

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

下げ止まりの兆しが見られるインド経済

10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.1%へ鈍化し、2011 年通年の成長率はリーマンショック直後をも下回る 7.1%まで低下した。しかしながら、1 月以降の経済指標は景気再拡大の可能性を示唆している。物価も上昇リスクを残しながらも沈静化傾向にある。今後しばらくは、インフレリスクを見極めながら、再離陸への道を模索する状況が続こう。

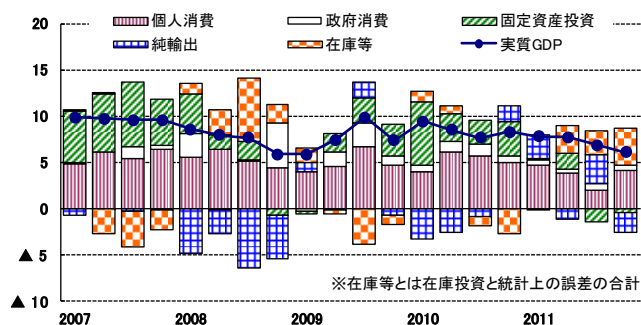
2011 年 10～12 月期も成長率の鈍化が続く

インドの実質 GDP 成長率（要素価格表示）は、2010 年に通年で前年比 8.5%の高水準を記録したが、2011 年に入り 1～3 月期は前年同期比 7.8%、4～6 月期は 7.7%と伸びがやや鈍化し、7～9 月期には 6.9%へ大きく減速、10～12 月期には 6.1%まで成長ペースが鈍化した。すなわち、インド経済はインフレ抑制に向けた金融引き締めなどから、2011 年後半に急減速したことが確認された。この結果、2011 年通年の成長率は 7.1%へ低下し、リーマンショックの影響を受けて景気が悪化した 2008 年の 7.5%をも下回った。

なお、2011 年 10～12 月期に実質 GDP 成長率が鈍化した主因は、輸出の減速である。輸出は 7～9 月期の前年同期比 23.3%から 10～12 月期は 13.1%まで伸びが低下した。その一方で、個人消費は大幅に伸びを高めたほか（7～9 月期 2.9%→10～12 月期 6.2%）、固定資産投資はマイナス幅が縮小しており（▲4.0%→▲1.2%）、国内需要は総じて景気を下支えした。

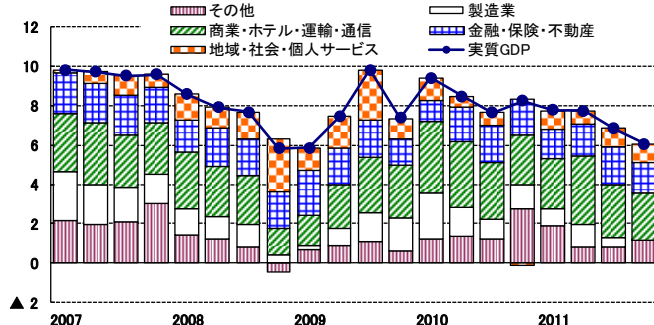
また、産業別に見ると、輸出の減速を受けて製造業の伸びが鈍化したほか（7～9 月期前年同期比 2.7%→10～12 月期 0.4%）、商業・ホテル・運輸・通信（9.8%→9.2%）や金融・保険・不動産（10.5%→9.0%）が伸び悩んでおり、内需関連のうち企業活動に付帯する分野で成長が鈍化した。

需要項目別実質GDP成長率の推移（前年同期比、%）



(出所)CEIC DATA

産業別実質GDP成長率の推移（前年同期比、%）



(出所)CEIC DATA

1 月の生産指数は減速局面終了の可能性を示唆

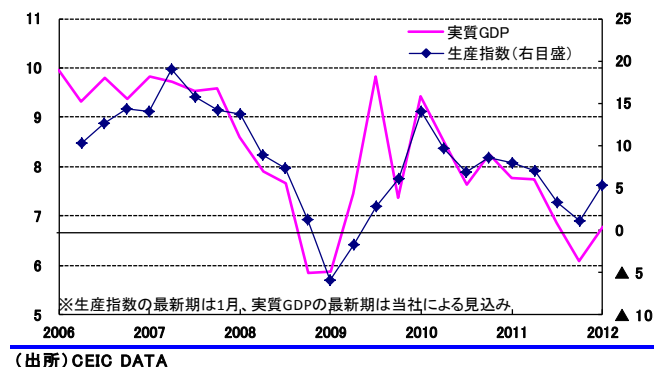
1 月以降の景気は、やや持ち直している模様である。1 月の生産指数は前年同月比 6.8%となり、12 月の 2.5%から伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも 1 月の生産指数は前月比 4.1%と 2 ヶ月ぶりにプラスに転じ（12 月 ▲0.4%）、10～12 月期の水準を 5.9%も上回っている。過去における生産指数と実質 GDP 成長率の動きを踏まえると、1 月単月ながら生産指数の動きは、1～3 月期の実質 GDP 成長率が前年同期

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。

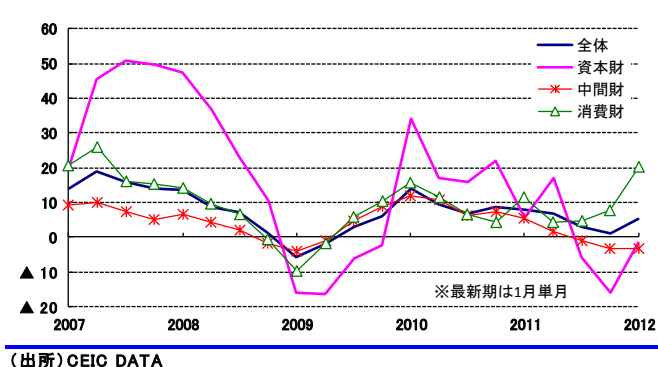
比で6%台後半へ伸びを高める可能性があることを示唆している。

生産指数を財別に見ると、消費財が10～12月期の前年同期比7.8%から1月は前年同月比20.2%へ伸びを高めており、資本財もマイナス幅が大幅に縮小している（▲16.2%→▲1.5%）。こうした動きから、個人消費が一段と増勢を強め、固定資産投資がさらに復調している可能性が窺われる。

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、%）

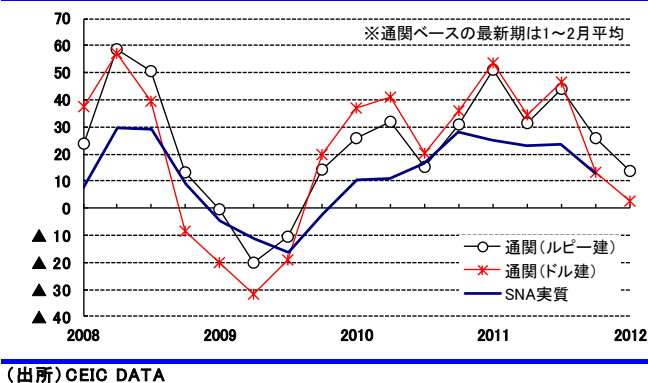


輸出：伸びの鈍化傾向が続く

主な需要の動向をより詳しく見ると、10～12月期の成長鈍化の主因となった輸出は、通関ベース（ルピー建て）でも7～9月期の前年同期比44.2%から10～12月期は26.0%へ伸びが鈍化した。仕向け地別の実績が確認できる11月までの状況は、タイの洪水による影響が出たASEAN向け（シェア11.2%、2010年）が7～9月期の前年同期比67.1%から10～11月平均で46.1%へ伸びが鈍化し、景気が減速している中国向け（シェア12.1%、含む香港）も大きく伸びが鈍化したほか（63.2%→2.8%）、中東向け（シェア21.0%）もやや減速した（24.0%→15.9%）。その一方で、景気が持ち直している米国向け（シェア10.4%）が伸びを高めたほか（47.2%→57.3%）、景気が低迷している欧州向け（シェア20.7%）も増勢を強めており（22.1%→37.4%）、欧州ソブリン問題に伴う輸出を通じた悪影響は11月までは確認できない。

1月以降は、輸出の増勢が一段と鈍化している。1月の輸出は、全体で前年同月比24.5%と10～12月期の前年同期比26.0%から小幅鈍化にとどまったが、2月については、公表されているドル建てで前年同月比▲4.2%、ルピー建てに換算しても4%程度と大幅に鈍化している。このため、1～2月期平均では前年同期比13%程度まで伸びが鈍化したとみられ、欧州向けの落ち込みが輸出全体を押し下げている可能性がある。

輸出の推移（前年比、%）



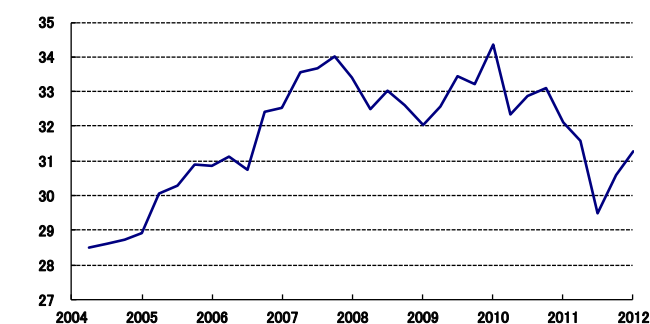
固定資産投資：海外からの直接投資が下支え

固定資産投資は、前述の通り10～12月期に前年同期比のマイナス幅が縮小したが、当社試算の季節調整値でも7～9月期の前期比▲5.3%から10～12月期は5.5%へ復調している。しかしながら、これまでの大幅な政策金利の引き上げにより資金調達コストが上昇していることに加え、景気の減速傾向が続いてい

ることから、国内企業の投資マインドは良好とは言えない状況にある。その一方で、海外からの直接投資は、2011年7～9月期の57億ドルから10～12月期も51億ドルへ小幅減少したものの、前年並みの安定した水準を維持している。2011年通年では、4～6月期に134億ドルまで急増したこともあって累計276億ドルに達しており、2010年の210億ドルから約3割も増加した。これらを併せて考えると、昨年末にかけての固定資産投資の底堅い動きは海外からの直接投資が牽引しているとみてよいだろう。

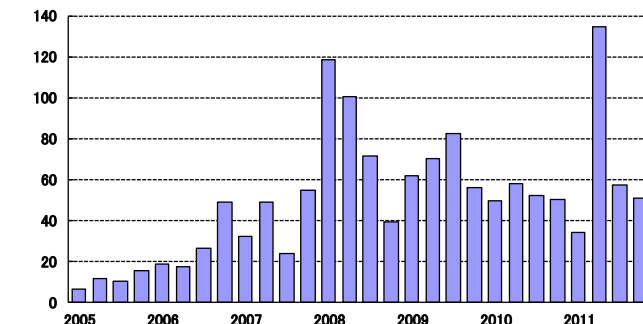
なお、固定資産投資の水準の目安となる投資比率（固定資産投資／実質GDP）は、7～9月期の29.3%から10～12月期は30.6%へ上昇したが、依然として2005年頃の水準にとどまっており、マクロ的に見れば投資拡大余地は十分にある。今後、金利の低下や景気の持ち直しにより投資環境が改善すれば、固定資産投資は再び増勢を取り戻すと考えられる。

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

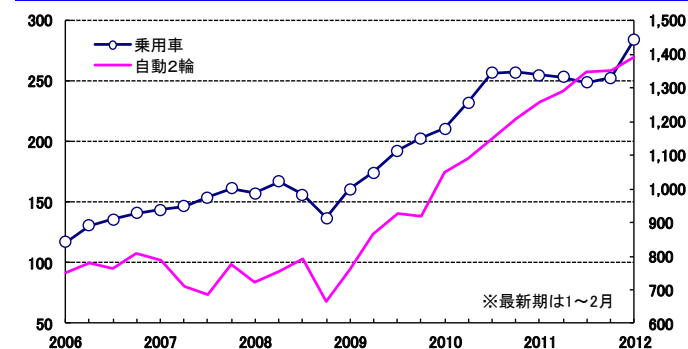
個人消費：再び増勢が強まる

個人消費は、当社試算の季節調整値で7～9月期の前期比▲2.6%から10～12月期は6.4%へ大幅なプラスに転じた。個人消費の持ち直しは販売側の統計からも確認でき、乗用車販売台数（当社試算の季節調整値）は、大手メーカーにおけるストライキの影響により10月に前月比▲18.1%の年率211.0万台まで落ち込んだが、11月には28.2%増の270.4万台と過去最高を更新し、結局10～12月期は前期比1.7%増の253.1万台と4四半期ぶりの増加に転じた。ここ数年急増している自動二輪販売台数についても、7～9月期の前期比4.6%（年率1,349万台）から10～12月期は0.1%（1,350万台）へ減速したものの増勢を維持し、個人消費の底堅さを示した。

2012年に入ってから、先に見た通り1月の消費財生産が前月比11.6%（前年同月比20.2%）、10～12月平均の水準を14.8%も上回るなど、個人消費の堅調な拡大が続いている模様である。なかでも、非耐久消費財が前月比27.0%（前年同月比42.1%）と顕著に増加しており、消費財生産を牽引した。

また、乗用車販売台数は1～2月平均が10～12月期の水準を12.5%も上回る年率284.8万台を記録、自動二輪販売台数も3.3%上回る年率1,394万台と再び増勢が加速するなど、いずれも好調である。ディーゼル車に対する増税が検討されていたことから駆け込

自動車販売の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所)CEIC DATA

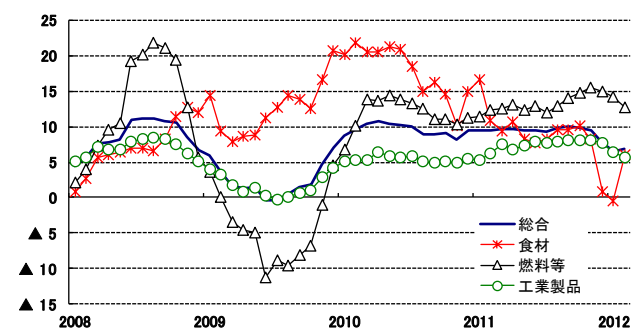
み需要が発生したとの指摘もあるが、後述の通り物価にやや落ち着きが見られる中で、個人消費が再び活発化しつつあることを示す動きと評価できよう。

物価：沈静化しつつあるが再上昇リスク残る

2月の卸売物価は前年同月比6.95%と1月の6.55%から伸びが再び高まったが、10%前後の伸びが続いた11月までの状況に比べて落ち着いており、インフレは沈静化の方向にある。2月に伸びが高まった主因は食材価格が1月の前年同月比▲0.5%から2月は6.1%へ再び上昇に転じたことであるが、食材価格も11月まで10%前後の高い伸びが続いていたことを踏まえると、以前よりは落ち着いていると言える。そのほか、工業製品価格（1月6.49%→2月5.75%）や燃料等（14.2%→12.8%）は伸びの鈍化が続いており、物価全体として上昇圧力が高まっているわけではない。

また、1月に初めて前年同月比が発表可能となった消費者物価指数も、卸売物価同様、1月の7.65%から2月は8.83%へ伸びが高まった。野菜が1月の▲24.83%から2月は▲4.73%へ下落幅を大きく縮小させたことが寄与した。一方で、衣料品（14.25%→13.22%）や燃料・電力（13.13%→12.78%）は伸びが鈍化しており、全体の傾向も卸売物価と概ね同様であった。

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

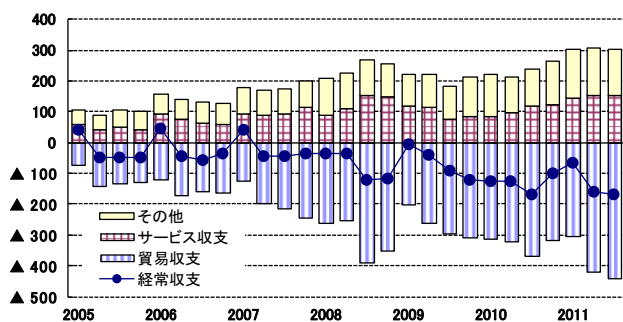
このように物価は概ね沈静化しつつあるが、最近の原油価格の上昇はインフレ圧力を高めるリスクとして意識しておく必要があろう。また、ルピー相場については、年初の1ドル＝53ルピー台の最安値圏から、2月下旬には49ルピー近くまで値を戻し、最近も50ルピー前後で推移するなど、下落には歯止めが掛かっており、輸入物価の上昇を通じたインフレ圧力は一時期よりは弱まっている。

しかしながら、昨年後半のルピー安進行の背景は、欧州ソブリン問題を受けた欧州金融機関などによるインドからの資金引き揚げであり、高インフレや経常収支赤字という構造的なルピー安要因に対する投資家の懸念である。インフレについては改善の兆しが見られるとはいえ、経常収支の赤字幅は旺盛な国内需要を背景に拡大基調にあり、経常赤字の一因でもある財政赤字は2011年度（2011年4月～2012年3月）の見込み額が当初目標のGDP比4.6%から5.9%へ下方修正されるなど、状況はむしろ悪化している。

さらに、欧州ソブリン問題の解決には相当の時間を要することを踏まえると、ルピー相場の行方についても予断を許さない。もちろん、ルピー相場の急激な下落に対しては、ルピー買い介入により相場を支えとみられ、そのための外貨準備は2012年1月時点で2,928億ドル、輸入額の8.2ヶ月分、対外短期債務の4.1倍と十分な水準にある。ただし、これまでのルピー買い介入実施などにより外貨準備高が徐々に減

少していることも事実であり、ルピー相場は引き続き不安定さを残すとみられる。

経常収支の推移(億ドル)



(出所)CEIC DATA

外貨準備高の推移(億ドル)



(出所)CEIC DATA

利下げのタイミングを計る中銀

景気減速下でインフレ沈静化の兆しが見え始めたことから、中央銀行であるインド準備銀行は、2011年10月25日の利上げ（レポ金利 8.25%→8.50%）を最後に、政策金利を据え置いている。3月15日に開催された金融政策会合においても、景気の減速を認識しつつも、原油価格やルピー相場動向のほか財政面からのインフレリスクを指摘し、利下げを見送った。

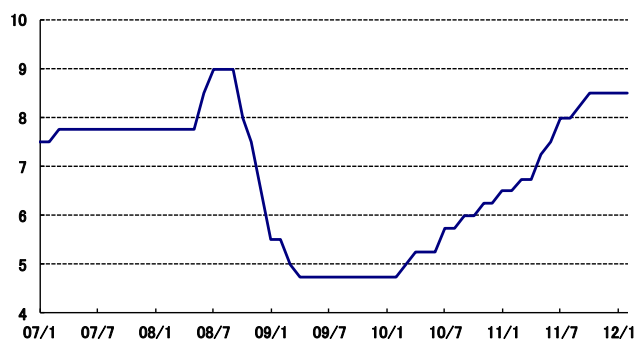
その財政面の動きとして注目された2012年度予算案は、3月16日に発表された。歳入の前年比22.5%増を見込む一方で、歳出も13.1%増加する計画のため、財政赤字は前年度から1.7%しか減少せずGDP比で5.1%までの縮小にとどまる。さらに、物品税とサービス税を現行の10%から12%まで引き上げる計画であり、財政再建の遅れや物価上昇がルピー安要因になるとの指摘が散見される。

予算案には、そのほか、実質的な減税となる所得税の課税最低限の引き上げ¹や、設備投資減税、道路予算の拡充（前年比14%増）、インフラ整備のための金融支援策なども盛り込まれており、景気刺激という意味では有効であるが、通貨の不安定化に結び付くリスクに留意しておきたい。

景気再拡大のチャンスを探る展開

以上で見た通り、インド経済は、2011年中続いた減速局面が終了する兆しが見え始めている。ただし、景気が底入れし再び回復に向かうためには、インフレの沈静化が必須である。インフレ再燃のリスクを封じ込めることができれば、低インフレ下で個人消費は堅調な拡大を維持し、金利の低下により固定資産投資も復調に向かう。輸出依存度の低いインド経済は、仮に主力である欧州向け輸出の低迷が長期化したとしても、通貨の安定と海外からの一定量の投資資金流入を確保できれば、内需主導の堅調な拡大が可能である。今後しばらくは、インフレ動向を見極めながら、再離陸への道を模索する状況が続くとみられる。

政策金利の推移(レポ金利、%)



(出所)CEIC DATA

¹ 現行18万ルピーの課税最低所得を20万ルピーに引き上げるほか、税率30%を適用する所得を80万ルピー超から100万ルピー超へ引き上げる。