

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 佐野 淳也
調査部 主任研究員 熊谷 章太郎

目 次

1. アジア総論

- (1) 中国経済の減速や高金利・高インフレが逆風に
- (2) 中国の不動産不況と供給網混乱の再来がリスク

2. 中国

- (1) 2023年は減速に歯止め
- (2) 2024年は成長ペース鈍化へ
- (3) 三つの景気下振れリスク

3. インド

- (1) 利上げ停止を受けて2023年度の景気は底堅く推移
- (2) 2024年度も安定成長が続く見込み
- (3) 下院総選挙の展望

要 約

1. 2024年のアジア景気は財輸出の底打ちを背景に回復が続く見込みである。しかし、①中国経済の低迷、②高金利の継続、③インフレ率の高止まりが重石となり、景気は勢いを欠く展開が予想される。NIEsの成長率は+2.1%、ASEAN 5は+4.9%と前年から上昇するものの、コロナ禍前を下回る伸びにとどまる見通しである。
2. こうしたメインシナリオに対し、中国の不動産問題が大きなリスクとなる。不動産市場の悪化が長引く場合、金融機関の経営や地方政府の財政が悪化し、金融システム不安に飛び火する可能性がある。金融仲介機能の低下や金融市場の動揺などを通じて、中国経済が深刻な打撃を受ければ、アジア経済全体が大幅に悪化する可能性がある。
3. また、供給網の混乱もアジア経済のリスクである。中国政府はデジタル化やグリーン化に不可欠な重要鉱物の輸出管理を強化している。仮に、中国政府が禁輸などに踏み切る場合、アジアを含む世界の製造業への打撃が大きい。加えて、供給網の混乱でインフレが生じる可能性もあり、金利上昇などともあいまってアジア経済が後退する恐れもある。
4. アジア諸国のうち中国では、景気浮揚策で最悪期を脱したものの、不動産不況が引き続き景気の重石になる。2023年の成長率は+5.3%と政府目標をкаろうじて達成した後、2024年は+4.4%と減速する見通しである。その理由として、景気浮揚策の効果が一巡するほか、内外需要の自律的な回復力も弱いことが挙げられる。さらに、不動産不況の深刻化や輸出の落ち込みなど、景気下振れリスクが多いことにも注意が必要である。
5. インドでは、2024年度の成長率が+6.7%と、コロナ禍前を超える安定した成長が予想される。ただし、エネルギー・食料を中心とするインフレの再燃には注意が必要である。また、2024年に実施が見込まれる下院総選挙の動向も先行きの懸念材料となる。現時点では現与党連合が勝利し、企業寄りの政策を重視するモディ政権が3期目に突入する可能性が高いが、家計寄りで企業に厳しい政策を掲げる野党連合への政権交代があれば、成長力を引き下げる可能性もくすぶっている。

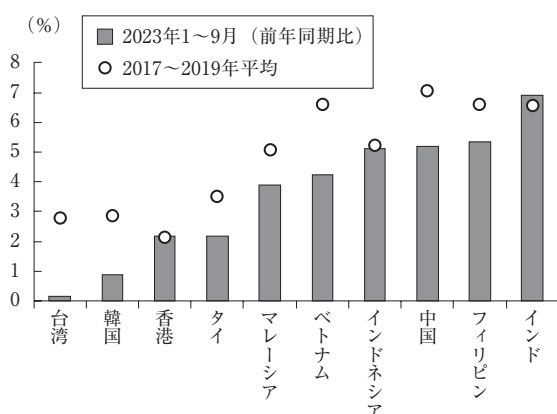
1. アジア総論

(1) 中国経済の減速や高金利・高インフレが逆風に

A. 2023年の景気は輸出依存度の違いで明暗

2023年のアジア各国・地域の景気は総じて持ち直したが、国・地域によってバラつきがみられた。世界的な財需要の低迷によって、輸出依存度が高い国・地域の経済は、コロナ禍前の成長率を下回り、苦しい局面が続いた（図表1）。最近ではAIなど新技術向けの需要増やIT関連製品の在庫調整の進展により、韓国、台湾、ベトナムの輸出に改善の兆しがみられるが、これまでの減少を取り戻す力強さはない（図表2）。

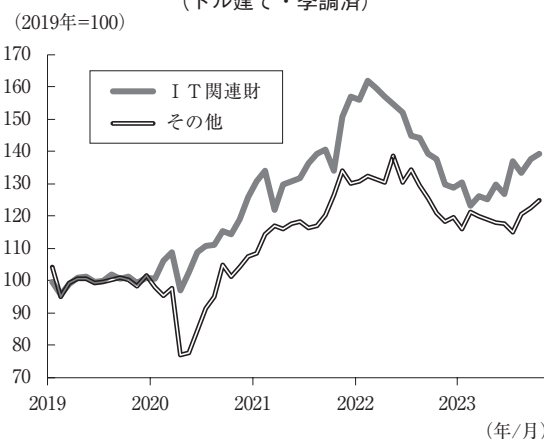
（図表1）アジア各国・地域のGDP成長率



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（注）インドは2023年7～9月期のGDP公表前のため、2023年1～6月の前年同期比。

（図表2）韓国・台湾・ベトナムの輸出
（ドル建て・季調済）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（注）移動祝日に対応したダミー変数により春節要因も調整した季節調整値。IT関連財は半導体・電子・電気機器が含まれる項目を抽出。

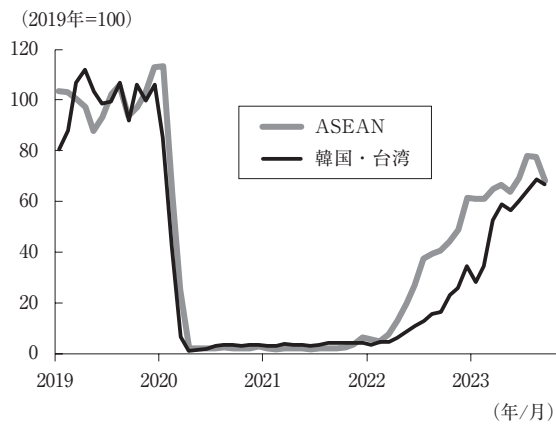
財とは対照的にサービス需要は引き続き堅調であり、2022年から増え始めた海外からの旅行者数は2023年も増加傾向を維持した（図表3）。それによる雇用の増加がアジア各国・地域の内需回復に大きく貢献した。

2023年のアジア全体の成長率は前年比+5.1%と、2022年の同+4.3%から成長率は高まるものの、7月時点の予想（同+5.3%）から下方修正された（図表4）。財輸出の依存度が高い台湾の成長率が+1.1%（7月時点の見通し：+1.8%）、ベトナムが+5.1%（同+6.2%）と、それぞれ大きく下方修正されている。中国は2022年末のゼロコロナ政策の解除で大きな反発が期待されたが、2023年の春先から早々に伸び悩み、2023年通年では+5.3%（同+5.6%）にとどまる予想である。一方、インドネシアは+5.0%（同+4.9%）、インドは+6.3%（同+6.3%）と、内需の回復が支えとなり想定通りに力強く回復している。

B. 2024年は三つの要因が景気の重石に

2024年のアジア経済全体の成長率は前年比+4.8%と2023年から減速すると予想する。中国の成長率（同

(図表3) アジア各国・地域への訪問者数



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

(注) ASEANはインドネシア、フィリピン、ベトナム、タイ、シンガポールの合計。

(図表4) アジア経済成長率予測値

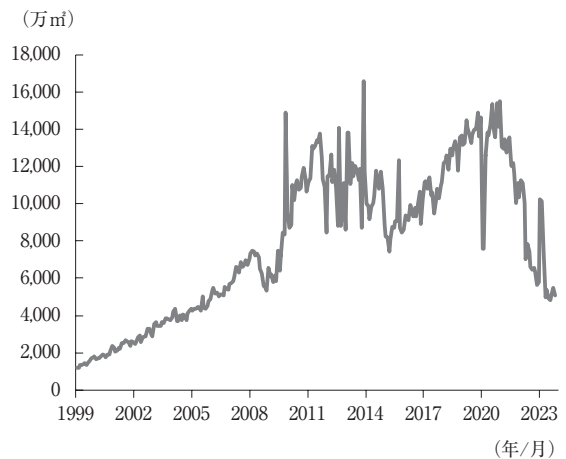
	2022年	2023年 (予測)	2024年 (予測)	2025年 (予測)
アジア計	4.3	5.1	4.8	4.8
北東アジア	2.8	4.7	4.1	4.1
中国	3.0	5.3	4.4	4.4
香港	▲ 3.5	3.3	2.7	2.7
台湾	2.4	1.1	2.2	2.4
韓国	2.6	1.3	2.0	2.3
ASEAN 5	6.0	4.6	4.9	5.2
タイ	2.6	2.5	3.6	3.2
マレーシア	8.7	4.2	4.4	4.6
インドネシア	5.3	5.0	4.8	5.2
フィリピン	7.6	5.4	5.6	6.1
ベトナム	8.0	5.1	6.7	6.8
インド (年度)	7.2	6.3	6.7	6.5

(資料) 日本総合研究所作成

+4.4%) が前年から大きく低下することが背景にある。NIEsの成長率は+2.1%、ASEAN 5は+4.9%と前年から上昇すると見込むが、コロナ禍前(2017～2019年平均: +2.7%、+5.3%)をともに下回る伸びにとどまる見通しである。一方、インドの成長率は+6.7%と、コロナ禍前(同+5.7%)を超える安定した伸びを予想している。以下の3点を背景に、アジア経済は全体として伸び悩む見込みである。

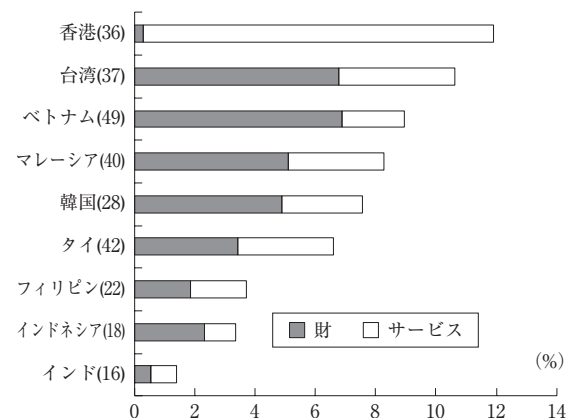
第1に、中国経済の減速による低調な貿易取引である(図表5)。財輸出は最悪期を脱したもの、本格的な回復には至らないとみる。さらに、深刻化する不動産不況で中国の内需が低迷し、アジアの財・サービス輸出を下押しする可能性が高い。韓国、台湾、ベトナムを中心にIT関連製品のグローバルな需要回復が輸出を押し上げることが期待されるものの、これらの国・地域では中国依存度が高く、その好影響が打ち消される見込みである(図表6)。また、アジア各国・地域への中国人の旅行者数は徐々に増加しており、コロナ禍前に戻りつつあるが、元安や所得環境の悪化でかつてのような現地での旺盛な支出は期待できない。そのため、2023年の景気をけん引したインバウン

(図表5) 中国住宅着工床面積(季調値)



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

(図表6) 中国向け輸出付加価値(2018年、GDP比)



(資料) OECDを基に日本総合研究所作成

(注) カッコ内は全輸出における貿易付加価値のGDP比。

ド需要は今後頭打ちとなる可能性が高い。

第2に、高金利の継続である。アジアでは多くの中央銀行が、アメリカに追随して政策金利を連続的に引き上げてきたが、アメリカでは2024年中に1%弱の利下げが実施される見込みであり、アジア諸国もこれに追随すると予想される（図表7）。ただし、国・地域によって利下げの度合いは異なり、政策金利がコロナ禍前の水準を上回る国・地域も多い。とくに韓国やフィリピンではインフレ懸念などを背景に政策金利が高い水準で維持されると予想され、金融環境の引き締まりが景気を下押しする見込みである（図表8）。

第3に、インフレ率の高止まりである。中国ではデフレが懸念されているが、その他のアジアの国・地域では引き続きインフレへの警戒感が強い。2023年に入ってから低下に転じたインフレ率は足元では総じて下げ止まっており、一部の国では再び上昇している（図表9）。現在、エネルギーを中心に資源価格が上昇しており、ロシア・ウクライナ情勢に続き、イスラエル・パレスチナ情勢の悪化が一段の資源高につながる可能性もある（図10）。これに加えて、エルニーニョ現象の発生などを背景とする天候不順が食料品市況を高騰させる恐れもある。

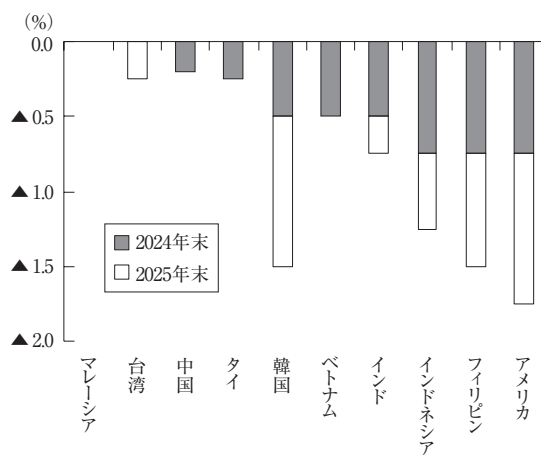
(2) 中国不動産不況と供給網混乱がリスク

2024年の景気は緩やかに回復するとのメインシナリオに対し、懸念材料として不動産市場の悪化を引き金に中国の金融・経済が大幅に悪化するリスクや、東西対立の激化で供給網が混乱するリスクが挙げられる。

A. 懸念される中国の不動産市場の悪化

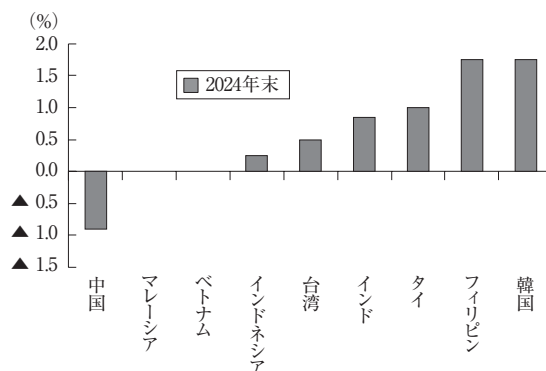
中国では長期間にわたって積極的な住宅建設が続き、不動産市場が過熱してきたが、足元では急激に冷え込んでおり、地方を中心に住宅在庫が大

（図表7）政策金利の変化幅予測（2023年10月末対比）



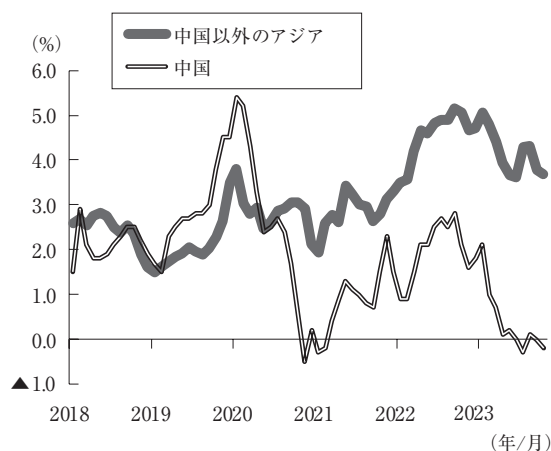
（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表8）政策金利予測（2019年末実績値との差）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表9）アジアのインフレ率（前年同月比）



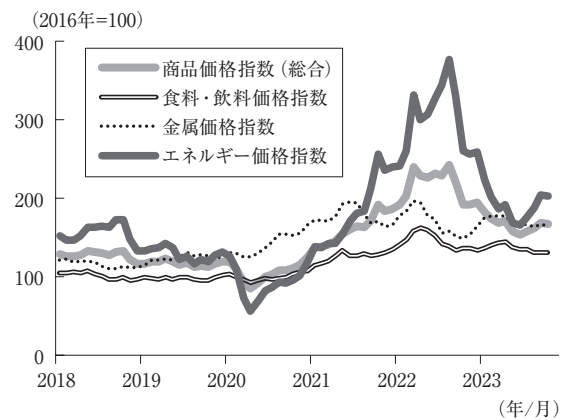
（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（注）中国以外のアジアは台湾・韓国、ASEAN 5（除くシンガポール）、インドの伸び率を単純平均したもの。

幅に積み上がっている。人口が減少に転じることも重なり、住宅を中心とする不動産への需要が自律的に好転することは期待しづらくなっている。報道によれば、政府は1兆元の低金利資金を都市部の再開発などに充てる対策を講じることを計画しており、これには中国版量的緩和ともいわれる中国人民銀行による担保付補完貸出（PSL）が再び利用されると見込まれている。これまで住宅需要喚起策が繰り返し行われ、とくに2015～2018年にかけて実施されたPSLによる貧困地区の再開発支援策は大きな効果を発揮し、不動産市場を押し上げたとみられる。しかし、今回は補完貸出の対象地域が狭いことから、政策の規模も小さくなると予想され、当時と同様の効果は期待できない。このような政府による需要喚起策は限界を迎えているとみられ、不動産市場の悪化に対する有効な手立てが見出せない状況にある。

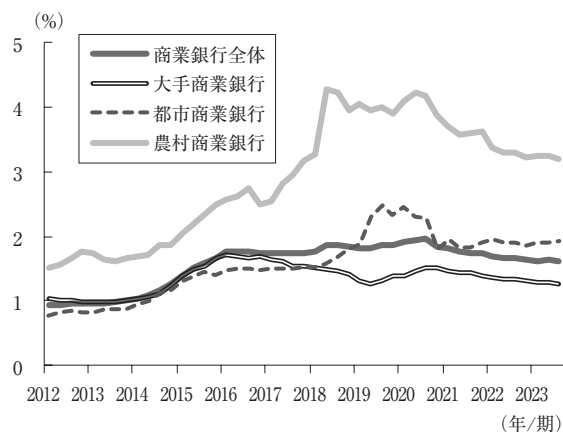
不動産市場の悪化が長引く場合、金融機関の経営や地方政府の財政が悪化し、金融システム不安に飛び火する可能性がある。銀行の不良債権比率は2023年9月時点で1.6%と低位にとどまっているが、銀行が毎年3兆元もの不良債権処理（資産管理会社（AMC）への債権売却）を実施していることがその背景にある（図表11、12）。不良債権比率が示す以上に、実際の銀行経営はかなり厳しいとみられる。中国政府は大手銀行による中小銀行の買収などを通じて、不良債権を巡る混乱を未然に防ぎ、銀行預金の取り付け騒ぎなど社会問題への発展を避ける構えである。しかし、不動産業向け貸出を中心に不良債権が急速に増えている。こうした状況が続く場合、関連与信に伴う損失で経営が悪化する金融機関が増え、政府が状況をコントロールすることが難しくなる事態も想定される。

（図表10）IMF商品価格指数



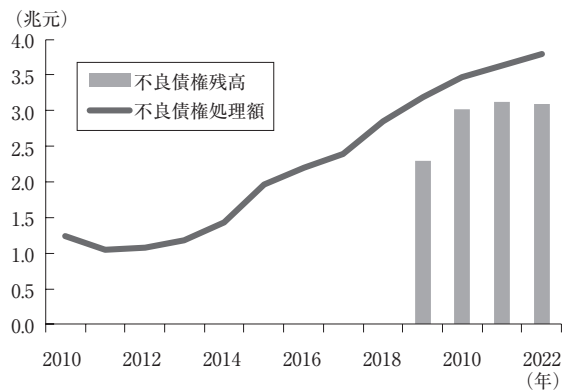
（資料）IMFを基に日本総合研究所作成

（図表11）中国不良債権比率



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表12）中国不良債権残高と処理額



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（注）処理額は各年の資産管理会社（AMC）への不良債権売却額。

さらに、地方政府は土地所有権の売却を重要な収入源としてきたが、不動産市況が悪化していることを背景に減収に陥っている。地方政府が設立した投資会社「地方融資平台（LGFV）」も多額の債務を抱えており、経営破綻も懸念されている。地方融資平台の債務は地方政府の「隠れ債務」とされており、地方政府の土地収入の減少と融資平台の資金繰り悪化が深刻化すると地方財政が強く圧迫される懸念がある。

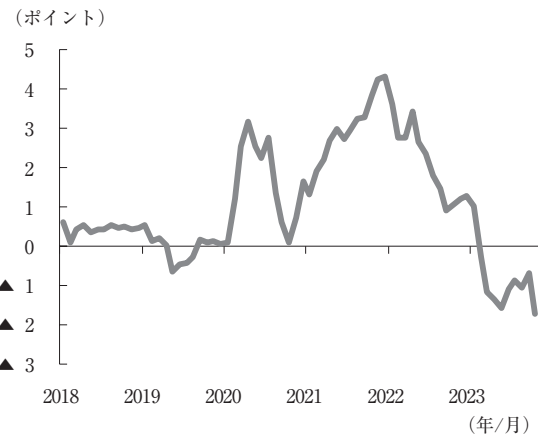
このような不動産市場との関連が深い企業・金融機関の経営や地方政府の財政が悪化すると、金融仲介機能の低下や金融市場の動揺などを通じて、中国経済が深刻な打撃を受ける恐れがある。

B. 供給網の混乱がインフレを助長するリスク

2020年以降、コロナ禍での都市封鎖の実施やロシアによるウクライナ侵攻を背景に、貿易取引が混乱し、様々な財の供給が世界的に停滞した（図表13）。こうした供給網の機能不全は、世界的に経済安全保障の重要性を認識させた。とくに、西側諸国では、中国経済との「デカップリング（切り離し）」や「デリスキング（リスク低減）」が強く意識され、政府と企業が一体となって供給網の再構築を進めている。しかし、再構築の機運は西側諸国と中国との軋轢を生んでおり、その展開によっては、最近落ち着いてきた供給網の混乱が再発する恐れがある。

実際、アメリカを中心とした西側諸国が半導体などの対中取引を規制しており、これへの対抗として中国政府は重要鉱物の輸出規制を強化し始めている。中国は2023年8月から半導体など電子部品の製造に欠かせない重要鉱物であるガリウムとゲルマニウムの輸出管理を強化している（図表14）。さらに、10月からはモーター用磁石などに使用されるレアアースを対象に輸出管理を強化したほか、12月にはバッテリーに使われるグラファイトもその対象に加えるとしている。現在のところ、中国政府は西側諸国への対抗措置を輸出管理にとどめているが、対立がさらに激化した場合、中国政府は禁輸に踏み切るなど、圧倒的な世界シェアを持つ重要鉱物を戦略的に利用することが予想される。その場合、世界の製造業が多大な悪

（図表13）グローバル・サプライチェーン圧力指数



（資料）NYFedを基に日本総合研究所作成

（注）全期間（1997年9月～）の平均値に対する各月の乖離。値が大きいほどサプライチェーンが逼迫している状況を表す。

（図表14）中国による重要鉱物輸出管理強化

対象	管理強化開始	備考
ガリウム	2023年8月1日	ともに半導体などの材料としても使われる。米国が2022年10月に導入した先端半導体向け製造装置の輸出管理に対し、日本（7月23日開始）、オランダ（9月1日開始）も追随。それに反発する形で管理強化を発表。
ゲルマニウム		
レアアース	2023年10月31日	家電製品、自動車、産業機器を含む様々な機器のモーター用磁石などに利用される素材。2021年には「レアアース管理条例」を発表していた。
グラファイト	2023年12月1日	電気自動車用バッテリーの負極材に使われる。EUが中国政府による中国製EVへの補助金を調査すると決めたことなどへの対抗措置の可能性。

（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

影響をこうむる（図表15）。

デジタル化やグリーン化で利用される重要鉱物への需要は世界的に高まっており、西側諸国はその中国依存度の高さに危機感を抱いている。西側諸国は強力な政策支援によって、重要鉱物の供給網を再編し、中国依存度を緩和することを目論んでいる（図表16）。

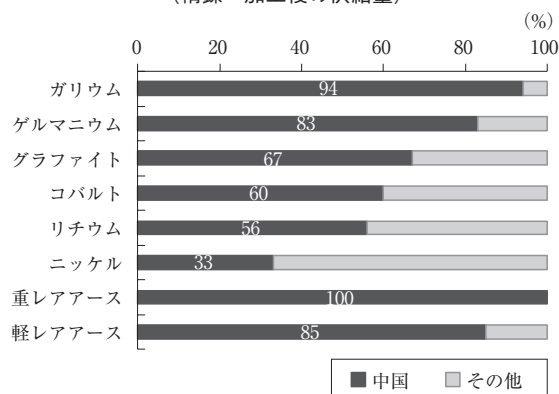
日本では、2023年1月に「重要鉱物に係る安定供給確保を図るための取組方針」で同分野への開発資金支援など具体的な取り組みが示された。これに基づき2023年度の予算に、①エネルギー・金属鉱物資源機構（JOGMEC）による出資事業と②経済安全保障推進法に基づく鉱物資源関連の助成事業に合計2,158億円が計上された。

アメリカでは、2021年11月に成立した「インフラ投資雇用法」に基づきEV用バッテリーの国内生産拡大を目的としたプロジェクトに助成金を付与した。また、2022年4月には「国防生産法」に基づき重要鉱物の国内生産増に向けた取り組みを開始した。さらに、2022年8月に成立した「インフレ抑制法」では、中国からの重要鉱物を使ったバッテリーを搭載したEVを補助金の対象から外したほか、アメリカ国内での重要鉱物の生産に対して減税を実施している。

EUでは2023年3月に「欧州重要原材料法案」を公表し、2030年までに重要鉱物の年間消費量の少なくとも40%を域内で加工し、10%を採掘する目標を掲げた。目標達成に向けた具体的な施策として、事業許認可手続きの簡素化が挙げられているが、これに加えて補助金を拠出する可能性もある。

ただし、重要鉱物分野で圧倒的シェアを持つ中国の優位は容易に変わらない。脱中国を図ろうとすれば西側諸国は大規模な財政支出が必要となる。仮に再編が進んだ場合でも、中国以外の供給地からの調達コストは割高であると考えられ、物価を構造的に高める恐れがある。世界的に高インフレが続く場合、アジア各国・地域での利下げが難しくなる一方で、通貨下落の圧力が高まる。供給網の混乱が輸入インフレを招き、アジア経済を後退させる可能性には注意が必要である。

（図表15）主要重要鉱物の中国シェア（精錬・加工後の供給量）



（資料）欧州委員会「Study on the critical raw materials for the EU 2023」を基に日本総合研究所作成

（図表16）重要鉱物サプライチェーン再編に関する主要国・地域の動き

重要鉱物需要国	
アメリカ	・ 戦略的重要素材の国内製造強化に国防生産法を活用するため7.5億ドルの予算を確保 ・ 「インフラ投資雇用法」（2021年11月成立）：レアアースやバッテリー関連に予算措置 ・ 「インフレ抑制法」（2022年8月に成立）：中国等からの重要鉱物を使ったバッテリーを搭載したEVを補助金対象から外し、重要鉱物の生産に対して減税。
日本	・ 2023年1月「重要鉱物に係る安定供給確保を図るための取組方針」を発表。 ・ 予算2,158億円による支援。
EU	・ 「欧州重要原材料法案」（2023年3月公表）：2030年までに重要鉱物の年間消費量の少なくとも40%を域内で加工し、10%を採掘する目標 ・ 関連事業許認可手続きを簡素化
重要鉱物供給国	
オーストラリア	・ 2023年6月に「重要鉱物戦略2023-2030」を発表。海外パートナー国との共同投資案件などの支援のために4年間で5,710万豪ドルの予算措置。
カナダ	・ 2022年12月に「重要鉱物戦略」を発表。2022年度の連邦予算から最大38億カナダドルを拠出。

（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

アジア経済グループ長 野木森 稔
(2023.11.28)

2. 中国

(1) 2023年は減速に歯止め

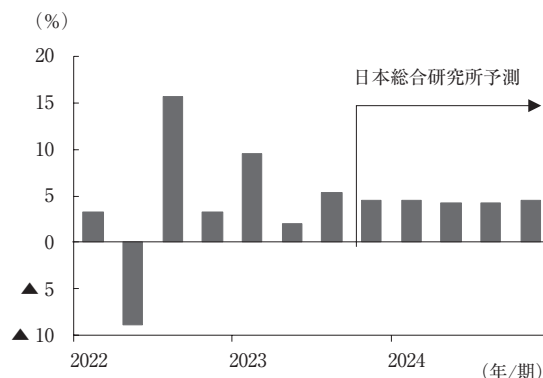
中国景気は、2023年春からの減速に歯止めがかかり、一段の落ち込みは回避されている。2023年7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+5.3%と、4～6月期の同+2.0%から加速した（図表17）。その主因として、年央以降に官民で実施された消費喚起策や金融緩和などの景気浮揚策が奏功し、内需が持ち直したことが挙げられる（図表18）。

内需のなかでも消費の持ち直しが目立っている。政府は2023年7月下旬、①EVを含む新エネルギー車の購入に係る税の減免、②スマート家電の買い替え奨励、③オフピーク休暇の奨励を通じた観光促進策の導入、といった施策を発表した。8月には、所得税の控除拡大も打ち出した。こうした消費喚起策が最も押し上げ効果を発揮した分野は自動車である。メーカーによる相次ぐ値下げや地方政府による補助金の拠出もあって、販売台数は8月から3カ月連続で前年同月を上回った（図表19）。自動車以外にも、家電や国内旅行などの消費も増加した。

10～12月期も、こうした消費喚起策に支えられ、高めの成長が続くと見込まれる。消費喚起に加えて、財政政策の面では、国債の追加発行や地方債の2024年分発行枠からの前倒し発行が決まったほか、金融政策の面でも中央銀行が緩和スタンスを継続している。こうした景気浮揚策が成長率を押し上げると予想される。

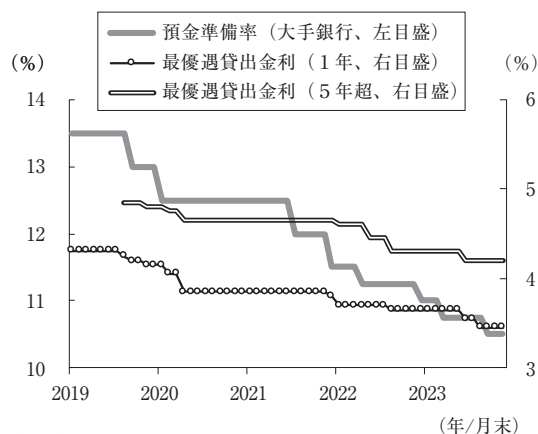
ただし、不安材料も依然として多い。とりわけ不動産不況は引き続き景気を下押しする方向に作用している。政府は8月末以降、住宅ローン金利や頭金比率の引き下げといった不動産の需要喚起策を打ち出しているものの、住宅販売は不振が続いている。不動産開発業者も予約物件の完成や在庫の処理に追われ、新規開発を行う余力に乏しい

（図表17）中国の実質GDP（前期比年率）



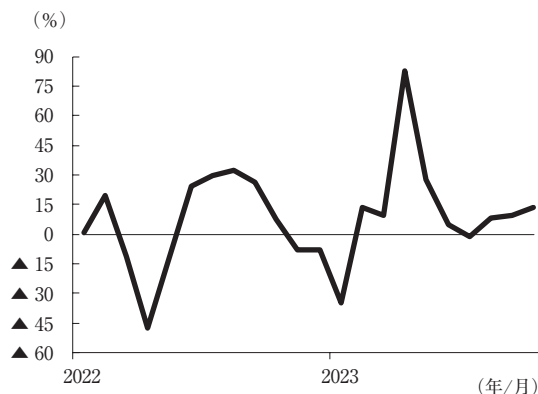
（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表18）中国の政策金利と預金準備率



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表19）中国の自動車販売台数（前年同月比）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

状況である。その結果、不動産開発投資は減少に歯止めがかからず、経済成長率を強く下押ししている。

外需の面でも、輸出が春以降低迷している。その背景として、巣ごもり需要の終息などによる世界的な財需要の低迷が挙げられる。輸出を国・地域別にみると、アメリカや日本、EUなど先進国向けの落ち込みが顕著である。輸出全体の1割を占めるIT関連製品（携帯電話やパソコン）をはじめ、多くの製品で軒並み減少している。こうした輸出の弱さは当面継続するとみられる。

このように中国経済は最悪期を脱したものの、景気下押し圧力は根強く、2023年の実質GDP成長率は前年比+5.3%と、政府目標である「+5%前後」をкаろうじて達成する見通しである。

(2) 2024年は成長ペース鈍化へ

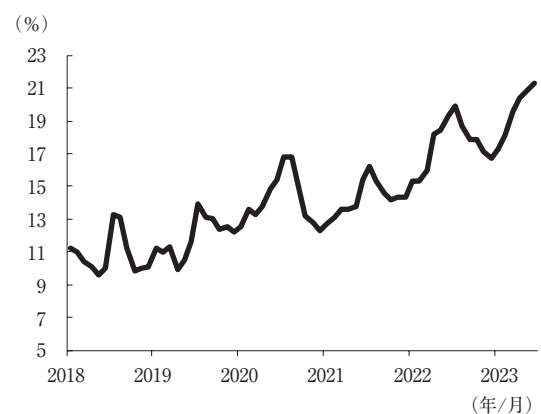
年明け以降の景気は再び減速し、成長率は前期比年率+4%台で推移すると予想する。2024年通年の実質GDP成長率は前年比+4.4%と、2023年を下回る見通しである。成長率が低下する要因として次の2点が挙げられる。

第1に、景気浮揚策による成長押し上げ効果の一巡である。例えば、政府は、2023年10月に決定した国債の追加発行の目的などについて、年末までに1兆元の調達を完了させたいと、そのうちの5,000億元は年内に災害復旧などの目的で使用し、残り5,000億元は2024年に使用すると説明している。これを踏まえると、今回の景気浮揚策は2024年分の政府支出を前倒しで実施しているに過ぎず、2024年も積極的な政策スタンスが維持されるとは限らない。国債の追加発行の規模がそれほど大きくないほか、2023年度の地方債発行枠の拡大が見送られたことなどを勘案しても、政府は積極的な財政出動に基本的には慎重といえる。また、潘功勝・中央銀行総裁は11月、「中国経済には適度なペースでの成長が必要だが、質が高く持続可能な発展は成長よりも重要だ」と発言しており、過度な金融緩和で緊急性の低い投資需要を喚起するなど、力づくで成長率を高めるような従来の手法から転換することを表明した。政府が景気を重視する姿勢を明確に打ち出し、追加的な財政・金融緩和策を講じない限り、2024年の成長率は政策要因のはく落で鈍化する可能性が高い。

第2に、内外需要の自律的な回復が期待できないことである。まず、個人消費の低迷が続く可能性が高い。新型コロナの感染拡大を境に、中国の雇用・所得環境は厳しさを増した。とりわけ、若年失業率の上昇が目立っている（図表20）。一人当たりの可処分所得の伸びも、コロナ禍前に比べて低位にとどまっている。そのため、家計の購買意欲は減退しており、個人消費の本格回復は見通し難い（図表21）。実際、現地調査会社（星図数据）の集計によると、中国最大のオンライン通販セール「独身の日」の取引高は、消費者の根強い節約志向を背景に、前年比+2.1%と伸び悩んだ。

民間企業の設備投資意欲も減退している。政府は2021年からIT企業が過度な利益追求をしないよう事業規制を強化したほか、国有企業を重視した

（図表20）中国の若年失業率（16～24歳）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

産業政策を推進していることが、民間企業の投資姿勢を後退させてきた。2023年7月、政府はこうした方針を軌道修正し、①国有企業との不公平な取り扱いの是正、②参入障壁の撤廃、③民間企業および経営者の利益保護、といった施策を打ち出し、ハイエンド製品の研究開発などへの投資を呼び掛けた。もっとも、企業はこうした政府の方針転換に懐疑的な見方を崩しておらず、民間投資は伸び悩みが続いている。

外需をみると、当面の海外景気は冴えない動きが続くと予想され、輸出の低迷が続く見込みである。実際、10月の製造業PMIの新規輸出受注指数は46.8にとどまり、7カ月連続で節目の50を割り込んでいる（図表22）。

（3）三つの景気下振れリスク

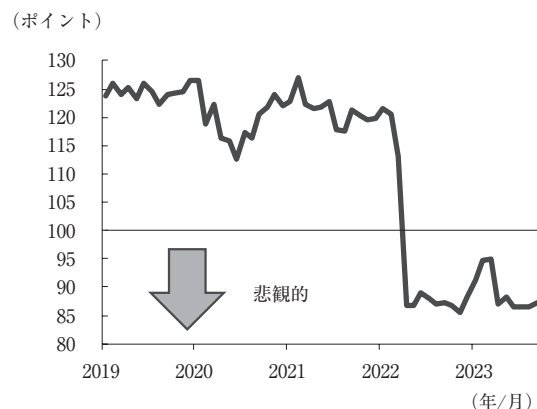
さらに、中国景気の下振れを招きかねないリスクも多く、なかでも、以下の3点に注意が必要である。

第1に、不動産不況の深刻化である。政府は相次いで住宅投資の喚起策を講じているものの、住宅販売の減少傾向に歯止めがかかっていない。販売の不振で住宅価格も下落しており、2023年10月には主要70都市のうち、56都市の価格が前月から下落した（図表23）。価格下落が長期化すると、の予想から買い控えが生じており、一段の需要の縮小につながるといふ悪循環に陥りつつある。

すでに不動産開発業者の資金繰りが悪化しており、恒大集団や碧桂园といった大手企業を含めて、債務返済の遅れや債権者に対する返済延期要請が相次いでいる。こうした動きが広がると、不動産開発業者向け融資の不良債権が増加する。仮に、金融機関の経営が悪化して金融仲介機能が低下すると、中国経済が深刻な景気後退に陥る可能性がある。

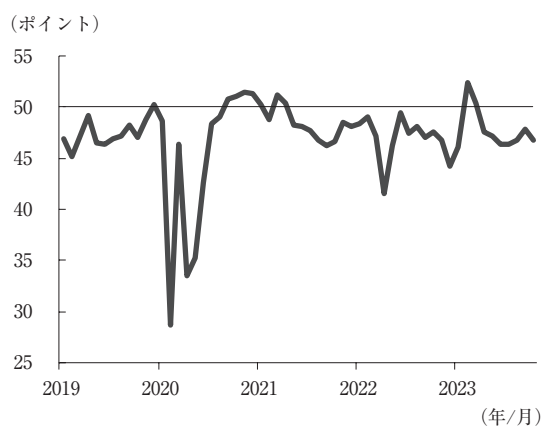
第2に、輸出の落ち込みである。アメリカ政府

（図表21）中国の消費者信頼感指数



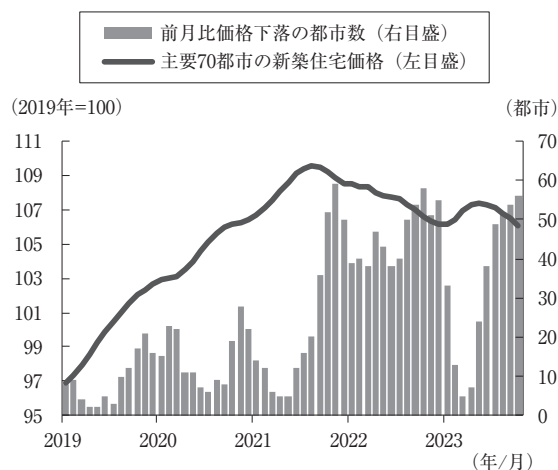
（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表22）中国の新規輸出受注指数（製造業PMI）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表23）中国の住宅価格と価格下落都市数



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

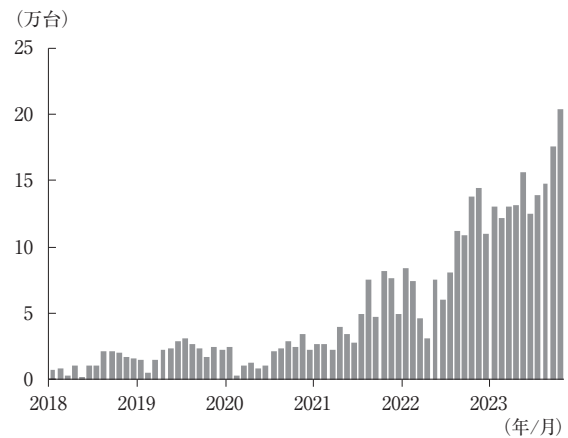
は、2024年の大統領選挙に向けて、対中姿勢を硬化させる可能性がある。最先端の半導体製造装置をはじめ、アメリカ政府が対中輸出規制を一段と強化する場合、中国の生産・輸出は大きな打撃を受けるとともに、中国以外での生産を増やすチャイナプラスワンの潮流が加速し、中国の国際生産拠点としてのプレゼンスが低下すると考えられる。

また、アメリカ以外との貿易摩擦が高まる兆候もある。世界的なEV需要の高まりを受けて、中国のEV輸出は急増しているが、ペースがあまりに急であったため、中国製EV輸出への反発が強まっている（図表24）。実際、EUは中国政府が

EVに対して不当な補助金を拠出していないかについて調査を開始した。このような動きが広がれば、中国のEV輸出が失速する恐れがある。

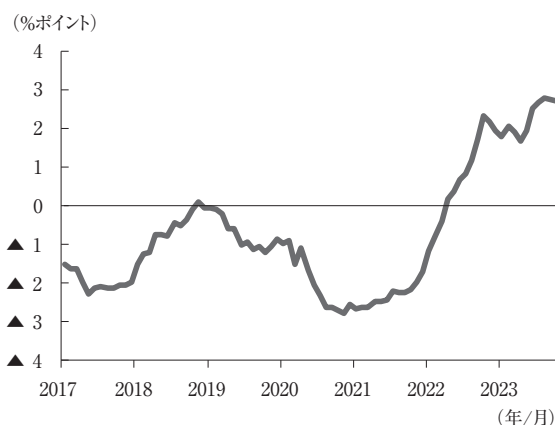
第3に、海外への資本流出の加速である。中国では、内外金利差の拡大と国内景気の不振を受けて、海外への資本流出が拡大している（図表25）。国家外為管理局によると、証券投資などに伴う流出超過は2023年9月に539億ドルと、2016年1月以来の高水準に達した（図表26）。国内景気や不動産市場の先行き懸念は2024年もくすぶるとみられ、人民元安が一段と進む可能性がある。通貨の買い支えで外貨準備が大きく減少する場合、元安と資本流出が相乗的に進む悪循環に陥る恐れがあり、それを嫌気して中国株安や、逆資産効果などを通じた個人消費や設備投資の下振れなど、マイナス影響が連鎖していく可能性がある。

（図表24）中国のEV輸出台数



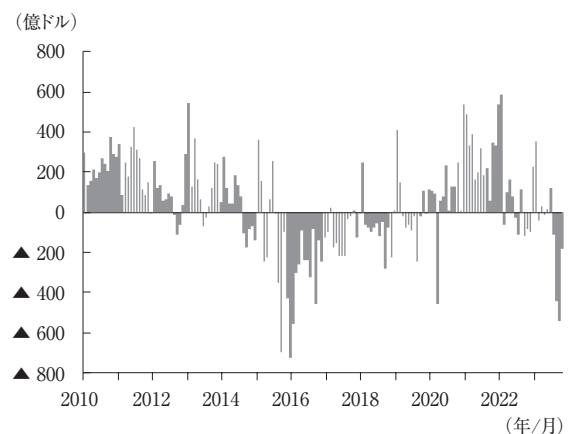
（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

（図表25）米中金利差（2年国債利回り）



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成
（注）アメリカ・中国で算出。

（図表26）中国の海外への資金流出入
（経常・資本収支、銀行経由）



（資料）国家外為管理局を基に日本総合研究所作成

主任研究員 佐野 淳也
(2023.11.28)

3. インド

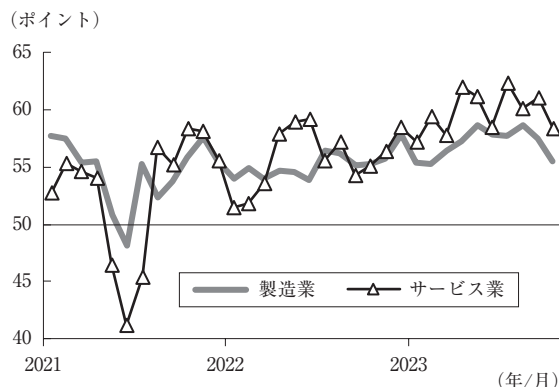
(1) 利上げ停止を受けて2023年度の景気は底堅く推移

インドではコロナ禍の混乱を脱して経済活動が正常化しており、2023年度（2023年4月～2024年3月）の景気は堅調に推移している。PMI（購買担当者景気指数）は景気判断の分かれ目とされる50ポイントを一貫して上回っており（図表27）、代表的な株価指数であるSENSEX指数も2023年秋口にかけて過去最高値を幾度も更新した。

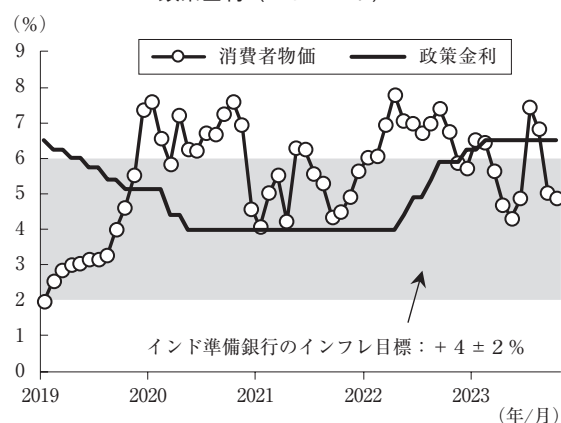
世界経済が減速するなかでもインド経済が底堅い理由として、基本的にインドが内需主導型経済であることに加え、政府がインフレ抑制に向けて様々な対策を講じてきたことが挙げられる。

ウクライナ問題をきっかけとするエネルギー価格の上昇に対して、インド政府は割安なロシア産原油の輸入拡大や燃料税の引き下げに踏み切った。その結果、原油輸入に占めるロシアの割合は2021年の2%から足元で40%弱に上昇した。また、異常気象に伴う食料品価格の高騰に対して、政府は、①白米（非バスマティ米）の輸出禁止、②タマネギの40%輸出関税の導入、③政府備蓄の放出などの措置を講じることで、国内供給の安定を図った。こうした政府による対応が功を奏し、インフレ率はインド準備銀行のインフレ目標の範囲内におおむね収まっている（図表28）。

（図表27）インドのPMI（購買担当者景気指数）



（図表28）インドの消費者物価（前年同月比）と政策金利（レポレート）



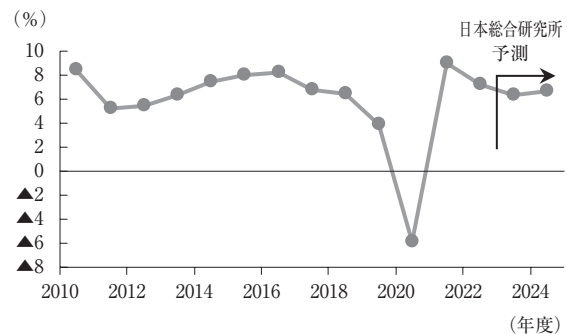
さらに、インド準備銀行の利上げ停止も景気の下支え要因となった。2022年5月以降、インド準備銀行は為替相場と物価の安定に向けて6回連続で利上げを実施した。しかし、アメリカの中堅銀行の破綻や欧州の大手銀行の経営不安が広がると、インド準備銀行は急速な金融引き締めによる金融システムへの悪影響を警戒し、2023年2月以降政策金利を据え置いている。

2023年度下期には、コロナ禍で蓄積されたペントアップ需要の一巡に伴い景気拡大ペースは徐々に鈍化するものの、引き続き消費をけん引役に底堅い成長が続き、2023年度通年の実質GDPは前年度比+6.3%になると予想する（図表29）。2011年以来となるインドでのクリケットワールドカップの開催（9～10月）や、ディワリ（ヒンズー教の大祭）に関連した大型セール（11～12月）を受けて秋口以降も消費は好調が続いている。なお、自動車販売台数をはじめ小売関係の経済指標は10月に前年比マイナスに悪化して

いるが、これはディワリのタイミングの相違によるものである（2022年は10月、2023年は11月）。

9～10月のインフレ鈍化を受けて消費マインドは足元にかけて改善しており、2024年も消費は堅調に推移する可能性が高まっている。2024年前半に下院総選挙を控えるなか、政府が2月に発表する2024年度予算案で歳出を大幅に拡大する方針を示す場合、景況感は一段と改善すると予想される。

（図表29）インドの実質GDP（前年度比）



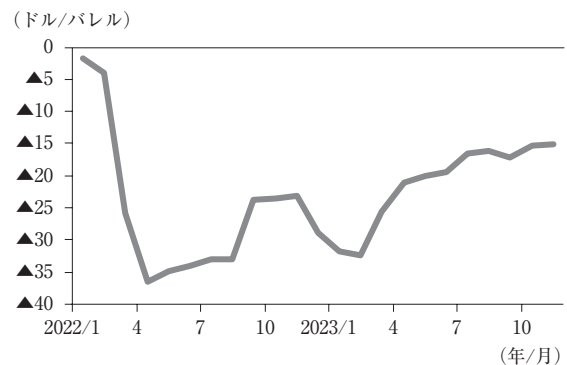
（資料）Ministry of Statistics and Programme Implementationを基に日本総合研究所作成

（2）2024年度も安定成長が続く見込み

2024年度は、アメリカが利下げを開始すると予想され、ルピー安を通じたインフレ圧力が低下すると見込まれる。これを受けてインド準備銀行も利下げに転じ、耐久財消費や設備・住宅投資を押し上げる。また、世界経済・政治におけるインドのプレゼンスが高まっていることを背景に、各国のインド進出に対する関心も一段と高まっており、直接投資は底堅く推移すると見込まれる。これらの結果、2024年度の実質GDPは前年度比+6.7%へと伸びを高めると予想する。

ただし、エネルギー・食料を中心とするインフレの再燃が景気を下押しするリスクには警戒を要する。エネルギー価格についてみると、ウクライナ情勢や中東情勢を巡る地政学リスクが高まっており、原油をはじめとする鉱物性燃料の供給停滞や価格高騰が懸念される。また、イギリスのブレント原油とロシアのウラル原油の価格差は1バレル20ドル未満に縮小しており（図表30）、インドから地理的に遠く輸送コストが高いロシア産原油の輸入を拡大することによるインフレ抑制効果はほぼ失われている。

（図表30）原油価格の спреッド
（ウラル原油－ブレント原油）



（資料）NESTEを基に日本総合研究所作成

（注）毎月15日もしくはその直近値の спреッド。

さらに、2024年度もエルニーニョ現象が続く可能性が指摘されており、仮にモンスーン期（6～9月頃）の降雨量が平年を大きく下回る場合、農作物の不作により食料品価格が高騰する可能性もある。エネルギー・食料品の価格高騰が再燃した場合、インド準備銀行による一段の金融引き締めで景気が下振れるリスクがある。

（3）下院総選挙の展望

4～5月ごろに予定されている下院総選挙の結果も2024年度の景気に影響する。これまでのところ、堅調な景気や野党の有力対抗馬の不在などを理由に、インド人民党を中心とする現与党連合NDA

(National Democratic Alliance、国民民主同盟)が過半数の議席を維持し、モディ政権が3期目に突入するとの見方が大勢を占めている(図表31)。企業寄りの政策を重視する現政権が継続する場合、政府は一段のビジネス環境の改善に向けて、企業向け補助金制度の拡充やエネルギー・物流インフラの整備に向けた財政支出の拡大などに注力することが予想される。土地収用や解雇規制など賛否両論のある分野でも改革が進むか否かは、インド人民党が単独で過半数の議席を獲得できるか、あるいは上院と下院の間の「ねじれ」が解消されるかどうかにより大きく左右されると見込まれる。なお、上院は2年に1度議席の3分の1が改選され、議員は州議会を通じて選出される。ねじれ解消のタイミングは今後の州議会選挙の結果と各州の議員の任期満了のタイミングに依存する。

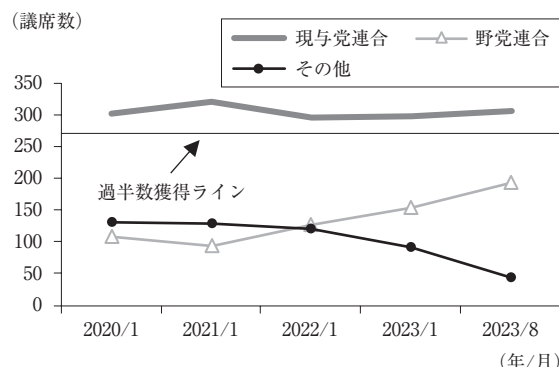
もっとも、インドの選挙は「反現職(Anti-Incumbency)」の傾向が強いことや、事前予想と結果に大きな差が生じるケースが多いことを踏まえると、政権交代が起きる可能性も否定できない。選挙前に景気の減速傾向が強まり、それをきっかけに少数派に対する抑圧的な政策や民主主義の後退といった、モディ政権の負の側面への不満が噴出する可能性もある(図表32)。

その場合、大方の予想に反して家計寄りの政策を重視する国民会議派を中心とする現野党連合INDIA(Indian National Developmental Inclusive Alliance、インド国家発展包括的連合)への政権交代が生じる可能性が高まる。政権交代が起きた場合、政府は、①低所得者の生活支援に向けた補助金制度の拡充、②公的教育・職業訓練制度や医療制度の改善などに重点的に予算を配分するなど、2024年度予算案の見直しを行い、景気に少なからぬ影響が生じるだろう。連立を組む左派政党への配慮もあり、経済・社会に大きな混乱をもたらしかねない大規模な構造改革には慎重な姿勢で臨むと考えられる。

主任研究員 熊谷 章太郎

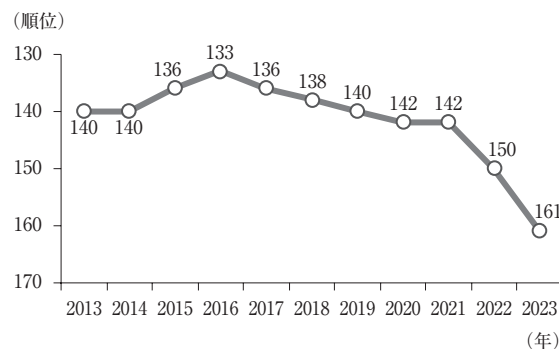
(2023.11.28)

(図表31) 世論調査に基づく下院総選挙の予想議席獲得数



(資料) India Today 2023年8月24日 "Mood of the Nation"を基に日本総合研究所作成

(図表32) インドの報道の自由度ランキング



(資料) Reporters Without Borders "World Press Freedom Index"を基に日本総合研究所作成

(注) 調査対象は180国・地域。指数の作成方法が2022年から大きく見直された。