

生まれ変わりかけのインド経済

～依然として景気の勢いは乏しいが、構造転換は着実に前進の方向へ～

発表日：2014年12月1日(月)

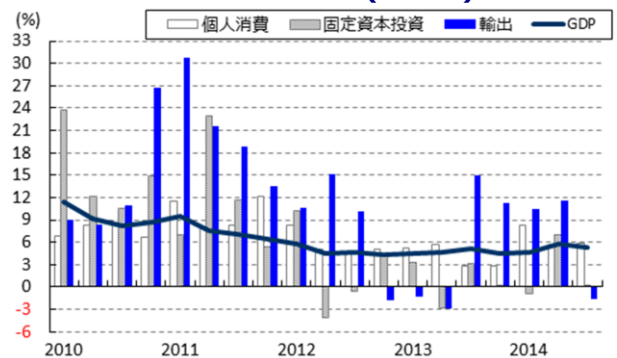
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- モディ政権発足によりインド経済への内外の期待は高まるなど環境は大きく変わりつつあるが、足下の景気はその勢いにうまく乗れていないのも実状である。7-9月期の実質GDP成長率は前年比+5.3%に減速、前期比年率ベースでも5%を下回り、農業のみならず鉱業や製造業での生産鈍化が足かせになった。インフレ率低下にも拘らず内需に力強さはなく、期待が先走った感は否めない。他方、経常赤字や財政赤字の圧縮などファンダメンタルズ強化の動きは奏功しており、課題克服の道りは前進している。
 - モディ政権は発足直後から物価抑制を重視した対策を実施した結果、足下のインフレ率は急速に低下している。一方、今年の雨季は極めて雨量が少なく、先行きは食料品を中心としたインフレ昂進のリスクはくすぶる。準備銀はこの点を警戒して指標に一喜一憂しない姿勢を示すなか、政府は同行に利下げを要求すると見込まれるが、当面動く可能性は低いと予想する。なお、持続可能な経済成長の実現には政府による構造改革が不可欠であり、今後の政府の対応が経済の命運を大きく握るとの従来からの見方を据え置く。
- 5月末に10年ぶりの政権交代によるモディ政権が発足して以降、インド経済を巡っては内外から同政権による構造改革に対する期待が高まるなど、取り巻く環境は大きく変わりつつある。同国ではここ数年、インフレの常態化が景気のけん引役である個人消費を中心とする内需の足かせとなる状況が続いてきたことから、モディ政権は発足直後から備蓄米の抛出などをはじめとする緊急の物価対策が奏功する形でインフレ率の低下が促されるなど、状況に改善の動きがみられる。さらに、足下では国際的な原油市況の調整が進んでおり、国内における原油使用量の約7割を中東などからの輸入に依存する同国にとっては、インフレ圧力のさらなる後退に繋がる好影響も期待される。このような外部環境の好転にも拘らず、足下のインド景気は必ずしもその勢いにのることが出来ていない様子が確認されている。7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.3%と徐々に高い伸びをみせた前期(同+5.7%)から減速しており、当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率ベースでも+5%を下回る伸びに留まるなど勢いは乏しい。同期に被る雨季(モンスーン)の雨量は例年を大きく下回る水準に留まったことで農業部門の生産に減速感が強まったほか、中国や欧州景気の足踏みなどに伴う海外景気の不透明感は製造業や鉱業部門における生産の足かせとなるなど、全般的に景気に下押し圧力が掛かりや

図1 実質GDP成長率(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 製造業及びサービス業 PMI の推移



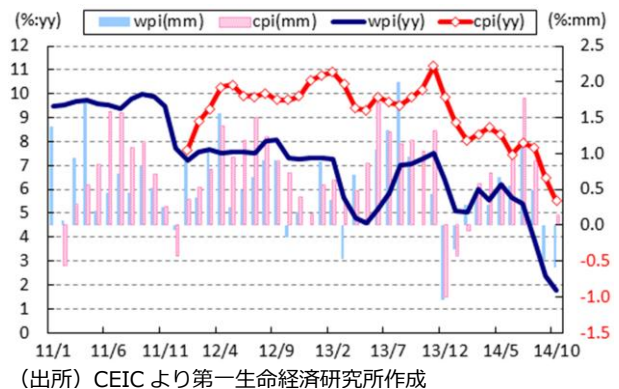
(出所) THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

すくなっている。一方、需要面ではインフレ率の低下による実質購買力の向上が期待されるにも拘らず個人消費は依然として底這いの状況が続くなか、今年4～5月にかけて実施された総選挙に伴う関連支出による押し上げ効果が剥落した結果、政府消費が大きく落ち込んだほか、上述のように外需に下押し圧力が掛かったことも景気の足かせになっている。このことは企業部門の景況感にも現れており、政権交代が行われるとの見方が強まった昨年末以降はモディ政権誕生に伴い大胆な構造改革が進むとの期待から製造業及びサービス業ともに景況感に改善の動きがみられたものの、政権発足直後をピークに足踏みする状況が続いており、期待が高まり過ぎたことの反動に加え、モディ政権が現時点では安定飛行を目指して現実的な対応を続けていることを受けた動きとみることも可能である。なお、インフレ率の低下にも拘らずインド準備銀（中銀）は先行きのインフレや国際金融市場の動きを警戒して金融引き締めを続けており、これに伴う実質金利の上昇が耐久消費財への需要や企業の設備投資意欲を下押ししているとの見方がある一方、モディ政権に対する期待は着実に対内直接投資の拡大という形で海外資金の回帰を促しており、先行きの景気が急速に落ち込む可能性は低い。さらに、金をはじめとする様々な輸入抑制策の効果で経常赤字のGDP比は縮小し、財政健全化に向けた取り組み継続により、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」というファンダメンタルズの脆弱さを理由に国際金融市場の動揺に伴う海外資金の流出に直面した状況は改善する動きもみられる。足下の景気については依然ひと昔の勢いを取り戻せていないものの、同国経済が直面する課題克服の道りは着実に前進していると判断できよう。

- モディ政権は発足直後から物価抑制による景気浮揚を図るべく緊急的な物価抑制策に取り組んだ結果、足下ではこれらによる効果が大きく現れており、直近の消費者物価は現基準に基づく指標が発表以降最も低い伸びとなるほか、川上の卸売物価も約5年ぶりの低水準となるなどインフレ圧力は後退している。しかし、足下のインフレ率の低下は政府による備蓄抛出などが奏功している面が大きい一方、今年のモンスーンの雨量は例年を大きく下回るなど同時期の穀物生産は大幅減が避けられないなか、今後は食料品を中心に物価上昇圧力が再び高まる可能性はくすぶる。足下では国際的な原油市況の調整が進んでおり、この多くを輸入に依存する同国にとっては通貨ルピー相場の安定とともに物価上昇圧力の後退に繋がるとの期待は高い。

その一方、同国では都市部においても消費支出に占める食料品の割合は3割を上回り、農村部では5割を上回るなど極めて高い状況を勘案すれば、食料品価格の上昇リスクがくすぶることはその影響の度合いの大きさを含めて政策対応の難しさを高めている。準備銀は昨年以降の国際金融市場の動揺に対応する形で金融引き締め姿勢を強め、その後はインフレ率が低下する状況が続いているにも拘らず引き締め姿勢を堅持しており、あくまで「中期的なインフレ目標の実現」を政策スタンスの中軸に据える一方で短期的な指標の動きに一喜一憂しない姿勢を貫いている。このことは、当面の物価について上述のような上昇に繋がるリスク要因がくすぶっていることが影響していると思われ、景気の足かせになると考えられる資金需給のひっ迫に対しては、今年1月に同行が発表した『改革案』に沿う形で金融取引の自由化に向けた動きを前進させている。なお、同行では今年2日に定例の金融政策委員会の開催が予定されるなか、政府内では足下のインフレ率の低下を理由に利下げを求める声が強まっており、7-9月期のGDP成長率が鈍化したことでこうした圧力が一段と高まる可能性はくすぶる。しかしながら、準備銀はこれまで足下における急速な物価下落は政策対応など特殊要因による影

図3 インフレ率の推移



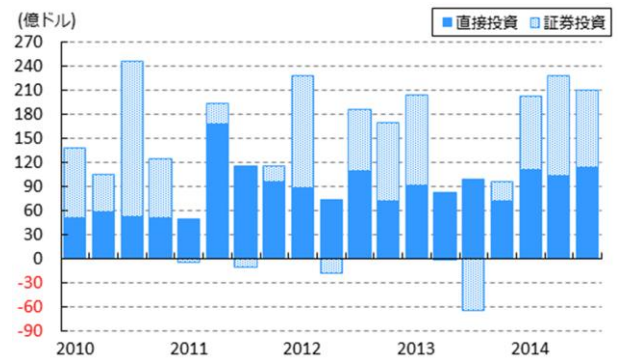
響が大きいとの認識を示している上、景気についても2014-15年度の経済成長率見通し（5～6%）の範囲内に収まっていることを勘案すれば、これまでと同様に「全般として安定的」との従来の見方を据え置く可能性は小さくない。こうした状況から、当研究所では準備銀はこれまでのスタンスを変更する可能性は低い（金利を据え置く）と予想する。同国経済が中長期的にみて安定かつ持続可能な経済成長を実現するには、国際金融市場が落ち着いている段階でファンダメンタルズの強化に取り組むとともに、海外からの投資流入を促すべく政府が主体的に投資環境整備など構造改革に踏み込むことが出来るかに掛かっている。2000年代を通じてインド経済は個人消費を中心とする内需がけん引役となる形で経済成長を実現してきたが、これは世界的な「カネ余り」を前提としてきた経済成長モデルであり、足下のように先進国を中心に金融緩和が続いている状況では実現可能な環境にあるが、先行きは米国による金融政策の変更など再び環境が大きく変わる可能性があるなか、ファンダメンタルズが依然脆弱な同国がこうした成長

モデルを追及することのリスクは小さくない。他方、同国内では多くの人々が金融機関へのアクセスがなく、金融政策が効果を挙げにくいという事情を抱えるなか、準備銀は民間資本による金融事業への参入を促す姿勢を打ち出しているほか、『改革案』に沿う形で決済や小口融資を専門とする銀行設立の促進を促す方針を明らかにするなど、金融市場改革を前進させている。特に、金融機関に対する信頼性の低さ及び物価高に対する懸念は同国民の多くが金をはじ

めとする宝飾品を過度に意識させる一因になっており、金融深化を通じて多くの国民が信頼性の高い金融機関にアクセスすることが可能な環境になることは歪な輸出入環境の是正にも繋がると期待される。モディ政権は発足直後から「メイク・イン・インディア（make in India）」をスローガンに製造業を中心に海外からの投資誘致を積極化させる姿勢をみせており、燃料価格の上限規制撤廃や労働監督規制の緩和など具体化が進む改革がある一方、石炭事業の国有独占の撤廃や企業による土地取得手続の簡素化などの取り組みは中央と地方で権限が重なる点などが影響してスピード感に乏しい展開が続いている。同国の政府機構は非常に官僚的な組織として知られるなか、手続の簡素化を通じて外資系企業を呼び寄せる方針を前面に押し出したと言えるが、これまでのところは大胆な改革が期待された割には小さなスタートに留まっている感は否めない。その意味で同国経済はすでに「賽は投げられた」状況にあり、その命運を握るのは政府による改革の手が市場の期待にうまく反応出来るか否かにあると言えよう。なお、当研究所では7-9月期のGDP統計を受けて、2014-15年度の経済成長率見通しについては従来の前年比+5.9%に据え置く。

以上

図4 海外からの投資資金の流出入動向の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成