

基礎研
レター

インド経済の見通し

～当面は総選挙を控え投資が鈍化、景気減速へ

経済研究部 准主任研究員 齊藤 誠

(03)3512-1780 msaitou@nli-research.co.jp

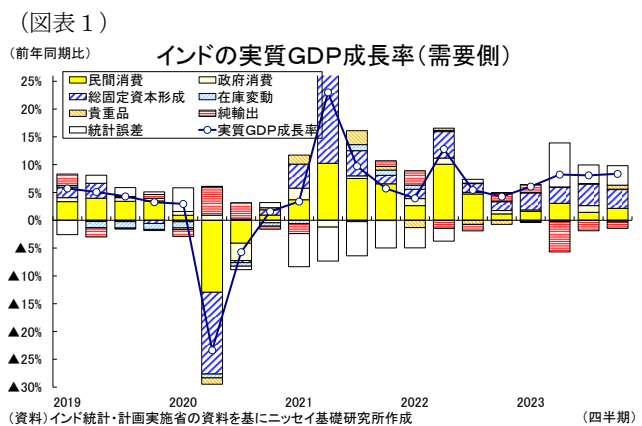
- ・インド経済は2023年10-12月期の成長率が前年同期比+8.4%（7-9月期：同+8.1%）と上昇した。10-12月期の高成長は公共投資の好調による影響が大きい。民間消費は農村需要の減退を受けて伸び悩んでいるものの、都市部の雇用環境が安定しており7-9月期から持ち直した。
- ・先行きは次回総選挙を前に投資が鈍化するほか、金融引き締め の累積効果が徐々に経済活動の重石となり、景気の減速傾向が続くだろう。しかしながら、総選挙後の民間投資の回復や公共投資の持続的な拡大により投資主導の成長は続きそうだ。民間消費も農業生産の回復により持ち直していくと予想する。成長率は24年度が前年度比+6.4%（23年度：同+7.6%）と低下するが、順調な成長軌道を維持すると予想する。

(GDP統計の結果：8%台の高成長)

2023年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+8.4%となり前期の同+8.1%（改訂値）から上昇、Bloombergが集計した市場予想（同+6.6%）を大きく上回った¹（図表1）。

10-12月期の実質GDPを需要項目別にみると、内需は民間消費が前年同期比+3.5%（前期：同+2.4%）と上昇した。一方、総固定資本形成が同+10.6%（前期：同+11.6%）、政府消費が同▲3.2%（前期：同+13.8%）となり、それぞれ低下した。

外需は、輸出が同+3.4%（前期：同+5.3%）、輸入が同+8.3%（前期：同+11.9%）となり、それぞれ鈍化した。



¹ 2月29日、インド統計・計画実施省（MOSPI）が2023年10-12月期の国内総生産（GDP）統計を公表した。

2023年10-12月期の実質GVA成長率は前年同期比+6.5%（前期：同+7.7%）と低下した（図表2）。

産業部門別に見ると、まず第三次産業は同+7.0%（前期：同+6.0%）と上昇した。金融・不動産（同+7.0%）、貿易・ホテル・交通・通信（同+6.7%）、行政・国防（同+7.5%）がそれぞれ堅調に拡大した。

第二次産業は同+10.4%（前期：同+13.6%）

と低下したものの、二桁成長が続いた。製造業が同+11.6%（前期：同+14.4%）、鉱業が同+7.5%（前期：同+11.1%）、建設業が同+9.5%（前期：同+13.5%）、電気・ガスが同+9.0%（前期：同+10.5%）となり、それぞれ好調を維持した。

第一次産業は同▲0.8%（前期：同+1.6%）と減少した。天候不順によりカリフ作物の生産量が低下したことが影響したとみられる。

（経済概況：投資好調で+8%の高成長）

インド経済は世界的な景気減速やインド準備銀行（RBI）の金融引き締めにもかかわらず、高成長軌道を維持している。四半期ベースの成長率をみると、2022年10-12月期は前年同期比+4.5%まで低下したものの、その後は持ち直し、2023年10-12月期の実質GDP成長率は同+8.4%となり、3四半期連続で+8%超の高速成長が続いている。もっとも、供給側の指標である実質GVA成長率が同+6.5%であったことを踏まえると、実質GDPの+8%成長は実体経済より高く出ている可能性があることは念頭に置いておく必要がある。GDPとGVAの違いは主に純間接税（間接税－補助金）であり、10-12月期は補助金の支払いが減少したため、二つの成長率が乖離する結果となった。

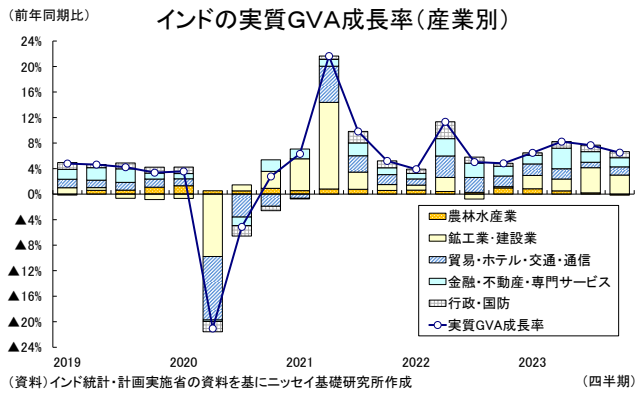
10-12月期の高成長は投資の好調による影響が大きい。総固定資本形成（同+10.6%）は2四半期連続の二桁成長だった。2023年度国家予算では資本的支出が前年度比+28.4%の9.5兆ルピーが見込まれており、実際に支出の大幅な拡大が続いている（図表3）。こうした公共投資は民間の経済活動に波及するほか、中国からのデリスキングを目的とするサプライチェーン再編を進める企業の動きも投資の追い風となっているとみられる。

GDPの約7割を占める民間消費は前年同期比+3.5%となり、前期の同+2.4%から上昇したが、緩慢な成長にとどまった。都市部の雇用環境は改善傾向が続いているものの（図表4）、農業生産の低迷により農村部の消費需要が弱かったこと、そして10-12月期の消費者物価上昇率が同+5.4%と、インド準備銀行（RBI）の物価目標の中央値（+4%）を上回って推移しており、家計の実質所得が目減りしたことなどが影響したとみられる。

政府消費は同▲3.2%となり、前期の同+13.8%から急減した。

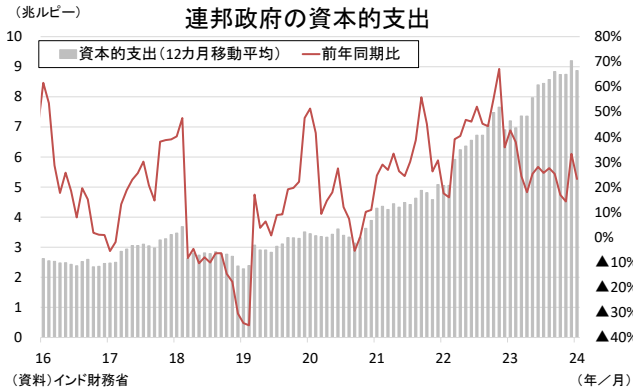
純輸出は財・サービス輸出が同+3.4%（前期：同+5.3%）と増加傾向が続いた。通関ベースの貿易統計をみると、モノの輸出は海外経済の減速により伸び悩んでおり、回復の動きはみられない（図表5）。しかし、サービス輸出は10-12月期の外国人訪問者数が同+14.0%の280万人となり、二桁増が

（図表2）

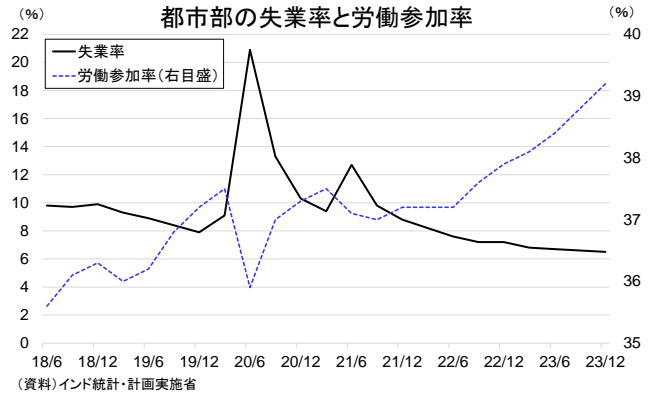


続いている（図表6）。また財・サービス輸入は同+8.3%（前期：同+11.9%）と増勢が鈍化した結果、純輸出の成長率寄与度は▲1.2%ポイント（前期：▲1.8%ポイント）とマイナス幅が縮小した。

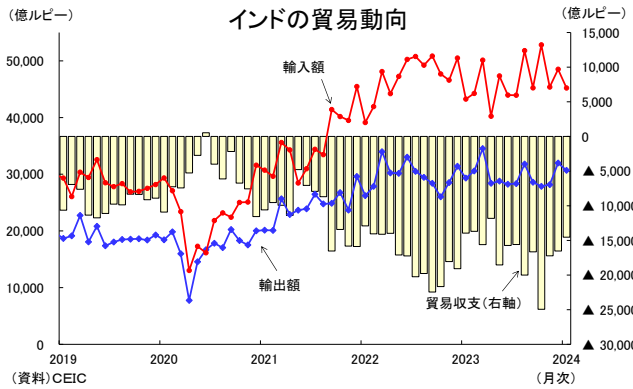
（図表3）



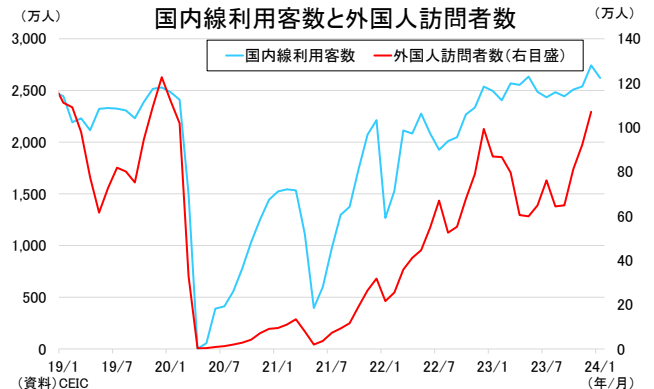
（図表4）



（図表5）



（図表6）



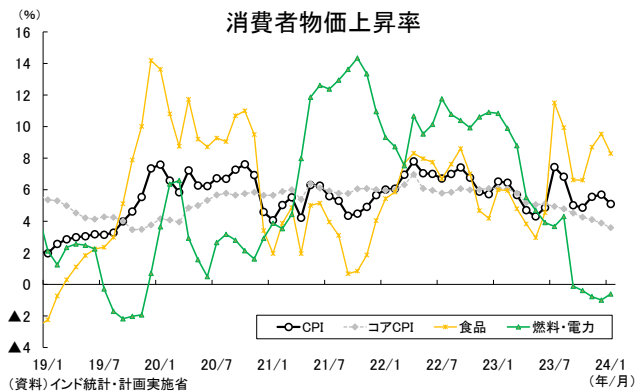
（物価の動向）食品流通改善や金融引き締めにより当面低下へ

インフレ率（消費者物価上昇率）は2022年の国際商品価格の高騰を受けて一時+8%近くまで上昇した後、緩やかな鈍化傾向にある。昨年は食品価格の高騰を受けて7月のCPI上昇率が前年同月比+7.4%に上昇したものの、年末にかけて+5%台まで低下、インド準備銀行（中央銀行、RBI）の中期的な物価目標の中央値である4%を上回って推移している（図表7）。

1月のCPI上昇率は前年同月比+5.1%だった。CPIの内訳をみると、燃料・電力（同▲0.6%）が低迷する一方、食品価格（同+8.3%）が高水準にある。食品のうち、価格変動の大きい野菜（同+27.0%）は依然として高止まりしている。

先行きは、消費が勢いに欠ける状況が続くことやRBIの緊縮的な金融引き締め策によりデイスインフレ圧力が働きそうだ。また足元で野菜価格は高騰しているが、ラビ作の播種は昨年水準を上回っており、今後供給量が増えるなかで食品価格の上昇圧力は和らぐとみられる。従って、今後インフレ率は4%まで低下するだろうが、ベース効果の剥落により下げ止まり、そして消費マインドの改善を受けて再び上向くと予想する。米国が利下げに踏み切る2024年はドル安傾向が強まり、通貨ルピ

（図表7）

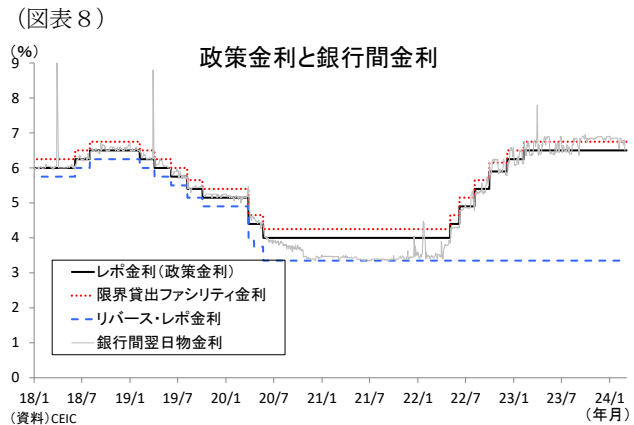


一の下落圧力が弱まることも物価の安定に繋がるだろう。結果として、インフレ率は食品価格が高騰した23年度の+5.4%から24年度が+4.6%まで低下すると予想する。

（金融政策の動向）今年前半まで金利据え置きを予想

RBIは2022年にコロナ禍からの経済回復とインフレ加速、米国の利上げによる自国通貨安を受けて金融引き締めを開始、政策金利（レポレート）は2023年2月にかけて4.0%から6.5%まで段階的に引き上げられ、その後は据え置かれている（図表8）。

先行きは、RBIが24年後半に政策金利を引き下げると予想する。24年前半は堅調な経済と物価目標の中央値を上回るインフレが続くなか、緊縮的な金融政策が維持されるだろう。当研究所では今年5月に米国が利下げサイクルに転換すると予測している。今後の米国の利下げによって資金流出圧力が和らぐと、通貨ルピーの安定に繋がってインフレ圧力が低下するため、RBIは米国に追随する形で2024年度末にかけて3回の利下げに踏み切ると予想する。



（財政政策）24年度国家予算案は財政健全化路線を維持

インド財務省は2月1日に2024年度（2024年4月～2025年3月）暫定予算案を発表した。歳出は前年度修正予算比+6.1%の47兆6,577億ルピーだった（図表9）。23年度の歳出の伸び（同+7.1%）を踏まえると、24年度の歳出は抑制気味だった。歳出の内訳をみると、収益的支出は同+3.2%の36兆5,466億ルピーと、補助金削減等により緩やかな増加にとどまる一方、資本的支出は同+16.9%の11兆1,111億ルピーと大幅に増額されており、GDP比が3.4%で前年度と同水準である。資本的支出は2019年度予算の3.4兆ルピーから毎年二桁増が続いており、この5年間で約3倍に膨れ上がっている。

一方、歳入は純税収が前年度修正予算対比+11.9%の26兆157億ルピーだった。法人税、所得税、物品サービス税（GST）はそれぞれ二桁増の見通しであり、経済成長に伴う税収の堅調な拡大が予測されている。

24年度の財政赤字は16兆ルピー台に減額（GDP比5.1%）となり、前年度（修正予算）の同5.8%から低下、市場予想の同5.3%を下回った。政府は税収の堅調な増加が続くなか、歳出の伸びを抑制することにより、コロナ後のここ数年間に見られた財政健全化路線を継続する計画だ。

主要分野の歳出（内訳）をみると、大きく積み増しとなったのは3.8兆ルピーの農村開発であり、3,229億ルピー増加（前年度修正予算対比+11.2%）、続いてIT・通信が1,997億ルピー増加（同+20.9%）して1.2兆ルピーだった（図表10）。ここ数年のインフラ開発の加速により大きく増加している交通は1,910億ルピー増加（同+3.6%）して5.4兆ルピーだった。伸び率こそ比較的小幅であったが、金額ベースでは引き続き重点分野と言える規模感だった。なお、交通インフラに関しては道路と電力に

焦点が当てられた内容となっている。このほか教育が同+14.5%増の1.2兆ルピー、保健が同+13.8%の0.9兆ルピー、都市開発が同+11.9%の0.8兆ルピー、社会福祉が同+20.9%の0.6兆ルピーとなり、それぞれ大幅な増額となった。

一方、食料、肥料、燃料などの補助金の支出額は同▲7.8%の3.8兆ルピーであり、昨年に続いて減額だった。バラマキ色の強い補助金の予算を減らすことにより、インフラや農村開発など主要分野に財源を振り分ける形となった。

(図表9)

2024年度暫定予算の概要

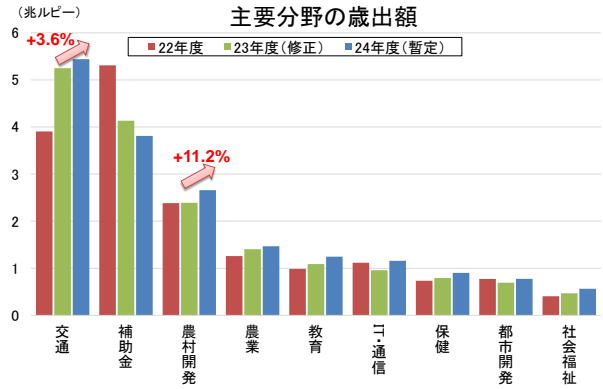
(単位:億ルピー)

	22年度	23年度		24年度
	実績	当初	修正	暫定
歳出	419,316	450,310	449,049	476,577
収益的支出	345,313	350,214	354,024	365,466
資本的支出	74,003	100,096	95,025	111,111
歳入	419,316	450,310	449,049	476,577
税金等	238,321	263,228	269,971	300,128
借入金等	180,995	187,082	179,077	176,449
財政収支	▲173,776	▲178,682	▲173,477	▲168,549
(対GDP比)	▲6.4%	▲5.9%	▲5.8%	▲5.1%

(資料)インド財務省

(図表10)

主要分野の歳出額



(資料)インド財務省

(経済見通し：当面は総選挙を前に投資が鈍化、景気減速へ)

先行きのインド経済は次回総選挙を前に投資が鈍化して景気の減速傾向が続くだろう。しかしながら、23年度は+8%成長が3四半期続いたため前年度比7.6%となり世界最高ペースの成長速度となるだろう。24年度は当面のタカ派的な金融政策により成長ペースが低下するだろうが、投資主導の高成長は続くと予想する。

24年度は世界的な製造業の調整局面の一巡による財貨輸出の回復とインバウンド需要の持続的な拡大が予想されるが、世界経済の減速により財・サービス輸出の増勢は緩やかなものとなりそう。また輸入は内需拡大を背景に輸出を上回る伸びが続くものとみられ、外需は引き続き成長率の押し下げ要因になるとみられる。

内需は投資が短期的に鈍化するだろう。24年前半は借入コストの上昇や総選挙前の政治的不透明感の高まりから民間投資が一時的に下振れるとみられる。しかし、次回総選挙を巡っては世論調査で優勢を保つインド人民党の勝利する可能性が高く、政策の継続性が保たれることとなりそう。そのため、民間投資は総選挙後に持ち直し、サプライチェーン多様化の動きと政府の生産連動型インセンティブ制度も追い風となり加速するだろう。また2024年度国家予算案では資本的支出が前年度比+11.1%増の11.1兆ルピーを計上しており、政府のインフラ開発などから公共投資の好調は続きそう。

現在緩慢な成長が続く民間消費は農村部を中心に次第に回復するだろう。昨年は不安定な南西モンスーンの影響でカリフ作物の収穫量が低調だったため、足もとの農村部の需要は弱含んでいるが、ラビ作物の播種は前年を上回っているほか、24年度は通常の南西モンスーンが到来して農業生産が回復すると予想する。また都市部は投資拡大が雇用環境の安定につながり堅調に推移するだろう。

以上の結果として、実質GDP成長率は2024年度が金融引き締めの累積効果が徐々に経済活動の重石となり前年度比+6.4%（2023年度：同+7.6%）と低下するだろうが、内需の堅調な拡大により高成長軌道を維持すると予想する（図表11）。

（図表 11）

	単位	2022年度 (実績)	2023年度 (予測)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)
実質GDP成長率	前年度比、%	7.0	7.6	6.4	6.3
民間消費	寄与度、%	3.9	2.3	3.7	3.9
政府消費	寄与度、%	0.9	0.3	0.3	0.4
総固定資本形成	寄与度、%	2.2	3.2	2.6	2.8
純輸出	寄与度、%	0.5	▲ 2.5	▲ 1.0	▲ 1.7
消費者物価(CPI)	前年度比、%	6.7	5.6	4.6	4.7
政策金利(レボ金利)	期末、%	6.50	6.50	5.75	5.50

（資料）インド計画・統計実施省、CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所作成

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。