

インド・モディ政権、2期目は早々から「荒波」が続く展開に

～異常気象、外需の不透明感、不良債権問題、、、インド経済が直面する課題は依然山積～

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)

- 足下の国際金融市場は活況を呈するなか、より高い収益を求める一部のマネーが新興国に回帰する動きもみられる。インドでは今春の総選挙でモディ政権を支える与党が地滑り的大勝利を収め、政治的には安定している。一方、総選挙前に内向き姿勢を強めたことが総選挙での勝利に繋がる一方、足下の経済は頭打ちの様相を強めている。7-9月の実質 GDP 成長率は前年比+4.5%と6年半ぶりの4%台に減速しており、資金流入で金融市場が活況を呈しているものの、実体経済は対照的に極めて厳しい状況にあると言えよう。
- 異常気象の頻発で農林漁業の生産を下押しして農村部の所得環境が悪化するなか、世界経済の減速懸念に伴う外需低迷は製造業の生産も鈍化したほか、サービス業の生産も力強さを欠く。さらに、外需低迷を受けて企業部門の設備投資も弱含む一方、統計上は政府消費や家計消費が押し上げ役になった模様である。他方、自動車などの販売不振を勘案すれば家計消費の底打ちは考えにくく、統計の信ぴょう性に対する疑念を招く。統計の不備は景気減速の要因分析を困難にするため、早期に基礎統計を整備することが望まれる。
- 銀行セクターの不良債権問題が資金繰りを通じて景気の足かせとなるなか、今後は問題解決に向けた具体的取り組みが必要であり、先月の主要格付機関による見直し引き下げはそうした意味合いを持つ。他方、政府はインフラ投資の拡充を謳うも財政余力の乏しさを勘案すれば、即効性の高い策は打ち出しにくい。当研究所は、先月発表した今年(+5.0%)及び来年(+5.8%)とした経済見通しを現時点で据え置く。

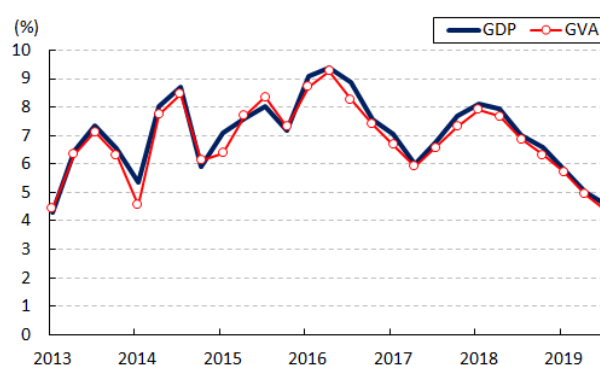
足下の国際金融市場では、米FRB（連邦準備制度理事会）による「予防的利下げ」実施などを背景に世界的な『カネ余り』が続くと期待が高まるなか、世界的に株価は最高値圏で推移するなど活況を呈する展開が続いている。さらに、先進国を中心とする金利低下を受けて一部のマネーはより高い収益を求める動きもみられ、昨年いわゆる『トルコ・ショック』などに伴う国際金融市場の動揺を受けて新興国から流出した資金が再び回帰するなど、勢いを取り戻す流れもみられる。また、インドでは今春実施された連邦議会下院（ローク・サバー）総選挙において、モディ政権を支える最大与党のインド人民党（BJP）が2回連続で単独で半数を上回る議席を獲得する『地滑りの』な大勝利を収めるとともに、政権2期目がスタートするなど政治的にみれば安定している。他方、2013年のモディ政権発足当初は国内外からその経済政策（モディノミクス）に対する期待が高かったものの、総選挙前にはバラ撒き型の予算の実施や中銀に対する利下げ実施の『圧力』を強めるなど、景気下支えに向けたなりふり構わぬ経済運営に加え、隣国パキスタンへの空爆実施など強硬な外交姿勢を示すなど一転して『内向き姿勢』を強めた。結果的にこうした政策運営は上述のように総選挙での地滑り的な大勝利をもたらす一因になったとみられる一方、年明け以降の経済成長率は頭打ちの様相を強めるなど、同国経済はモディ政権1期目の5年間で事実上『振り出し』に戻る格好となっている（詳細は9月2日付レポート「[インド経済](#)

はモディ政権の5年間で「振り出し」に戻った」をご参照下さい。

さらに、今年7-9月の実質GDP成長率は前年同期比+4.5%と前期（同+5.0%）から伸びが鈍化して6年半ぶりとなる4%台に落ち込んでいるほか、供給サイドの統計である実質GVA成長率も同+4.3%と前期（同+4.9%）から鈍化して2四半期連続で4%台の伸びに留まるなど、一段と厳しい状況に直面している。なお、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実質GDP成長率は2四半期連続で3%台の水準に留まるなど、一時は中国に次ぐ世界経済のけん引役になることが期待されたインド経済を取り巻く状況は一変していると捉えられる。なお、金融市場においては上述のように世界的な『カネ余り』が続いていることに加え、モディ政権が8月及び9月に公表した景気刺激策を好感する動きをみせており（詳細は10月4日付レポート「[インド、金融市場が「景気刺激策」に抱く期待は本物か](#)」をご参照下さい）、主要株価指数（ムンバイSENSEX）は一時最高値を更新するなどの動きもみられるものの、実体経済は対照的に極めて厳しい状況にあると言える。

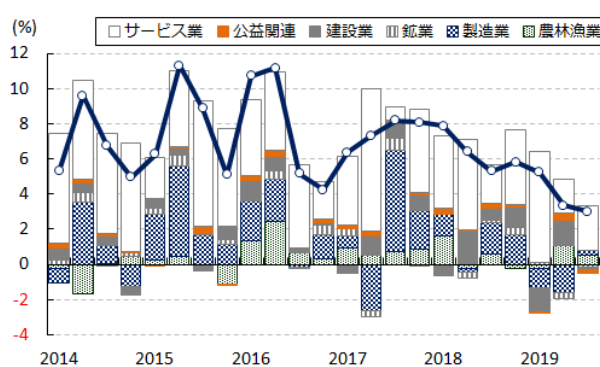
インド経済の構造は、依然としてGDPに占める農林漁業関連の割合が14%と比較的高い上、長年に亘って指摘を受けるも灌漑関連や物流関連をはじめとする関連インフラが絶対的に不足する状況にある。雨季（モンスーン）の雨量の動向が農業生産を大きく左右し、景気動向にも影響を与える状況にある。こうしたなか、今年は異常気象の頻発などに伴い農林漁業関連の生産に下押し圧力が掛かりやすい状況にある上、カリフ期（雨季作）の主要穀物生産量は前年を下回る水準に留まり、国民の4分の3弱が農村に居住するなかで農村部の所得に下押し圧力が掛かる事態を招いている。また、世界経済の減速懸念の高まりを受けて国際商品市況が頭打ちの様相をみせていることを受け、鉱業部門の生産に対する下押し圧力も一段と強まっている。さらに、世界経済の減速懸念が強まるなかで同国にとって主要な輸出先であるEUの景気減速が鮮明になっているほか、商品市況の頭打ちを受けて中東及びアフリカ経済にも下押し圧力が強まるなど外需を取り巻く環境が厳しさを増している上、農村部を中心とする所得減に伴い家計消費が勢いを失っていることを受けて、製造業の生産も頭打ちの様相を強めている。そして、近年のインド経済はIT関連をはじめとするサービス業の成長が押し上げ役になってきたものの、足下では金融市場の活況とは対照的に家計消費が勢いを欠くなかで幅広くサービス分野の生産に下押し圧力が掛かるなど、全般的に厳しい動きが続いている。前期については年

図1 実質GDP及びGVA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 実質GVA成長率(前期比年率:試算値)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

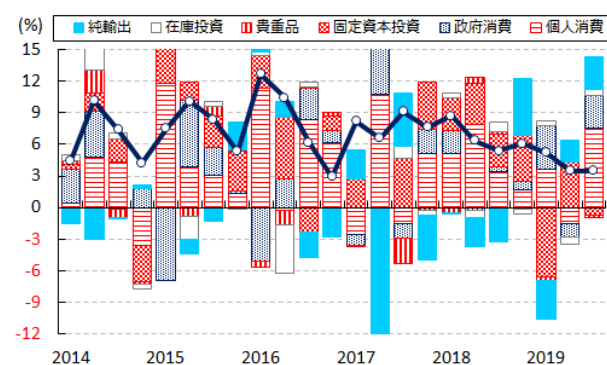
度初めのタイミングが重なったこともあり、公共投資の進捗が建設業や公益関連の生産を押し上げる動きがみられたものの、足下ではその勢いに早くも一服感が出ていることが景気の足かせになるなど、自律的な景気拡大にはほど遠い様子もうかがえる。他方、需要項目別では世界経済の減速懸念の高まりを受けて輸出に下押し圧力が掛かる動きが確認されたほか、国・内外での景気減速の動きを受けて企業部門による設備投資の動きも手控えられ、インフラ投資の進捗によって押し上げられた固定資本投資の動きを相殺するなど、外需の低迷が内需の足かせとなる悪循環が確認されている。なお、過去数四半期に亘って頭打ちの様相を強めてきた家計消費は徐々に伸びが加速に転じるなど底打ちを示唆する動きがみられ、インフレ率が引き続き低水準で推移している上、年明け以降の中銀による度重なる利下げ実施が後押ししている可能性はある。ただし、同国には家計部門の消費動向に

関する基礎的経済指標が存在しておらず、同時期における自動車及び二輪車の販売台数が前年を大幅に下回る伸びで推移している上、企業マインドも下向きの動きを示していることを勘案すれば、些か不思議な感じは否めない。また、政府消費も大きく押し上げられた格好となっているものの、これは政権2期目発足に向けた関連支出の拡大がけん引役になったとみられる一方、これらの支出は一過性のものに過ぎないことを勘案すれば早晩反動による下押しに繋がる可能性も懸念される。

なお、統計上懸念されるのは実質GDP成長率（前年比+4.5%）のうち、不突合が▲2.1ptと構成要素のうち最も大きいマイナス幅を計上していることであり、これは統計そのものの信ぴょう性を著しく損なうことが懸念される。同国の経済統計を巡っては、過去にも政権による恣意的な運用が疑われる動きがみられるなど度々問題が呈されてきたものの、足下の状況は「何となく景気は悪いけどその要因は見当たらない」という無責任体質を生みかねないだけに、早期に基礎的統計の整備などを通じた統計体系の抜本的な立て直しが必要になっていることは変わりがないと言えよう。

一方、足下のインド経済が勢いを欠いている一因は、昨年の金融市場の動揺をきっかけにノンバンクセクターでの資金繰り問題が表面化するなど、国営銀行を中心とする銀行セクターが抱える巨額の不良債権問題が足かせになっているとみられる。事実、中銀は年明け以降に度重なる利下げを実施しているにも拘らず、銀行セクターの不良債権が重石になる形で市中金利は高止まりするなどその効果を相殺する展開が続いており、結果的に企業部門による設備投資需要が手控えられる悪循環に繋がっている。こうしたなか、中銀は先月に資金繰り悪化を理由に実質破たん状態にあったノンバンクの住宅金融大手企業の負債に関して破産処理に向けた取り組みを前進させる大胆な処理に動く方針を明らかにしているほか、先月末には政府が中銀に対してノンバンクセクターをはじめとする「シャドバンキング」の不良債権の買い取りを要請するなどの動きをみせている。中銀による不良債権を直接買い取りについては、

図3 実質 GDP 成長率(前期比年率:試算値)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

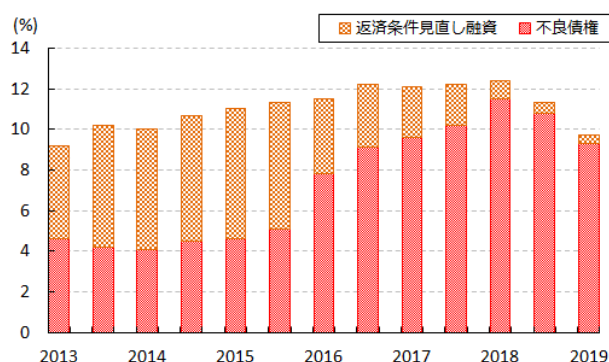
政府は『基金』への出資を通じた間接処理を目指す方針を明らかにしている一方、中銀はモラルハザードの観点からこうした対応に反対する姿勢をみせており、依然として動向は見通せない。先月に米大手格付機関のムーディーズ・インベスターズ・サービスは、インドの長期信用格付の見通しを「ネガティブ」に引き下げて将来的な格下げ実施の可能性に含みを持たせる姿勢を示したが

(詳細は11月8日付レポート「[ムーディーズ、インドの格付見通しを「ネガティブ」に引き下げ](#)」

をご参照下さい)、その際に同社はノンバンクセクターでの信用収縮の動きが景気の足かせになると指摘しており、当該問題の早期処理の必要性に言及している。その意味では、この問題に対して明確な回答を示すことが出来なければ、足下のような減速局面が長期化していく可能性も考えられるとともに同国経済の屋台骨を蝕むことにもなりかねない。他方、モディ政権は7月に公表した今年度本予算において、向こう5年間を対象に総額100兆ルピー規模のインフラ投資の拡充に動く方針を明らかにしたが(詳細は7月8日付レポート「[インド、本予算は「モディノミクス 2.0」へのギアアップに繋がるか](#)」をご参照下さい)、今月中に具体的な案件を公表する考えをみせている。これは足下の景気が減速感を強めるなかで、インフラ投資の前倒し進捗により一段の減速に歯止めを掛けたいとの思惑が透けてみえる一方、足下の財政赤字額はすでに年度目標を上回るなど財政余力が乏しくなっており、実体的な進捗前進に繋がるかは極めて不透明である。よって、一連の動きが即効性のある景気浮揚策に繋がるとは見通しにくく、当研究所は先月末に2019年(前年比+5.0%)及び2020年(同+5.8%)、並びに2019-20年度(同+5.0%)及び2020-21年度(同+6.0%)の経済成長率見通しを発表したが(詳細は11月26日付レポート「[アジア\(中国・インド・NIES・ASEAN 5\)経済見通し\(2019年11月\)](#)」をご参照下さい)、現時点ではこれらを据え置く。

以上

図4 銀行セクター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

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。