

アジア経済見通し

調査部	副主任研究員	塚田	雄太
調査部	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) 2019年後半、アジア景気は総じて減速基調
- (2) 三つの注目点
- (3) 先行きは底堅く推移も、二極化は持続

2. 中国経済

- (1) 投資抑制策と米中貿易摩擦が景気を押し下げ
- (2) 景気対策効果が発現
- (3) 回復感に乏しい状況が持続

3. インド経済

- (1) 景気減速が明確化
- (2) 先行き景気は徐々に持ち直し

要 約

1. 2019年後半のアジア（中国、NIEs、ASEAN5、インド）の景気は、減速基調が続いている。中国では、米中対立による対米輸出の減少などが景気減速の原因となった。それ以外の国・地域では、世界景気の不振を受けた輸出下押しのほか、IT需要の低迷、一次産品市場の軟化に伴う雇用・所得環境の悪化、一部の国における信用不安などが景気を下押しした。もっとも、台湾とベトナム、フィリピンでは、中国のアメリカ向け輸出の代替拠点と位置付けられたことや、政治的要因で途絶えていた公共事業の執行正常化が景気を押し上げた。
2. アジア景気の先行きを展望するにあたって、以下の三つが注目点となる。第1が米中対立の影響である。問題の根深さを考えれば米中対立の長期化は避けられず、今後もアジア経済はプラス・マイナスの両面から影響を受けるとみられる。マイナス面では、関税引き上げなどによる中国の対米輸出の減少とサプライチェーンを通じての中国以外の各国・地域の対中輸出の減少が想定される。一方、プラス面では、サプライチェーンの再構築を通じて中国のアメリカ向け輸出の代替と、中国からの生産移管という二つの「漁夫の利」的な効果を周辺国にもたらすと期待される。
3. 第2がIT需要の動向である。中国におけるスマホ普及の一巡やデータセンター整備の一服などを背景に、2018年入り以降大きく減少した世界の半導体需要は、今後緩やかな持ち直しに向かうと見込まれる。メモリ価格が反転しつつあることに加え、2020年以降、世界各国で次世代通信規格である5G移行の本格化や、それに伴うデータセンター整備の再拡大などが半導体需要を押し上げるとみられる。
4. 第3が金融政策である。2019年入り後軒並み緩和スタンスへと変化したアジアの金融政策は、2020年以降も緩和的なスタンスが維持されよう。これは、多くのアジア新興国・地域が財政出動余力に乏しいことに加え、世界経済が力強さを欠くなかで輸出のけん引力が乏しく、内需活性化の必要性が高まっているためである。ただし、アメリカで利下げ休止が見込まれることなどから、アジア新興各国・地域の利下げペースは緩やかなものにとどまろう。
5. 2020年以降のアジア景気は、全体としては底堅く推移するものの、二極化傾向が続こう。ASEAN5・インドでは米中対立の「漁夫の利」を受けやすいことに加え、利下げや政府の景気刺激策効果が顕在化してくる見込みである。一方、中国は米中対立の景気下押し圧力が勝り、緩やかに減速するとみられるほか、NIEsは輸出の力強い回復が期待できず、低めの成長を余儀なくされよう。なお、アジア経済を取り巻く環境は引き続き不透明であり、上記見通しが下振れるリスクシナリオも想定しておく必要がある。

1. アジア全体

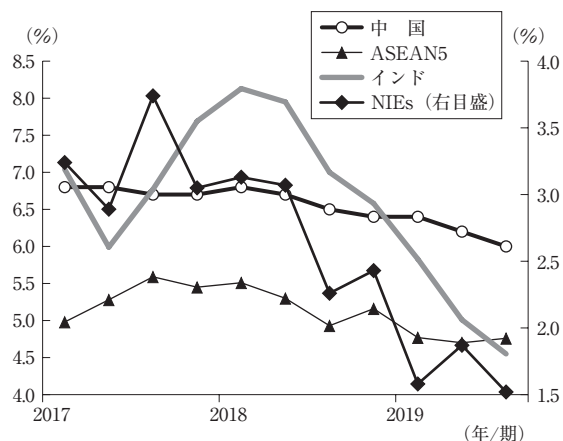
(1) 2019年後半、アジア景気は総じて減速基調

2019年後半のアジア景気は、総じて減速基調が続いた。もっとも、詳しくみると、国・地域別では二極化の傾向が窺える。

まず、はっきり減速しているのが、中国、NIEs（韓国、台湾、香港）のうち韓国、香港、ASEAN5（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）のうちインドネシア、マレーシア、タイ、そして、インドである。中国は、2019年7～9月期の実質GDP成長率が前年同期比+6.0%と、統計が確認できる1992年以降で最低水準まで低下した（図表1）。これは、米中対立による対米輸出の減少のほか、前年までの過剰設備・過剰債務対策を目的とした投資抑制策の影響が残ったことなどが要因である。それ以外の国・地域も、米中対立などによる世界景気の減速を受けた輸出下押しのほか、各国固有の事情が成長鈍化に作用している。韓国では、IT需要の低迷や日韓関係の悪化で財・サービス輸出が大きく減少したほか、香港では民主派と親中派の対立が観光客の減少などを通じて景気を大幅に悪化させている。また、インドネシアでは2019年4月の大統領・国民議会選挙の結果と新政権発足後の政策方針を見極めようとした外資企業の投資見合わせなどが、マレーシアでは資源価格の下落や政府債務残高が法定債務上限（対名目GDP比55%）を大幅に上回ったことに伴う政府消費、公共投資の抑制などが、タイではパーツ高の進行や2019年3月の総選挙を巡る不透明感を受けた投資控えなどが、それぞれ成長の足かせとなった。そして、インドでは、金融セクターの信用不安を受けたローン金利の高止まりと金融機関の貸出態度厳格化や2016、2017年の政策に起因する経済混乱の反動によるペントアップデマンドの一巡などで景気減速が続いている。

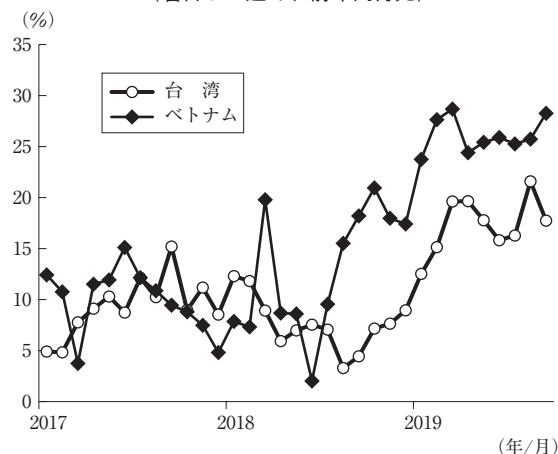
一方、景気が相対的に堅調だったのが、台湾、フィリピン、ベトナムである。台湾、ベトナムは後述する米中対立の「漁夫の利」を得ている点で共通している。実際、台湾、ベトナムの対米輸出は、米中の関税引き上げの応酬が始まった2018年夏以降、急増している（図表2）。これを受け、2019年7～9月期の台湾の実質GDP成長率は同+2.9%と5四半期ぶりの高い伸びになったほか、

（図表1）アジア主要新興国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）



（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。

（図表2）台湾、ベトナムの対米輸出（名目ドル建て、前年同月比）



（資料）台湾財政部、ベトナム統計総局
（注）後方3カ月平均。

ベトナムは同+7.3%と高成長を維持している。他方、フィリピンは事情が異なる。フィリピンでは、2019年度予算成立の遅延に加え、2019年5月の中間選挙前45日間の新規公共事業の禁止で公共投資が抑制され、2019年前半に景気が急減速した。その後、フィリピン政府は予算執行の正常化に注力し、2019年7～9月期の実質GDP成長率は同+6.2%と3四半期ぶりに持ち直しへと転じている。

こ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いない。この結果、2019年のアジア全体の成長率は同+5.4%になると予想する。

(2) 三つの注目点

2020年以降のアジア経済を見通すにあたって、A. 米中対立の影響、B. IT需要の動向、C. 金融政策、の3点が注目点となる。

A. 米中対立の影響

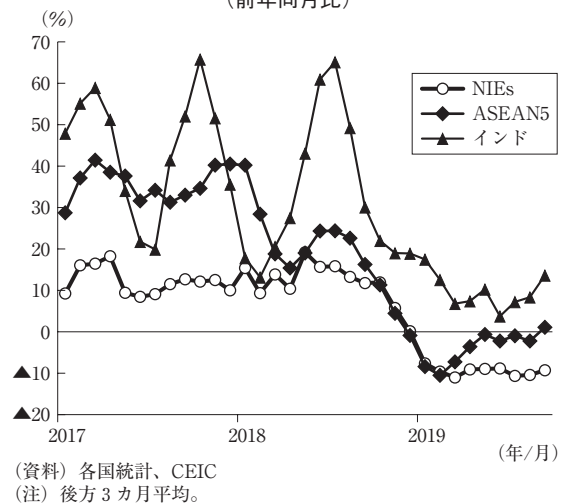
2019年秋からの米中通商協議での歩み寄りなどで小休止との見方も出ているものの、技術移転や中国の産業補助金政策を巡る対立など問題の根深さを考えれば、米中対立の長期化は避けられない。このため、今後もアジア経済にプラス・マイナスの両面で影響を与えるとみられる。

まず、マイナス面では、関税引き上げなどによる中国の対米輸出の減少と、それに伴う中国景気の減速や、サプライチェーンを通じたアジア新興各国・地域の対中輸出の減少が想定される。実際、2018年7月に米中が第1弾の関税引き上げを実施して以降、こうした動きが確認される。中国の対米輸出は2018年末頃から減速し、2019入り後は前年割れとなっている。また、NIEs、ASEAN、インドの対中輸出は低迷が続いている（図表3）。

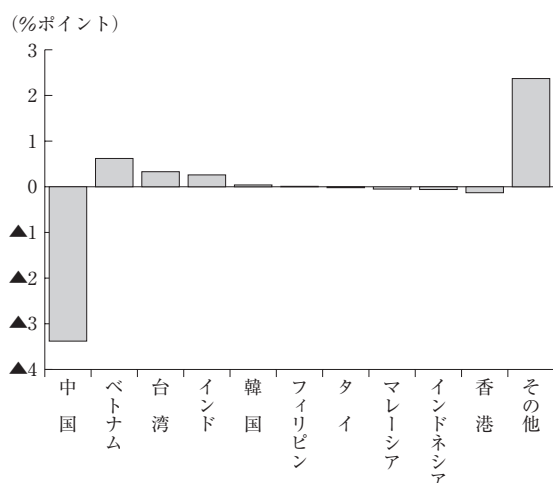
一方で、米中対立はサプライチェーンの再構築を通じて、一部のアジア新興各国・地域に「漁夫の利」的な二つのプラス効果をもたらすと期待される。第1が、中国のアメリカ向け輸出の代替であり、第2が中国からNIEsやASEAN、インドへの生産移管である。これらの動きは既に現れ始めており、2019年1～9月の米国輸入に占める中国の割合は対立が表面化する前の2017年対比▲3.4%ポイント縮小したが、ベトナムの割合は同+0.6%ポイント、台湾、インドがそれぞれ同+0.3%ポイント拡大した（図表4）。また、生産移管では、ベトナム、マレーシア、台湾などで2018年7月～2019年6月の製造業の対内直接投資がその前1年を大きく上回った（図表5）。

今後、これらの影響はより顕在化してくると思われる。特に、生産移管の動きが2020年以降本格化してくるであろう。これは、そもそも生産移管の動きは、これまでの経済発展の結果として中国の労働コストが大幅に上昇したことや、中国への生産拠点の集中に対するリスク分散の必要性が高まったこと

（図表3）NIEs、ASEAN5、インドの対中輸出
（前年同月比）

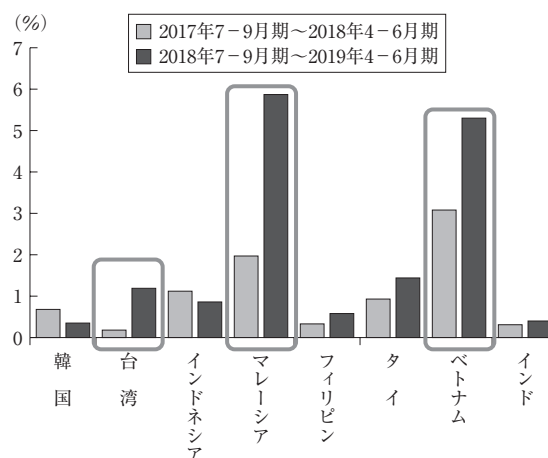


(図表4) アメリカ輸入における国・地域別シェアの変化



(資料) 海関総署、US Census Bureau、CEIC
 (注) 2017年と2019年1～9月の比較。

(図表5) アジア新興国・地域の製造業向け対内直接投資 (対名目GDP比)



(資料) 各国統計、CEIC
 (注) 認可ベース。

などを受けて、企業が新たな生産拠点を求めるチャイナプラスワンという大きな潮流の一環と位置付けられ、米中対立の長期化はこうした動きを加速させるとみられるからである。

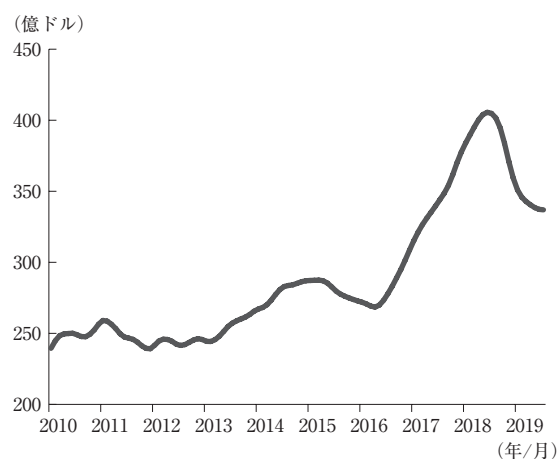
ただし、プラス・マイナスの影響度合いは国・地域によって大きく異なってくる。中国では、引き続き全般的に景気下押し圧力が根強いとみられるが、ベトナムなどでは、生産移管による投資増にその後の輸出増も加わり、中期的に経済を大きく押し上げるとみられる。

B. IT需要の動向

IT需要の変動、いわゆるシリコンサイクルは、アジアに構築された電子部品・デバイス関連のサプライチェーンを通じて、これまでも多くのアジア新興国・地域の輸出のすう勢を左右してきた。世界の半導体需要動向を表す世界半導体出荷額は、2016年から2017年末にかけてスーパーサイクルといわれた急増を見せたものの、2018年入り以降は、中国におけるスマホ普及の一巡やデータセンター整備の一服などを背景に大きく減少した(図表6)。これにより、韓国を筆頭に、アジア新興各国・地域における2019年の電子部品・デバイス輸出は強い逆風にさらされた。

しかし、今後を展望すると、半導体需要は底打ちから持ち直しに向かうと見込まれる。足元では、下落を続けていたメモリ価格が反転しつつあり、在庫調整も進んだとみられる。さらに、2020年以降、世界各国で5G通信網整備が本格化すること

(図表6) 世界半導体出荷額



(資料) WSTS、Bloomberg L.P.
 (注) 半導体出荷額はすう勢循環値。

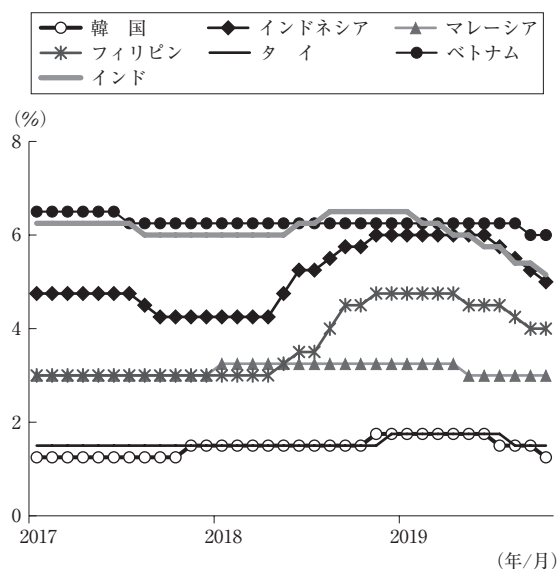
で基地局向けの半導体需要が増加することに加え、通信量の増大に伴って一服していたデータセンター整備も持ち直す可能性が高い。ただし、半導体需要がかつてのスーパーサイクル時のように急回復するとみるのは早計である。2019年5月のアメリカの中国大手電子部品メーカーに対する制裁を受け、世界各国が5G通信網整備計画の見直しを余儀なくされている。こうした不透明要因もあることから、半導体需要の持ち直しペースは緩やかにとどまると予想される。

C. 金融政策

アジア新興国・地域の金融政策は、アメリカの利上げなどを受け、2018年末頃まで大幅な金融緩和を「正常化」する観点から引き締め傾向にあったが、2019年入り後は軒並み緩和スタンスへと変化した（図表7）。実際、1～10月にかけて、インドが累計1.4%ポイント政策金利を引き下げたほか、NIEs、ASEAN各国・地域も断続的に利下げを実施した。これは、2018年末以降、アメリカで利下げ観測が台頭したことや、資源価格が下落したことで通貨安及びインフレ圧力が低下したことに加え、各国・地域の成長ペースが大きく鈍化したことを受けたものである。

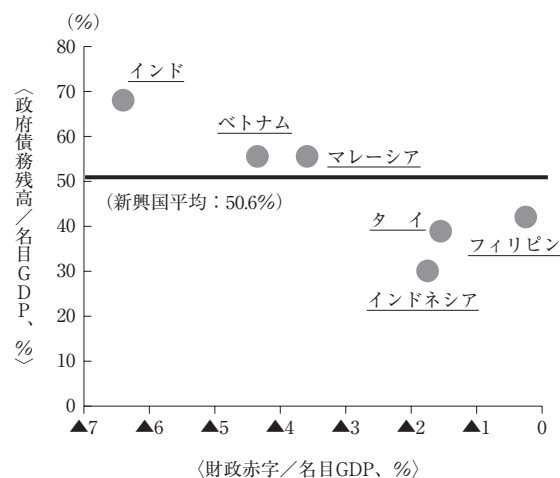
2020年以降を見通しても、国内外双方の理由からアジア新興国・地域の多くで緩和的な金融政策スタンスが維持されると見込まれる。まず、国内要因としては、各国の財政悪化が挙げられる。アジア新興国・地域の財政収支は、韓国と香港以外で恒常的に赤字となっているほか、政府債務残高（対名目GDP比）もマレーシア、インドなどでは新興国平均を上回る水準にある（図表8）。このため、アジア新興各国・地域の多くは財政出動余力に乏しく、金融緩和による景気下支えに頼らざるを得ない状況にある。一方、国外要因としては、米中対立の長期化を背景に世界経済は力強さを欠いた状況が続くため、アジア新興国・地域の輸出は、代替輸出や生産移管に伴う輸出拡大はあるものの、大幅な増加は期待薄と見込まれる。そのため、アジア新興各国・地域では内需を活性化する観点から、さらなる金融緩和を摸索する動きが続

（図表7）アジア新興国・地域の政策金利



（資料）各国中央銀行

（図表8）ASEAN5とインドの政府債務残高と財政赤字（2018年）

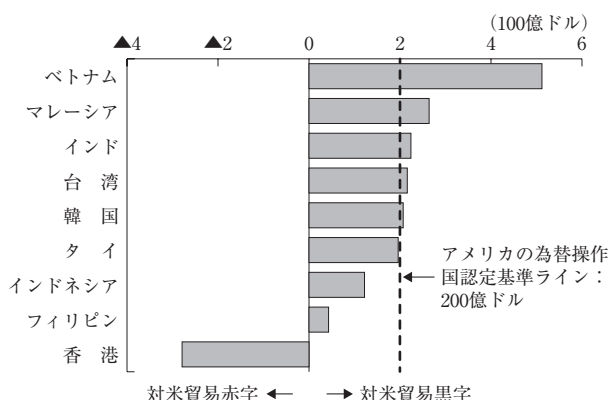


（資料）IMF「World Economic Outlook October 2019」

くとみられる。

もともと、アメリカで利下げの休止が見込まれることや、対米貿易黒字を抱える中国以外のアジア新興国・地域で利下げとそれによる通貨安進行、対米輸出拡大が重なれば対米貿易摩擦が顕在化するリスクがあること、などを踏まえれば、2019年に見られたような急速かつ大幅な利下げが実施される可能性は小さい（図表9）。今後の利下げは海外情勢や金融市場の動きを睨みながらの慎重なペースにとどまろう。

（図表9）アジア新興国・地域の対米貿易収支



（資料）US Census Bureau
（注）直近12カ月の合計。

（3）先行きは底堅く推移も、二極化は持続

以上を考慮したうえで、2020年以降のアジア景気を展望すると、総じてみれば底堅く推移し、成長率は2019年が同+5.7%、2020年が同+5.6%となると予想される（図表10）。ただし、国・地域別では二極化傾向が続くとみられる。

ASEAN、インドでは緩やかな持ち直し基調をたどると見込まれる。米中対立の「漁夫の利」の恩恵が受けられることに加え、利下げや政府による景気刺激策の効果が顕在化してくること、2019年の下押し要因がはく落することなどが景気押し上げに作用し、ASEANの経済成長率は2020、2021年がともに同+5.1%、インドは2020年度が同+6.2%、2021年度が同+6.5%となろう。

（図表10）アジア各国・地域の成長率予測

	2018年 (実績)	2019年 (見込)	2020年 (予測)	2021年 (予測)
アジア	6.1	5.4	5.7	5.6
中国	6.6	6.2	6.1	5.9
アジア（中国除く）	5.6	4.4	5.2	5.3
NIEs	2.8	1.6	2.1	1.8
韓国	2.7	1.9	2.3	1.9
台湾	2.6	2.6	2.7	2.0
香港	3.0	▲1.0	0.3	1.3
ASEAN5	5.2	4.8	5.1	5.1
インドネシア	5.2	5.0	5.2	5.3
マレーシア	4.7	4.5	4.7	4.8
フィリピン	6.2	5.9	6.4	6.4
タイ	4.1	2.6	3.0	3.1
ベトナム	7.1	7.1	6.7	6.6
インド（年度）	6.8	5.2	6.2	6.5

（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）アジア及びアジア（中国除く）の成長率では、インドは暦年で計算。

一方、中国は減速トレンドを余儀なくされる。政府の景気下支え策の効果が徐々に発現してくるものの、米中対立や過剰債務問題などによる景気下押し圧力が勝り、2020、2021年の成長率は同+6.1%、同+5.9%と緩やかに減速するとみられる。NIEsはIT需要の持ち直しに加え、台湾では中国からの生産移管が景気下支えに作用するものの、世界景気が力強さを欠くことなどを踏まえれば、輸出に景気を大きくけん引するほどの回復力は期待できない。2020、2021年の成長率は同+2.1%、同+1.8%と、+2.0%前後での一進一退の成長が続くと予想される。

このようにメインシナリオとしては、2020年以降のアジア経済は総じて緩やかな拡大基調を辿ると期待されるが、先行き失速するというリスクシナリオも排除できない点には留意しておく必要がある。これは、2020年以降もアジア経済を取り巻く環境は依然として不透明さを伴っているためである。例えば、

米中関係では通商協議次第で再び対立が先鋭化する可能性があるほか、アメリカが香港人権法を成立させたことで、事態は一層複雑化している。このほかにも、インドのRCEP（東アジア地域包括的経済連携）離脱検討発言などアジアでもポピュリズムや保護主義の台頭の兆しが現れていることも、先行き不透明感を高めている。アジア新興国・地域政府がこうしたリスクへの抵抗力を高めるべく、ポピュリズムや保護主義に陥ることなく、潜在成長率や国際競争力を高める不断の構造改革を進めることができるか否かが注目される。

塚田 雄太
(2019. 12. 2)

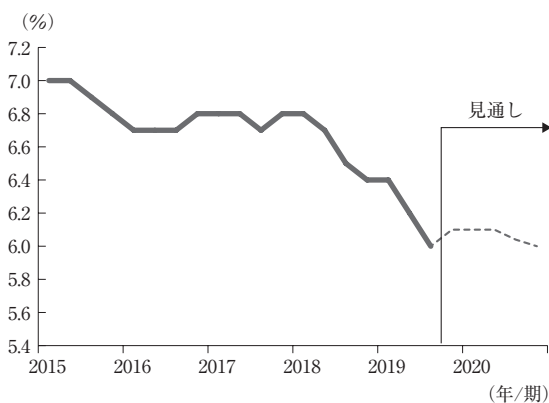
2. 中国経済

(1) 投資抑制策と米中貿易摩擦が景気を押し下げ

中国では、2019年7～9月期の実質GDP成長率が前年同期比+6.0%と、2四半期連続で低下するなど、景気減速が続いている（図表11）。

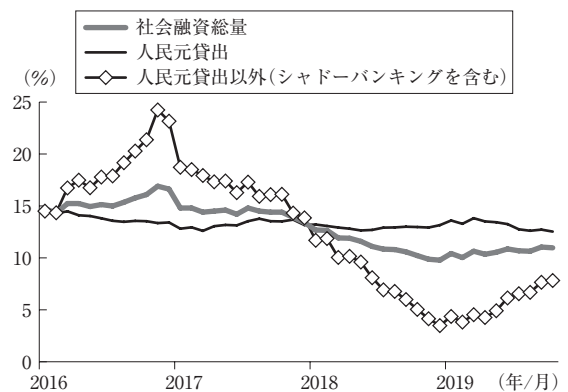
中国経済は大局的にみれば、過剰設備・債務の調整局面における安定模索期にあり、中国政府は2018年まで、調整を促すべく投資抑制策を講じてきた。その結果、シャドーバンキングを中心に与信の拡大ペースがスローダウンした（図表12）一方、地方政府や民間企業が資金繰り難に陥り、インフラ投資動

（図表11）実質GDP成長率（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

（図表12）社会融資総量（前年同月比）



（資料）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

向で景気が左右されやすい地方経済が冷え込んだ。

加えて、米中貿易摩擦の激化が景気をさらに押し下げた。米トランプ政権が、中国製品の大半に対して関税率を引き上げたため、対象製品の輸出額は約2割減少し、対米輸出総額も1割以上減少した（図表13）。このマイナス影響は、主に広東省や江蘇省、浙江省などの沿海地域で見られる。ただし、これらの地域ではインフラ投資の割合が小さく、かつサービス産業の拡大が目覚ましいため、景気はさほど悪くない。

このほか、米中貿易摩擦に起因する先行き不透明感の強まりが、民間企業の設備投資や家計の消費を

押し下げた。製造業を中心に民間企業は、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を拡大してきた。ところが、前述のように、地方経済が失速したほか、対米輸出の下振れリスクが高まったため、採算悪化を懸念した企業が、設備投資を慎重化させた。また、将来不安が強まったため、高額品の消費を控える動きがみられ、腕時計やワインの輸入が減少した。さらに、米中関係の悪化によって、消費者がアメリカブランドの自動車やスマートフォンを買い控えている。

しかしながら、米中貿易摩擦による景気への影響は、当初懸念されたほど大きなダメージにはなっていない。当初、中国の対米輸出やGDPが大きく下振れるとみられていたが、アメリカ企業が調達先を中国から他国へ切り替えることは、予想以上に難しいであろう。広東省や江蘇省などの沿海部には分厚い産業集積が形成されており、これらの企業群は先進国企業が求める品質や納期に応えられる能力がある。他国で同等の産業集積を形成するとしても、何年もかかるだろう。

(2) 景気対策効果が発現

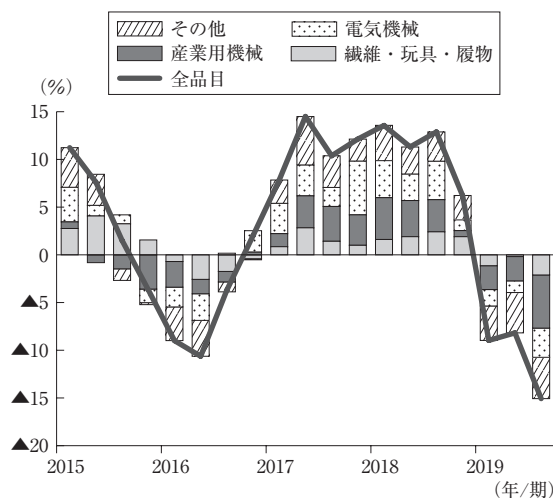
今後を展望すると、政策による下支えで、景気失速は回避される見通しである。すでに打ち出された景気対策は小粒であるものの、足元では景気底入れの動きが散見される。

第1に、インフラ投資は緩慢とはいえ、回復しつつある(図表14)。地方債の発行枠が引き上げられ、金融機関の地方債引き受けも積極化したため、地方政府の資金繰りは改善している。

今後、インフラ投資は持ち直すとみられる。中央政府は9月、調達資金を着実に消化するよう要請し、地方政府は10月末までに調達資金を残さずプロジェクトに配分するよう義務付けた。2020年の地方債の発行前倒しも、インフラ投資の回復に寄与する。

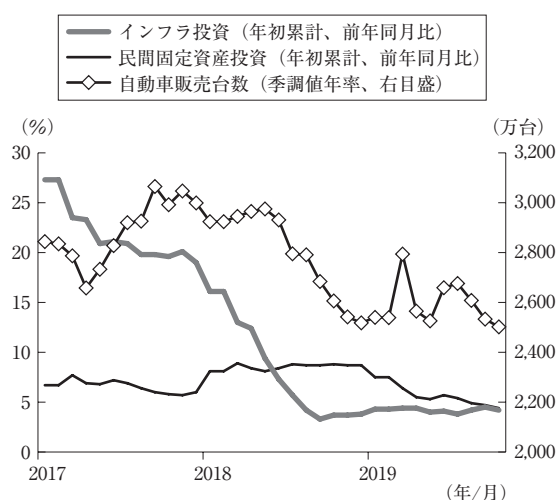
第2に、ハイテク製造業向けの減税や補助金、5G免許の交付などによって、コンピュータ・通信その他機器や業務用機械製造業、リース・企業向けサービス業などの固定資産投資が持ち直している(図表15)。今後、それらの投資拡大の影響が関連産業に波及するとみられる。政府が金融機

(図表13) アメリカ向け輸出額の寄与度分解 (前年同期比)



(資料) 海関総署「貿易統計」を基に日本総合研究所作成

(図表14) インフラ投資、民間投資、自動車販売

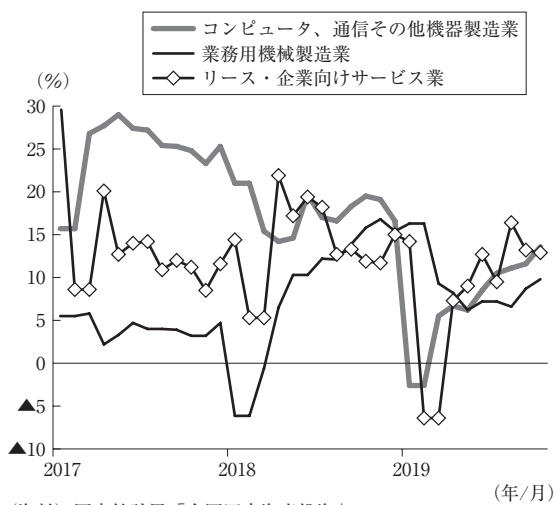


(資料) 中国国家统计局、中国汽车工业协会 (注) 自動車販売台数の季調値年率は日本総合研究所作成。

関に対して民間企業向けの融資拡大を要請していることもあいまって、民間固定資産投資は早晩底入れする見通しである。

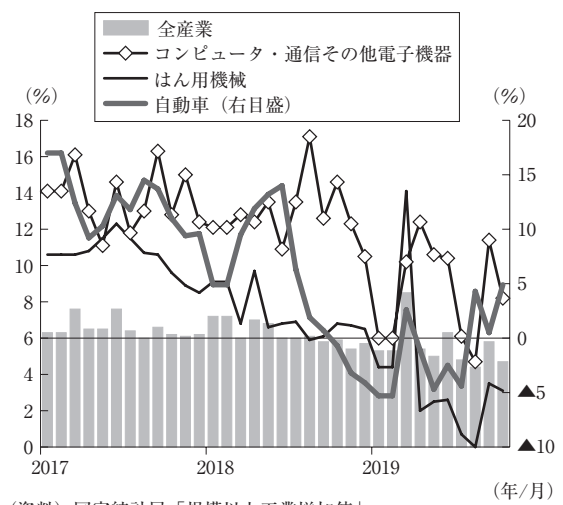
第3に、自動車生産は2018年後半から失速したものの、足許では下げ止まりの動きがみられる（図表16）。この背景として、在庫調整の一巡やメーカーの先行き期待の改善が指摘できる。景気対策によって地方経済が安定化しつつあり、地方で人気の小型車の販売も底入れした。中国では「最悪期は過ぎた」との見方が強まっている。今後、自動車販売は地方経済の回復やナンバープレート規制の緩和などを受けて持ち直す見通しである。

（図表15）業種別固定資産投資（年初累計、前年同月比）



（資料）国家統計局「全国固定資産投資」

（図表16）工業生産（前年同月比）



（資料）国家統計局「規模以上工業増加値」

このほか、コンピュータ・通信その他電子機器、はん用機械などの生産にも持ち直しの動きがみられる。IT需要の回復や各国の景気対策効果の顕在化などを背景に、製造業の海外からの受注も下げ止まりつつあることも明るい材料である。

（3）回復感に乏しい状況が持続

こうしたなか、中国政府は現段階であえて大幅な景気対策を実施する必要はないと判断している模様である。上記の要因に加え、サービス業の拡大と過剰債務問題も中国政府の漸進的な政策スタンスに大きな影響を及ぼしている。

サービス業の拡大によって、かつてのように6.5%以上の実質GDP成長率の維持にこだわらなくとも、雇用・所得環境の安定を確保できるようになった。たとえば、経済成長率が低下したものの、一人当たり名目可処分所得は年率8%台の高めの伸びを維持している。中国人民銀行が公表する雇用環境の見通しDIも高水準を保っている（図表17）。出稼ぎ労働者の就職先も、工場からスマートフォンを利用したランチのデリバリーサービスなどへと多様化しつつある。

また、中国政府は、大規模な景気対策が、過剰設備・過剰債務を深刻化させるリスクを懸念している。中国の企業債務残高の対GDP比は2016年まで急上昇し、その水準はすでにバブル期の日本を上回る。

企業が設備投資だけでなく、リスクの高い金融資産投資も行ってきたため、その結果債務が膨張した。さらに、地方政府がインフラ投資や不動産開発投資を行うために、融資プラットフォームと呼ばれる特別目的会社を用いて、野放図な資金調達をしてきた。そのため、政府はリスク管理を強化している。

地方政府の資金調達を例にみると、中国政府が融資プラットフォームからの調達を抑制させる一方、地方債発行による調達を促進し、地方債の発行上限や発行基準を機動的にコントロールしている。リスク管理を犠牲にしてまで、インフラ投資を増やす意図はないことの表れといえよう。したがって、インフラ投資の持ち直しは緩やかなペースにとどまる公算が大きい。

また、自動車販売も力強く回復するとは考えにくい。地方経済の回復とナンバープレート規制の緩和は、いずれも小幅にとどまるとみられるためである。確かに、ビッグデータやAIなどIT産業の隆盛で活気づく貴州省貴陽市などでは、ナンバープレート規制を緩和・撤廃する動きがみられたものの、北京や上海などの大都市では、依然として環境問題や交通渋滞が大きな問題であるため、規制を緩和・撤廃する可能性は低い。

加えて、アメリカの通商政策が不透明ななか、企業の先行き不透明感は払しょくされた訳ではない。2020年11月の大統領選を控えるトランプ大統領が、アメリカ景気の下振れを回避するために、対中制裁関税の一部を撤回したとしても、大統領選後に再び追加関税に踏み切る可能性がある。

このほか、世界経済の先行き不透明感も残る。各国における製造業の生産活動の弱まりが所得・消費の抑制に繋がると、中国の輸出にさらなる悪影響が及ぶ。

このように、米中貿易摩擦の持続や中国政府の大規模な景気刺激策に対する慎重姿勢から、中国経済は力強さを欠く展開になるとみられる。2019年の実質GDP成長率は+6.2%、20年は+6.1%と小幅に低下すると見込まれる。

関 辰一

(2019. 12. 2)

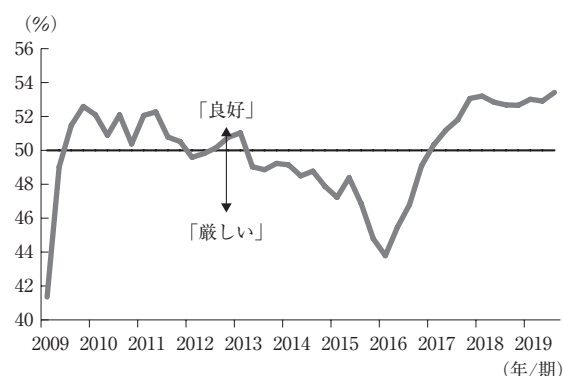
3. インド経済

(1) 景気減速が明確化

インドでは、2019年4～5月、モディ政権への国民の審判と位置付けられる下院総選挙が実施された。結果は、税制簡素化に向けたGST (Goods and Services Tax) の導入に象徴される各種経済改革が前向きに評価されたことや、モディ氏に匹敵する有力対抗馬が不在であったことから、インド人民党が前回に続き単独過半数の議席を獲得した。

一方、景気は足元にかけて減速傾向が強まっている。実質GDPは、2016年11月の高額紙幣の廃止や

(図表17) 雇用環境の見通しDI (季調値)



(資料) 中国人民銀行「城鎮儲戸問巻調査報告」

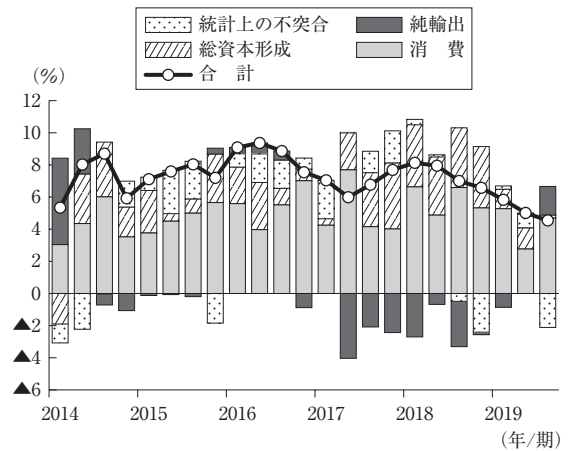
(注) 雇用環境の見通しDIは「将来の雇用環境は良好」-「厳しい」+50、調査対象は全国2万世帯、2009年から発表、日本総合研究所が季節調整。

2017年7月のGST導入に伴う混乱が一巡するなか、2018年1～3月期に前年同期比+8.1%に高まった後、6四半期連続で減速し、2019年7～9月期に同+4.5%と2013年1～3月期以来の低成長を記録した（図表18）。足元にかけての景気減速には、前年比で二桁のマイナスが続く自動車販売の不振が強く影響している（図表19）。この背景としては、①大手ノンバンクの相次ぐデフォルトを受けた金融機関の貸出態度厳格化や金利の高止まり、②2020年4月から適用される厳格な排ガス基準「BS6（Bharat Stage 6）」の導入に際してのBS6未対応車の継続利用の可否を巡る不透明感、③強制加入の保険料引き上げや燃料価格の高止まり、などを指摘できる。なお、2019年10月の販売台数が持ち直しているのは、高額商品への需要が高まるヒンズー教の祭日「ディワリ」が2018年は11月に実施された一方、2019年は10月に実施されたというカレンダー要因が大きい。

こうした状況を受け、第2次モディ政権は、2019年7月以降、景気押し上げのための経済対策を相次いで打ち出している。金融面では、信用不安の解消に向けて国営銀行への公的資金注入を発表するとともに、10月から個人・中小企業向け銀行貸出金利を政策金利や短期国債金利と連動させるよう義務づけた。税制面では、キャピタルゲインへの増税案を撤回するとともに、標準法人税率を従来の30%から22%に引き下げた。自動車販売の持ち直しに向けては、BS6導入後もそれ以前に購入された新規未対応車を継続して利用できることを言明することで消費者不安の解消を図るとともに、車両登録料の引き上げ時期の延期、2020年3月までに購入される車両の減価償却率引き上げ、公的機関の自動車買い替え促進などの対応策を打ち出した。今後、自動車ディーラーもBS6未対応車の在庫処分に向けた大幅値下げキャンペーンを展開すると予想される。一連の施策を受けて、自動車販売を中心に景気は年度下期にかけて徐々に持ち直すと見込まれる。2019年度（2019年4月～2020年3月）の実質GDPは、年度前半の低成長が影響として、前年度比+5.2%と前年度（同+6.8%）から大きく鈍化し、2012年度以来の低成長になると予想される。

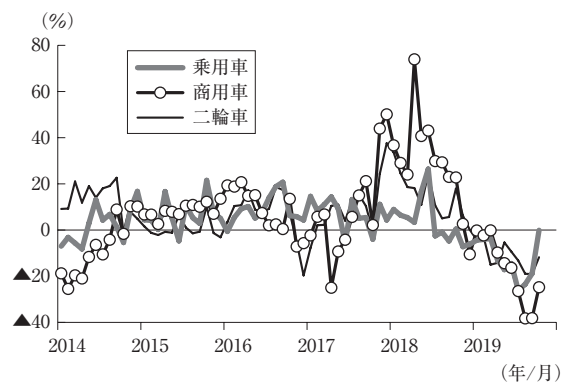
金融政策については、国内景気の減速やアメリカの利下げを背景に、インド準備銀行は2019年入り後から10月にかけて累計1.35%ポイントの利下げを実施した（図表20）。インド準備銀行は2020年入り後も景気浮揚に向けて金融緩和スタンスを継続すると見込まれるものの、アメリカの利下げ打ち止めや国

（図表18）実質GDP成長率（前年比）



（資料） Ministry of Statistics and Program Implementation

（図表19）四輪車・二輪車販売（前年比）



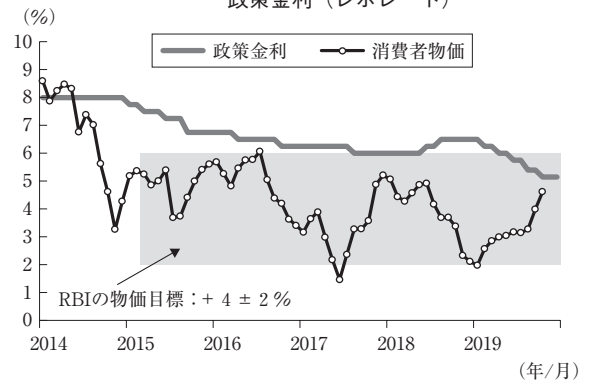
（資料） Society of Indian Automobile Manufacturers

内インフレ率の高まりを背景に、利下げペースは大きく鈍化すると考えられる。

国際関係面では、国内の景気減速などを背景にモディ政権に対する不満が高まるなか、同政権は自国第一主義を強めつつある。2019年8月、インド政府がジャンム・カシミール州に対して広範な自治権を認める憲法370条を廃止して以降、印パ間の緊張状態が続いている。インド政府は、同州の経済・社会開発の遅れや汚職などを今回の措置の大義名分に掲げているものの、実態としては安全保障の強化にあると考えられ

る。また、2019年11月には、インドを除く15カ国（ASEAN・日中韓・豪・新）がRCEPの全20分野で合意に達する一方、インドは「重要な未解決な問題が残っている」と表明し、今後の交渉からの離脱の可能性を示唆したことも国内外の注目を集めた。インドがRCEPに消極的な理由としては、対中輸入の大幅増加を受けた対外不均衡の拡大による為替相場の不安定化、国内製造業振興や雇用創出への悪影響などを挙げられる。インド以外の交渉参加国は16カ国での妥結に向けてインドに対して交渉継続を呼びかけているが、インドの対中赤字抑制につながる国内製造業の振興には時間がかかることや、インドが求めるセーフガード（緊急輸入制限）の導入には他の交渉参加国が消極的であることなどを踏まえると、交渉は難航すると予想される。インドの態度が軟化しない場合、インドを除く15カ国での協定の早期発効を目指す可能性がある。

(図表20) 消費者物価（前年比）と政策金利（レポレート）



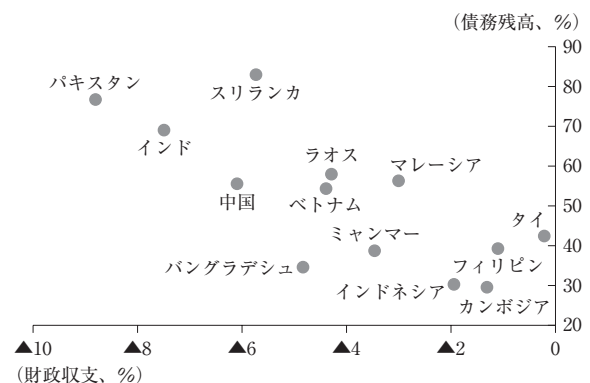
(資料) Reserve Bank of India

(2) 先行き景気は徐々に持ち直し

2020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といった要因が中期的に成長を下支えするなか、これまでの経済改革や景気対策の効果が徐々に発現するため、成長率は前年度比+6.2%に持ち直す見込まれる。GSTの導入を通じた税制簡素化、倒産・破産法の整備、行政手続きの簡素化やデジタル化などを背景に、世界銀行が作成するビジネス環境ランキングにおけるインドの順位は2014年の142位から2019年には63位へ急上昇するなど、国内事業環境は改善が続いている。

ただし、景気減速や法人税率引き下げに伴う税収減少を受けて財政赤字の対名目GDP比が約7%に拡大するなか（図表21）、2020年度予算は財政健全化にも配慮した抑制気味なものになると見込まれる。加えて、排ガス規制をはじめ

(図表21) 一般政府の財政収支・債務残高（対名目GDP比、2019年見込み）



(資料) IMF "World Economic Outlook 2019 Oct"

めとする自動車関連の制度変更などに伴い自動車販売台数が振れやすい状況が続くと見込まれることから、景気は安定感を欠いた動きとなる可能性が高い。具体的には、自動車販売台数は2020年4月以降、BS6への対応に伴う販売価格の引き上げやBS6導入前の駆け込み需要の反動により弱含むと予想される。一方、政府は環境保護や自動車販売の下支えに向けて車齢が一定年数を経過した車両の廃車義務化を検討している。これに関連して、一部で期待されている買い替え時の大胆な税制優遇措置が講じられれば自動車需要は一時的に高まるものの、その後大幅な反動減が生じることになる。

金融政策については、アメリカの利下げ打ち止めに伴いこれまでのようなハイペースの利下げは困難になるものの、インド準備銀行は景気の持ち直しが明確化するまでは、金融緩和スタンスを維持すると見込まれる。食料価格を左右するモンスーン期（6～9月）の天候や原油価格の動向を見極めながら追加利下げを模索することになるだろう。

政治については、州議会を通じて議員が選出される上院で与党連合が過半数の議席を獲得し、上院・下院間の「ねじれ」が解消されるかが注目される。第1次モディ政権の間、上院での与党連合の議席が限られたため、土地収用法や労働関連法制などの改革はほとんど進まず、それらが製造業の対印投資および雇用創出を阻害した。与党連合が議席の過半数を獲得すれば、対印投資促進に向けた一段の経済改革の機運が高まっていくと見込まれる。

熊谷 章太郎
(2019. 12. 5)