

## 低成長の中でインフレ懸念燻るインド経済

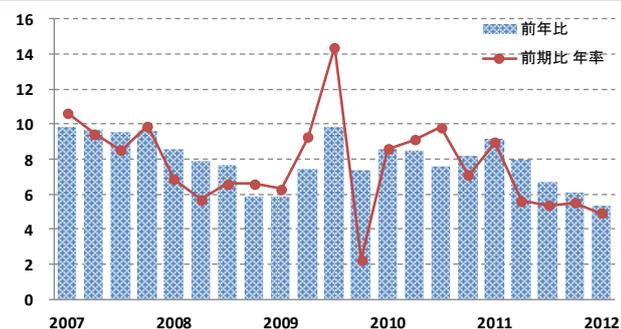
2012年1～3月期の実質GDPは、リーマン・ショック時以来となる前年同期比5%台へ伸びが鈍化した。ただし、前期比では既に2011年4～6月期に年率5%台へ鈍化しており、実際には1年以上前から低成長が続いている。ただし、最終需要は足元で底堅さが見られており、最近の低成長は在庫調整による部分が多い。今後、景気が回復に向かうかどうかは、下落基調のルピー相場と再び高まりつつある物価の動向がカギを握ろう。

実質GDPは前年同期比5%台の低成長に

2012年1～3月期の実質GDP成長率（要素価格表示）は前年同期比5.3%となり、2011年10～12月期の6.1%から大きく伸びが鈍化した<sup>1</sup>。最近1年あまりの推移を見ると（下図左）、2011年1～3月期の9.2%から4～6月期8.0%、7～9月期6.7%と鈍化が続いていたが、2012年に入ってから成長率の低下傾向に歯止めが掛かっている。なお、前年同期比で5%台の成長率は2009年1～3月期（5.9%）以来であり、今回の5.3%は基準改定後の統計で確認できる2004年以降で最低である。また、2011年度（2011年4月～2012年3月）の成長率は6.5%となり、2009年度の8.3%、2010年度の8.4%から大きく鈍化した。通年で6%台の成長率はリーマン・ショック時の2008年度（6.8%）以来である。

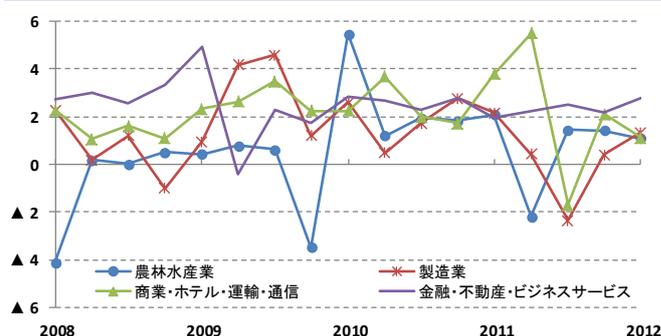
2012年に入り実質GDP成長率が5%台まで低下したことを受けて、インド経済に対する見方は厳しさを増しているが、当社試算の季節調整値で見ると、2011年1～3月期に前期比2.2%（年率9.0%）という高成長を記録した後、4～6月期に1.4%（年率5.6%）へ急減速し、その後は10～12月期まで概ね同水準の年率5%台半ばで推移、2012年1～3月期は前期比年率4.9%とさらに鈍化している。つまり、2011年4～6月期には成長ペースが5%台まで減速しており、今回、実質GDPの前年同期比が5%台へ低下したのは、それが1年間続いたことを反映したに過ぎない。インド経済は、既に1年以上も、8%程度とされる潜在成長率を大きく下回る5%程度の低成長が続いていたということである。

実質GDP成長率の推移（前年同期比、前期比年率、%）



(出所) GEIC DATA

主な産業の実質GDP成長率の推移（前期比年率、%）



(出所) GEIC DATA

<sup>1</sup> 今回のGDP発表に際して、2011年1～3月期の実績が前年同期比7.8%から9.2%へ1.4%Ptも上方修正されており、そのため今年1～3月期の前年同期比が実勢よりも低く出ている可能性があるが、本文に記した通り前期比年率では既に成長ペースが5%台まで低下しており、さほど重要な問題ではない。

実質 GDP を産業別に見ると（前頁右図）、成長ペースが前期比で急減速した 2011 年 1～3 月期から 4～6 月期にかけて、GDP の 13.9%（2011 年度）を占める製造業は前期比 2.2%から 0.4%へ鈍化、17.2%を占める農林水産業は 2.1%から▲2.2%と減少に転じ、急減速の主因となった。ところが、続く 7～9 月期は農林水産業が前期比 1.5%に復調する一方で、商業・ホテル・運輸・通信（GDP シェア 25.2%）の成長ペースが 4～6 月期の 5.5%から▲1.7%と減少に転じた。さらに、2012 年 1～3 月期は製造業が持ち直しており、主に商業・ホテル・運輸・通信の減速が低成長の主因となった（10～12 月期前期比 2.1%→1～3 月期 1.1%）。このように、昨年 4～6 月期以降の低成長は、特定の分野が目立って悪化したわけではない。インフレや金融引き締め、先行きに対する不透明感など、景気全般を下押しする要因が主に減速の原因であったと考えるべきであろう。

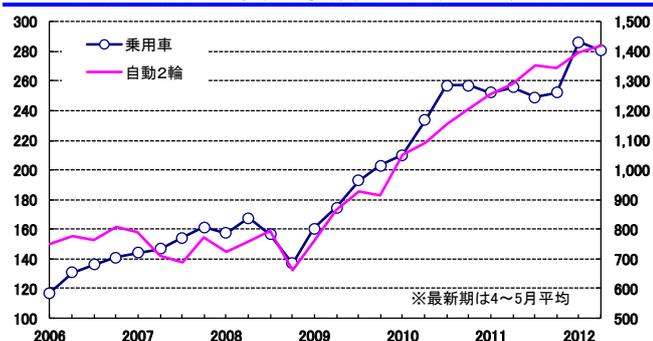
## 個人消費：持ち直し傾向にあるが力強さに欠ける

主な需要の最近の動向を見ると、個人消費は、GDP ベースで 2010 年度の前年比 7.5%から 2011 年 7～9 月期には前年同期比 4.6%まで伸びが鈍化したが、10～12 月期には 6.4%まで持ち直し、2012 年 1～3 月期も 6.1%への小幅鈍化にとどまっている。しかしながら、リーマン・ショック以降の 2008 年度から 2010 年度にかけて前年比 8%近い伸びを維持していたことと比べると、依然として個人消費の拡大ペースは緩慢であり、景気を牽引するほどの力強さはない。

また、個人消費の数少ない指標の一つである自動車販売は、2012 年 1～3 月期に大幅に増加した。乗用車（四輪）販売台数は、当社試算の季節調整値で前期比 13.5%増の年率 286.5 万台となり、自動二輪も 2 四半期ぶりの増加（前期比 3.9%）に転じて 1,395 万台と過去最高を更新した。4～5 月平均は、乗用車販売台数が 1～3 月期の急増の反動により年率 280.5 万台へ減少したものの、自動二輪は 1～3 月期比 1.9%増の 1,421 万台と増勢を維持している。

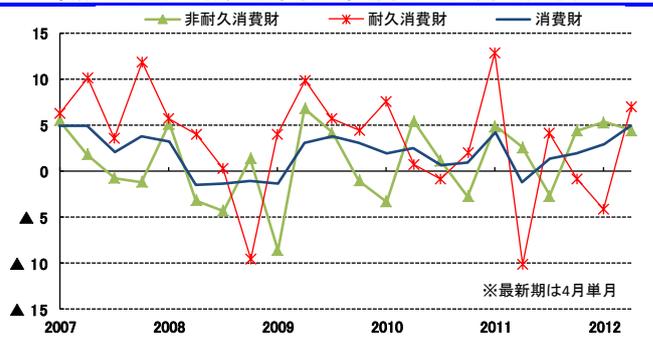
そのほか、鉱工業生産指数の消費財は、全体で 2012 年 1～3 月期に前期比 3.0%増加し、さらに 4 月の水準は 1～3 月期を 5.0%上回っている（当社試算の季節調整値）。内訳を見ると、耐久消費財は 1～3 月期に前期比▲4.2%と落ち込み自動車以外の耐久財の販売不振を示唆したが、4 月の水準は 1～3 月期を 7.0%上回っており、持ち直しの兆しも見られる。一方の非耐久消費財は、1～3 月期に前期比 5.4%増加した後、4 月の水準は 1～3 月期を 4.5%上回っており、堅調な拡大が続いている。このように、財の消費は総じて好調であるため、個人消費の拡大が緩慢である原因は、統計では確認できないものの、サービス消費の不調ということになる。

自動車販売の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所) GEIC DATA

消費財の生産指数の推移(季節調整値、前期比、%)



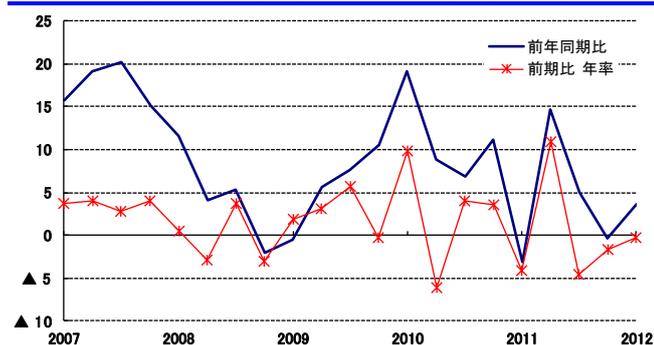
(出所) GEIC DATA

## 固定資産投資：企業景況感の底入れにより下げ止まり

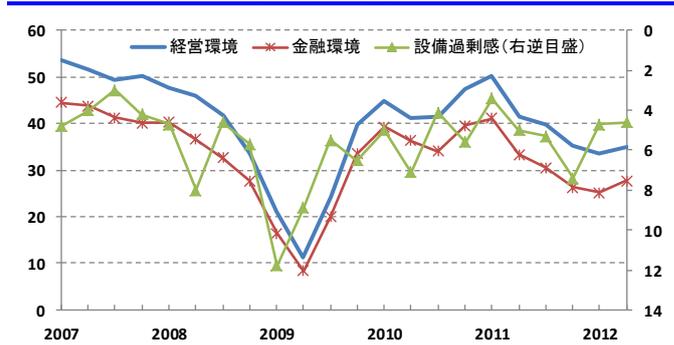
固定資産投資は、2011年4～6月期には前年同期比14.7%の高い伸びとなったが、7～9月期は5.0%へ減速、10～12月期には▲0.3%とマイナスになったが、続く2012年1～3月期には前年同期比3.6%のプラスに転じた。当社試算の季節調整値でも、7～9月期に前期比▲4.7%と減少に転じた後、10～12月期▲1.7%、1～3月期▲0.3%と前期比で3四半期連続のマイナスとなったものの、減少ペースは着実に鈍化している。固定資産投資は、前年同期比の伸びが未だ低く、前期比も反転には至っていないものの、下げ止まりつつあるとは言えそうである。

このように、固定資産投資に底入れの兆しが見られる背景として、企業景況感の悪化に歯止めが掛かり、企業の設備過剰感が緩和されたことが指摘できる。インド準備銀行の調査<sup>2</sup>によると、経営環境の改善を見込む企業の割合から悪化を見込む企業の割合を引いた指数(DI)は、2012年1～3月期の33.6%Ptから4～6月期は34.9%Ptと小幅ながら改善している。同調査で金融環境の好転を見込むDIも1～3月期の25.2%Ptから4～6月期は27.7%Ptへ上昇しており、金融緩和への期待感が景況感の改善につながったものとみられる。また、設備の過剰感を示すDI(過剰-不足)は、1～3月期に概ね直近2回のボトム付近となる4.7%Ptまで低下し、4～6月期もほぼ横ばいの4.6%Ptとなっている。

固定資産投資の推移(前年同期比、前期比年率、%)



企業景況感の推移(%Pt)



## 輸出：復調の動き

輸出は、GDPベースでは2011年10～12月期の前年同期比6.1%から2012年1～3月期は18.1%へ伸びが大幅に高まった。当社試算の季節調整値でも、10～12月期の前期比1.6%から1～3月期は15.6%へ増勢が急加速している。

しかしながら、通関ベース(ルピー建て)の輸出は、10～12月期の前年同期比27.4%から1～3月期は14.8%へ鈍化、当社試算の季節調整値でも10～12月期の前期比4.7%から1～3月期は0.3%へ減速しており、実質と名目の違いはあるものの、財だけに限れば1～3月期の輸出は低調であった模様である。ただし、通関輸出は4月に前年同月比20.5%へ伸びを高め、水準は1～3月期を5.5%上回っていることから、財の輸出も4月以降は復調しつつある。

インドの輸出は、欧州向けが全体の約2割(2011年度)を占めるほか、中東向けが約2割とシェアが比較的高いことが特徴である(通関ベース)。これらの地域向け輸出は、欧州債務問題の影響や原油価格の

<sup>2</sup> 出典は“Quarterly Industrial Outlook Survey”。

下落により、今後、伸び悩む可能性が高い。その一方で、ASEAN や中国、日本などアジア諸国向け輸出が全体の3割程度、米国向けは約1割である。そのため、中国や米国の景気が期待通り持ち直せば、これらの地域向けの増加が輸出全体を下支えするとみられるが、その場合でも欧州や中東向けの伸び悩みにより、輸出は力強さに欠ける状況となる可能性がある点に留意が必要であろう。

## 在庫調整が成長を抑制

以上の通り、2012年1~3月期のインド経済を需要サイドから見れば、個人消費は持ち直し固定資産投資は下げ止まるなど内需が底堅く推移し、輸出も復調の兆しを見せるなど、少なくとも足元では最終需要の拡大ペースがやや速まっていると言える。そのため、生産サイドが示す低成長の継続は、主に在庫調整によるものと考えられる。

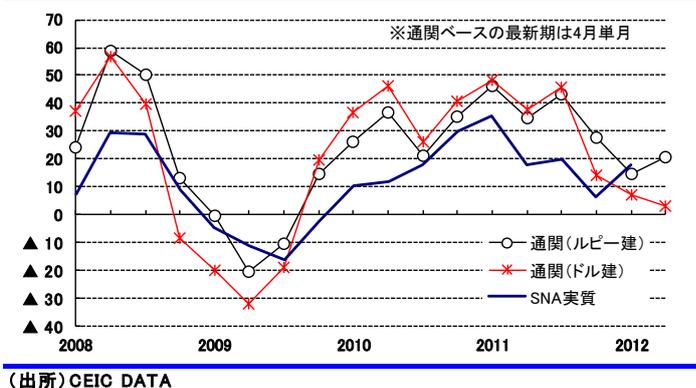
前出のインド準備銀行の調査では、製品在庫見通

しDI(平均水準以下-平均水準以上)が10~12月期に▲6.5%Ptと2000年以降で最低水準となった後、1~3月期は▲6.8%Ptと改善が見られず、在庫調整圧力の強い状況が続いていたことを示している。GDP統計における在庫投資は、実質GDPの前年同期比に対する寄与度が10~12月期の0.02%Ptに対して1~3月期は▲0.01%Ptと大きな変化はなかったが、在庫投資の推計における誤差の大きさも考慮すると、実際にはより大きな在庫の圧縮が行われた可能性が高い<sup>3</sup>。

## 物価：食材価格の上昇によりインフレ率高まる

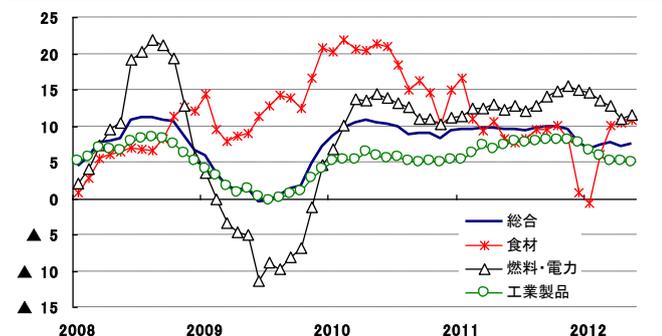
低成長が続いているにもかかわらず、5月の卸売物価は前年同月比7.55%となり、上方修正された3月の7.69%<sup>4</sup>よりは低いものの4月の7.23%からは伸びが高まった。工業製品(3月前年同月比5.2%→4月5.1%→5月5.0%)は伸びが鈍化傾向にあり、燃料・電力(12.8%→11.0%→11.5%)には落ち着きが見られるものの、食材(10.1%→10.5%→10.7%)で伸びが高まっている。

輸出の推移(前年同期比、%)



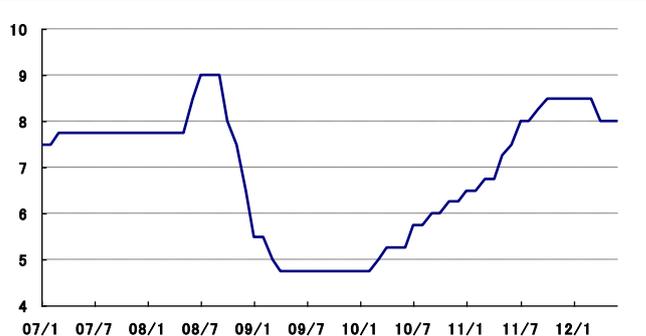
(出所)CEIC DATA

卸売物価の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

政策金利の推移(レポ金利、%)



(出所)CEIC DATA

<sup>3</sup> GDP統計において、実質GDPの前年同期比に対する統計上の不突合(需要合計とGDPとの差額)の寄与度は、2011年10~12月期の8.3%Ptから2012年1~3月期は▲3.2%Ptへ大きく変化しており、実態把握が極めて困難な在庫投資の推計上の誤差が多分に含まれていると考えられる。

<sup>4</sup> 3月の卸売物価は、5月分の発表時に速報値の6.89%から上方修正された。

また、今年から前年同月比が発表可能となった消費者物価指数も、2月の8.8%から3月9.4%、4月10.4%と伸びが高まる傾向にある。特に野菜の価格上昇が顕著であり、2月の▲4.73%から4月は24.55%の大幅上昇に転じている。その一方で、衣料品（2月13.22%→4月11.95%）や燃料・電力（2月12.78%→11.40%）は伸びが鈍化しており、卸売物価と概ね同様の傾向にある。

## 中銀は政策金利を据え置き

こうした物価動向を受けて、インド準備銀行（中央銀行）は、6月18日の金融政策会合において、政策金利のレポ金利を8.0%のまま据え置いた。景気の持ち直しを確実にするために、前回（4月17日）に続いて利下げを行うという見方も少なくなかったが、現在の政策金利の水準は、インフレ率を卸売物価でみれば実質ゼロ金利（8.0%－7.55%=0.45%）、消費者物価でみればマイナスであり、既に十分に緩和的である。そのため、上記の通りインフレ率が再び上昇している現状も考慮して、据え置き判断がなされたようである。

さらに、利下げは通貨ルピーの下落圧力を高める。ルピーの対米ドル相場は、昨年9月に欧州債務問題が深刻化して以降、最安値を更新し、12月には1ドル=54ルピーまで下落したが、その後はギリシャの2次支援決定に向けた動きを受けて49ルピー台まで値を戻していた。ところが、4月以降に再び欧州債務問題が深刻化すると、さらに最安値を更新し、最近概ね55～56ルピーの安値圏で推移している。

ルピー安の背景は、主に債務問題により体力が低下した欧州金融機関が資金を引き揚げているためとみられる。こうした状況に対して、外貨準備は4月末で2,948億ドル、短期対外債務の3.8倍という高水準を維持しており、ルピー売り圧力を吸収できる状況にはある。しかし一方で、本来は輸出拡大に貢献するルピー安と輸入抑制を促す低成長にもかかわらず、経常収支は2011年10～12月期の赤字幅が前年同期に比べ94億ドル拡大し194億ドルとなるなど悪化が続いており、不均衡を懸念した通貨安圧力は根強い。

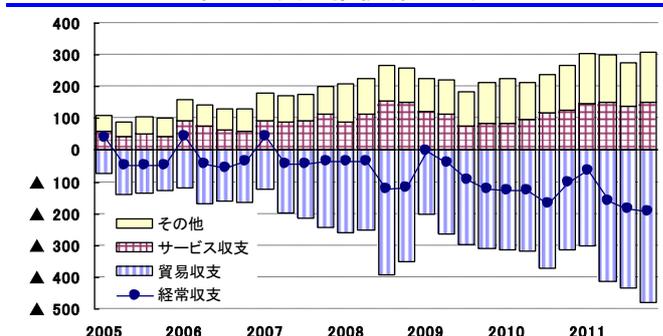
今後もルピー相場下落に歯止めが掛からず、加速するようなことになれば、輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力を高めることになる。底入れしつつあるインド経済にとって、通貨下落とインフレ率の高まりが、回復に向けた大きなリスク要因となろう。

為替相場の推移(ルピー/米ドル)



(出所)CEIC DATA

経常収支の推移(億ドル)



(出所)CEIC DATA