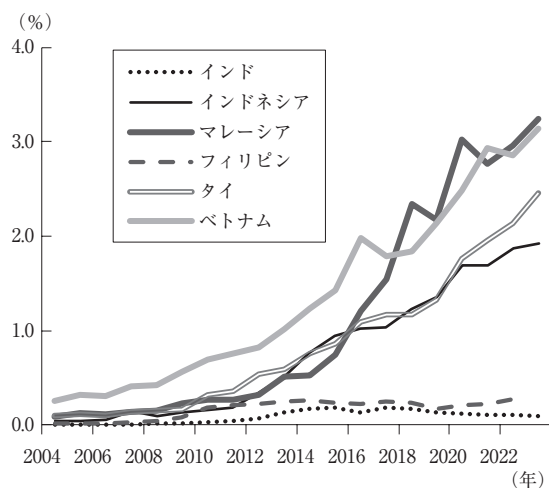
IPEF (14 カ国)	APEP (12 カ国)	CHIP4
オーストラリア	バルバドス	日本
ブルネイ	カナダ	韓国
フィジー	チリ	台湾
インド	コロンビア	アメリカ
インドネシア	コスタリカ	QUAD
日本	ドミニカ共和国	オーストラリア
韓国	エクアドル	インド
マレーシア	メキシコ	日本
ニュージーランド	パナマ	アメリカ
フィリピン	ペルー	AUKUS
シンガポール	ウルグアイ	オーストラリア
タイ	アメリカ	イギリス
ベトナム		アメリカ
アメリカ		

（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

付けていたが、トランプ氏は2国間取引を重視し、多国間の枠組みを嫌う。トランプ次期政権はIPEFを離脱し、生産移転の動きに水を差す可能性が高い。しかも、2024年11月に公表された米財務省為替報告書では、多くのアジアの国・地域（日本、中国、韓国、台湾、シンガポール、ベトナム）が為替操作の監視リストに入った。こうした点からアメリカは中国以外にも圧力を強める恐れがある。

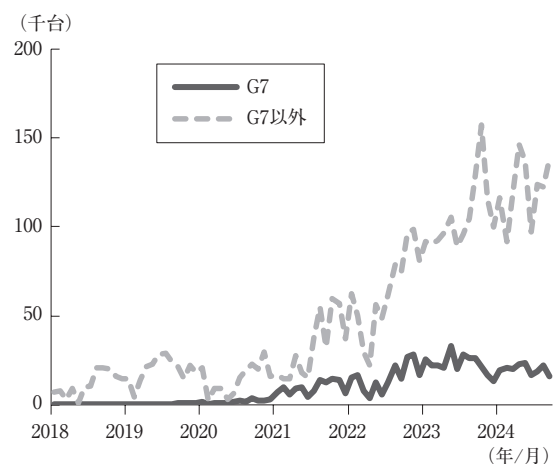
第3に、中国依存の強まりが挙げられる。アメリカが「アメリカ・ファースト」を強化すると、ASEANやインドなどのアジア諸国は中国依存を強めざるを得ないと考えられる。タイやインドネシアでは、すでに中国EVメーカーの投資受け入れを積極化している（森田 [2024]、図表17）。今後、アメリカ企業からの積極的な投資が望めなくなる場合、その代わりに中国資本の受け入れを一段と積極化する可能性がある。インドでも、製造業の強化に向けて、中国からの投資を受け入れるべきとの声が強まっている（細井 [2024]）。ASEANやインドが中国依存を強めると、中国に対し経済安全保障上の懸念を強めるアメリカをはじめ先進諸国との摩擦も強まると予想される。また、ASEANでは、EVをはじめとする様々な財の中国シェアが拡大している（図表18）。中国がいわゆる「経済の戦略化（Economic Statecraft）」を用いて、地政学的な脅威を高めている点には注意が必要である。

（図表17）中国対外直接投資（投資先国GDP比）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表18）中国のEV輸出



（資料）中国海関総署を基に日本総合研究所作成

研究員 呉 子婧

研究員 森田 一至

アジア経済グループ長 野木森 稔

(2024.11.28)

2. 中国

（1）2024年は内需停滞で景気減速

中国の2024年の実質GDP成長率（前年同期比）は、1～3月期（+5.3%）に比較的高い伸びを記録したものの、4～6月期（+4.7%）、7～9月期（+4.6%）と、2期連続で減速した（図表19）。

需要項目別にみると、内需が深刻な不振に陥っている。固定資産投資は伸び悩んでおり、とりわけ不

動産開発投資は前年比▲10%前後の大幅減が続いている。政府による景気浮揚策として期待されたインフラ投資も伸び悩んでいる。

個人消費も低迷が続いている。若年層を中心に雇用情勢が厳しいほか、不動産市場の調整も長引いていることを背景に、将来不安が根強く、家計の節約志向が強まっている。

輸出は、EVをはじめとする自動車やIT関連などを中心に数量こそ増加する傾向にあるが、価格が下落していることから、輸出企業の収益は伸び悩んでおり、雇用の増加や賃金の上昇にはつながっていない。

こうした景気低迷に歯止めをかけるべく、政府は9月下旬以降、①金融政策、②不動産市場対策、③財政政策、を柱とする景気刺激策を相次いで発表した。

金融政策は、政策金利の引き下げ、預金準備率の引き下げ、株価対策（自社株買い資金の調達支援など）が打ち出され、直ちに実施された。不動産市場対策は、住宅購入規制の緩和、住宅ローン金利・最低頭金比率の引き下げなどが実施された（図表20）。住宅取引に関連する税金の軽減措置は、2024年12月1日より施行される。財政政策は、2025年に予定されていた政府投資1,000億元を前倒しで実施するほか、国債増発により調達した資金を国有商業銀行に資本注入する施策などが打ち出された。

こうした一連の景気対策を受けて、上海・香港市場では9月下旬以降、株価が大幅に上昇するなど、市場のセンチメントに改善がみられる。足元の輸出も引き続き増加していることを踏まえると、2024年10～12月期の景気は持ち直す展開が予想される。それでも2024年通年の実質GDP成長率は前年比+4.8%と、政府目標（同+5.0%前後）の下限にとどまり、2023年の同+5.2%から減速する見通しである（図表21）。

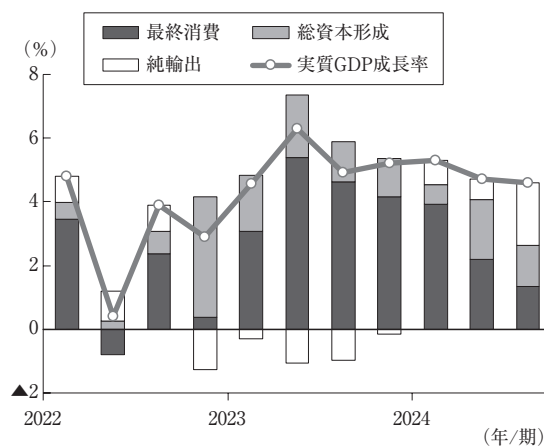
（図表20）不動産市場対策（2024年9月下旬以降）

住宅購入規制	購入軒数制限を緩和
	非戸籍者が購入する際の条件（当該都市での居住年数、所得税や社会保険料の納付期間など）を緩和
住宅ローン・頭金	住宅ローン金利の引き下げ
	最低頭金比率の引き下げ
その他	購入住宅を売却する際の増値税の免除条件の緩和を北京など、四つの大都市にも適用
	住宅購入時の契税（不動産取得税）軽減措置の適用対象（面積90㎡以下→140㎡以下）の拡大と同措置の全国実施
	「ホワイトリスト」と呼ばれる銀行融資を受けられる住宅建設プロジェクトの対象および融資規模を拡大

（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

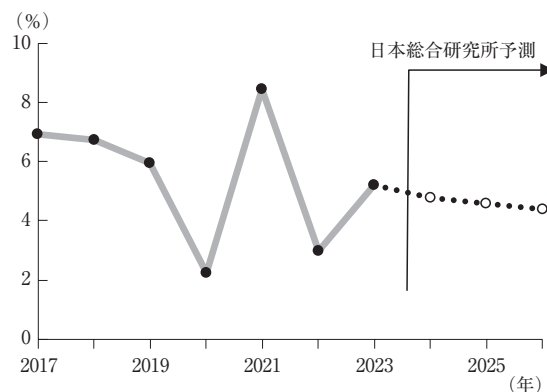
（注）購入規制の緩和は、北京など、四つの一級都市（大都市）。

（図表19）中国の実質GDP成長率（前年同期比）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表21）中国の実質GDP成長率（前年比）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

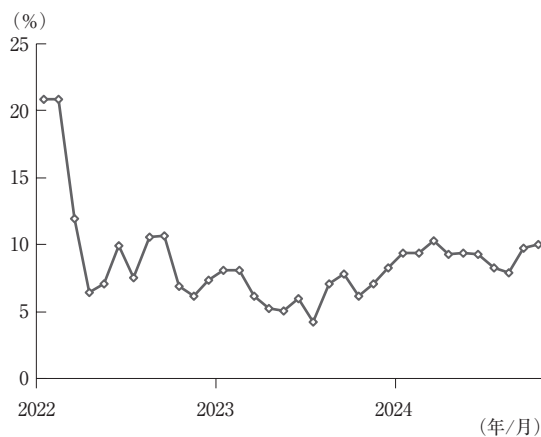
(2) 対策効果は早期に息切れし2025年も減速へ

2025年も中国経済は減速し、経済成長率は+4.6%と前年を下回る見通しである。年前半は景気が持ち直すものの、その勢いは長続きしない展開を予想する。年前半の景気を押し上げる要因として、以下の三つが考えられる。

第1に、金融支援による設備投資の持ち直しである。設備の更新を促すための様々な支援策が打ち出されており、金融緩和などを通じた金融機関の貸出増加も製造業などでの投資拡大につながると予想される（図表22）。

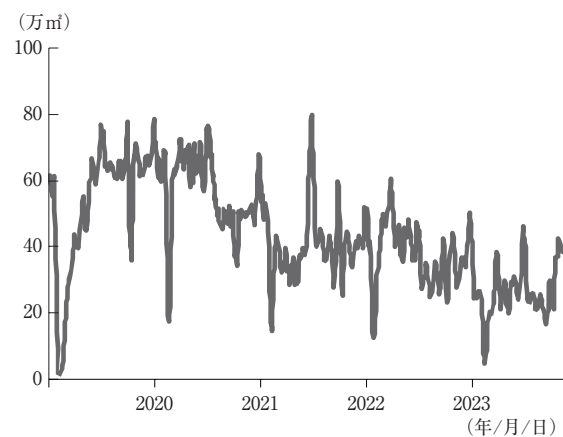
第2に、不動産市場対策による住宅取引の持ち直しである。不動産市場対策が打ち出されてから、これまで落ち込んできた住宅取引に底打ちの兆しがみられる（図表23）。今回の不動産市場対策は、長期的な住宅需要の減少トレンドを転換させるには至らないものの、急速に冷え込んだ住宅購入意欲を一時的に改善させると考えられる。

（図表22）中国の製造業投資（前年同月比）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表23）中国の主要30都市住宅取引床面積



（資料）Windを基に日本総合研究所作成
（注）後方14日間移動平均。

第3に、財政政策の効果である。2024年11月の全人代常務委員会終了後の会見で藍仏安・財政部長（大臣）は、全人代での承認を受けて、今後5年間で計10兆元の地方債を追加発行することを発表した。調達した10兆元は、「隠れ債務」と呼ばれる地方融資平台（地方政府系の資金調達と開発企業）などの債務を地方債に振り替えることに使われるため、基本的に需要喚起にはつながらない見込みである。しかし、融資平台を含む地方政府の利払い負担が軽減されるため、地方財政に支出拡大余地が生まれることになる。藍部長は、今回の地方債発行により、今後5年間で計0.6兆元の利払い軽減効果が見込まれるとし、これがインフラ整備や消費喚起策に充当され景気を押し上げると主張している。

2025年後半からは、①アメリカによる対中関税の引き上げ、②景気対策効果の息切れ、の二つの要因で再び景気は調整色が強まると予想される。

第1に、アメリカの大統領選に勝利したトランプ氏は、中国製品への関税を一律60%に引き上げると公約している。この公約は大統領権限のみで実行可能である。トランプ氏が1期目の2018～2020年に実

施した対中追加関税の税率は7.5～25%であり、今回の公約である税率60%はそれを大きく上回る。また、中国の輸出に占めるアメリカ向けのシェアは、前回のトランプ政権時の対立激化を契機に低下し、2023年には15.0%まで縮小したものの、現在でも中国にとって主要な輸出先であることには変わりはない（図表24）。

これらを勘案すると、対中関税が60%に引き上げられた場合、中国の対米輸出は衣服や玩具などを中心に大きく減少し、実質GDP成長率が▲1.0%ポイント押し下げられると試算される。

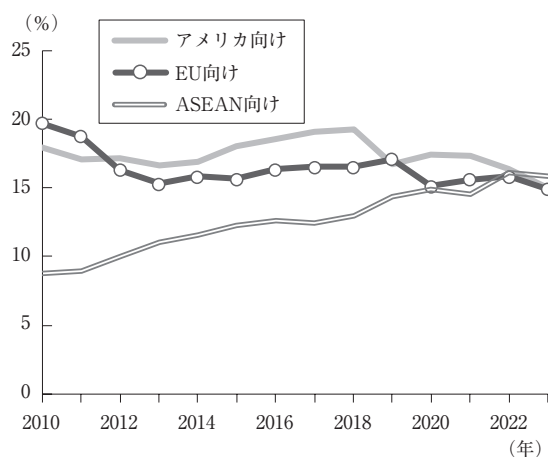
第2に、足元までに中国政府が打ち出した景気対策は、構造的な経済下押し圧力を跳ね返すには至らず、2025年後半にはその効果は縮小すると予想される。前述の通り、現時点で具体的な内容が明らかとなった財政政策は、需要喚起ではなく主に地方政府の負担軽減に主眼が置かれ、強力かつ持続的な景気押し上げ効果は期待できない。金融緩和政策も思い切った内容ではなく、企業や家計の将来不安を払しょくするには力不足である。

（3）注目される3月の全人代

習近平政権は、経済運営で一段と難しいかじ取りを迫られることになるだろう。当面の注目点は、2025年3月に予定されている全人代である。これまで景気の下方圧力が大きい割には、政府による経済対策は小粒にとどまってきた。そのため、今後の国内景気の動向やアメリカの対中政策などを見極めつつ、3月の全人代では追加の財政出動が打ち出される可能性が高いとみられる。具体的な対策メニューとして、2024年11月時点で詳細が示されなかった国有商業銀行の資本増強に加えて、耐久財や資本財の買い替え策の拡充、地方政府による住宅在庫買い取り措置の拡充などが候補となろう。2025年の政府の成長率目標は+4.5～5.0%と予想されるが、仮に追加の財政出動が実施された場合、経済成長率は上振れ、その上限に近づく展開も考えられる。

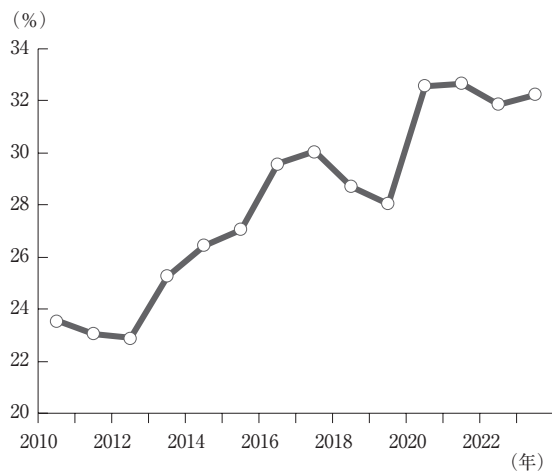
ただし、大規模な経済対策が講じられることになれば、短期的に景気を押し上げる半面、中長期的な構造問題を一段と深刻化させるリスクがある。とりわけ、投資偏重型の大規模な政策が打ち出された場合、製造業における過剰生産に拍車がかかるといった副作用が生じる展開が想定される。多くの国が「デフレの輸出」として、中国の過剰生産を問題視している状況を踏まえると、経済対策で中国の生産能力が一段と拡大すると、他国との摩擦が深刻化する恐れがある（図表25）。また、経済対策が企業側に偏り、家計側に不十分である場合、家計の将来不安が解消されず、消費が一段と落ち込む恐れがある（図表26）。このように、中国政府は、短期の景気対策と中長期の構造改革の間でバランスの取れた経済政策を打ち出すという難しいかじ取りを迫られている。

（図表24）中国の輸出に占める割合

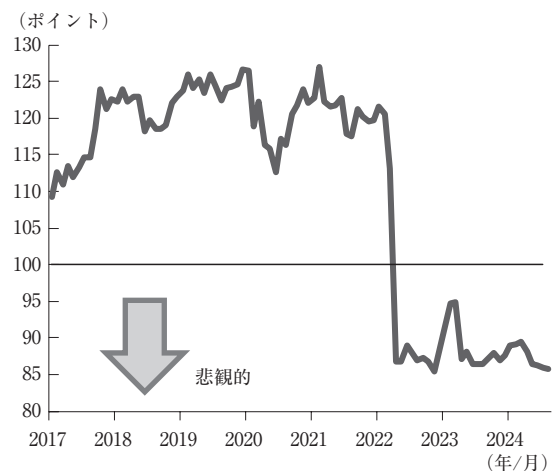


（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

(図表25) 世界の自動車生産に占める中国の割合



(図表26) 中国の消費者信頼感指数



主任研究員 佐野 淳也
(2024.11.28)

3. インド

(1) 内外需ともに2024年度は堅調

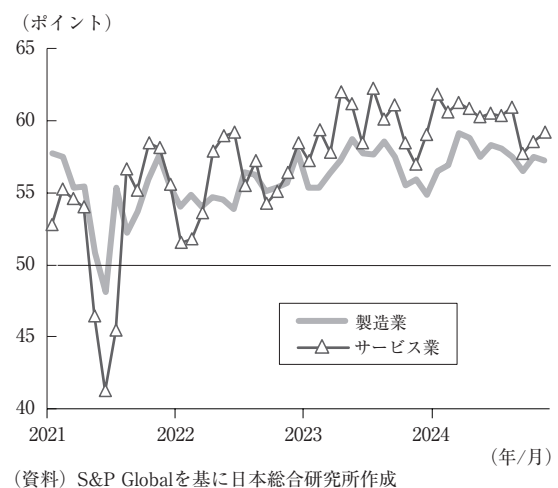
インド景気は順調に拡大している。企業の景況感 は改善しており、PMI（購買担当者景気指数）は製造業・サービス業ともに景気判断の分かれ目となる50ポイントを引き続き上回っている（図表27）。家計の消費マインドも改善しており、消費者信頼感指数（現状）は2024年9月に94.7と2023年（年平均:88.8）を大きく上回っている。

内需の面では、良好な雇用環境が個人消費の伸びを後押ししている。7～9月期の都市部失業率は6.4%と、コロナ禍前（2019年12月:7.9%）よりも低い水準で推移している。従業員退職準備基金への加入者数も9月に188万人増と、前年同月の120万人増を大きく上回っている。インドでは一定規模以上の事業所に勤める従業員に退職準備基金の加入が義務づけられており、その加入者数の増加は雇用が順調に拡大していることを示している。

外需の面では、IT・BPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）を含むサービス輸出が、7～9月期に前年同期比+12.2%と、4～6月期（同+9.8%）から伸び率を高めている。

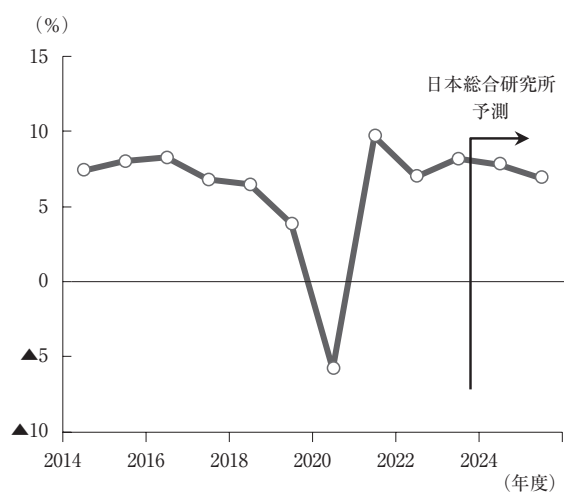
2024年度の実質GDPは前年度比+7.8%と、2023年度（+8.2%）に続き、高成長を記録すると予想する（図表28）。年度下半期の景気も、内外需の両面で好調を持続する見込みである。外需面では、世界的

(図表27) インドのPMI（購買担当者景気指数）

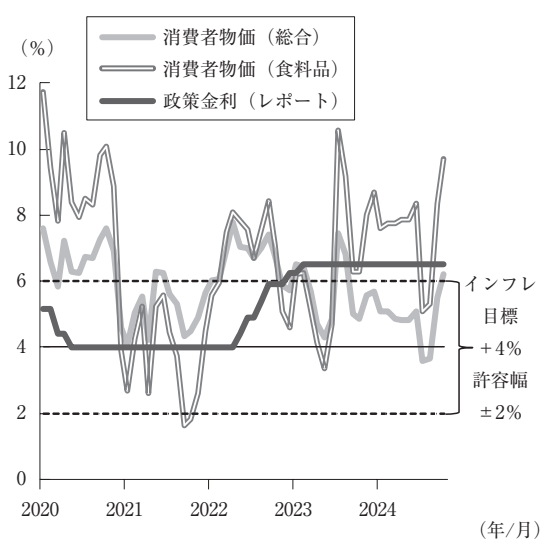


なデジタル化の流れを受けて、サービス輸出が引き続き大幅に増加するとみる。内需面では、インフレ率の低下が消費の拡大を後押しすると見込む。10月の消費者物価指数（CPI）は、ウェイトが大きい食料品価格の上昇により前年同月比+6.2%と9月（同+5.5%）から伸びを高めたものの、インド準備銀行（中央銀行）は、穀物生産の回復を受けて年度後半にはインフレ率が+4%台に低下すると見込んでいる（図表29）。

（図表28）インドの実質GDP成長率（前年度比）



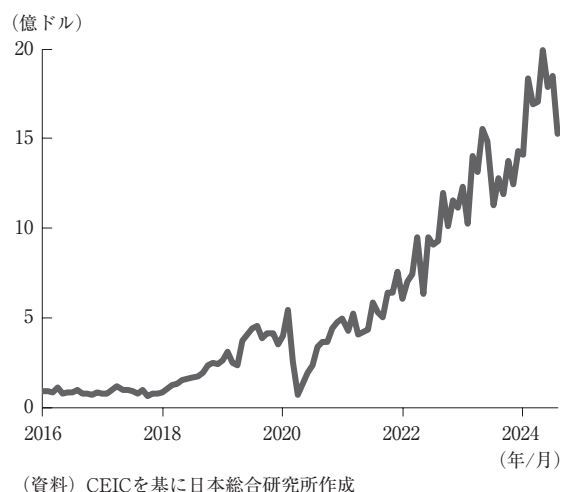
（図表29）インドのインフレ率と政策金利



（2）2025年度は外需主導で成長が持続

2025年度の実質GDP成長率は+6.9%と、2024年度から減速するものの、コロナ禍前並みの安定成長を維持する見通しである。景気のけん引役は外需であり、高成長が続くサービス輸出に加えて、財輸出も増勢を強めると見込む。その理由として、アメリカ政府が関税引き上げをはじめ対中強硬策を実施する可能性が挙げられる。対中関税の引き上げでグローバル企業は中国からの生産移転を進めると考えられ、インドがその有力な候補となる。インドは労働力が豊富であるほか、民主主義国として西側諸国との友好関係もあり、移転先としての魅力度は高い。すでに携帯電話など一部の分野で中国から生産が移転されている。その結果、輸出も増加しており、携帯電話の輸出額は10年間で10倍以上の規模に達している（図表30）。今後、こうした動きは、製造工程が比較的容易な分野を中心に広がり、輸出増加につながると予想される。

（図表30）インドの携帯電話輸出額（名目、季調値）

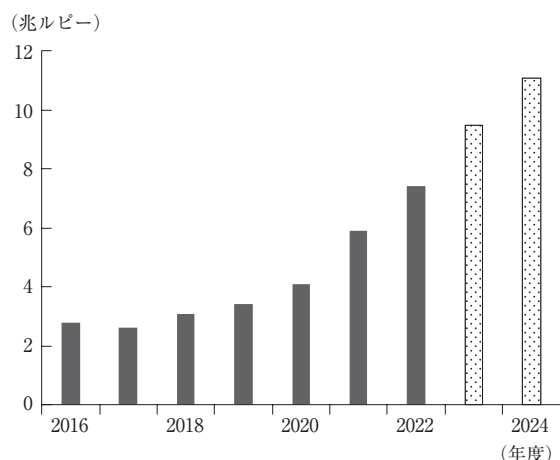


また、インドはアメリカの制裁を免れる可能性が高い点も輸出増を後押しする。トランプ次期政権は貿易赤字を重要な問題と位置付け、その額が大きい国に対して制裁を科す可能性がある。アメリカの貿易赤字に占めるインドの割合は、隣国のカナダ・メキシコはもとよりASEAN諸国や韓国・台湾に比べても小さく、米財務省が公表する為替報告書の監視対象リストにも入っていない。

内需の面では、財政支出の拡大が需要を喚起する一方、金融引き締め政策の効果が浸透するなかで、その増勢は総じて弱まると予想する。財政政策についてみると、下院総選挙後に再編成された2024年度予算でインフラ投資が前年度に比べて大幅に増加している（図表31）。さらに、約2兆ルピーの雇用創出対策や所得税の基礎控除引き上げなど、中低所得層への支援も盛り込まれた。2025年度予算も同様に景気に配慮した編成となり、設備投資と個人消費の両方を下支えすると見込む。

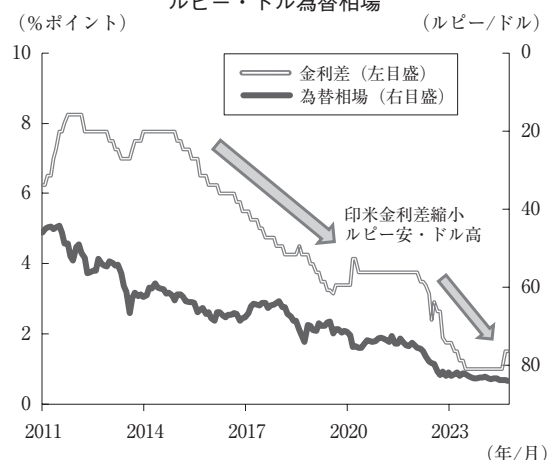
一方、金融政策は、引き締めの長期化が予想される。アメリカでは、政府が対中関税を60%に引き上げるほか、大規模な減税を実施すると予想され、2026年にかけてインフレ率が高まると見込まれる。これにより、アメリカでは2025年から利下げが停止され、政策金利は4%台と高い水準で据え置かれると予想する。ルピー安とそれによるインフレを防止するために、インド準備銀行もアメリカに足並みを揃えて金利を据え置くと考えられる（図表32）。コロナ禍からのペントアップ需要が一巡するなかで、金融引き締めの継続が加わり、内需は緩やかに減速すると見込む。

（図表31）インフラ整備に対する財政支出



（資料）インド財務省を基に日本総合研究所作成
（注）2022年度までの実績。

（図表32）インドとアメリカの政策金利差と
ルピー・ドル為替相場



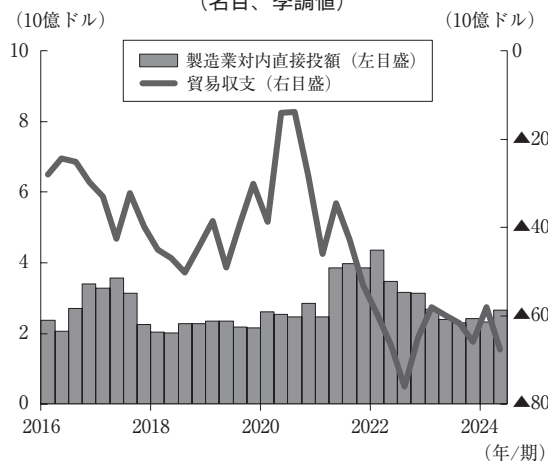
（資料）CEIC、FREDを基に日本総合研究所作成

（3）進まない製造業強化、中国資本の積極受け入れも

インドでは、製造業の競争力が期待されたほど高まっておらず、中長期的な経済成長の足かせとなっている。モディ政権は、「メイク・イン・インド」を掲げ、製造業の競争力強化とそれによる輸入依存度の低減を志向してきた。政府は、生産額の増加に応じた補助金や半導体工場の新設に対する最大50%の財政支援などを実施し、製造業の国内立地を推進してきた。しかしながら、こうした取り組みの成果は、これまでのところ携帯電話など一部の産業にとどまっており、製造業全体では国際競争力の強化は進んでいない。インドの貿易赤字は2020年代に入ってから一段と拡大しており、とくに中国からの輸入が急

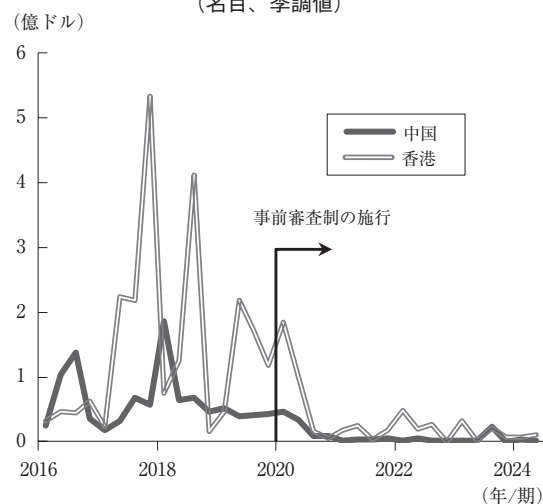
増している（図表33）。背景として、対内直接投資の伸び悩みが競争力向上を阻害する一因となっている。政府が経済安全保障の観点から、国境を接する国に対する事前審査制を2020年から施行している影響で、中国・香港からの直接投資が減少していることが海外からの投資低迷を招いている（図表34）。

（図表33）インド製造業の対内直接投資と貿易収支
（名目、季調値）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表34）中国からインドへの対内直接投資
（名目、季調値）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

こうした状況を受けて、インド政府内には中国からの直接投資を積極的に受け入れるべきとの意見もみられる。財務省は2024年7月の年次経済報告書で、中国資本の受け入れにより国内の生産能力を高めることで、輸出の拡大と対中貿易赤字の縮小につながるとの見解を表明した。インドの貿易赤字は、原油・石油製品に次いで電子部品や電気機器の分野で大きく、これらの産業が中国資本の受け入れの候補となる（図表35）。こうした高付加価値産業はインドが劣後する反面、中国は近年優位性を高めており、製造業の強化に向けて育成が欠かせない分野である。

こうしたなか、アメリカ・ファーストを掲げるトランプ次期政権が孤立主義を強め、アメリカ企業からの積極的な投資が望めなくなる場合、中国投資を受け入れざるを得ないという声がより強まる可能性がある。もっとも、中国依存を高めると経済安全保障上のリスクも高まるため、インド商工省は中国資本の受け入れには慎重である。さらに、中国資本の受け入れを積極化し、西側諸国がインド進出を躊躇することになれば、結果的に海外からの投資が不十分となる恐れもあり、今後のインドの選択が注目される。

（図表35）インドと中国の比較優位分野（2022年）

	消費財	原材料	加工品	部品	資本財
食料品					
繊維					
パルプ・紙					
化学					
石油・石炭					
窯業・土石					
鉄鋼・金属等					
一般機械					
電気機械					
家庭用電気機器					
輸送機械					
精密機械					
玩具・雑貨					

（資料）RIETI-TIDを基に日本総合研究所作成

（注）インドの顕示比較優位（インドの輸出シェア/世界の輸出シェア）が1を超えている分野にシャドー。中国は太枠。

副主任研究員 細井 友洋

（2024.11.28）

参考資料 アジア総論

- ・ 呉子婧 [2024]. 「中国で長引く低インフレ―過熱する値下げ競争がデフレを招く恐れも―」、日本総合研究所『リサーチ・アイ』 No.2024-037
- ・ 森田一至 [2024]. 「急速なEVシフトを進めるタイ自動車産業―将来的に過剰生産となる恐れも―」、日本総合研究所『リサーチ・アイ』 No.2024-058
- ・ 細井友洋 [2024]. 「製造業強化が進まないインド、中国資本の積極受け入れも―インドが劣後する電気産業が受け入れの候補―」 日本総合研究所『リサーチ・アイ』 No.2024-070