

インド、「見た目」の景気減速がもたらすリスク

～政府・与党から準備銀への「圧力」が高まる可能性には要注意～

発表日：2016年9月1日(木)

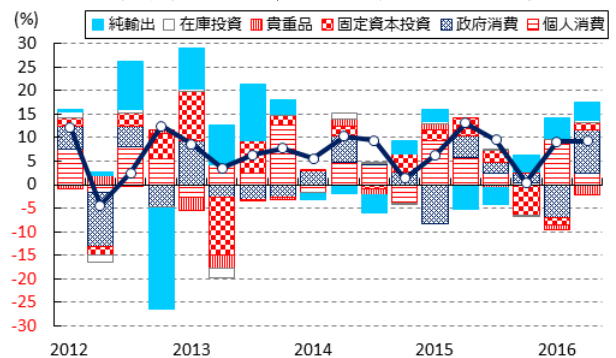
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済を巡る不透明感の影響で多くの国が景気減速に見舞われるなか、インドは堅調を維持してきた。なお、4-6月期の実質GDP成長率は前年比+7.1%と5四半期ぶりの低い伸びとなるなど一見すると減速したかにみえる。しかし、前期比年率ベースでは堅調な拡大を続けており、旺盛な個人消費に加え公共投資の進捗などが景気を押し上げる状況は変わらない。他方、不良債権問題が重石となり企業の設備投資意欲が減退するなか、先行きはこの問題が景気の下振れ要因となる可能性には要注意と言えよう。
 - また、分野別でみた実質GVA成長率は前年比+7.3%と伸びが鈍化しているが、前期比年率ベースでは大きく加速している。農業部門の底離れや内外需の堅調を背景にした製造業での生産拡大に加え、金融市場の混乱一服はサービス業の生産も押し上げている。先行きについては景況感の改善がみられるほか、モンスーンの雨量増に伴う農業生産の拡大も見込まれ、比較的堅調な景気拡大を続けると予想される。
 - 銀行の不良債権問題が景気の足かせとなるなか、今月には準備銀のラジャン総裁が退任するが、後任にパテル副総裁の昇任が決定したことで政策の方向性は受け継がれるとみられる。ただし、公表値ベースで景気減速が意識されやすくなり、政府及び与党から準備銀に対して圧力が強まることも懸念される。パテル次期総裁には市場のみならず、政府・与党への説明を尽くし改革を前進させる胆力が求められよう。
- 足下の世界経済を巡っては、米国経済が堅調な拡大を続ける動きがみられる一方、近年において文字通り世界経済のけん引役となってきた中国経済が勢いを失うなか、欧州では英国によるEU（欧州連合）からの離脱決定を受けた不透明感が高まるなど、先行きの見通しが立ちにくい状況に直面している。特に、中国経済の減速は鉱物資源価格の調整を通じて資源国経済の足かせとなっているほか、地理的に距離が近いアジア新興国においてはサプライチェーンの観点から経済の連動性を強める動きが広がっており、結果的に景気の下押し要因となっている。こうした状況にも拘らずインドの2015-16年度の経済成長率は前年比+7.6%と前年（同+7.2%）から加速するなど、多くの新興国が減速基調を強めているなかでも依然として比較的高い経済成長を実現している。ただし、足下においてはそうした勢いに一服感が出ている様子もうかがえる。4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.1%と5四半期連続で7%を上回る高い伸びを続けていることが確認されたものの、前期（同+7.9%）から減速しており、必ずしも景気が一歩調子で加速感を続けている訳ではないことが確認された。ただし、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は前期に比べてわずかに加速して+9%超の高い伸びが続いており、堅調な景気拡大が続いていることが分かる。前年比ベースで伸びが鈍化した背景には、前年の4-6月期にインフラ投資の大幅な加速などを背景に成長率が大きく押し上げられた反動が影響していることがある。とはいえ、金融市場などにおいて

図1 実質GDP成長率(前期比年率)の推移

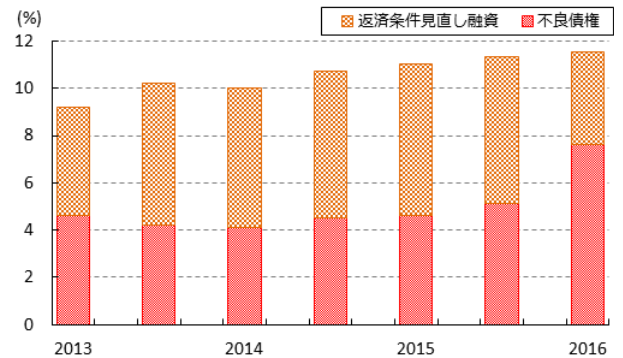


(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

は政府による公表値である前年比ベースの数字が5四半期ぶりの低い伸びに留まったことは、同国景気が頭打ち感を強めていると捉えられる可能性はある。なお、足下では生鮮品を中心とする食料品に加え、年明け以降の原油相場の上昇などに伴うエネルギーなど生活必需品を中心にインフレ圧力が高まる動きがみられるなか、これに伴う家計部門の実質購買力の押し下げ圧力による悪影響が懸念されるものの、個人消費は前期比ベースでもプラスを維持しており、景気をけん引する状況には変わりがない。さらに、年度初めのタイミングゆえにインフラ投資をはじめとする公共投資の進捗が図られたことで、政府消費や固定資本投資も前期比でプラスとなるなど、全般的に内需の堅調さが確認されている。また、世界経済を巡る不透明感が外需に悪影響を与えることが懸念されるにも拘らず、輸出は2四半期連続で拡大基調が続いており、これに伴って純輸出の成長率（前期比年率）寄与度もプラスを維持するなど、堅調な景気拡大が続いていることが示された。こうした状況

にも拘らず前年比ベースで成長率が鈍化した要因としては、固定資本投資のうち民間部門による動きが大きく萎縮していることが影響している可能性が考えられる。過去数年に亘る景気減速の影響で国有銀行を中心に銀行部門は多額の不良債権を抱えており、これは銀行の貸出金利の高止まりを招いて準備銀（中銀）による金融緩和の効果を阻害するのみならず、銀行の貸し渋りに繋がるなど企業の設備投資意欲の下押し圧力となっている。また、足下の個人消費は比較的堅調な伸びが続いているものの、同国においては伝統的に旺盛な需要が続く金をはじめとする貴重品に対する需要が落ち込んでおり、こうした状況は国際金融市場の動揺が实体经济に悪影響を与える形で景気に下押し圧力が掛かった2013年ごろ以来の事態となっている。足下では国際金融市場は落ち着きを取り戻しているほか、マインド指標などからは堅調な景気拡大を示唆する兆候がうかがえるものの、銀行部門の不良債権問題などが景気の重石となる可能性には注意が必要である。

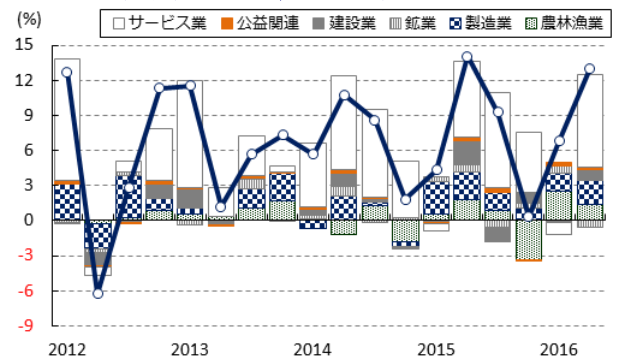
図2 銀行部門の不良債権比率の推移



(出所)インド準備銀行より第一生命経済研究所作成

- 他方、分野別の統計で構成されており、準備銀などは依然として信頼性の高い経済指標と捉えている実質GVA成長率をみるとGDP成長率の動きは少々異なっている様子がうかがえる。4-6月期は前年同期比+7.3%と前期（同+7.4%）からわずかに伸びが鈍化しているものの、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は大きく加速しており、4四半期ぶりに二桁%の高い伸びを記録している。年明け以降は原油をはじめとする国際商品市況は上昇基調を強めているにも拘らず、政府による環境規制強化の動きなどが足かせとなって鉱業部門の生産には下押し圧力が掛かったものの、前期に異常気象の影響が一巡したことで底入れを果たした農林漁業関連の生産は堅調を維持したほか、内・外需の底堅い推移を反映して製造業の生産も拡大基調を強めている。さらに、インフラ関連を

図3 実質GVA成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、季節値は当社試算

中心とする公共投資の進捗を受けて建設部門の生産も拡大に転じる動きがみられるものの、上述のように企業部門による設備投資意欲の弱さは足かせとなっており、前年比ベースの伸びが鈍化する一因になっている。な

お、当期については年明け直後に動揺に見舞われた国際金融市場が落ち着きを取り戻したことに加え、内需の底堅さも相俟ってサービス部門の生産が大幅に加速しており、成長率の押し上げに大きく寄与している。なお、当期における製造業及びサービス業の景況感はともに好不況の分かれ目となる 50 を上回る推移は続いているものの、弱含む動きをみせていたことがともに生産の足かせになった可能性が考えられる一方、足下においてはともに改善の動きが広がっていることを勘案すれば、減速基調が強まる流れには至らないと考えられる。さらに、今年のモンスーン（雨季）の雨量は例年の水準を上回ったことで、直近の政府統計に基づけば主要作物の作付面積（カリフ期）は前年を上回る水準となっており、これに基づけば農業関連の生産は堅調さを維持し、依然として国民の 6 割が従事するとされる地方及び農業関連の家計所得環境の改善も期待される。また、足下で再燃が懸念されるインフレ圧力の後退にも繋がることで、景気のけん引役である個人消費の押し上げが見込まれ、結果的にサービス産業の生産にもプラスに寄与することも予想される。こうしたことも、先行きの同国経済に対する悲観姿勢を和らげるものと考えられ、比較的堅調な景気拡大が続けると見込まれる。ただし、4-6 月期の伸び率が事前の見通しに比べて大きく下振れしたことを受けて、当研究所は 2016 年通年の経済成長率見通しを前年比+7.5%と下方修正するが、引き続き 7%を上回る伸びは可能と予想する。

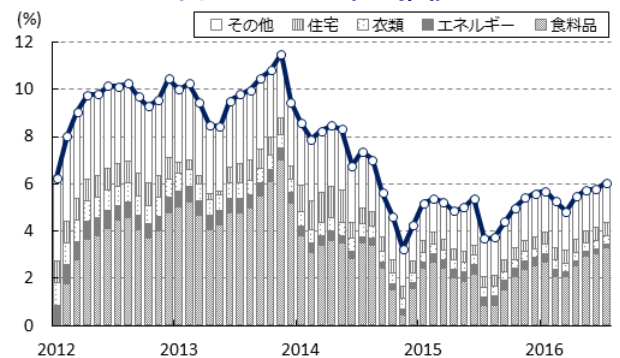
- 上述の通り銀行部門の不良債権問題など金融市場が抱える課題が経済成長の足かせとなるなか、今後は政府及び準備銀による金融セクター改革の行方に注目が集まることは間違いない。今月退任する準備銀のラジャン総裁の後任には、ラジャン氏の下で副総裁を務めたパテル氏が昇任することが決定しており、基本的にラジャン総裁が進めてきた金融政策の方向性及び構造改革路線は維持されることは明らかと判断される（詳細は 8 月 23 日付レポート「[インド準備銀、「ラジャン路線」維持へ](#)」をご参照ください）。

ただし、4-6 月期の景気が政府統計上は「減速」と捉えられる内容となっただけに、政府及び与党などからは準備銀に対して景気下支えの観点からさらなる金融緩和を求める声が大きくなることが予想されるなか、パテル次期総裁の船出は厳しくなることは必至である。なお、次回の金融政策決定会合（金融政策レビュー）からは金融政策の決定に際して 6 人の政策委員による合議制が採用されることになるが、

うち 3 人はパテル氏を含む準備銀から、残りの 3 人は政府が委員を選定することが決まっており、人選の動向によっては議論が激しくなることも予想される。また、パテル次期総裁にはラジャン氏の下で道半ばとなった銀行セクター改革の前進が期待されているが、不良債権問題はすでに金融市場の足かせとなることが顕在化するなか、さらなる改革の前進は短期的に景気の下押し圧力となることも懸念されることから、景気と改革との間でバランスを採ることが必要になる可能性もある。中長期的な観点に基づけば、事態のいたずらな先送りではなく早期に改革を実現することが肝要であるが、政府及び与党における次期総裁人事を巡る議論においては、政府との関係を重視するよう求める動きが影響した可能性もあり、性急な改革が景気に打撃を与えることになれば、準備銀の独立性に悪影響を与える可能性もある。その意味においても、パテル次期総裁には、金融市場のみならず政府や与党に対して政策の説明責任を果たしつつ、改革を前進させる胆力が必要と言える。

以 上

図 4 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成