

インド・モディ政権2期目は船出早々「荒波」に直面

～1期目の5年でインド経済は「振り出し」に、雇用創出による持続的成長実現のハードルは極めて高い～

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)

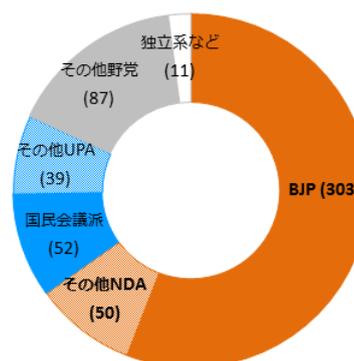
- インドで4月から5月にかけて行われた総選挙では、事前の様相を覆す形でモディ政権を支える与党BJPが大勝利を収めた。モディ政権は誕生以降「モディノミクス」への期待を集め、GST導入などで一定の成果を挙げた。他方、一連の政策に伴う経済の混乱、昨年以降の景気減速に伴い政権支持率は低下した。こうしたなか、モディ政権はバラ撒き政策の実施やパキスタンへの空爆でナショナリズムの高揚を図ることで選挙に勝利。政権人事は財務相を含め未知数が多いが、山積する課題に答えを出すことが出来るかの岐路に立っている。
- 昨年末にかけて減速感を強めたインド景気だが、1-3月の実質GDP成長率は前年比+5.8%、GVA成長率も同+5.7%と一段と鈍化した。年度ベースの成長率はともにモディ政権誕生直前以来の低い伸びとなるなど、この5年でインド経済は「振り出し」に戻った格好。外需の減速に加え、企業の設備投資も弱含む一方、政府消費が下支え要因となるなど景気は持続性に乏しい。持続的な成長実現には雇用創出が課題だが、政権2期目は外部環境も厳しさを増すなか、これまで以上に国内の雇用環境改善に取り組む必要性が高いと見込まれる。

インドでは、4月から約1ヶ月に亘る5年に一度の連邦議会下院（ローク・サバー）の総選挙が行われ、事前予想を大きく覆す形でモディ政権を支える最大与党・インド人民党（BJP）が単独で半数を上回る議席を獲得したほか、与党連立を組む政党を併せると議会の約3分の2弱の議席を占めるなど、2014年の前回総選挙に続いて文字通りの『地滑りの』な大勝利を収めた（詳細は5月24日付レポート

「[インド総選挙、与党の「地滑りの大勝利」でモディ政権継続へ](#)」をご参照下さい）。BJPの議席数は改選前から積み増され、35年ぶりに単独政党による2回連続での過半数超えを実現する一方、最大野党・国民会議派は改選前から議席数は微増となったものの、同党のガンディー総裁は立候補した2選挙区のうち、いわゆる『ネルー・ガンディー王朝』の牙城とされた選挙区で落選するなど、同党及びガンディー家の退潮が鮮明になる動きもみられた。この選挙結果を受けて、先月30日にモ

ディ首相は就任宣誓式に臨むとともに、新たな内閣のメンバーも発表されるなど政権2期目が正式にスタートした。モディ政権を巡っては、政権1期目発足当初はその経済政策である「モディノミクス」に対する期待を集め、2016年にはいわゆる『アングラマネー』のあぶり出しを目的とする高額紙幣廃止措置、翌17年にはGST（財・サービス税）の導入に伴う税制簡素化など一定の成果を挙げる一方、政

図1 連邦議会下院の党派別議席数(最終結果)



(出所)インド選挙管理委員会より第一生命経済研究所作成

策実現を巡る準備不足や手続面での煩雑などが影響して幅広い経済活動に悪影響が生じる事態を招いた。企業マインドの動きなどをみると、上記のイベントに伴い一時的に悪化するも、その後は底入れするなど改善の兆候はうかがえたが、これらの余波を最もうけた小規模小売業者を中心にモディ政権への批判が高まった。また、昨年*の*いわゆる『トルコ・ショック』をきっかけにした国際金融市場の動揺では、経常赤字と財政赤字の『双子の赤字』という経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱さを理由に資金流出圧力が強まり、通貨ルピー相場は一時最安値を更新するなど、準備銀（中銀）はルピー安阻止に向けた利上げ実施に追い込まれた。結果、昨年末にかけて景気は減速感を強め、昨年末に実施された地方選挙においては与党BJPが惨敗を喫したほか、年明け直後に行われた世論調査ではBJPを含む与党連合（NDA：国民民主連合）の予想議席数が半数割れとなるなど、モディ政権は窮地に立たされた。こうしたことから、総選挙を強く意識して編成された今年度予算では昨年度に続いて様々なバラ撒き政策が盛り込まれたほか（詳細は2月4日付レポート「[モディ政権1期目最後の予算は『選挙対策』一色に](#)」をご参照下さい）、昨年末に準備銀総裁がモディ政権に近いダス元財務次官に交代したことを受けて（詳細は昨年12月12日付レポート「[インド準備銀、新総裁は元財務次官のダス氏に](#)」をご参照下さい）、年明け以降は利下げ実施に動くなど景気下支え姿勢を鮮明にした（詳細は4月5日付レポート「[インド準備銀、景気支援へ追加緩和に足を踏み出す](#)」をご参照下さい）。こうした政策面での変化に加え、今年2月には北部ジャムムー・カシミール州においてイス

ラム過激派が自爆テロを実施したことを理由にインド空軍が隣国パキスタン領内を空爆するなど『ナショナリズム』を煽る戦略に打って出た結果、その後はモディ政権に対する支持率が急速に回復する動きに繋がった。よって、総選挙前の見通しにおいては、BJP単体では議席を多少失う可能性はあるものの、NDA全体では半数を上回る議席を守ることが出来るとの見方が大宗を占めていたものの、蓋を開けてみればBJP自身も議席数を積み増すなど予想を覆す結果となった。なお、金融市場においてはモディ政権の継続が決定したことに加え、改選前から議席数が積み増されたことを受けて、政権1期目末にかけて減退感が強まった「モディノミクス」が巻き戻されるとの期待から株式指数（ムンバイSENSEX）は一時最高値を更新したほか、通貨ルピー相場は底堅く推移している。政権2期目の主要閣僚の顔ぶれをみると、経済政策の要となる財務相には健康問題を理由に入閣を辞退したジャイトリー前財務相に代わり、前国防相のシタラマン氏が横滑りで就任することとなった。同氏は政権1期目当初に閣外相として財務省及び商工省を担当しており、大学時代は経済学を専攻したほかインド・EU間貿易をテーマに大学院で修学するなどの経歴を有する一方、事前の市場予想ではジャイトリー前財務相が病氣療養中に財務相代行を務めたゴヤル鉄道相とみられたため予想外の人事となった（ゴヤル氏は鉄道相と商工相を兼務）。現時点においてシタラマン氏の財務相としての手腕は未知数であり判断は難しいものの、財政余力が乏しいなかで選挙公約である巨額のインフラ投資をはじめとする政策実現の一方、金融

図2 ルピー相場(対ドル)と主要株式指数の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

市場の懸念に応えるべく中長期的な財政健全化に向けたバランスを採るかが重要になるが、その道のりは決して平坦ではない。政権1期目に棚上げされた土地収用法の再改正、国営銀行を中心とする銀行セクター改革、労働法改正などの問題に取り組むことが期待されるが、議会上院（ラージャ・サバー）でのNDAの議席数は4割程度に満たないことを勘案すれば、法律改正を伴う構造改革実現のハードルは依然高い。その意味では、足下の過度な期待は早く萎むリスクを孕んでいると捉えることも出来よう。

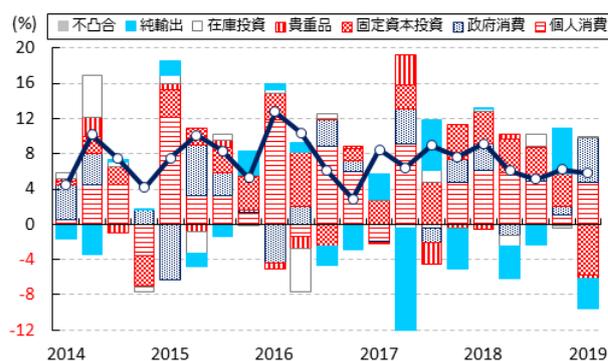
上述のように、総選挙前のタイミングにも拘らず昨年末にかけては景気が減速感を強めていることが与党の足を引っ張る一因になったものの、年明け以降はその勢いが一段と弱まっている様子が確認された。

1-3月の実質GDP成長率は前年同期比+5.8%と前期（同+6.6%）から一段と鈍化して約4年強ぶりに6%を下回る伸びに留まるなど、景気の減速感が鮮明になっている。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伸びが鈍化している上、中期的な基調も減速感を強めるなど頭打ちの様相をみせている。中国の景気減速や世界経済を巡る不透明感などを背景に輸出に大きく下押し圧力が掛かる動きがみられたほか、そうした動きに加えて、総選挙を巡る行方に不透明

感が高まったことなども理由に企業部門による設備投資意欲が後退したため、固定資本投資にも大きく下押し圧力が加わった。他方、年度末のタイミングゆえに公共投資をはじめとする公的需要が押し上げられたことで政府消費が押し上げに寄与したほか、昨年末にかけての原油安の進展に伴うインフレ率の鈍化に加え、昨年末以降は準備銀が実質的に緩和姿勢にシフトする動きをみせたほか、年明け以降は利下げ実施に動いたことも追い風に家計消費が下支えされる動きもみられた。この結果、2018-19年度ベースの経済成長率は前年比+6.8%に留まり、モディ政権が誕生する直前の2013-14年度（同+6.4%）以来5年ぶりに6%を下回る伸びとなるなど、モディ政権の5年間でインド経済は『振り出し』に戻ったと捉えることが出来る。

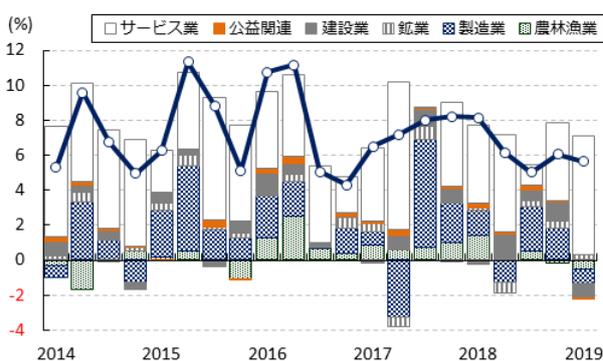
他方、供給サイドの統計に当たる1-3月の実質GVA成長率は前年同期比+5.7%と前期（同+6.3%）から鈍化して約2年弱ぶりに6%を下回る伸びとなるなど、GDP以上に減速傾向が強まっていることを示唆している。2018-19年度の実質GVA成長率は前年比+6.6%と前年（同+6.9%）から2年連続で6%台に留まったほか、GDP統計と同様にモディ政権が誕生する直前の2013-14年度（同+6.1%）以来の低い伸びとなった。当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率ベースでも1-3月は伸びが鈍化している上、中期的な基調もGDP同様に減速感を強めるなど頭打ちしている。異常気象が頻発した影響で農林漁業関連の生産に大きく下押し

図3 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

図4 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

圧力が掛かる動きが顕在化したことに加え、世界経済を巡る不透明感などを背景に輸出への下押し圧力が強まっていることを反映して製造業の生産も鈍化するなど、生産の重石となる動きがみられる。さらに、企業部門による設備投資意欲の後退などを受けて建設関連の生産も鈍化したほか、幅広い経済活動の停滞を反映するように公益関連の生産にもブレーキが掛かる動きがみられた。一方、サービス業における生産拡大の動きが景気の下支えに繋がったものの、家計消費が一時の勢いを欠く展開をみせていることを反映して物流のほか、観光関連などの生産は鈍化している。また、年明け直後の米FRB（連邦準備制度理事会）による『ハト派』姿勢への転換をきっかけに新興国への資金流入の動きが強まったことで金融関連の生産が押し上げられたほか、2月以降の隣国パキスタンへの空爆実施に伴い防衛関連を中心に公的サービスの生産が急拡大した。よって、足下のサービス産業における生産拡大の動きは、かつてのように家計消費が経済成長のけん引役となるなかで関連サービスの生産が押し上げられたものではなく、総選挙に向けたモディ政権の『人気取り政策』による一時的な要因が大きく影響したと捉えられる。なお、足下のGDP及びGVA統計における押し上げ要因をみると、いずれも持続可能なものではなく、一時的要因によって景気が下支えされるなどインド経済を取り巻く状況は見た目以上に厳しい状況にあると考えられる。こうした点は、総選挙において最大野党・国民会議派などが争点とした雇用創出にあり、モディ政権は誕生以降「モディノミクス」を通じて雇用機会の創出に取り組む姿勢をみせる一方、政府は過去数年に亘って詳細な雇用統計の公表を避けるなど不可思議な対応を示してきたが、先月末に発表された2017-18年度の失業率は6.1%に上昇していることが明らかにされた。なお、同統計については都市部のみが対象であり、農村部については詳細な数値が示されていないものの、男性の労働参加率は73.6%である一方で女性の労働参加率は19.5%と著しく低いなど、男女間の不均衡が極めて大きいことが示された。同統計は計算方法の問題から単純に時系列での比較が出来ないなどの問題を抱えるものの、足下で減速感を強めているインド経済が今後持続可能な形で経済成長を実現するためには雇用創出が喫緊の課題であることが浮き彫りになったと捉えられる。モディ政権2期目を巡っては、100日間を目途に経済政策の加速化を図るとの見方が出ているものの、今月5日付で米トランプ政権はインドを対象とする一般特惠関税制度（GSP）の対象から除外する方針を決定したほか、米トランプ政権による対イラン制裁強化に伴いインドにとってはイラン産原油の輸入が困難になるなどの問題も噴出している。米印間の貿易量を勘案すれば、GSP適用除外による直接的な影響は限定的とみられるが、足下で米トランプ政権は新興国を例外視しない姿勢を強めており、米国内におけるIT人材の創出源となってきたインドにとっては国内での雇用創出という課題をクリアする必要にこれまで以上に迫られることも考えられる。その意味でも、モディ政権2期目が直面する課題は極めて大きく、その取り組みが容易ではないことは明らかであり、足下における過度な期待の膨張はその後の萎縮に繋がるリスクを意識する必要性があろう。

以上

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。見直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。

