

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) 景気は持ち直し基調
- (2) 2018年は四つの要因に支えられ、堅調な成長
- (3) 下振れリスクと対応策

2. 中国経済

- (1) 2017年央以降、景気は減速
- (2) 2018年入り後も景気は緩やかに減速
- (3) 先進国の金融政策正常化の動きに留意の要

3. インド経済

- (1) 2017年度の成長率は+6.7%
- (2) 2018年度の成長率は+7.4%に持ち直し

要 約

1. 2017年のアジア経済は、持ち直し基調が続いている。この背景として、①輸出の増加、②内需の持ち直し、③中国景気の上振れ、の3点が挙げられる。通年の成長率は前年比+6.1%と、2016年を若干下回る見通しである。これは、インドの成長率が高額紙幣の廃止に伴う混乱やGST（Goods and Services Tax）導入前の買い控えという一時的な特殊要因により、前年を大幅に下振れたことが主因であるため、景気回復基調が崩れたとは判断すべきではない。
2. 2018年のアジア経済を展望すると、一部の国や地域の成長率は、政策効果の一巡などにより2017年を下回るものの、景気の失速には至らない見通しである。全体としてみれば、①外需の回復持続、②内需の底堅い推移、③国際的なマネーフローの安定、④中国経済の安定成長、の4点が景気の下支え要因になり、通年の成長率は前年比+6.1%と、2017年と同水準の成長となる見通しである。
3. 中国経済は、減税措置の終了に伴う自動車需要の減少、民間企業のバランスシート調整などから、2018年については、減速傾向をたどるとみられる。もっとも、景気を冷え込ませるほど引き締め策を強化させる公算は小さい。政府のコントロールと消費市場の力強さに支えられ、景気失速を回避しながら軟着陸を図る展開となり、通年の成長率は+6.4%となる見通しである。
4. インド経済は、GSTなどの成長下押し要因が一巡し、成長軌道に復帰することが期待される。半面、財政赤字縮小に向けて抑制的な財政政策が続くなど、政策面の押し上げ効果をあまり期待できないため、成長率の持ち直しペースは緩やかにとどまるとみられる。この結果、2018年度は+7.4%成長となる見通しである。
5. 内外需ともに、総じて堅調な成長が続くというメインシナリオに対し、下振れリスクとして、①中国経済の失速、②アメリカとアジアの通商摩擦、③世界的な電子部品需要の一巡、の3点が懸念される。産業競争力の強化や消費の持続的拡大などを通じて、外生的な下振れリスクに耐え得る内需基盤の構築がアジア各国・地域の共通課題といえる。

1. アジア全体

(1) 景気は持ち直し基調

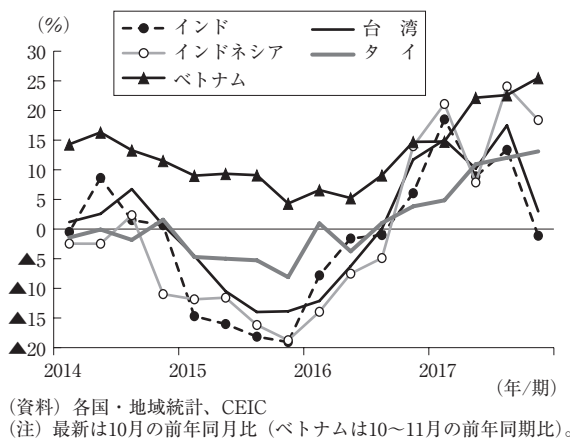
2017年のアジア経済は、前年後半からの持ち直し基調が続いている。一部で一服感が出ているものの、4～6月期の実質GDP成長率（前年同期比）がマレーシアで9四半期ぶり、タイでは17四半期ぶりの高成長となったことに加え、7～9月期も、この2カ国を含む多くの国・地域で前期より加速した。その背景として、以下の三つの要因を指摘できる。

第1に、輸出の増加である。個人消費にけん引されたアメリカ経済の回復や資源国経済が最悪期を脱したことを背景に、アジアの輸出は2014年末頃からはじまった減少傾向を脱し、2016年末頃から拡大に転じた（図表1）。さらに、スマートフォンなどにけん引された世界的な電子部品需要の回復が、韓国や台湾の関連品目を中心に、輸出の伸びを加速させた。

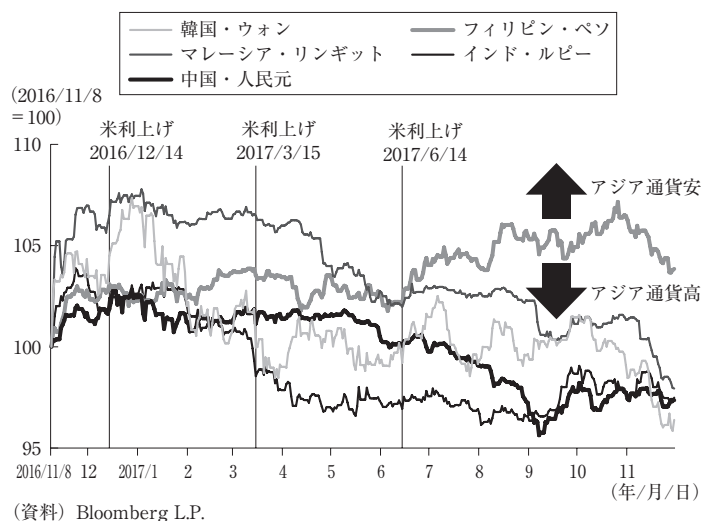
第2に、内需の持ち直しである。例えば、ASEAN各国では、目先の景気対策にとどまらず、対内直接投資の拡大も目的として大規模なインフラ整備計画が発表され、徐々にではあるが実行に移されている。インドネシアなどでの直近の投資の拡大は、こうした公共事業の執行に伴うものとみられる。

インフレの低位安定も、内需持ち直しに寄与している。原油や農作物といった一次産品の価格は2017年入り後、おおむね落ち着いた動きを示している。世界的な低インフレ環境のなか、アジア各国・地域の消費者物価上昇率は総じて鈍化した。このような物価の安定が実質的な購買力を高め、民間消費を下支えしている。また、アメリカの金融政策正常化が緩やかなペースにとどまったことから、リスク要因とみられていた海外への資本流出は短期かつ軽微で収束した。2016年11月の米大統領選挙後からの通貨安進行に歯止めがかかったことから、通貨防衛やインフレ予防のための利上げは実施されず、当局は総じて金融緩和スタンスを維持している（図表2）。インドネシア、ベトナム、インドでは、景気回復を確実なものとするため、利下げが実施された。

(図表1) 輸出（通関ベース、前年同期比）



(図表2) アジア通貨の対米ドルレート



第3に、中国景気の持ち直しである。インフラ投資の拡大を柱とする政府の景気刺激策の効果が発現したところに、民間部門の底入れが重なり、2017年は政府目標（+6.5%前後）を上回るペースの経済成長が持続している。中国は、経済規模（2016年の購買力平価ベースではアジア全体の53%が中国）が突出しており、その復調は、アジア経済全体に大きく寄与する。

このように、持ち直しが続いているにもかかわらず、2017年のアジア全体の成長率は前年比+6.1%と、2016年を若干下回る見通しである（図表3）。総じて良好な経済環境のなかで成長率が伸び悩むのは、インドの成長率が高額紙幣の廃止に伴う混乱やGST導入前の買い控えという一時的な特殊要因により、前年を大幅に下回り、アジア全体の成長率に対する下押し圧力となることが主因である。

（図表3）アジア各国・地域の成長率見通し

(%)

	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)	2019年 (予測)
アジア	6.5	6.3	6.3	6.1	6.1	6.1
中国	7.3	6.9	6.7	6.8	6.4	6.3
アジア（中国除く）	5.5	5.6	5.8	5.3	5.8	5.8
NIEs	3.5	2.1	2.3	2.9	2.4	2.4
韓国	3.3	2.8	2.8	2.9	2.6	2.6
台湾	4.0	0.7	1.5	2.5	2.0	2.1
香港	2.8	2.4	2.0	3.6	2.4	2.4
ASEAN	4.6	4.9	4.9	5.3	5.3	5.4
インドネシア	5.0	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5
マレーシア	6.0	5.0	4.2	5.8	5.2	4.9
フィリピン	6.2	6.1	6.9	6.6	6.8	6.9
タイ	0.9	2.9	3.2	4.0	3.9	3.9
ベトナム	6.0	6.7	6.2	6.7	6.3	6.4
インド（年度）	7.5	8.0	7.1	6.7	7.4	7.5

（資料）IMF *World Economic Outlook*（2017年10月）を基に、日本総合研究所作成
（注1）2016年の購買力平価ベースを基に、アジア全体の成長率を暦年ベースで計算。
（注2）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。

（2）2018年は四つの要因に支えられ、堅調な成長

2018年のアジア経済を展望すると、一部の国や地域の成長率は、政策効果の一巡などによる反動で2017年を下回るものの、景気の失速には至らない見通しである。全体としてみれば、①外需の回復持続、②内需の底堅い推移、③国際的なマネーフローの安定、④中国経済の安定成長、の4点が景気の下支え要因になると見込まれる。以下では、これらの要因を考察する。

A. 外需の回復持続

まず、外需は、世界景気の緩やかな回復傾向を背景に、2018年も拡大が続く見通しである。もっとも、直近の輸出回復の勢いが強かった反動もあって、輸出の大幅な伸びは期待しにくい。

国別では、とりわけアメリカ経済の自律的な回復傾向を背景に、対米輸出の堅調が期待される。アジアにとって、アメリカは主要輸出相手の一つであることから、アメリカの堅調な成長持続はアジア景気にプラスに作用しよう。

品目別では、IT関連需要の動向が注目される。世界の携帯電話・スマートフォンの契約数は、2018年以降も緩やかなペースで拡大が続くと予測されている（総務省『平成29年版情報通信白書』、図表4）。他にも、データセンターの設備増強、自動運転や物流分野での情報機器活用事例の増加のように、IT関連需要の中期的な拡大持続に資する動きも顕在化しつつある。

もっとも、スマートフォン需要に関しては、普及率の上昇や買い替えサイクルの長期化を背景に、これまでのような急拡大は期待しにくい。

より高性能な製品が販売されることを見越して、既存モデルへの切り替えを見送る動きも、一部でみられるようになった。これらを踏まえると、2018年のIT関連需要は拡大の持続が見込まれるものの、そのペースは鈍化する可能性が高い。アジアでのIT関連製品・部品の輸出および生産は増勢を維持するものの、2017年ほどの力強さは期待できないであろう。

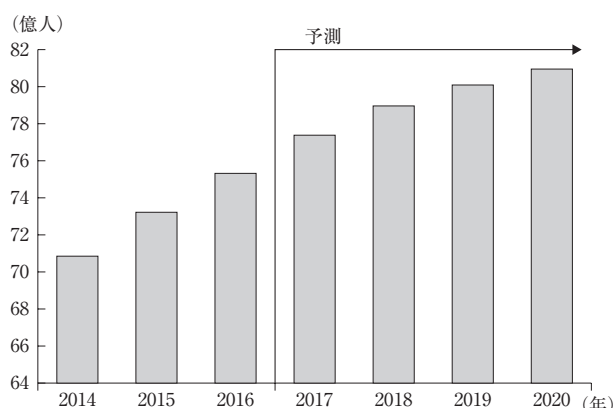
B. 内需の底堅い推移

内需についても、各国・地域で消費、投資、いずれも堅調な拡大が続く見通しである。

消費は、所得水準の上昇持続が拡大のけん引役となる。アジア諸国の一人当たりGDPは、依然として高めの伸びを続け、マクロの所得水準は着実に改善している（図表5）。物価も、景気の持ち直しによる若干の上昇は想定されるものの、資源価格の安定や世界的な供給過剰構造の残存などを背景に、落ち着いた状況が維持される。所得増と低インフレの下、実質購買力が一段と高まり、消費の堅調な拡大に結び付くという構図は、2018年も多くの国や地域で続くとみられる。

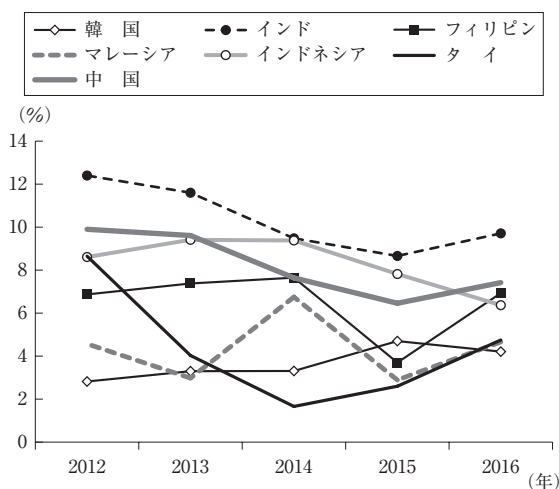
投資では、需要に対してインフラ整備が追い付いていない現状を受け、インフラ投資の堅調な拡大が期待される。例えば、インドネシアやフィリピンでは、前述した整備計画に基づく工事が徐々に進展し、成長押し上げに寄与していくと想定される。インドも2017年10月に、道路建設を含む包括的な景気対策を発表したが、これが2018年以降の投資の拡大、さらには経済成長の押し上げ要因となろう。

（図表4）世界の移動体通信サービス契約数



（資料）総務省『平成29年版情報通信白書』（原資料は、IHS Technology）
（注）移動体通信＝携帯電話、スマートフォンなど。

（図表5）一人当たりGDP（前年比）



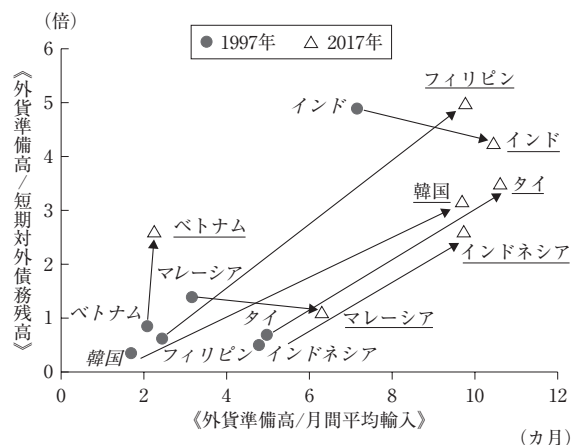
（資料）各国統計、CEIC
（注）インドは年度。

C. 国際的なマネーフローの安定

しばしばアジア各国・地域の弱点とされてきた国際的なマネーフローも、当面、経済のマイナス要因にはならない見込みである。最大の不安定化要因として懸念される欧米の金融政策正常化は、低インフレの持続および中央銀行の慎重姿勢により緩やかなペースで進むと想定されるため、マネーフローの混乱は生じにくい。

また、アジア通貨危機を教訓に、アジア各国は外貨準備を積み増すなど、資金流出対策を強化しており、通貨危機に至るリスクは低下している（図表6）。前述の通り、2016年の米大統領選挙以降に起きた通貨安の進行は一時的な動きにとどまり、直近（2017年11月）では安定的に推移している。こうした状況は、貿易や消費、さらには対内直接投資の拡大にも追い風となるため、アジア経済の底堅い成長につながる動きといえる。

（図表6）アジアの外貨準備高



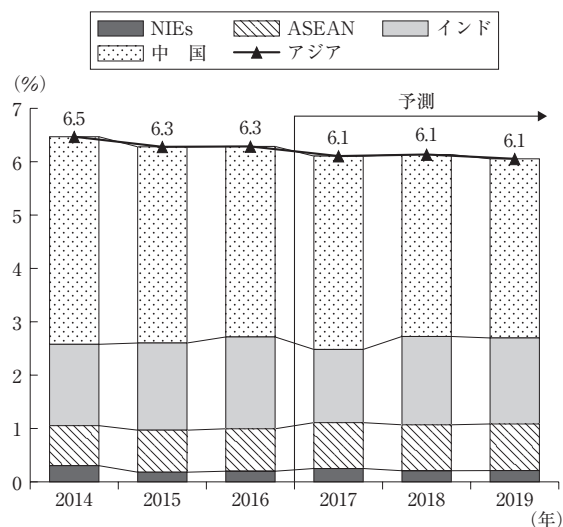
（資料）CEIC（原資料は世界銀行、各国統計）
（注）2017年は最新月末の数値、ただしベトナムの短期対外債務残高は2016年末で代用。

D. 中国経済の安定成長

中国が安定成長を続けられるか否かは、2018年以降のアジア経済を展望するうえでの重要ポイントの一つである。結論を先取りすれば、中国経済は若干の減速が避けられないものの、失速には至らない見通しである。中国政府は、住宅市場の過熱抑制、過剰生産・過剰債務の削減を柱とする構造調整に取り組むべく、政策スタンスを引き締め方向に移している（詳細は「中国」参照）。ただし、一連の引き締め策の効果を見極めるため、追加策を講じる可能性は当面低い。景気に想定を上回る下振れの兆しが表れた際には、財政出動等の対策を講じて、失速を回避すると考えられる。このように、政府のコントロール下で、中国経済は失速を回避しつつ、緩やかな減速に向かう見通しである。安定成長への軟着陸に成功するというメインシナリオの下、アジア経済にマイナス影響は及ばない見通しである。

以上の点を総合すると、2018年のアジア経済は、前年と同程度の成長が期待できる。まず、中国経済は+6.4%と、緩やかな低下が想定される。それ以外の国や地域では、外需の回復持続や内需の底堅い推移などにより、総じて堅調な成長が続くとみられる。インド経済は、政策的な下振れ要因のはく落もあって、+7%台への加速が見込まれる。これらの結果、アジア全体の成長率は+6.1%と、前年並みとなる見通しである（図表7）。2019年も、基本的な回復の構図は変わらない。中国は緩やかに減速するものの、その他アジア諸国が堅調を維持するため、全体で+6.1%と、前年と同水準の成長が予想される。

(図表7) アジアの成長率と各国・地域別寄与度



(資料) IMF World Economic Outlook (2017年10月) を基に、日本総合研究所作成
 (注) 2016年の購買力平価ベース。

(3) 下振れリスクと対応策

内外需ともに、総じて堅調な成長が続くというメインシナリオに対し、下振れリスクとして次の3点が挙げられる。

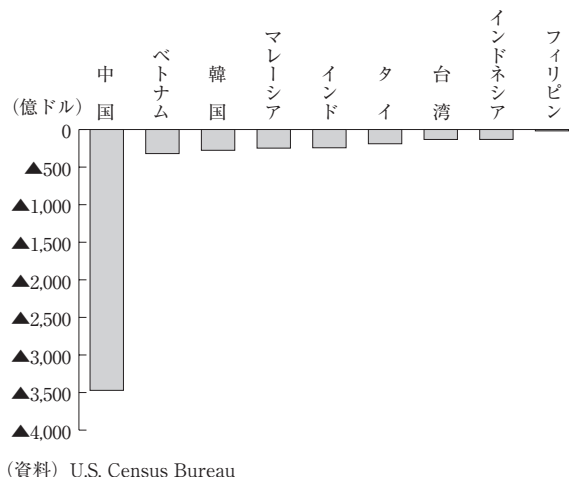
第1に、中国経済の失速である。2017年秋の党大会で一段と強まった習近平総書記への権力集中は、改革推進の原動力として期待される半面、政権内部でのチェック機能の低下などで経済政策の失敗をもたらすリスクもはらんでいる。

第2に、アメリカとアジアの通商摩擦である。トランプ政権は、米韓FTAの見直し交渉を開始し、中国以外のアジアとの間の貿易不均衡是正にも乗り出している。アメリカがアジア各国との貿易で軒並み赤字を計上するなか、中国・韓国以外に予先が向く展開もあり得る(図表8)。そうなれば、当該国は対米輸出の落ち込みなど、マイナスの影響が避けられそうにない。とりわけ、輸出に占めるアメリカ向けの割合が高いベトナムにとっては、経済全体に深刻な影響をもたらしかねない。

第3に、世界的な電子部品需要の一巡である。スマートフォン需要のピークアウト等でIT関連需要が世界的に減少に転じた場合、電子部品への依存度の高い韓国、台湾へのマイナス影響が大きく顕在化する。

多くのアジア諸国にとって、これらの下振れリスクは外生的な要因であり、リスクを低減するための選択肢は多くない。そうしたなか、ア

(図表8) アメリカの対アジア貿易収支(2016年)

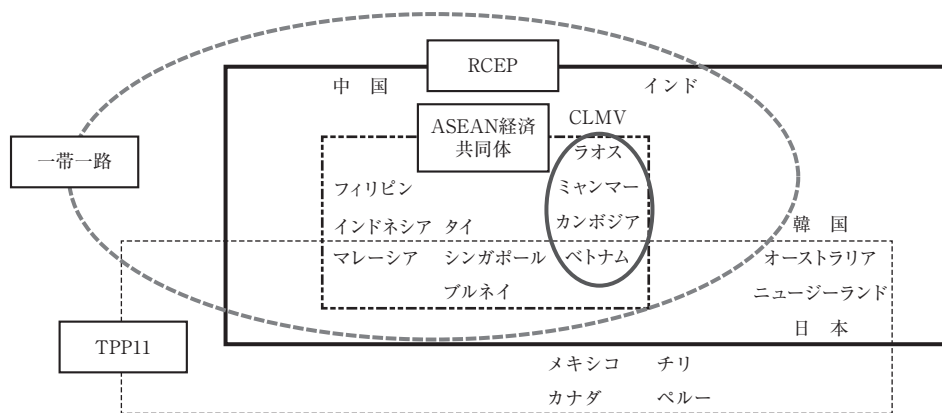


(資料) U.S. Census Bureau

ジアでは、貿易自由化の動きが徐々に進展している。

例えば、ASEAN経済共同体（AEC）では、一部品目の域内関税の撤廃が2018年に予定されている（図表9）。ASEANは中国との間でも、一部の品目で輸入関税を引き下げることになっている。また、アメリカが離脱を表明したTPP（環太平洋経済連携協定）は2017年11月、「包括的および先進的な環太平洋パートナーシップ協定（CPTTP、通称TPP11）」というかたちで残りの11カ国が大筋合意した。RCEP（東アジア地域包括的経済連携）や中国の提唱する一帯一路構想にも、緩やかな貿易自由化を目指す方針が盛り込まれている。

（図表9）アジアにおける自由貿易化推進の枠組み



（資料）各種報道より日本総合研究所作成
（注）CLMVは、ASEAN後発加盟4カ国を指す。

こうしたアジアでの貿易自由化の動きは、輸入価格の下落による消費の拡大、企業競争力の強化といったプラス効果を期待できる一方で、とりわけ、ASEAN後発加盟4カ国（CLMV）を中心に、各国・地域の地場企業は海外企業との厳しい競争に直面することになる。こうした逆境に対し、アジアの企業が競争力を強化することができれば、当該国・地域経済の中長期的な発展は現実味を増してくる。

政府によるマクロ経済運営においても、産業競争力の強化や消費の持続的拡大などを通じて、外的ショックに耐え得る内需基盤を構築することが必要である。とりわけ、短期的な景気刺激効果よりも、中長期的な発展に重点を置いたインフラ整備の推進が「中所得国の罠」に陥らず、中長期的な成長を持続するための必須条件であり、アジア共通の政策課題でもあるといえよう。

（主任研究員 佐野 淳也）

（2017. 12. 4）

2. 中国経済

（1）2017年央以降、景気は減速

中国の実質GDP成長率は、2017年前半に前年同期比6.9%増まで加速したが、7～9月期は同6.8%増

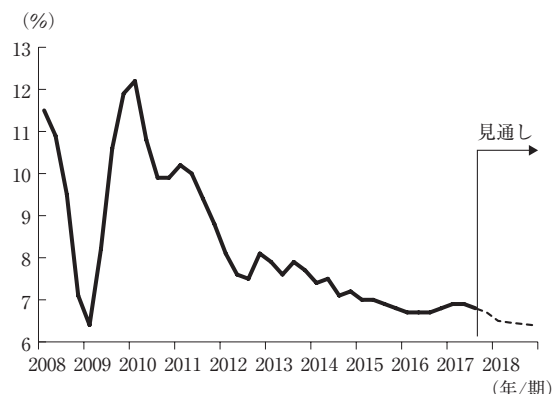
と7四半期ぶりに低下した(図表10)。足許10月の統計も減速を示すものが多く、再び景気の減速感が強まってきた。

景気減速の背景として、中国政府が政策スタンスを変えたことが指摘できる。2016年まで、政府は景気失速を回避するために、積極的な財政支出と金融緩和を行った。ところが、2016年末から金融・財政政策を引き締め方向に変化させたことで、若干のラグをおいて、その効果が表れ始めたと考えられる。

金融面では、短期市場金利を高め誘導するとともに、金融監督を強化した。中国人民銀行が公開市場操作を行う際のリバースレポ金利を2017年2月から2カ月連続で引き上げたため、短期市場金利は4月にかけて上昇した。

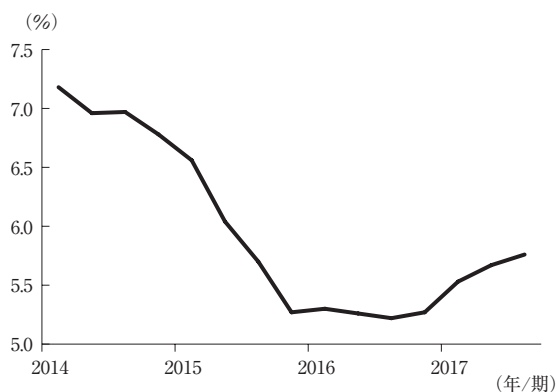
これらの影響により、金融機関の貸出平均金利が上昇し、民間企業の資金調達コストも上昇した(図表11)。これに伴い、1~10月の民間企業の固定資産投資は前年同期比5.8%増と、再び減速局面に入った(図表12)。また、春頃まで急拡大を続けてきた住宅販売床面積も10月に前年同月比▲8.6%減少した。

(図表10) 実質GDP成長率(前年比)



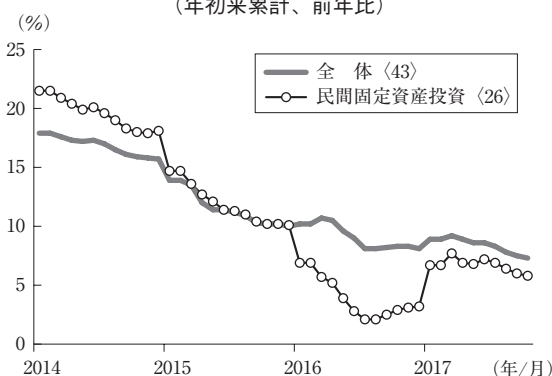
(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

(図表11) 企業向け貸出平均金利



(資料) 中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」

(図表12) 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」「民間固定資産投資」
(注) 〈 〉は2016年のGDPに占めるシェア。

財政面では、2016年12月の中央経済工作会议から政府は公的な投資プロジェクトの承認抑制に乗り出したとみられる。この結果、2016年に前年比20.9%増加した新規着工総投資計画額に急ブレーキがかかり、2017年1~10月は前年同期比3.8%増へ鈍化した。同期の国有企業の固定資産投資も同10.9%増と、2割近い伸びから鈍化している。

このほか、大気汚染問題などの深刻化を受けて、政府が環境規制を強化するなか、重工業で減産の動きがみられる。これも、景気減速の要因の一つである。

政府が政策スタンスを変えた背景には、景気優先スタンスがもたらすひずみが大きくなったことが指

摘できる。

まず、住宅市場の過熱感が無視できなくなった。金融緩和を受けて、住宅需要が大きく盛り上がった結果、住宅価格の高騰は北京や上海などの沿海大都市のみならず、内陸の地方都市にも広がった。

加えて、製造業の過剰生産問題も再浮上した。例えば、かねてから過剰生産が問題となっていた粗鋼で、再び増産傾向が強まった。政府は生産能力の削減姿勢を崩していないものの、市況の改善を受けて、企業の増産意欲が高まったものとみられる。

さらに、大規模な金融緩和などを背景に、企業債務問題と不良債権問題が深刻化し、システミックリスクも懸念され始めた。そのため、政府はデレバレッジ（与信と債務の抑制）を重要課題とみなすようになった。

(2) 2018年入り後も景気は緩やかに減速

今後を展望すると、以下の3点を背景に、中国経済はこのまま減速傾向をたどると予想される。

第1は、自動車需要の減少である。排気量1,600cc以下の小型車の取得税率は通常10%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13）。当局は2017年初から取得税率を7.5%に引き上げたため、2017年入り後に自動車販売の伸びは鈍化した。2018年に入ると、減税措置が完全に終了するため、自動車販売台数が減少に転じる公算が大きい。

第2は、民間企業のバランスシート調整である。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。中国では、企業債務の対GDP比が166%に達し、日本のバブル期を上回る。2017年9月末の企業向け貸出平均金利は5.67%であるため、粗い試算で年間の利払い費はGDPの9.6%に達する（図表14）。バランスシートが肥大化し、それに伴い利払い負担が増大するなか、企業の債務削減は自然な動きといえよう。

第3は、環境規制の強化である。2期目に入る習近平政権は、環境保護を主要政策の一つに掲げているため、政府による環境規制や減産の要請が和らぐ可能性は低い。

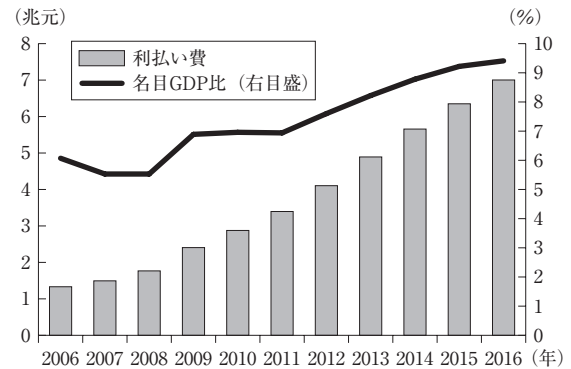
もっとも、景気が失速するリスクは小さいと判

(図表13) 自動車販売台数（前年比）



(資料) 中国汽車工業協会「汽車工業経済運行状況」を基に日本総合研究所作成

(図表14) 企業の利払い費の試算



(資料) BISのtotal credit統計、国家統計局「国民経済計算」、中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」を基に日本総合研究所作成

(注) 足許の企業向け貸出平均金利で試算。

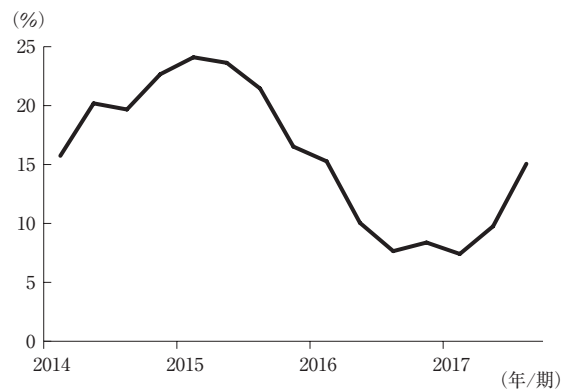
断される。まず、政府の引き締めスタンスは続くものの、景気を冷え込ませるほどに強化される公算は小さい。これまでの景気抑制策が相応の効果を発揮しつつあるため、当面は現行政策の効果を見極める姿勢となると予想される。

実際、金融面では、最近追加利上げを見送っている。また、不動産企業向け融資の増勢鈍化にも歯止めがかかり、持ち直しの動きもみられる(図表15)。住宅需要が弱まり始めるなか、政府は不動産開発企業の資金繰り難を緩和するために、融資規制をやや緩めたと考えられる。

財政面でも、新規着工総投資計画額が前年割れしないようコントロールしている。インフラ投資は一定のペースで拡大し、景気を下支えする見通しである。先行き景気の下振れリスクが強まった際には、政府は2016年に行ったように機動的な財政出動によって、景気下振れを回避するとみられる(図表16)。

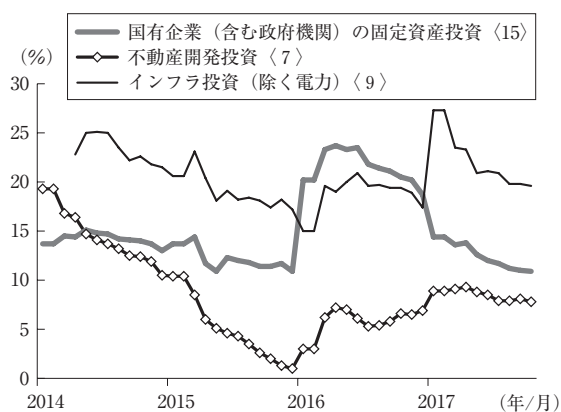
実体経済面を見ても、景気の底堅さが期待される。企業業績の改善に伴って、7～9月の都市部一人当たり実質可処分所得は前年同期比7.1%増と、2017年入り後から持ち直している(図表17)。当面、良好な所得環境を背景に、個人消費が景気を下支えする見通しである。

(図表15) 不動産企業向け融資残高(前年比)



(資料) 中国人民銀行「金融機構貸款投向統計報告」

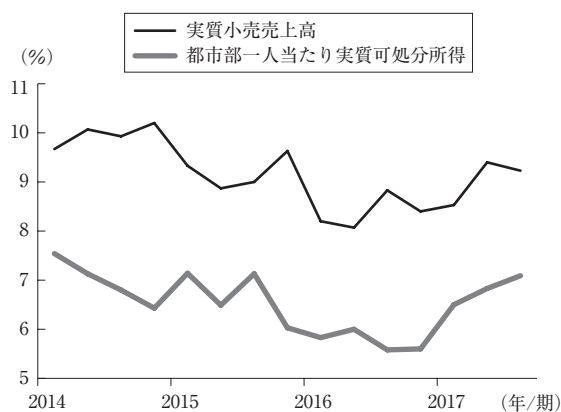
(図表16) 公共部門の投資、不動産開発投資(年初来累計、前年比)



(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」「全国房地產開發投資和銷售情況」

(注) 〈 〉は2016年のGDPに占めるシェア、重複計上あり。

(図表17) 可処分所得と小売売上高(前年比)



(資料) 国家統計局を基に日本総合研究所作成

(注) CPIで実質化。

以上のように、2018年の中国経済は、下押し要因はあるものの、政府のコントロールと消費市場の力強さに支えられて、景気失速を回避しながら軟着陸を図る展開になるものと見込まれる。その結果、2018年の実質成長率は6.4%増と、2017年の6.8%増から緩やかに低下すると予想される。これは、2017

年前半までの一時的な景気上振れから、2012年以降続いている減速トレンドに復帰する動きと解釈できる。

(3) 先進国の金融政策正常化の動きに留意の要

なお、可能性は高くないものの、先進国の金融政策正常化の動きによって中国経済が大きく下押しされる展開も考えられる。例えば、アメリカの利上げが想定以上のペースで進んだ場合、中国国内の金利も急上昇する恐れがある。その場合は、民間固定資産投資が2014～2015年にみられたように急減速するリスクがある。また、金利急上昇によって不動産などの資産価格が大幅に下落すれば、スパイラル的な信用収縮が発生する可能性も排除できない。中国の債務規模は極めて大きいため、このようなリスクシナリオには十分に注意する必要がある。

副主任研究員 関 辰一

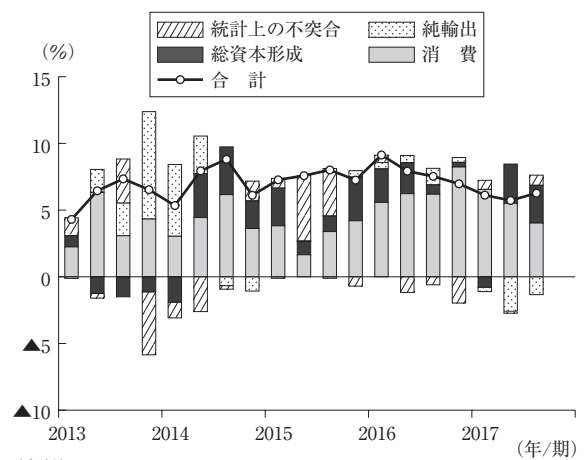
(2017. 11. 27)

3. インド経済

(1) 2017年度の成長率は+6.7%

インド経済は、2016年11月に政府が突然打ち出した高額紙幣の廃止後の現金不足に伴う経済・社会の混乱や、2017年7月からのGST (Goods and Services Tax) の導入に対応するための在庫調整などを背景に、2017年前半にかけて減速傾向が続いた。2017年4～6月期の実質GDP成長率は、GST導入前の自動車などの買い控えに伴う民間消費の減速を背景に前年比+5.7%と、2014年1～3月期以来の低成長となった(図表18)。7月以降は、一部の企業でGST導入に関連した混乱が続いているとの報道はあるものの、鉱工業生産、輸出、自動車販売台数などの月次経済指標は堅調に推移している。

(図表18) 実質GDP成長率 (前年比)



(資料) Ministry of Statistics and Program Implementation

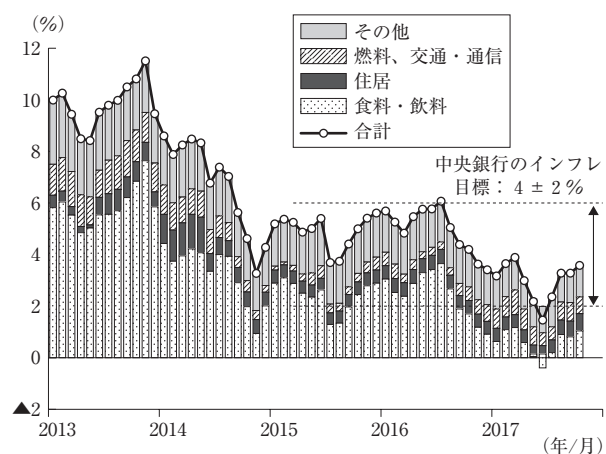
世界的な株高傾向や国内の経済改革の進展に伴う投資マインドの改善を受けて、代表的な株価指数であるSENSEXは11月にかけて史上最高値を更新した。11月末に公表された7～9月期の実質GDP成長率も、在庫調整の一巡に伴う製造業の増産や投資の持ち直しを主因に同+6.3%に上昇した。

このように、高額紙幣の廃止やGSTの導入に伴う混乱はあったものの、インド経済は底堅さを維持していると判断できる。その一因として、輸入エネルギー価格の落ち着きや良好な天候を受けて食料価格の上昇圧力が低下したため、家計の実質購買力が押し上げられたことを指摘できる。消費者物価は、中央銀行の目標(前年比 $4 \pm 2\%$)の下限近辺での推移が続いており、6月には同+1.5%と目標レンジを下

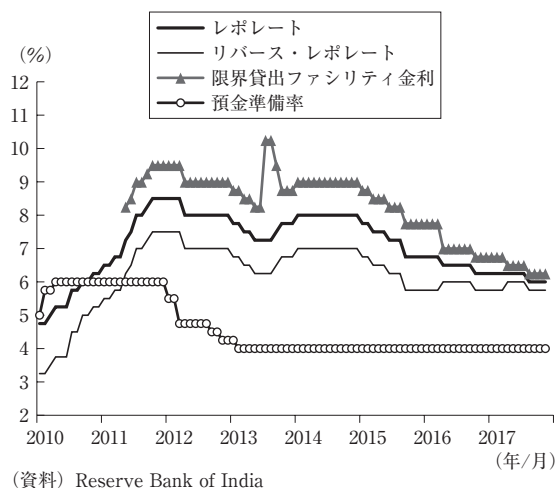
回る水準まで鈍化した（図表19）。その後、GSTが導入された7月以降伸び率が高まったものの、依然として目標レンジ内での推移が続いている。さらに、中央銀行は、4～6月期の成長鈍化やインフレ率の安定を受けて、8月初頭の金融政策決定会合で政策金利（レポ・レート）を2010年10月以来の低水準に引き下げており、金利面からも景気を下支している（図表20）。

先行きを展望すると、高額紙幣廃止の影響からの立ち直りや、10月下旬に政府が打ち出した道路建設や中小企業・農家支援などの景気対策措置を受けて、年度下期の成長率は+7%台に高まっていくと予想される。その結果、2017年度（2017年4月～2018年3月）の成長率は+6.7%となると見込まれる。物価については、景気の持ち直しが上昇圧力として作用するものの、11月中旬からGSTの基本税率が200以上の品目で引き下げられた影響もあり、上昇ペースは緩やかなものにとどまる見通しである。中央銀行は、インフレ率の高まりや欧米の金融政策正常化に伴う資本流出リスクにも配慮する観点から、当面政策金利の据え置きを続けると見込まれる。

（図表19）消費者物価（前年比）



（図表20）政策金利の推移



(2) 2018年度の成長率は+7.4%に持ち直し

2018年度のインド経済を展望すると、GST導入による景気下押し要因が一巡することから、+7%台の成長に復帰すると見込まれる。ただし、財政赤字縮小に向けて抑制的な財政政策が続くことや、政策金利の据え置きが当面続くなど、政策面からの押し上げ効果が期待できないことを踏まえると、成長率の持ち直しペースは緩やかにとどまる見通しである。

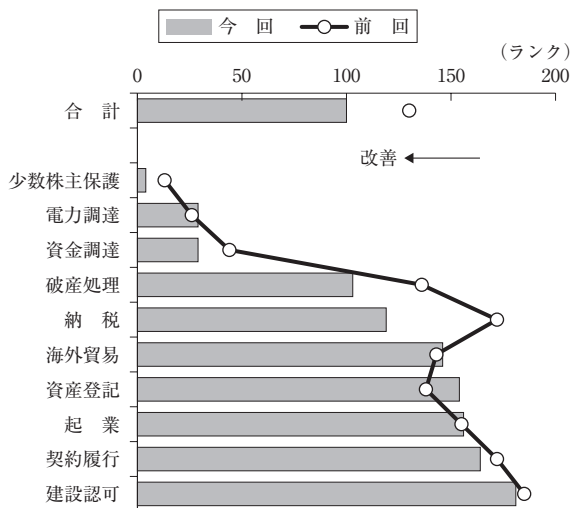
名目GDPの約6割を占める消費については、人口増と所得水準の向上に伴う耐久消費財の普及といった構造的な要因が下支えすることや、モディ政権の経済改革に対する期待を反映した良好な消費マインドを受けて、基本的に底堅く推移すると見込まれる。ただし、就業者の約5割が従事する農林水産業の所得がモンスーン期（6～9月）の天候に左右されやすいことには注意が必要である。

投資についても、インフラ整備やビジネス環境の改善を受けて、徐々に力強さを取り戻すと期待される。破産倒産法の整備、GSTの導入、建設許可手続きや事業設立に関するオンラインシステムの導入な

どを背景に、世界銀行は10月末に発表した最新のビジネス環境調査で、インドのビジネスランキングを前年の130位から100位に引き上げている（図表21）。GSTは、導入時には企業部門を中心に各種負担をもたらしたものの、今後は納税コストの減少、州を跨ぐ最適なサプライチェーンの構築を通じた生産性向上・インフレ抑制、対内直接投資の増加などの景気押し上げ効果が発現してくると見込まれる。

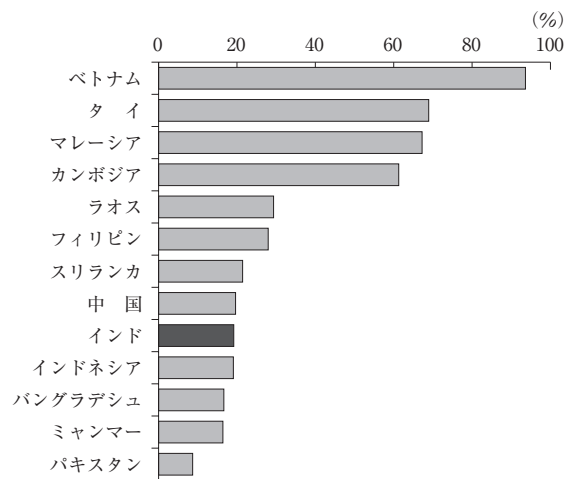
一方、輸出に関しては、主要な輸出品である石油製品などで国際価格の低迷が続くこと、他のアジア新興国と比べても輸出依存度が低いことなどを踏まえると（図表22）、景気の押し上げ効果は限定的にとどまると予想される。ただし、モディ政権は「メイク・イン・インド」をキーワードに国内の製造業振興に向けた取り組みを進めているため、ビジネス環境の改善を受けてインドを生産拠点として活用する動きが強まっていけば、輸出の景気牽引力は先行き徐々に高まっていくと見込まれる。

（図表21）インドの項目別ビジネス環境ランキング
（190カ国・地域中）



（資料）世界銀行

（図表22）アジア新興国の貿易・サービス輸出の
対名目GDP比率（2016年）



（資料）世界銀行

最後に政治動向をみると、2017年12月のグジャラート、ヒマーチャル・プラデーシュの各州に続いて、2018年中には8州で議会選挙が予定されている。上院・下院に多くの議席を有するカルナタカ、マディヤ・プラデーシュ、ラジャスタンの3州を中心に、2019年の下院選挙の前哨戦としても結果が注目される。また、上院議員は州議会を通じて選出されることから、上院・下院間のねじれの解消時期を占う上でも地方選挙への関心は高い。上院は2年ごとに議席の3分の1が漸次改選されることから、ねじれ解消には相当の時間が掛かると見込まれていた。しかし、一部の野党の政権支持派への転向の影響もあり、2018年中にBJP（インド人民党）を中心とする与党連合が上院で過半数を占める可能性が高まってきている。上院・下院間のねじれが解消し経済改革ペースが加速すれば、中期的な成長力が一段と強まる要因となる。

副主任研究員 熊谷 章太郎

(2017. 12. 1)

