

体質改善進みソフトランディングに向かうインド経済

インド経済の不安定要因であったルピー相場は、経常収支の改善を背景に安定度を増している。その主な要因は、金輸入規制のほか、成長よりも体質改善を優先した結果、国内需要が抑制され輸入が減少したことである。その一方で、輸出は海外景気の持ち直しやルピー安を背景に拡大傾向にある。インド経済は体質改善が進んでおり、今後は調整局面からソフトランディングし、5月までに実施される総選挙後には回復に向かうとみられる。

安定度を増すルピー相場

米国の量的金融緩和縮小（テーパリング）などを背景に、一部の新興国通貨は依然として下落傾向が続いているが、インド・ルピー相場はこのところ落ち着きを見せている。米国のテーパリング開始観測が強まった2013年5月初めから8月下旬にかけて、ルピー相場は対米ドルで約26%下落し1ドル=68ルピー台まで低下、下落幅の大きかった5通貨（Fragile¹）の中でも落ち込みが目立っていたが、12月以降は1ドル=62ルピー前後で横ばい推移となっており、「脆弱な5通貨」の中で安定度が際立っている。

ルピー相場が安定している最大の要因は、インド経済の体質改善が進んでいることであろう。インド経済は、2010年後半から2011年前半にかけて景気が過熱、物価の大幅上昇が続くと同時に輸入が増加、経常収支の赤字幅拡大がルピー相場下落につながり、ルピー安が更にインフレ圧力を高める懸念が強まっていた。こうした中で、2013年9月4日にラジャン新総裁を迎えたインド準備銀行（中央銀行）は、9月20日、10月29日と連続で政策金利を引き上げ、1月28日にも追加利上げ（レポ金利7.75%→8.00%）を行った。

既にインフレの影響により景気の減速が続いていたインド経済は、こうした金融引き締め効果のほか、輸入関税引き上げや規制強化による金輸入の抑制²によって輸入の減少が続き、貿易収支が大幅に改善した。通関ベース（ドル建て）の輸入は、2013年7～9月期に前期比▲8.6%と大幅に落ち込んだ後、10～12月期も▲2.7%と減少が続いた（当社試算の季節調整値）。さらに、1月の輸入の水準は10～12月期を0.3%と小幅ながら下回っている。一方で、この間の輸出は一進一退ながら持ち直し傾向であったことも加わり、貿易収支の赤字は4～6月期の507億ドルから7～9月期に294億ドル、10～12月期は小幅拡大したが310億ドルにとどまった。なお、当社試算の季節調整値では4～6月期の474億ドルから7～9月期292億ドル、10～12月期292億ドル、1月は四半期ベースで283億ドルと明確な縮小傾向にある。

為替相場の推移（ルピー／ドル）



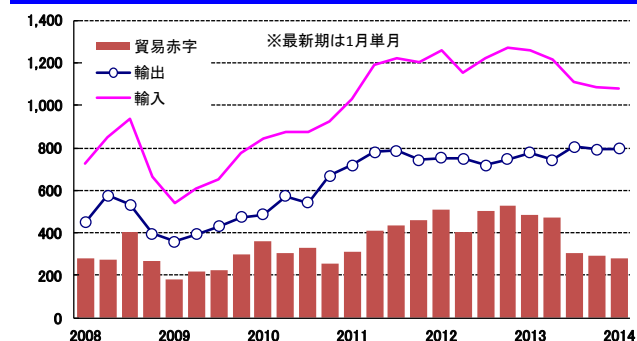
(出所)CEIC DATA

¹ ブラジル・レアル、南アフリカ・ランド、インドネシア・ルピア、トルコ・リラ、インド・ルピーの5通貨。Fragile（フレンジャイル）は「脆弱な」などと訳される。

² 金輸入額は、2013年7月に前年同月比▲35.7%とマイナスに転じ、9月以降は前年同月比で8割以上のマイナスが続いている。輸入全体に占める金の割合は10.7%（2012年）もあり、そのインパクトは大きい。

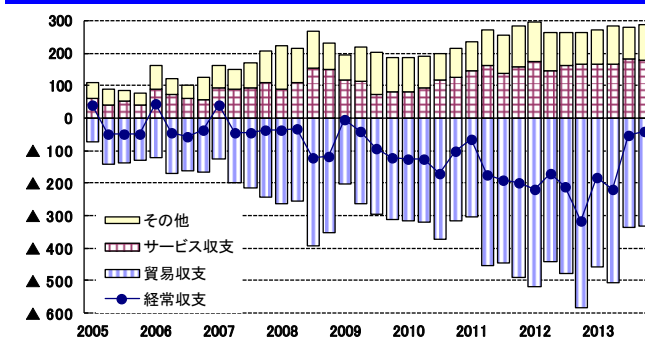
この結果、経常収支の赤字は4～6月期の218億ドル(GDP比4.9%)から7～9月期は52億ドル(1.2%)、10～12月には41億ドル(0.9%)へ縮小した³。貿易赤字縮小のほか、BPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）を中心にサービス収支の黒字⁴が拡大傾向にあることも、経常収支の改善に貢献した。

輸出入と貿易収支の推移(季節調整値、億ドル)



(出所)CEIC DATA

経常収支の推移(億ドル)

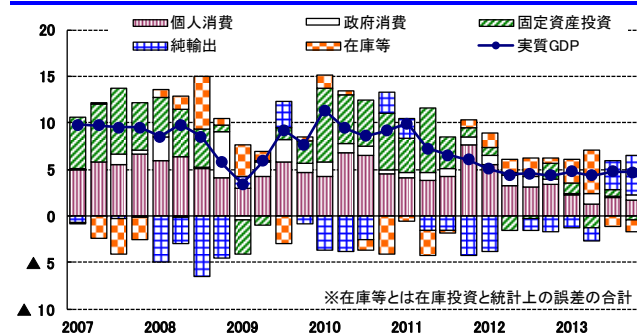


(出所)CEIC DATA

インフレ抑制と経常収支改善のため10～12月期も低成長が続く

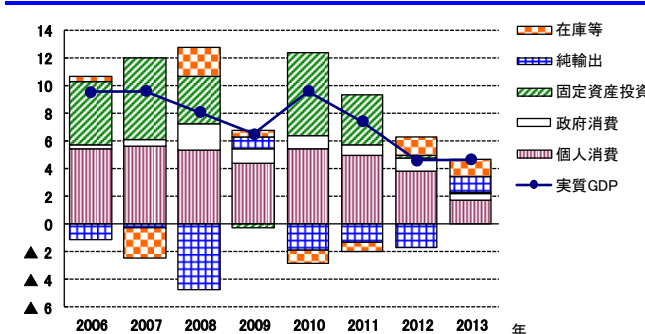
輸入の減少が示す通り、経済成長率は国内需要の減速を主因に低い伸びが続いている。10～12月期の実質GDP成長率（要素価格表示）は、7～9月期の前年同期比4.8%から4.7%へ伸びが鈍化したが、その主因は個人消費（7～9月期前年同期比3.0%→10～12月期2.5%）と固定資産投資（1.8%→▲1.1%）の減速である。その結果、2013年通年でも、個人消費（2012年前年比6.0%→2013年2.8%）や固定資産投資（0.6%→0.1%）の減速により、実質GDP成長率は2012年の前年比4.6%と概ね同程度の4.7%にとどまった。インド経済は、2010年に前年比9.7%、2011年も7.5%と高成長が続いたが、それがもたらした高インフレと経常赤字体質を改善するため、2012年以降は2年連続の低成長を余儀なくされたわけである。

実質GDP成長率の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

実質GDP成長率の推移(前年比、%)



(出所)CEIC DATA

輸出は海外景気拡大とルピー安を背景に底堅く推移

国内需要の減速が続く中で、輸出は比較的堅調に推移している。GDPベースの輸出（実質、サービス含む）は、7～9月期の前年同期比14.8%から10～12月期は11.4%と伸びが鈍化したものの高い伸びを維

³ 当社試算の季節調整値では、4～6月期194億ドル(GDP比4.4%)、7～9月期9億ドル(0.2%)、10～12月期32億ドル(0.7%)となり、大幅に縮小したという評価は変わらない。

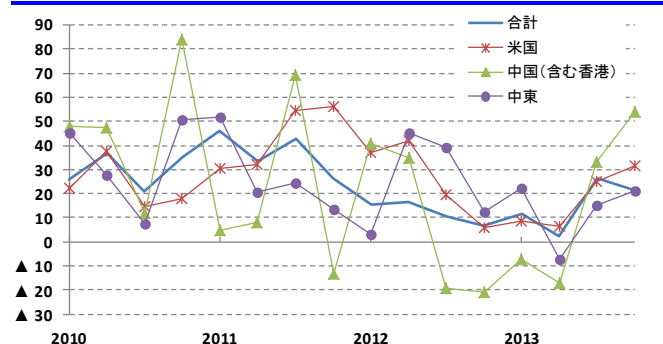
⁴ 2013年7～9月期は、貿易収支の赤字312億ドルに対してサービス収支は203億ドルの黒字であり、貿易赤字の約3分の2をカバーした。

持し、当社試算の季節調整値でも7～9月期に前期比13.3%の大幅増となった後、10～12月期は4.5%の減少にとどまった。また、通関ベース（ルピー建て）の輸出も、7～9月期の前年同期比26.4%から10～12月期は21.3%へ伸びが鈍化したが、1月は前年同月比28.3%と再び伸びを高めている。当社試算の季節調整値でも、7～9月期に前期比18.3%と大幅増、10～12月期は▲1.2%と小幅減にとどまり、1月の水準は10～12月期を1.9%上回っており、持ち直し傾向を維持している。

仕向地別の動向を見ると、全体の19.8%（2013年）を占める中東向けが7～9月期の前年同期比15.4%から10～12月期は21.0%へ伸びが高まったほか、米国向け（シェア12.4%、7～9月期前年同期比25.2%→10～12月期31.3%）や中国（含む香港）向け（シェア8.8%、33.0%→54.0%）などが全体の伸びを押し上げた。景気堅調な米国や持ち直しつつある中国向けの輸出拡大は、海外景気拡大の恩恵がインド経済にも波及していることを示している。その一方で、中東に次ぐシェア（18.5%）を占める欧州向け（26.6%→14.4%）は、同地域の緩慢な景気動向を背景に伸び悩んでいるが、今後は、これまで進んだルピー安という追い風もあり、欧州経済の持ち直しに伴って復調が期待される。

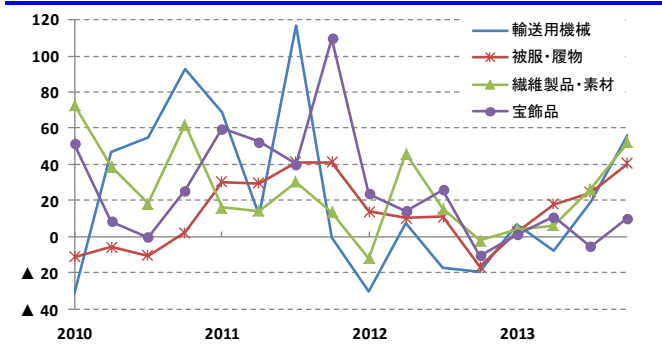
なお、財別では、輸送用機械（シェア6.3%、7～9月期前年同期比19.3%→10～12月期56.4%）、繊維製品・素材（シェア6.0%、26.3%→52.0%）、被服・履物（シェア5.8%、24.5%→40.6%）などが伸びを高め、宝飾品（シェア13.2%、▲5.4%→10.1%）が持ち直した。

主な仕向地別の輸出動向（ルピー建て、前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

主な財別の輸出動向（ルピー建て、前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

利上げは打ち止め、当面は物価動向を静観

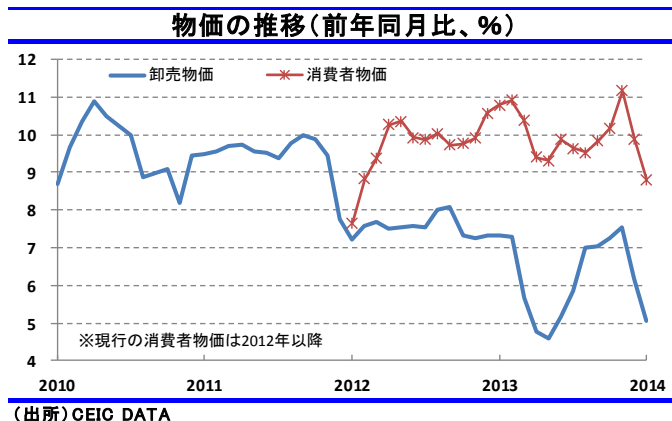
国内需要の先行きについては、インフレが沈静化し金融緩和余地が生じるかどうかの一つのカギを握る。物価動向を見ると、これまで主なインフレ指標とされていた卸売物価は、2013年11月に前年同月比7.52%まで伸びが高まっていたが、2014年1月には5.05%へ鈍化した。食材価格（11月前年同月比19.7%→1月8.8%）が落ち着きつつあることが主因であり、工業製品（2.91%→2.76%）も価格上昇圧力はやや弱まっている。しかしながら、消費者物価は、11月の前年同月比11.2%から1月は8.8%へ伸びが鈍化したとはいえ、依然として政策金利（レボ金利8.00%）を上回る高い伸びが続いている。

インド準備銀行は、今後重視するインフレ指標を消費者物価とし、その上昇率を2015年1月までに前年比で8%未満、2016年1月には6%未満を目指すという方向性を示唆しており、消費者物価上昇率が8%を超えている現状は未だ引き締め余地を残していることになる。しかしながら、最近の成長ペースや為替相場の動向から判断すると、追加利上げの必要性は低下していると考えられる。潜在成長率は、かつての

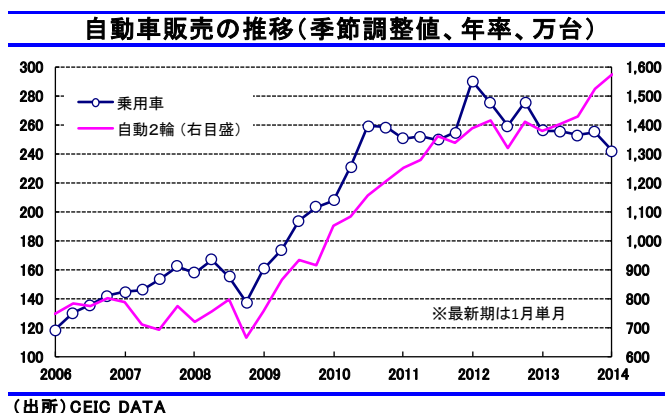
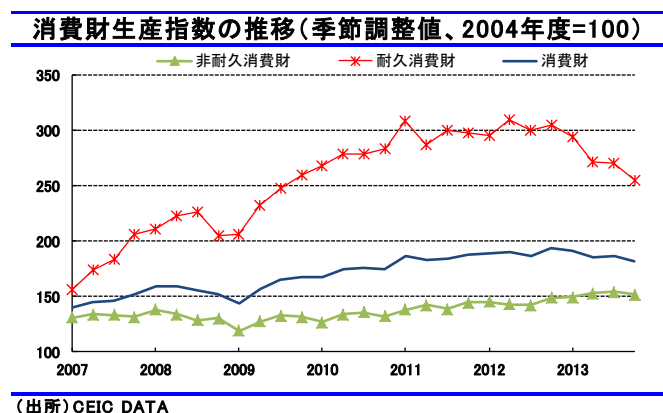
7～8%程度から6%台まで低下している可能性⁵があるとはいえ、最近の5%を下回る成長率はインフレ圧力を低下させるのに十分低く、ルピー安にも歯止めが掛かっているためである。したがって、インド準備銀行は今後、政策金利を据え置き、消費者物価上昇率が8%を下回って明確な鈍化傾向となることを待つ、金融緩和の検討を始めると考えられる。足元の物価上昇率の低下ペースから判断すれば、年央までには金融緩和余地が生じよう。

個人消費は持ち直へ向かい、固定資産投資は不透明さを残す

ただし、当面は金融緩和への方針転換を見込めないため、景気刺激は財政政策に頼らざるを得ない。今年⁶は総選挙（下院議会選挙）が5月までに実施されることから、政府の来年度（2014年4月～2015年3月）予算は新政権発足までの暫定予算となり、本予算は選挙後に改めて策定される。暫定予算では、投資的な支出が前年度並みに抑制されており、少なくとも当面、政府のインフラ投資拡大は期待できない。ただし、低迷する耐久財消費をテコ入れするため、家電製品や自動車などにかかる物品税を6月末まで引き下げることが盛り込まれており、個人消費の下支え効果は期待できそうである。



個人消費の動向を生産サイドから見ると、実際に耐久財消費の低迷ぶりが目立っている。消費財全体の生産指数（当社試算の季節調整値）は、2013年1～3月期の前期比▲1.6%から4～6月期は▲2.7%へ落ち込みが加速、7～9月期は0.4%と下げ止まったが10～12月期は▲2.6%と再び減少するなど、低迷が続いている。内訳を見ると、非耐久消費財は概ね増加傾向にあるが、耐久消費財が急速かつ大幅に減少し（1～3月期▲3.8%→4～6月期▲7.7%→7～9月期▲0.2%→10～12月期▲6.0%）、消費財全体を押し下げている。自動車の販売状況を見ても、自動二輪は生活必需品に近いこともあって増加しているが、乗用車（四輪）は2013年1～3月期に前期比▲7.1%と大きく落ち込んだ後、年末にかけて概ね横ばいで推移し、2014年1月の水準は10～12月期を5.2%も下回った（当社試算の季節調整値）。



⁵ GDP デフレーター⁵の動きから判断しても7%程度であり（2012年12月21日付け Economic Monitor「減速に歯止めが掛かるも回復への道のりは遠いインド経済」参照）、IMFは6%台半ばとしている。

⁶ ロイターによると、選挙は4月7日から5月12日まで実施され、5月16日に開票される予定。

また、固定資産投資の先行きについては、輸出の拡大が続き個人消費の持ち直しが見込まれることは好材料であるが、上記の通り当面は政府部門での拡大には期待できないうえ、以下の通り海外からの直接投資については依然として不透明要因が残るため、固定資産投資が力強く拡大するかどうかを現時点では見通し難い。

海外からの直接投資は、2012年に落ち込んで以降、概ね横ばい圏での推移が続いている。直接投資の拡大には外資参入に対する規制緩和の動向がカギを握るが、なかでも総合小売業（マルチブランド小売業）に対する規制の行方が注目されている。総合小売業への外資参入については、2012年9月に一定の条件下で出資比率の上限が51%へ引き上げられ、2013年8月には一部の条件が緩和されたが、依然として参入のハードルが高い⁷うえ、最終的な出店の認可権限は地方政府にあり、2014年1月に首都

デリーが出店を容認しない方針を発表するなど、総合小売業の参入条件は規制緩和後も十分に魅力的とはなっていない。そのため、現時点で参入の認可を申請したのは英小売り大手1社のみで、米小売り大手は参入見送りを表明するなど、外資参入規制の緩和が対内直接投資の拡大に結び付いていない。

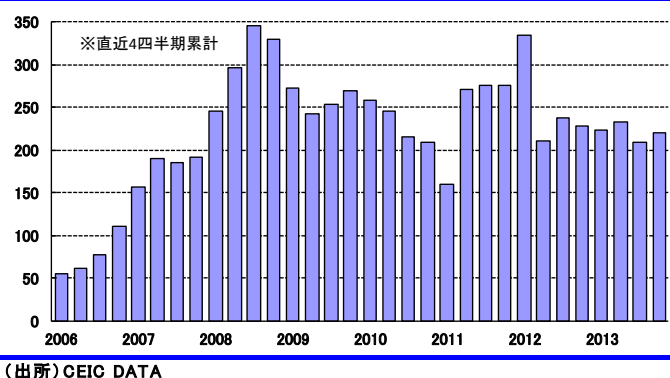
また、外資規制緩和に対する国内の議論も未だ収束していない。大きくは積極派の与党連合と消極派の野党という構図であるが、総選挙を控えて規制緩和に反対し与党連合を離脱する政党がある一方、次期首相の有力候補である最大野党インド人民党（BJP）でグジャラート州知事モディ氏は外資規制緩和に積極的とみられるなど、混沌としている。総選挙の行方も不透明なため、規制緩和の行方は総選挙が終わるまで定まらず、規制緩和による海外からの直接投資拡大にはさほど期待できない。

体質改善が進み総選挙後には回復へ

以上の通り、インド経済は、インフレや経常赤字体質の改善については明確な進捗が見られ、調整局面からのソフトランディングが視野に入りつつある。今後は、輸出の回復という追い風のなかで、政府・中銀が経済政策を成長加速の方向へ慎重に転換していくとみられる。政策を含めて景気に前向きな動きが広がるのは、総選挙後、新たな体制が固まる2014年央頃であり、インフレの沈静化とともに金融緩和余力が生じ、物価の安定と金利の低下を背景に国内需要が回復に向かおう。内需の回復は輸入の増加につながり経常赤字が再び拡大する懸念はあるが、一方で輸出の拡大が見込まれることに加え、規制緩和が進まないとしても経済復調を受けて海外からの直接投資はある程度の拡大が見込まれるため、ルピー相場の下落圧力が大きく高まることは避けられよう。

その結果、2014年の実質GDP成長率は、年後半の景気持ち直しにより5%台を回復すると予想する。また、新政権による本予算編成においてインフラ投資が積み増され、また、外資規制緩和の一段の緩和により対内直接投資が拡大し、それらが供給力の強化につながれば、2015年には成長率が6%を超える可能性も十分にある。

対内直接投資の推移（直近4期累計、億ドル）



⁷ 特に調達額の30%を国内の中小企業からとする条件に対して、実現は厳しいとする声が多い。