

## インド経済はいよいよ「沼」に嵌りつつある可能性

～景気は一段の減速状態を抜け出せず、先行きも力強さを欠く展開が続く見通し～

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)

- インド経済はここ数年中国に代わる世界経済のけん引役として期待を集めたが、足下では急速に勢いを失いつつある。天候不順による農業生産の低迷などが内需の重石となるなか、インフレ加速がさらなる足かせとなる懸念が高まっている。昨年 10-12 月の実質 GDP 成長率は前年比+4.7%、GVA 成長率も同+4.5%と一段と鈍化する一方、統計改定に伴い景気の山の判断が難しくなるなど問題を抱える状況は変わらない。
- なお、昨年末にかけての企業マインドの底打ちと歩を併せるように、GDP 及び GVA とともに前年比ベースで鈍化するも、当研究所が試算した前期比年率ベースでは底打ちしている。ただし、経済成長のけん引役である家計消費を中心とする内需は総じて力強さを欠く展開が続くなど、景気の自律回復は道半ばの状況にある。
- 先行きは世界的な新型肺炎流行の影響が懸念される一方、原油安は貿易収支やインフレ見通しの改善に繋がる。ただし、不良債権比率の高さが内需の足かせとなる状況は変わらず、景気減速がさらなる重石となる懸念もくすぶる。政府は先行きの景気回復を見通すが、内・外需双方に下押し懸念がくすぶることを勘案すれば劇的な景気回復に繋がる材料は乏しく、来年度の経済成長率を+5.4%とした現状見通しを据え置く。

インド経済を巡っては、2013年のモディ政権の誕生を機に構造改革が進むとの見方が強まるとともに、対内直接投資の活発化などを通じて経済成長率の押し上げに繋がることで、中国経済が一時の勢いを失う動きをみせるなかで世界経済のけん引役になると期待する向きもみられた。しかし、一昨年の国際金融市場の動揺などを背景に多くの新興国で資金流出圧力が強まる動きを受けて、インドでは通貨ルピー相場が下落したほか、国内金融市場ではノンバンクセクターを中心とする資金需給のひっ迫化が不良債権比率の高い国営銀行を中心とする銀行セクターの収益を圧迫する事態を招いた。結果、昨年はインフレ率の鈍化を理由に中銀（インド準備銀行）が積極的に利下げを実施するなど金融緩和を進めたものの、不良債権の多さなどを理由に市中金利はさほど低下せず、それに伴い経済成長のけん引役となってきた家計消費など内需に下押し圧力が掛かる展開が続いた。さらに、インドでは雨季（モンスーン）の雨量の動向が主要穀物の生産動向を大きく左右することで、依然として国民の6割以上が農村に居住するなかで所得環境に影響を与えるとともに、生鮮品を中心とする食品価格を通じたインフレ動向にも影響を与える傾向がある。なお、昨年度のラビ期（乾季作）の主要穀物の生産量が前年割

図1 インフレ率の推移



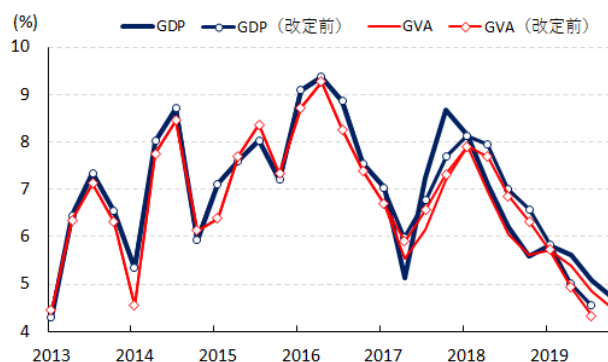
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

れとなったことに加え、今年度のカリフ期（雨季作）も力強さを欠く展開が続いたことで、足下では食料品を中心にインフレ圧力が加速して中銀が定めるインフレ目標を上回る水準となっており、景気減速が懸念される状況であるにも拘らず年明け以降中銀は追加利下げに動けないなど（詳細は2月6日付レポート「[インド中銀、金利は据え置くも景気下支えに向けた取り組みを強化](#)」をご参照下さい）、内需を取り巻く状況は厳しさを増している。こうしたなか、インドでは昨春の総選挙を経て

モディ政権が2期目をスタートさせる『政治の節目』を迎えたものの、景気は減速感を強める展開が続いた（詳細は昨年12月2日付レポート「[インド・モディ政権、2期目は早々から「荒波」が続く展開に](#)」をご参照下さい）。さらに、昨年10-12月の実質GDP成長率は前年比+4.7%と前期（同+5.1%（同+4.5%から上方修正））から鈍化しているほか、供給サイドの統計である実質GVA成長率も同+4.5%と前期（同+4.8%（同+4.3%から上方修正））から鈍化するなど、景気に一段と下押し圧力が掛かっている様子が確認された。ただし、インドのGDP統計を巡っては、モディ政権誕生直後に公表された現行基準の内容に疑義が生じる内容であった上、総選挙直前には急に過去に遡って改訂作業が行われるなど恣意的な動きもみられたが、今回も発表に併せて過去3ヶ年分が修正されて直近における景気のピークがずれるなど景気動向の判定に影響を与える可能性がある。その意味では、足下のインド景気は減速感を強めているとの認識で問題ないとみられる一方、GDP統計が適切な形で景気動向を図る指標足り得ているかは引き続き疑義が拭えないと考えざるを得ない状況にある。

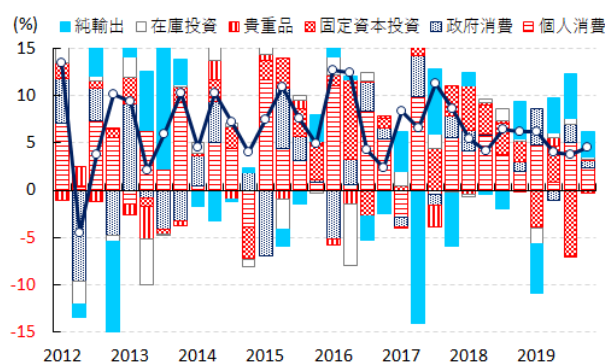
なお、昨秋にかけてのインド国内における企業マインドは銀行セクターの不良債権問題などに伴う資金繰り懸念に加え、米中摩擦の激化やそれに伴う世界経済の減速懸念が重石となる形で低調な動きが続いたものの、年末にかけては米中合意への期待などを反映して世界的に製造業企業のマインドに底打ち感が出たこともあり、インドでもその動きに歩を併せる形で底打ちする動きがみられた。上述のように昨年10-12月の実質GDP成長率は前年比+4.7%と前期（同+5.1%）から鈍化して7年弱ぶりに4%台となるなど弱含む動きをみせているものの、当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率ベースでは6四半期ぶりに加速に転じるなど、わずかながら底打ちに転じる動きをみせている。内訳をみると、米中合意への期待などを反映して減少傾向が続いた輸出にわずかに底打ち感が出る動きがみられたほか、総選挙後に公表した今年度本予算による公共投資の進捗などを反映した固定資本投資の下支えの動きや政府消費の堅調さなどが景気底打ちの一助になったとみられる。一方、昨年

図2 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

末以降のインフレ率が加速感を強めるなど家計部門の雇用・所得環境が依然として厳しいなかで実質購買力に下押し圧力が掛かっていることを受けて家計消費は鈍化傾向を強めているほか、中銀による積極利下げにも拘らず市中金利が高止まりするなかで企業部門の設備投資意欲も勢いを欠くなど、民間需要の弱さは引き続き景気の重石となっている。結果、内需の弱さが輸入の重石となる状況が続き、それに伴い純輸出の成長率寄与度はプラスで推移するなど成長率の押し上げ要因となっており、足下の景気底打ちの動きそのものは両手放しで喜べる内容ではないと判断出来る。

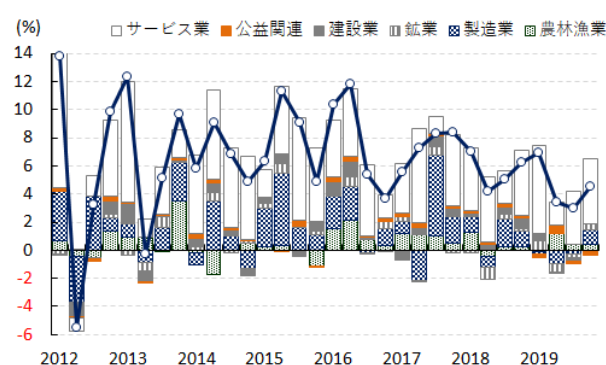
一方の供給サイドの統計である実質GVA成長率についても、昨年10-12月は前年比+4.5%と前期(同+4.8%)から鈍化して2四半期連続の4%台の伸びとなっているほか、伸びそのものも約6年ぶりの水準となるなど頭打ちの様相を強めていると判断出来る。なお、こちらについても当研究所が試算

した季節調整値に基づく前期比年率ベースでは3四半期ぶりに伸びが加速するなど、減速傾向が続いた流れに変化の兆しがうかがえるものの、中期的な基調は減速傾向が続くなど力強さに乏しい状況は変わっていない。分野別では、年末にかけて改善基調を強めた企業マインドの動きに歩を併せる形で減少傾向が続いた製造業の生産が4半期ぶりに拡大に転じたほか、国際商品市況の底入れの動きも追い風に鉱業部門の生産も3四半期ぶりに拡大に転じるなど、第2次産業での生産拡大の動き

が底入れを促す一助になっている。さらに、家計消費の鈍化などを背景に小売・卸売関連の生産は鈍化したものの、国際金融市場の活況を背景とする資金流入の動きに加え、同国金融市場では昨秋に政府が発表した法人税率引き下げなどを柱とする景気刺激策を理由に株価は最高値を更新する展開が続いた結果、金融関連を中心とするサービス業の生産が押し上げられる動きもみられた。そして、モンスーンの雨量が後半にかけて回復感を強めたことで農業関連の生産も下支えされる動きもみられるなど、幅広い分野で底打ちが示唆されたと考えられる。ただし、企業部門による設備投資意欲の弱さは建設部門の生産の重石となる状況が続いているほか、財政的な制約が足かせとなる形で公益関連の生産も弱含むなど、自律的な景気回復は依然として道半ばの状況にあると判断出来る。

なお、足下の世界経済を巡っては中国で発生した新型コロナウイルス(COVID-19)の世界的な流行が新たなリスク要因となる動きがみられるが、インド経済は構造面で輸出依存度が低い一方、輸出先は欧米などの先進国や中東諸国など世界経済の動向の影響を受けやすい特徴がある。米中合意などを背景に底入れの動きがみられた企業マインドも足下では一転頭打ちの様相を強めることが懸念されるほか、足下では世界経済の減速懸念を受けた国際原油市況の低迷の動きも、中東向けを中心とする外需の重石となることは避けられそうにない。他方、原油安は国内の原油消費量の約7割を中東からの輸入に依存するなかで貿易収支の改善、さらにインフレ圧力の後退に繋がると期待されるほか、今年度のラビ期(乾季作)の主要穀物の作付面積は前年を大きく上回る水準となるなど、先行きのインフレ率の鈍化に繋が

図4 実質GVA成長率(前期比年率:試算値)の推移



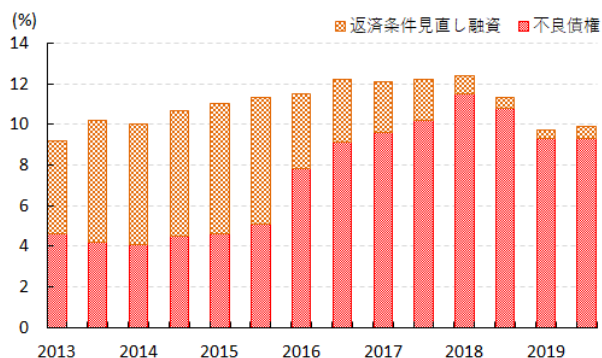
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

る材料となり得る。その意味では、先行きは短期的に外需面で下押し圧力が強まる可能性がある一方、内需面では中長期的にインフレ率の鈍化期待が下支えに繋がることが期待されるものの、銀行セクターの不良債権比率は依然として10%弱と高水準で推移しており、足下の景気減速を受けて潜在的な不良債権の増大が懸念されることを勘案すれば、内需の急速な回復は期待しにくい。さらに、昨年末に連邦議会で成立した改正国籍法を巡る反政府デモは依然として散発的に起こるなど新たな

政治リスクとなりつつあるほか（詳細は1月7日付レポート「[「今年のリスク」に挙げられたインド・モディ政権が直面する内憂外患](#)」をご参照下さい）、その影響は先月実施されたデリー首都圏議会選でモディ首相を支える中央与党・インド人民党（BJP）の惨敗を招くなどの動きにも繋がっている（詳細は2月12日付レポート「[インド・モディ政権、首都議会選で惨敗、景気と宗教分断が重石に](#)」をご参照下さい）。インド政府は今年度の経済成長率は前年比+5.0%に減速するも、来年度には同+6.0~6.5%に加速するとの意欲的な見通しを示しているが、当研究所は先月に定例の経済見通しの改定を実施して同+5.4%に留まるとしたが（詳細は2月26日付レポート「[アジア（中国・インド・NIES・ASEAN 5）経済見通し（2020年2月）](#)」をご参照下さい）、足下の状況を勘案して現時点ではこれを据え置く。

以上

図5 銀行セクターの不良債権比率の推移



（出所）インド準備銀行公表資料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。