

## インド、7%成長維持も先行きは不透明要因山積

～GDP統計を巡る恣意性の問題も再浮上、精度向上への取り組みは今後も不可欠～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

### (要旨)

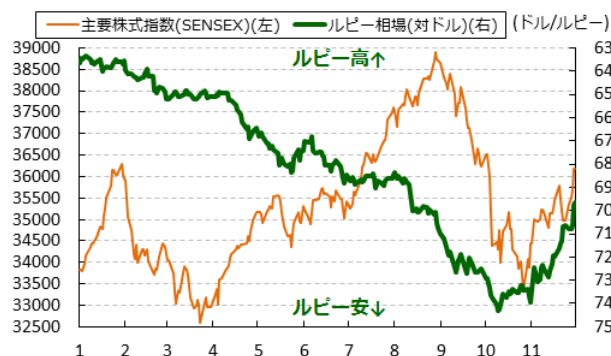
- 夏場以降のインド金融市場では、国際金融市場の動揺に伴う資金流出圧力に加え、ノンバンクのデフォルトをきっかけに流動性懸念が高まり混乱が増幅された。準備銀は通貨ルピー相場下落圧力を食い止めるべく引き締め姿勢を強める一方、株価下落など金融市場の混乱に対応すべく流動性供給を図る難しい対応を迫られた。ただし、足下では金融市場を取り巻く状況は落ち着きを取り戻すなど、「最悪期」を過ぎつつある。
- 金融市場の混乱は実体経済にも影響を与えたとみられる。7-9月期の実質 GDP 成長率は前年比+7.1%に鈍化し、農産品の価格下落に伴う農村部の所得の伸び悩みや、金利上昇が家計消費など内需の重石となった。実質 GVA 成長率に至っては前年比+6.9%に鈍化し、景気持ち直しの動きは一服している。株価下落による直接的影響は限定的な一方、金利の高止まりは幅広い経済活動の重石となるなど、難しい状況にある。
- 来年5月までに実施される次期総選挙に向け、モディ政権は経済成長を「実績」に勝利を目指す姿勢をみせる。ただし、先月末に突如政府が発表した GDP 統計の遡及改訂は、シン前政権下の成長率の下方修正を目的とするなど恣意的な運用も目立つ。今後も信ぴょう性向上に向けて不断の努力は不可避である。今回の GDP 発表を受け、当研究所は今年(+7.5%)及び今年度(+7.3%)と、経済成長率見通しを下方修正する。

夏場以降のインド金融市場においては、米FRB（連邦準備制度理事会）による金融政策正常化の取り組みを受けて米ドル高圧力が掛かりやすいなか、いわゆる『トルコ・ショック』をきっかけとする国際金融市場の動揺を受けて経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な新興国で資金流出圧力が強まり、通貨ルピーの対ドル相場は度々最安値を更新した。さらに、夏場には大手ノンバンクが利払いを巡って債務不履行（デフォルト）したことをきっかけに、ノンバンク業界を中心に『影の銀行（シャドローバンキング）』全体が流動性不足に陥るとの懸念が広がり、金融システム全体に信用リスクが意識された。他方、昨年以降における国際原油市況の底入れの動きに加え、通貨ルピー相場下落に伴う輸入物価への押し上げ圧力もあり、年明け以降のインドではエネルギー価格が上昇基調を強めており、様々な業界で賃金上昇を求めるストが相次いで発生した。なお、足下のインフレ率は穀物を中心とする食料品価格の安定を受けて低下しているが、エネルギー価格の上昇によるインフレへの影響に加え、通貨ルピー相場の安定を目指す観点から準備銀（中銀）は今年6月に4年5ヶ月ぶりに利上げを実施し、8月にも追加利上げを実施するなど引き締め姿勢を強めた。しかし、上述のようにインド金融市場を取り巻く環境が悪化したため、準備銀は金融引き締め姿勢を強める一方、流動性供給を通じて金融市場が抱く流動性懸念に対応する姿勢を示し、その後も金融機関に対する規制緩和により実質的な流動性供給の拡大を図った。さらに、準備銀は10月の定例会合において、足下のインフレ率低下など物価への切迫したリスクが後退していることを理由に利上げの『小休止』を決定する一方、通貨ルピー相場の安定

に向けて政策スタンスを引き締め方向にシフトさせる難しい政策対応を迫られた。こうした事情も影響して、10月半ばには通貨ルピーの対ドル相場は過去最安値を更新したほか、8月末に過去最高値を更新した主要株価指数（SENSEX）がその後2ヶ月余りの間に約2割近くも下落するなど大幅に調整する事態に見舞われた。ただし、その後の国際金融市場は『トルコ・ショック』に伴う混乱が落ち着きを取り戻していることに加え、年明け以降底入れの動きが続いた国際原油市況に調整圧力が掛かり、インド経済のファンダメンタルズに対する懸念が後退したことでルピー相場は底入れしている。また、10月末には上述のノンバンク業界での流動性懸念への対応などをきっかけに政府と準備銀との間で対立が懸念される動きも表面化した（詳細は10月30日付レポート「[インド、モディ首相の留守中に「綻び」が表面化？](#)」をご参照下さい）、その後はモディ首相と準備銀のパテル総裁の直接会談が行われたほか、準備銀理事会も政府による準備銀への要求に対して一定の対応を示すことを決定するなど、対立の解消が図られた（詳細は11月22日付レポート「[インド政府と中銀の「陰悪ムード」はひとまず後退](#)」をご参照下さい）。こうした環境変化もあり、その後のルピー相場は一段と底入れの動きを強めているほか、主要株価指数も一転して底入れするなど、インド金融市場を取り巻く状況は『最悪期』を過ぎつつある。

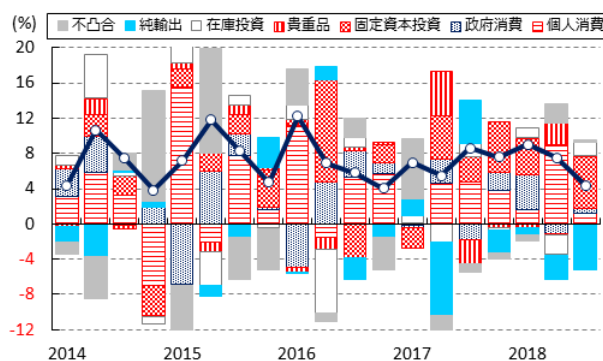
ただし、上述の夏場以降におけるインド金融市場の動揺は実体経済に少なからず悪影響を与えたとみられる。今年4-6月の実質GDP成長率は、昨年7月にGST（財・サービス税）が導入された直前のタイミングであり、幅広い分野で商取引や設備投資などに手控えの動きが広がり景気に下押し圧力が掛かった反動も重なり、前年同期比+8.2%と8四半期ぶりに8%を上回る高い伸びとなった。しかし、上述のように特殊事情が影響する形で徐々に高い伸びを記録したことを勘案すれば、その後は反動が予想されたほか、金融市場の動揺に伴う資金流出圧力の高まりやルピー安の進展による景気下押しも懸念された。実際、7-9月の実質GDP成長率は前年同期比+7.1%に大きく鈍化しており、7%を上回る伸びは維持したものの4四半期ぶりの低い伸びとなった。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の成長率も大きく鈍化しており、一昨年末に行われた高額紙幣廃止措置や昨年7月に導入されたGSTに伴い景気が一時的に混乱し、その後は回復感を強めるなど持ち直し動きを強める展開が続いてきた勢いに陰りが出ている。なお、米中貿易摩擦の激化やEU景気の一服感などを背景に世界経済は頭打ちの様相をみせているが、通貨ルピー安に伴う価格競争力の向

図1 ルピー相場(対ドル)及び主要株価指数の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

図2 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

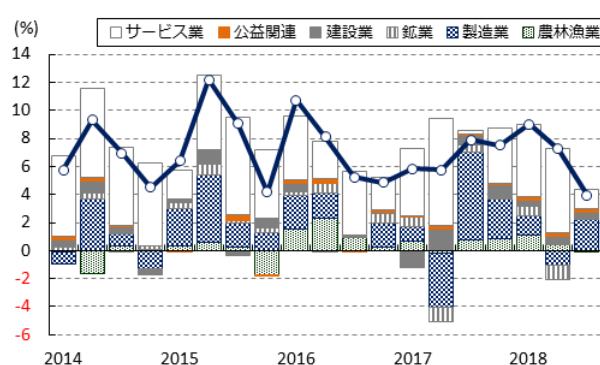
上を追い風に輸出は比較的底堅い展開が続くなど、外需を取り巻く環境は景気にプラスに作用したとみられる。一方、足下のインフレ率は低下傾向を強めているものの、エネルギー価格の高止まりに加え、穀物を中心とする食料品価格の低迷に伴い農村部の所得に下押し圧力が掛かっており、準備銀による金融引き締めの影響で金利が上昇したことも相俟って、地方を中心に家計消費が鈍化傾向を強めるなど景気の足かせとなっている。他方、前期は年度初めのタイミングで公共投資の進捗が滞るなど、政府消費や固定資本投資の下押し圧力となったものの、当期はこの円滑な進捗が押し上げに繋がるなど、足下の景気は公的部門の動向に左右されやすくなっている。また、公共投資の進捗などを理由に輸入の伸びは輸出を大きく上回り、純輸出の成長率寄与度は前年比、及び前期比年率ベース共にマイナス幅が拡大しており、このことも成長率の鈍化に繋がった。なお、インドの家計部門の資産に占める株式の割合は低く、夏場以降の株価下落に伴う直接的な景気への

インパクトは限定的とみられるが、金融市場の混乱による金利上昇は耐久消費財などに対する需要の重石となった可能性は高い。金利上昇は企業部門による設備投資に対する足かせとなっており、当局による流動性供給などを通じた市場安定化策も奏功して足下の金利は頭打ちしているものの、依然高止まりしていることを勘案すれば、先行きの景気の足かせとなる可能性は高い。他方、供給側の統計をベースに試算される実質GVA

(総付加価値)成長率も7-9月は前年同期比+6.9%となり、GDP同様に上振れした前期(同+8.0%)から伸びが大きく鈍化したほか、3四半期ぶりに7%を下回る伸びとなるなど一服感が強まった。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の成長率も伸びが大きく鈍化しており、GDP同様に高額紙幣廃止措置やGST導入に伴う一時的な景気混乱からの持ち直しの動きを強めてきた流れは後退している。分野別では、農業生産が大きく落ち込んでおり、上述の農村部を中心とする家計消費の弱さを招く一因になった可能性があるほか、インド独自の環境規制などの問題も重なり鉱業部門の生産は低調な推移が続いている。その一方、輸出の堅調さを反映して製造業の生産には底堅さがみられ、公共投資の進捗に伴い建設業の生産も比較的堅調に推移している上、公益関連でも生産拡大の動きが続いた。なお、来訪者数の拡大などを背景に観光関連サービスの生産は堅調なもの、金融市場の動揺は関連サービスの生産を大きく下押しした結果、サービス業全体の生産にも下押し圧力が掛かるなど、景気拡大の勢いは急速に萎んでいる。

インドでは来年5月までに次期総選挙の実施が予定されており、モディ政権としては経済成長の実現を『実績』に次期総選挙での勝利を目指す姿勢を鮮明にしている。なお、現行のGDP統計はモディ政権が誕生した後に2015年のSNA(国民経済計算)の基準改訂が行われたが、当初は年度ベースの統計は2012-13年度以降、四半期ベースの統計も2013-14年度以降のみ発表されるなど、モディ政権下の動向のみを示す状況が続いた。しかし、先月末に政府(統計計画実施省)は突如、現行基準に基づく年度ベースのGDP統計に関連して、シン前政権下の2004-05年度以降の過去7年度分の数字を発表する

図3 実質GVA成長率(前期比年率)の推移



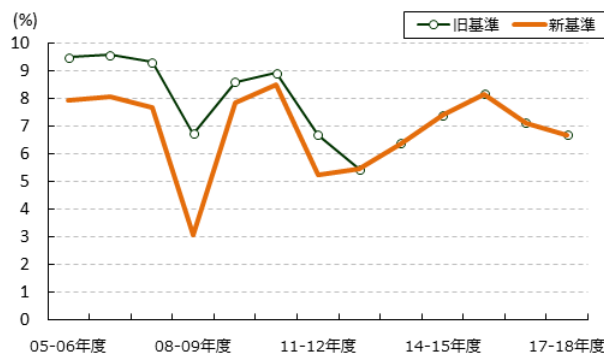
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

とともに、シン前政権下での経済成長率は軒並み下方修正された。これに伴ってインドの経済成長率を巡り、モディ政権の下ではシン前政権時に比べて低い伸びに留まってきたとの見方の修正に繋がる一方、こうした統計の恣意的な運用は統計の信ぴょう性に対する新たな疑念を生みかねない。事実、インドのGDP統計は依然として基礎統計が未整備なこともあり、筆者も含む多くのエコノミストが予測の極めて難しい経済指標のひとつに挙げるなど、度々そのあり方について疑念

が呈されてきた。今回のインド政府による対応は、そうした疑念を増す可能性も考えられる。なお、当研究所は先月末に定例の経済見通しを発表したが、7-9月のGDP成長率が想定（前年比+7.5%）を大きく下回ったため、今回の結果を加味して再計算を行い、2018年通年の経済成長率は前年比+7.5%（←同+7.6%）、2018-19年度の経済成長率も同+7.3%（←同+7.4%）にそれぞれ下方修正する。

以上

図4 経済成長率(年度ベース)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。