

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp

高成長が持続しインフレ圧力が根強いインド経済

4～6 月期の実質 GDP は、前期比年率 8%程度の高成長を維持した。物価や金利の上昇により個人消費や固定資産投資の拡大テンポがやや鈍化したものの、輸出が増勢を取り戻した。鈍化したとは言え内需も堅調な拡大が続いているため、卸売物価の上昇率は 7 月も依然として 9%を超える高水準が続いている。インド準備銀行は利上げを継続する可能性が高い。

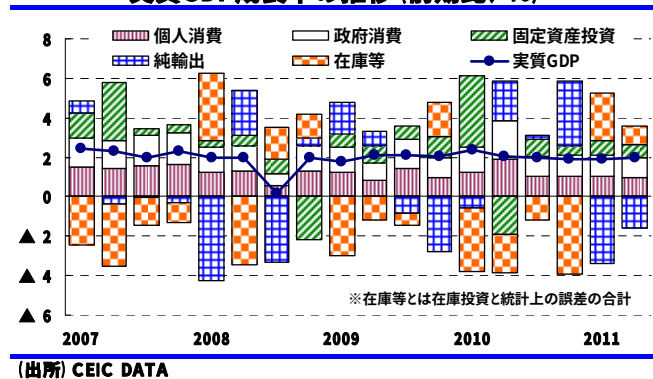
2011 年 4～6 月期も高成長を維持

8 月 30 日に発表された 2011 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比 7.7%（要素価格表示）となり、1～3 月の 7.8%から小幅な鈍化にとどまった。当社試算の季節調整値では前期比 1.9%（年率 8.0%）となり、1～3 月期の 1.9%（7.7%）から僅かながらも成長ペースが高まっている。インド経済は、8%を超える成長が続いていた 2010 年ほどではないものの、2011 年前半も引き続き 8%近い高成長を維持している。

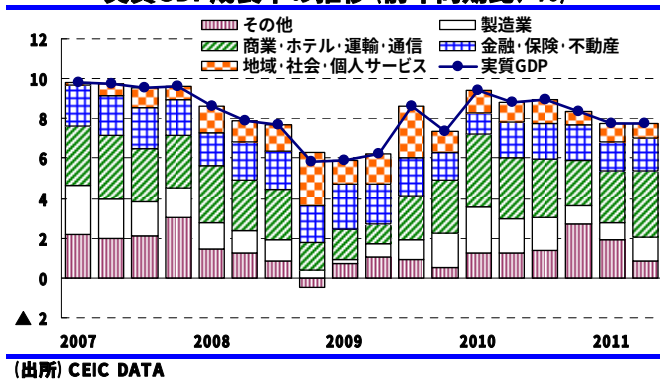
成長の姿を需要項目別に見ると、個人消費が 1～3 月期の前期比 1.7%から 4～6 月期は 1.6%へ小幅減速、固定資産投資も 2.2%から 1.8%に減速するなど、国内最終需要の拡大テンポがやや鈍化している。一方で、輸出（1～3 月期前期比 0.8%→4～6 月期 5.5%）が増勢を取り戻す中で、輸入の増勢が鈍化（12.4%→9.4%）したことから、純輸出（輸出－輸入）の実質 GDP 成長率に対する寄与度は 1～3 月期の▲3.4%Pt から 4～6 月期は▲1.6%Pt へマイナス幅が縮小した（いずれも当社試算の季節調整値）。

また、産業別には、商業・ホテル・運輸・通信が 1～3 月期の前年同期比 9.3%から 4～6 月期は 12.8%へ伸びが高めたほか、製造業が 5.5%から 7.2%となり、実質 GDP 成長率を押し上げた一方で、農林水産業（1～3 月期前年同月比 7.5%→4～6 月期 3.9%）や建設業（8.2%→1.2%）の減速が成長率を押し下げる要因となった。

実質GDP成長率の推移（前期比、%）



実質GDP成長率の推移（前年同期比、%）



インフレや金利上昇が抑制要因となるも内需は底堅く推移

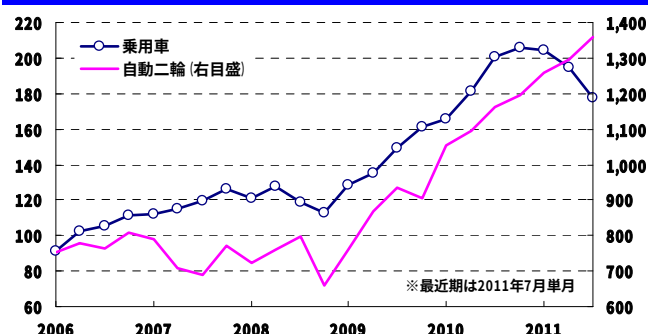
月次指標などから主な需要の動向を見ると、個人消費関連では乗用車販売の急減速が目立っている。8 月の乗用車販売台数は前年同月比▲8.9%となり、約 2 年ぶりに前年の水準を割り込んだ。当社試算の季節

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

調整値でも前月比▲6.1%と3ヶ月連続で減少しており、四半期で見ると2011年1～3月期に前期比▲0.9%とマイナスに転じた後、4～6月期に▲4.5%と落ち込みが加速、さらに7月の水準は4～6月期を8.7%も下回っている。後述する通り物価上昇率の高止まりにより消費者の購買力が削がれている上に、ガソリン価格やローン金利が上昇していることが、乗用車販売の減少につながっていると考えられる。

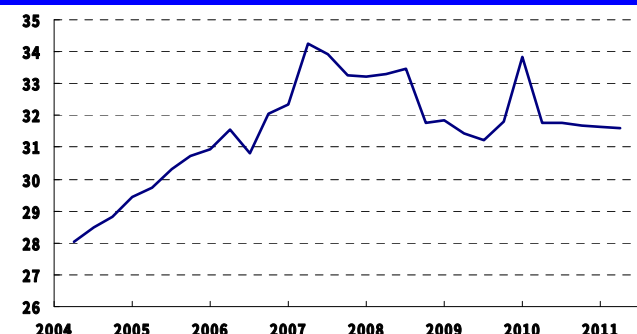
一方で、自動二輪の販売台数は2011年の前期比5.2%から4～6月期も3.0%と堅調な拡大が続き、さらに7月の水準は4～6月期を4.9%上回った（当社試算の季節調整値）。こうした二輪車販売の好調は、高インフレ下においても生活必需品に近い分野では消費活動が活発であることを示唆するものと言えよう。個人消費は増勢が鈍化したものの、堅調な拡大基調を維持していると評価できる。

自動車販売の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所) CEIC DATA

投資比率の推移(季節調整値、%)



(出所) CEIC DATA

固定資産投資は、金融危機後、概ね実質GDP成長率に一致するペースで安定した増加を続けている。このため、投資比率（固定資産投資／実質GDP）は2007年につけたピーク34%強から31%台まで低下した後、基本的に横ばい圏で推移しており、過熱感は見られない。政策金利の引き上げを受けて銀行貸出金利が上昇していることは投資を抑制する要因となるが、このところ減少傾向にあった対内直接投資（2010年7～9月期52.3億ドル→10～12月期50.3億ドル→2011年1～3月期33.9億ドル）が4～5月の2ヶ月だけで77.9億ドルに急増するなど、海外からの直接投資は回復の兆しを見せている。こうした状況から判断すると、固定資産投資は今後も需要の拡大に見合った程度の増勢は維持するものと考えられる。

輸出はアフリカや中南米向けが拡大

仕向け地別の実績が確認できる4月までの輸出動向（通関ベース）を見ると、全体では2011年1～3月期の前年同期比58.9%から4月は前年同月比34.0%へ伸びが鈍化した。主因は全体の18.8%（2010年）を占める欧州向けが1～3月期の20.8%から4月は▲21.9%とマイナスに転じたことに加え、17.1%を占めるアジア（除く日本、中国）向けが1～3月期の25.8%から4月は4.5%へ大幅に伸びが鈍化し、香港を含む中国向け（シェア10.1%、1～3月期▲13.3%→4月▲39.9%）がマイナス幅を拡大したことである。欧州向けの落ち込みは欧州経済の停滞によるもの、中国などアジア向けの伸び悩みは同地域における軽微な在庫調整の動きを反映したものとみられる。なお、日本向けのシェアは1.8%にとどまるが、東日本大震災の影響により1～3月期の前年同期比▲15.8%から4月は▲92.4%と大幅な落ち込みを記録し、輸出全体を押し下げた。

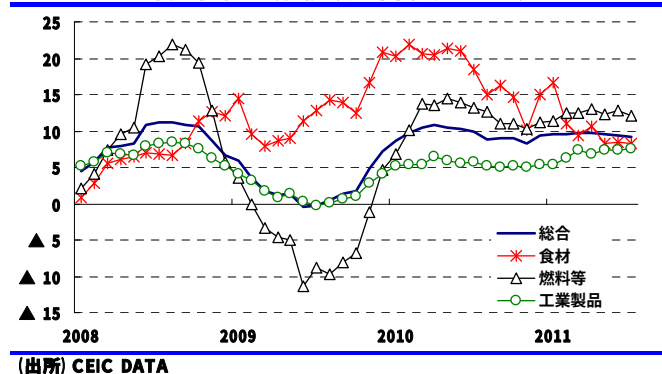
一方で、全体の7.5%を占めるアフリカ向けは1～3月期の前年同月比56.3%から4月は65.7%へ伸びを高めたほか、中南米向け（シェア3.8%）は9.9%から44.9%へ急拡大し、全体の伸びの鈍化を緩和した。

なお、4～6 月期を通して見れば、前述の通り輸出はむしろ増勢を強めている。アフリカ向けや中南米向けが全体を牽引する中で、アジア地域における在庫調整の動きも一時的な影響にとどまったと考えられる。

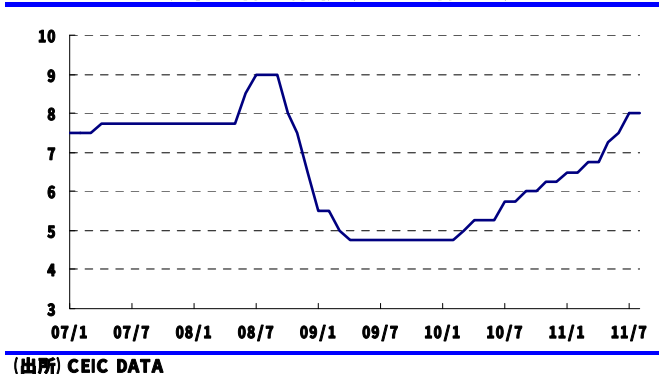
物価上昇率は小幅低下も高止まり

景気の堅調な拡大を背景に、物価上昇圧力の根強い状況が続いている。7月の卸売物価は前年同月比9.22%となり、4月の9.74%をピークとして3ヶ月連続で伸びが鈍化した。食材価格が4月の前年同月比10.7%から7月には8.2%まで伸びが鈍化したほか、ガソリンなどの燃料価格も小幅ながら上昇率が低下した（4月13.0%→7月12.0%）。このように、これまでの物価上昇の主因であった食材や燃料価格の上昇加速には歯止めが掛かる一方で、工業製品においては加工食品など価格上昇率が高まる分野が広がっている。好調な需要動向を追い風に、これまでの食材・燃料価格の上昇や賃金上昇といったコスト増分の価格転嫁が進められており、さらに物価の上昇が賃金を押し上げる動きが出始めているとの指摘もある。そのため、上記の通り卸売物価の上昇率は小幅な低下にとどまり9%超という高い伸びが続くなど、インフレ沈静化が見通せる状況には至っていない。

卸売物価の推移 (前年同月比、%)



政策金利の推移 (レポ金利、%)



利上げは継続される見込み

物価上昇率の高止まりに対して、中央銀行であるインド準備銀行は、7月26日の金融政策会合において政策金利であるレポ金利を7.5%から8.0%へ50bp引き上げ、金利水準の正常化を急いだ。しかしながら、依然として政策金利の水準は物価上昇率（9.22%）を下回っていること、景気に明確な減速が見られず需要拡大を背景とする物価上昇圧力の高い状況が続いていることを勘案すると、インド準備銀行は、次回9月16日の金融政策会合においても利上げを行う可能性が高いと考えられる。

なお、言うまでもないが、今後も利上げが継続されたとしても、政策金利が物価上昇率を大幅に上回らない限りにおいて、景気の自律的な拡大を阻むものではない。金利上昇は一時的に固定資産投資や耐久財消費の拡大を抑制する要因となるものの、より長い目で見ればインフレの沈静化により消費者の購買力改善が個人消費を押し上げ、固定資産投資の拡大にもつながろう。このため、2011年度（2011年4月～2012年3月）の実質GDP成長率は、8%を若干下回る程度の高成長を維持すると予想する。