

《2020～21年アジア経済見通し》

2020年7月7日
No.2020-012

ポスト・コロナのアジア経済

～ 南北格差でASEAN・インドは正念場も、高成長実現に向けた好機 ～

調査部 主任研究員 野木森 稔
主任研究員 関 辰一
副主任研究員 熊谷 章太郎

《要 点》

- ◆ アジア経済は新型コロナ感染拡大の影響により大きく落ち込んでいるが、特に東南・南アジアで失業率の急上昇など深刻な情勢悪化が見られ、アジアでの南北格差とも言える状況が見られる。感染拡大は足元でピークアウトしつつあるものの、第2波への警戒は怠れず、金融面への影響波及などに引き続き注意する必要がある。
- ◆ 正念場を迎えているASEAN・インド経済は、今後、インフラ整備の積極化、中国からの生産シフトに関わる投資誘致の促進、自国内高度産業の育成、といった構造変化を目指す動きの加速が予想される。一人当たりGDPを見ると、2000年代に中国が中・高所得に向けて順調な離陸を成し遂げたのに対し、ASEAN・インドはその後塵を拝する形となっていた。上記のような動きが、足元の苦境を高成長実現に向けた好機へと変化させよう。
- ◆ 世界経済の成長が当面弱い足取りになると見込まれるなか、先進国全体で超低金利が続く可能性が高い。そうしたなかでは投資家のリスク選好度が高まり、相対的に高成長、高利回りが見込めるインド、インドネシア、フィリピンなどへの証券投資が加速する可能性が高い。なお、過剰流動性のなかで、金融バブルを回避するには、金融面での評価に見合う実体経済の成長力強化を図る構造改革が不可欠である。
- ◆ 中国では、経済活動がいち早く再開され、主要統計にも持ち直しの動きがみられる。しかし、内外需の停滞、在庫調整圧力、活動制限の継続が重しとなるため、V字回復は困難。2020年は+0.2%成長と、44年ぶりの低水準になる見込みである。テクノロジー・経済超大国へ転身させるべく力を注ぐデジタル人民元について、今後の進展が注目される。
- ◆ インドでは、新型コロナ対策としてのロックダウンを受けて、足元の景気が大幅に悪化している。規制の継続、限られた財政・金融政策余地などから、年度後半の持ち直しペースは緩慢にとどまる公算が大きい。高成長軌道に復帰できるかは、ビジネス環境の改善や対内投資促進のための規制緩和など構造改革の成否にかかっている。

< 目 次 >

1. アジア総論

- (1) 新型コロナ禍での南北格差—原因は政府対応の差と特需の有無
- (2) ASEAN・インドでは正念場を好機に変える動き
- (3) 過剰流動性は成長をサポートする一方、リスクとなる可能性

2. 中国経済

- (1) 経済活動は回復傾向
- (2) 先行き外需の停滞や在庫調整圧力が重石に
- (3) 注目されるデジタル人民元と米中対立

3. インド経済

- (1) ロックダウンにより景気は急速に悪化
- (2) 力強い景気持ち直しは期待できず
- (3) 高成長路線への復帰には構造改革が不可欠

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

野木森 稔、関 辰一、熊谷 章太郎

(Tel: 070-3103-4090 Mail: nogimori.minoru@jri.co.jp)

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

1. アジア総論

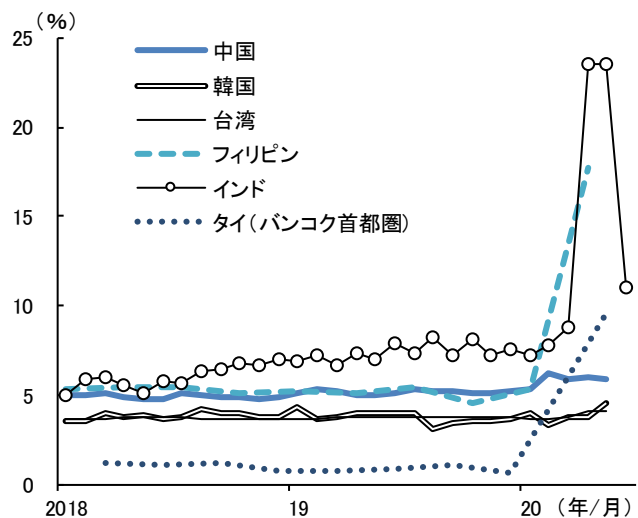
(1) 新型コロナ禍での南北格差—原因は政府対応の差と特需の有無

新型コロナ感染拡大の影響を受け、本年4～6月期にかけて世界的に景気が大きく落ち込んだが、アジアも例外ではない。アジア各国・地域の経済動向を見ると、すべてで悪化しているが、総じて東南・南アジアが深い傷を受け、アジアでの南北格差とも言える状況が見られる。深刻さが顕著に表れたのが労働市場であり、インドとフィリピンでは失業率が20%前後まで急上昇した(図表1)。インドネシアでは、2020年2月の失業率が4.99%だったが、政府は6月22日に、2020年の年平均が8.1～9.2%に跳ね上がり、2021年も7.7～9.1%と高水準にとどまるとの見通しを示した。

日本総研では2020年のアジア経済全体の実質成長率は▲1.2%と2019年の+5.1%から大きく悪化し、マイナス成長に陥るとみている(図表2)。北東アジア(中国、韓国、台湾、香港)の2020年成長率が▲0.1%と小幅なマイナスに対し、東南・南アジア(タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア、ベトナム、インド)は▲3.1%とより大きなマイナス幅になると予想している。GDPギャップはアジア全体で▲4.6%(2019年+1.1%)まで拡大する見込みである。タイ、インド、フィリピンで急激に悪化し、東南・南アジアでは▲7.0%(2019年+1.0%)まで拡大が見込まれるが、これはリーマン・ショック時の2009年▲1.4%よりもかなり大きい。

明暗を分けたのは、新型コロナへの「政府対応」と「特需恩恵の有無」である。新型コロナへの対応については、北東アジアでは2003年に流行したSARS(重症急性呼吸器症候群)での苦い経験があり、それを活かす形で素早い対応を実施した。例えば、台湾は2003年に危機対応にあたった人材が現政権に多数いたため、1月15日には新型コロナを法定伝染病に指定、26日には中国本土観光客の台湾入りを禁止するなど迅速に対応できた。その一方で、東南・南ア

図表1 アジアの失業率



(資料) CEIC、CMIE、Kasikom Research Centerを基に日本総研作成
(注) インド(全期間独立系シンクタンクのインド経済監視センター(CMIE)の発表値)、タイ(5月分のみカシコムリサーチセンターが5月21～28日に実施した調査)を除き政府発表値。

図表2 アジア経済成長率予測値(前年比)

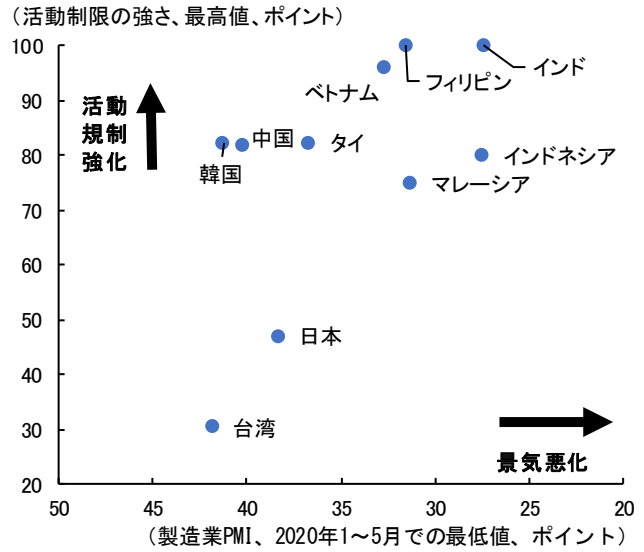
	2018年	2019年	2020年 (予測)	2021年 (予測)
アジア計	6.0	5.1	▲1.2	7.3
北東アジア	6.2	5.6	▲0.1	8.3
中国	6.7	6.1	0.2	9.1
韓国	2.7	2.0	▲1.8	2.2
台湾	2.7	2.7	▲1.0	2.9
香港	3.0	▲1.2	▲6.6	1.5
東南・南アジア	5.8	4.5	▲3.1	5.6
ASEAN	5.3	4.8	▲1.4	5.7
タイ	4.2	2.4	▲7.0	3.3
マレーシア	4.8	4.3	▲1.4	7.7
インドネシア	5.2	5.0	0.1	5.3
フィリピン	6.3	6.0	▲2.7	6.7
ベトナム	7.1	7.0	3.0	7.4
インド(年度)	6.1	4.2	▲4.5	5.6

(資料) 日本総合研究所

¹ 2月と8月の年2回公表。

アジアの多くの国では、医療面でのインフラに問題を抱えていたことなどから対応が遅れ、感染が拡大した。これらの国では、欧米が3月中旬以降に都市封鎖に踏み切るのを追うように、厳しい都市封鎖に踏み込むことになった。特に、世界一ともいわれる厳格なロックダウンを実施したインド、感染拡大が続き外出・工場稼働規制を進めたインドネシア、フィリピンなどで景気が大きく落ち込んだ。50を景気判断の分水嶺とする製造業PMIを見ると、インド、インドネシアが4月にそれぞれ27.4、27.5ポイントまで下落した一方、台湾や韓国は40超を維持し小幅な悪化であったことが示されている(図表3)。なお、インド、フィリピン、インドネシアでは、6月に入っても新規感染者数の大幅な増加が続いている。死者数が大きく増加していないなど、深刻な医療崩壊はないにせよ、感染拡大が続くなかでは経済活動は活発化し難い状況が続いている。

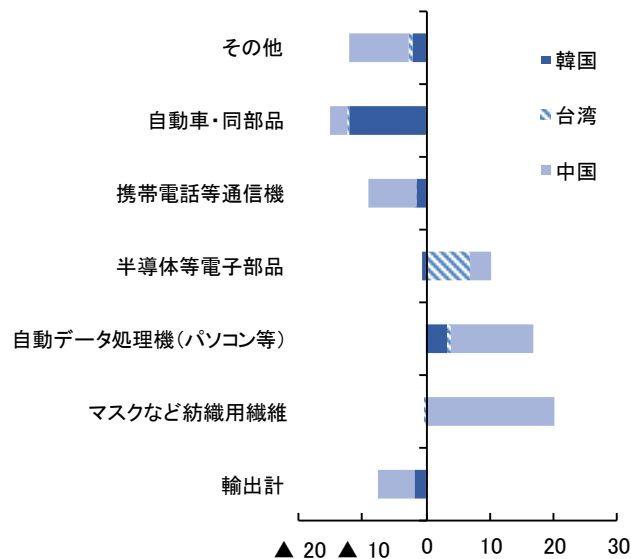
図表3 政府対応厳格化指数と製造業PMI



(資料) IHS Markit, Oxford COVID-19 Government Response Tracker
(注) 活動制限の強さは学校・大学の休校や職場の閉鎖など7項目から算出された政府対応厳格化指数。

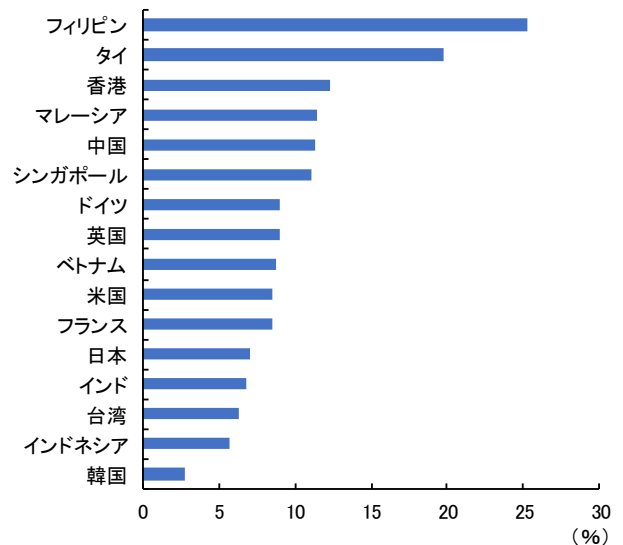
新型コロナ禍で多くの産業が低迷する一方、特需による恩恵を受けて売り上げを大きく増加させた財もあった。代表例は、医療関連とハイテク関連である。前者はマスクに代表されるように新型コロナ対応のための医療関係品のニーズが高まり、生産急増につながった。これらは中国に生産拠点が集中していたことで、3月以降の中国輸出を支えた。後者は世界中で広がったテレワーク需要に対応するもので、パソコンやサーバー、さらに半導体の需要が増加し、中国に加え、台湾、韓国な

図表4 中韓台の財別輸出の伸び率 (米ドル、1-5月の前年同期比)



(資料) CEIC、各種貿易統計を基に日本総研作成

図表5 観光業のGDPに占めるシェア (2019年)



(資料) WTTCを基に日本総研作成

どに大きな恩恵をもたらした（図表4）。

一方、マレーシアでゴム手袋の生産が急増したなどの話もあるが、基本的には東南・南アジアでは景気全体に大きなインパクトをもたらすほどの特需は見られない。自動車やスマホを含む多くの消費財は世界景気低迷のなかで需要が大きく減少し、アジアの製造業サプライチェーンには厳しい環境が続く。4月の財輸出（ドルベース）は北東アジアで前年同月比▲1.7%と小幅ながら下落し、東南・南アジアは同▲25.3%と大幅な下落を記録している。また、今回の局面で最も大きな影響を受けた旅行産業は、フィリピンとタイの経済成長に大きく成長に寄与していた（図表5）。しかし、ほとんどの国で海外からの訪問者の回復が当面望めないうえ、感染者数が増加するなかでは国内の移動も抑制せざるを得ないことが大きな痛手となっている。

このように、感染抑制への政府対応と特需の恩恵の差によって南北で経済への影響の違いが大きくなった。東南・南アジア、つまりASEAN・インドは厳しい状況に置かれている。足元で、感染拡大にピークアウトの兆しはあるものの、第2波への警戒は怠れない。1997年のアジア通貨危機以降、短期対外債務（対GDP比）の縮小などアジアの多くの国・地域で金融構造を大きく改善させているが、インド、インドネシア、フィリピンでは経常収支赤字が続くなど不安定要素は残る。特にインドネシアは今年3月に大幅な通貨安に見舞われ、為替介入を実施、そのため同月末の外貨準備高が前月比▲7%と、2011年9月以来最大の減少率を記録した。先行きはなお不透明であるなか、実体経済の一段の悪化が金融市場などで波乱を起こすリスクを高める可能性には注意する必要がある。

（2）ASEAN・インドでは正念場を好機に変える動き

このように、正念場を迎えているASEAN・インドであるが、今後数年はピンチをチャンスに変えていく局面でもある。新型コロナ感染拡大は経済の低迷をもたらす一方、財政支援の必要性、米中対立の深刻化、IT・デジタル化など経済構造変化のスピードアップといった事象も同時にもたらした。ASEAN・インドではそうした動きを受け、①インフラ投資の積極化、②中国からの生産シフトに関わる投資誘致の促進、③自国内高度産業の育成、が進むと予想される。

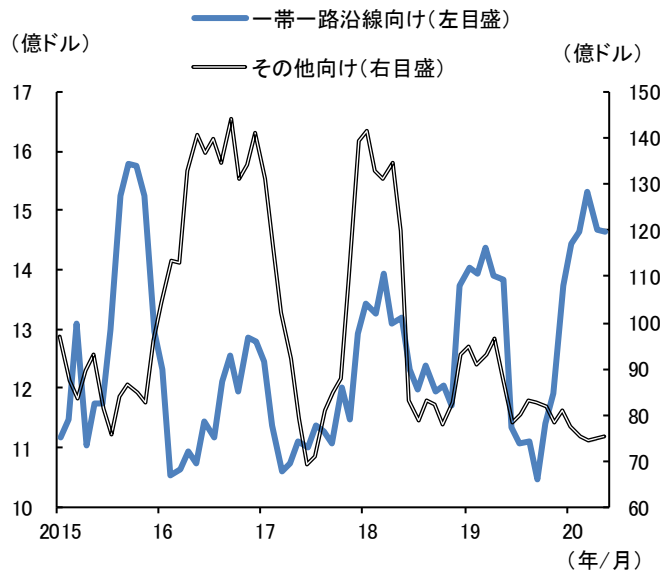
まず第1に、ASEAN・インドにおいては、経済が低迷するなかで需要喚起策が求められており、それは長年の課題となっているインフラ整備を進めるチャンスでもある。新型コロナ禍では景気対策として積極的な財政政策が実施されているが、現時点では危機対応として、失業者向け対策や中小企業向け金融支援が財政支出の中心となっている。しかし、感染がある程度収まってくると、インフラ投資は需要喚起策としての役割とともに長期的な成長率を高める有効な政策手段になるとみられ、同投資を拡大する可能性は高い。さらに、各国では制約があるなかでも必要に迫られる形で財政赤字拡大を許容する動きが広がっている。インドネシアでは、2020年から3年間に限るが、財政規律ルール（財政赤字GDP比3%以内）を緩和した。世界経済フォーラムの世界競争力指数（2019年）でインフラ整備状況をみるとインド、インドネシア、タイ、ベトナムは141か国中70位台、さらにフィリピンは96位と、中国の36位や日本の5位に大きな差をつけられている。特に評価の低いインドの電力、フィリピン、インドネシア、ベトナムの道路については整備を急ぐ必要がある。

第2に、新型コロナ後も続く米中関係の悪化を背景に、中国からの生産移転がこれまで以上に進み、ASEAN・インドはアジアにおけるサプライチェーンでの存在感を高めていく見込みである。インフラや技術を持つ人材不足などの問題は残るが、中国に比べ人件費が抑えられることなどAS

E AN・インドでの生産には外国企業にとってメリットが多い。2017年にトランプ大統領が就任して以降先鋭化する米中対立においては、対立の火の粉を避けるべく多くの企業が他のアジア地域に生産移転を検討するなど、漁夫の利というべき状況も生まれていた。さらに新型コロナ感染拡大下でのサプライチェーンの混乱を発端に、医療関連製品を中心に生産拠点が中国に集中し過ぎたことを問題視する動きが各国で出ていることも追い風である。

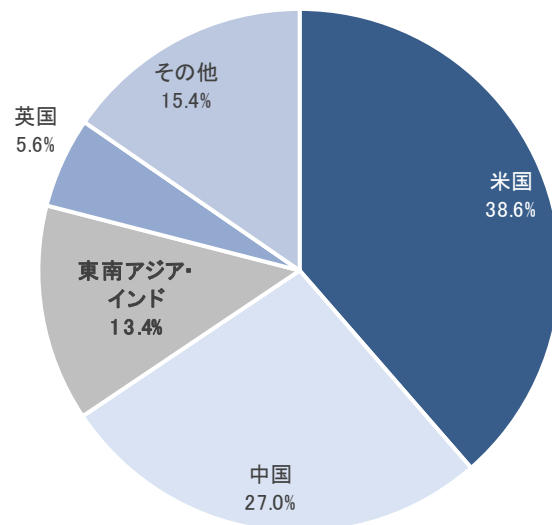
加えて、ASEANは米中にとって競合の中心地ともいえ、両国ともに投資を積極化する意向を示している。実際に、中国の対外直接投資は全体では1～5月期は前年同期比▲5.3%であったが、「一带一路」沿線向けに限定すれば同16.0%と高い伸びを維持しており、沿線の中心にあるASEANへの積極投資は続いている（図表6）。また、中国の「一带一路」だけでなく、日米を中心とした「自由で開かれたインド太平洋」構想²でもASEANを含むインド太平洋でのインフラ投資の積極化が示されている。両構想は米中対立の構図の中で説明されることが多い。しかし、ASEANにとってはどちらの陣営かの選択を迫られるという意味合いよりも、自国にとってメリットのある方とより協調していくことが可能と考えられる。注目される5Gなど通信インフラ整備においても、中国企業を排除する姿勢を見せている国は少ない³。また、2019年6月に採択されたASEANの独自構想では、「対立」ではなく「対話と協調」のあるインド太平洋を目指す、としている。足元の米中対立

図表6 中国対外直接投資（非金融部門）



(資料)CEICを基に日本総研作成
(注)6カ月後方移動平均値。

図表7 世界のベンチャーキャピタル投資額：国・地域別シェア（2018年）



(資料)YoStartups Team, “Global Startup Funding Summary for 2018”, January 16, 2019を基に日本総研作成

² 「自由で開かれたインド太平洋構想 (Free and Open Indo-Pacific: FOIP)」は、安倍晋三首相が2016年8月にケニアで開かれたアフリカ開発会議 (TICAD) で打ち出した外交戦略。成長著しいアジアと潜在力の高いアフリカを重要地域と位置づける。インド洋と太平洋を結ぶ地域全体で法の支配や市場経済を重視する国際秩序を構築し、域内の経済成長や防衛協力をめざす (2017年11月7日付日本経済新聞参照)。日米豪印が中核となり、自由貿易やインフラ投資を推進し、経済圏の拡大を進め、さらに、安全保障面での協力も狙いの一つ。日本の提唱に米国が賛同する形になったが、日本の狙いが中国の台頭を念頭に置いた秩序形成の促進であるのに対し、米国は中国との対立姿勢を鮮明にしているなど、方針が一致しない面もある (江藤名保子 (2019) 「日中関係の再考—競合を前提とした協調戦略の展開— (フィナンシャル・レビュー138号、2019年8月)」参照)。

³ ベトナムとシンガポールは5G基幹通信網の構築などで通信業者に中国企業を採用しないと報道されているが、その他の東南アジアでは多くの国が5Gを導入する際はファーウェイなど中国企業を採用する可能性が高い。

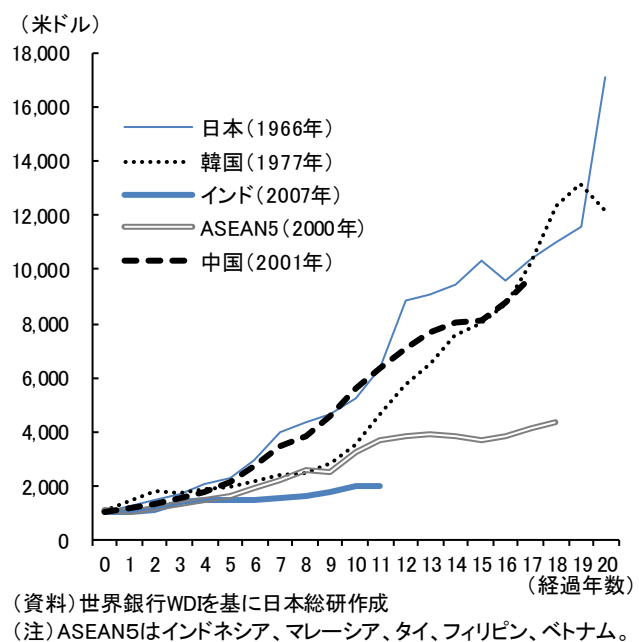
からは、漁夫の利だけではなく、米中が投資を競い合う環境のなかで、ASEANはより大きな恩恵を受ける可能性もある。

最後に、自国内でのITなど高度産業の育成である。ASEANやインドには、スタートアップ企業など成長するベースが整ってきており、近年、その数を大きく増やしてきている。2018年時点で東南アジア・インドへのベンチャー投資は米国、中国に次ぐ規模となっている（図表7）。また、これまでは先進国で成功した事業やビジネスモデルを後追いつする「時間差ビジネス」の形が多かったが、最近ではそれに加えて、世界最先端の事業内容のスタートアップも登場している⁴。新型コロナ禍でもテレワークの急速な浸透をはじめ、世界中でのIT・デジタル化など経済構造の大きな変化を迎えるなか、ASEAN・インドにとって、スタートアップの台頭は大きな成長ドライバーとなる可能性を秘めている。

過去を見ると、ASEAN・インドは期待されたほどの成長を遂げることができず、中国のような高度成長期を迎えられないという状況が続いていた。ドルベースでの一人当たりGDPを見ると、日本、韓国、中国など成熟度で先行する他のアジア諸国では1000ドルを超えたあたりから大きく水準を高めていったが、ASEANやインドはそれに比べると伸び悩んでいる（図表8）。所得の伸びの緩慢さは、日本や中国が経験した重工業を中心とした発展を後追いつするだけでは十分ではないことを示すものと考えられる。実際に、中国も途中までは重工業中心の発展であったが、2010年代に入ってからハイテク技術の先進国へのキャッチアップが高成長に大きく寄与した。

以上のように、当面、財政支援が必要とされるなかでインフラ投資の積極化、米中対立が深刻化するなかで中国からの生産拠点移転の加速、IT・デジタル化など経済構造の変化が速まるなかで自国内高度産業の育成、といった動きが促進されると見込む。ASEAN・インド経済は正念場を迎えているが、現局面は舵取りをうまくすれば高成長を実現する経済に生まれ変わる絶好の機会でもあり、これを逃すわけにはいかないだろう。

図表8 一人当たりGDP
 (1000ドルを超えた時点からの推移)



(3) 過剰流動性は成長をサポートする一方、リスクとなる可能性

こうした高度成長に向けた挑戦において、今後数年間に見込まれる金融環境もプラスに寄与するとみられる。米国では大規模緩和が再開され、2020年6月のFOMCでは参加者の大半が2022年末までの政策金利の据え置きを予想するなど、大規模緩和が長期にわたって続く可能性が高いことが示された。増加する米ドル供給によりアジアはじめ新興国の通貨下落リスクは軽減され、新型コ

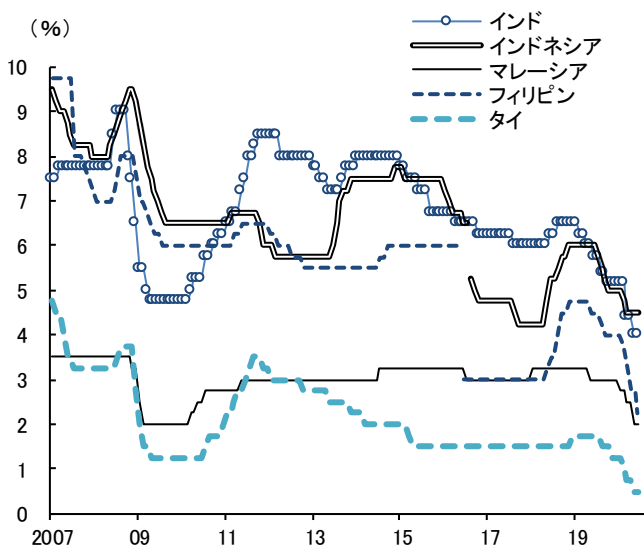
⁴ 岩崎薫里 (2020)「東南アジアのスタートアップの進化と活発化する日本企業との連携—東証マザーズ上場を展望して」(RIM 環太平洋ビジネス情報 Vol. 20, No. 76) 参照。

コロナ禍で金利水準が大きく引き下げられたアジアでも利上げを急ぐ必要は小さい（図表9）。上述した財政の規律緩和は財政悪化懸念を高めるものだが、政府の資金調達環境の改善、利払い負担の低下は当面のデフォルト（債務不履行）リスクも大きく低下させる面がある。

また、米国だけでなく先進国全体で超低金利の状況が生まれるなかでは、投資へのリスク選好度が高まり、相対的に高成長、高利回りの見込めるインド、インドネシア、フィリピンなどアジアへ投資が加速する可能性が高い。これまでもASEAN・インドは安定的な対内直接投資に対し、証券投資はグローバルな金融環境に大きく左右されていた（図表10）。2008年のリーマン・ショック以降に見られたような証券投資による資金流入が今後数年期待され、大きな金融面でのサポートがもたらされる可能性があるだろう。

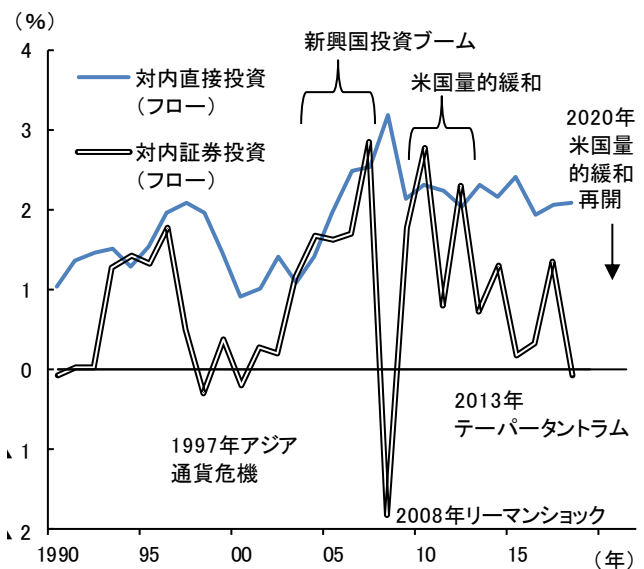
ただ、この過剰流動性について、プラス面だけを評価するのは危険である。2013年に米FRBが量的緩和縮小を示唆したこと新興国金融市場に混乱をもたらした「テーパー・タントラム（緩和縮小による痛癢）」など、実体経済の成長を伴わないなかでの資本流入は緩和時期が終われば、簡単に逆流することが経験として示されている。また、バブルが起これば経済格差問題が大きくなることで社会不安というリスクも高まる。金融バブルの膨張や負債問題の深刻化を回避し、さらにはアジア通貨危機の二の舞という事態に陥らないためにも、金融面の評価に見合う実体経済を築くべく、成長力強化の実現に向けた構造変化を促す政府の舵取りが今後一段と重要になるだろう。

図表9 アジアの政策金利



(資料) CEICを基に日本総研作成
(注) フィリピンでは2016年6月にコリドー方式が導入された際に政策金利が切り下げられ、インドネシアでは2016年8月に政策金利が7日物リバースレポレートに変更されている。

図表10 ASEAN5・インドの対内投資
(対GDP比)



(資料) IMFを基に日本総研作成
(注) ASEAN5はインドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナム。

2. 中国

(1) 経済活動は回復傾向

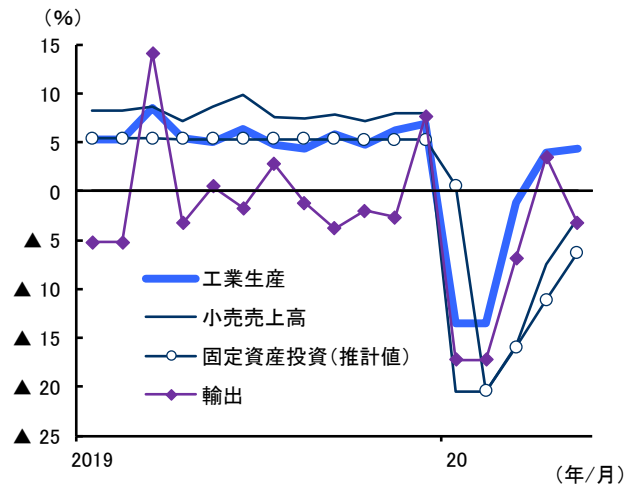
中国では、新型コロナ感染のピークアウトを受けて、本年3月以降、経済活動が再開され、主要統計にも持ち直しの動きがみられる(図表11)。とりわけ、工業生産は前年を上回る水準へ回復した。これは、政府が2月に経済活動の再開を指示したことを受け、全国各地で操業再開率の引き上げ競争が激化したことによる。業種別にみると、鉄鋼や自動車など幅広い分野で、生産水準が昨年を上回った。非製造業も回復しつつある。スマホゲームに代表されるインターネット関連だけでなく、小売業全体でも回復がみられる。

また、自動車販売はV字型の急回復となった(図表12)。従来、中国政府は電気自動車の普及に向けて、ガソリン車に対して購入台数を厳しく規制してきた。しかし、需要刺激策の一環として、3月以降はガソリン車に対しても購入補助金を拠出するなど、購入規制を緩和する動きが各地でみられる。たとえば、広東省広州市は2020年3月から年末までの時限措置として、一台当たり3,000元の補助金を支給する。浙江省寧波市は9月30日までに一台当たり5,000元の補助金を支給する。

このほか、不動産開発投資とインフラ投資の拡大が顕著である。政府が3月に不動産価格抑制策を緩和したほか、政策金利を引き下げ、中小企業向けの銀行融資拡大を指示した結果、過剰流動性が不動産セクターへ集中しつつある。政府がインフラ投資計画の前倒しを要請したことも相まって、建設機械の稼働率は前年を上回る水準へ回復した。

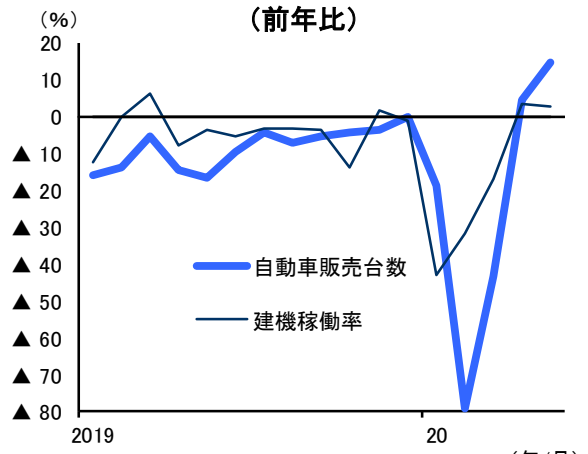
工業生産の急回復によって、政府が重要視する雇用・所得環境も急ピッチで改善した。国家統計局の「2019年農民工観測調査報告」によると、2019年末時点の出稼ぎ労働者は1億7,425万人であった(図表13)。2月末時点では1億2,251万人という同局の発表を勘案すると、新型コロナの感染拡大により約5,000万人の出稼ぎ労働者が仕事を失ったとみられる。2月の失業率の公式統計は6.1%だが、新型コロナで仕事を失った出稼ぎ労働者および新型コロナ前か

図表11 中国の主要統計(前年比)



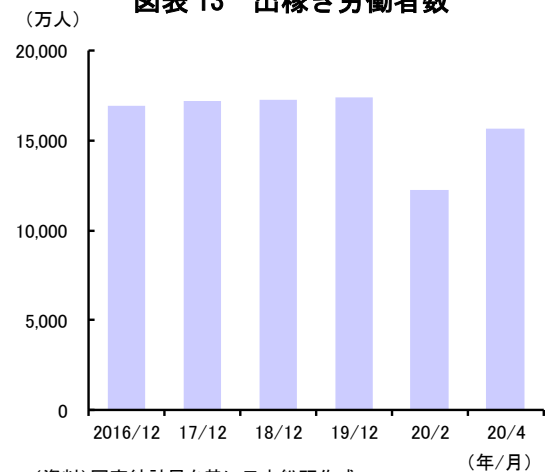
(資料) 国家統計局「規模以上工業増加値」「社会消費品零售総額」「全国固定資産投資」、海関総署「貿易統計」
(注) 1月と2月の値は1~2月の合計。

図表12 自動車販売台数、建機稼働率(前年比)



(資料) 汽車工業協会「汽車工業経済运行情况」、小松製作所「KOMTRAX」

図表13 出稼ぎ労働者数



(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

ら仕事を得られない農村部人口を計上すると、潜在的な失業率は一時的に20%まで急上昇した可能性がある。もともと、国家統計局の4月末の臨時調査によると、出稼ぎ労働者数は新型コロナ前の9割程度まで回復した。したがって、足許の潜在的な失業率も大きく低下しているとみられる。都市部と農村部を合わせた一人当たりの名目可処分所得は1~3月期に前年同期比+0.8%へ大きく増勢が鈍化したものの、こうした職場復帰の動きを主因に足許では持ち直しに転じている可能性が高い。

(2) 先行き外需の停滞や在庫調整圧力が重石に

ただし、次の3点を踏まえると、中国経済がこのペースで回復し続け、V字回復を実現する可能性は低いと判断される。

第1は、外需の停滞である。輸出は、新型コロナ前に受注した分が集中的に出荷されたこと、新型コロナで世界的に情報通信機器の需要が拡大したことを受けて、いまのところ小幅減少にとどまっている。しかし、新型コロナ前に受注した分の出荷が一巡すると、世界経済の回復の遅れにより、輸出は再び大幅減少に転じる可能性が高い。実際、海外からの新規受注が急減したため、製造業輸出向け新規受注PMIはリーマン・ショック時に匹敵する大幅な落ち込みとなり、足許も良し悪しの目安となる「50」を大幅に割り込んだままである(図表14)。また、原材料や部品を中心に5月の輸入が2カ月連続で2ケタのマイナスとなった。

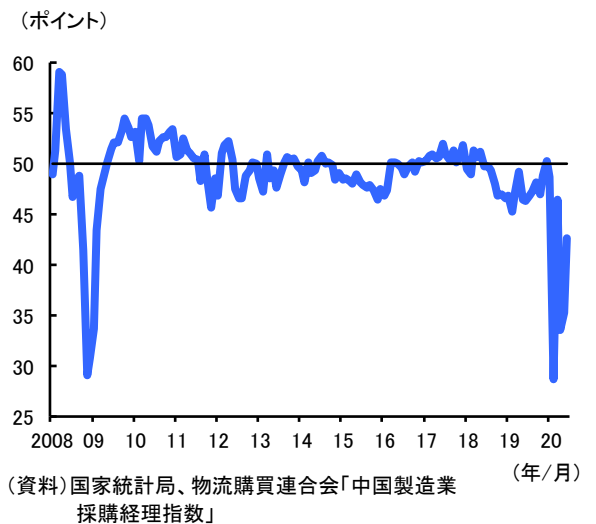
第2は、在庫調整圧力である。3月以降の製造業の生産増加ペースに需要が追い付かず、在庫が急増している。国家統計局によると、5月の工業在庫は前年同月比+9.0%と、同+4.4%の工業生産を大きく上回って増加した(図表15)。今後、在庫削減の動きが顕在化すると見込まれる。

第3は、活動制限の継続である。世界では新型コロナの感染拡大が続いているため、中国においても引き続きソーシャルディスタンスを守り、出入国や国内の移動制限が続いている。6月入り後の旅客輸送量は依然として前年の5割減であり、映画館の来客数はほぼゼロのままである。新型コロナの流行が再発した北京市や黒龍江省ハルビン市などでは、外出制限や操業制限などの活動制限を強化した。

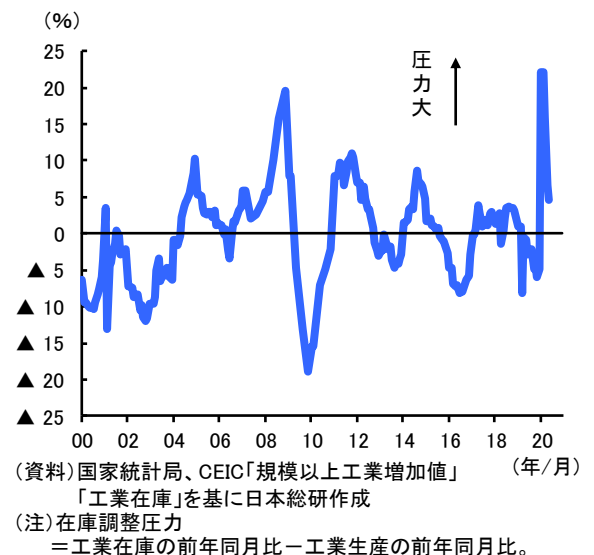
中国政府は矢継ぎ早に経済対策を講じているものの、今回の対策は雇用の悪化や中小企業の倒産を回避するためのセーフティネットが中心であり、リーマン・ショック時のような銀行融資や公共投資の急拡大に対して慎重姿勢である。

このような方針は、5月に開かれた全人代においても踏襲された。新型コロナによる先行きの不確実性が高いため、成長率目標の発表を見送った(図表16)。企業向け社会保障費の減免や減税な

図表14 製造業PMI 新規受注指数



図表15 在庫調整圧力



ど雇用確保・企業資金繰り支援の原資を確保するために、今年の財政赤字の対GDP比を3.6%以上に拡大することを決定した。なお、ワクチン開発など感染対策の原資として特別国債を1兆元発行することも決めた。5G関連投資を柱とする「新型インフラ」の整備、EV向け補助金、従来型インフラの整備などの原資として、特別地方債の発行枠を昨年の2.15兆元から今年の3.75兆元へ拡大した。しかしながら、インフラ投資は拡大したとしても前年比1割程度の増加とみられ、リーマン・ショック後の同5割増のような大幅な財政出動とは異なるものとなっている。

以上より、年後半の成長ペースは鈍く、2020年は+0.2%成長と44年ぶりの低成長になると見込まれる

(図表17)。2021年は、前年の水準が低いため、その反動でやや上振れ、+9.1%成長になると予測する。ただし、新型コロナ流行の状況次第では、成長率が大きく下振れる恐れもある。

(3) 注目されるデジタル人民元と米中対立

中国政府によるデジタル人民元の実用化に向けた動きは着実に前進している。中国人民銀行（中央銀行）の易綱総裁は5月、「デジタル人民元」の試験運用を中国の5地域で進めていることを明らかにした。江蘇省蘇州市、広東省深セン市、河北省雄安新区、四川省成都市、2022年の北京冬季五輪の開催地となる北京市の会場周辺という5地域である。人口74万人の蘇州市相城区では、公務員と主要企業の従業員に対して4月末までにデジタル人民元の口座を開くよう指示が出され、5月から通勤交通費補助の半額がデジタル人民元で給付されている。

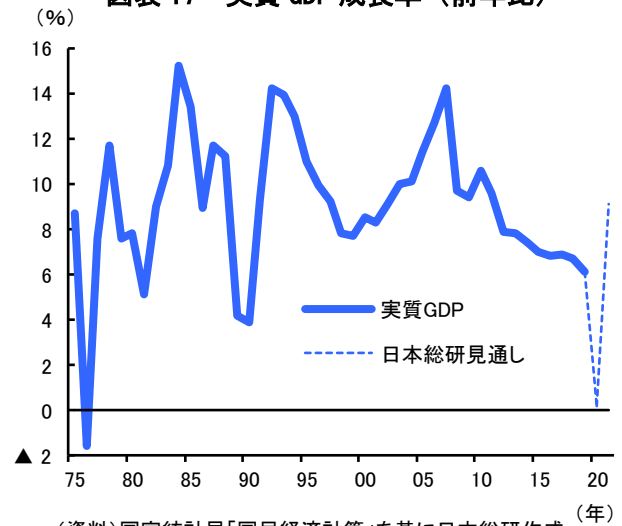
中国政府がデジタル人民元を発行する狙いとして、以下の3点が挙げられる。第1は、民間のデジタル通貨の脅威に備えた国内統制の維持である。たとえば米フェイスブックが発行を企図するリブラの存在は、中国政府にとって大きな脅威である。もっとも、独自のデジタル通貨の発行に意欲を示しているのは、それだけではない。テンセントの創業者である馬化騰は、ウィチャットの友人グループで「技術は熟した。それほど難しくない。残すは監督当局が許可するか否かだけだ」と発言した。アリババは2018年、ブロックチェーン技術を用いた越境送金サービスを香港版アリペイの利用者向けに開始した。中国の金融システムは、人民元を法定通貨とし、国際的な資本移動を規制し、国有銀行に金融仲介の中心的な役割を担わせることが特徴である。これらによって、政府が資金の流れと経済活動を統制し、経済・金融の安定化を図っている。仮に、リブラなどの民間デジタル通貨が人民元に代わって中国で広く使われると、資本移動規制は無力化され、国有銀行の金融

図表16 経済運営の目標と実績

	2019年		2020年
	目標	実績	目標
実質GDP成長率	6.0~6.5%	6.1%	発表せず
CPI上昇率	3.0%前後	2.9%	3.5%前後
財政収支の対GDP比	2.8%の赤字	2.8%の赤字	3.6%以上の赤字
都市部新規就業者数	1,100万人以上	1,352万人	900万人以上
失業率	5.5%前後	5.2%以下	6%前後

(資料)政府活動報告各年版、国家統計局を基に日本総研作成

図表17 実質GDP成長率(前年比)



(資料)国家統計局「国民経済計算」を基に日本総研作成

仲介における役割も大きく低下する。中国政府が資金の流れと経済活動へのコントロールを失い、ひいては金融・経済運営の不安定化も招きかねない。中国政府が自らデジタル通貨を発行することで、他の民間デジタル通貨の普及を防ぐことが最大のねらいとみられる。

第2は、監視・統制の強化である。そもそも、中国政府は資金の流れや経済活動の監視・統制に力を入れてきたものの、必ずしも成功しているわけではない。地方を中心に企業や個人が不合理な税金や各種費用を地方政府の官僚から要求されることなどが嫌気されて、中国では脱税や資本の海外逃避が社会問題となっている。また、巨額の資金が中国政府の監視・統制を回避できるシャドールバンキングに流入している。デジタル人民元を導入することで、政府が資金の流れや経済活動をより正確に把握できれば、脱税防止や債務膨張のコントロールに役立つ。さらに、サプライチェーンの生産性やスマートシティの完成度も高まると期待される。

第3は、米国との通貨覇権争いという側面である。中国国際経済交流中心の黄奇帆副理事長は昨年10月27日、上海で開かれたシンポジウムで「ドルを使った貿易で欠かせない国際的な決済ネットワークSWIFT(スイフト)や、米国の決済システムCHIPS(チップス)を、中国企業が使用することはリスクである」と指摘した。米国政府がドル決済をモニタリングすることで、国有企業を含めた中国企業の動きや資金の流れが米国に伝わる。また、米国政府がその気になれば中国企業をSWIFTやCHIPSから締め出すことも可能である。ファーウェイ操業者の娘である孟晚舟氏はカナダで逮捕されたが、逮捕の理由として、SWIFTが米国当局にファーウェイとイランの取引を報告したため、米国当局がカナダ政府に逮捕を要請した、という主張もある。このように、中国では国際基軸通貨がドルであるために、米国が世界の覇権を握っているという見方が強い。中国政府は経済面だけでなく、安全保障面も考慮して、デジタル人民元の国際化を進め、「ドル覇権」に挑戦する意図があるといえよう。

今後、雄安新区における大がかりな導入試験が最大の注目点である。大手金融専門誌の証券時報の4月24日付の記事「雄安がデジタル人民元導入実験の説明会を開催 その参加者リスト」によると、国家発展改革委員会が4月22日に雄安新区で行ったデジタル人民元の導入試験についての説明会には、中国人民銀行、ファーウェイやバイドゥなどのハイテク企業が理事を務める雄安新区スマートシティ联合会、4大銀行、アント・ファイナンスとテンセントに加え、不動産開発、レストラン、ホテル、映画、スーパー、コンビニ、フィットネスジム、書店などを営む地場企業のほか、スターバックスやマクドナルドなどの外資企業も参加した。

そもそも、雄安新区とは習近平国家主席が自ら推進する新都市開発プロジェクトである。「千年の大計」とも呼ばれるこのプロジェクトで、AIやビッグデータを活用した世界最先端のハイテク都市の開発を成功させ、さらに雄安新区のモデルを国内外で広く展開する方針である。ここでデジタル人民元の立ち上げを宣言したということは、たとえ米中対立を激化させることになるとしても、デジタル人民元をなんとかしてでも実現させ、中国をテクノロジー・経済超大国へ転身させるという習近平政権の決意表明とみることができる。

3. インド

(1) ロックダウンにより景気は急速に悪化

インド景気は、大手ノンバンクのデフォルトをきっかけとした信用不安の拡大や制度変更に伴う自動車販売不振などを背景に2019年後半に急減速した。

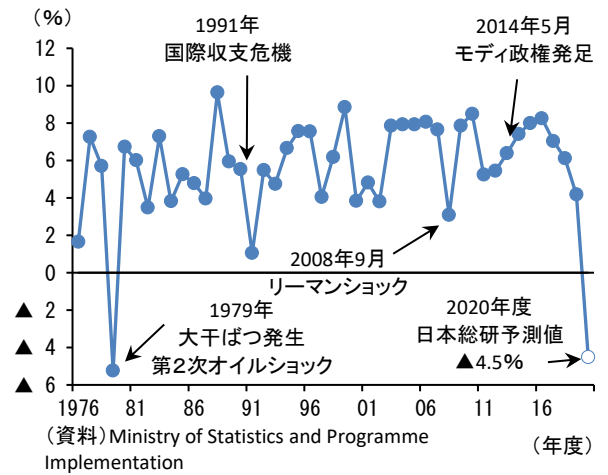
その後、政府やインド準備銀行が経済対策を相次いで発表し、一部の経済指標が2020年初に持ち直す兆しを見せたため、景気は持ち直しに転じると期待されていた。しかし、新型コロナの国内の感染拡大予防に向けたロックダウンを受けて、景気は足元にかけて急速に悪化している。その結果、2019年度（2019年4月～2020年3月）の実質GDPは、前年度比+4.2%とリーマン・ショックが発生した2008年度以来の低成長となった（図表18）。

移動と経済活動の規制動向についてみると、インドは人口当たりの病床数や医師数が中高所得国と比べて少ないことから、政府は医療崩壊を阻止すべく、国内の感染者数がまだ限定的であった3月下旬に厳格なロックダウンに踏み切った（図表19）。この結果、生活必需品の運搬や医療サービスの提供を除く州をまたぐ移動が禁止されるとともに、大半の工場・オフィスが閉鎖されることとなった。

しかし、衛生環境が未整備で、かつ人口密度の高いスラム街を抱える都市部を中心に感染者数は4月入り後からむしろ増加し、政府は当初3週間の期間限定措置であったロックダウンを繰り返し延長した。累計感染者数は、5月中旬に中国を上回りアジアで最多となったが、その後も歯止めが掛かっておらず、6月下旬に累計感染者数は50万人を超えた（図表20）。

感染抑制に向けた取り組みが難航する一方、政府は景気的大幅悪化やそれを受けた失業の急増への対応にも追われている。ロックダウンを受けて速報性の高いPMI（購買担当者指数）のほか鉱工業生産や自動車販売台数など含む月次経済指標は足元で急速に悪化している（図表21）。こうした動きを踏まえると、8月末に公表される4～6月期の実質GDP成長率も大幅なマイナスになると見込まれる。雇用については、インドでは包括的な労働力調査は数年に一度しか実施されないため、公式統

図表18 実質GDP（前年比）



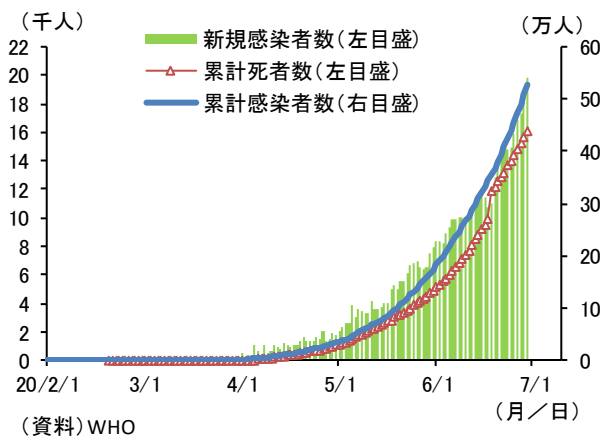
図表19 移動と経済活動の規制動向（2020年3月～）

発表日	内容
3月	19日 中央政府、3月22日から午前7時～午後9時の間の外出禁止措置を実施すると発表
	20日 タミル・ナドゥ州政府、州境の閉鎖を含むロックダウンを3月21日から31日にかけて実施すると発表
	22日 デリー首都圏政府、州境の閉鎖を含むロックダウンを3月23日から31日にかけて実施すると発表
	24日 中央政府、3月25日から3週間にわたって全土のロックダウンを実施すると発表。医療サービスや生活必需品の運搬などを除く州間の移動を禁止するとともに、工場・オフィスの停止を指示
4月	14日 中央政府、ロックダウンを5月3日まで延長する一方、4月20日以降、感染拡大リスクが低い地域で一部の業種の経済活動を認可する方針を発表（翌日に詳細なガイドラインを公表）
5月	1日 中央政府、ロックダウンを5月17日まで延長すると発表。感染拡大度に応じて全土を3つのゾーンに区分し、感染リスクが低い地域では条件追記で一部の経済活動の再開を許可
	17日 中央政府、ロックダウンを5月末まで延長すると発表。車両での州を跨ぎ移動を許可するとともに、特に感染リスクの高い地区を除き3つのゾーン全ての経済活動の制限を緩和
	30日 中央政府、ロックダウンを6月末まで延長すると発表。特に感染リスクの高い地区を除いて、3つのフェーズに分けてロックダウンを段階的に解除するためのガイドラインを提示
6月	14日 タミル・ナドゥ州政府、感染者の増加を受けて6月19～30日の間、州都チェンナイと周辺都市を完全に封鎖すると発表
	29日 中央政府、感染者が集中するゾーンのロックダウンを7月末に延長する一方、それ以外のゾーンの規制を一段と緩和

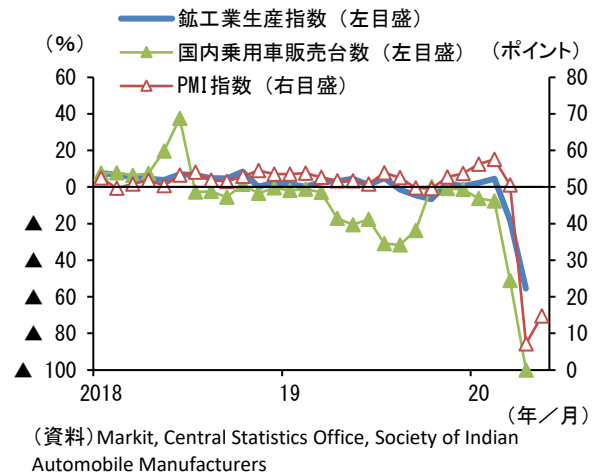
（資料）Press Information Bureau, Ministry of Home Affairs、各種報道を基に日本総合研究所作成

計から足元の雇用環境の変化を定量的に把握することはできない。しかし、地場の民間シンクタンク C M I E (Centre for Monitoring Indian Economy) が作成する失業率は、数カ月前の 8% 前後から 4 月にかけて 20% を上回る水準へと上昇しており、雇用情勢は急速に悪化していると判断される。州間の移動制限を受けて、農村部にも帰郷できず日々の生活に困窮する失業者の栄養状態の悪化や自殺の増加などが深刻な社会問題となりつつある。

図表 20 新型コロナの感染拡大状況



図表 21 PMI (購買担当者指数)、鉱工業生産指数・国内乗用車販売台数 (前年同月比)



こうした状況に対し、当初政府は低所得者への食料の無料配給や現金給付などの対策を講じていた。しかし、このような対応の限界が近づいたことで、4月中旬からは感染拡大が続く状況下でも段階的にロックダウンを緩和する方針に転換した。5月からは感染状況に応じて全土を三つのゾーンに区分し、レベルに応じた経済活動の再開を認めた。また、5月中旬にロックダウンを再延長した後は、州をまたぐ移動を条件付きで認めるとともに、特定の禁止事項を除く経済活動の再開を全てのゾーンで許可した。

(2) 力強い景気持ち直しは期待できず

先行きを展望すると、ロックダウンの緩和に伴い経済活動が再開するなか、2020年度下期にかけて景気は持ち直しに転じると見込まれる。しかし、年度前半の大幅な景気悪化により、2020年度を通じた実質GDP成長率は、大干ばつによる農業生産の不振や第2次オイルショックを受けて景気が大幅に悪化した1979年度以来のマイナス成長に陥ると見込まれる。

次の3点を踏まえると、年度後半の持ち直しペースは緩慢なものにとどまる公算が大きい。

第1に、ロックダウンの緩和後も、新型コロナのワクチンの開発・普及が進むまでは感染封じ込めのため一定の規制が継続する。実際にどの程度規制を緩和するかについての判断は州政府に委ねられているが、州をまたぐ移動については双方の州の合意が必要であることに加え、一定期間の隔離措置などの制約を課す州もあるため、州間のサプライチェーンの寸断が解消されるには相当の時間が掛かると見込まれる。

第2に、大幅な財政赤字を抱える状況下、財政政策を通じた景気押し上げ効果も限られる。インドは主要アジア新興国の中で財政赤字の対名目GDP比率が最も大きく、モディ政権発足以降、政府は財政赤字の削減に向けて引き締め気味の財政政策を続けており、3月下旬に発表された景気対策も小規模なものにとどまった。その後、5月中旬に事業規模20兆ルピーと名目GDPの約10%の大型経済対策を発表したものの、その中心は中小企業の融資に対する信用保証やインド準備銀行によるLTRO (Long Term Repo Operation) などを通じた流動性供給などがあり、直接の財政支出は限られる(図表22)。税負担軽減措置や景気悪化による税収減少などによる財政赤字の大幅拡大が避けられない状況下、歳出拡大には慎重な姿勢で臨むだろう。

第3に、インフレ動向などを踏まえると、金融政策の緩和余地も限られる。コロナ・ショックに対応するための各国の利下げや国内景気の急速な悪化を受けて、インド準備銀行はインフレ率が物価目標の上限を上回る状況下でも政策金利(レポ・レート)を2020年入り後から累計115ベーシスポイント引き下げた(図表23)。

先行きについても景気が持ち直すまでは金融緩和スタンスを維持するものの、①州間のサプライチェーンの寸断に伴う供給不足や農業生産の不振を背景に食料品価格が高止まりしていること、②税収確保に向けた燃料への増税などを受けて、資源価格の大幅下落にも関わらず市中のエネルギー販売価格は高止まりが続いていること、③米国をはじめとした先進国の政策金利はゼロ近辺に接近しており、こうした中でのインドの利下げはルピー安を通じてインフレ圧力をもたらすこと、などを踏まえると、これまでのようなハイペースの利下げ継続は困難である。インド準備銀行は、農業生産を大きく左右するモンスーン期(6~9月)の天候や数十年ぶりのバッタの大量発生による農作物価格への影響などを見極めながら慎重な姿勢で利下げに臨むと見込まれる。

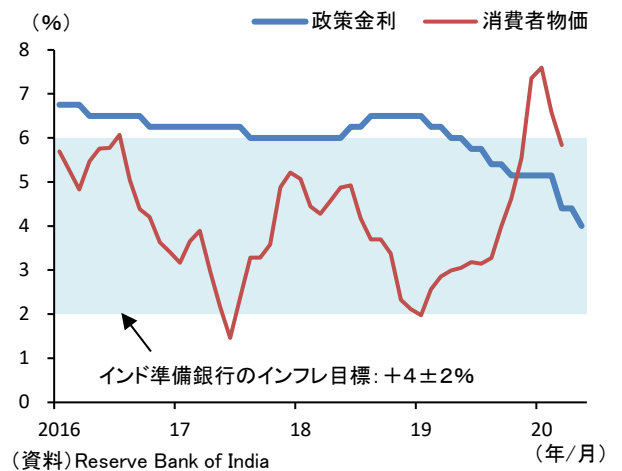
景気下振れリスクとしては、金融機関の不良債権問題の深刻化が指摘できる。問題が深刻化する場合、信用不安の高まりを背景に金融機関が貸出姿勢を厳格化することで、耐久財消費や投資に悪影響が及ぶことが避けられない。

図表22 景気対策の主要施策

項目	事業規模
中小企業に対する無担保ローン(*政府は信用保証を提供)	3兆ルピー
農業・農村開発銀行の「Kisan クレジットカードスキーム」を通じた農家への資金供給	2兆ルピー
農業インフラ基金の設立	1兆ルピー
インド準備銀行によるLTRO(Long Term Repo Operation)を通じた商業銀行への資金供給	1.5兆ルピー
配電会社への資金供給	9,000億ルピー
ノンバンク(含む住宅金融・小規模金融)への流動性供給、部分信用保証	7,500億ルピー
中間所得層向けの住宅購入支援	7,000億ルピー
ファンド・オブ・ファンズを通じた中小企業向けの資本注入	5,000億ルピー
インド準備銀行による農業農村開発銀行、小規模産業開発銀行、国立住宅銀行への特別融資	5,000億ルピー
農業・農村開発銀行を通じた農家への緊急運転資金供給	3,000億ルピー
中小企業への劣後ローンの提供	2,000億ルピー

(資料)Ministry of Finance、各種報道を基に日本総研作成
(注)総額20兆は3月末に公表された景気対策などを含む。

図表23 政策金利とインフレ率



(3) 高成長路線への復帰には構造改革が不可欠

中期的な景気の先行きを展望すると、新型コロナが収束することで景気の直し基調は強まると見込まれる。ただし、引き続き財政・金融両面の拡大余地が限られることを踏まえると、持続的な高成長路線に復帰できるかは、経済・金融・社会など様々な面で構造改革を一段と押し進められるかにかかっている。

中国の労働コスト上昇や米中対立の深刻化などを背景に、先進国企業が中国から東南・南アジアに生産拠点を移す動きが広がりつつあり、コロナ・ショックをきっかけにこうした動きが

加速するとの見方もある。ただし、インドがその恩恵を被るには製造業のビジネス環境の改善が不可欠である。モディ政権下において世界銀行が作成するビジネス環境ランキングが大きく上昇するなど、インドのビジネス環境は、近年大きく改善した（図表 24）。しかし、同ランキングにおいて評価の対象となっていない土地収用の困難さや厳格な解雇規制などが引き続きインド進出の阻害要因となっている。これらの改革のほか、電力・物流インフラの整備が遅れるようであれば、海外製造業の誘致を通じた産業高度化や雇用創出は容易には進まない。

また、サービス関連の分野では国内零細小売業を保護するための厳しい外資規制、知的財産権の国際標準との乖離、特許審査期間の長さなどが、海外企業にとってインド進出のハードルとなっており、対内投資を促進するためには、これらの分野も改革を加速させる必要がある。

さらに、金融システムの安定性向上に向けて、国営銀行の経営改革を進めていくことも重要である。近年は財務体質の強化に向けて銀行合併や公的資金の注入が実施されているものの、依然として民間銀行に比べて収益性は低く、ビジネスモデルの変革が求められている。政府は金融サービスのデジタル化を通じた経営効率化を目指しているが、民営化や人員削減などを含めて大胆な改革を検討する必要があるだろう。また、零細企業も含めて約 9,000 社が存在するノンバンク市場の健全性をモニタリングする能力増強も肝要である。

この他、農林水産業は就業人口の約 5 割を占める一方で GDP に占めるシェアが 2 割に満たず、その生産性向上に向けた取り組みを加速させることも求められる。同産業に従事する労働者への支援としては、これまで MSP（Minimum Support Price、農産物の最低買取価格）の引き上げや債務免除など総じてバラ撒き型の支援策が展開されているが、生産性を引き上げるためには先進的な農業機器の導入やデジタル技術の応用などが必要である。

電力・銀行・農業などの分野への補助金支出は近年の財政赤字拡大の一因となっており、このような改革は財政健全化を目指すうえでも極めて重要な役割を果たす。経済改革を通じた財政赤字問題の解消が遅れば、インフラ整備のための予算確保を困難にし、中長期の潜在成長率の低下を招くリスクが高まることになる。補助金に頼った産業振興ではなく、規制緩和による競争促進など痛みを伴う改革を通じて潜在成長率を高めていくことが求められよう。

以上

図表 24 アジア新興国の
ビジネス環境ランキング

