

インド、成長率の「中国越え」が確実に

～堅調な個人消費が景気をけん引も、構造的な脆弱性の克服はこれから～

発表日：2016年6月1日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

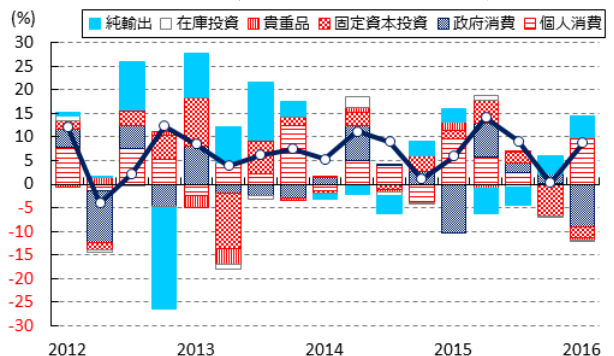
(要旨)

- 年明け直後の国際金融市場の混乱などで新興国経済は軒並み減速基調を強めたが、インドは依然堅調な景気拡大を続ける。1-3月期の実質GDP成長率は前年比+7.9%に加速し、2015-16年度通年でも同+7.6%と高い伸びを維持した。物価安定を背景に景気のけん引役である個人消費が堅調さを維持している。他方、公的部門や企業の設備投資意欲は依然弱く、自立的な景気回復軌道への回復は道半ばである。
- 供給側の統計である実質GVA成長率も1-3月期に前年比+7.4%と堅調さを維持した。堅調な内需を追い風に製造業の生産が拡大するなか、低迷が続いた農業生産の回復も追い風になった。公的部門や企業の設備投資の動向に加え、農業部門を巡っては天候が景気を左右する動きなど構造的な脆弱性は抱えるが、個人消費が全体的な景気動向の方向性を決めており、足下の物価安定は堅調さに大きく寄与している。
- 先行きについては足下で上昇が続く原油相場や雨季の動向が懸念されるが、原油相場のの上値は重いとみられる上、雨季の雨量は例年を上回る見通しであり、物価安定が見込まれる。他方、準備銀による金融セクター改革の効果も出始めるなか、政府の改革姿勢は海外からの投資受入を後押しすると期待される。今後も堅調な景気拡大が続くと見込まれ、当研究所は今年及び来年の成長率見通しをわずかに上方修正する。

《物価安定を背景とする堅調な個人消費が続くなか、先行きは改革前進も追い風に堅調な景気拡大が続くと見込まれる》

- 年明け直後の国際金融市場の混乱に際しては、原油安の長期化に伴い経常赤字の圧縮が進んでいるほか、慢性インフレに苦しんできた状況も大きく緩和されるなど、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の改善が進んできたにも拘らず、海外資金の流出圧力が強まり実体経済への悪影響が懸念されたインド経済だが、依然として堅調な景気拡大を続けている。1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.9%と高い伸びをみせており、国際金融市場の混乱の余波や中国経済の一段の減速に伴い主要国で軒並み景気の減速感が強まる動きがみられたものの、インド経済にとっては「無関係」の展開が続いている。なお、前期を含む過去2四半期について遡及的に下方修正が行われるなどの影響はあるものの、前期（前年同期比+7.2%）から伸びは加速しているほか、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においても前期にかけて減速感が高まった反動も重なり加速感を増している。これに伴って2015-16年度の経済成長率は前年同期比+7.6%と前年度（同+7.2%）から加速しており、2年度に亘って7%を上回る高い伸びが続くなどインド経済の堅調さが確認されている。足下の経済成長のけん引役は依然としてその旺盛な個人消費を中心とする内需であり、原油安の長期化などに伴いインフレ圧力が後退したことで家計部門の実質購買力が向上していることも追い風に、個人消費は堅調さを維持している。その一方、政府部門では年度末ゆえに財政健全化に向けて歳出抑制に取り組まざるを得ないなか、政府消費が景気の下押し圧力となったほか、

図1 実質GDP成長率(前期比年率/試算)の推移



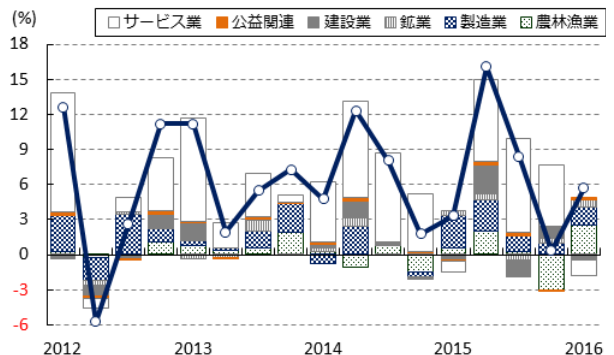
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成(試算は当社)

これに伴う公共投資の進捗低下も景気の足かせになったとみられる。さらに、足下の国内景気は個人消費を中心に堅調を維持する一方、世界経済を巡る不透明感に加え、昨年来準備銀が断続的に利下げを実施しているにも拘らず市中金利がなかなか低下しない環境が続くなか、企業部門による設備投資意欲が回復しない展開が続いており、このことも固定資本投資の重石になっているとみられる。なお、依然として力強さには欠けるものの輸出に底入れの動きが出ている一方、公的部門や企業部門の需要の弱さを反映して輸入に下押し圧力が掛かった結果、純輸出の成長率寄与度は前期比年率ベースでプラス幅を拡大させており、このことも成長率の押し上げに繋がったと考えられる。こうした状況を勘案すれば、足下のインド経済は個人消費こそ堅調さを維持しているものの、公共投資の動向に左右されやすい環境にある上、企業部門の投資動向には不透明感が残るなど自立的な経済成長軌道への回復は道半ばの状況にあると判断出来る。

- 他方、インドの国民経済計算では需要項目（市場価格ベース）で構成されるGDPに加え、供給項目（要素費用ベース）で構成されるGVAも併せて公表されており、これは同国がかつて社会主義経済を標榜していた頃の名残と言える。特に、足下においても依然として需要関連での基礎統計が非常に不足しているインドの景気動向をみる上では、比較的供給側の統計が備わっている状況とも併せてGVAの動向は重要と判断出来る。1-3月期の実質GVA成長率は前年同期比+7.4%となり、GDP成長率に比べて伸びこそ低いものの、前期（同+6.9%）から2四半期ぶりに7%を上回る伸びをみせるなど高い成長が続いていることが確認された。これに伴い 2015-16 年度のGVA成長率は前年比+7.2%とGDPとともに2年度に亘って7%を上回る伸びが続いている上、前年度（同+7.1%）から伸びも加速するなど、景気の底離れが進んでいることが需給両面から示されている。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、前期に亘って減速基調が強まった反動も重なり底入れが進んでおり、ここ数年は一進一退の展開となりながらも堅調な景気拡大が続いている様子がうかがえる。同国経済を巡っては、他の新興国に比べてサービス部門の割合が高いなど相対的に経済のサービス化が進んでいることが特徴に挙げられるなか、足下の景気をけん引しているのは、堅調な個人消費を背景とする需要拡大を追い風とした製造業に加え、前期に

大きく落ち込んだ農業関連の生産が回復したことも大きく寄与している。というのも、インドのGVAについてはここ数年の工業化に伴って一昨年度（2014-15 年度）に製造業の割合が農林漁業の割合を上回っているものの、依然として農林漁業の規模は大きく景気全体を左右する状況に変わりが無い。他方、インドの農業部門については長年灌漑施設の不足が構造的な課題とされているものの、十分な予算手当などがなされない状況が続いており、結果的にモンスーン（雨季）をはじめとする天候の動向に生産が左右されやすい環境にある。昨年はモンスーンの雨量が例年を下回ったことで生育が悪化したため、昨年末にかけて景気全体の足かせとなる状況が続いたほか、年明け以降はエルニーニョ現象による高温・少雨の影響が一部で懸念されたものの、生産の持ち直しが景気の押し上げに繋がった。その一方、年度末のタイミングで政府の財政健全化に対する意識が強まり公共投資の進捗に下押し圧力が掛かったことは建設部門の生産の重石になったほか、サービス部門の生産も急減するなどの動きもみられた。なお、サービス部門のなかで最も足を引っ張ったのは財政健全化の余波に伴う公共サービスのほか、年明け直後の国際金融市場の動揺が影響する形で金融や不動産関連などの取引が

図2 実質GVA成長率(前期比年率/試算)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成(試算は当社)

縮小したことに拠る一方、ビジネス環境の改善期待を背景に来訪者数は堅調ななかで観光関連は順調に推移をみせているほか、個人消費の堅調さは小売・卸売関連の底堅さに繋がっている。こうしたことから、足下のインド経済は依然として天候など外部環境の動向に左右されるほか、公的部門の動向に揺さぶられやすいなどの構造的な脆弱さはあるものの、物価安定を追い風にした堅調な個人消費が全体的な方向感を決める重要な要因になっていると言えよう。

- 今後のインド経済を巡っては、国内の原油消費量の7割を輸入に依存しており、足下で底入れが進む原油相場の動向が気掛かりではあるが、カナダやナイジェリアなどの供給リスクはくすぶる一方、世界的な需要動向が大きく改善するとは見込みにくく、先行きについては上値の重い展開が続く可能性は高いと思われる。さらに、現時点において今年のモンスーンの雨量は例年を上回るとみられ、現実にはモンスーン初期の雨量は堅調な推移をみせる一方、今夏にかけてはラニーニャ現象の発現により低温状態に陥るリスクはくすぶる。とはいえ、雨量が十分に確保可能な環境となれば全般的な作柄の改善が促されることで食料品を中心に物価上昇圧力が後退することは、足下のインフレ率は準備銀の定める目標の範囲内に収まるなか、先行きについてもインフレ率の上昇リスクの抑制に繋がると期待される。結果、物価安定を追い風に景気のけん引役である個人消費の堅調な推移が見込まれることで、インド経済は先行きについても堅調な景気拡大を続ける可能性は高いと予想される。

さらに、準備銀は今年4月の定例会合において、昨年来の断続的な利下げ実施にも拘らず短期金利を中心に市中金利が高止まりしていることについて、利下げの効果を銀行の貸出金利に波及させることを重視する姿勢を打ち出しており、来年3月末までに金利高止まりの要因となっている銀行部門の不良債権処理に目処を付けるよう求める姿勢を強めている。短期金利についてはすでに準備銀による短期金融市場に対する管理強化の動きも反映して4月初旬以降低下トレンドを強め

図3 短期金利(MIBOR3ヶ月物)の推移



ており、これに伴い自動車ローン金利をはじめとする市中金利低下といった効果が出たことで個人消費の押し上げに繋がるなどの動きも出ている。なお、先月には議会上院において破産法が可決されたことで、これまで不良債権処理に掛かる時間の長さが金融機関の健全性回復に向けたボトルネックとなってきたものの、今後は処理に向けた期限が定められるなど早期処理が容易になることで、構造改革が進むとの期待は高い。ただし、短期的にみれば不良債権処理の進展は銀行部門の業績悪化を招くほか、そのことは企業活動の足かせとなるリスクもあるなど景気の下押し圧力となる可能性はあるが、中長期的な観点では海外からの直接投資の流入促進に繋がるほか、企業部門による設備投資意欲の改善が潜在成長率の向上を促すことも期待される。他方、政治を巡っては議会の上院・下院の間での「ねじれ」が構造改革のボトルネックとなる状況が続いているものの、先月行われた地方選では北東部のアッサム州で与党インド人民党(BJP)が勝利を収めるなど事態が改善する兆しもみられる。上院において与党連立が多数派を形成可能となるのは、上院が地方議会による間接民主制を採用する特殊性を勘案すれば早く見積もっても再来年以降である状況は変わらないものの、最大野党である国民会議派が依然として党勢回復に至っていないなか、モディ政権の構造改革が少しでも前進するとともに、物価動向を巡る外部環境の改善が続けば大きく好転することも期待される。こうした事情を反映して、当研究所は2016年及び2017年の経済成長率見通しを前年比+7.4%、同+7.4%とそれぞれ0.1ptずつ上方修正する

(一方、2016-17 年度及び 2017-18 年度については同+7.2%、同+7.4%で据え置く)。

以 上