

## モディノミクスへの期待が高まるインド経済

インド人民党（BJP）が総選挙で圧勝しモディ首相が誕生した。グジャラート州に高成長をもたらしたモディ首相の経済改革は「モディノミクス」と称され、インド経済の復活に対する期待は高まっているが、改革を進めるには障害も多く、その実現可能性を今しばらく見極める必要があらう。ただ、景気は、個人消費が底堅く推移するなか、輸出が持ち直しつつあるなど、既に下げ止まりの兆しを見せている。今後は、新政権によるインフラ投資拡大のほか、その政策に対する期待感から固定資産投資が拡大に転じ、インド経済は徐々に回復に向かおう。実質 GDP 成長率は、2014 年は通年で 5% 台を回復、2015 年には 6% 台の達成も可能と予想する。

### 総選挙の BJP 圧勝を受けてモディ政権が誕生

5 月 16 日に一斉開票された総選挙の結果、グジャラート州首相のナレンドラ・モディ氏を首相候補に掲げた最大野党のインド人民党（BJP）が 282 議席を確保し、単独過半数を獲得した（定数 545）。改選前 116 議席から 166 議席も伸ばし、まさに圧勝である。一方、与党であった国民会議派は、ソニア・ガンジー総裁の息子ラルフ・ガンジー氏を事実上の首相候補に据えたが、議席数を 206 から 44 へ 162 も減らして惨敗した。敗因は、ここ数年の景気減速や政治腐敗への批判の広がりである。

逆に言えば、BJP ないしはモディ氏に対する国民の期待は、高い経済成長の復活や汚職の追放ということになる。前者については、「モディノミクス」とも称される経済改革によってグジャラート州首相時代に高成長をもたらした実績が、後者は紅茶屋台店主の息子という下級階層の出身であるが故の清廉・潔白なイメージが、それぞれ評価されたということであろう。

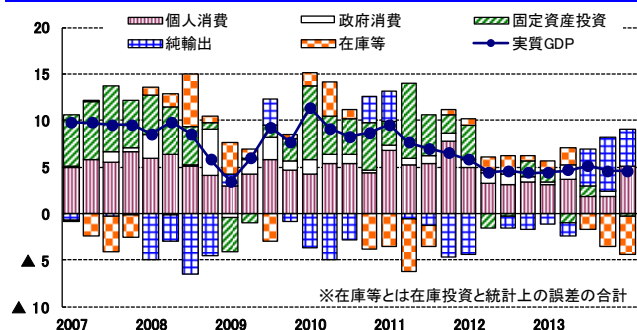
5 月 26 日に第 14 代首相に就任したモディ氏の掲げる経済政策の方向性は、海外からの投資を促進し、高速鉄道網や光ファイバー網などのインフラ整備を進め、製造業や観光業などを中心に雇用を拡大させ、高い経済成長を実現することである。これは、グジャラート州で行った経済改革と概ね同様である。そして、改革を実現するためには、直接投資に関する規制緩和や投資税制の見直しのほか、進出企業にとって大きな障害となっている電力や用地、人材の確保を容易にする規制緩和や法整備も必要とならう。

そうした観点で改めてモディ新政権の置かれた状況を見ると、下院で単独過半数を確保したことから、連立を組む他の政党への配慮を最小限にとどめることが可能となり、国会議決が必要な問題であっても円滑に進められることは、改革を進めるうえで大きな強みとなる。ただし、上院は BJP を中核とする連立与党連合（国民民主連合、NDA）全体でも過半数に届いていない点には留意が必要である。それ以上に障害となるのは、地方政府の自治権の強さであろう。先般も、中央政府が決定した総合小売業の外資参入規制緩和に対して、事実上、その方針に従わない地方政府が続出したことは記憶に新しい。さらには、グジャラート州での成功モデルが、地理的条件などの異なる他州で展開できるのかという声もある。

<sup>1</sup> 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 月にはその条件の一部が緩和されたが、最終的な出店の認可権限は地方政府にあり、首都デリーをはじめとする複数の自治体が出店を容認しないとしている。

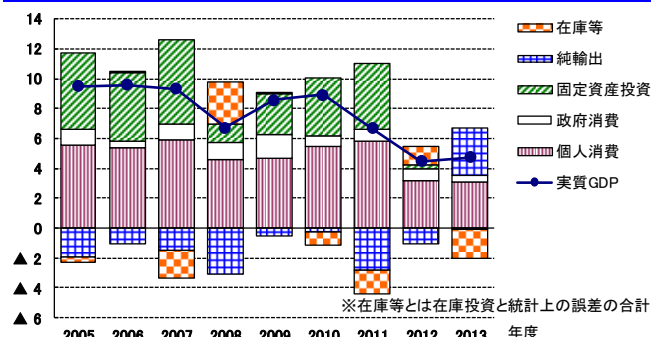
金融市場や産業界の一部では、「モディノミクス」によってインド経済が速やかに高成長へ回帰することを現実視するかのような盛り上がりを見せているが、その実現可能な範囲や限界について、少し冷静に見極めてから判断しても遅くはないであろう。

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

## 1～3 月期の GDP 統計は景気の底入れを示唆

新政権への期待感とは関係なく、景気は既に底入れの兆しを見せている。5月20日に発表された2014年1～3月期の実質GDPは前年同期比4.6%となり、2013年10～12月期と同じ伸びであった。個人消費が10～12月期の2.8%から8.2%へ大幅に伸びを高めた一方で、固定資産投資(0.2%→▲0.9%)はマイナスに転じ、純輸出(輸出－輸入)のプラス寄与が低下した(5.8%Pt→4.0%Pt)。輸出(11.3%→10.5%)の伸びの鈍化と輸入(▲8.3%→▲3.7%)のマイナス幅縮小による。

個人消費の大幅増は、後述の通り他の関連指標に比べると過大かつ一時的な動きである可能性は残るものの、実質GDPの前期比(当社試算の季節調整値)は10～12月期の0.9%(年率3.7%)から1～3月期は1.1%(年率4.6%)へ加速したことも併せて考えると、少なくともGDP成長率から判断する限り、景気は下げ止まりつつあると言える。

なお、2013年度(2013年4月～2014年3月)の実質GDP成長率は前年比4.7%となり、2012年度の4.5%から若干加速した形となるが、むしろ2年連続で5%を割り込み、インド経済としては本来の成長ペース<sup>2</sup>を下回る低迷が長期化していると評価すべきであろう。

## 個人消費は底堅いが加速感なし

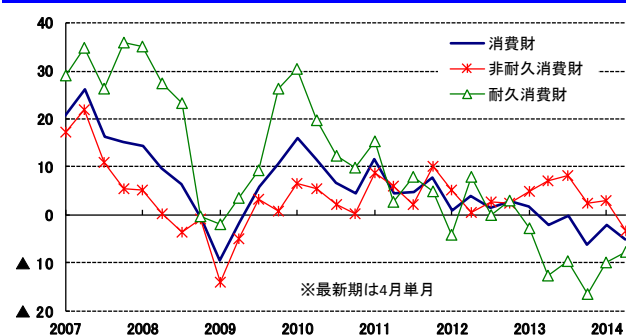
GDP統計では1～3月期に大幅な盛り上がりを見せた個人消費であるが、供給サイドの統計は相対的に控えめである。1～3月期の消費財生産は前年同期比▲2.2%となり、10～12月期の▲6.1%から改善したとはいえ依然としてマイナスである。非耐久消費財(10～12月期2.3%→1～3月期3.0%)はプラス圏のなかで伸びを高めたが、耐久消費財(▲16.5%→▲9.9%)は大幅な落ち込みが続いた。また、代表的な消費財である電気製品の輸入(金額ベース)は、10～12月期の前年同期比12.0%から1～3月期に3.2%へ伸びが鈍化するなど、輸入の拡大により生産減を補っている様子も確認できない。

<sup>2</sup> かつて7～8%程度とされたインド経済の潜在成長率は、GDPデフレーター動きから判断して7%程度(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は遠いインド経済」参照)とみられ、IMFは6%台半ばとしている。

GDP 統計における個人消費と整合的な動きを示したものを強いて挙げると、自動二輪販売である。自動二輪販売台数は、10～12 月期の前年同期比 9.0%から 1～3 月期に 13.1%へ伸びを高めた。しかしながら、四輪車（乗用車）は 10～12 月期、1～3 月期とも前年同期比▲6.9%と大幅な落ち込みが続いている。以上を踏まえると、1～3 月期の個人消費は、非耐久財や自動二輪を中心に、ある程度の盛り上がりを見せたものの、GDP 統計が示す姿はやや過大である印象が拭えない。

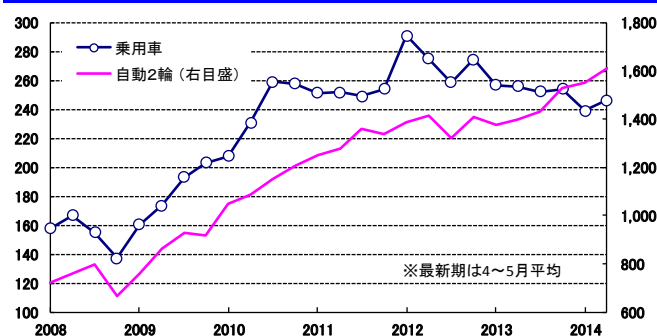
4 月以降については、4～5 月平均の自動二輪販売台数が前年同期比 14.0%へ伸びを高め好調さを持続、四輪車（乗用車）は前年同期比▲3.5%へマイナス幅が縮小しており、ともに持ち直しつつある。その一方で、4 月の消費財生産は、耐久消費財が前年同月比▲7.6%へ改善したものの、非耐久消費財が▲3.3%とマイナスに転じ、全体では▲5.1%とマイナス幅が拡大している。そのため、4～6 月期の個人消費は、一部の耐久財に持ち直しの動きは見られるものの、非耐久財の落ち込みにより、1～3 月期に比べると減速した可能性が高い。ここ半年程度の個人消費を評すると、底堅く推移しているが増勢が強まるほどではないというところであろう。

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

### 固定資産投資は設備過剰感が残り低迷続く

GDP 統計が示す固定資産投資の低迷ぶりは、企業の景況感からも窺うことができる。インド準備銀行（中央銀行）の産業予測調査<sup>3</sup>によると、生産設備に過剰感を持つ企業の割合から不足感を持つ企業の割合を引いた DI は、2013 年 4～6 月期の 5.7%Pt から 7～9 月期に 6.9%Pt へ悪化、10～12 月期は 5.9%Pt へ改善したものの、2014 年 1～3 月期には 6.1%Pt へ再び悪化、さらに 4～6 月期は 6.8%Pt への悪化を見込むなど、設備過剰感が解消する兆しは見られない。また、同調査において、全般的なビジネス環境が改善しているとする企業の割合が 10～12 月期の 28.7%から 1～3 月期に 34.0%へ増加するなど、景気に対する見方は改善しているものの、設備投資の拡大には少なくとも一段の需要拡大が必要な状況と言える。

### 輸出は 4 月以降持ち直しの動き

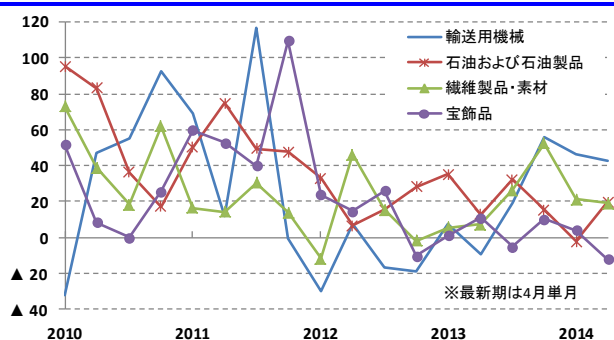
輸出は通関ベース（ルピー建て）でも 2013 年 10～12 月期の前年同期比 22.7%から 2014 年 1～3 月期は 11.5%へ伸びが鈍化し、ドル建てではマイナスに転じている（7.1%→▲2.2%）。また、当社試算の季節調整値では、ルピー建て（10～12 月期前期比▲1.0%→1～3 月期▲2.5%）、ドル建て（▲1.4%→▲3.4%）とも落ち込みが加速するなど、輸出は 1～3 月期まで低迷が続いていた。

<sup>3</sup> "Industrial Outlook Survey".

仕向地別に見ると、全体の18.4%（2013年）を占める欧州向けが10～12月期の前年同期比14.4%から1～3月期に19.1%へ加速し、米国向け（シェア12.3%、10～12月期31.5%→1～3月期21.4%）やアフリカ向け（シェア19.6%、29.7%→16.6%）は高い伸びを維持したが、ASEAN向け（シェア11.1%、7.0%→▲8.2%）がマイナスに転じ、中国向け（含む香港、シェア8.7%、54.1%→15.0%）が大幅に減速するなどアジア向けは総じて不振、中東向け（シェア19.6%、21.0%→9.3%）は伸び悩んだ。インドの輸出は概ね各地域の景気動向に応じた動きとなっている。

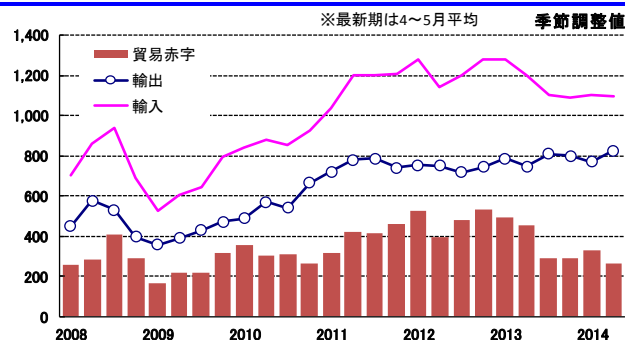
ただし、4月以降の輸出には持ち直しの動きが見られる。4～5月平均の通関輸出額は、ルピー建てで前年同期比19.0%へ伸びを高め、季節調整値では1～3月期の水準を4.2%上回った（ドル建てでは前年同期比8.9%、1～3月期の水準を7.0%上回った）。統計で確認できる4月単月の財別輸出動向を見ると、輸出全体の6.2%（2013年）を占める輸送用機械が1～3月期に前年同期比46.4%、4月も42.2%と高い伸びを維持した。また、石油・石油製品（シェア20.2%、1～3月期前年同期比▲2.3%→4月19.6%）が大幅なプラスに転じた。その一方で、主力輸出品の一つである宝飾品（シェア13.1%、1～3月期3.9%→4月▲12.2%）は金輸入禁止を受けた原材料在庫減によりマイナスに転じている<sup>4</sup>。

主な財別の輸出動向（ルピー建て、前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

輸出入と貿易収支の推移（季節調整値、億ドル）



（出所）CEIC DATA

一方の輸入は、総じて減少基調にある。通関ベース（ルピー建て）で10～12月期の前年同期比▲2.4%から1～3月期は▲1.5%へマイナス幅が縮小したものの、4～5月平均は▲5.1%へ再びマイナス幅が拡大している。当社試算の季節調整値でも、10～12月期の前期比▲1.5%から1～3月期に0.3%の小幅なプラスに転じたが、4～5月平均の水準は1～3月期を0.3%下回り、ドル建てでも10～12月期に前期比▲1.4%、1～3月期1.5%、4～5月平均▲1.0%と概ね同様の動きとなっている。

こうした輸出入の動きを反映して、貿易収支は赤字幅を明確に縮小させている。ここ1年程度の動きを見ると、2013年4～6月期の▲452億ドルから10～12月期には▲289億ドルへ縮小、1～3月期は▲332億ドルへ拡大したものの、4～5月平均は四半期ベースで▲267億ドル程度へ縮小している。

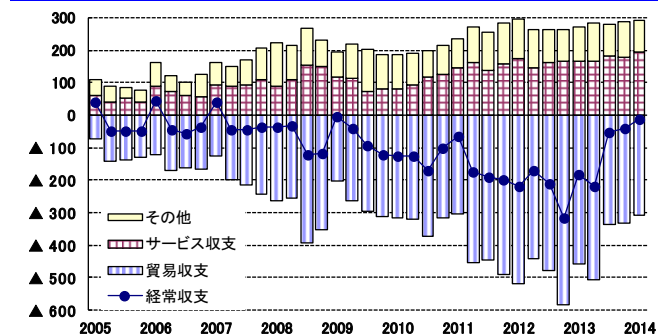
### 経常収支改善により通貨は安定

貿易収支の赤字縮小を受けて、経常収支は急速に改善している。経常収支の赤字額は、2013年4～6月期に218億ドル、GDPの4.8%に相当する規模であったが、2014年1～3月期には13億ドル、GDP比0.3%にまで縮小した。金融引き締めによる国内需要の抑制に加え、金輸入規制が奏功した結果である。

<sup>4</sup> 6月20日NNA報によると、モディ新首相は金輸入の規制措置を緩和する可能性を示唆しており、これを受けて業界では金在庫の復元により今年度の金宝飾品の輸出が25%増加すると見込んでいる。

経常収支の改善を受けて、通貨ルピーは安定度を増している。ルピーの対米ドル相場は、2014 年に入り概ね 1 ドル=62 ルピー前後で推移していたが、3 月以降は徐々にルピーが値を切り上げる展開となっている。為替市場は世界的には米国経済の堅調さを背景にドル高地合いであるが、インフレ抑制に努める中央銀行への評価と、その結果である経常収支の改善、さらには新政権への期待というルピー高要因が勝っている模様である。

経常収支の推移(億ドル)



(出所) CEIC DATA

為替相場の推移(ルピー/ドル)



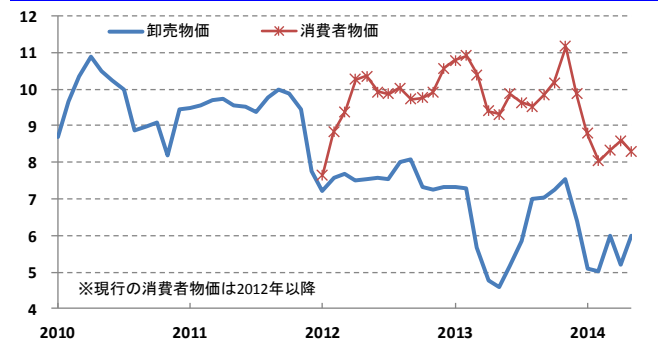
(出所) CEIC DATA

### 物価上昇圧力は低下に向かい金融緩和余地が生じる可能性

ルピー安の一服もあり、物価は概ね安定している。これまで主なインフレ指標とされていた卸売物価は、2014 年 1 月に前年同月比 5.11%まで伸びが鈍化、その後は 5~6%で推移しており、5 月は 6.01%であった。レンジ内での上下は主に食材価格の変動によるところが大きく、4 月以降は原油など鉱産物価格（3 月前年同月比▲1.79%→4 月 4.41%→5 月 8.84%）が押し上げ要因となっているが、工業製品は1 月以降、3%台で概ね安定しており、国内需給に起因するインフレ圧力は高まっていない。また、現在、中銀が重視する消費者物価は、2 月に前年同月比 8.0%まで伸びが鈍化、その後は 8%台前半で推移しており、5 月は 8.3%であった。中銀は、2015 年 1 月までに消費者物価上昇率を 8%未満とすることを目指しているが、主に食材や原油価格の上昇という外的要因によって、その目標目前で物価が下げ渋っている。

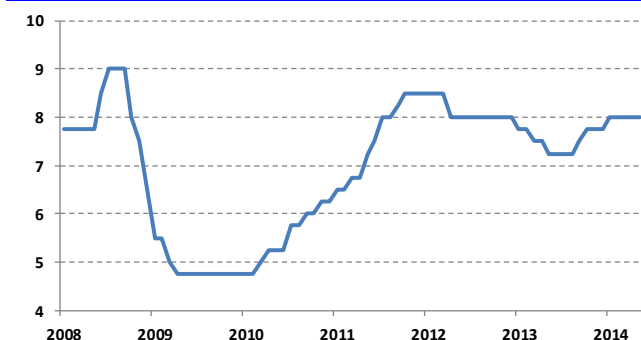
しかしながら、先述の通り、景気は潜在成長率を下回る状況が続いており、さらに為替相場は緩やかながらもルピー高傾向にあることを踏まえると、物価上昇圧力は今後、低下に向かう可能性が高い。今年中にも消費者物価上昇率が前年比で 8%を下回り、当面の中銀の目標は達成されることとなろう。

物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

政策金利の推移(レポレート、%)



(出所) CEIC DATA

そうしたなかで、インド中銀は、6月3日の金融政策会合において、政策金利（レポ金利）を8.00%で据え置くことを決め、一段の引き締めを行わない可能性を示唆した、しかしながら、経常収支の均衡と通貨の安定、物価の抑制が実現しつつある一方で、景気は下げ止まる程度の弱さである現状において、むしろ今後注目すべきは景気刺激のための金融緩和があるかどうかであろう。

モディ新政権は、中断していた大型インフラ案件の再開を決めるなど、既に国民が最も期待する高成長への回帰に向けた取り組みを本格化させている。中銀は当面、新政権が進める経済政策の効果を注視していくとみられるが、その成果が十分でない場合、物価上昇率が想定通り低下すれば<sup>5</sup>、金融緩和に踏み切る可能性が十分にある。

## 景気は徐々に持ち直し年内に5%成長へ

以上の通り、景気は、1～3月期の実質GDP成長率の下げ止まりや、4月以降の輸出の持ち直しなどにより、底入れの動きを見せている。さらに、物価の安定に加え、物品税の引き下げが予定されていることから、今後は個人消費が徐々に持ち直すとみられる。また、固定資産投資についても、輸出の持ち直しに加えて、新政権によるインフラ投資の拡大や、経済政策に対する期待の高まりを背景に、拡大に転じると予想される。

そのため、当社の従来からの見方通り<sup>6</sup>、実質GDP成長率は遅くとも2014年後半には前年同期比5%を上回り、2014年通年でも5%台を回復すると予想する。また、2015年については、今後の固定資産投資の拡大により供給力の天井が引き上げられることにより、インフレの加速を伴わず6%を超える成長を実現することも可能となる。モディ新政権が規制緩和を進め海外からの投資が拡大すれば、成長の余地は一段と拡大することになる。インド経済が、かつてのような8%を超える高成長を速やかに取り戻すまでの確信は、現時点では得られないものの、新政権の誕生が、少なくともインド経済の成長期待を高め、景気持ち直しのきっかけとなる可能性は高い。

<sup>5</sup> インド中銀は、消費者物価の前年同月上昇率を2015年1月に8%へ、2016年1月に6%へ低下させることを目指している。

<sup>6</sup> 詳しくは2014年3月10日付け Economic Monitor「体質改善進みソフトランディングに向かうインド経済」参照。