

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. アジア全体

- (1) 総じて堅調もばらつき
- (2) 二つの懸念材料
- (3) 先行きも明暗続く
- (4) 政治リスクに注意

2. 中国経済

- (1) 景気減速が明確化
- (2) 先行きも減速が続く
- (3) 大幅な成長鈍化は回避

3. インド経済

- (1) 成長率が持ち直し
- (2) 高めの成長が持続

要 約

1. 2018年後半も、アジア新興国・地域の景気は総じて堅調に推移している。しかし、国・地域別ではらつきも出てきた。減速傾向にあるのが中国とNIEsである。中国は、デレバレッジ政策の強化や米中貿易摩擦などが背景にある。また、NIEsは、世界的なIT需要の一服を受けた輸出の減速が影響した。一方、ASEAN5とインドは底堅さを維持している。各国が積極的に進めるインフラ投資のほか、インドでは、高額紙幣廃止や物品・サービス税導入に伴う混乱が収束したこともプラスに作用した。
2. 先行き懸念材料として、資本流出と米中貿易摩擦という二つが指摘できるが、いずれも中国を除いたアジア景気に対する深刻なマイナス要因にはならないと考えられる。資金流出については、アメリカの利上げが2019年半ばで打ち止めと見込まれることなどから、次第に収まってくると予想される。加えて、各国・地域が物価安定策を講じているため、インフレ率も徐々に中銀のターゲットレンジ内に収束していく。そのため、輸入インフレや高金利による景気下押し圧力はそれほど顕在化しないだろう。
3. 米中貿易摩擦は、対米輸出の減少などを通じて、中国景気の下押しに作用する。もっとも、その他のアジア新興国・地域に与える影響は軽微であるか、プラスに働く可能性もある。懸念される中国景気は、政府の景気下支え策などで大幅悪化が回避されることに加えて、中国の対米輸出の一部がNIEsやASEAN5、インドから代替輸出されるためである。さらに、米中貿易摩擦が長期化すれば中国からASEAN5やインドに生産拠点を移す動きが広がることも予想される。
4. 以上を考慮すると、2019年以降もアジア景気は総じて堅調に推移するとみられる。しかし、国・地域別では明暗が一段と鮮明となるであろう。底堅い景気が続くのはASEAN5とインドである。インフラ投資の本格化や中間層の台頭、選挙に伴う消費の盛り上がりなど内需がけん引役となる。一方、中国とNIEsは、製造業依存の産業構造が足かせとなり、成長率は減速を余儀なくされよう。
5. リスクシナリオとしては、政治面からの下振れ要因に注意する必要がある。今後、多くのアジア新興国・地域で選挙が予定されているが、近年の欧州や南米でみられたようにポピュリズム色が強まれば、中期的に経済基盤を弱体化させる恐れがある。

1. アジア全体

(1) 総じて堅調もばらつき

2018年後半のアジア景気は、総じて堅調に推移している。しかし、詳しくみると、国・地域別でばらつきがみられるようになった。

まず、減速傾向にあるのが、中国とNIEs（韓国、台湾、香港）である（図表1）。中国は、2018年7～9月期の実質GDP成長率が前年同期比+6.5%と2四半期連続で減速した。この背景には、①政府によるデレバレッジ政策の強化、②米中貿易摩擦を受けた製造業の生産・投資抑制、③小型車減税措置終了や株安、アメリカ車の買い控えを受けた自動車販売の減少がある。また、NIEsは、世界的なIT需要が一服したことで主力の電子部品・デバイス輸出の増勢が鈍化したため、7～9月期の成長率は同+2.2%に急減速した。ただし、NIEsの潜在成長率は2%台前半であり、足許の景気減速については、IT需要の盛り上がりにより、2017年に異常に成長率が高まったことから、巡航速度に落ち着く動きとして解釈すべきである。

一方、景気の底堅さを維持しているのが、ASEAN5（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）とインドである。ASEAN5では、7～9月期の成長率が同+5.0%と高めの伸びを維持した。各国が積極的に進めるインフラ投資が景気のけん引役となったほか、タイやベトナムでは、世界景気の拡大や外資企業の新工場稼働などを背景に財輸出も堅調であった。インドでも、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するなかで、堅調な消費やインフラ投資に支えられ、景気の回復基調が明確化している。7～9月期の成長率は、5四半期ぶりに前期を下回ったものの、同+7.1%とアジア主要国で最も高い伸びとなった。

以上のようなアジア新興各国・地域をめぐる経済情勢は、10～12月期も大きく変わってはいないとみられる。この結果、2018年のアジア全体の成長率は+6.3%になると予想される。

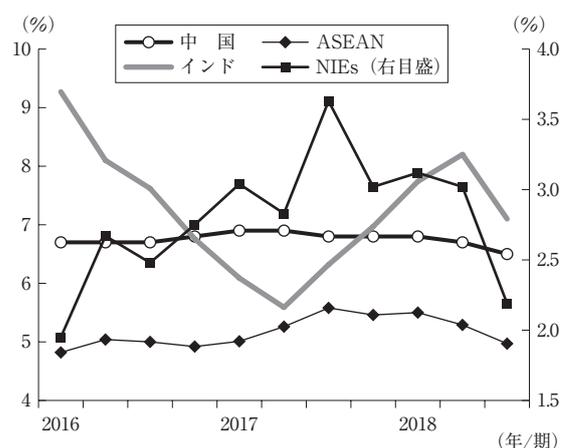
(2) 二つの懸念材料

アジア景気が2019年以降も底堅さを維持するか否かを見極めるにあたって、足許では、①アジア新興国・地域からの資金流出、②米中貿易摩擦、という二つの懸念材料が指摘できる。

A. アジア新興国からの資金流出

アジア新興国・地域では、2018年半ば以降、アメリカの利上げや中国景気の減速懸念、米中貿易摩擦に伴うリスク回避の動きなどから資金流出が顕著となった。このため、アジアの主要国・地域通貨の対ドルレートは減価した（図表2）。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

（図表1）アジア主要新興国・地域の実質GDP成長率

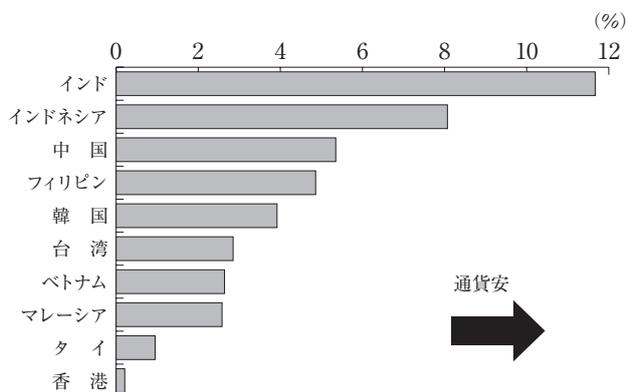


（資料）各国統計、CEIC

（注）各国のドル建て名目GDP（後方4四半期移動平均）でウェイト。

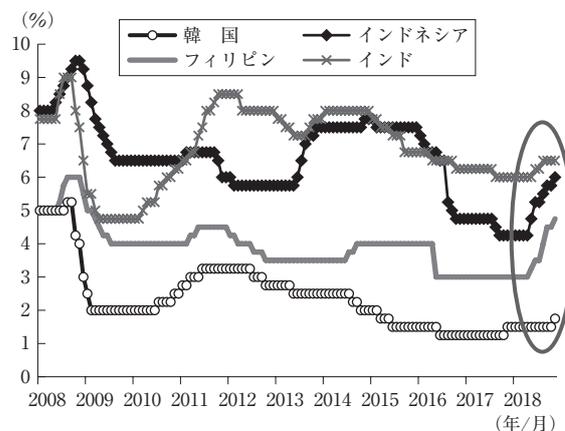
えるインド、インドネシア、フィリピンで通貨が大幅に減価した。2018年11月末のインドルピーの対ドルレートは2017年末対比で11.7%のルピー安となった。こうした通貨安は、アジア新興国・地域の経済に様々な影響を与えている。例えば、フィリピンでは、2018年10月のインフレ率が+6.7%に達した。さらに、韓国、インドネシア、フィリピン、インドでは、2018年夏頃から中央銀行が政策金利の引き上げを進めた（図表3）。インドネシアとフィリピンの2018年中の政策金利の総引き上げ幅は1.75%に達している。こうした物価上昇や政策金利の引き上げは景気に対してマイナスの影響を及ぼす。

（図表2）アジア新興国・地域通貨の変化率（2017年末比）



（資料）Bloomberg L.P.
（注）2018年11月末値。

（図表3）韓国、インドネシア、フィリピン、インドの政策金利



（資料）Bloomberg L.P.

先行きも、米中貿易摩擦の激化などから投資家がリスク回避行動に振れやすい状況が残るなか、アジア新興国・地域からは資金が流出しやすい状態が続くとみられる。もっとも、アメリカの利上げが2019年半ばで打ち止めが見込まれることや、欧州の金融政策正常化は経済情勢を見極めつつ慎重なペースで実施されると見込まれることから、アジア新興国・地域通貨の減価ペースは緩やかになると考えられる。これに加え、インドネシアやマレーシアでの燃料補助金の導入やフィリピンの米の輸入自由化など、各国・地域政府が物価安定策を講じていることを踏まえれば、2019年入り後にインフレ率は、中銀のターゲットレンジに向けて落ち着いていくと考えられる。各国・地域の金融政策についても、利上げ圧力は緩和するとみられる。また、そもそも、リーマン・ショック後に大幅に引き下げられた政策金利水準は現状でも歴史的な低水準にあるため、仮に金利の引き上げが続いたとしても、アジア版金融政策正常化の範疇を出るものではない。以上を踏まえると、2019年以降の資金流出によるアジア新興国・地域の景気へのマイナス影響は十分にコントロール可能と判断される。

B. 米中貿易摩擦

アメリカは2018年7、8月に500億ドル分の対中輸入に25%の関税を課したのに続き、2,000億ドル分に対しても10%の関税を設定した。これに対して中国も報復関税で応じるなど、米中貿易戦争が本格化している。これによるアジア経済への影響をみると、中国では、製造業企業における生産抑制や投資マインド悪化、アメリカ車の買い控えといったマイナス影響が現れている。しかし、中国以外のアジア新

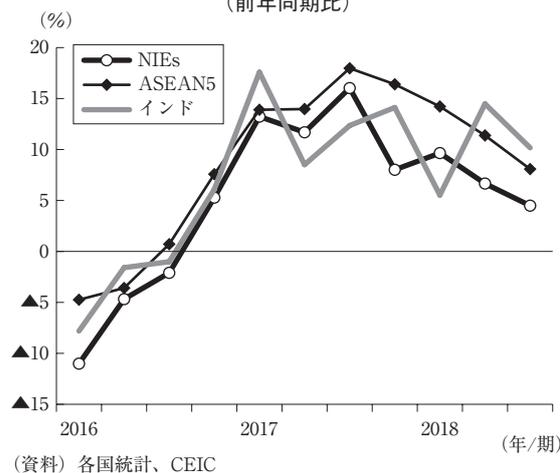
興国・地域では、今のところ目立った影響はみられない。実際、アジア新興国・地域の名目ドル建て輸出は、2017年の盛り上がりから一服しているものの、足許まで前年比プラスを維持している（図表4）。

2019年以降も、米中のつばぜり合いが続くとみられるなか、中国の対米輸出は弱含むとみられる。しかし、以下の2点を踏まえると、その他アジア新興国・地域の景気に与える影響は軽微であるか、もしくはプラスに作用する可能性もある。

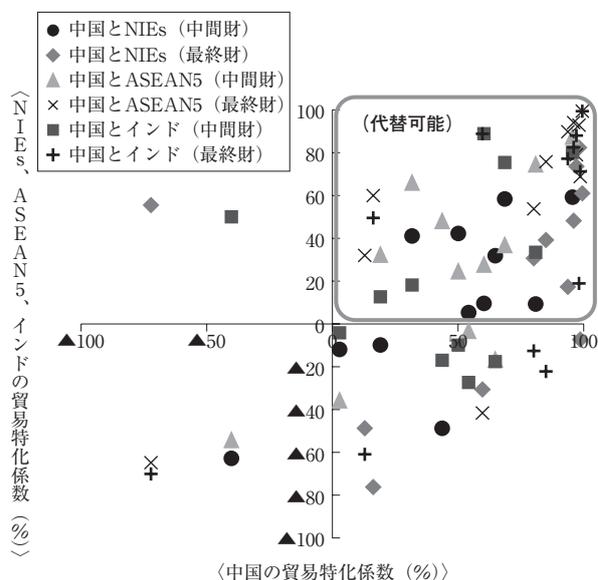
第1に、米中の景気が大幅に悪化する事態は回避されることである。中国ではすでに、預金準備率の引き下げや輸出時の付加価値税の還付、個人所得税の見直しなど、金融・財政政策を動員し、景気の下支えに手を打ち始めている。またアメリカも、当面は財政政策効果が残るため、潜在成長率を上回る成長が続くと予想される。このため、中国以外のアジア新興国・地域の輸出が大きく落ち込むことはないであろう。

第2に、中国の対米輸出がNIEs、ASEAN5、インドからの輸出に一部シフトすると予想されるためである。図表5は、中国からの対米輸出と、NIEs、ASEAN5、インドからの対米輸出の構造を業種・生産工程別に比較したものである。右上の第1象限は、中国が対米輸出で競争力を持つ一方で、NIEs、ASEAN5、インドも同様に競争力を持っているものである。これらは、対米輸出で競争関係にあるとみられるため、仮に中国からの輸出が滞っても、NIEsやASEAN5、インドから代替輸出可能であることを示唆する。図表5から読み取れるように、中国からの対米輸出の多くをNIEsやASEAN5、インドから代替輸出可能である。また、中国の労働コストは上昇が続いており、労働集約的な産業や生産工程ではコスト競争力を失いつつある。そのため、中国に進出している外資企業が、米中貿易摩擦をきっかけに比較的労働コストが安いASEANやインドに生産拠点を移す動きが広がることも予想される。

（図表4）アジア新興国・地域の名目ドル建て輸出（前年同期比）



（図表5）アジア新興国・地域の対米貿易における競争補完関係（2016年）



（資料）RIETI-TID
 （注1）貿易特化係数 = (輸出 - 輸入) / (輸出 + 輸入) * 100
 （注2）BECに基づいて分類。
 （注3）各マーカーは、中間財または最終財のカテゴリーに属する個別業種（中分類）を表す。

(3) 先行きも明暗続く

以上を考慮したうえで、2019年以降のアジア景気を展望すると、全体としては堅調に推移するとみられる。成長率は、2019、2020年ともに+6.2%と高めの成長を維持すると予想される（図表6）。ただし、国・地域別の明暗はより鮮明となる。

底堅い景気が続くのが、ASEAN5とインドである。この二つの地域は、以下の3点を背景とした堅調な内需がけん引役となる。

第1に、インフラ投資が本格化することである。ASEAN5やインドなどでは、インフラの供給が大幅に不足している。アジア開発銀行の試算によれば、アジア・大洋州25カ国は、2016～2020年の5年間で年平均1兆3,400億ドルのインフラ投資が必要とされているが、実際には年平均8,810億ドルしか投資されていない。こうしたなか、ASEAN5やインドの各国政府は、インフラ予算を増額したり、官民パートナーシップ（PPP）や政府開発援助などを活用して、インフラ整備に重点的に取り組んでいる。2016～2022年の6年間で8兆ペソという野心的なインフラ整備計画を掲げるフィリピンはその良い例である。当面、ASEAN5やインドの政府はこのようにインフラ整備を積極的に続けていくとみられる。

第2に、中間層の台頭による消費の押し上げである。ASEAN5、インドではこれまでの安定的な成長の過程で、消費活動の中核を担う中間層が着実に増加してきた。実際、ASEAN5とインドの中間層は、2007～2017年の10年間で、2.03億人から4.23億人へと倍増した（図表7）。さらに、近い将来中間層入り期待される脱貧困層も6.19億人にのぼり、当面は、民間消費を構造的に押し上げることが期待できる。

（図表6）アジア各国・地域の成長率予測

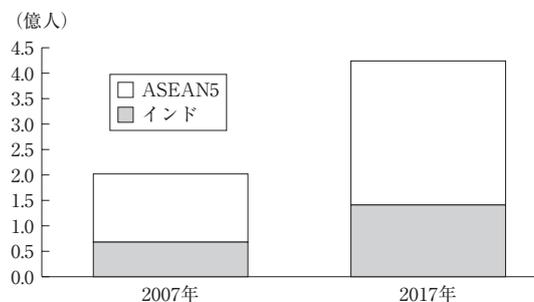
	2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年 (予測)	2020年 (予測)
アジア	6.2	6.3	6.2	6.2
中国	6.9	6.6	6.4	6.3
アジア（中国除く）	5.4	6.0	5.9	6.0
NIEs	3.1	2.8	2.4	2.3
韓国	3.1	2.7	2.5	2.3
台湾	2.9	2.7	2.2	2.1
香港	3.8	3.5	2.7	2.7
ASEAN5	5.3	5.3	5.3	5.3
インドネシア	5.1	5.2	5.4	5.3
マレーシア	5.9	4.9	4.8	4.7
フィリピン	6.7	6.3	6.7	6.8
タイ	3.9	4.3	3.7	3.8
ベトナム	6.8	6.8	6.7	6.7
インド（年度）	6.7	7.5	7.3	7.7

（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。

（図表7）ASEAN5、インドの中間層以上人口



（資料）世界銀行「Poverty Net」、国際連合「World Population Prospects」、Kapsos and Bourmpolula (2013)を基に日本総合研究所作成

（注）1日当たりの支出額が6.08ドル以上の人口。

第3に、選挙に伴う政府消費の増加と民間消費の活性化が見込まれることである。2019、2020年には、インドでの下院総選挙や、インドネシアでの国民議会および大統領選挙など、ASEAN5とインドを中心に大規模選挙が予定されている（図表8）。選挙が実施される国・地域では、選挙運営分の政府消費が押し上げられる。また、アジア新興国の過去の選挙時には、選挙運動で街が祭りのように盛り上がり、消費者マインドが改善する傾向が頻繁にみられた。今回もこうした現象が起きると期待されるため、民間消費が押し上げられると予想される。

（図表8）2019、2020年の主要アジア新興国の選挙日程

年	月・時期	国・地域	内容
2019	前半	タイ	下院選挙
	4～5月	インド	下院総選挙
	4	インドネシア	国民議会および大統領選挙
	5	フィリピン	国政・地方統一選挙（中間選挙）
2020	1	台湾	総統・立法委員選挙
	4	韓国	国会議員選挙
	5	フィリピン	地方選挙
	9	香港	立法会選挙

（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

加えて、外需についても、TPP11が2018年12月30日に発効することで、加盟国であるマレーシア、ベトナムで輸出の増加が見込まれる。また、上述したように、中国の対米輸出の一部がASEAN5、インドに代替されることも輸出を勢いづけると期待される。

以上を踏まえ、ASEAN5の成長率は、2019、2020年ともに+5.3%、インドは、2019年度が7.3%、2020年度が+7.7%と予想する。

一方、中国は、2019年の成長率が+6.4%、2020年が+6.3%、NIEsは2019年が+2.4%、2020年が+2.3%へ減速すると考えられる。両地域の成長ペース鈍化には、産業構造の高度化の遅れという共通の要因がある。実際、2016年における第2次産業比率は、中国が39.9%、NIEsの代表格である韓国が30.0%と高く、サービス業を中心とする第3次産業へのシフトが思うように進んでいない。そのため、世界経済が減速局面に転じるなか、貿易財に対する需要の波に左右されやすい製造業への依存度が高いことが逆風として働く。具体的には、中国では、米中貿易摩擦による輸出下押し圧力が顕在化してくることに加え、これまでの急拡大の結果として設備過剰感が強まっている製造業の投資が弱含むと考えられる。また、NIEsでは、世界的な半導体市場急拡大の追い風がやむほか、中国における半導体内製化の進展や中国景気の減速を背景に、輸出が大きく減速すると予想される。

（4）政治リスクに注意

今後想定されるリスクシナリオとしては、前述した資金流出や貿易戦争よりも、ポピュリズム色が強まる展開の方が、現実味が高いと考えられる。

これまでアジア経済が堅調を維持してきた一因には、適切なマクロ経済運営が行われてきたことがある。これは、強い指導力を持った政治的リーダーが、中長期的視野に立った政策立案・運営を行ってきた

たことが大きい。ところが、2019、2020年には、ASEAN5やインドを中心に大規模選挙が予定されているため、国民受けしやすい経済政策を打ち出す誘因が大きくなる。近年の欧州や南米にみられたように、政治のポピュリズム色が強まれば、経済構造改革の停滞や放漫財政などの動きが強まり、中期的に経済基盤を弱体化させる恐れがある。

ポピュリズム政治への傾斜が進んでASEAN5やインドの成長率が低下すれば、世界景気を減速させる要因にもなりかねない。近年、中国やNIEs景気が減速基調をたどるなか、ASEAN5やインドの世界景気への貢献度が高まっている（図表9）。世界経済におけるアジア新興国・地域のプレゼンスが高まっているだけに、今後のアジアの政治情勢にも注意すべきである。

（図表9）世界GDP成長率に対するアジア諸国の寄与度（%ポイント）

	2017年	2018年	2019年	2020年
世界	3.72	3.71	3.65	3.57
インド ↗	0.43	0.54	0.53	0.58
ASEAN5 ↗	0.30	0.30	0.31	0.31
インドネシア	0.13	0.14	0.14	0.14
タイ	0.04	0.04	0.04	0.04
フィリピン	0.05	0.05	0.05	0.05
マレーシア	0.04	0.04	0.04	0.04
ベトナム	0.04	0.04	0.04	0.04
NIEs ↘	0.11	0.09	0.08	0.08
韓国	0.05	0.04	0.04	0.04
台湾	0.03	0.02	0.02	0.02
香港	0.01	0.01	0.01	0.01
シンガポール	0.01	0.01	0.01	0.01
中国 ↘	1.32	1.30	1.29	1.30

（資料）各国統計を基に日本総合研究所作成

副主任研究員 塚田 雄太

(2018. 12. 10)

2. 中国経済

(1) 景気減速が明確化

中国では、2018年7～9月期の実質GDP成長率が前年同期比+6.5%と、2四半期連続で低下した（図表10）。この背景として、政府のデレバレッジ（与信や債務の抑制）政策や米中貿易摩擦が指摘できる。

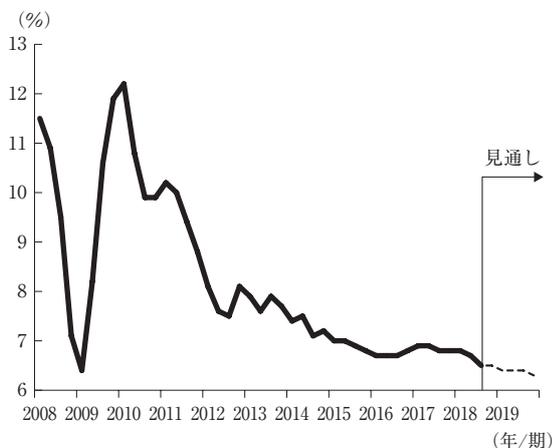
とりわけ景気を大きく減速させたのがデレバレッジ政策である。習近平政権は、2017年12月の中央経済工作会議で、今後3年間の最重要課題として金融リスクの抑制を挙げ、デレバレッジ政策に本腰を入れ始めた。まず、金融面では、短期金利の高め誘導などで実質的に引き締め気味の金融政策運営にシフトした。銀行に対しては、簿外取引（いわゆるシャドーバンキング）の縮小を指導するなど金融規制・監督を強化した。

これにより、社会融資総量のうち人民元貸出以外の資金調達（委託融資など）の伸びは大幅に鈍化した（図表11）。地方政府が資金調達するために設立した特別目的会社である地方融資平台は資金繰り難に直面し、多くのインフラ投資プロジェクトが見直しを余儀なくされた。

次に、財政面でも、政府が地方での官民パートナーシップ（PPP）乱用等による野放図なインフラ投資の抑制に乗り出した。2017年11月、財政部は地方政府にPPP案件を徹底的に整理するよう指示した。この結果、2018年4月時点で、1.8兆元のPPP案件が中止となったほか、3.1兆元の案件が見直された。合計4.9兆元という金額は、PPP案件全体の36%にのぼる。

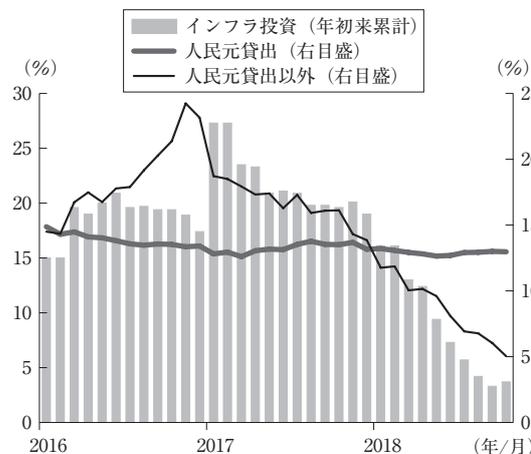
これらの結果、鉄道や道路、水利・環境・公共設備など幅広い分野でインフラ投資の増勢が大幅に減速した。

(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) インフラ投資と社会融資総量 (前年比)

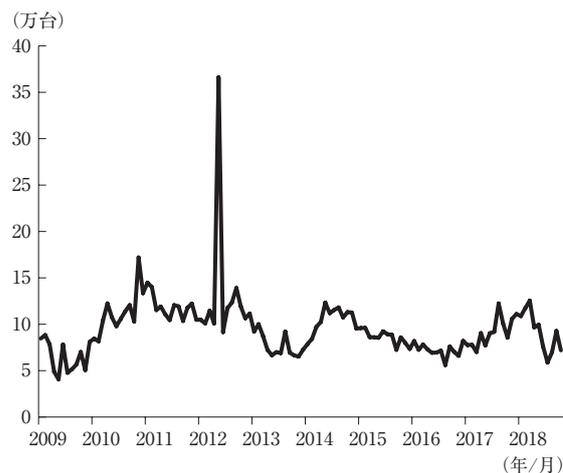


(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」、中国人民銀行「社会融資規模存量統計」を基に日本総合研究所作成

さらに、成長率へのマイナス寄与はまだ限定的ながら、米中貿易摩擦も押し下げ要因として働いている。アメリカが中国ハイテク製造業をターゲットに通商面で圧力を強めるなか、中国の製造業で生産・投資抑制の動きがみられるようになった。2016年ごろから情報化や製造工程自動化のための設備投資の拡大が続いてきたが、このところ工作機械の輸入が減少するなど、製造業の設備投資が弱まる兆しがみられる(図表12)。短期間での投資急増によって設備過剰感が強まり、市況が悪化したところで、米中貿易摩擦が激化し、輸出の下振れリスクが高まった。このため、採算悪化を懸念した企業が、新規投資を慎重化させている。加えて、地方政府の行き過ぎた投資支援策に対して中央政府が抑制姿勢を強めていることも、設備投資の重石になっている。

米中貿易摩擦は自動車市場にもマイナス影響を与えた。10月の自動車販売台数は前年同月比▲11.7%と4カ月連続で前年割れになった(図表13)。小型車減税措置の終了に加え、株安とアメリカ車の買い控えが影響している。実際、アメリカブランドの販売台数は同▲26.7%と大きく落ち込んだ。

(図表12) 工作機械の輸入台数 (季調値年率)



(資料) 海関総署「貿易統計」を基に日本総合研究所作成

(図表13) 自動車販売台数 (前年比)



(資料) 中国汽車工業協会「汽車工業経済運行情況」を基に日本総合研究所作成

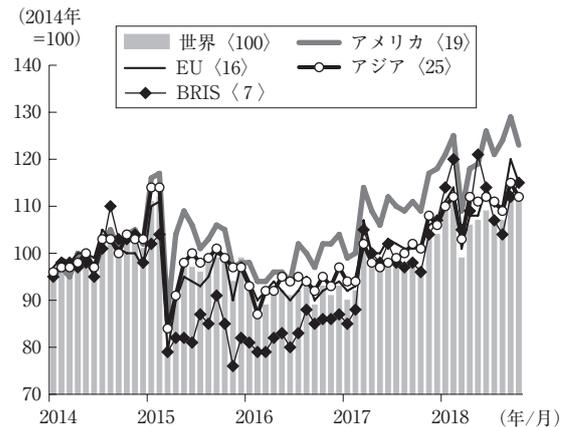
(2) 先行きも減速が続く

今後を展望すると、中国経済は引き続き減速すると見込まれる。以下の2点が、景気の押し下げ要因になるとみられる。

第1は、製造業の設備投資である。過去2年間の投資拡大が急ピッチだったため、設備過剰感が和らぐには相当の時間を要する。また、米中貿易摩擦の落としどころが明確になるのも、まだ先のことだろう。この間は、製造業の設備投資に対する慎重姿勢が残ることになる。

第2は、輸出である。アメリカ向け輸出は、好調なアメリカ景気とドル高を背景に、これまでのところは堅調である(図表14)。しかし、先行きは発動済みの輸入関税の上昇を受けて、アメリカ向けも増勢が鈍化する見通しである。ここ数カ月、製造業の輸出向け新規受注PMIが「良し悪し」の目安である「50」を下回り続けている点を踏まえれば、先行き輸出総額も頭打ちとなる可能性が大きい。

(図表14) 地域別輸出額 (季調値、米ドルベース)



(資料) 海関総署「貿易統計」を基に日本総合研究所作成

(注1) 〈 〉は2017年のシェア。

(注2) BRISはブラジル、ロシア、インド、南アフリカ。

(3) 大幅な成長鈍化は回避

もっとも、大幅な成長鈍化は回避できる見込みである。まず、米中貿易摩擦が現状程度にとどまれば、発動済みの制裁関税の対象が限られているため、輸出は大幅減少に至らないだろう。これまで打ち出された制裁関税の対象製品の対米輸出額は合計2,527億ドル(鉄鋼・アルミニウムが27億ドル、産業用ロボットや半導体など500億ドル、家電など2,000億ドル)である。他方、中国の輸出総額は2.3兆ドルにのぼる。仮に2,527億ドルのアメリカ向け輸出品が高率関税によって5割減少したと大きめに見積もっても、輸出総額の減少分は5%にとどまる。これは、輸出総額が20%減少したリーマン・ショックの4分の1程度のインパクトである。

先行き、もしアメリカが2,000億ドル分の中国製品に対する関税率を10%から25%に引き上げると、その影響は軽視できない。しかし、この場合でも、預金準備率の引き下げ、輸出時の付加価値税の還付、個人所得税減税など、金融財政政策によってある程度相殺することで景気下支えは可能とみられる。

実際、すでに政府は安定成長を重視する姿勢を鮮明にしている。7月、習近平国家主席は政治局会議で「六つの安定」を求めた。雇用、金融、貿易、対中投資、固定資産投資、成長期待という6分野における景気てこ入れ策である(図表15)。

政府が、真っ先に着手したのが金融緩和である。中国人民銀行は、4月と6月に続き10月も預金準備率を引き下げたほか、短期金利を低めへ誘導し始めた。7月の国務院常務会議では、1.35兆元の地方債の発行を承認したほか、地方政府に対して余剰資金の活用、金融機関に対して地方融資平台の資金需要に応えるよう要求した。今後、これらの施策の効果が顕在化すれば、社会融資総量のうち人民元貸出以

外の資金調達への伸びが底入れし、インフラ投資も緩やかに持ち直すと思われる。

加えて、各種の減税措置が景気を下支えする見込みである。政府は、企業の税負担を和らげるために、7月から増徴税（付加価値税）の税率引き下げを実施した。また、2019年1月に予定されている個人所得税法の改正も、消費の押し上げ要因となる。具体的には、基礎控除額の引き上げ、低税率の適用範囲の拡大、高税率の適応範囲の縮小、教育費・医療費・住宅ローンの利子費用・家賃・高齢者扶養についての特別控除の導入である。10月に先行実施された基礎控除額の引き上げと所得税率の適応範囲の変更により、都市就業者に占める個人所得稅納税者の比率は現在の44%から15%に低下するとみられている。財政は圧迫されるものの、当面サービスを中心とした消費拡大が景気を下支えする見通しである（図表16）。

さらに、追加の景気てこ入れ策として、インフラ投資のさらなる拡大、小型車減税措置の再導入、企業所得税（法人税）減税、政策金利の引き下げなども考えられる。財務部が小型車取得税率を再び5.0%に引き下げる案をまとめるなど、政府は財政金融政策を総動員する構えを見せている。

このように、米中貿易摩擦は景気の重石となるものの、安定成長を重視する政策運営のもと、2018年の実質GDP成長率は+6.6%、2019年は+6.4%と大幅な低下は回避されると見込まれる。

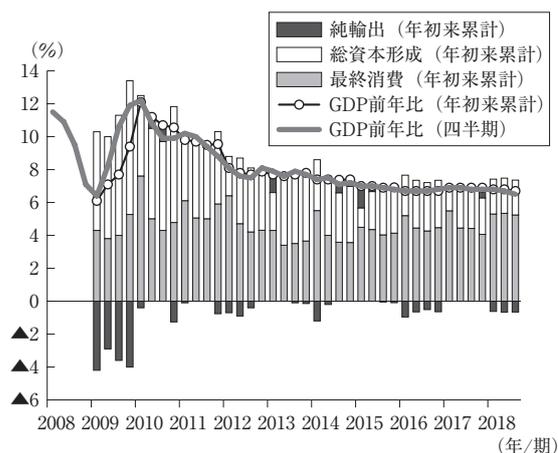
もちろん、米中間の摩擦がさらに激化すれば、政府の対応能力を超えてしまう可能性もある。10月4日にアメリカのペンス副大統領が厳しい中国批判を行うなど、早期の関係改善は期待しにくい。アメリカが中国からの全輸入品に対して制裁関税を課す可能性は否定できない。その次のステップとして、アメリカが安全保障上の理由などで、アメリカ製部品の対中輸出を広範囲に規制する可能性もある。中国経済に占める製造業のシェアは依然として高いため、このように輸出入両面で制約が大幅に強まる場合、中国の景気は失速感を強めることになりかねない。今後の米中貿易摩擦の行方を引き続き注視していく必要があるだろう。

（図表15）政府の景気てこ入れ策

公表日	内 容
4月25日	預金準備率の引き下げを発表（同日実施）
6月24日	預金準備率の引き下げを発表（7月5日実施）
7月23日	国务院常务会议で1.35兆元の地方債の発行を承認したほか、地方政府に対して余剰資金の活用、金融機関に対して地方融資プラットフォームの合理的な資金需要に応えるよう要求
7月31日	習近平国家主席が政治局会議で雇用・金融・貿易・対中投資・固定資産投資・成長期待という六つの分野における安定を要求。
8月31日	個人所得税法の改革案が全国人民代表大会（国会に相当）常务会议を通過し、10月から一部実施（個人所得税の減税）。
10月7日	預金準備率の引き下げを発表（同月15日実施）
11月13日	郭樹清・銀行保険監督管理委員会主席が新規融資のうち民間企業向けを3分の1以上にしよう金融機関に要求。

（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

（図表16）実質GDP成長率の寄与度分解（前年比）



（資料）CEIC、国家統計局

副主任研究員 関 辰一

(2018. 12. 10)

3. インド経済

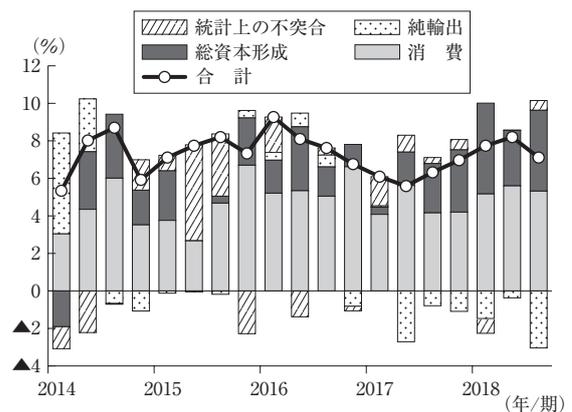
(1) 成長率が持ち直し

インドでは、マネーロンダリングや偽造紙幣の取り締まりのために政府が2016年11月に高額紙幣の廃止を突然打ち出したことや、税制簡素化に向けて2017年7月に物品・サービス税（GST）を導入したことに伴う混乱により、2017年前半にかけて景気減速が続いた。しかし、その後はこれらのマイナス影響が剥落するなかで持ち直しが続いている。実質GDPは、2017年4～6月期に前年比+5.6%まで鈍化した後、4四半期連続で持ち直し、2018年4～6月は同+8.2%まで高まった（図表17）。7～9月期の成長率は若干鈍化したものの、+7%台の底堅い成長を維持し、アジアの主要新興国のなかで最も高い成長率となった。景気を下支えているのは内需である。代表的な株価指数であるSENSEXが2018年7月から8月下旬にかけて連日史上最高値を更新するなど、株価が好調に推移したことを受けて、良好な消費・投資マインドが続いたことが寄与した。

こうした景気の持ち直しに加え、原油価格の上昇、ルピー安などを反映してインフレ圧力が高まったことから、2018年半ば以降、金融政策を引き締め傾向に転じている。消費者物価は、依然としてインド準備銀行の物価目標のレンジ内（前年比 $4 \pm 2\%$ ）に収まっているものの、原油価格の上昇や2018年6～9月期に作付けされる農作物の買取価格（MSP）の大幅引き上げに伴う先行きのインフレ圧力を見越して、インド準備銀行はインフレ予防的な金融引き締めを2018年6月と8月に実施し、政策金利（レポ・レート）を累計0.5%ポイント引き上げた（図表18）。

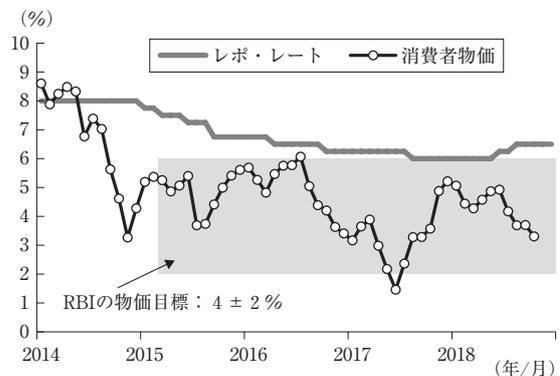
年度下期も、内需を中心に底堅い成長が続くと予想される。もっとも、景気を大きく押し上げるイベントも乏しいなか、成長ペースは巡航速度に戻り、2018年度（2018年4月～2019年3月）の成長率は+7.5%になると予想される。物価については、2018年10月以降の原油価格の急落が下押し要因になるものの、産油国の協調減産による価格反発の可能性も残されている。また、アメリカの追加利上げに伴う資金流出圧力を受けたルピー安が輸入物価上昇を通じてインフレ圧力をもたらすとともに、MSP引き上げに伴う食料インフレ圧力も続くと思われる。そのため、インド準備銀行はインフレ警戒的な政策スタンスを維持すると予想される。

（図表17）実質GDP（前年比）



（資料）Ministry of Statistics and Program Implementation

（図表18）政策金利（レポ・レート）と消費者物価（前年比）



（資料）Reserve Bank of India

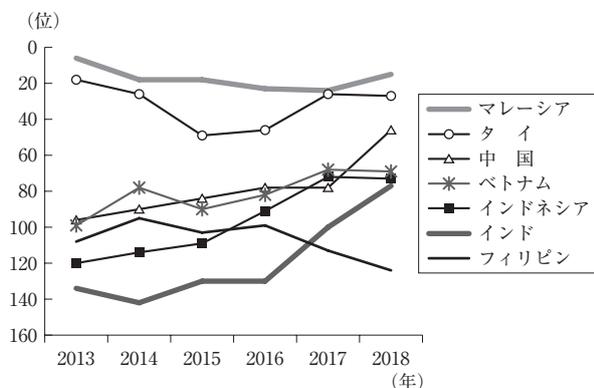
(2) 高めの成長が持続

2019年度のインド経済を展望すると、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などが構造的側面から成長を下支えするほか、これまでの経済改革のプラス効果が徐々に顕在化することから、実質GDP成長率は前年度比+7.3%と底堅い成長が続くと見込まれる。

モディ政権が進める経済改革は、世界銀行が発表するビジネス環境ランキングが大幅改善するなど、具体的な成果も見られ始めている。2017年のランキングは破産倒産法の整備、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、前年の130位から100位に上昇した。2018年も、輸出入に関する手続きの効率化などを受けて77位に上昇した（図表19）。国内のビジネス環境の改善に加え、中国での人件費の上昇や米中貿易摩擦の深刻化なども、インド投資の追い風となっている。こうした対内直接投資の増加は生産性向上や雇用創出を通じて景気拡大に作用することが期待できる。

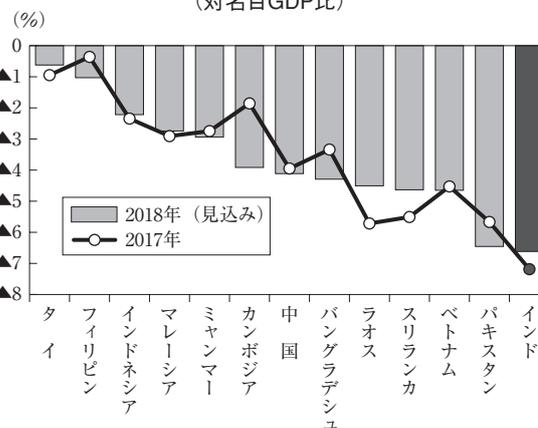
ただし、①アジア主要新興国のなかでとりわけ大きな財政赤字を抱えており（図表20）、抑制気味の財政政策が続くこと、②ルピー安などに伴うインフレ圧力に対応するため引き締め気味の金融政策が続くこと、を踏まえると、成長の大幅加速は期待できない。インドの物価と金融政策は原油価格動向に大きく左右されるため、中東情勢やアメリカのシェールオイル生産など原油市場の動きに注意を払うことが必要である。

（図表19）アジア新興国各国のビジネス環境ランキング



（資料）World Bank

（図表20）アジア新興国の一般政府の財政収支 (対名目GDP比)



（資料）IMF

最後に政治動向をみると、2019年5月までに下院総選挙が実施される。その前哨戦として注目されている州議会選挙では、これまでのところおおむね現政権支持の結果が示されている。また、今後実施される州議会選挙や下院総選挙に関する世論調査でも同様の流れが続いている。そのため、次回総選挙以降も引き続きBJP（インド人民党）を中心とするNDA（国民民主同盟）が政権を担うとの見方が強い。一方、漸次議席が改選される上院でもNDAが近く過半数を獲得すると予想されている。NDAが下院で過半数の議席を獲得する場合、上院・下院間のねじれの解消により土地収用や解雇規制といった分野でも経済改革が進む可能性がある。ただし、足許ではモディ首相と最大野党の国民会議派の総裁であるラ

フル・ガンジー氏との間で支持率の格差が縮小していることを示す世論調査も散見され始めている。このため、NDAと国民会議派を中心とする野党連合のUPA（統一進歩同盟）のいずれも過半数を獲得できない、あるいはUPAが下院で過半数を獲得する可能性も否定できない。とりわけ後者の場合には、これまでは逆の構図でねじれが続くことから、与野党間の政治対立により経済改革のペースが遅れ、景気が下振れするリスクがある。

副主任研究員 熊谷 章太郎

(2018. 12. 10)

