

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 河合良介 03-3497-3655 kawai-r@itochu.co.jp

インド経済：2年程続いた停滞を脱し5%台後半の成長経路に

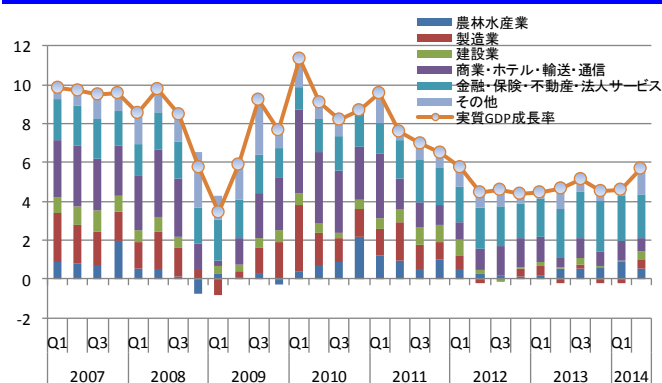
モディ新政権発足後、初の公表となった2014年4～6月期の実質GDP成長率は、前年同期比5.7%増と、およそ2年ぶりに5%台後半の高成長を記録。これをもって政策効果の発現と評価する声も一部にはあるが、総選挙関連の政府支出の拡大と、政権交代に伴うマインド好転による個人消費の拡大といった一過性の要因が大きく寄与する、いわば追い風参考値である。むしろ回復基調だった輸出にも夏場になってやや頭打ちの感があるとともに、製造業の生産も足踏みしている。インド経済は2年程続いた停滞から脱して、5%台後半の成長経路に復したと見られるものの、今後さらに成長スピードが加速するかどうかは、モディノミクスの効果とともに、7～9月期以降の景気動向をよく見極める必要がある。

2014年4～6月期の実質GDPは2012年1～3月期以来となる5%台後半の高成長を達成

インド中央統計機構（CSO）が8月末に公表した2014年4～6月期の実質GDP成長率（要素価格表示、供給側）は前年同期比5.7%増と、1～3月期（同4.6%増）と比べて伸びが高まった。インド経済はこのところ停滞が続いていたが、5%台後半の成長率を記録したのは、2012年1～3月期以来のこととなる。

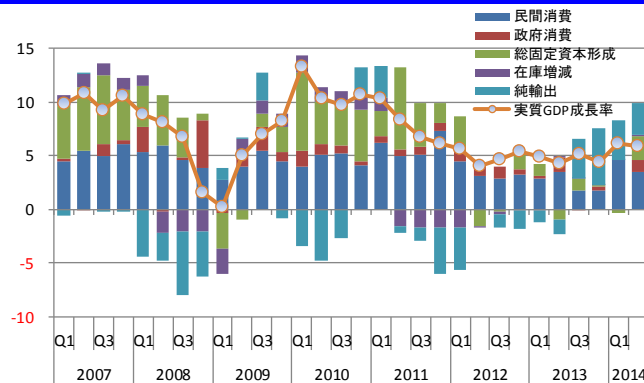
成長率の内訳を産業別に（供給側から）見ると、製造業が同3.5%増と、3期ぶりにプラスに転じたほか、建設業も同4.8%増と前期の0.7%増から加速。2次産業が成長を押し上げる格好となった。他方、サービス業では、ホテル・レストランなどやや減速した業種もあるものの、金融・不動産・ビジネスサービスなどが高い伸びとなり、サービス業全体では4.1%Ptの成長寄与と、前期の3.8%Ptから加速している。

実質GDP（供給側）成長率の推移（前年同期比、寄与度、%）



（出所）Central Statistics Office（CEIC）

実質GDP（支出側）成長率の推移（前年同期比、寄与度、%）



（出所）Central Statistics Office（CEIC）

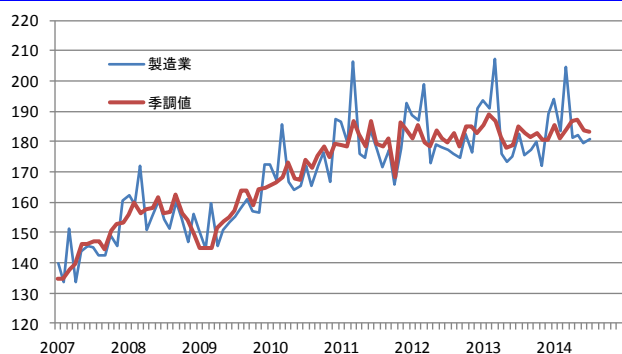
他方で、需要項目別に（支出側から）見ると、政府消費と総固定資本形成がそれぞれ同8.8%増、7.0%増と、いずれも前期のマイナス成長からプラスに転化。総選挙の影響が色濃く現れていると考えられる。また、GDP全体の6割を占める個人消費が同5.6%増と堅調を維持するなど、内需が全般に高成長を支えた。外需に関しても、輸出が4期連続で2ケタ増となる一方で、輸入が3期連続のマイナスとなったため、3.0%Ptの成長寄与となった。

ただし、7月以降の経済指標は強弱入り混じっており、今後の景気動向には十分な注視が必要である。7

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。

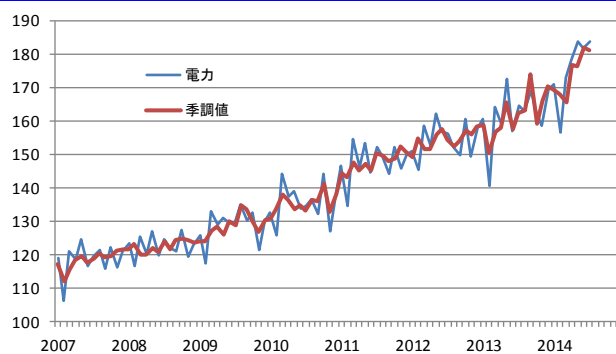
月の鉱工業生産は前年同月比0.5%増と、6月の同3.9%増、さらに5月の同5.0%増から大幅にスローダウンした。当社作成の季節調整値では前月比0.3%減と、6月の同1.1%減に続いて2か月連続でマイナスを記録した。うち、製造業については前年同月比1.0%減と、4か月ぶりのマイナスに転じたが、特に消費財の不振が目立っている。6月は異常気象（高温）の影響で経済活動が一時的に低調となり、天候が落ち着いた翌7月には正常化に向かう動きから高い伸びも予想されたが、製造業を見る限り7月になって盛り返した形跡はない。

鉱工業生産指数(製造業)の推移(2004～05年=100)



(出所) Central Statistics Office (CEIC)

鉱工業生産指数(電力)の推移(2004～05年=100)



(出所) Central Statistics Office (CEIC)

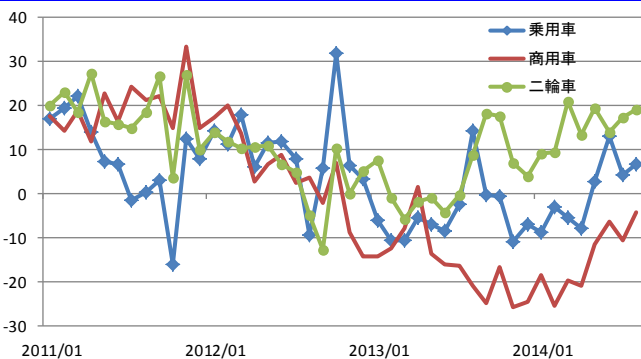
そうした中で、電力供給は一本調子での拡大が続いていることから、製造業の停滞を横目に、サービス業がけん引する形での景気拡大が続いている可能性を示唆している。

新政権への期待の高まりもあって個人消費は底堅く推移

個人消費は、インフレ率が8%を切る水準まで低下する中、新政権の経済政策に対する期待の高まりを反映した消費マインドの改善もあって、総じて底堅く推移している。

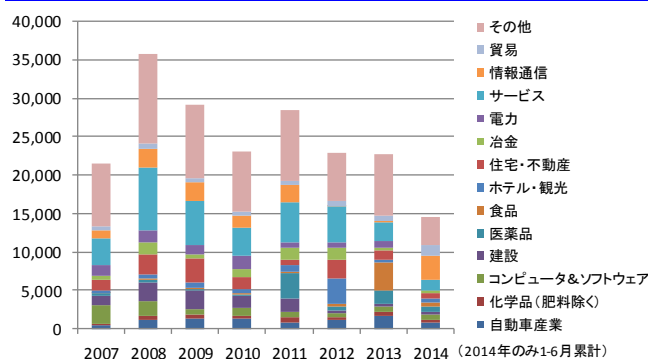
自動車など一部品目の購入時に課される物品税の軽減措置¹が奏功し、自動車販売は好調である。7月の二輪車販売台数は前年比19.0%増と、3月以降、前年比2ケタ増のペースが続くほか、乗用車も同6.8%増と、5月以降、前年実績を上回っている。前年割れが続くのは商用車だけである。

自動車販売台数の推移(前年同月比、%)



(出所) Society of Indian Automobile Manufacturers (CEIC)

対内直接投資(業種別)の推移(百万ドル)



(出所) Department of Industrial Policy and Promotion (CEIC)

¹ 6月末にいったん終了予定だったものが、12月まで延長中。

設備投資に関して、インド準備銀行（RBI）の産業予測調査によれば、ビジネス環境が全般的に「改善に向かっている」と回答した企業の割合は増える傾向にあるものの、設備過剰感や設備稼働率に関する調査項目は、1年前と比べて目立った改善がない。企業にとって、未だ積極的に設備投資を拡大する状況にはないと言える。

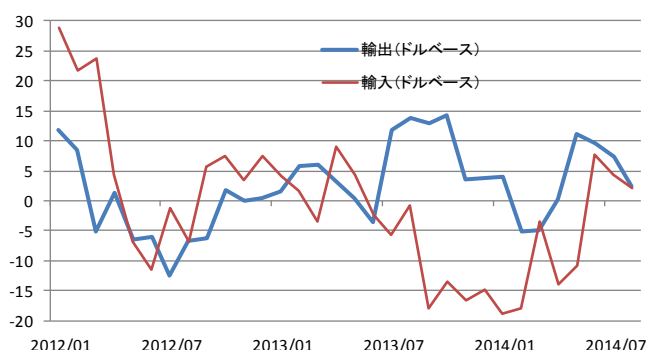
他方、対内直接投資は、2014 年上半期（1～6 月）累計で前年を上回るペースで推移している。主要業種を見ると、自動車や化学品を除いて、軒並み前年同期を上回っており、特に情報通信は前年同期比 13 倍の大幅な伸びとなっている。国別には、ドイツやフランス、英国、米国など欧米勢で前年実績割れながら、日本からは前年実績を 2 倍近く上回っている。

モディ首相は来日時の講演会でも「Make in India」を強調、外資メーカー誘致のために投資環境の整備を急ピッチで進めると述べていたが、今後の日本企業の動きが注目される。

8 月は輸出の伸びが大きく鈍化

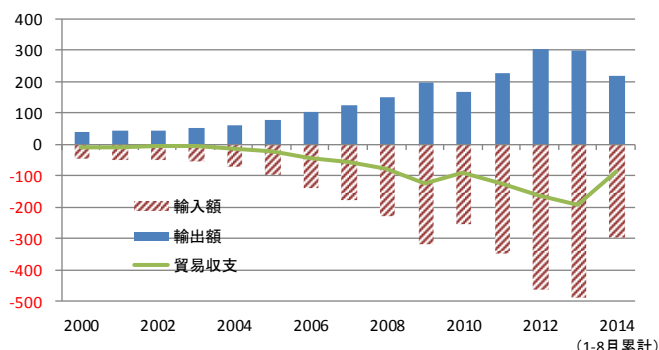
輸出は回復基調だったものが、ここに来てやや頭打ちの感がある。8 月の通関輸出（ドルベース）は前年比 2.4%増と、前月の同 7.3%増と比べて、大きく伸びが鈍化した。ルピー建てでは前年の 8 月にルピー相場が大きく下落した反動から同 1.4%減と、リーマンショックが発生した 2009 年 9 月以来の前年割れとなった。米国向けは堅調ながら、UAE や中国などその他の主力地域向けは伸びが鈍化しており、シンガポール向け、英国向けなどは前年割れとなっている。

輸出額と輸入額の推移（前年同月比、%）



(出所) Ministry of Commerce and Industry (CEIC)

輸出入額と貿易収支の推移(10億ルピー)



(出所) Ministry of Commerce and Industry (CEIC)

一方の輸入は、輸入関税の引き上げなど金輸入制限措置の影響から伸びは鈍化傾向にある。8 月の通関輸入額（ドルベース）は前年比 2.1%増と、前月の同 4.3%増から鈍化。輸出同様、ルピー建てでは同 1.7%減とマイナスに転じた。中国からの輸入は堅調ながら、中東や中南米など資源国に加え、米国やスイスなど先進国からの輸入も低調となっている。

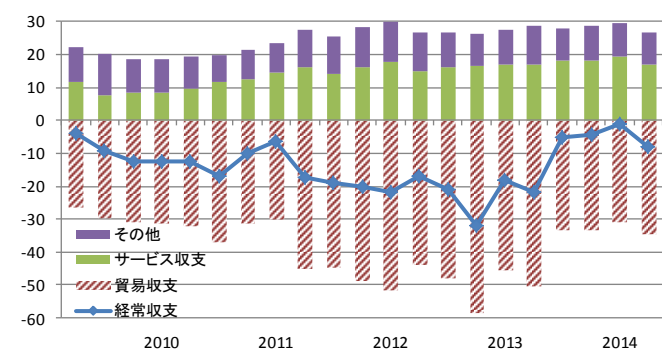
結果、通関ベースの貿易収支赤字は 108 億ドルと、前月の 122 億ドルからさらに減少した。

経常収支の改善から通貨高が進展。株価は御祝儀相場が続く

経常収支は、貿易収支赤字の縮小を受けて、改善傾向にある。2014 年 4～6 月期の経常収支赤字は 78 億ドル、GDP 比 1.6%と、前年同期の 218 億ドル、GDP 比 4.8%と比べて、劇的に縮小している。

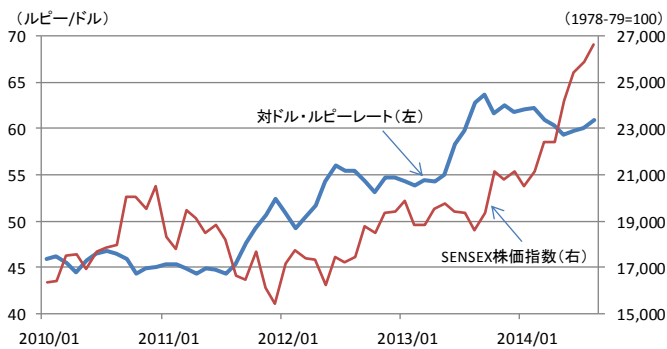
インドの対外収支は、経常収支の赤字額を FDI などの資本収支の黒字額で埋め合わせる構造であるが、4～6 月期は FDI、証券投資ともに堅調に増加した。高成長の持続には外資の流入が大きなカギを握っていることは間違いなく、ここが正にモディノミクスの生命線とも言える。

経常収支の推移(10億ドル)



(出所) Reserve Bank of India <CEIG>

対ドル・ルピーレートとSENSEX株価指数の推移



(出所) Reserve Bank of India, Bombay Stock Exchange Limited <CEIG>

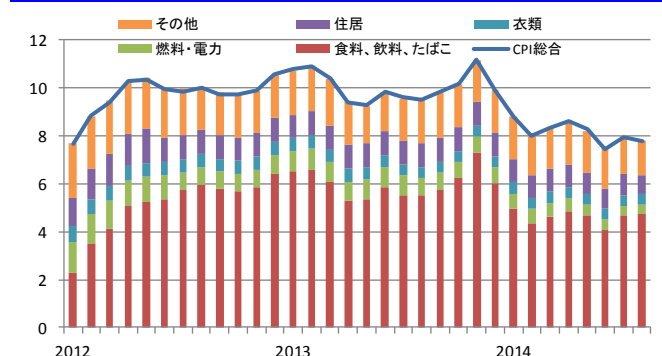
ルピー相場は、総選挙での BJP 優勢が伝わると、60 ドル台を割り込む水準までルピー高が進行したため、2014 年 5 月中旬、RBI は国営銀行を通じて大規模なドル買い介入に踏み切った。足元では 60 ルピー台前半で推移しているが、RBI では 60 ドルに近づくと、一段のルピー高を防ぐための介入を実施している模様である。

株価に関しては、御祝儀相場が続いている。インドの代表的な株価指数である SENSEX 指数は、春先には 21,000 程度だったが、BJP 優勢が伝わるに連れ、経済活性化による景気浮揚の期待が高まり、22,500 程度に上昇、5 月の総選挙後はさらに水準を高めている。モディノミクスへの期待から最高値の更新が続いており、足元 27,000 前後で推移している。

インフレ率は 3 か月連続で 8% を下回る

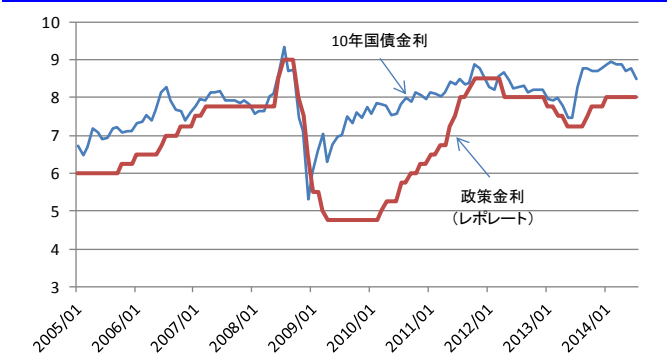
RBI による物価抑制が奏功して、インフレ率は低下傾向にあったが、8% を下回った辺りで足踏みとなっている。8 月の CPI は前年比 +7.8% と、3 か月連続で 8% を下回った。半分近いウェイトを占める食料品で伸びが高まったものの、燃料・電力、住居などで伸びが鈍化したことによる。

消費者物価指数の推移(前年同月比、寄与度、%)



(出所) Central Statistics Office <CEIG>

政策金利(レポレート)と10年国債金利の推移(%)



(出所) Reserve Bank of India <CEIG>

後述のように、天候不順から農産物が不作となり食料品価格が高騰すれば、インフレ率は上振れする懸念もあり、その場合、回復シナリオにも狂いが生じることになる。

政策金利（レポレート）は、2013年9月から2014年1月にかけて計3回、75bps引き上げられ、現時点で8.0%となっているが、直近8月の金融政策会合でも、CPIの伸びが鈍化していることなどから、3会合連続で据え置きとした。ただし、2016年1月までに6%というインフレターゲットの実現が危ぶまれる場合に加え、米金融緩和の縮小で資本流出が拡大する場合には通貨防衛のため、一転して利上げを断行する可能性もあり得る。

今しばらく時間を要するモディノミクス効果の現出。当面はインフレ動向が景気の行方を左右

景気の先行きに関しては、①欧米を中心とした世界経済の回復を受けて、輸出の堅調な拡大が見込まれる。また、②個人所得税免税範囲の拡大によって、下位中間層から中間層予備軍の可処分所得が増えることから、消費が底上げされる。③許認可の見直しや規制緩和によって、FDIの流入が促されることから、外資主導で固定資本形成の増加も期待できる。こうしたプラス要因を積み重ねれば、インド経済は2年程続いた停滞を脱し、5%台後半の成長経路に復したと考えられる。さらに、中期的には日本や中国等からの資金援助主導でインフラ投資の拡大も見込まれる。

しかし、さらに成長スピードが加速して6%を超えるとの見方はやや楽観的に過ぎるように思われる。すなわち、この先、金輸入規制は緩和される可能性があり、その場合は輸入が増えることで、純輸出の成長寄与は小幅にとどまる公算が大きい。また、財政赤字の削減が優先される中、4～6月期の景気を押し上げたような政府支出の拡大を継続することは難しい。

さらに、景気拡大のテンポが早まることによって、足元落ち着いているインフレが再燃すれば、消費が伸び悩み、成長も抑制される可能性が高い。①米国の利上げが近づくに連れてルピー安が進み易い地合いとなること、②中東情勢の緊迫化により原油価格の上昇が懸念されること、さらに、③天候不順による農産物の不作から食料品価格が高騰する可能性があることなど、インフレ率が上振れるリスクには事欠かない。

新政権が経済・産業の構造改革を進めるうえでは、景気に対してマイナスの影響を及ぼす政策も含まれる。従い、当面の景気回復は緩やかなものにとどまる可能性が高いが、7～9月期以降の景気動向を注視していく必要がある。この先、モディノミクスの効果が現れ、インド経済が投資主導で、中長期的な成長力を高めるまでには、今しばらく時間を要するものと考えられる。