

アジア経済見通し

調査部	主任研究員	野木森 稔
調査部	副主任研究員	松本 充弘
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) 2022年は安定した成長軌道
- (2) 新型コロナとウクライナ危機が高める金融リスク
- (3) 脱中国の動きと米フレンド・ショアリングの強化

2. 中 国

- (1) 景気は最悪期を脱出
- (2) 景気は持ち直しへ
- (3) 景気下振れリスクは残存

3. インド

- (1) 2022年前半はかろうじて景気回復基調を維持
- (2) 今後も緩やかな景気回復が継続する見込み
- (3) 大国との付き合いに景気下振れリスクが内包

要 約

1. 2021年秋口からアジア諸国の景気は回復傾向にあったが、2022年に入ってから新型コロナウイルス感染への対応の違いを背景に、国・地域間にばらつきが生じた。先行きは、①活動規制の緩和、②中国経済の持ち直し、③外需の増加、により総じて回復を続ける見込みである。2022年のアジア全体の実質GDP成長率は前年比+4.7%と、2021年の同+7.2%から減速するものの、コロナ禍前の2019年（+5.0%）並みの安定した経済成長を予想する。
2. ただし、金融面の不安定化に伴う景気下振れリスクに注意する必要がある。アメリカで金融政策の正常化が加速するなか、アジアへの資本流入が減少し、金融市場が不安定化する可能性が高まっている。とくに、新型コロナとウクライナ危機により、①経常収支の悪化、②インフレの加速、③政府債務の累増など、アジアの対外収支を巡る経済構造が脆弱となっており、資金流出リスクが高まっている。
3. 新型コロナとウクライナ危機は、アジア経済の構造変化を促す可能性もある。中国政府はゼロコロナ政策を堅持していることから、在中国の外国籍企業の多くが厳しい活動規制の発動を警戒して、脱中国の動きを進めている。アメリカが進める友好国との関係を活かしたサプライチェーン強化の方針「フレンド・ショアリング」がこうした脱中国の動きに拍車をかける可能性がある。
4. アジア諸国のうち中国では、上海での都市封鎖（ロックダウン）など厳しい活動規制によって4～6月期に景気が大きく低迷した。今後は、活動規制の緩和と景気対策の実施により、持ち直しに転じると見込む。ただし、ゼロコロナ政策による4～6月期の景気低迷が足かせとなり、2022年の実質GDP成長率は+4.4%と低い伸びにとどまる見通しである。
5. インドでは、活動規制の緩和に伴う景気回復が続き、2022年度の実質GDP成長率は+6.5%と予想される。もっとも、インフレ加速や金融引き締めによる景気下押し圧力も高まっており、回復ペースは緩やかにとどまる見通しである。

1. アジア総論

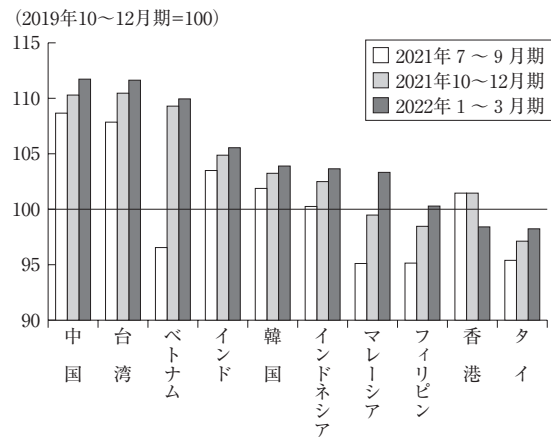
(1) 2022年は安定した成長軌道

アジア諸国の景気は、2021年秋口から総じて回復に転じたが、2022年に入ってからは、新型コロナウイルス感染への対応の違いを背景に、国・地域間のばらつきが大きくなっている（図表1）。中国と香港では、感染が再拡大したことを受けて、厳しい活動規制が発動された。とくに中国では、ゼロコロナ政策が頑なに実行されており、3月には最大都市の上海でロックダウンが発動されたことで、個人消費の急減や生産活動の停止が景気を大きく下押しした。一方、中国と香港以外のアジア諸国は、2021年から2022年にかけて「ウィズコロナ政策」へ方針転換し、厳しい活動規制を実施していない。韓国や台湾では、感染者数が年明け以降急増したことから、多くの人々が経済活動を自粛し、内需が停滞した。しかし、電子部品を中心とした輸出の伸びが支えとなり、景気回復が続いている。また、ASEANでも春先にかけて感染者数が増加したものの、商業施設などで人出が増加するなど、経済活動の停滞は回避されている。実際、ベトナムでは2022年4～6月期の実質GDP成長率が前年同期比+7.7%と前期の同+5.1%から加速しており、堅調な外需に加えて内需の回復が景気をけん引している。

先行きのアジア経済は、①活動規制の緩和、②中国経済の持ち直し、③外需の増加の三つの要因により回復を続けると予想する。

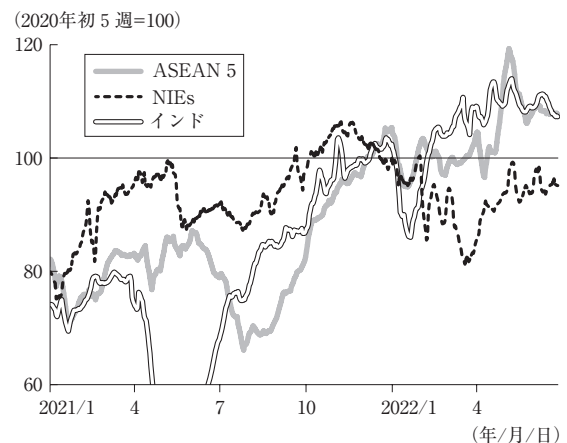
第1に、多くの国・地域が活動規制を一段と緩和することである。2022年4月以降、中国を除くアジアでは、小売・娯楽施設の人出が増加しており、とくにASEANとインドでは、コロナ禍前の水準を大きく超えている（図表2）。各国・地域の小売売上高が増加基調を維持するなど、消費活動は活発化している。今後も活動規制が一段と緩和されると予想され、それに伴う需要回復で小売業やサービス業が経済成長をけん引すると見込まれる。ASEANでは内需に過熱感もみられ、食品とエネルギーを除くコアインフレ率が大きく上昇している。こうした物価上昇への対応に加えて、アメリカの利上げを受けた通貨防衛の必要性も高まっており、ASEAN各国の中央銀行は今後利上げを積極化する可能性がある。

（図表1）実質GDPの水準（季調済）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表2）小売・娯楽施設の人出



（資料）Googleを基に日本総合研究所作成

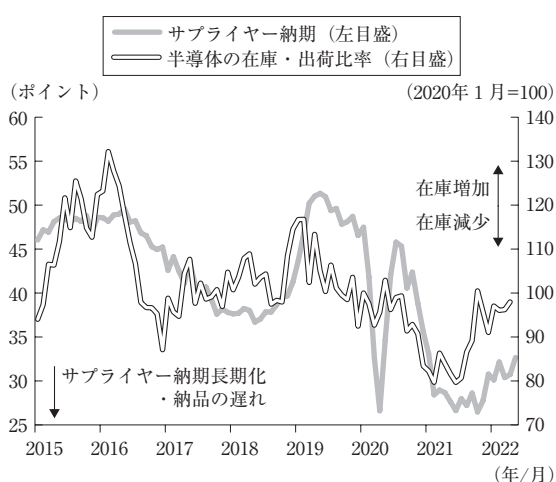
（注）ASEAN5およびNIEsは各国・地域の人口を基に算出。後方5日平均。

第2に、中国経済の持ち直しである。中国では、感染者数の減少により活動制限が着実に緩和されており、今後は個人消費や工業生産のリバウンドが見込まれる。購買担当者景気指数（PMI）によれば、企業の景況感は改善している。国家統計局が発表した6月のPMIは、製造業で50.2と4カ月ぶりに良し悪しの分岐点となる50を超えたほか、非製造業も54.7と13カ月ぶりの高水準となっている。また、春先のロックダウンによる経済の落ち込みを受けて、政府は財政政策や金融政策による景気対策を積極化させる姿勢を明確にしている。2022年の経済成長率目標（+5.5%前後）の達成は容易ではないものの、政府は公共投資を中心とした対策を打ち出してくるとみられる。中国経済が公需を軸に持ち直すことで、アジア景気全体が押し上げられると予想する。

第3に、外需が堅調を維持することである。財輸出は2021年に大きく増加した反動で2022年に増勢を鈍化させている。しかし、テレワーク向けのIT機材やサーバーの需要増加などハイテク製品の普及・拡大が進むなか、世界の半導体需要は依然として強い。グローバル・エレクトロニクスPMIのサプライヤー納期指数によると、納期遅延の解消に向けた動きが続いているほか、世界の半導体の在庫率もコロナ禍前に比べて低水準である（図表3）。半導体分野の生産と輸出の増加は今後も続くとみられ、貿易取引は増加する見込みである。さらに、中国を除くアジア各国は、外国人観光客の入国規制を緩和しており、3月以降入国者数は増加を続けている。これまで観光収入の減少により、各国のサービス輸出は低迷が続けたが、今後は多くの国でインバウンド需要が外需を押し上げると予想される。

これらを踏まえ、2022年のアジア全体の成長率は前年比+4.7%と予想する（図表4）。2021年の同+7.2%からは減速するものの、コロナ禍前の2019年（+5.0%）並みの安定した経済成長を見込む。

（図表3） サプライヤー納期指数（グローバル・エレクトロニクス）と半導体在庫・出荷比率



（資料） S&P Global、CEICを基に日本総合研究所作成
 （注）半導体在庫・出荷比率（=在庫指数÷出荷指数）は日・米・韓・台について2020年の輸出額をウェイトにして加重平均。

（図表4） アジア経済成長率予測

	2020年	2021年	2022年 (予測)	2023年 (予測)
アジア計	▲0.6	7.2	4.7	5.0
北東アジア	1.9	7.7	4.1	4.8
中国	2.2	8.1	4.4	5.2
韓国	▲0.7	4.1	2.2	2.0
台湾	3.4	6.6	2.7	2.1
香港	▲6.5	6.3	0.3	3.4
ASEAN 5	▲3.6	3.4	5.1	4.6
インドネシア	▲2.1	3.7	4.9	4.8
タイ	▲6.2	1.5	2.1	2.4
フィリピン	▲9.5	5.7	6.5	5.3
マレーシア	▲5.5	3.1	5.8	5.1
ベトナム	2.9	2.6	7.8	6.0
インド	▲6.6	8.7	6.5	5.8

（資料） 日本総合研究所
 （注） インドは年度（4月～翌年3月）。

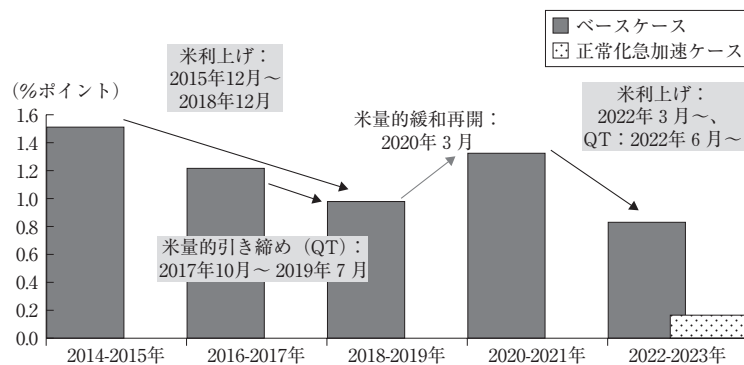
（2） 新型コロナとウクライナ危機が高める金融リスク

金融面の不安定化が景気下振れリスクとなる可能性に注意が必要である。2020年3月、新型コロナの感染拡大を契機に、米FRBはバランスシート（資産）を急激に拡大させるなど大規模な金融緩和を再

開した。その動きは、資本流入の加速や流動性リスクの低下を通じて、新興国の経済成長を下支えした。しかし、緩和局面はすでに終了し、金融政策の正常化が急速に進められている。

アメリカの大規模な金融緩和による新興国向けの資本フロー（直接投資、証券投資、その他投資の純流入）への影響を試算したところ、2020～2021年の主要新興国への資本フロー額をGDP比で年平均1.3%ポイント押し上げたとの結果が得られた（図表5）。しかし、アメリカの金融政策の正常化が進むことで、2022～2023年の資本フローの押し上げ効果は同+0.8%ポイントと、▲0.5ポイント低下することになる。これは前回の正常化局面である2015年から2019年の5年間で生じた資本フローの押し下げ幅に匹敵しており、短時間で巨額の資本が流出する可能性がある。仮に、アメリカの政策金利やバランスシート規模が2008年の世界金融危機前に戻ると想定した場合（正常化急加速ケース）、資本フローは▲1.2ポイント低下すると試算される。新興国の資本フローがアメリカの金融政策に左右される度合いは大きく、アジア景気への下押し圧力もかなり大きくなり得る。

（図表5）新興国資本フロー（純流入）に対する米金融政策のインパクト（GDP比）



（資料）日本総合研究所推計

（注）主要新興国9カ国（インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ブラジル、メキシコ、南アフリカ、トルコ）のパネルデータに基づく推計結果。新興国の資本フロー（GDP比）を被説明変数として、米金融政策要因（アメリカとの金利差、米FRBの資産）、経済成長要因（アメリカとの成長率差）、リスク要因（VIX指数など）を説明変数とした回帰分析を行い、金融政策要因のみ取り出し表記している。

【ベースケース】FOMCに示されたFRBの資産残高の想定とFOMC委員による政策金利予想中央値（2022年6月時点）を利用。

【正常化急加速ケース】米政策金利とFRB資産残高が2023年末に2006年末の水準にまで戻ると想定。

2018年に、政策金利の引き上げと中銀バランスシートの縮小が同時に進行し、多くの新興国通貨が下落した。なかでも、アルゼンチンとトルコの下落率が突出し、経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）の主な尺度である経常赤字が大きかったことが通貨の売り材料となった（図表6）。当時のアジアでは、経常赤字国であるインド、インドネシア、フィリピンの通貨が比較的大きく下落した。足元では、インドネシアは資源高によって経常黒字に転じているが、インドとフィリピンは引き続き経常赤字であり、今後、通貨下押し圧力が高まる可能性がある。

さらに、インドとフィリピン以外のアジア諸国でも、新型コロナやウクライナ危機を受けて、①経常収支の悪化、②インフレの加速、③政府債務の累増が三重苦として経済を下押しする恐れがある。コロ

ナ禍による供給網の混乱やウクライナ危機で一次製品の価格が高騰しており、各国の輸入物価が上昇している。インドネシアとマレーシアを除くアジア新興国では、食料や鉱物資源を軒並み輸入に頼っており、経常収支が悪化する（図表7）。輸入物価の上昇は、アジア諸国のインフレを加速させる。2022年5月の消費者物価は、インドで前年同月比+7.0%、フィリピンで同+5.4%、タイで同+7.1%と、各国のインフレ目標の上限を超えている。加えて、新型コロナの感染が拡大してから、財政状況も急速に悪化している。2020年に医療体制の拡充や景気支援を目的とした財政支出が急拡大したことに続き、2022年にはエネルギー価格高騰に対する家計支援策などが必要となっており、歳出が膨らんでいる。一般政府債務残高（GDP比）はインド（2019年75.1%→2021年86.8%）やASEAN5（同38.4%→50.7%）などで膨張している。

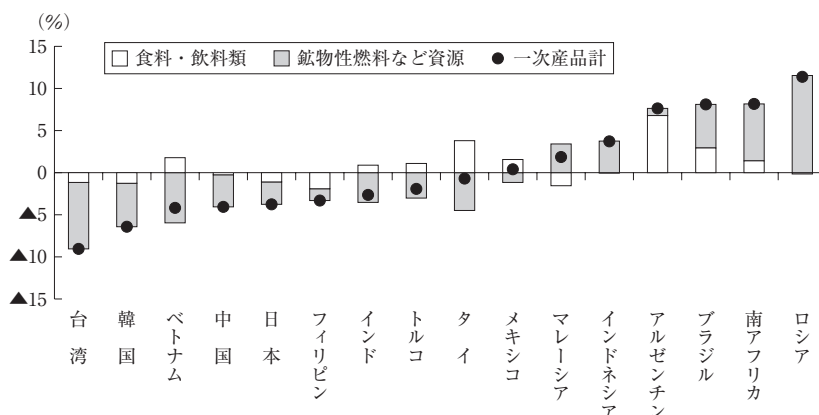
経常赤字、高インフレ、財政赤字は対外的な脆弱性を高めることになる。この三重苦が加速度的に大きくなれば、経常収支に不安を抱えるインド、フィリピンだけでなく、アジア全体の資本フローが急激に不安定化する恐れがある。

（図表6）新興国の為替騰落率（対ドル）と経常収支（GDP比）

	為替騰落率	経常収支	
		2018年	2016~2018年平均 2020~2022年平均
アルゼンチン	▲50.5	▲4.2	0.9
トルコ	▲27.6	▲3.6	▲4.1
ブラジル	▲14.6	▲1.7	▲1.6
南アフリカ	▲13.9	▲2.7	2.3
インド	▲8.3	▲1.5	▲1.2
インドネシア	▲6.4	▲2.1	1.4
中国	▲5.4	1.1	1.5
フィリピン	▲5.3	▲1.2	▲0.4
韓国	▲4.1	5.2	3.9
台湾	▲3.2	12.9	14.0
マレーシア	▲2.1	2.5	3.9
ベトナム	▲1.8	0.5	1.3
タイ	0.8	8.6	0.7

（資料）IMF、CEICを基に日本総合研究所作成
（注）2022年の経常収支はIMFの予測値。

（図表7）一次製品の貿易収支（GDP比、2020年）



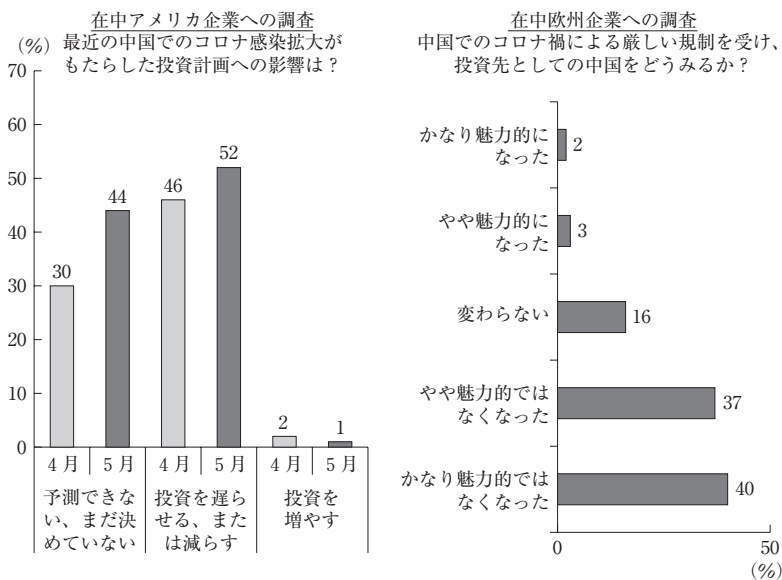
（資料）WITS（World Integrated Trade Solution）を基に日本総合研究所作成
（注）一次産品はSITC（標準国際貿易分類）の第0類（食料品及び動物）、第1類（飲料及びたばこ）、第2類（鉱物性燃料を除く原材料）、第3類（鉱物性燃料など）、第4類（油脂）、第68類（非鉄金属）の合計。

（3）脱中国の動きと米フレンド・ショアリングの強化

新型コロナとウクライナ危機は金融リスクの拡大とともに、世界的な脱中国の動きを強め、アジア経済の構造変化を促進する可能性を高めている。ゼロコロナ政策を堅持する中国では今後も厳しい活動規制が実施されるリスクがあり、在中国の外国籍企業はそうしたリスクへの警戒感を強めている。アメリカ

カ商工会議所は、中国の厳格な規制が何年にもわたって海外からの投資を妨げる可能性を指摘している。実際、在中国アメリカ商工会議所が2022年5月に実施した調査では、中国での投資を遅らせる、または減らすと答えたアメリカ企業の割合は52%と4月の46%から一段と上昇している（図表8）。欧州商工会議所による調査（2022年4月実施）では、77%の企業が中国の投資先としての魅力が低下したと回答し、23%の欧州企業が中国での投資を他の国・地域へ移転することを検討していると回答した。上海日本商工クラブの調査（2022年5月実施）では、14%の日本企業が対中投資を減らす、または延期すると回答している。

（図表8）中国ゼロコロナ政策による欧米企業の投資意欲の変化



（資料）在中アメリカ商工会議所、在中欧州商工会議所を基に日本総合研究所作成

2017年以降の米中対立の深刻化や2020年以降の新型コロナウイルス感染拡大が生じた際、中国離れを危惧する見方が増えたが、実際には中国離れが本格的に進むことはなかった。しかし、2022年2月にロシアがウクライナへの軍事行動を開始したことをきっかけに、中国離れが本格的に始まった可能性がある。中国は明確にロシアへの経済制裁に反対する姿勢を堅持するなど、ロシアへの対応が西側諸国と異なっている。西側諸国は、中国のようにロシアに経済支援の手を差し伸べる国が制裁の「抜け穴」になっていることを懸念し、ロシアとの経済取引を行う外国人や外国企業に対して制裁を科す「二次的制裁」を実施することを示唆している。海外企業にとって中国でビジネスを展開するリスクはこれまで以上に高まっている。そのため、欧米の製造業を中心に中国生産拠点の代替地を模索する動きが活発化している。

さらに、アメリカの外交が脱中国を一段と後押しする可能性がある。イエレン米財務長官は4月の講演で友好国でのサプライチェーンを整備する「フレンド・ショアリング」の推進を表明した。5月にはバイデン大統領がアジアを歴訪し、日本と韓国で半導体生産の連携強化を話し合ったほか、新たな国家間の経済協力の枠組みビジョンとして「インド太平洋経済枠組み（IPEF：Indo-Pacific Economic Framework for Prosperity）」の立ち上げを発表した（図表9）。このようにアメリカは中国リスクを念

(図表9) インド太平洋経済枠組み (IPEF) を構成する四つの柱

参加国 (14カ国) : アメリカ、オーストラリア、ブルネイ、インド、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム、フィジー (2022年6月時点)	
貿易	ハイ・スタンダードで、包摂的で、自由かつ公正な貿易に係るコミットメントの構築を追求
	デジタル経済における協力
サプライチェーン	サプライチェーンの透明性、多様性、安全性、および持続可能性を向上
	主要原材料・加工材料、半導体、重要鉱物、およびクリーンエネルギー技術へのアクセスを確保
クリーンエネルギーなど	クリーンエネルギー技術の開発と展開を加速
	技術協力の深化、譲与的融資を含む資金の動員、そして持続可能で耐久性のあるインフラの開発支援と技術協力の提供による競争力の向上と連結性の強化のための方法の模索
税制・腐敗防止	効果的で強固な税制、マネーロンダリング防止、および贈収賄防止制度を制定

(資料) 外務省を基に日本総合研究所作成

頭に経済安全保障面で強固な国際協力体制を友好国との間で構築する構えである。外資企業による脱中国の動きや、IPEFなどアメリカ主導のサプライチェーン強化の動きは、中国以外のアジア諸国の製造業の追い風になる可能性がある。

もともと、TPPやRCEPとは異なり、IPEFには貿易協定がないうえに、有志国による法的拘束力を伴わない緩やかな協力ベースの枠組みである。企業の移転やインフラ整備のための補助金拠出など、具体的な推進策も示されていない。一方、ASEAN諸国を中心に、中国との経済的な結び付きが強い国も多く、アメリカが考えるような中国包囲網としてIPEFが機能するかは現在のところ未知数である。アジア経済の構造変化を見通すうえでも、IPEFに関する今後の具体的な動きが注目される。

主任研究員 野木森 稔

副主任研究員 松本 充弘

(2022. 6. 30)

2. 中国

(1) 景気は最悪期を脱出

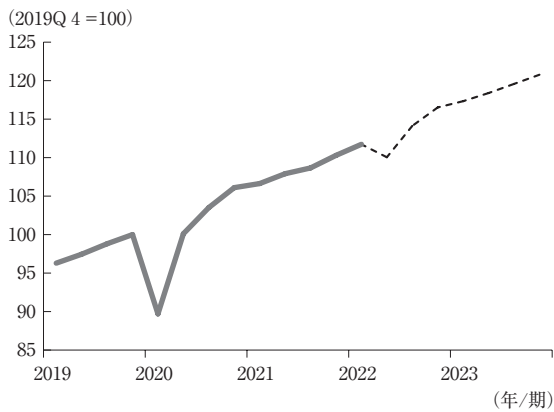
中国では、春先に新型コロナの感染者数が増加するなか、政府が上海市をはじめ多くの都市で経済活動を厳しく制限した。この結果、1～3月期の実質GDPは前期比年率+5.3%と前期の同+6.1%から鈍化した(図表10)。その後、工場の操業停止や物流の停滞はさらに拡大し、4月の工業生産はオミクロン株の流行後、初めて前年割れとなった(図表11)。4月の小売売上高も、外出制限により前年比二桁の減少となった。ゼロコロナ政策のマイナス影響は、中国だけでなく、サプライチェーンを通じて他国にも波及した。例えば、中国の減産で自動車部品の輸出が滞ったため(図表12)、多くの国の自動車メーカーが生産を停止した。

5月以降は、感染者数が大幅に減少したことから、多くの都市で活動制限の緩和が進み、景気下押し圧力は和らいでいる。工場が操業を再開し、部品などの供給制約が緩和に向かっていることから、5月の工業生産は前年同月比+0.7%と増加に転じた。業種別にみると、電気機械が同+7.3%と前月(+1.6

%)から加速したほか、化学原料・加工も同+5.0%と前月(▲0.6%)の減少から増加に転じた。自動車は同▲7.0%と前月の▲31.8%から減少幅が大幅に縮小した。製造業の生産回復を受けて、5月の輸出額も、自動車(含む部品)などを中心に2021年末の水準へ回復した。このように、ロックダウンによるサプライチェーンの混乱は解消される方向にある。

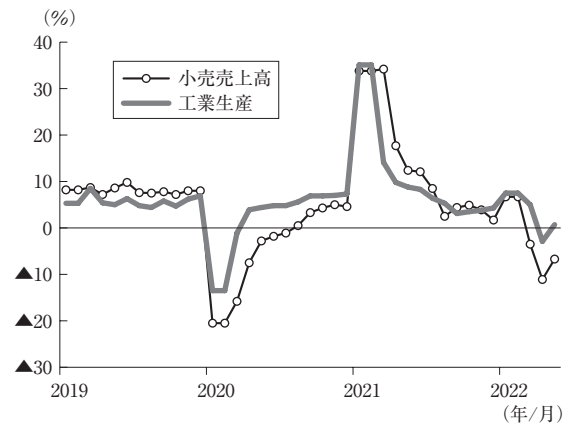
個人消費も底入れした。5月の小売売上高は前年同月比▲6.7%と前月の同▲11.1%から減少幅が縮小した。とりわけ、4月に年率1,500万台へ急減した自動車販売台数は、5月に同2,300万台まで回復した(図表13)。この背景として、外出制限の緩和により需要が回復したほか、関連産業が集積する吉林省長春市や上海市で工場の操業が再開し、供給制約が緩和されたことが挙げられる。

(図表10) 中国の実質GDP (季調値)



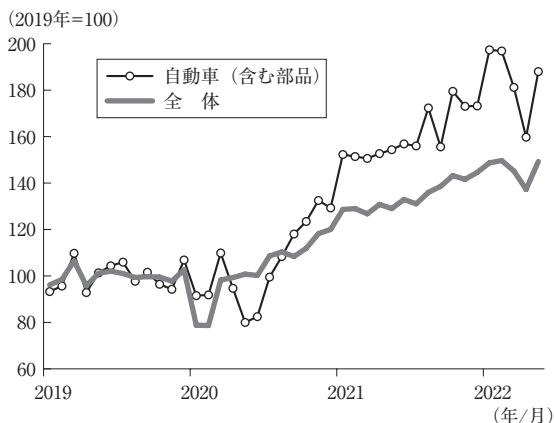
(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成
(注) 点線は予測値。

(図表11) 中国の工業生産と小売売上高 (前年同月比)



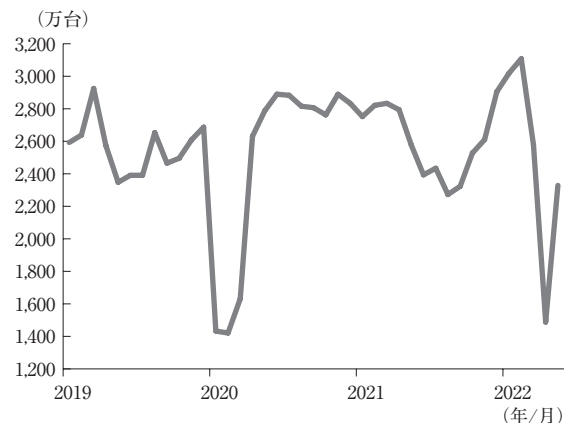
(資料) 国家統計局「规模以上工业增加值」「社会消费品零售总额」を基に日本総合研究所作成

(図表12) 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

(図表13) 中国の自動車販売台数 (季調値、年率換算)



(資料) 汽車工業協会「汽車工業经济运行情况」を基に日本総合研究所作成

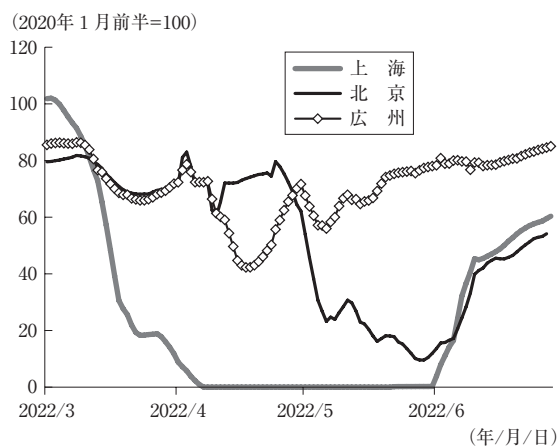
(2) 景気は持ち直しへ

今後を展望すると、中国経済は以下の3点から持ち直しが予想される。第1に、活動制限の緩和による個人消費の回復である。政府は、感染の再拡大を警戒しながらも、営業規制や外出制限といった活動制限を徐々に緩和する方針である。上海市では、6月1日に外出制限が全面的に緩和された結果、人出は順調に回復している。4月から5月にかけてゼロであった地下鉄乗客数は、6月末にロックダウン前の6割の水準まで増加した（図表14）。

他の地域の活動制限も緩和方向にある。北京市の地下鉄乗客数も、5月にコロナ禍前（2020年1月前半）の2割の水準へ落ち込んだが、6月末には同5割へ増加した。江蘇省蘇州市や湖北省武漢市、河南省鄭州市など多くの都市でも増加している。ただし、上海市や北京市に先駆けて活動制限を緩和した広東省広州市のように、多くの地域で一定の活動制限が残っていることから、人出は元通りの水準にすぐには戻らない可能性が高い。

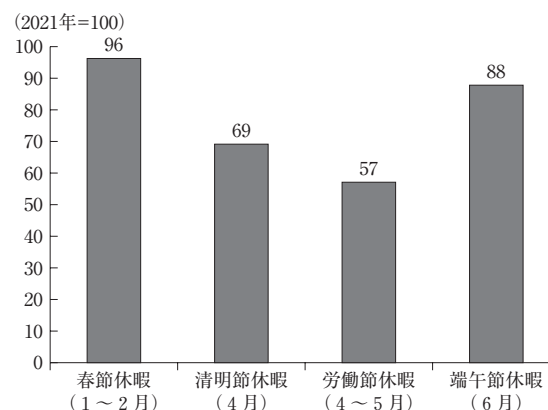
活動制限の緩和を受けて、個人消費はサービスを中心に持ち直すと思われる。実際、観光需要は着実に回復している。4月末から5月初めの労働節休暇の国内観光収入は前年の6割まで減少したが、6月の端午節休暇の収入は前年の9割近くまで回復した（図表15）。夏休みの観光需要は一段と回復するとみられる。中国の大手旅行予約サイト運営会社によると、夏休みの航空券予約は大きく回復しており、上海市、海南省三亜市、広東省広州市、北京市、新疆ウイグル自治区ウルムチ市に人気が集まっている。外食についても、5月の外食売上高は前年同月比▲21.1%と落ち込んだだけに、今後の回復余地は大きいといえよう。

(図表14) 中国主要都市の地下鉄乗客数



(資料) Wind Database「地铁運客量」を基に日本総合研究所作成
(注) 後方7日間移動平均。

(図表15) 中国の国内観光収入 (2022年)



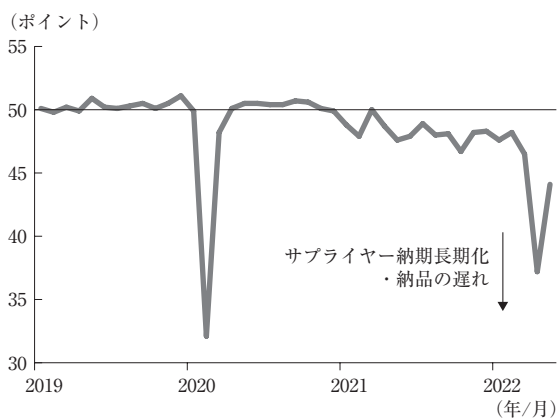
(資料) 文化旅游部を基に日本総合研究所作成

第2に、製造業生産の正常化である。5月に回復した工業生産は物流の停滞などの供給制約によりフル稼働には至っていない。トラックによる貨物輸送量は、依然として前年割れとなっている。5月の製造業PMIのサプライヤー納期指数は44.1ポイントと良し悪しの目安となる「50」を大きく下回り、納期の長期化や納品の遅れが生じている（図表16）。しかし、今後、活動制限の緩和により供給制約が徐々に

に解消されることで、工業生産の回復は加速すると見込まれる。

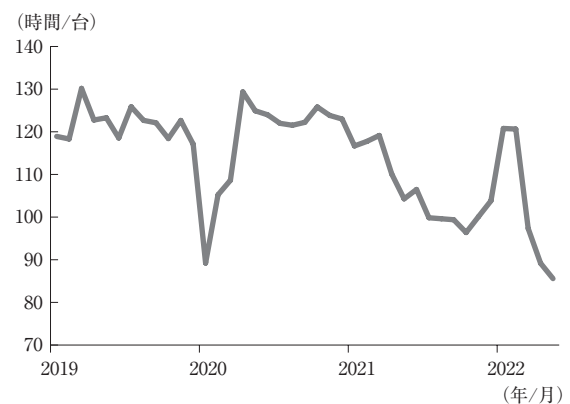
第3は、景気対策効果の発現である。政府は、ゼロコロナ政策を堅持する一方で、2022年の成長率目標を「5.5%前後」に設定している。固定資産投資は、地方政府の財源不足などから低迷しているものの、中央政府はインフラ投資を支援するために、政策銀行の与信枠を8,000億元増額したほか、3.65兆元の地方政府特別債の消化を8月までに終えるよう指示した。足元にかけて建設機械の稼働時間が落ち込むなど、建設活動は低迷しているが（図表17）、政府による支援が浸透すれば、今後、関連投資が上向く可能性が高い。

（図表16）中国の製造業PMIサプライヤー納期指数



（資料）国家统计局「製造業採購經理指数」を基に日本総合研究所作成

（図表17）中国の建設機械の稼働時間（季調値）



（資料）小松製作所「KOMTRAX」を基に日本総合研究所作成

また、乗用車購入者への減税や地域商品券の配布など消費刺激策の効果も年後半に発現すると期待される。政府は、600億元の予算を設け、6月1日から12月31日まで、乗用車購入税の減税策を打ち出した。また、広東省深セン市は、商品券の配布に5億元、家電の購入補助に1億元の予算を組み、上海市は電気自動車への買い替えに1台当たり1万円の補助金を支給する。自動車販売は、先送りされた需要の顕在化に加え、減税や補助金の後押しを受けて着実に回復すると見込まれる。

このように、今後の中国経済は持ち直しが期待されるが、4～6月期の経済活動の落ち込みが足かせとなり、2022年の実質成長率は+4.4%と低めの伸びにとどまる見通しである。2023年は、経済正常化の動きが続くことで、実質成長率は+5.2%へ持ち直すと予想される。

（3）景気下振れリスクは残存

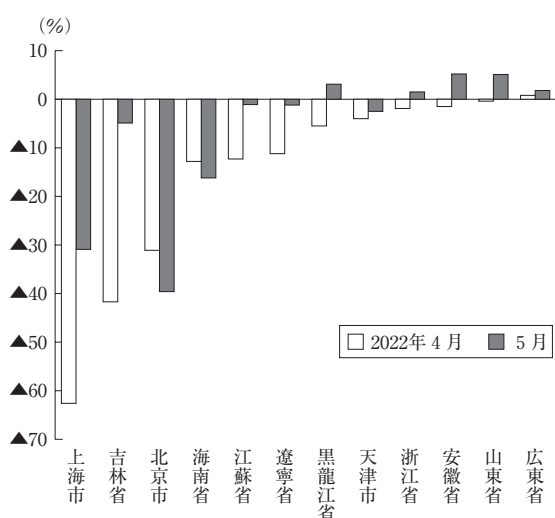
上記のメインシナリオに対し、以下の三つのリスクに注意が必要である。第1に、ゼロコロナ政策による活動制限の発動である。今後、中国政府が今春の上海市のような全面的なロックダウンを実施する可能性は低いとみられるが、5月に北京市でみられたようなPCR検査の強化や外出制限を再び広範囲に発動する可能性もある（図表18）。その場合、景気悪化は避けられないだろう。

第2に、インフレの加速も懸念材料である。中国では、資源価格が高騰するなかでも、企業が価格転

嫁を抑制していることで低インフレが続いている。しかし、世界的に高インフレが常態化すれば、企業は否応なく価格転嫁を余儀なくされる可能性がある。その場合、インフレの加速が家計の支出抑制につながる恐れがある。

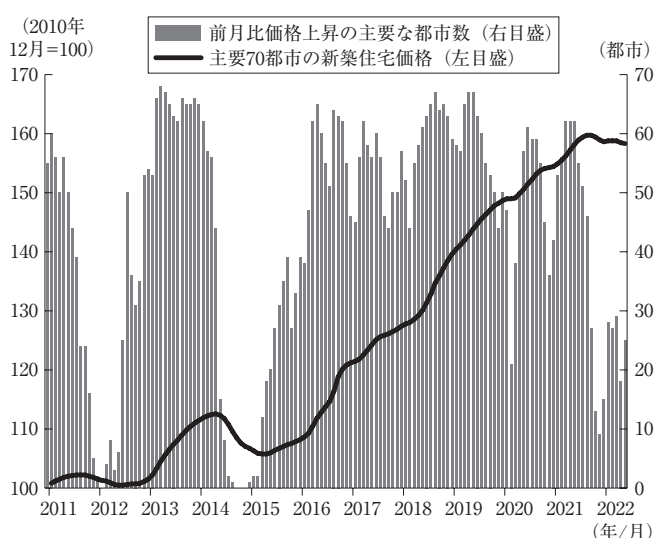
第3に、不動産市場の調整が長引くリスクがある。住宅価格の下落が続くと、住宅所有者のセンチメントは悪化する可能性がある（図表19）。不動産市場の調整が深刻化すると、不動産開発投資の低迷だけでなく、土地所有権の売却収入が減少することで地方政府の歳入が減少し、インフラ投資の抑制につながる可能性もある。

（図表18）中国の地域別工業生産（前年同月比）



（資料）国家统计局「规模以上工业增加值」を基に日本総合研究所作成

（図表19）中国の住宅価格と価格上昇都市数



（資料）国家统计局「全国房地產開發投資和銷售情況」、ロイターを基に日本総合研究所作成

主任研究員 関 辰一

(2022. 6. 30)

3. インド

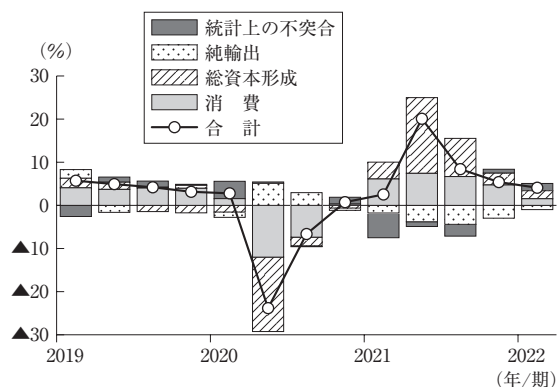
(1) 2022年前半はかろうじて景気回復基調を維持

インド経済は新型コロナの感染動向に左右される状況が続いている。2020年前半の厳格なロックダウンを主因に景気は急速に悪化したものの、その後は活動規制の段階的な緩和により景気の持ち直しが続いている。2021年春先のデルタ株や2022年初のオミクロン株が急拡大した局面では、感染が深刻な地域で州政府による活動規制が再導入された。しかし、中央政府による全面的なロックダウンには至らなかったため、2020年春先のような景気の大規模な悪化は回避された。その結果、2021年度（2021年4月～2022年3月）の実質GDPはコロナ禍前の水準を取り戻した。2022年1～3月期の実質GDPは、前年同期比+4.1%と3四半期連続で増勢が鈍化した（図表20）、これはオミクロン株を中心とする新型コロナの感染拡大が景気を下押ししたほか、落ち込みの反動による景気上振れ局面が一巡したことによるも

のである。

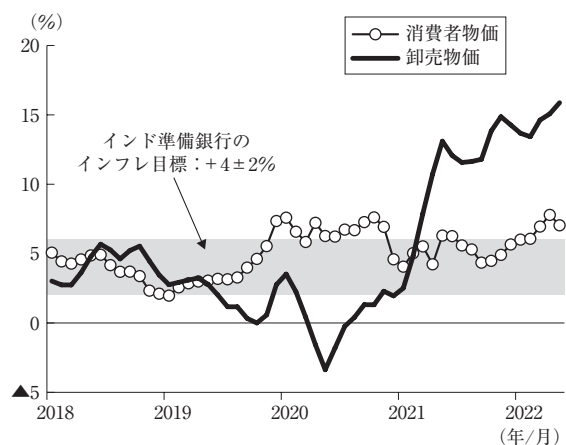
新型コロナによる景気下押し圧力が和らぐ一方、インフレによる景気下押し圧力が強まっている。ウクライナ問題がこう着状態に陥るなか、欧米諸国がロシア産石油の禁輸を打ち出していることなどを受けて、原油価格は100ドル/バレルを超える局面が増えているほか、食料や肥料などの国際価格も高騰している。これにより卸売物価の前年同月比は+10%台に達しており、消費者物価の伸びもインド準備銀行の目標を上回っている（図表21）。

（図表20）インドの実質GDP（前年同期比）



（資料）Ministry of Statistics and Programme Implementation

（図表21）インドの消費者物価と卸売物価（前年同月比）



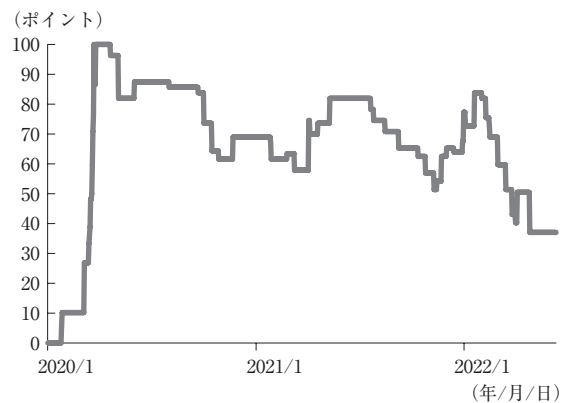
（資料）Reserve Bank of India

資源高に加えて、アメリカの金融政策の正常化に伴う印米間の金利差縮小も、ルピー安を通じてインフレ圧力をもたらしている。物価と通貨の安定に向け、インド準備銀行は5月に臨時会合を開催し、政策金利（レポレート）を0.4%ポイント引き上げた。さらに、6月の通常会合でも0.5%ポイントの追加利上げを決定し、今後も一段の金融引き締めを実施する可能性を示唆した。しかし、ルピー安・ドル高に歯止めはかかっておらず、6月半ばに初めて1ドル=78ルピー台を記録した。

（2）今後も緩やかな景気回復が継続する見込み

先行きを展望すると、活動規制の緩和を主因に、景気は回復基調を維持すると見込まれる。オミクロン株の感染抑制に向けて各地で導入されていた夜間外出禁止や各種施設の定員制限などはすでに撤廃されている。これを反映して、感染抑制に向けた各種政策措置の強さを数値化した厳格度指数は低下している（図表22）。ワクチンの累計接種回数数が20億回に迫るなか、政府は一段の規制緩和を検討しており、これまで規制で抑圧されていた対面型サービス消費などの増勢が強まると見込ま

（図表22）インドの厳格化指数



（資料）University of Oxford

れる。

もっとも、インフレや金融引き締めによる景気下押し圧力が強まっている点を踏まえると、景気回復ペースは緩やかとなる公算が大きい。今後のインフレ動向は、消費者物価指数の約4割を占める食料価格が主導すると見込まれる。足元の肥料価格の高騰が今後収穫期を迎える農作物の販売価格に反映されることがほぼ確実である。また、一部の地域ではモンスーン期（6～9月）の雨量が平年を下回ると予想されており、天候要因を受けた農作物の供給不足が食料インフレを加速させる可能性がある。

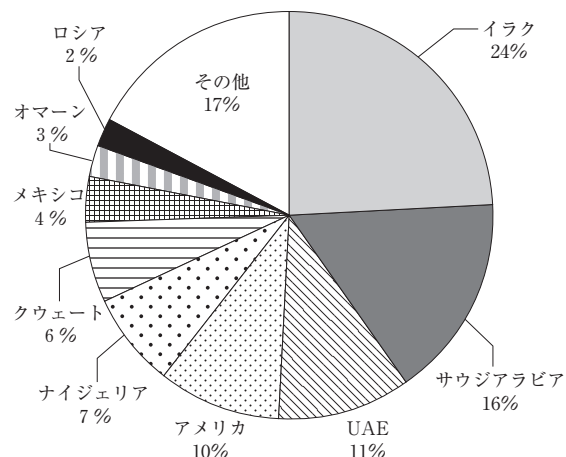
また、OPECプラスやアメリカのシェールオイルの増産ペースが緩やかにとどまっており、原油をはじめとしたエネルギー価格も高止まりする公算が大きい。政府は石油製品の価格抑制に向けて、欧米の経済制裁を受けて割安となったロシア産原油の輸入を拡大するとともに、5月にガソリンと軽油の物品税を引き下げた。今後も追加の経済対策を打ち出すことを検討している。しかし、①2021年のインドの原油輸入に占めるロシアのシェアは2%に過ぎないこと（図表23）、②コロナ禍で大幅に悪化した財政の立て直しが喫緊の課題であり、財政政策の発動余地は限られること、などからインフレ抑制効果も限定的なものにとどまるだろう。

インフレ圧力が根強い状況下、インド準備銀行はアメリカに追随する形で追加利上げを実施するとみられる。それに伴い、商業銀行の各種貸出金利が上昇することも（図表24）、耐久財消費や設備投資の回復力を弱めると見込まれる。

(3) 大国との付き合いに景気下振れリスクが内包

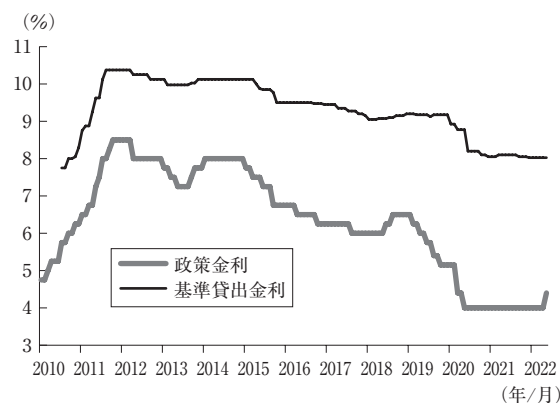
さらに、国際関係の変化に関連した景気下振れリスクにも留意が必要である（図表25）。まず、印露関係についてみると、両国は伝統的な友好国であり、インドは現在でも防衛機器の大半をロシアに依存している。また、欧米に代わる原油販売先を確保したいロシアと国内インフレを抑制したいインドとの間で利害関係が一致している。これを踏まえると、インドはウクライナ問題を巡って中立の立場を維持すると見込まれる。

(図表23) インドの原油（HS2709類）の輸入構造（2021年）



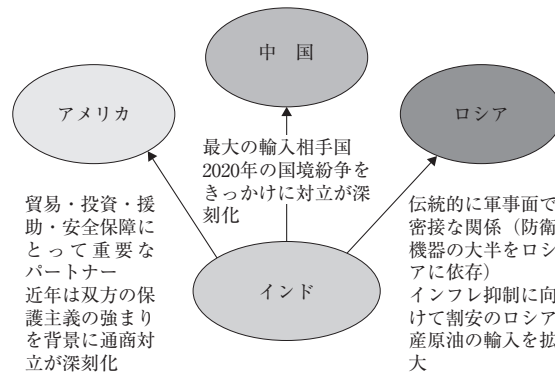
(資料) United Nations

(図表24) インドの政策金利（レポート）と大手商業銀行の基準貸出金利



(資料) Reserve Bank of India

(図表25) インドと米中露の関係



(資料) 日本総合研究所作成

ただし、ロシアと対立するアメリカは貿易・投資・援助の面で、インドにとってロシアよりも重要な取引相手国である。そのため、インドは印米関係にも配慮しながら対露外交を展開する必要がある。今後、アメリカがロシアと取引する第三国に「二次的制裁」を科せば、従来のバランス外交を維持することは困難になる。二次的制裁の導入を受けて、インドがロシアとの原油取引を見直す場合、他の産油国からの割高な原油の輸入拡大がインフレの加速や貿易赤字の拡大などを通じて、景気を下押しする。他方、伝統的な友好関係などを重視し、ロシアからの原油輸入を継続する場合は、アメリカからの制裁措置に伴う景気の下押し圧力に直面することになる。

このほか、中国のゼロコロナ政策の継続や印中関係の悪化に伴い対中輸入が不安定化することで、インフレ圧力が増大する可能性もある。中国はインドにとって最大の輸入相手先である一方、2020年の国境紛争以降、二国間の政治対立が深刻化している。

インドが国際関係の変化に伴う景気悪化リスクを回避するには、再生可能エネルギーの拡大やエネルギー効率の改善などを通じて原油の輸入依存度を引き下げるとともに、インフラ整備や労働法制の改革などを通じて製造業を発展させていくことがカギとなる。政府は2022年度（2022年4月～2023年3月）の予算案の発表時に、各種経済改革を断行する方針を示したが、円滑なインフラ整備や工場設立に不可欠な土地収用法の改正に進展が見られないことなどを踏まえると、政府の思惑通りに構造改革が進む展開は考えにくい。そのため、インド経済は引き続き対外関係の動向に左右されやすい状況が続くと考えられる。

主任研究員 熊谷 章太郎

(2022. 6. 30)