

アジア経済見通し

調査部	副主任研究員	塚田	雄太
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. アジア経済

- (1) アジア景気は総じて堅調
- (2) 二つの大きなトレンド変化
- (3) 内需が景気を下支え
- (4) 景気は堅調さが持続

2. 中国経済

- (1) 三つの分野で弱い動き
- (2) 内需が景気を下支え
- (3) 製造業への逆風がリスク

3. インド経済

- (1) マイナス影響一巡により景気は持ち直し
- (2) 先行きも底堅い成長が持続

要 約

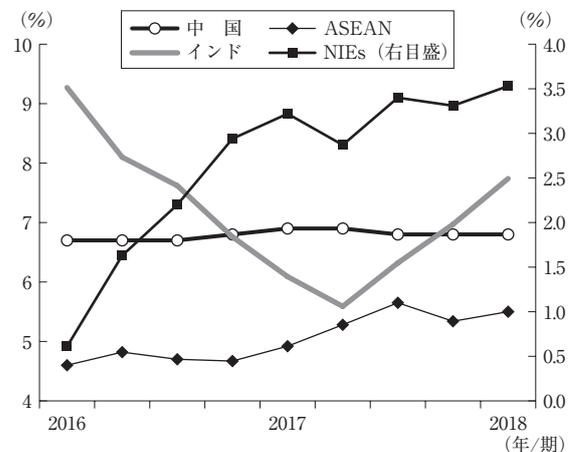
1. 2018年入り後も、アジア（中国、NIEs、ASEAN、インド）の景気は、回復が続いている。中国では、一部の耐久消費財やPPP（官民連携）の仕組みを使ったインフラ整備などに弱い動きがみられるものの、民間投資の拡大などを背景に高めの成長を維持している。NIEs、ASEANでは、外需のけん引力はピークアウトしたものの、景気刺激策やインフラ投資など内需が景気を押し上げている。インドでは、高額紙幣廃止や物品サービス税（GST）導入に伴う混乱が一巡したことから、景気は大きく持ち直している。
2. 総じて堅調な景気回復が進む一方で、輸出の増勢鈍化と利上げが懸念材料として浮上してきた。輸出は、中国でのスマートフォン普及の一巡などを受けたIT需要のピークアウトを背景に、韓国、台湾を中心に失速感が生じている。先行きは、IT輸出のけん引力は低下するものの、世界景気の回復を受けて、輸出は増加基調を維持する見込みである。
3. これまで緩和基調が続いてきたアジア新興諸国の金融政策は、①景気回復によるインフレ圧力、②低金利政策の弊害の顕在化、③米利上げに対抗した通貨防衛、を理由に総じて利上げに転じている。今後も景気下振れリスクや政治イベントに配慮しながら、緩やかな利上げが続くと予想される。
4. 先行きのアジア新興諸国の景気は、基本シナリオとしてこれらの懸念材料をこなしつつ、堅調に推移するとみられる。ただし、国や地域では成長ペースに若干の違いが出てくる。ASEANとインドでは、インフラ整備の進展や中間層の台頭による消費拡大を背景に成長加速が見込まれる。一方、政府が経済構造改革や過剰債務の抑制を進める中国や、IT輸出がピークアウトするNIEsでは、景気は減速していくと予想される。
5. リスクシナリオとしては、①米中の貿易戦争の激化、②アメリカ利上げに伴う通貨の急落、の2点に注意しておく必要がある。

1. アジア経済

(1) アジア景気は総じて堅調

2018年入り後もアジア（中国、NIEs、ASEAN、インド）の景気は回復が続いている（図表1）。2018年1～3月期の実質GDPを国・地域別にみると、中国では2017年秋の党大会後の大幅な減速が予想されていたが、民間投資の拡大や堅調な輸出を背景に、前年同期比+6.8%と高めの成長を維持した。また、NIEs、ASEANでは外需の盛り上がりはピークアウトしたものの、政府による景気刺激策やインフラ投資など内需が景気を押し上げ、それぞれ、同+3.5%、同+5.5%と2017年10～12月期から加速した。さらに、インドは2016年11月の高額紙幣廃止や2017年7月の物品・サービス税（GST）導入に伴う混乱が収束したことで、同+7.7%と1年半ぶりの高成長となった。

（図表1）アジア主要新興国の実質GDP成長率



（資料）各国統計、CEIC
（注）各国のドル建て名目GDP（後方4四半期移動平均）でウエート。

(2) 二つの大きなトレンド変化

このように堅調な回復が続く一方で、足許では景気変動につながるリスクも台頭し始めている。具体的には、①輸出の増勢鈍化、②利上げに転じた各国の金融政策、の2点が指摘できる。

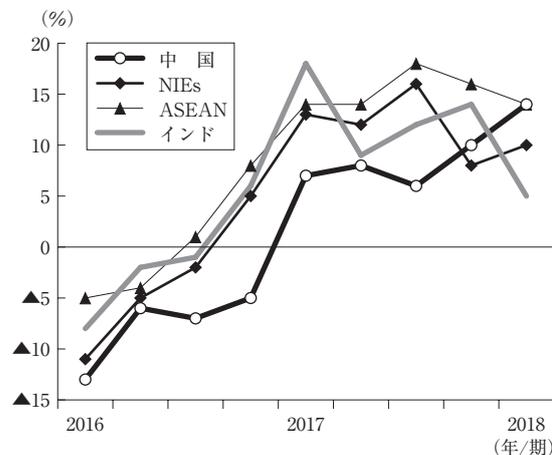
A. 輸出の増勢鈍化

2017年半ばにかけてアジア景気を大きく押し上げた輸出は、同年末頃から増勢が鈍化している。実際、アジア新興諸国の名目ドル建て輸出は、中国を除いて2017年7～9月期をピークに減速基調へと転じた（図表2）。

これは、新型スマートフォンの生産下振れや、中国でのスマートフォン普及の一巡により、IT関連需要がピークアウトしたためである。この結果、韓国、台湾などを中心にスマートフォン向けの電子部品・デバイス輸出の伸びが大きく落ち込んだ。

先行きを展望すると、上述のように中国という世界最大のスマートフォン市場で需要が一巡したことを踏まえれば、電子部品・デバイス輸出が2016年末から2017年央のように急増する可能性は低い。実際、台湾の情報通信機器の輸出受注は2018年入り後、1%台後半へと伸びが鈍化してい

（図表2）アジア新興国の名目ドル建て輸出（前年比）



（資料）各国統計、CEIC

る（図表3）。

もともと、これを受けて2018～2019年のアジア新興国の輸出が大きく落ち込むとみるのは早計である。世界景気は回復基調が続くほか、世界的なIoT化の動きのなかでサーバー向けなどの半導体輸出は底堅く推移すると見込まれる。台湾の電子部品・デバイス輸出受注でも、サーバー向けなどを含む電子部品の輸出受注は2018年4～5月に持ち直している。

以上から考えれば、2018～2019年の輸出は減速を余儀なくされるものの、増加基調は維持すると予想される。

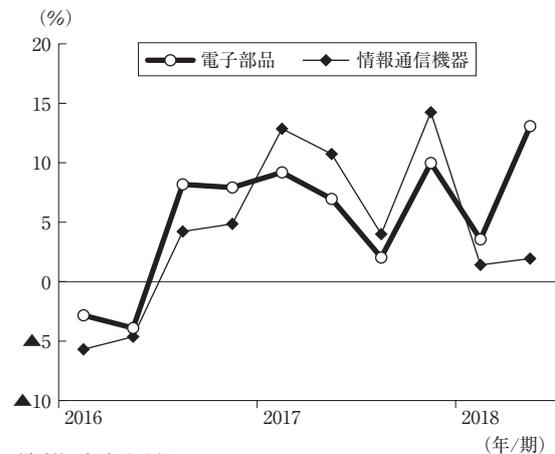
B. 利上げに転じた各国の金融政策

これまで緩和基調が続いてきたアジア新興諸国の金融政策も転換期に差し掛かっている。2017年11月の韓国の利上げを皮切りに、2018年1月にマレーシアが、5月にインドネシアとフィリピンが、6月にインドが利上げに転じた（図表4）。これらの国々が利上げに踏み切った背景として、以下の3点を指摘できる。

第1に、景気回復によるインフレ懸念である。アジア新興国では2016年末からの景気持ち直しの結果、2017年には、台湾を除いたすべての主要国で実質GDP成長率が潜在成長率を上回り、各種需給の引き締めによるインフレ圧力が高まっている（図表5）。

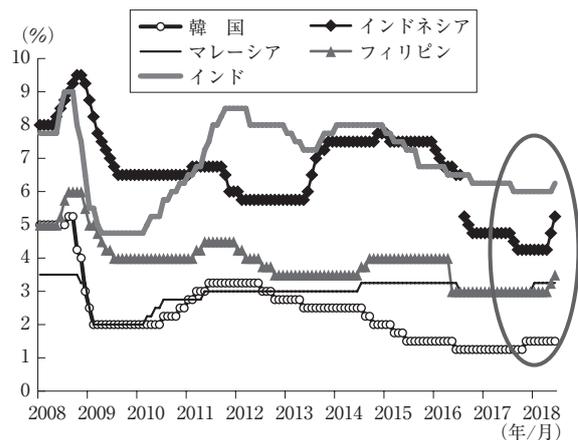
第2に、低金利政策の弊害が顕在化してきたことが挙げられる。先進国と同様、リーマン・ショックによる需要急減に直面したアジア新興国では、異例ともいえる低金利政策を継続してきた。これが、個人消費や設備投資を回復させる一方で、次第に過剰流動性やモラルハザードといった問題を引き起こすようになった。とりわけ、民間債務の増加や不動産価格の上昇が顕著になっており、経済構造のゆがみが無視でき

（図表3）台湾の電子部品・デバイス受注（前年比）



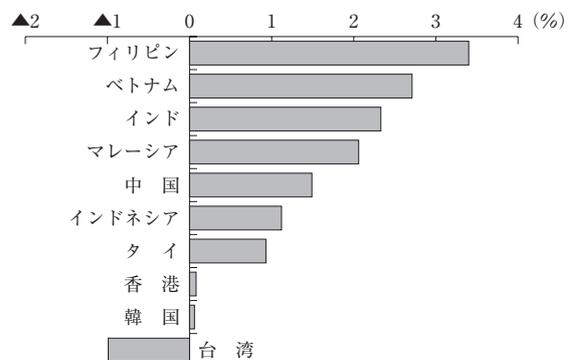
（資料）台湾財政部
（注）2018年4～6月期は4、5月の前年同期比。

（図表4）政策金利



（資料）各国中央銀行
（注）インドネシアは、2016年8月より政策金利指標を「BIレート」から「7日物リバースレポレート」に変更。

（図表5）アジア新興国のGDPギャップ（2017年）

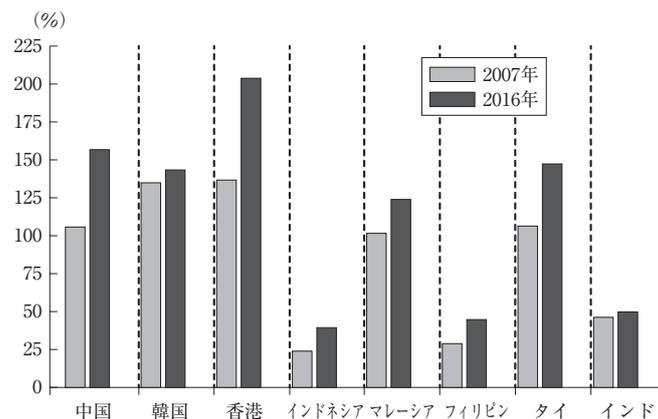


（資料）国連、各国統計、CEICを基に日本総合研究所作成
（注）潜在GDPはHPフィルターで作成したトレンド。

なくなっている（図表6、7）。

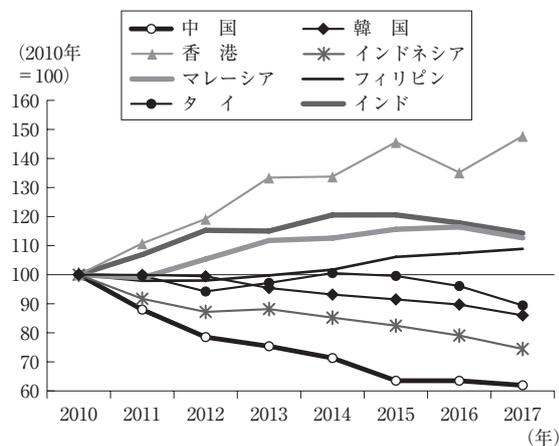
第3に、アメリカの利上げに対抗した通貨防衛の必要性を指摘できる。2015年12月に米FRBが利上げに転じて以降、アジア新興諸国の通貨に減価圧力がかかるようになった。とりわけ、経常収支赤字と財政収支赤字という双子の赤字を抱えるインドやフィリピン、インドネシアの対ドル相場は、2018年上半期だけで3.5~6.0%の通貨安となった（図表8）。

（図表6）リーマン・ショック前と現在の民間債務残高対GDP比の比較



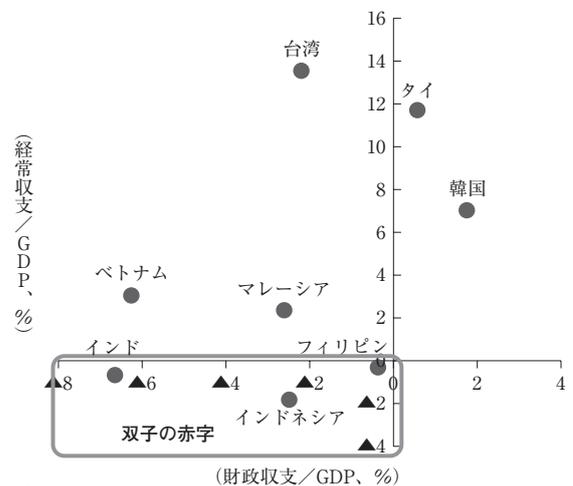
（資料）世界銀行

（図表7）住宅価格／名目GDP比



（資料）国際決済銀行、国連、各国統計、CEICを基に日本総合研究所作成

（図表8）経常収支と財政収支（2016年）



（資料）IMF

今後を展望しても、国内・国外双方の要因から、利上げ姿勢が続くと予想される。まず、国内要因をみると、2017年末以降の利上げ実施後も、アジア新興諸国の政策金利水準は、リーマン・ショック前に比べ大幅に低い水準にある。そのため、景気が大幅に悪化しない限り、各国中央銀行はアジア版の「金融政策の正常化」を優先すると考えられる。国外要因についても、アジア新興国通貨に対する減価圧力は続くと思われる。アメリカは景気拡大とそれに伴うインフレ率の高まりを背景に、利上げを加速さ

せるとの見方も浮上している。加えて、欧州でも2018年末には量的緩和を終了し利上げに転じていく見込みである。そのため、新興国では資金流出圧力が強まりやすい状態が続くと予想される。

ただし、次の2点を勘案すると、今後の利上げペースは総じて緩やかなものとなる見込みである。

第1に、景気下振れリスクへの配慮が求められていることである。アメリカを中心に貿易摩擦が深刻化しつつあるため、各国の輸出が予想外に下押しされるリスクが従前よりも高まっている。また、アジア新興国景気への影響力が高まっている中国経済は、かねてより問題視されている不良債権・過剰債務問題などを引き金に失速するリスクがくすぶっている。

第2に、多くのアジア新興国で政治イベントが控えていることである。インド・タイでは2019年に下院総選挙、インドネシアでは2019年春に下院選挙と大統領選が予定されている。アジア新興国では、金融政策が政権の意向に左右されやすい傾向があり、選挙を控えた政権は国民に不人気な利上げを極力回避ないしは、先延ばしさせることを企図すると予想される。

(3) 内需が景気を下支え

このような景気下振れリスクはあるものの、メインシナリオとして先行きのアジア新興国景気は、内需の下支えによって堅調な回復が続くと考えられる。

まず、ASEANやインドでは、インフラ整備が進展すると見込まれる。そもそも、アジアでは、インフラ供給が大幅に不足している。アジア開発銀行の試算によると、2016~2020年のアジア・大洋州25カ国のインフラ需要は年平均1兆3,400億ドルに達する。しかし、実際の投資額は年平均8,810億ドルにとどまる。各国政府はこのインフラ需給ギャップを埋めるべく、近年、財政支出の拡大や官民パートナーシップ（PPP）などを活用し、インフラ整備を加速させている。こうした動きは、先行きも続くと考えられる。例えば、フィリピンでは、ドゥテルテ大統領が2017~2022年の6年間で8兆ペソを超える野心的なインフラ整備プランを掲げている。

また、台頭する中間層による底堅い民間消費も景気を下支えしよう。これまでアジア新興国は、リーマン・ショックなど世界景気に大きく揺さぶられながらも、着実に経済成長を達成し、国民の所得水準を上昇させてきた。この10年のアジア新興国の一人当たりGDPの変化をみると、中国が2.5倍になったほか、13億人超の人口を抱えるインドは1.7倍に、ASEAN最大の2.6億人の人口を抱えるインドネシアも1.6倍となった。さらに、2017年のフィリピンやベトナムの一人当たりGDPの水準はそれぞれ、2,989ドル、2,215ドルとなり、自動車や家電が普及し始めるとされる3,000ドルに着実に近づいている。このような所得水準の上昇は、アジア新興国で消費に積極的な中間層を多く生み出しており、内需を拡大させる原動力となっている。

加えて、上述したように、多くのアジア新興国で2018、2019年に選挙を控えている。選挙に際しては、投票所の設置などのために政府消費が大きく拡大するほか、選挙運動に伴う民間消費の盛り上がりも期待できる。

(4) 景気は堅調さが持続

これまでの議論を踏まえ、2018~2019年のアジア新興国の実質GDP成長率は、それぞれ+6.4%、+

6.3%と高めの成長が続くと予想する（図表9）。

もっとも、国や地域で見ると、成長ペースに若干の違いが出てくる見込みである。

成長が加速するのは、ASEANとインドである。ともに、アジア新興諸国のなかでもインフラ整備の余地が大きいことが特徴であり、各国政府がインフラプロジェクトを進めることが最大の景気けん引役となると予想される。マレーシアについては、2018年5月の選挙で首相に返り咲いたマハティール氏が、大規模インフラプロジェクトを見直す方針を示しており、インフラ整備による景気下支えは期待しづらいものの、政府がインフラ整備に積極的なインドネシアやフィリピン、インドでは成長率の水準も高く、かつ、加速すると見込まれる。さらに、ASEANとインドはNIEsに比べると、所得水準が低く、成長による中間層の台頭とそれに伴った消費の拡大余地が大きいことも、成長を加速させる要因となる。

一方で、減速が見込まれるのは、中国とNIEsである。中国では、製造強国を目指す「中国製造2025」や製造プロセスの高度化を目指す「ロボット産業発展計画」などに絡む政策面での支援が製造業を中心に設備投資を活性化させると予想される。しかし、消費主導経済への構造転換が進むなかで投資の寄与度がかつてに比べて低下していることや、政府が過剰債務問題などの解消を進めていること、などから成長率はスローダウンを余儀なくされる見込みである。ただし、減速ペースは緩やかで、景気は底堅さを維持するとみられる。他方、NIEsはIT輸出のピークアウトが減速の主因である。

このように国・地域別に違いはあるものの、総じてみれば、先行きのアジア景気は堅調に推移するとみられる。ただし、以下のような景気の下振れ圧力が強まれば、内需で支えきれず、不況色が強まるリスクがある。

第1に、米中の貿易戦争の激化である。2000年代以降のアジア新興国は、グローバル・サプライチェーンに組み込まれることで、外需を景気のけん引役の一つとして成長してきた。この結果、多くの国で市場規模の大きいアメリカや中国が主要な輸出先となっている。これは、アメリカ、中国の景気動向がアジア新興国の景気に対して大きな影響力を持つようになったことも同時に意味している。昨今、米トランプ政権による対中関税の引き上げや、それに対する中国の報復的な関税引き上げ措置など、米中の通商関係は急速に悪化している。米中間の関税の引き上げは、サプライ・チェーンを通じてアジア新興国の輸出を下押しするのみならず、関税引き上げの影響を受けアメリカ・中国ともに内需が減速すれば、それによって対米・対中輸出がさらに減少することも懸念される。このため、米中の通商摩擦が一段と過激化する事態となれば、アジア新興国景気は大きな下押し圧力を受ける。特に、対中、対米輸出依存度が高い、香港やベトナム景気が大幅な減速を余儀なくされる見込みである（図表10）。

（図表9）アジア各国・地域の成長率予測

(%)

	2016年 (実績)	2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年 (予測)
アジア	6.3	6.2	6.4	6.3
NIEs	2.3	3.2	2.8	2.5
韓国	2.9	3.1	2.7	2.4
台湾	1.4	2.9	2.6	2.4
香港	2.1	3.8	3.4	3.0
ASEAN5	4.9	5.3	5.3	5.4
インドネシア	5.0	5.1	5.3	5.5
マレーシア	4.2	5.9	5.0	5.0
フィリピン	6.9	6.7	6.8	6.9
タイ	3.3	3.9	3.8	3.9
ベトナム	6.2	6.8	6.8	6.3
インド（年度）	7.1	6.7	7.4	7.5
アジア（中国除く）	5.8	5.4	6.0	5.9
中国	6.7	6.9	6.8	6.7

（資料）IMF、各国統計を基に日本総合研究所作成

（注1）地域は購買力平価ベース。

（注2）アジアおよびアジア（中国除く）の成長率では、インドは暦年で計算。

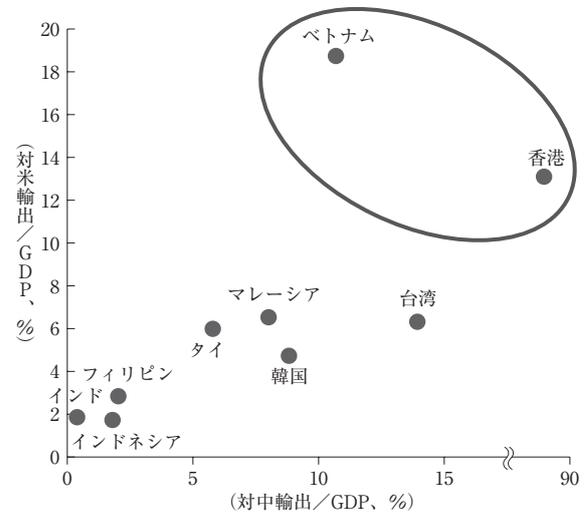
第2に、アメリカ利上げ加速に伴う通貨の急落リスクである。通貨の急落は輸入インフレや通貨防衛のための急激な利上げなどを通じて景気を下押しする。アメリカ景気の過熱感が強まれば、FRBが利上げペースをさらに加速させることは想像に難くない。その際に、アジア新興国からの資金流出圧力は一段と強まるとみられる。双子の赤字を抱えるインド、フィリピン、インドネシアの通貨は、対ドルで急速に減価するリスクある。

加えて、足許では経常黒字国のマレーシアでも、米利上げ加速の際に通貨安が進むリスクが高まっている。2018年5月の選挙の結果、マレーシア史上初の政権交代を達成し、野党連合の代表から首相の座に返り咲いたマハティール氏は、前ナジブ政権による国家債務の粉飾を公表した。この結果、マレーシアの政府債務残高は対GDP比で約80%と、ナジブ政権が公表していた2018年3月末の51%や法定上限である55%を大きく上回るレベルにあることが露呈した(図表11)。現状、マレーシアリングは、かつてマレーシアを高成長へ導いたマハティール氏に対する期待感が優勢であるため、大幅な下落に至ってはいない。しかし、新政権の政策に市場が失望し、マハティールプレミアムが剥がれれば、米利上げ加速をきっかけにマレーシアリングが大きく下落する可能性は高い。

リーマン・ショックから10年が経ち、先進国のみならずアジア新興国も危機対応型の経済政策からの脱却を進めつつある。基本的には景気が堅調に推移するとみられるなかで、アジア新興諸国にとって今後1、2年は、この正常化プロセスを経て、安定的な成長ルートに乗ることができるか否かの正念場となろう。一方で、アジア新興諸国は欧米を中心に渦巻く反グローバル主義や保護主義の台頭など新たな試練にも直面する。こうした試練にどのように対処していくか、各国の安定的な経済発展へ向けた戦略が注目される。

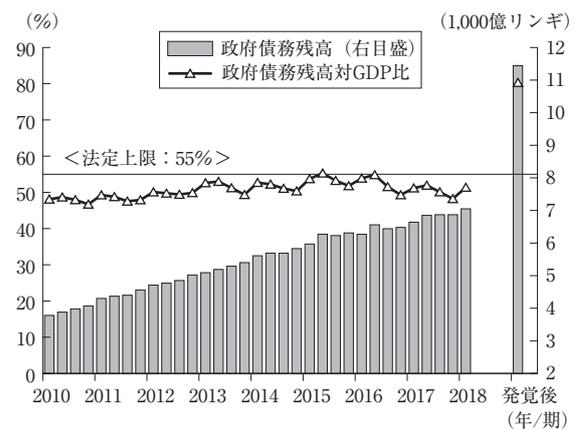
副主任研究員 塚田 雄太
(2018. 7. 4)

(図表10) アジア新興国の対中、対米輸出依存度 (2016年)



(資料) 国連、各国統計を基に日本総合研究所作成

(図表11) マレーシアの政府債務残高



(資料) マレーシア中央銀行、マレーシア統計局

2. 中国経済

(1) 三つの分野で弱い動き

中国経済は、2017年秋の党大会後に減速するとの見方が優勢であったが、その後も実質GDPが高めの伸びを維持するなど、大方の予想以上に景気は堅調を保っている。その一方で、足許では弱い動きも散見されるようになった。足許の弱い動きは、主に三つの分野に現れている。

第1に、耐久消費財である。とくに弱さが目立っているのは自動車である。昨年末に小型車に対する減税措置が終了したため、5月の自動車販売台数は年率2,900万台（日本総研による季調値）と、昨年ピークを1割下回る水準に落ち込んでいる（図表12）。また、スマートフォンの普及一巡を背景に、6月の国内向け携帯電話出荷台数も前年同月比▲12.4%の大幅減となった。

第2に、政府の規制強化により、一部の固定資産投資が失速している。昨年から政府が環境規制に本腰を入れたため、鉄鋼メーカーなどの設備投資が減少した。また、ここ数年ブームとなっていたPPP（官民連携）の仕組みを使った地方のインフラ投資に対しても、抑制姿勢を強めている（図表13）。

第3に、輸出の減速である。中期的な趨勢で見れば大きく落ち込んでいるわけではないものの、昨年の伸びが急ピッチだったため、足許の輸出は増勢鈍化の兆しがみられるようになった。

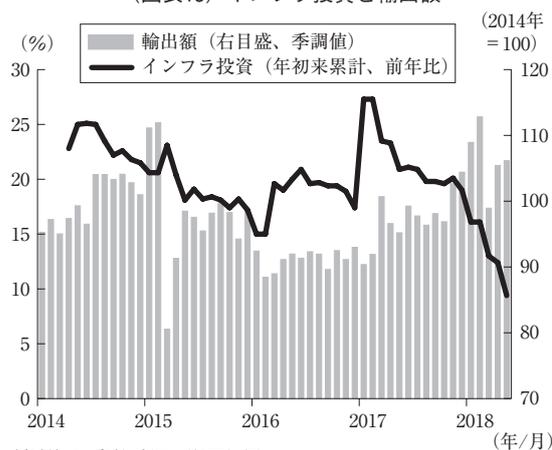
もっとも、こうした弱めの動きは一部にとどまっており、景気を大きく下押しするほどのマイナス影響は顕在化していない。実際、輸入や工業生産、貨物輸送量は堅調な伸びを保っている（図表14）。中国の経済統計のなかでは、貿易統計は最も信頼度の高い統計である。輸入の拡大は、中国の内需が堅調に推移していることを裏付けている。

（図表12）自動車販売台数（季調値）



（資料）中国汽车工业协会「汽車工業経済運行情況」を基に日本総合研究所作成

（図表13）インフラ投資と輸出額



（資料）国家統計局、海関総署
（注）輸出額は、日本総合研究所が季節調整。

（図表14）工業生産と輸入額



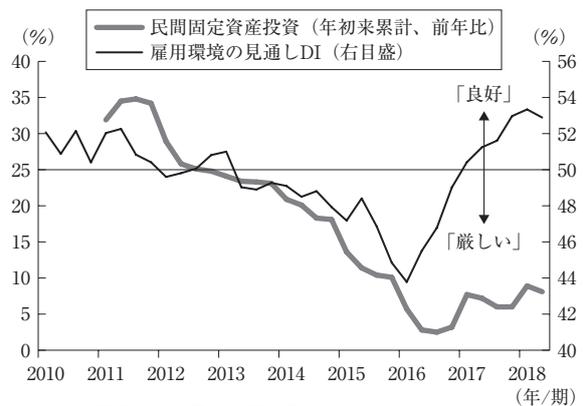
（資料）国家統計局、海関総署
（注）輸入額は、日本総合研究所が季節調整。

(2) 内需が景気を下支え

先行きに関しては、景気の先行きに対する慎重な見方も多い。しかし、中国経済にはマイナス材料ばかり顕在化しているわけではない。むしろ、景気を支える前向きな動きにも注目すべきである。

第1に、民間設備投資の拡大である。2016年まで減速傾向をたどった民間固定資産投資の伸び率が足許で高まりつつある（図表15）。業種別にみると、娯楽や教育などのサービス業に加え、通信機械やコンピューターなど製造業の伸び率も高まっている。この背景には、景気回復で設備稼働率が上昇したことに加え、政策面の支援も大きく寄与している。すなわち、ここ数年で、製造強国を目指すための包括的政策パッケージである「中国製造2025」（図表16）、インターネットを活用してあらゆる産業の付加価値を高める「インターネットプラス」、製造プロセスの高度化を目指す「ロボット産業発展計画」などが相次いで策定された。中国政府は、AIやIoTなど最新技術を活用しつつ、新規ビジネス創出や産業活性化を進めることを目指しており、こうした新しい政策軸が製造業の投資活動を活発化させている。

(図表15) 民間投資と雇用環境の見通しDI



(資料) 中国国家統計局、中国人民銀行
 (注1) 民間固定資産投資の直近値は、2018年1～5月の値。
 (注2) 雇用環境の見通しDIは「将来の雇用環境は良好」-「厳しい」+50、調査対象は全国2万世帯、日本総合研究所が季節調整。

(図表16) 中国製造2025の主要数値目標

カテゴリー	指標	2013	2015	2020	2025
情報化	個人宅のブロードバンド普及率 (%)	37	50	70	82
	デジタル設計普及率 (%)	52	58	72	84
	主要工程のデジタル制御率 (%)	27	33	50	64
イノベーション	R&D支出の対売上高比率 (%)	0.88	0.95	1.26	1.68
	売上高1億元当たりの発明特許数 (件)	0.36	0.44	0.70	1.10
品質・効率	品質競争力指数	83.1	83.5	84.5	85.5
	付加価値比率 (2015年対比の上昇率、%)	—	—	2	4
	一人当たりの付加価値の年平均伸び率 (%)	—	—	7.5前後	6.5前後
	1付加価値当たりのエネルギー消費量 (2015年対比の低下率、%)	—	—	18	34
エコ	1付加価値当たりの二酸化炭素排出量 (2015年対比の低下率、%)	—	—	22	40
	1付加価値当たりの水使用量 (2015年対比の低下率、%)	—	—	23	41
	工業固形廃棄物の総合利用率 (%)	62	65.0	73.0	79.0

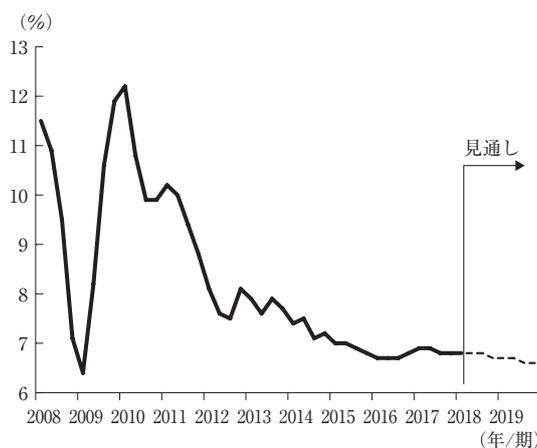
(資料) 国務院「国発〔2015〕28号」(2015年5月19日公布)を基に日本総合研究所作成

第2に、個人消費の拡大である。ここ数年、実質GDP成長率に対する個人消費の寄与率は高まりつつある。こうした消費拡大を実現させたのが、所得環境の改善である。中国でも、景気拡大の持続と生産年齢人口の減少により人手不足感が強まっている。中国人民銀行が公表している雇用環境の見通し

DIも2016年から大きく上昇している（前掲図表15）。そのため、賃金が着実に増加しており、雇用者に対する付加価値分配率も高まる方向にある。

以上を踏まえれば、これまでの高めの成長ペースから若干の減速は余儀なくされるものの、民間需要に支えられた堅調な成長が続くと見込まれる。2018年通年では6.8%成長、2019年は6.7%成長と、高めの経済成長になる見通しである（図表17）。

（図表17）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

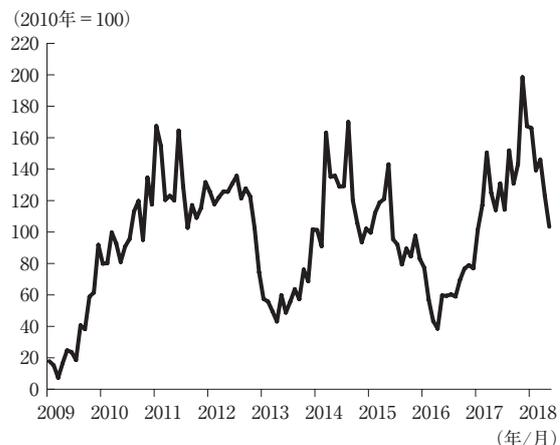
（3）製造業への逆風がリスク

もちろん、中国経済はかねて指摘されているように様々な下振れリスクを抱えている。過剰債務、不動産バブルなどの構造的なリスク要因のほか、短期的観点では、製造業活動への逆風に注意が必要である。

前述したように、中国の製造業は設備投資を急拡大させているが、ここきて変調の兆しもみられるようになった。例えば、わが国の中国からの工作機械受注は、2016年以降に急ピッチで拡大した後、本年入り後は減少に転じている（図表18）。2016～17年の増加ペースは、リーマン・ショック後に4兆元の大型景気対策を打ち出したときと同じペースであったため、さすがに設備過剰感が高まってきたものと推測される。

さらに、通商面からの下振れ圧力にも注意が必要である。米トランプ政権が打ち出した様々な対中貿易制裁が実行された場合、中国経済が大きな打撃を受けることはいままでもない（図表19）。

（図表18）日本の中国からの工作機械の受注額（季調値）



（資料）日本工作機械工業会
（注）日本総合研究所が季節調整。

(図表19) アメリカの対中制裁関税の規模

事 項	対象品目の輸出額	中国のアメリカ向け輸出額対比	中国の輸出総額対比	中国のGDP対比
3月8日、鉄鋼に25%、アルミニウムに10%の関税(イ)	27.4億ドル	0.60%	0.10%	0.02%
6月15日、中国製品約1,100品目に25%の関税(ロ)	500億ドル	11.54%	2.19%	0.41%
7月10日、中国製品約6,000品目に10%の関税(ハ)	2,000億ドル	46.17%	8.77%	1.64%
中国が報復措置を打ち出せば、さらに対中関税を増額(ニ)	2,000億ドル	46.17%	8.77%	1.64%
(イ)+(ロ)+(ハ)+(ニ)	4,527億ドル	104.49%	19.84%	3.71%

(資料) 各種報道、中国海関総署、国家統計局を基に日本総合研究所作成
(注) 2017年の中国のアメリカ向け輸出額は4,331億ドル。

とりわけ、製造業のハイテク分野への影響が最も懸念される。アメリカの対中制裁は「中国製造2025」の実現阻止が目的の一つといわれている。ハイテク製造業を狙い撃ちした制裁措置が強まれば、中国政府が目指す産業・経済構造の高度化にもブレーキがかかるであろう。

中国の製造業活動は、わが国の原材料・資本財産業にも大きな影響を及ぼすだけに、今後の動向を注視していく必要がある。

副主任研究員 関 辰一

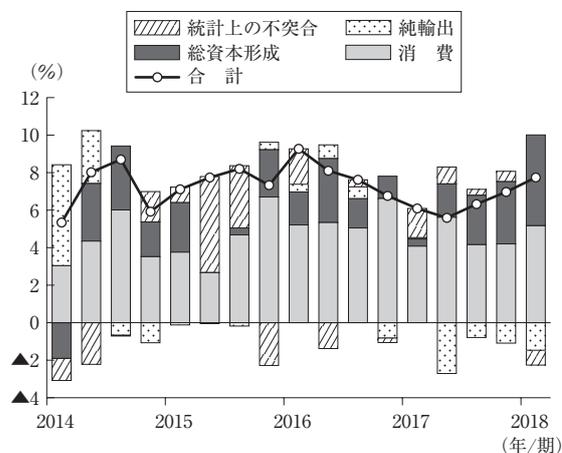
(2018. 7. 10)

3. インド経済

(1) マイナス影響一巡により景気は持ち直し

インドでは、2016年11月の高額紙幣廃止や2017年7月のGST(財・サービス税)の導入に伴う混乱の収束に加え、2017年10月に政府が打ち出した道路建設や中小企業・農家支援といった景気対策措置などを背景に、2017年後半以降、景気を持ち直し傾向が続いている。2018年1~3月期の実質GDPは、民間消費や投資の増勢加速を主因に前年比+7.7%と2016年4~6月期以来の高い伸び率となった(図表20)。供給側から経済をみた実質GVA(粗付加価値)も、製造業や建設業の好調を受けて、同+7.6%と3四半期連続で加速した。その他の各種指標も、景気を持ち直し基調が明確

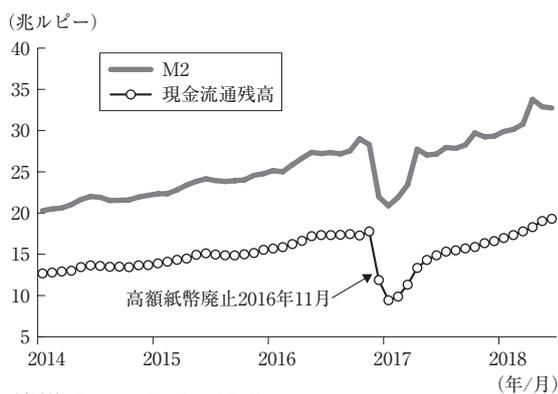
(図表20) 実質GDP成長率(前年比)



(資料) Ministry of Statistics and Program Implementation

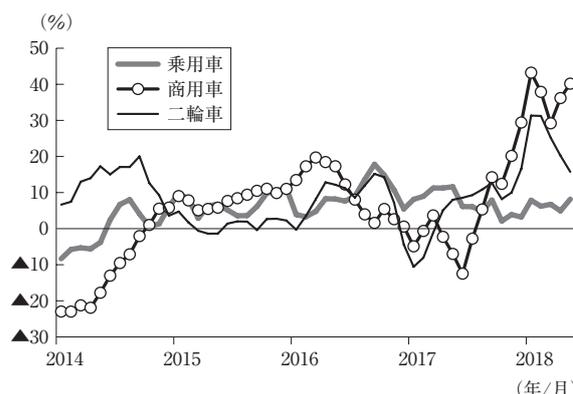
化しつつあることを示している。高額紙幣廃止後に急減した現金流通残高は、景気を持ち直しに加えて、2018年2～3月に実施された州議会選挙に関連した献金活動の活発化の影響もあり、2018年2月には高額紙幣廃止以前の水準を回復した（図表21）。また、現金購入比率の高さを背景に高額紙幣廃止の影響を大きく受けた二輪車販売や、2017年4月からの排ガス規制の厳格化により販売が一時的に落ち込んでいた商用車販売も、マイナス影響の一巡を受けて前年比は高い伸びが続いている（図表22）。

（図表21）現金流通残高とM2



（資料） Reserve Bank of India

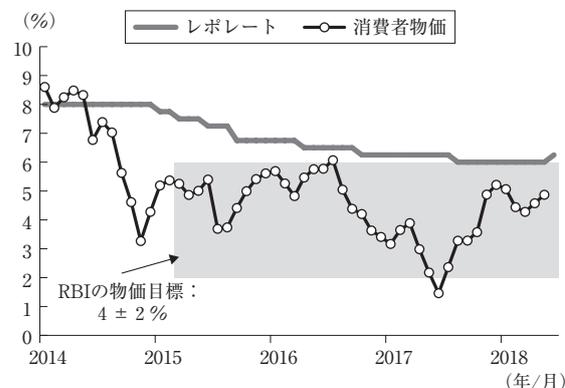
（図表22）四輪車・二輪車販売（後方3カ月平均、前年比）



（資料） Society of Indian Automobile Manufacturers

他方、金融政策については、景気持ち直しや原油価格の上昇を背景としたインフレ率の高まりを背景に、引き締めに転じている。消費者物価は、2017年6月に中銀の目標（前年比 $4 \pm 2\%$ ）の下限を下回る伸び率まで鈍化したが、同年末以降は食料・エネルギー価格の上昇を主因に4%台後半の伸び率が続いている（図表23）。こうしたなか、米トランプ政権のイラン核合意破棄への懸念の高まりなどを背景に、2018年5月に原油価格が一時的に1バレル＝70ドルを突破したことを受けて、インド準備銀行は2018年6月上旬に行われた金融政策決定会合でインフレ予防的な利上げを実施し、政策金利（レポレート）を0.25%ポイント引き上げた。

（図表23）消費者物価（前年比）と政策金利（レポレート）



（資料） Reserve Bank of India

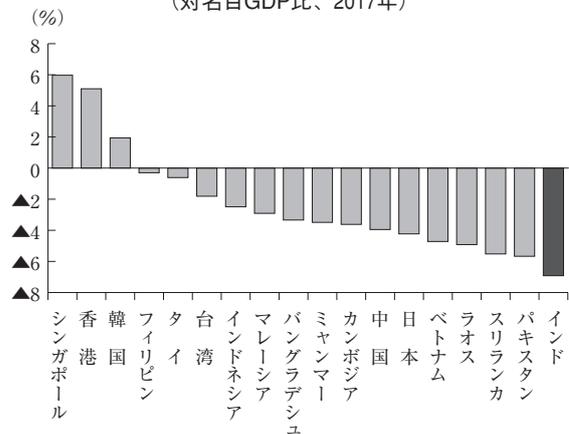
（2）先行きも底堅い成長が持続

先行きを展望すると、一人当たり所得の増加に伴う耐久消費財の普及や都市化の進展といった要因が中長期的に成長を下支えするとともに、GSTの導入を含むこれまでの経済改革のプラス効果が顕在化することから、底堅い成長が続くと見込まれる。GSTは、導入直後こそ新税制に対応したITシステムの導入や納税にかかわる職員のトレーニングといった企業負担を強いたものの、今後は税制の簡素化に伴

う納税コストの減少、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、対内直接投資の増加などのプラス効果が強まっていくと見込まれる。また、相対的に開発が遅れていた北東部は、2～3月に実施された州議会選挙で、これまで基盤の弱かったインド人民党（BJP）を中心とした与党連合が躍進したことを受けて経済改革に弾みがつくとの見方が高まっており、消費・投資マインドも好調に推移している。

景気の下振れリスクとして懸念されていた不良債権問題は依然として燻っているものの、中央銀行からの強い指示を受けて大規模な不良債権を抱える数十社の破綻処理が進展することに加え、景気持ち直しに伴い新規の不良債権の発生が抑制されることから、2018年度中に問題は峠を越える見込まれる。なお、政府は2018～2019年にかけて国営銀行に対して大規模な公的資金注入を実施することを決定しており、2019年3月からの新たな自己資本規制「バーゼルⅢ」を適用しても、資金供給面から経済成長が制約されるリスクは限られると見られる。もっとも、インドは主要アジア新興国のなかでもとりわけ大きな財政赤字を抱えており（図表24）、赤字削減に向けた歳出抑制圧力が続くことや、インフレ率の高まりがGDPの6割強を占める消費の下押しすることから、成長率の持ち直しペースは緩やかなものにとどまる見込みである。2018年度（2018年4月～2019年3月）の実質GDP成長率は、+7.4%と前年度（同+6.7%）から高まる一方、2019年度については同+7.5%と前年とほぼ横ばいになると予想される。

（図表24）アジア各国・地域の一般政府の財政収支
（対名目GDP比、2017年）



（資料）IMF

金融政策については、景気持ち直し、資源価格の上昇、アメリカの追加利上げに伴うルピー安、農産物のMSP（最低支持価格）の引き上げ、などを背景にインフレ率が上振れしやすい状況が続くため、引き締め気味の政策スタンスが続くと見込まれる。中央銀行は、原油価格の動向や食料価格に大きな影響を与えるモンスーン期（6～9月期）の雨量などの動向を見極めながら、インフレ圧力が一段と強まると判断する場合、8月もしくは10月の金融政策決定会合で0.25%ポイント程度の追加利上げを実施する可能性がある。ただし、①1バレル=60ドルを大きく上回る原油価格が続く状況下では米シェールガスの増産ペースが加速することで、需給緩和を通じた価格下押し圧力が強まること、②今年のモンスーン期の雨量は平均的な雨量が予測されていること、などを踏まえると、物価目標のレンジを大幅に超えるような高インフレには至らないと見込まれる。そのため、2013年後半の局面のように、大幅な利上げが行われ耐久財消費や投資が落ち込むような事態は回避されるだろう。

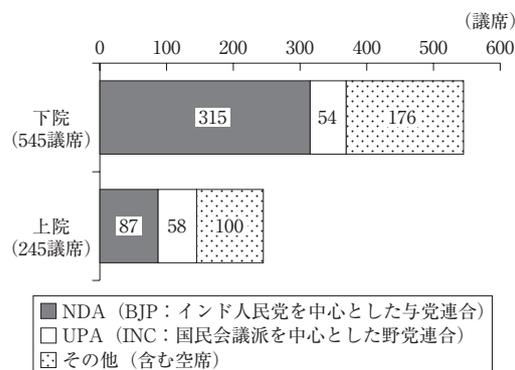
最後に政治動向を展望する。上院の議席改選は漸次的に進められるため、下院では与党連合が過半数の議席を保持する一方、上院の議席は3分の1程度にとどまるねじれ状態が続いている（図表25）。しかし、州議会選挙における与党連合の躍進や一部の野党の政権支持派への転向の影響もあり、2018～2019年中に与党連合が上院で過半数を占める可能性が高まってきている。2019年5月までに実施される

下院総選挙でBJPが勝利するとともに、上院・下院間のねじれが解消すれば、解雇規制を含む労働法や土地収用法といった野党の反対の根強い分野でも改革が進展し、対内直接投資の増加に弾みがつくことになると予想される。

そこで、下院総選挙の前哨戦として位置付けられている州議会選挙の動向をみると、2～3月に行われた北東3州（メガラヤ州、ナガラント州、トリプラ州）の州議会選挙では、いずれの州でも与党連合が躍進した。また、4～5月にかけて実施されたカルナカタ州の選挙でも、インド人民党

は単独過半数の議席獲得には至らなかったものの、国民会議派の議席を奪う形で222議席中104議席を獲得し第1党となっており、現政権支持の流れが続いている。今後は、チャッティスガル州、マディヤ・プラデーシュ州、ミゾラム州、ラジャスタン州で州議会選挙が年内に実施される予定であり、総選挙を展望する試金石として高い注目を集めることになる。なお、最大野党の国民会議派では、ネルー初代首相のひ孫であり、ラジブ・ガンジー元首相の子であるラフル・ガンジー氏が2017年12月に同党の総裁に選出されており、2019年の下院総選挙でモディ首相と対峙することになる。仮に、国民会議派を中心とした野党連合が下院総選挙で過半数の議席を獲得する一方、漸次的な議席改選の結果、現在の与党連合が上院で過半数を占める場合、これまでとは真逆の構図でねじれ状態が続くことになる。そうなった場合、経済改革や外資誘致の重要性に関する認識についてはインド人民党と国民会議派の間に大きな差は見られないものの、与野党間の政治対立を背景に経済改革ペースが停滞し、景気が下振れるリスクが高まることに留意する必要がある。

(図表25) インド上院・下院の議席数



(資料) Rajya Sabha, Lok Sabha

副主任研究員 熊谷 章太郎

(2018. 7. 4)