

回復に時間を要するインド経済

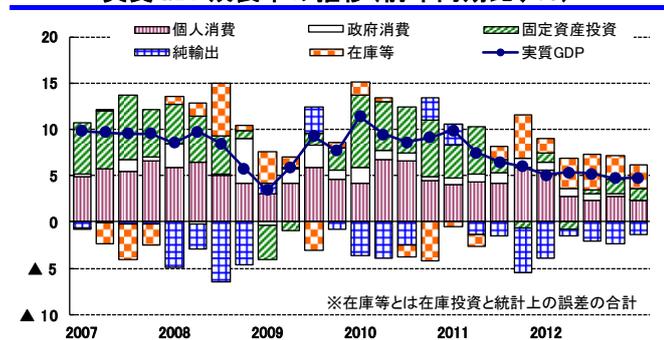
インド経済は、2013年1~3月期も実質GDP成長率が低い伸びにとどまり、未だ低空飛行を続けている。インフレ率の低下を受けて中銀は景気刺激のため利下げを行っているが、供給面からの制約もあり内需の拡大には結びつかず、むしろルピー安を加速させ景気を不安定化させている。来年に総選挙を控え政策の不透明感を払拭できないこともあり、当面は景気の力強い回復を期待できない。ただし、成長余力は大きく、インフラ整備などが進めば高成長を取り戻そう。

景気底入れも成長ペースは緩慢

2013年1~3月期の実質GDP成長率（要素価格表示）は前年同期比4.8%となり、2012年10~12月期の4.7%からわずかに伸びが高まったが、引き続き4%台の低い伸びにとどまった。当社試算の季節調整値でも、10~12月期の前期比年率4.9%に対して1~3月期は5.0%と加速感はない。インド経済は、減速には歯止めが掛かったものの、かつての二桁近い成長からは程遠い状況にある。

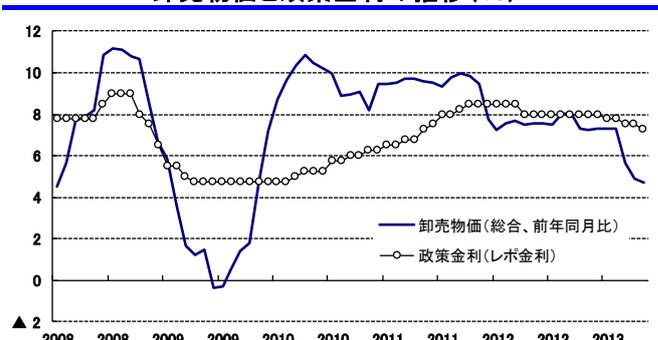
また、景気底入れの主因は輸出（10~12月期前年同期比▲3.5%→1~3月期▲0.6%）が概ね下げ止まったことであり、インド経済の核である内需、つまり個人消費（4.2%→3.8%）や固定資産投資（4.5%→3.4%）の伸びは鈍化するなど、現時点では景気が本格的な回復に向かうことを期待できる状況ではない。

実質GDP成長率の推移（前年同期比、%）



(出所) CEIC DATA

卸売物価と政策金利の推移（%）



(出所) CEIC DATA

ただし、成長ペースの鈍化により、これまで景気に悪影響を与えていたインフレが、このところ落ち着きつつある点は景気にとってプラス材料である。インフレ（物価）の主要な指標である卸売物価指数（総合）の上昇率は、2012年から2013年2月にかけて前年同月比7~8%程度で高止まり推移していたが、3月に5.7%、4月に4.9%、5月には4.7%まで低下した。

物価の落ち着きを背景に、景気のコ入れを急ぎたい政府・中銀は、2013年に入り、1月、3月、5月の金融政策会合において、政策金利であるレポ金利をそれぞれ25bp（0.25%Pt）引き下げ、7.25%とした。矢継ぎ早の金融緩和にもかかわらず、個人消費や固定資産投資といった国内需要に復調の兆しが見られないのは上述の通りであり、今のところ利下げの影響が明確に見られるのはルピー相場である。

ルピー相場は、景気の減速や利下げなどを背景として、2012年前半に一時1ドル=57ルピー台の最安値

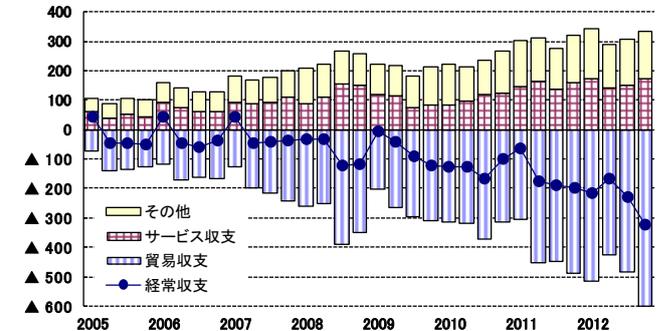
(当時)をつけたが、その後は概ね55ルピー前後で推移していた。しかしながら、2013年に入り、経常収支の赤字幅が拡大傾向にあることが確認されたことや、前述の通り政策金利がさらに引き下げられたことから再びルピー安地合いとなった。最近においては、世界的に新興国から投資資金を引き上げる動きが出始めた¹ことからルピー安が加速、6月20日には59ルピー台まで下落し、最安値を更新している。

為替相場の推移(ルピー/ドル)



(出所)CEIC DATA

経常収支の推移(億ドル)



(出所)CEIC DATA

利下げと並ぶルピー相場下落の原因である経常収支の赤字は、2012年前半のGDP比4%程度から、同年7~9月期に5.4%、10~12月期には6.7%まで拡大している。主因は、輸入の増加を受けた貿易赤字の拡大であり、輸入は景気の減速ほどに落ち込んでいない。このことは、また、国内において需要を賄うための生産能力が十分ではないことも示唆している。

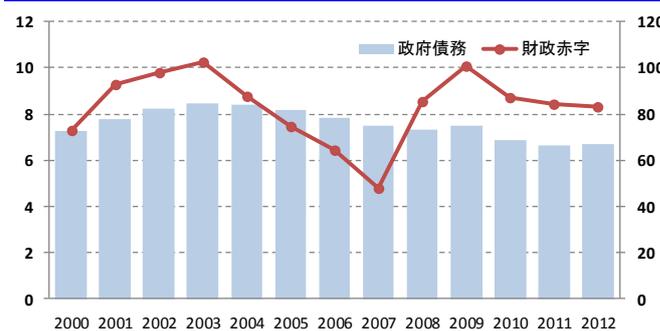
実際に、供給力の拡大ペースを示す指標の一つである投資比率(固定資産投資/GDP、名目ベース)は、実質GDP成長率が9%台で推移していた2007~8年頃の36%程度から、2012年には31%台まで低下している。投資比率低下の要因としては、政府の財政状況悪化によりインフラ投資が伸び悩んでいることのほか、景気の減速や不安定なルピー相場、インフラ不足といった投資環境の悪化により対内直接投資が頭打ちしていることが挙げられる。

投資比率の推移(固定資産投資/GDP、%)



(出所)CEIC DATA

財政赤字と政府債務の推移(GDP比、%)



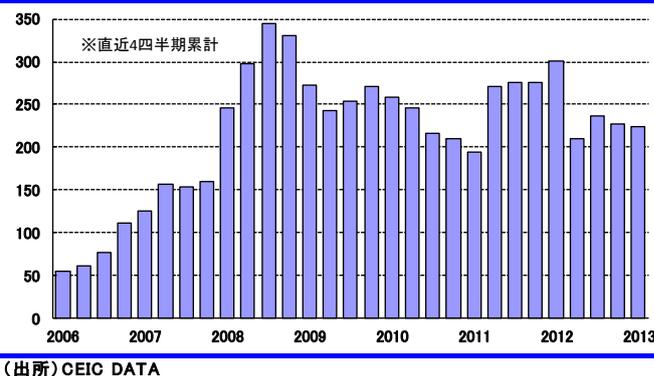
(出所)IMF

IMFの試算によると、2012年の財政赤字はGDP比8.3%となり、ピークの2009年10.1%から3年連続で低下しているとはいえ、依然として水準は高い。さらに、政府債務残高もGDPの66.8%に上っており、政府にインフラ投資を強かに推進するほどの財政余力はない。また、現地進出企業からは、特に不安定な電力供給や道路・港湾等輸送インフラの絶対的な不足が指摘されている。

¹ 米国で超緩和的な金融政策の出口戦略が模索し始められたことを受けて、低利なドルを調達し新興国に投資する流れが一部逆回転し、新興国における資産価格の下落や通貨安につながっている。

海外からの直接投資は、2012年初めに一時的に年間300億ドルペースまで回復したものの、最近再び200億ドルペース近くまで減少している。政府債務問題の影響で欧州企業の投資余力が低下したほか、ルピー下落や規制緩和の遅れも一因になっているとみられる。規制緩和については、ようやく解禁されたマルチブランド小売（総合小売業）の外資参入について詳細条件が明示されず未だ申請企業がない²など、直接投資増加に弾みがつく状況には至っていない。

対内直接投資の推移（直近4期累計、億ドル）

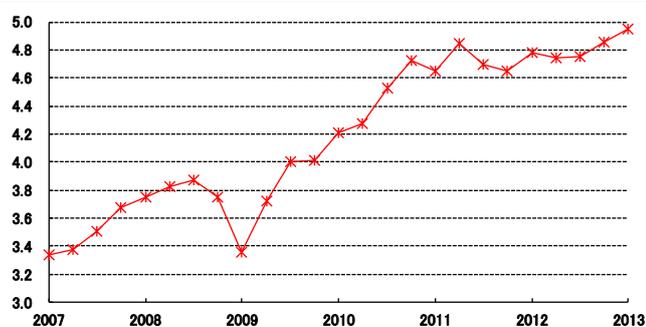


以上の通り、インド経済減速の背景には、供給面でのボトルネックが多分にあると考えられる。上記で整理した原因を踏まえると、供給制約を解消するためには、政府の財政状況改善やルピー相場の安定、対内投資の拡大が課題となる。しかしながら、来年に総選挙を控え政治情勢に不透明感が強まるなど、速やかな政策対応を期待できる状況にはない。また、輸出先としても投資元としても影響力の大きい欧州経済の低迷が当面続きそうなことから、供給面における課題を解消するためには相当の時間を要しよう。

固定資産投資：持ち直すも拡大ペースは緩慢

主な需要動向を見ると、固定資産投資は、当社試算の季節調整値で2012年7～9月期に前期比0.2%（年率0.6%）と2四半期ぶりの増加に転じ、以降も、10～12月期は2.2%（年率9.0%）、2013年1～3月期は1.9%（年率7.9%）と増加が続くなど、持ち直しつつある。ここ2四半期は実質GDPを上回る拡大ペースであり、その結果、投資比率は上昇しているが、先に見た通り投資比率の水準は未だ低い。成長抑制要因である供給力不足を速やかに解消するためには、より早いペースでの固定資産投資の拡大が求められるところであるが、上記の通り財政赤字や対内直接投資の伸び悩みのほか、金融緩和の効果が資金供給の面で十分に現れていないことが障害になっている。マネーサプライ（M3）³は、政策金利の引き下げを受けて2013年に入り伸びの鈍化に歯止めが掛かってはいるが、前年同月比で12～13%程度と名目GDP成長率12.5%（2013年1～3月期の前年同期比）と同程度、つまり景気に対して中立な状態にとどまっている。

固定資産投資の推移（2004年度価格、兆ルピー）



マネーサプライの推移（M3、前年同月比、%）



² 現地報道によると、ウォルマートなどが申請準備を進めており、政府に対して詳細条件の明示を求めている。

³ M2も前年同月比の伸びの鈍化に歯止めが掛かった程度であり、2013年に入り8%前後の低い伸びで推移している。

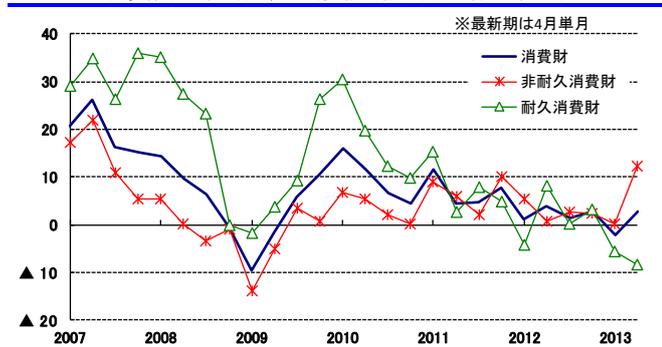
個人消費： 耐久財消費が伸び悩み

個人消費も緩慢な拡大にとどまっている。GDPベースの個人消費は、2012年4～6月期以降、概ね前年同期比4%前後で推移、2013年1～3月期も3.8%にとどまった。この伸びは、かつての8%超に遠く及ばないばかりか、2012年通年の5.3%をも下回っている。

財別の鉱工業生産指数（当社試算の季節調整値）から個人消費の動向を見ると、非耐久消費財は10～12月期の前期比2.4%から1～3月期に2.8%へ増勢が加速、4月の水準は1～3月期を12.6%も上回り、好調を持続している。一方、耐久消費財は、10～12月こそ前期比で3.0%増加したが、1～3月期は前期比▲2.2%、4月の水準は1～3月期をさらに8.5%も下回っている。消費財全体では、10～12月期に前期比2.7%、1～3月期0.5%、4月も1～3月期を3.0%上回っており、増勢を維持しているが、本来、金利低下の恩恵を受けやすい耐久財において国内製品の販売が低調であり、金融緩和効果が削がれている。

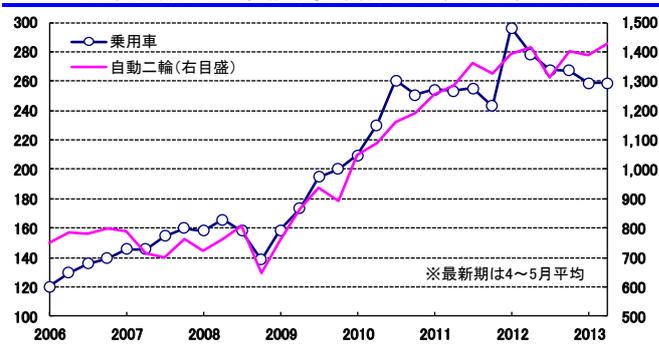
耐久消費財のなかでも、乗用車販売の不振が目立っている。乗用車販売台数（四輪）は、当社試算の季節調整値で2012年4～6月期から2013年1～3月期にかけて4四半期連続で前期比減少するなど伸び悩んでいる。4～5月平均の水準は1～3月期と概ね同程度であり、反発の兆しは見られない。その一方で、自動二輪は10～12月期に前期比6.0%増の後、1～3月期は▲0.4%となったが、4～5月平均の水準は1～3月期を0.8%上回っており、緩やかながらも増加基調を維持している。なお、乗用車の販売不振の背景として、景気低迷を受けた消費者マインドの悪化やルピー安による燃料費上昇などが指摘されている。

消費財生産指数の推移（前年同期比、%）



(出所) CEIC DATA

自動車販売の推移（季節調整値、年率、万台）



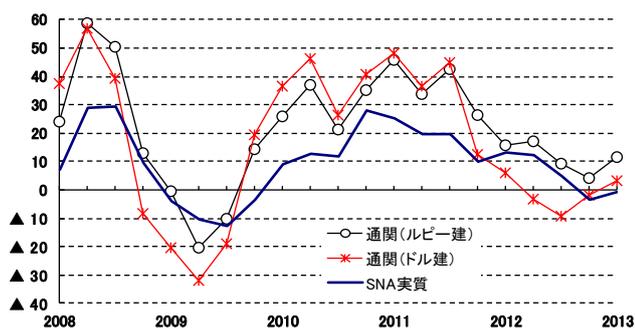
(出所) CEIC DATA

輸出： 中東・欧州向けが持ち直しを牽引

輸出は、GDP統計ベースの実質で2012年10～12月期の前年同期比▲3.5%から2013年1～3月期は▲0.6%へマイナス幅が縮小した。当社試算の季節調整値では、1～3月期は前期比7.2%の大幅増となり、輸出は持ち直しの動きが見られる。

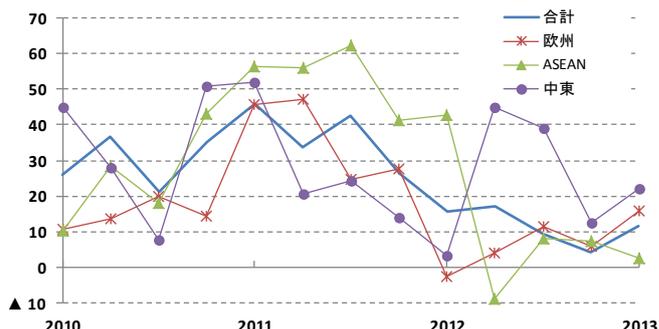
通関統計でも、ドルベースの輸出総額は10～12月期の前年同期比▲1.8%から2013年1～3月期は3.5%のプラスに転じており、当社試算の季節調整値では1～3月期に前期比12.2%の大幅増を記録するなど、概ね同様の傾向となっている。なお、ルピーベースでは、対ドルでのルピー安を反映して、10～12月期の前年同期比4.3%から1～3月期は11.5%と伸びを高めている。

輸出の推移(前年同期比、%)



(出所) CEIC DATA

仕向地別輸出の推移(ルピー建て、前年同期比、%)



(出所) CEIC DATA

仕向地別(ルピーベース)に見ると、全体の20.5%(2012年)を占める中東向けが10~12月期の前年同期比12.5%から1~3月期は22.1%へ、18.7%を占める欧州向けが5.8%から15.6%へ伸びを高め、全体の持ち直しを牽引した。そのほか、米国向け(シェア12.2%)が10~12月期の前年同期比5.6%から1~3月期は8.8%へ小幅伸びを高め、アフリカ向け(シェア8.9%)は10~12月期の31.7%に続き1~3月期も27.7%と高い伸びを維持するなど、堅調であった。その一方で、ASEAN向け(シェア11.3%)の伸びが鈍化(10~12月期前年同期比7.4%→1~3月期2.6%)、中国向け(シェア9.1%)のマイナスが続き(▲20.7%→▲7.2%)、日本向け(シェア2.3%)はマイナスに転じるなど(49.6%→▲15.0%)、アジア向けは総じて低調な推移となっている。

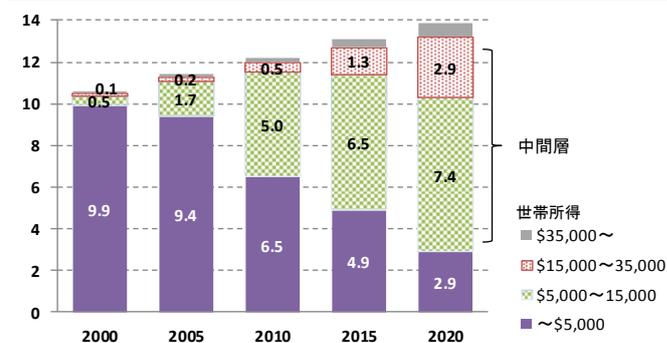
なお、財別では、輸送用機械(シェア6.2%)や繊維製品(5.8%)、衣料品(5.6%)、医薬品・精製化学品(4.8%)などが2013年に入って持ち直しの動きを見せたほか、石油および同製品(17.9%)が前年比2割前後の伸びを維持した一方で、宝飾品(14.8%)や電気製品(2.8%)などが落ち込んだ。

中長期的な成長力に期待

以上の通り、インド経済は、供給面からの制約もあり需要の回復力に乏しく、当面は高い成長を期待し難い状況にある。当社では、実質GDP成長率は、2013年に前年比5%台半ば程度、2014年はやや改善するも6%台半ば程度にとどまると予想している。

ただし、12億人を超える人口を抱えるインド経済の中長期的な成長余力は大きい。インドの一人当たり消費額は、2012年時点では860ドルに過ぎず、中国(2,200ドル)の半分にも満たない。そのため、主な耐久財の普及率(2011年)は、自動車(四輪)4.1%、テレビ65.9%、冷蔵庫9.1%といずれも低水準であり、消費者市場の拡大余地は大きい。市場拡大の牽引役は、いわゆる中間所得層(中間層、世帯年収5,000~35,000ドル⁴)と呼ばれる世帯であるが、そのうち耐久消費財のエントリーレベルである下位中間層(世帯年収5,000~15,000ドル)は2010年の5.0億人から2015年には6.5億人へ、2020年には8.4億人へ拡大する見込みである。今後は耐久消費財の普

中間層人口の推移(億人)



(出所) Euromonitor

⁴ 中間層の定義は様々であるが、ここでは民間調査会社 Euromonitor 社の定義に従った。

及が中長期的に個人消費の拡大を牽引する。

また、インドの産業構造は比較的裾野が広い点が特徴であり、さらに、品質よりも価格が優先される傾向がある。そのため、インドに進出した外資系製造業のなかには、品質の劣る現地製品との厳しい価格競争を強いられる企業が少なくない。そうした企業は、対抗策として品質上、許容される範囲で部品・原材料の現地化を進めコストを削減することになるが、このようにインド市場向け製品の開発を進めることによって製品の価格競争力を高められる点に着目し、インドを欧州や中東、アフリカなどに向けた製品開発および輸出拠点とする動きなども出始めている。

こうした動きが本格化するためには、インフラの整備を進めるなど供給面の問題を改善することが不可欠である。それが実現できれば、個人消費のみならず、生産設備への投資や輸出も拡大し、インド経済は、かつてのような高成長を取り戻すことになるだろう。