

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	関 辰一
調査部	主任研究員	熊谷 章太郎

目 次

1. アジア総論

- (1) 輸出主導型の国・地域で景気回復が加速
- (2) ポスト・コロナで試されるアジア金融の安定性
- (3) 中国がもたらすアジア経済の成長とその裏で高まる警戒論

2. 中 国

- (1) 順調な景気回復
- (2) 潜在成長率並みの成長が続く見通し
- (3) 政策次第で上下双方向にリスク

3. インド

- (1) 感染爆発により景気は再び悪化
- (2) 景気の本格回復は2022年以降
- (3) 様々な下振れリスクが残存

要 約

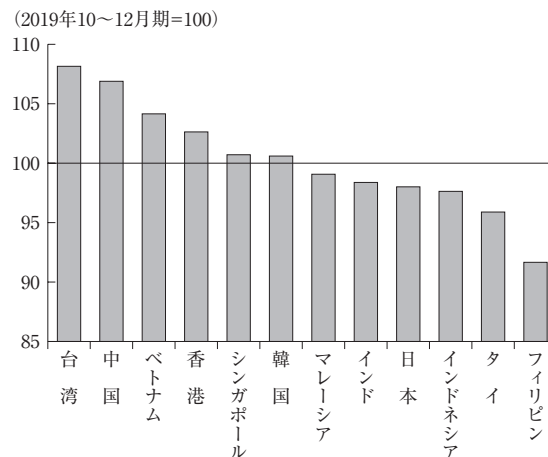
1. アジアでは、中国のほか、台湾やベトナムといった輸出主導の国・地域の景気が好調に推移している。先行きについても、中国景気の好調やIT特需に加え、アメリカの景気対策効果が支えとなり、回復基調が続く見込みである。内需比率が高いフィリピン、インドネシア、インドでは回復ペースは引き続き緩慢になるとみられるが、2022年以降は本格回復に向かうと予想される。
2. ただし、2022年にかけて景気回復に向けた動きに水を差すリスクが幾つかある。今後、①アメリカにおける金融政策正常化の前倒し、②経常赤字の再拡大、③過度な財政・金融緩和などにより、2013年のテーパー・タントラムのような国際金融資本市場の混乱が生じる可能性がある。とくに、対外収支構造に脆弱性が残るフィリピン、インドネシア、インドにとって、そうした動きが景気下振れ要因になる可能性には注意する必要がある。
3. 中国経済への依存度の高さが、アジア景気を押し上げる反面、リスクとなり得る点にも注意が必要である。欧米による対中警戒感が高まる傾向にあり、とくに人権問題に関連付けた対中国ビジネスへの規制が強まっている。また、欧米では経済安全保障の観点から、中国を中心に構成される現行サプライチェーンの見直しに向けた議論が活発化している。これには、半導体産業の欧米への移転・誘致も含まれており、そうした動きが強まる場合には、アジア経済全体が大きな打撃を受ける可能性がある。
4. 主要国をみると、中国は新型コロナ感染が収束するにつれて、投資主導型から消費主導型の成長へと徐々に移行していく見込みである。2021年の実質成長率は前年の反動で高めとなるが、基本的には潜在成長率並みの回復が続くと予想される。ただし、政府が投資抑制策の舵取りを誤れば、景気を冷え込ませるリスクがある。
5. インドでは、ワクチン接種が普及するまで一定の活動制限が残るため、緩やかな景気回復にとどまり、本格回復は2022年以降になると見込まれる。景気下振れリスクとして、商業銀行の不良債権増加を受けた金融不安定化や、原油高・通貨安によるインフレ加速などが挙げられる。

1. アジア総論

(1) 輸出主導型の国・地域で景気回復が加速

アジアでは景気回復が続いている。回復ペースは国・地域ごとにばらついており、新型コロナの感染抑制を早期に成功させた中国では、回復傾向を強めている。また、中国向け輸出とIT関連輸出が大幅に増加した台湾とベトナムも速いペースで回復している。その後を香港、シンガポール、韓国が追う形であり、外需比率が高い国・地域の経済活動は新型コロナ前の水準まで戻っている(図表1)。一方、出遅れが目立つ国は、フィリピン、タイ、インドネシアといった東南アジア諸国である。これらの国では、輸出の増加で内需の低迷をカバーしきれていない。タイは、インバウンド需要への依存度が高く、外国人観光客の激減が景気を大きく下押ししている。インドは、昨夏から今春にかけてロックダウン緩和により景気が回復してきたが、その後は感染再拡大による内需低迷で下振れしている。

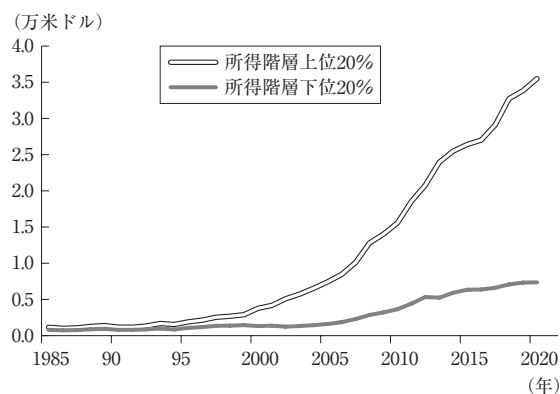
(図表1) 2021年1～3月期実質GDP水準(季調済)



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

先行きについては、以下の三つの要因により、外需主導でアジア景気回復が続く見込みである。第1に、中国景気力強い回復が続くことが挙げられる。感染者が出て早期の封じ込めが可能な体制が整うなか、ワクチン接種率はすでに94.3% (累計接種回数の人口比、7月7日時点) に達しており、活動制限による景気下押しの可能性は低下している。政府は投資を抑制する政策を実施することが予想される一方、これを受けて個人消費の回復傾向が一段と強まることが見込まれる。賃金の持ち直しペースに比べて消費の回復は鈍いことから、今後、いわゆる「リベンジ消費」が大幅に増加する可能性がある。2020年の所得上位20%の平均所得は下位20%の6.2倍にのぼっており、格差拡大が懸念されるが、高所得者層の所得増加が目先の消費を押し上げる展開が予想される(図表2)。こうした中国の消費増加がアジア諸国の輸出拡大につながる可能性が高い。

(図表2) 中国都市部の一世帯当たり可処分所得



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

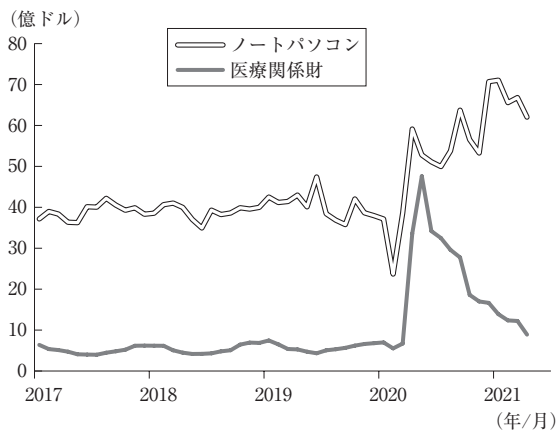
(注) 一人当たりの可処分所得にそれぞれの平均世帯人員を乗じている。

第2に、ITブームの継続である。コロナの流行で特需となった医療関連は、不織布マスクの出荷量がピークアウトするなど勢いが鈍っている一方、テレワーク関連などのIT需要は引き続き堅調が見込まれる(図表3)。ノートパソコンの売上増加だけでなく、5Gやオンライン・ビジネス関連の投資も引き続き増加するとみられる。

第3に、アメリカへの輸出増加が挙げられる。

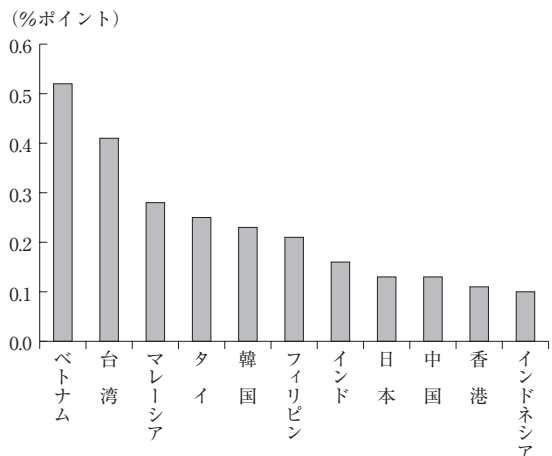
アメリカでは、3月に1.9兆ドル規模の追加経済対策（アメリカ救済計画）が決定した。これには、一人当たり最大1,400ドルの個人向け給付金支給や失業保険の上乗せなどが含まれ、アメリカ経済は+2%程度押し上げられる見込みである。アメリカ向け輸出の増加を通じて、アジア諸国の景気も押し上げられ、これによるGDPの上振れ幅はベトナムで+0.5%ポイント、台湾で+0.4%ポイントと試算される（図表4）。

（図表3）日米における医療・IT関連輸入
（季調済）



（資料）財務省貿易統計、USA Trade Onlineを基に日本総合研究所作成
（注）医療関連財は消毒液（HSコード：380894）、医療防護服（621010）、マスク（630790）の合計。ノートパソコンはHSコード：847130。ともに日米合算値。

（図表4）米景気刺激策によるアジアGDPへのインパクト



（資料）各種報道資料、OECDを基に日本総合研究所推計
（注）アメリカ追加経済対策（ARP：アメリカ救済計画）の1.9兆ドルのアメリカ経済への効果を試算し、“Trade in Value Added (TiVA)”のアメリカ向け付加価値生産（2015年時点）とアメリカ輸入の所得弾性値を基にアジア各国・地域への輸出を通じた効果を計算している。

このように、中国の景気回復とIT特需に加え、アメリカの景気回復の恩恵もあり、輸出主導の国・地域の景気回復ペースは速まると見込まれる。2021年にアジア全体の成長率は前年比+8.0%と前年の同+1.9%から大きく反発し、なかでも中国、台湾、ベトナムの高成長が見込まれる（図表5）。一方、内需の面では、中国を除く多くの国でワクチン接種の普及が遅れており、低迷から脱し切れないと考えられる。とりわけ、内需比率が高いフィリピン、インドネシア、インドでは回復ペースが緩慢となり、本格的な回復は2022年以降になると予想される。

（図表5）アジア経済成長率予測値

	2019年	2020年	2021年 (予測)	2022年 (予測)
アジア計	5.4	1.9	8.0	4.8
中国	6.0	2.3	9.0	5.1
韓国	2.2	▲0.9	3.9	2.2
台湾	3.0	3.1	5.5	2.2
香港	▲1.7	▲6.1	5.9	2.2
ASEAN	4.8	▲3.6	4.4	5.3
インドネシア	5.0	▲2.1	4.3	5.5
マレーシア	4.4	▲5.6	5.9	5.9
フィリピン	6.1	▲9.6	4.8	5.2
タイ	2.3	▲6.1	1.8	3.5
ベトナム	7.0	2.9	6.9	6.9
インド(年度)	4.0	▲7.3	9.0	6.9

（資料）日本総合研究所

（2）ポスト・コロナで試されるアジア金融の安定性

2022年にかけて、アジア通貨の変調が实体经济に悪影響を及ぼすリスクに注意が必要である。

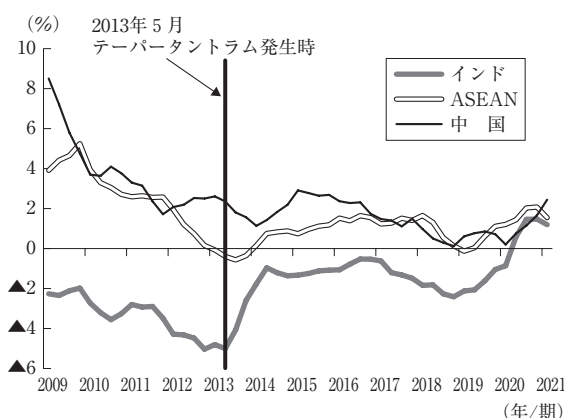
今のところアジアの為替市場は、各国・地域における経常収支の大幅改善や外貨準備の増加に支えられ、総じて安定している。経常収支は、外貨・自国通貨間の実需面の需給状況が集約的に示され、通貨の安定性を測るうえで最も重要な指標の一つである。多くのアジア新興国で、好調な外需と内需の不振を反映して、経常収支は改善傾向にある（図表6）。2020年を通じて、各国の経常収支の改善とともに米ドル安が進行したことで、いくつかのアジア各国・地域はドル買い・自国通貨売り介入を実施した。これは外貨準備の増加につながり、為替市場の安定性を強める一因となっている（図表7）。IMFが公表した『外貨準備の充足状況の評価』では、トルコ、南アフリカなどで外貨準備の不足が続くと予想されている一方、ほとんどのアジア各国・地域は問題ないと評価されている（図表8）。

もっとも、次の3点がリスク要因として挙げられる。第1に、アメリカでは、FRBによる資産買い入れの段階的縮小（テーパリング）に向けた議論が大方の予想より早く進む可能性がある。2013年のテーパ・タントラム時には、米FRBによる量的緩和縮小を巡って市場が混乱し、アジアでも「フラジャイル・ファイブ（脆弱な5通貨）」と呼ばれたインドとインドネシアの通貨が大きく下落した。アメリカの金融政策は新興国市場への影響が大きいだけに、その混乱がアジアの金融市場に波及するリスクには注意を要する。

第2に、経常収支の悪化が指摘できる。ワクチン接種の進展などで内需が急回復する場合、輸入の急増で経常収支が悪化し、外貨の流出とともに、通貨が下落する可能性がある。IMFは、インド、インドネシア、フィリピンが、2021年に経常収支を悪化させると予想している。

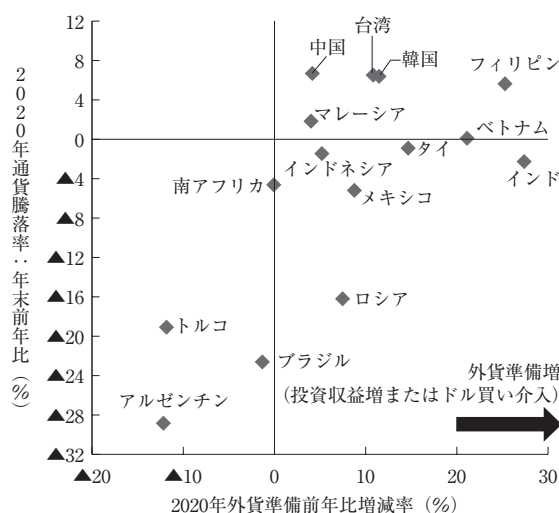
第3に、緩和的な経済政策による弊害である。コロナ禍では、各国・地域で財政・金融政策が積極的に発動され、軒並み財政収支が大きく悪化している。インドネシアでは、財政規律ルール（財政赤字をGDP比3%以内に抑制）を一時撤廃したほか、同國中銀は国債の直接引き受けを実施している。インドネシア国債は、海外投資家の保有比率が高く、財政リスクの高まりが嫌気されると金利上昇につながりやすい。フィリピンでは、政策金利を過去最低水準で据え置くなか、インフレ率が中銀の政策目標を超えて上昇している。これが自国通貨を下落させ、インフレの加速につながる悪循環に陥る恐れがある。

（図表6）アジアの経常収支（対GDP比）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成
（注）後方4四半期移動平均値。

（図表7）2020年の為替相場と外貨準備高



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

(図表8) 為替安定性を示す指標

	経常収支 (GDP比、%)			財政収支 (GDP比、%)		インフレ率 (2021年1～5月平均、%)		外貨準備の充足状況の評価 (%)	
	2013年	2020年	2021年 (IMF予測)	2013年	2021年 (IMF予測)		中銀または政府のインフレ 目標 (%)	2012年末	2020年末
トルコ	▲5.8	▲5.1	▲3.4	▲1.5	▲5.7	16.1	5.0	98.0	74.7
インドネシア	▲3.2	▲0.4	▲1.3	▲2.2	▲6.1	1.5	2～4	90.1	121.4
インド	▲2.7	1.3	▲1.2	▲7.0	▲10.0	5.0	2～6	142.9	197.2
ブラジル	▲3.2	▲0.9	▲0.6	▲3.0	▲8.3	6.1	3.75	158.8	160.8
南アフリカ	▲5.8	2.2	▲0.4	▲4.3	▲10.6	3.8	3～6	78.7	74.4
フィリピン	4.0	3.6	▲0.4	0.2	▲7.4	4.5	2～4	256.2	233.8
タイ	▲2.1	3.2	0.5	0.5	▲4.9	0.9	1～3	225.7	241.4
中国	1.5	1.9	1.6	▲0.8	▲9.6	0.4	3.5	157.1	74.6
メキシコ	▲2.5	2.5	1.8	▲3.7	▲3.4	4.8	2～4	122.9	128.4
アルゼンチン	▲2.1	0.8	2.3	▲3.3		43.4		69.6	90.3
ベトナム	3.6	5.5	2.4	▲6.0	▲4.7	1.3	4.0		
マレーシア	3.4	4.4	3.8	▲3.5	▲4.4	1.5		105.7	118.1
ロシア	1.5	2.3	3.9	▲1.2	▲0.8	5.6	4.0	163.6	360.7
韓国	5.6	4.6	4.2	0.6	▲2.9	1.7	2.0	112.5	99.0
台湾	9.7	14.0	14.5	▲3.2	▲2.8	1.4			

(資料) IMF、CEICを基に日本総合研究所作成

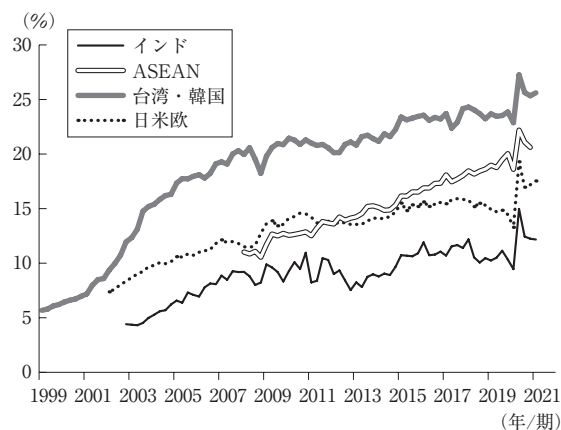
(注) 外貨準備の充足状況の評価 (Assessing Reserve Adequacy Metric: ARA Metric、最新値は6月7日時点) は輸出、広義流動性、短期対外債務、その他負債を基に外貨準備の適正水準をIMFが推計しており、実際の外貨準備がそれをどれだけ満たしているかの比率を示す。多くの国では変動相場制を前提としているが、中国については固定相場制を前提としている (変動相場制を前提として計算した場合、中国外貨準備の適正水準は下がり、充足率は129.9%まで上昇)。アルゼンチンについては、2012年末値がないため、2014年末値を代用している。「フラジャイル・ファイブ」を太線で囲っている。

以上のように、①アメリカにおける金融政策正常化の前倒し、②経常収支の悪化、③過度な財政・金融緩和といった要因が市場の混乱を招く可能性には注意が必要である。とくに、フラジャイル・ファイブの一角であるインドネシアとインドに加えて、フィリピンでも、対外収支の面で脆弱な経済構造を抱えており、危機に際しては通貨の下落が意識されやすい。これらの国は景気の回復力が弱いだけに、市場の混乱が景気の勢いを弱め兼ねない。

(3) 中国がもたらすアジア経済の成長とその裏で 高まる警戒論

別の観点として、アジア経済の中国依存度の強さが、景気回復を後押しする反面、リスクとなりうる点にも注意が必要である。コロナ禍で中国はアジアでの存在感を一段と高めている。とくに、貿易取引額に占める中国向けの割合は2020年後半に大きく上昇し、2021年に入っても高い水準で推移している (図表9)。加えて、中国が参加する初の広域貿易協定である東アジア地域包括的経済連携 (RCEP) 協定が早ければ2021年末にも発効する見込み (注1) であり、参加国の対中取引が

(図表9) 貿易取引に占める中国向けの割合 (季調済)



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

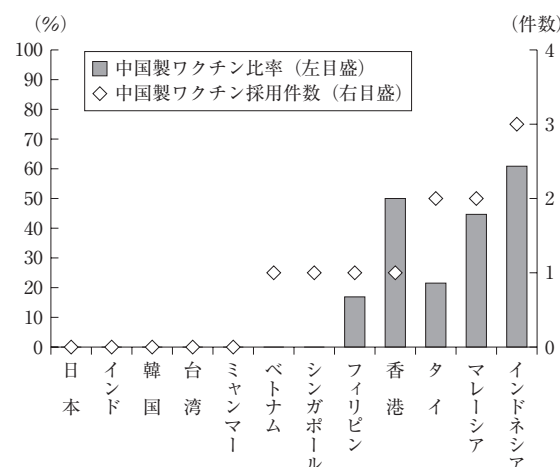
(注) 貿易取引 = 輸出 + 輸入。

一段と増加する可能性がある。とりわけ、同協定ではインドが不参加となっているため、アジアにおける中国の影響力がより高まる可能性がある。アジア向け投資が多いとされる中国の「一帯一路沿線」向け対外直接投資は、2021年1～5月に前年同期比+13.8%と大幅な増加（対外直接投資全体では同+2.6%）となり、中国が投資面でもアジア経済の支えとなっていることが示されている。

さらに、中国はワクチン外交を積極化しており、東南アジアを中心に中国製ワクチンのシェアが高い国がある（図表10）。これまで、先進国が専ら自国の新型コロナ対応に追われるなか、中国はアジア圏、とくに東南アジアに対して感染抑制に向けた支援に早い段階で乗り出していたことも、同地域における中国の存在感の高まりに寄与している。

しかしながら、中国に対する欧米からの圧力は着実に強まっている。政治・外交面で米中間の対立が先鋭化するなか、アジア諸国の中国依存が経済にとってマイナス要因に転じる可能性もある。人権問題では、新疆ウイグル自治区で生産された綿の利用を巡り、日米欧のアパレル・メーカーが批判を浴び、対応を迫られた。アジア企業への影響はまだ限定的であるが、対中国ビジネスの政治リスクは高まる方向にある（図表11）。

（図表10）アジアのワクチン確保での中国依存度



（資料）デューク大学を基に日本総合研究所作成
 （注）6月11日時点。ワクチンの数量は非公表の部分があり、比率は公表された数字だけで計算している。中国製ワクチンはSinovac、Sinopharm、CanSino Biologics、Anhui Zhifei Longcom、Chinese Academy of Medical Sciences、Sinopharm (Wuhan) の6種類。

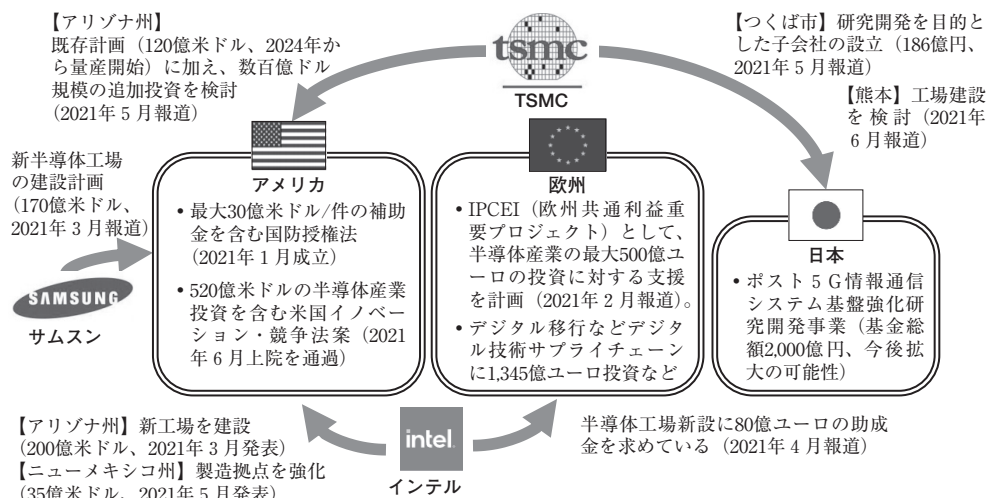
（図表11）主な対中圧力強化の動き

	所管官庁・報告機関	目的	対象	備考
エンティティ・リスト (EL) の拡張	米国商務省産業安全保障局 (BIS)	輸出規制	アメリカの国家安全保障政策または外交政策に反する企業	指定企業は数千社、中東諸国などの企業が多かったが、近年は通信や半導体の中国企業も目立つ（2020年12月に追加された77の事業体のうち60が中国籍）。2021年6月23日には、新疆ウイグル自治区での人権問題を理由に綿花生産の中国企業なども追加。
中国企業に対するアメリカ人による証券投資を禁じる大統領令	米国防省・米財務省	証券投資規制	中国人民解放軍と関係があると認定した中国企業	2020年11月にトランプ前大統領が導入した措置（31社対象）に関して、2021年6月に対象企業の範囲を拡大して59社の中国企業を指定。中国移动通信といった通信大手、スマホメーカーの華為技術、監視カメラの杭州海康威視数字技術などが対象。
ウイグル族強制労働と企業の関連性についての報告	オーストラリア戦略政策研究所 (ASPI)	ウイグル族の強制労働への間接関与を指摘	ウイグル族が強制労働させられている中国各地の工場と関係のある企業	2020年3月に公表された調査報告のなかで、ナイキ、アディダス、アップル、サムスンを含む多国籍企業82社が関与したと示された。アパレルを中心に日本企業も10社超含まれる。

（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

さらに、欧米では安全保障の観点から中国を中心に構成された現行サプライチェーンの見直しに向けた議論が活発化している。とくに、半導体産業で大きなシェアを有する台湾への注目度が高い。米インド太平洋軍のデービッドソン司令官が3月9日に米上院軍事委員会の公聴会で「6年以内に中国が台湾を侵攻する可能性がある」と発言したことなどを機に、台湾を巡る地政学リスクへの関心が急速に高まった。アメリカ半導体工業会（SIA）は「極端な仮説でのシナリオ」と断ったうえで、台湾の半導体ファウンドリーが一年間生産を止めた場合、年間約50兆円の損失が電子部品メーカーとその関連産業にもたらされるとの試算を示した（注2）。欧米当局は半導体産業の自国・地域への誘致策を積極化しており、これを受けて世界3大半導体メーカー（台湾のTSMC、アメリカのインテル、韓国のサムスン）は欧米での工場建設について検討を始めている（注3、図表12）。仮に半導体産業の生産機能の多くが欧米に移転することになれば、その影響は世界的に広がるのが避けられない。欧米に近いメキシコや東欧諸国が関連産業の移転候補となる一方、現行のサプライチェーンの縮小でアジア諸国は大きな打撃を受けることになる。

（図表12）主要国の半導体産業誘致政策と主要メーカーの動き



（資料）経済産業省「半導体・デジタル産業戦略検討会議」、各種報道を基に日本総合研究所作成

このように、中国に依存したアジア経済の回復は、リスクを内包している。アジアは、未来の超大国として期待が高まるインドや、中国の次の世界の工場と目されるASEANを擁するが、その存在感は中国に大きく劣後する。アジアが中長期的に安定した発展を続けていくためには、インド経済やASEAN経済が勢いを取り戻し、中国経済に過度に依存しない、バランスのとれた経済圏になっていく必要がある。

（注1）同協定は、ASEAN10カ国のうち6カ国、および非ASEAN5カ国のうち3カ国の国内批准手続きが完了してから、60日後に発効する。国内批准手続きについて、シンガポール（4月9日発表）に続き、中国（4月16日）、日本（4月28日）が完了

し、タイ（2月に国会が承認済み）は10月までに完了する見込みである。

（注2）SIA/BCG [2021] 「Strengthening the Global Semiconductor Supply Chain in an Uncertain Era」

（<https://www.semiconductors.org/strengthening-the-global-semiconductor-supply-chain-in-an-uncertain-era/>）参照。

（注3）日本政府も今後予算を拡大し、半導体産業の振興を強化する可能性がある。福田直之 [2021] 「内側から見た「AI大国」中国アメリカとの技術覇権戦争の最前線」(朝日新書) 参照。

アジア経済グループ長 野木森 稔

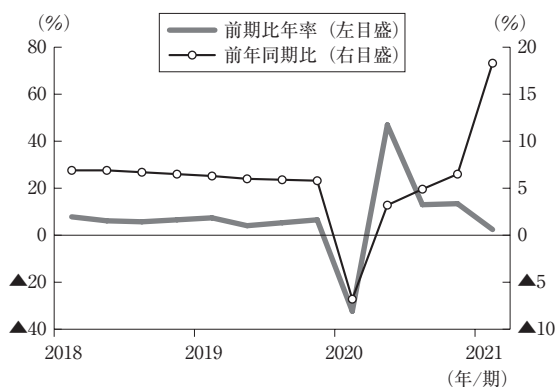
(2021. 7. 7)

2. 中国

(1) 順調な景気回復

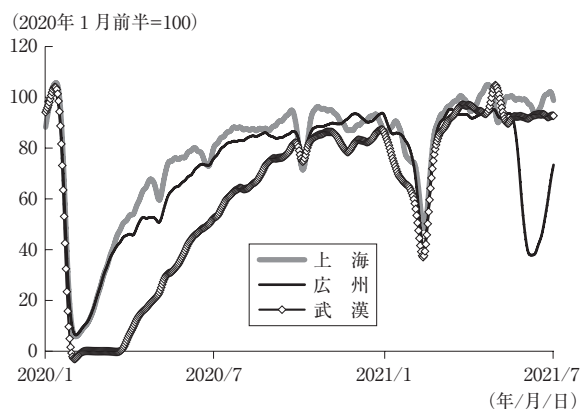
中国の2021年1～3月期の実質GDPは、前年同期比で見ると前年の反動で大きく伸びたものの、前期比年率では+2.4%と前期の同+13.4%から鈍化した（図表13）。新型コロナの新規感染者が増加したことを受け、政府が春節前後の移動を制限したことが主因である（図表14）。人出の減少に伴い、外食などサービス消費を中心に、経済活動が下振れた。

（図表13）中国の実質GDP



（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14）中国主要都市の地下鉄乗客数



（資料）Wind Database「地鉄運客量」を基に日本総合研究所作成
（注）HPフィルターで原系列を加工。

しかし、春先以降の中国経済は堅調さを取り戻している。ほとんどの地域で、新型コロナの感染者数が低水準にとどまっているため、移動制限が撤廃されており、人出がコロナ前とほぼ変わらない水準へ回復している。この結果、5月の小売売上高は前年同月比+12.4%となり、このうち財支出は同+10.9%、外食は同+26.6%増加した。水準でみても、財需要が堅調に増加しているほか、サービス需要もコロナ前の増加トレンドに復帰している（図表15）。例外として、広州市では5月、感染者数の増加を受けて厳しい移動制限が再び導入された。もっとも、広州市の人口は全国の1%程度にとどまるため、移動制限が経済全体に及ぼす影響は小さい。

政府による消費刺激策も個人消費を下支えしている。自動車販売台数は、購入補助金の支給を背景に、年率換算で2,700万台と高水準を維持している。とりわけ、グリーン・リカバリーの観点からEV（電気自動車）への補助が手厚くなっている。この結果、足元のEVの販売シェアは8%とコロナ前の4%か

ら倍増している。

固定資産投資も、1～5月の前年同期比は+15.4%と、大幅増加が続いている。設備稼働率がコロナ前を上回る水準まで回復しているため、民間企業の設備投資意欲は強い。資本財の輸入額や、日本企業における中国からの工作機械受注額は大幅な増加が続いている。

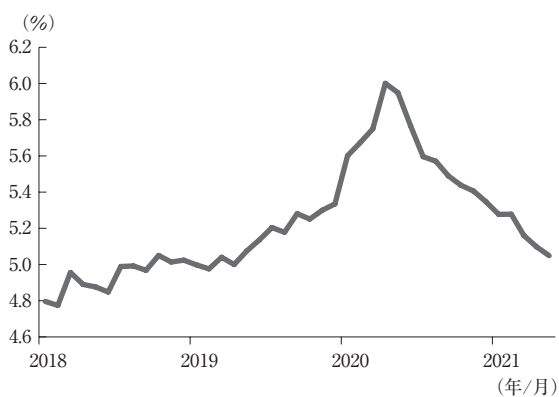
輸出も、世界経済の回復により、振れを伴いながら拡大している。5月のドル建て輸出額は、前年同月比+27.9%増加した。とりわけ、コンピュータや携帯電話などの情報通信機器の輸出は高水準となっている。

(2) 潜在成長率並みの成長が続く見通し

今後は展望すると、中国景気は堅調な回復傾向をたどる見通しである。まず、個人消費は、以下の3点を背景に、一段と拡大すると見込まれる。

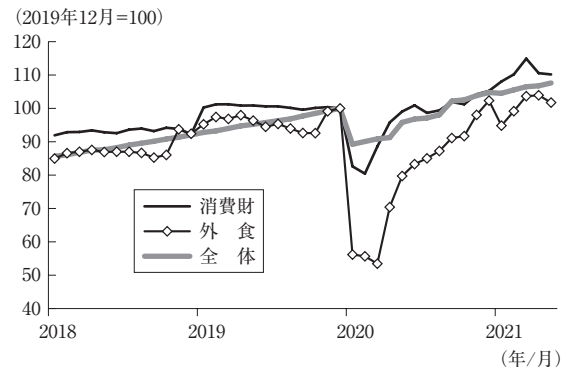
第1は、雇用・所得環境の改善である。5月の失業率は5.0%と、生産活動の回復や政策支援を受けてコロナ前の水準へ低下した(図表16)。雇用見通しDIが良し悪しの目安となる「50」を上回るなど、先行きの雇用環境も良好である。可処分所得の増勢も、コロナ前のペースへ復帰している(図表17)。

(図表16) 中国の失業率(季調値)



(資料) 国家統計局「都市調査失業率」を基に日本総合研究所作成

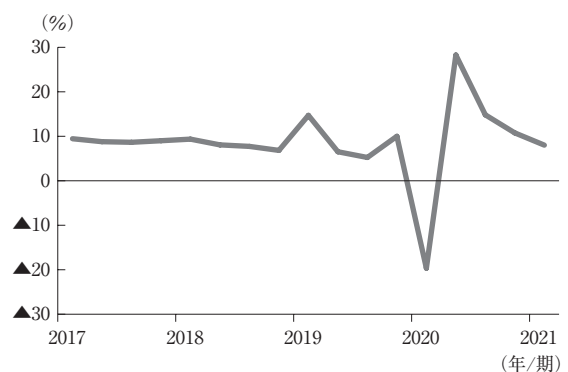
(図表15) 中国の小売売上高(季調値)



(資料) 国家統計局「社会消費品零售総額」を基に日本総合研究所作成

(注) 全体は季節調整済系列前月比(公表値)から作成。そのほかは原系列から独自に試算。

(図表17) 中国の可処分所得(前期比年率)



(資料) 国家統計局「全国居民人均可支配收入」を基に日本総合研究所作成

(注) 一人当たり、名目ベース。

第2は、いわゆる「リベンジ消費」の本格化である。中国人民銀行が全国2万世帯を対象に行ったアンケート調査によると、2021年4～6月期時点で貯蓄を増やしたとの回答比率は、依然としてコロナ前を上回っている(図表18)。感染者が増加しても早期の封じ込めが可能な体制が整っているうえ、ワクチン接種回数が現在の累計13億回(7月7日時点)から一段と高まるにつれて感染リスクが低下するた

め、こうした貯蓄を取り崩すかたちで、リベンジ消費が本格化すると予想される。

第3は、政府による消費刺激策である。中国政府は、2025年までにEVとプラグインハイブリッド車を合わせた新エネルギー車の販売台数を新車販売全体の20%へ引き上げることを目指している。前述の通り、5月のEVの販売台数は全体の8%、プラグインハイブリッド車との合計は10%に過ぎないため、増加の余地は大きく、今後、一段の普及支援策が打ち出されると予想される。家電や家具の購入補助金も拡充させる方針である。

足許で増勢が一段落している輸出も、再び増加していく見通しである（図表19）。世界経済は、多くの国でワクチン普及や経済対策などを受けて回復の方向にあるため、中国製品に対する需要も増加が見込まれる。なお、昨年後半以降、為替は人民元高に振れているが、中国の輸出品は直ちに他国で代替生産できるものではないため、輸出の下押し圧力も限定的にとどまると考えられる。

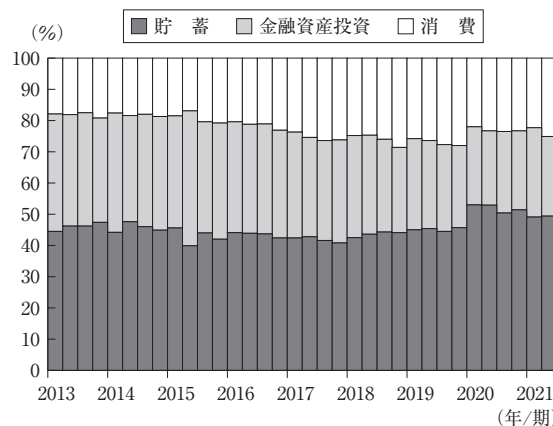
一方、固定資産投資に関しては、政府の抑制策を受けてスローダウンするとみられる。政府は、2017年後半以降、金融リスクの抑制、脱貧困、環境問題への対応の3点を経済政策の最重要課題と位置付けてきた。金融リスクの抑制については、

シャドーバンキングの規模抑制、金融機関のリスク管理の強化、債務抑制に向けた企業への行政指導など、過剰投資・過剰債務問題の解決につながる様々な措置を講じてきた。昨年前半、政府はコロナ禍から早期に経済活動を回復させるために、一時的に投資促進スタンスをとったものの、感染の封じ込めに成功した昨年後半から、抑制的な運営に復帰しつつある。例えば、国有企業の社債発行を通じた資金調達、昨年前半に急増したものの、年後半には政府が国有企業の社債デフォルトを容認したことなどを受けて鈍化している（図表20）。この結果、国有企業の固定資産投資は、民間企業を下回る伸びへコントロールされている（図表21）。

インフラ投資の動きも、国有企業の固定資産投資と同様に、抑制され始めている。政府は昨年、地方におけるインフラ投資の財源確保に向けて、地方債の発行拡大を容認したものの、最近では地方債の発行が落ち着きつつある。

不動産開発投資も、今後はスローダウンするとみられる。すでに、不動産開発企業による土地取得は、政府による過熱抑制策を受けてコロナ前の水準へ減少している。コロナ流行後しばらくは、緩和的な金

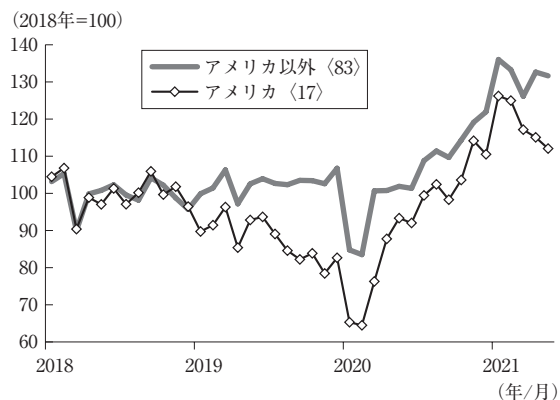
（図表18）中国家計の消費・貯蓄・投資意欲



（資料）中国人民銀行「城鎮儲戸問巻調査報告」

（注）「どれを増やしたか」のアンケート、調査対象は全国2万世帯。

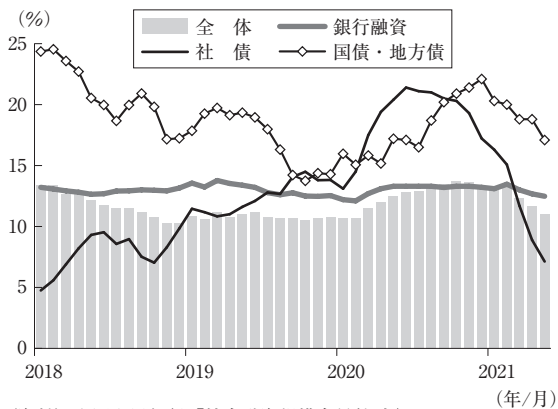
（図表19）中国の輸出額（季調値）



（資料）海関総署「貿易統計」を基に日本総合研究所作成

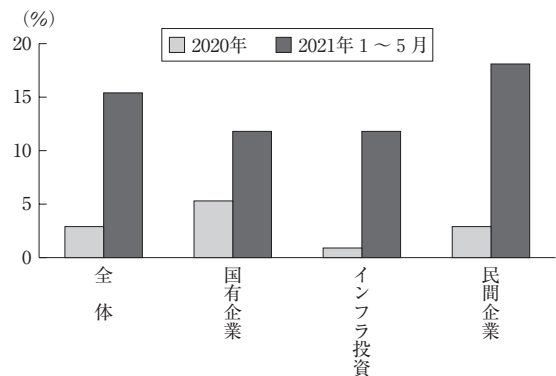
（注）〈 〉は2020年のシェア。ドルベース。

(図表20) 中国の社会融資総量残高(前年比)



(資料) 中国人民銀行「社会融資規模存量統計」

(図表21) 中国の固定資産投資(前年比)



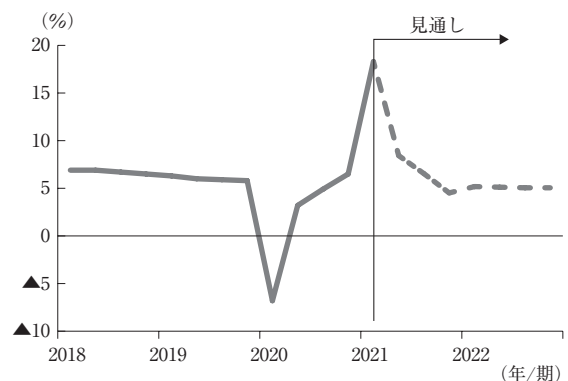
(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」

融政策が実施されたこともあって、不動産開発企業による土地取得が急拡大したほか、不動産価格が高騰するなど、不動産市場の過熱感が強まった。これを受けて、政府は昨年夏頃より過熱抑制策を需要側と供給側の両面から講じている。需要抑制策として住宅購入規制や住宅ローン総量規制が実施された一方、供給抑制策として、不動産開発企業の資金調達条件が厳格化されている。

他方、民間固定資産投資は、設備稼働率の改善を受けて相対的に高めの伸びを続ける可能性が高い。以上の結果、固定資産投資は全体で見ると、小幅なスローダウンにとどまると見込まれる。

このように、固定資産投資の伸びは緩やかとなる一方で、個人消費の拡大が続くことで、中国経済は消費主導型の成長に徐々に移行していく公算が大きい。2021年の実質成長率は+9.0%と、前年の反動で高めとなる見通しである(図表22)。2022年は、消費と投資のバランスを考慮した政策誘導により、実質成長率は潜在成長率並みの+5.1%に落ち着くと見込まれる。

(図表22) 中国の実質GDP(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) 政策次第で上下双方向にリスク

上記のメインシナリオに対するリスクは、上下双方向にある。2022年には、習近平国家主席の続投が決まるとみられる党大会を控えていることを踏まえると、政府が先行き投資促進スタンスに転じ、景気が上振れる可能性も排除できない。

逆に、住宅ローン総量規制が不動産価格の大幅下落を招くなど、政府の投資抑制策が景気を過度に冷え込ませるリスクもある。2018年時は、政府のシャドーバンキング抑制策が強く発揮されたことにより、景気は下振れした。

このほか、バイデン大統領の就任以降、G7などの外交の場において、台湾問題や人権問題など、中

国としては妥協しにくい問題を巡って、先進国と中国の対立が深まっていることも、経済面に跳ね返ってくるリスクがあり、注視していく必要があろう。

主任研究員 関 辰一

(2021. 7. 7)

3. インド

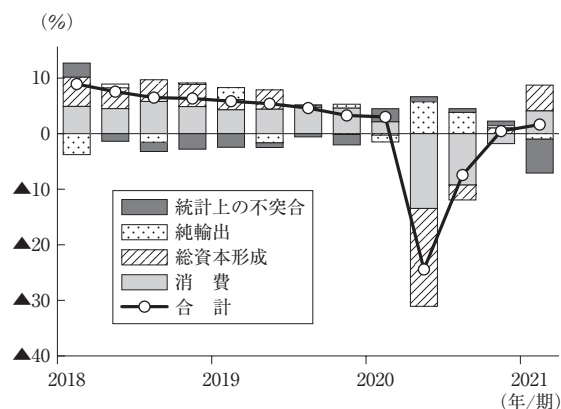
(1) 感染爆発により景気は再び悪化

インド経済は、昨夏から今春にかけて、新型コロナウイルスの感染抑制に向けたロックダウンが段階的に緩和されたことを受けて回復が続いた。実質GDPは、2020年4～6月期に前年同期比▲24.4%と過去最大の落ち込みを記録した後、急速に持ち直し2021年1～3月期は同+1.6%となった(図表23)。

しかし、2021年3月以降、新型コロナウイルスの感染爆発を受けて、景気は再び悪化した。日次の新規感染者数は5月初に40万人を超え(図表24)、病床、治療薬、医療用酸素、人工呼吸器などが大幅に不足する医療崩壊に陥った。重症患者への適切な医療サービスの提供が困難となり、3月前半まで100人台で推移していた日次の死者数は、5月上旬に4,000人超へと急増した。農村部のPCR検査体制が未整備であるほか、医療現場が混乱したことなどを踏まえると、実際の感染者数・死者数は政府発表を大幅に上回っていた可能性がある。

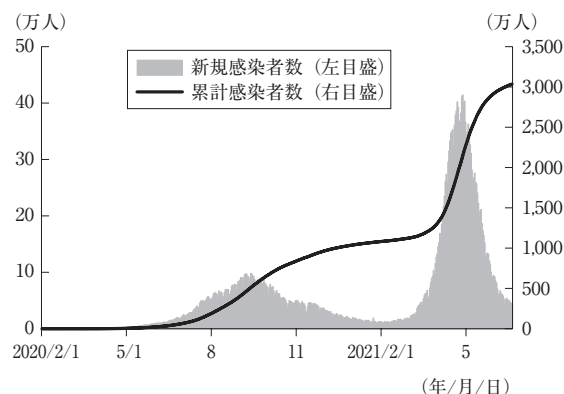
一段の感染拡大の回避に向けて、政府は、集会制限、外出制限、飲食店や娯楽施設の営業時間短縮、州をまたぐ移動者の陰性証明書の携行義務化など、厳しい活動制限を再び導入した。これにより、商業地を中心に人出は急速に減少し、対面型サービスを中心に経済活動は停滞した。製造業についても、生活必需品や輸出品を除き、工場の操業要件が厳格化された。さらに、工業用酸素の医療用酸素への転用により、金属の溶接など酸素を必要とする工場は操業停止を余儀なくされた。これらを受けて、2021年5月のPMI(購買担当者指数)総合指数は9カ月ぶりに景気判断の分かれ目となる50を下回った。なお、自動車販売台数など一部の指標は、感染爆発に見舞われるなかで前年比が改善したが、これは厳格なロックダウンで景気が大幅悪化した昨年の反動増によるものであり、実態としては不振とみるべきである。

(図表23) インドの実質GDP(前年同期比)



(資料) Ministry of Statistics and Programme Implementation

(図表24) インドの新型コロナウイルスの感染者数



(資料) WHO

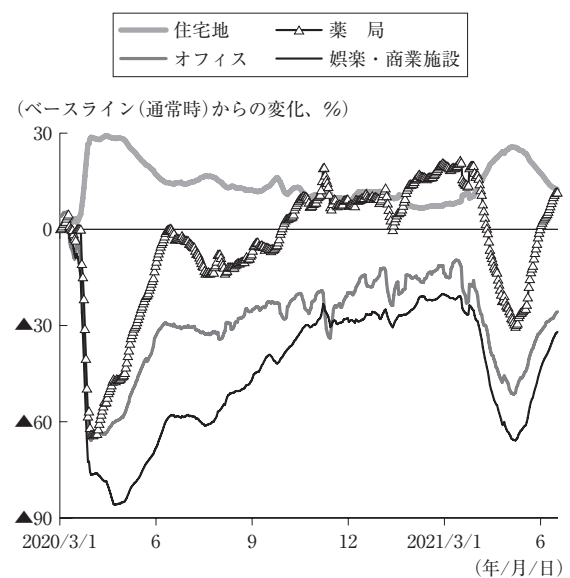
(2) 景気の本格回復は2022年以降

活動制限の厳格化はインド経済を悪化させたものの、感染拡大の抑制には成功している。人出の減少や人々の感染予防に向けた意識の高まりなどを背景に、6月下旬の日次の新規感染者数は5万人前後とピーク時の8分の1以下に減少している。感染が沈静化に向かっている州では、商業施設の営業時間の延長、出勤率の上限引き上げ、結婚や葬儀などの集会制限の緩和など、活動制限が徐々に緩和されている。これを踏まえると、景気悪化は一時的なものにとどまり、年後半に回復軌道に復帰すると見込まれる。スマートフォンの位置情報に基づく人出のデータも、6月入り後から娯楽・商業施設などをはじめ各所への人出が増加していることを示している(図表25)。

ただし、医療体制の脆弱さを勘案すると、しばらくは感染防止のための活動制限が一部で継続される公算が大きい。実際、他州に先駆けてロックダウンが緩和され始めたマハラシュトラ州では、陽性率、病床使用率、人工呼吸器の使用率に応じた活動規制を導入しており、州内の医療体制が脆弱な地域では厳しい活動制限が続いている。そのため、景気回復ペースは当初の想定よりも緩やかなものになる可能性が高い。

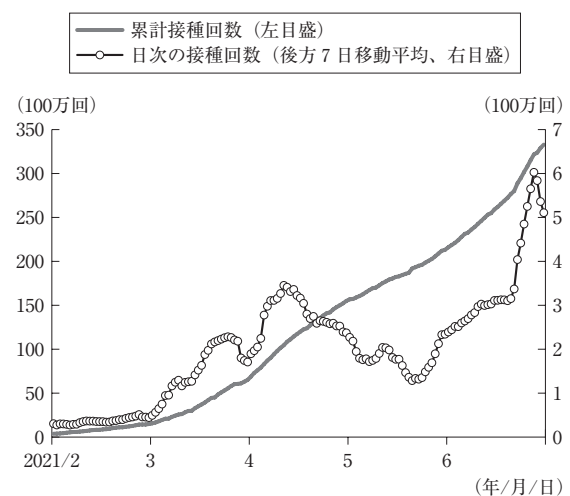
本格的に活動制限が緩和されるタイミングは、ワクチン接種動向に依存する。60歳以上へのワクチン接種が開始された2021年3月、政府は今後数カ月間でワクチンの接種ペースを500万回/日に増やす方針を示したものの、感染爆発に伴う医療現場の混乱や外出自粛などを背景に実際のワクチン接種ペースは5月末にかけて鈍化した(図表26)。その後、市中感染の沈静化を受けてワクチンの接種ペースは6月後半に加速しており、政府は今後1,000万回以上/日に引き上げることを目指している。18歳以上の過半数が2回のワクチン接種を完了し、集団免疫に近い状態を獲得するためには、ワクチンの累計接種回数が約10億回に達することが必要と試算される。足元の接種ペースを踏まえると、2021年10~12月頃に達する可能性がある。ただし、ワクチンの供給不足や今後の感染再拡大に伴う医療体制のひっ迫などを理由に接種ペースが再び鈍化するリスクもあるため、達成

(図表25) インドの人出の状況



(資料) Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports"
(注) 後方7日間移動平均。

(図表26) インドのワクチン接種回数



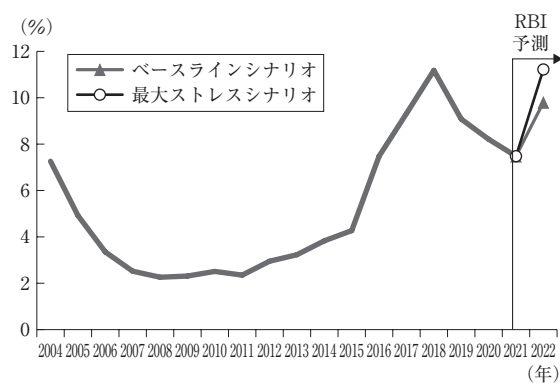
(資料) Ministry of Health and Family Welfare

が2022年1～3月期以降にずれ込むことも想定される。ワクチン接種の広がりを背景に新規感染者数の減少や重症化率・致死率の低下が明確になり、各種活動制限が大幅に緩和されて初めて景気の回復の足取りは確かなものになる。以上を踏まえ、2021年度（2021年4月～2022年3月）と2022年度の実質GDP成長率は、それぞれ前年度比+9.0%、同+6.9%と予想される。2021年度の伸び率が高い一方で2022年度にかけて成長率が鈍化するの、前年度の反動が表れるためである。

(3) 様々な下振れリスクが残存

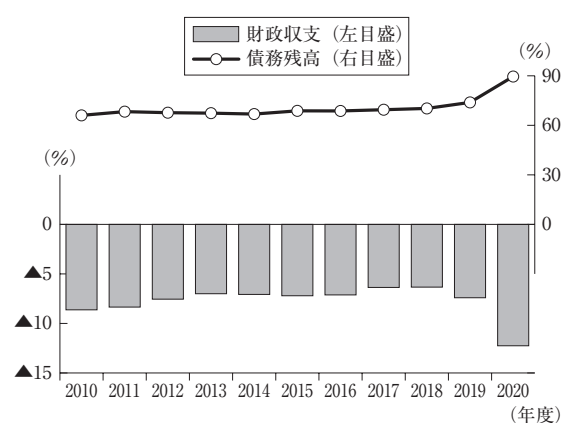
上記のメインシナリオに対して、インド景気には様々な下振れリスクがある。まず、商業銀行の不良債権の増加などによる金融システムの不安定化リスクが挙げられる。2020年度の商業銀行のバランスシートには、一時的な特例措置により、業績不振企業への貸出が不良債権としてカウントされていなかったが、今後、特例措置の終了に伴い不良債権がバランスシート上で表面化することになる。インド準備銀行は不良債権比率が2021年にかけて約10%に高まると予測している（図表27）。また、コロナ禍を受けた税収減と医療関連支出の拡大などにより一般政府の財政赤字が名目GDPの1割を超えているため、財政の拡大余力は限られる（図表28）。2021年6月末、政府は景気回復に向けた経済対策を発表したが、内容は信用保証制度の拡充など直接の財政支出を伴わない施策が中心となっているため、景気押し効果は限定的とみるべきである。

(図表27) インドの商業銀行の不良債権比率



(資料) Reserve Bank of India “Financial Stability Report July 2021”
(注) 各年3月末値。ベースラインシナリオ・最大ストレスシナリオの2021年度の実質GDP成長率はそれぞれ+9.5%と+0.9%。

(図表28) インドの一般政府の財政状況（名目GDP比）

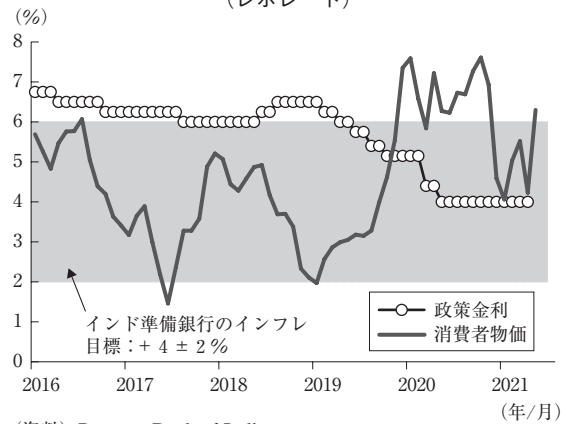


(資料) IMF
(注) 2020年度はIMF見込み。

インフレリスクにも留意が必要である。インドのインフレ動向を大きく左右する食料についてみると、モンスーン期（6～9月期）の雨量は例年並みと予想されているほか、昨年のような大規模な蝗害（バッタの大量発生による農業被害）も生じていないため、食料供給不足によるインフレ圧力は限られる。2020年12月以降、食料関連の市況が落ち着いていることを背景に、消費者物価の前年比はインド準備銀行の目標レンジ（+4±2%）で推移していた。もっとも、最近では、原油をはじめ資源価格の上昇に伴うインフレ圧力が強まっている。5月の消費者物価は、目標レンジの上限を超える伸び率へと高まっており、今後も高止まりし続ける可能性がある（図表29）。こうしたなかでアメリカの金融政策が早期

に正常化すると観測などをきっかけにルピー安が進めば、インフレの加速は避けられない。実際、インド経済は2010年代前半にかけて原油価格の上昇を起点に、ルピー安とインフレの悪循環に陥ったうえに、アメリカのテーパー・タントラムが加わり、為替市場の著しい混乱に見舞われた経験がある。このとき、インド準備銀行は物価と通貨の安定に向けて利上げを余儀なくされ、耐久財消費や住宅投資が悪化した。以上の点を踏まえると、財政・金融政策による対応には限界があり、リスクは下方に大きいとみておくべきであろう。

(図表29) インドの消費者物価（前年同月比）と政策金利（レポレート）



主任研究員 熊谷 章太郎

(2021. 7. 7)