

# 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

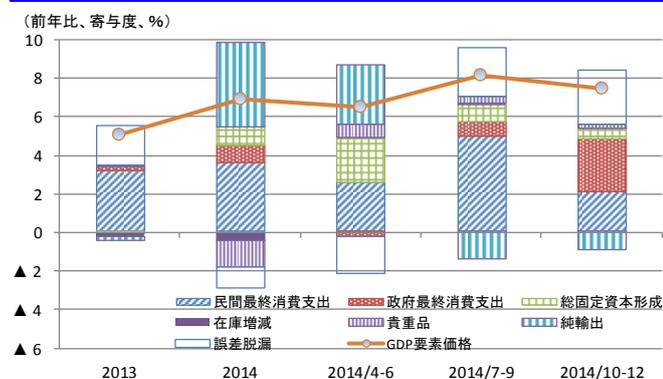
## インド経済：足元の景気は力強さを欠くも、新年度予算案発表で高まるモディノミクス本格始動による中長期的な成長期待

10～12月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+7.5%と、前期の同+8.2%より伸びが鈍化したが、基準年変更に伴う改訂により、2013年4～6月期にはすでに7%台の高成長に復していたことが明らかになった。ただ、電力供給量や輸出などの基礎統計を見る限り、足元の景気回復の動きには力強さを欠いており、実際、中銀は景気テコ入れのため、年明け以降2度にわたり緊急利下げを断行した。このほど発表された2015年度予算案では、財政再建にも配慮しつつ、インフラ整備の加速や構造改革に向けた規制緩和など経済成長に資する施策が盛り込まれ、モディノミクスの本格始動による中長期的な成長期待が高まっている。ただし、短期的な景気浮揚効果は限定的であり、2015年度は利下げ効果を考慮しても政府見通しの+8.0～8.5%成長の達成は容易でない。

GDP 統計の改訂により成長率は過去に遡及して上方修正。2014年10～12月期は7.5%の高成長に

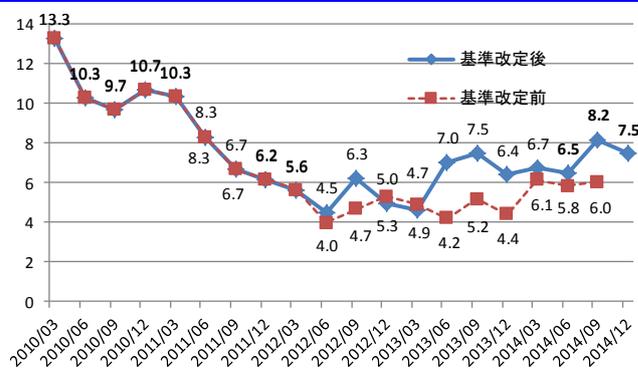
インド中央統計機構（CSO）が先月公表した2014年10～12月期の実質 GDP 成長率（市場価格表示、支出側）は前年同期比+7.5%増と、7～9月期（同+8.2%）と比べて伸びが鈍化した。ただし、今回、基準年変更と GDP 統計の改訂により、2012年度以降の成長率が上方修正されている。旧基準では、インドの成長率は2012、2013年と+4%台で低迷していたと認識されていたものが、新基準によると、早くも2013年4～6月期には7%の高成長に復していたことになり、景気の基調が非常に読み難くなっている。

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)

実質GDP成長率の推移(前年同期比、%)



(出所) Central Statistics Office (CEIC)

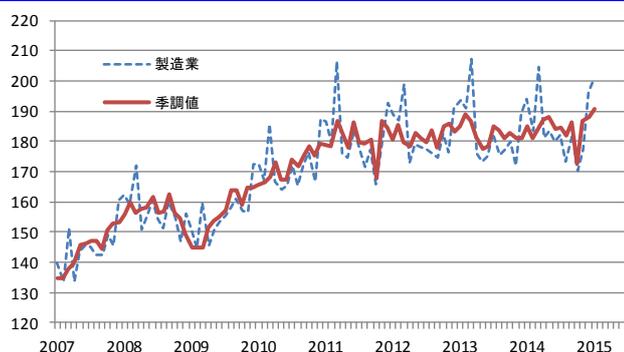
足元10～12月期の動きを需要項目別に見ると、個人消費と投資の内需の二本柱、並びに輸出が低迷する一方で、政府消費の拡大が景気全体の下支えとなっている。個人消費が同+3.5%と前期の同+8.7%から大きく鈍化したほか、固定資産投資も同+1.6%と前期の同+2.8%から鈍化。さらに、輸出は同▲2.8%と前期の同▲3.8%から2期連続で減少した<sup>1</sup>。一方、政府消費は予算執行の進捗よくなるなどにより同+31.7%と、前期の同+5.8%と比べて大幅な増加となった。

2014年度の成長率見通しも旧基準ベースの政府予想+5.5%から+7.4%へ上方修正されたが、以下見るよ

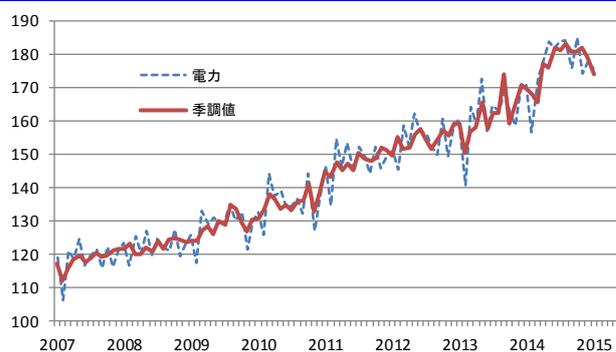
<sup>1</sup> ただし、純輸出の成長寄与度は▲1.0%ptと、前期の▲1.4%ptと比べてマイナス幅が縮小した。

うに、電力供給や輸出といった基礎統計の動きを見る限り、足元の景気回復の勢いは必ずしも GDP 統計が示すほどには強くない。

1月の鉱工業生産（製造業）は前年同月比3.3%増と3か月連続の増加となった。当社作成の季節調整値でも前月比1.5%増と、前月の同0.5%増から加速した。ヒンドゥー教の新年を祝うディワリの連休が2013年には11月だったものが、2014年は10月に当たったため、10月の生産が大きく落ち込む半面、11月の生産はかさ上げされていることもあって、こちらも基調を読み難い。ただ、これまで堅調な伸びを続けてきた電力供給量が、12月、1月と季調済前月比で1.7%減、2.7%減とピークアウトしていることから、サービス業を中心とした景気拡大の動きがここに来てスローダウンしている可能性を示唆している。

**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)

## 対内直接投資は総選挙前に手控えられていた案件が2014年後半に顕在化

設備投資に関して、前述の通り GDP 統計で10～12月期に鈍化した背景には、企業が新政府の経済政策の方針を見極めるため、2015年度予算案（後述）の発表まで、計画の実施を先送りしていた可能性が考えられる。また、インド準備銀行（中銀）の産業予測調査（12月調査）によると、政権交代以降、改善傾向にあった設備過剰感や設備稼働率に関する調査項目が、ここに来て改善に歯止めが掛かっており、企業の設備投資スタンスが慎重化している様子が見える。

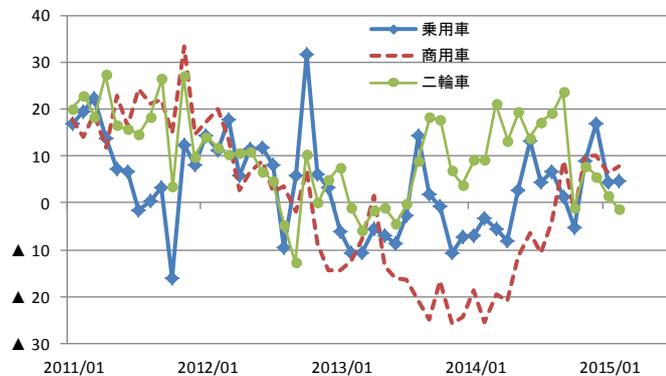
他方で、対内直接投資は、2014年累計で前年比30.6%増の288億ドルと、3年ぶりに前年実績を上回った。主要業種を見ると、食品加工を除き、総じて前年実績を上回り、中でも特にコンピュータ関連（ソフト・ハード）が前年比2.4倍と高い伸びとなった。国・地域別には英国やドイツなどが不振となる一方、シンガポールや日本、オランダなどが全体をけん引した。また、前年（220億ドル）だけでなく、2011年の既往ピーク（276億ドル）をも上回っており、2014年5月の総選挙結果が判明するまで手控えていた投資を年後半になって顕在化させた外資企業のインド経済に対する高い期待感が現れていると言える。

個人消費の代表的な指標として新車販売台数を見ると、自動車メーカー各社の積極的な新車投入もあって、増加基調を維持しているものの、物品税率の時限引き下げが12月末で終了したこと<sup>2</sup>などから、足元では勢いに鈍化が見られる。インド自動車工業会（SIAM）が3月10日に発表した2月の新車販売台数（乗用車、商用車合計）は前年同月比0.5%増の39.5万台と、4か月連続の増加となったものの、伸びは10～

<sup>2</sup> 自動車等に課税される物品税率の時限引き下げが12月末で終了し、従来の税率に戻った（小型車：8%→12%、中型車：20%→24%）

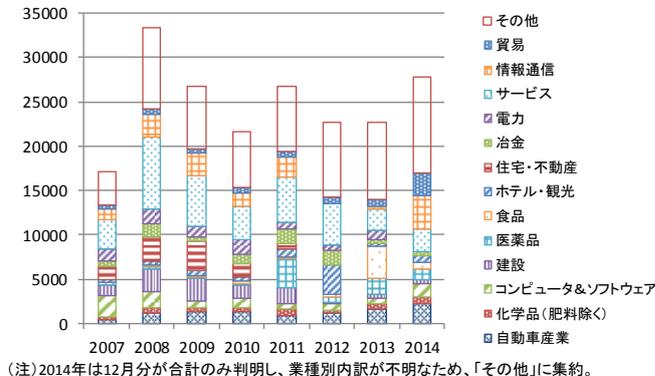
12月平均の同8.3%増から大きく鈍化した。また、二輪車については同1.3%減の138.3万台と、昨年10月以来、4か月ぶりに前年実績を下回った。前述のように、前年は11月だったディワリ休暇がずれ込み10月の営業日数が少ないという特殊要因を勘案すれば、2013年7月以来の前年割れとなる。

自動車販売台数の推移(前年同月比、%)



(出所) Society of Indian Automobile Manufacturers (CEIG)

対内直接投資(業種別)の推移(百万ドル)



(注)2014年は12月分が合計のみ判明し、業種別内訳が不明なため、「その他」に集約。

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

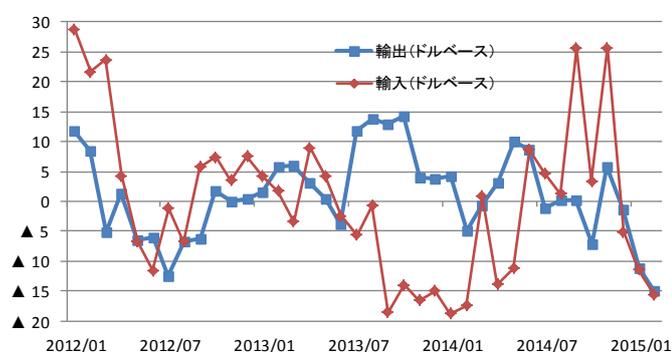
## 輸出は足元で原油安などから減少に転じる

回復基調だった輸出は、原油など資源価格の下落から足元で減少に転じている。2月の通関輸出額(ドルベース)は前年同月比15.0%減と、3か月連続の前年割れとなった。原油安を背景に石油製品の輸出価格が低下したことが響き、これで2ケタ減が2か月続いたことになる。国・地域別には、中国向けに加え、サウジアラビアやカタールなどの資源国向けなどが大きく減少した。

他方、輸入額(同)も同15.7%減となったが、原油など資源安が減少の主因であり、原油以外の輸入は増加傾向が続いている。国・地域別に見ると、日本からの輸入は比較的堅調に推移しているものの、中東や中南米など資源国に加え、スイスなど先進国からの輸入も低調となっている<sup>3</sup>。

これらの結果、2月の通関ベースの貿易収支は、原油輸入額が大きく減ったことが奏功して、赤字額は68億ドルと1年5か月ぶりの低水準に縮小した。

輸出額と輸入額の推移(前年同月比、%)



(出所) Ministry of Commerce and Industry (CEIG)

経常収支の推移(百万ドル、GDP比%)



(出所) Ministry of Commerce and Industry (CEIG)

<sup>3</sup> 大方の引き下げ予想に反して金の輸入関税が据え置かれたことで、宝飾業者やディーラーが在庫補充を再開するため、足元落ちている金輸入が今後急増する可能性が指摘されており、これが先行きのかく乱要因となり得るため、金輸入の動向には注意が必要である。

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。10～12月期の経常収支赤字は84億ドル、GDP比▲1.6%と、前期の100億ドル、同▲2.0%と比べて、さらに改善した。2014年暦年では277億ドル（同▲1.4%）と、2013年の492億ドル（同▲2.6%）、2012年の918億ドル（同▲5.0%）と比べると、劇的に縮小した。また、昨年の政権交代以降、外資流入はFDI、証券投資ともに堅調な増加が続いている。

### 通貨ルピーは新興国通貨が弱含む中で想定的に底堅い動き

米国の利上げ開始を控え、新興国では通貨安に振れやすい局面にも関わらず、インド・ルピーは相対的に底堅い動きとなっている。年初に1ドル=63ルピー台だった対ドル・ルピーレートは、61ルピー台半ばまでルピー高方向に振れた後、足元では62ルピー台で推移している。

ルピーが買われている背景には、力強さを欠くものの堅調な実体経済の動きに加え、後述のようにインフレも落ち着いており、また、財政再建と経済成長の両立を目指す新年度予算案に対する期待感の高まりや、さらにはラジャン総裁率いるインド中銀による金融政策運営への信任の厚さなどがあると見られる。

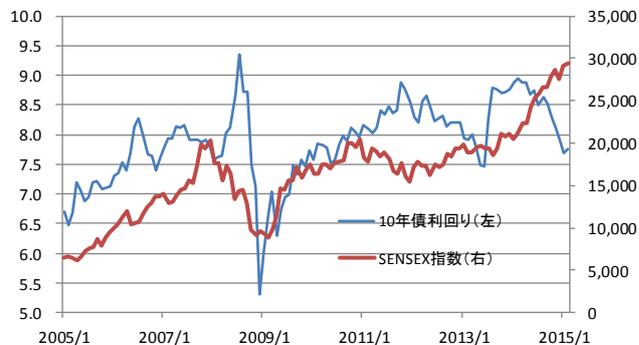
株価も堅調を維持している。代表的な株価指数であるSENSEX指数を見ると、総選挙における大勢が未だ判明していなかったおよそ1年前には21,000台だったが、モディノミクスへの期待の高まりとともに最高値を更新し続けている。足元では28,000台で推移しているが、1月末には30,000に迫る勢いだった。ただ、ブラジル、ロシア、中国と、他のBRICs諸国の低調さが目立つ中で、インドは中長期的な発展ポテンシャルの高さと構造改革への期待から相対的に有望視された結果、現時点で選好されているという側面もあり、先行きに関しては移り気な市場の動きに十分留意すべきであろう。

対ドル ルピーレートの推移(ルピー/ドル)



(出所) Reserve Bank of India (CEIC)

長期金利と株価の推移(%(左)、1978-79=100(右))

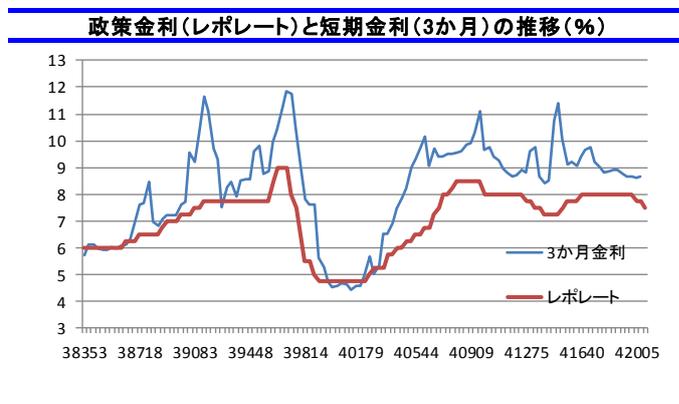
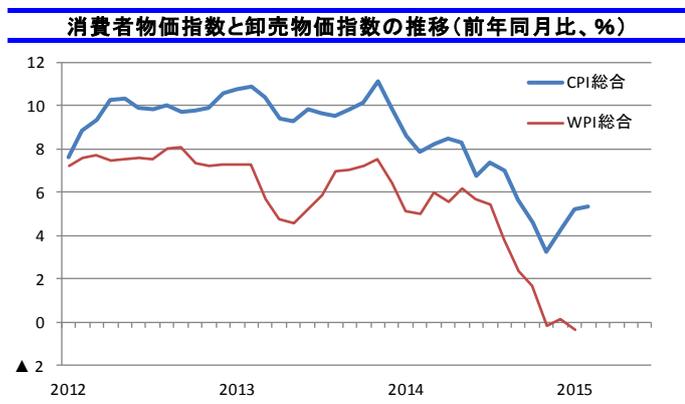


(出所) Bombay Stock Exchange Limited (CEIC)

原油をはじめとする資源価格下落の影響でインフレも落ち着いた状態が続いている。2月の消費者物価指数(総合)は前年比+5.4%と、前月の同+5.1%から上昇したものの、8%前後だった昨夏頃の水準と比べれば、低位にとどまっている。足元で伸びが高まったのは、食品が前年に高騰した反動からこのところ伸び率が抑えられていた効果がはく落した影響が大きく、基調としてのインフレ圧力は弱いと見られる。

そうした中、前述のようにもたつきが見られる景気回復の動きをテコ入れするため、中銀は3月4日、緊急利下げを実施し、政策金利(レポレート)を0.25bps引き下げ7.50%とした。前回の定例会合(2月3日)に先立つ1月15日にも同様に0.25bpsの緊急利下げを実施しており、今次の累計利下げ幅は0.5bpsとなった。

足元の原油価格の急落によってインフレ圧力が低下する中、新年度の物価上昇率は中銀が設定する目標の範囲内（2～6%）に収まる公算が大きい。また、通貨ルピーが底堅く推移していることも、金融政策の自由度を高めており、今後も景気の状態次第では追加金融緩和もあり得る。



## 2015 年度予算は政策の力点を財政再建から経済成長へと移行

インド政府は 2 月 28 日、2015 年度予算案を発表した。燃料補助金の削減などを通じて財政健全化にも一定の配慮をしつつ、インフラ整備の加速など経済成長に資する施策が盛り込まれている。事前の期待値が大きかっただけに、補助金廃止などで踏み込み不足と評価する向きもあるが、法人税率や輸入関税の引き下げ、外国企業の出資比率緩和等の規制緩和なども織り込まれており、全体として及第点を与えられる内容と言える。

予算のポイントは次の通りである。歳出総額は前年度比 5.7%増で、歳入の増加(同 4.6%増)を上回るが、補助金を同 8.6%減と大きく削減する一方、インフラを主体とした国防以外の資本的支出は同 33.0%増と大きく拡大させる<sup>4</sup>。歳入について、増税措置としてはサービス税の税率<sup>6</sup>を 12%から 14%に引き上げる一方、減税措置としては、法人税率を現行の 30%から 25%へ 4 年間かけて引き下げるほか、原材料や中間財の輸入関税を引き下げる。また、州税である VAT (物品取引への課税) と連邦税であるサービス税を一本化する物品・サービス税 (GST) を 2016 年 4 月の導入に向けてあらゆる方面から努力することを明示。これが実現すれば、悪名高い複雑な税制の一部が簡素化され、外国企業にとっては進出のハードルが下がる。

財政収支の見通しは GDP 比▲3.9%の赤字と、2014 年度目標の▲4.1%からは縮小するものの、▲3.0%という目標達成時期を従来の 2016 年度から 2017 年度へと一年先送りし、政策の力点を財政再建から経済成長へと少しだけ移した格好となっている。もっとも、モディノミクスの本格始動により中長期的な成長期待は高まるものの、例年、当初予算通りに執行されないケースが多いことなどから、短期的な景気浮揚効果は限定的であり、2015 年度は利下げ効果を考慮しても、予算編成の前提となる政府見通し<sup>7</sup>の前年比+8.0～8.5%の達成は容易でないと考えられる。従い、歳入面では税収が未達となる可能性があるうえ、

<sup>4</sup> 原油価格の下落に伴い石油製品にかかる補助金は同 50.2%減。ただ、ガソリンと軽油についてはすでに事実上廃止されたものの、他の主要な補助金 (プロパンガス、灯油、食糧、肥料等) を廃止する計画は当面ないとみられる。

<sup>5</sup> 鉄道 (4,000 億ルピー、同 32.9%増) や道路 (3,130 億ルピー、同 1.5 倍) に注力する。

<sup>6</sup> 教育目的税を含むと 12.36%。

<sup>7</sup> 政府は 2014 年度見込みの+7.4%から一段と加速するシナリオを置いている。

他方、歳出面でも、今回メスを入れられなかった食糧等に対する補助金は価格上昇の場合には歳出が想定以上に膨らむ要因となり、財政再建に向けた道のりが政府のシナリオ通りスムーズに進むかどうかはなお予断を許さない<sup>8</sup>。

## 国会運営では野党の歩み寄りもあり、経済改革の推進に必要な重要法案の成立に向けて一步前進

与党・インド人民党（BJP）は、2014年5月の総選挙で下院の過半数を獲得し、政権交代を実現したものの、上院ではなお少数派であり、国会運営では実際にねじれの弊害が発生している。2014年11～12月に開催された冬期国会では、優先課題のひとつである外資の出資上限を26%から49%へ引き上げる保険事業の規制緩和を上院が審議拒否するなど、重要法案が国会審議入りできなかった。モディ首相は、そうした事態を受け、上記の保険事業の外資規制緩和のほか、石炭権益に関する規制緩和、土地収用法の改正などの重要法案を「大統領令（政令）」として発令することで、上下院の可決を経ることなく、効力を発揮させた<sup>9</sup>。合法的とはいえ、こうした議会を無視する強引な手法は民主主義の原則に反するとの批判も根強いものの、モディ首相の改革推進に対する強い覚悟を示すメッセージとなっている。

BJPは、政権交代後の主要な地方議会選挙でも、マハラシュトラ州（定数288議席）で76議席増の122議席、ハリヤナ州（定数90議席）で43議席増の47議席を獲得するなど連戦連勝だったが、2月の德里一首都圏の議会選挙では、70議席中67議席を庶民党（AAP）が獲得、BJPはわずか3議席にとどまり、惨敗を喫した。これをもってモディ政権に対する批判の表れと見る向きもあるものの、BJPの獲得票数の割合は32%と、前回選挙（33%）とほぼ同水準であったこと、また、議席数ほどにはAAP（同54%）との差が開かなかつたことなどから、国民の間のモディ人気には大きな変化がないと考えられる。実際、そうした国民世論を背景に、3月12日には、外資規制を緩和する保険法改正案が上院で審議入りするなど、国会では野党側の歩み寄りも見られ始めている。経済改革の推進に必要な重要法案の成立に向けて一步前進したと言えるが、安定的な政権運営には上院での過半数確保が必須であり、モディノミクスが浸透して経済の好循環を生み出すまでには今しばらく時間を要することになりそうである。

<sup>8</sup> 歳入面の懸念材料として、国営企業の株式売却は必ずしも政府の思惑通りには進まない場合が多い。

<sup>9</sup> 次回国会会期開始から6週間以内に法案として上下院で可決しなければ、政令は失効する。また、上院が否決あるいは6か月間にわたって採決を拒否した場合、政府は上下院合同議会を招集して採決を行うことができる。上下院の議員数の差から、合同議会の採決は下院と一致し、法案は成立する。合同会議で可決された例は過去3法案しかない。