

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

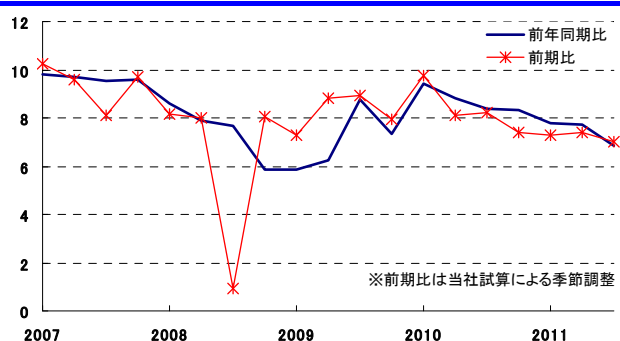
減速傾向が強まるインド経済

7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比 6.9%へ鈍化、前期比も 1.7%（年率 7.0%）へ小幅鈍化し、インド経済は緩やかな減速傾向にあることが確認された。さらに、10 月の生産は前年同月比▲5.1%の大幅減少となり、10～12 月期に成長率が一段と減速する可能性を示唆した。減速の主因は固定資産投資の落ち込みであるが、個人消費や輸出にも増勢に陰りが見られており、金融政策は利上げ打ち止めとなろう。ルピー安にも歯止めが掛からず、政策的には手詰まり感も。

2011 年 7～9 月期の成長率は前年比、前期比とも鈍化

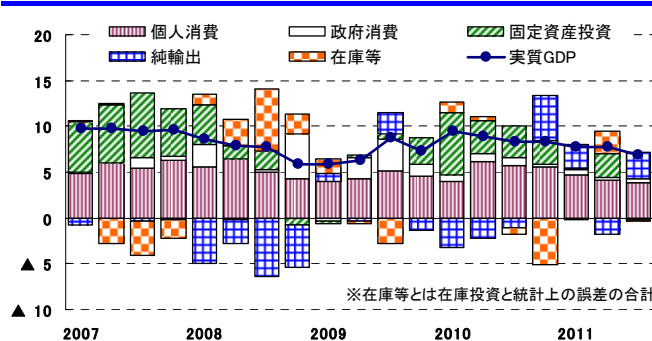
2011 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比 6.9%（要素価格表示）となり、4～6 月期の 7.7%から大きく鈍化した。ただし、当社試算の季節調整値では前期比 1.7%（年率 7.0%）と 4～6 月期の 1.8%（7.4%）から小幅な鈍化にとどまっている。これらを合わせて考えると、インド経済は、2010 年の 8%を超える高成長から 7%前後の成長ペースへの、緩やかな減速傾向にあると言える。

実質GDP成長率の推移(%)



(出所)CEIC DATA

実質GDP成長率の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

主な需要項目の動向を見ると、固定資産投資が 4～6 月期の前年同期比 7.9%から 7～9 月期は▲0.6%へ、在庫投資等¹の前年比寄与度も 2.5%Pt から▲0.1%Pt へ、それぞれマイナスに転じたことが、GDP 成長率が前年比で鈍化した主因である。一方で、個人消費は、4～6 月期の前年同期比 6.3%から 7～9 月期は 5.9%へ小幅鈍化したものの堅調な拡大を維持したほか、輸出は 24.3%から 27.4%へ伸びを高めており、景気を下支えした。

10 月の生産指数は成長ペースの急減速を示唆

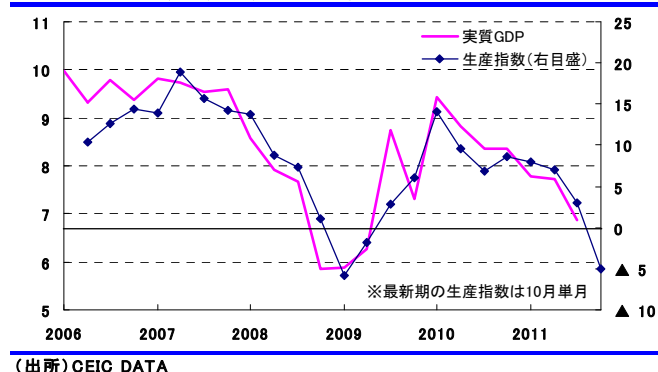
10 月以降は、景気が一段と減速している模様である。10 月の生産指数は前年同月比▲5.1%と大幅なマイナスに転じた（7～9 月期は前年同期比 3.1%）。2009 年 6 月以来のマイナスであり、マイナス幅はリーマン・ショック直後の 2009 年 1～3 月期に記録した▲5.9%に匹敵する。この期の実質 GDP 成長率は前年同期比 5.9%まで鈍化しており、また、過去において生産と実質 GDP の前年同期比が概ね同様の動きをしていた（次ページ図表参照）ことを踏まえると、11 月以降も前年同月比で同程度の生産の落ち込みが続

¹ 在庫投資と統計上の誤差の合計。

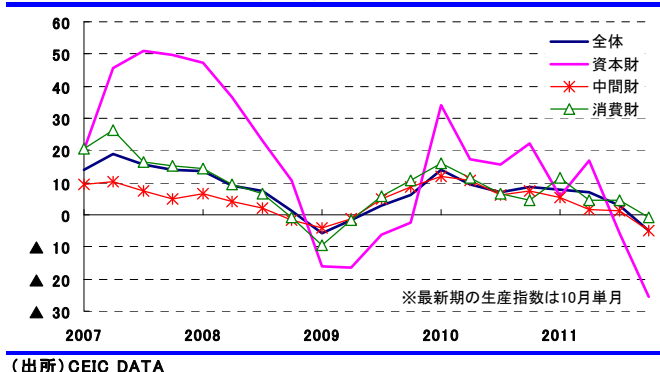
けば、2011 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比で 6%程度、前期比で 0.6%（年率 2.4%）程度まで急減速する可能性がある。また、この場合、2011 年通年の実質 GDP 成長率は前年比 7%台前半となり、2010 年の 8.7%から大きく鈍化することになる。

なお、生産の動きを財別に見ると、10 月は資本財の落ち込みが顕著であるが（7～9 月期前年同期比▲5.8%→10 月前年同月比▲25.5%）、中間財（1.0%→▲4.7%）や消費財（4.4%→▲0.8%）もマイナスに転じている。業種別では、ストライキが発生した日系メーカーでの生産大幅減により自動車（7～9 月期前年同期比 8.0%→10 月前年同月比▲7.1%）が落ち込んだほか、電気機械（▲27.6%→▲58.8%）や一般機械（▲2.0%→▲12.1%）の落ち込みが激しかった。

生産指数と実質GDPの推移（前年同期比、%）



財別生産指数の推移（前年同期比、%）



固定資産投資：外部環境の悪化により大幅減

7～9 月期に成長が鈍化した主因である固定資産投資は、前期比では▲6.0%の大幅な落ち込みであった（当社試算の季節調整値）。前期比マイナスは 2010 年 4～6 月期（前期比▲5.1%）以来であるが、この時は前の期の 1～3 月期に前期比 10.5%の大幅増となった反動という面が強いため、こうした特殊要因を除くとリーマンショック直後（2008 年 10～12 月期）以来のマイナスと言える。今回の固定資産投資の落ち込みは、2010 年 3 月以降の政策金利引き上げ（4.75%→8.50%）により企業の資金調達コストが大幅に上昇したことに加え、欧州ソブリン問題が深刻化する中で経済成長ペースが減速しているため景気の先行きに対する不透明感が強まっていることが原因であると推察される。先に見た資本財の生産動向から判断すると、10 月以降は固定資産投資が一段と落ち込んでいる可能性もある。

ただし、固定資産投資の水準の目安となる投資比率（固定資産投資／実質 GDP）は、7～9 月期に 29.3%と 2005 年 1～3 月期（29.0%）以来の水準まで低下しており、少なくとも GDP 規模との比較というマクロ的な観点では固定資産投資の水準に過剰感はない。また、海外からの直接投資は、2011 年 4～6 月期に 134 億ドルと急増した後も、7～8 月の 2 ヶ月で 39 億ドルと既に 1～3 月期の水準を上回っており、好調さを持続している。固定資産投資の落ち込みは、主に金利上昇や先行き不透明感によるものであり、こうした外部環境が改善すれば、固定資産投資は比較的速いテンポでの回復が期待できる状況にあると言える。

しかしながら、今後を展望すると、後述の通りインフレに沈静化の兆しが見られないことなどから、金融政策は利下げに踏み切りにくく、当面は高金利が維持されよう。また、欧州ソブリン問題の解決には相当の時間を要するため、先行きの不透明な状況も続くと思われる。そのため、国内企業の投資のみならず、海外からの直接投資も抑制される可能性があり、固定資産投資の回復には時間がかかると考えておいた方

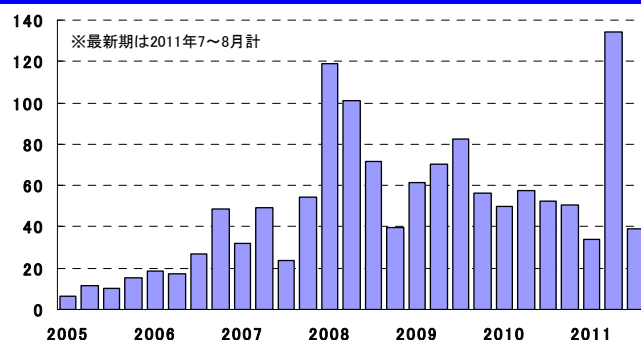
が良いであろう。

投資比率の推移(季節調整値、%)



(出所)CEIC DATA

対内直接投資の推移(億ドル)



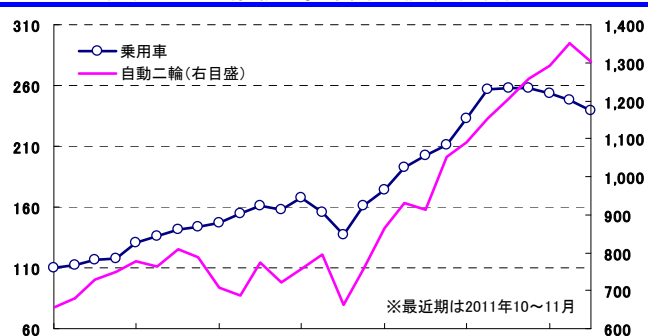
(出所)CEIC DATA

個人消費：高インフレにより減速の兆し

7～9 月期の個人消費は、前述の通り前年同期比で伸びが若干鈍化したものの、堅調な拡大を維持した。乗用車販売台数（当社試算の季節調整値）は、ローン金利やガソリン価格の上昇などにより 4～6 月期の前期比▲1.7%（年率 253.8 万台）から 7～9 月期は▲2.4%（247.6 万台）と落ち込みが続いたが、自動二輪販売台数は 4～6 月期の前期比 2.8%（年率 1,292 万台）から 7～9 月期は 4.7%（1,352 万台）と、むしろ増勢が加速した。

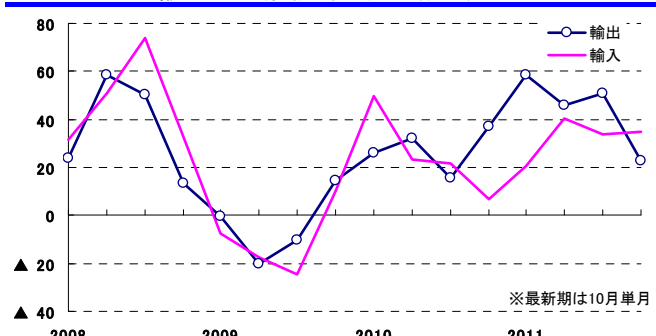
しかしながら、10～11 月平均の乗用車販売台数は、大手メーカーでの大規模ストの影響²もあって 7～9 月期を 3.5%下回る年率 238.9 万台まで減少、自動二輪も 7～9 月期を 3.6%下回る年率 1,303 万台にとどまった。乗用車に比べ生活必需品に近い二輪車販売は、9 月まで高インフレ下においても好調に推移していたが、ここきて増勢に陰りが見られることは、インフレによる悪影響が消費者市場に広がりつつある可能性を示唆するものと考えられる。

自動車販売の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所)CEIC DATA

輸出入の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

輸出：10 月以降は増勢鈍化

輸出は、通関ベース（ルピー建て）でも 4～6 月期の前年同期比 46.1%から 7～9 月期は 50.7%へ伸びが高まり、好調さが確認できる。仕向け地別の実績が確認できる 7 月までの動向を見ると、全体の 18.8%（2010 年）を占める欧州向けが 1～3 月期の 50.6%から 4～6 月は 38.4%と伸びが鈍化したが、7 月は

² ストライキによる工場の一時閉鎖により、マルチ・スズキの販売台数が前年同月比 52%減少した。

70.9%と高い伸びを記録しており、この時点ではソブリン問題の影響は見られていない。17.1%を占めるアジア（除く日本、中国）向けも1～3月期の73.5%から4～6月は61.5%へ伸びが鈍化したが、7月は144.5%へ伸びを高めており、アフリカ向け（シェア7.5%、87.0%→46.5%→55.4%）も同様に高い伸びを維持している。そのほか、香港を含む中国向け（シェア10.1%、1～3月期41.9%→4～6月▲1.9%→7月17.2%）や東日本大震災の影響により落ち込んだ日本向け（シェア1.8%、32.5%→▲25.0%→24.8%）は持ち直している。

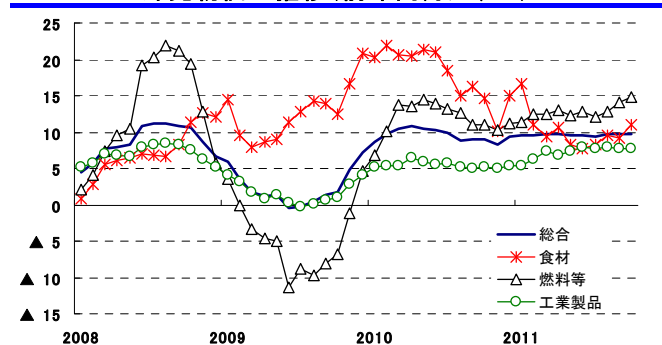
ただし、10月以降の輸出は、増勢が鈍化している。10月の輸出は、前年同月比22.9%まで鈍化した（7～9月期50.7%）。11月まで公表されているドルベースでも、7～9月期の前年同期比53.3%から10～11月平均は6.9%まで鈍化している。欧州ソブリン問題の影響が出始めている可能性がある。

物価：ルピー安の影響もあり高止まり続く

景気は幾分減速の動きが見られるものの、依然として物価上昇圧力の根強い状況が続いている。10月の卸売物価は前年同月比9.73%となり、9月の9.72%とほぼ同程度の高い伸びとなった。工業製品価格が9月の前年同月比7.69%から10月は7.66%へ小幅ながら伸びが鈍化したものの、食材（9月9.2%→10月11.1%）や燃料等（14.1%→14.8%）の価格上昇が伸びを高める要因となった。こうした状況を踏まえると、欧州ソブリン問題が深刻化した9月以降、通貨ルピーが急速かつ大幅に下落していることも、物価を押し上げている一因と考えられる。

ルピー相場は、年初から8月にかけて、概ね1ドル＝44～46ルピーの範囲で比較的安定した推移をしていたが、9月6日に46ルピーを突破して以降、10月初には49ルピー台まで、11月下旬以降は52ルピー台まで下落しリーマンショック直後の最安値（2009年3月5日52.1ルピー）を更新、その後も概ね52ルピー前後で推移している。

卸売物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

為替相場の推移（ルピー／米ドル）



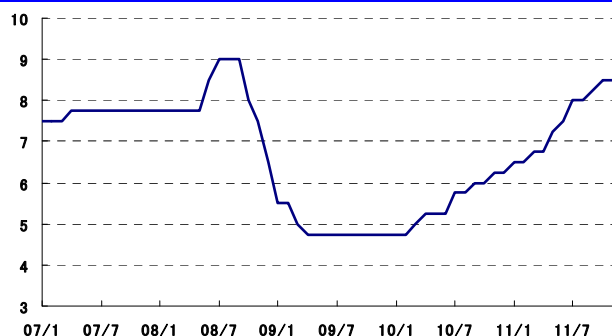
（出所）CEIC DATA

利上げは打ち止めとなる見込み

こうした状況の中で、中央銀行であるインド準備銀行は、10月25日の金融政策会合でも政策金利であるレポ金利を引き上げ8.50%としたが（引き上げ前は8.25%）、次回（12月16日予定）は利上げを行わない可能性を示唆した。景気に減速の兆しが見られることに加え、欧州情勢により海外経済の先行きが一段と不透明になりつつあることを踏まえると、利下げの可能性すら否定できないが、利下げを行うと為替相場がさらに下落し、輸入物価の上昇を通じてインフレ率を高めるリスクがある。そのため、インド準備銀

行は、次回の金融政策会合において、政策金利を据え置く可能性が高いと考えられる。

政策金利の推移(レポ金利、%)



(出所)CEIC DATA

外貨準備高の推移(億ドル)



(出所)CEIC DATA

なお、インド準備銀行は、ルピー相場下落に歯止めを掛けるため、9月に続いて11月にもルピー買いドル売り介入を行った模様である。その結果、外貨準備高は、10月末の3,162億ドルから11月25日には3,044億ドルへ減少したが、それでも輸入の10.4ヶ月分、短期対外債務の4.9ヶ月に相当する十分な水準にある。今後もインド準備銀行は、ルピー相場下落圧力が強まる局面ではルピー買い介入を行うとみられるため、ルピー相場下落圧力はある程度緩和されよう。

とはいえ、景気の減速が明確となる中で、インフレ率が高止まる一方、通貨が下落圧力に晒されるという現状は、中央銀行にとって景気刺激のための利下げに踏み切り難い状況と言える。少なくともインフレにはっきりとした沈静化の兆しが見られるまで、インド経済は景気の減速を受け入れざるを得ないであろう。