

Weekly
エコノミスト・
レター

インド経済の見通し

～農村部の回復と所得減税により民間消費が景気をけん引、当面は+6%台後半の成長持続

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2024年10-12月期の成長率が前年同期比+6.2%（7-9月期：同+5.6%）と上昇し、2四半期ぶりに+6%台の成長に回復した。祭事期の到来や豊作による農村部の需要拡大を受けて民間消費が拡大したほか、停滞していた政府支出の回復、好調なサービス輸出も景気の押上げ要因となった。
- ・先行きのインド経済は高金利環境や海外経済の低成長が景気の重石となるが、農村部の回復と食料インフレの緩和、また25年度予算における所得減税やインフラ投資に支えられて民間消費を中心に内需が堅調に拡大するため、当面は概ね+6%台後半の成長ペースが続くと予想する。

(GDP統計の結果：成長率が+6%台を回復)

2024年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.2%となり前期の同+5.6%から上昇、Bloombergが集計した市場予想（同+6.2%）と一致した¹（図表1）。

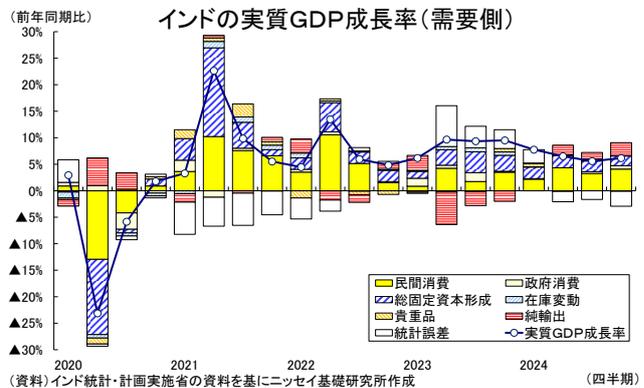
10-12月期の実質GDPを需要項目別にみると、内需は民間消費が前年同期比+6.9%（前期：同+5.9%）、政府消費が同+8.3%（前期：同+3.8%）と、それぞれ回復した。一方、総固定資本形成は同+5.7%（前期：同+5.8%）と若干鈍化した。

外需は、輸出が同+10.4%（前期：同+2.5%）と大きく加速、輸入が同▲1.1%（前期：同▲2.5%）と低迷した。

2024年10-12月期の実質GVA成長率は前年同期比+6.2%（前期：同+5.8%）と上昇した（図表2）。

産業部門別に見ると、まず第三次産業が同+7.4%（前期：同+7.2%）と堅調な伸びが続いた。貿易・ホテル・交通・通信（同+6.7%）が加速したほか、行政・国防（同+8.8%）と金融・不動産（同+7.2%）が高水準で推移した。

(図表1)

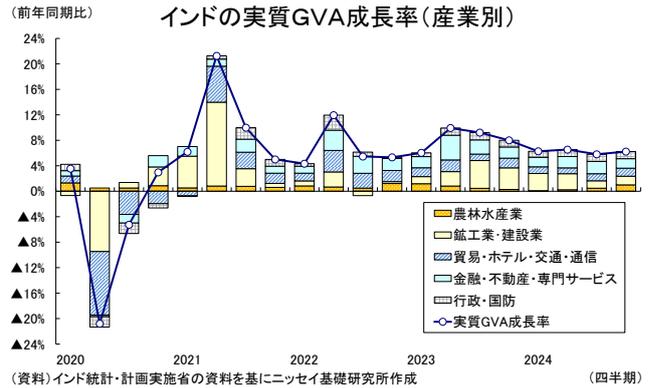


¹ 2月28日、インド統計・計画実施省（MOSPI）が2024年10-12月期の国内総生産（GDP）統計を公表した。

第二次産業は同+4.5%（前期：同+3.8%）と上昇した。シェアの大きい製造業が同+3.5%（前期：同+2.1%）、電気・ガスが同+5.1%（前期：同+3.0%）、鉱業が同+1.4%（前期：同▲0.3%）となり、それぞれ改善した。建設業は同+7.0%（前期：同+8.7%）となり増勢が鈍化した。

第一次産業は同+5.6%（前期：同+4.1%）と加速した。

（図表 2）



（経済概況：消費と輸出に支えられて+6%台を回復）

インド経済は2021～2023年度の3年間は堅調な国内需要に支えられて年+7%以上の高成長が続いたが、2024年度に入り減速傾向が強くなり、7-9月期は前年同期比+5.6%まで鈍化した。今回発表されたGDP統計では2024年10-12月期の成長率が前年同期比+6.2%となり、7-9月期の同+5.6%から上昇したため、インド経済の底堅さを確認できたが、前年同期が同+9.5%だったことを踏まえると成長ペースは大きくダウンしている。

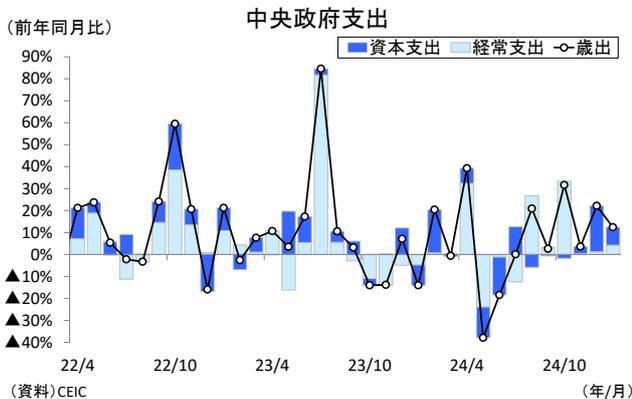
10-12月期の成長率上昇は消費と輸出が回復した影響が大きい。まずGDPの約7割を占める民間消費（同+6.9%）は10-12月の祭事期を迎え、宗教行事²の影響で低調だった前期の同5.9%から回復した。また昨年の良好なモンスーンの降雨とカリフ作の豊作を背景に、農村部の需要拡大が消費を押し上げた。

政府消費は前年同期比+8.3%となり、前期の同+3.8%から加速した。10-12月期の中央政府の経常支出が同+13.1%（7-9月期：同+6.0%）と、前年同期が低水準だったこともあり二桁増に加速した。

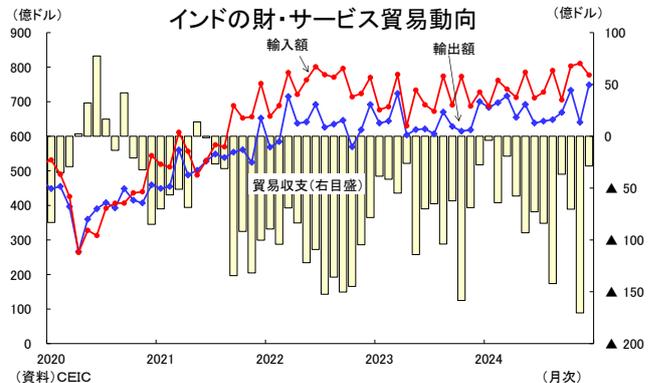
一方、投資は同5.7%（前期：同5.6%）と僅かに低下した。10-12月期は政府の資本支出（同+47.7%）が急増したため（図表3）、民間部門の設備投資が低調だったことが響いたとみられる。

純輸出は財・サービス輸出が同+10.4%（前期：同+2.5%）と大きく加速した。通関ベースの貿易統計をみると、財輸出（同+3.3%）は緩やかな増加が続いたが、ITサービス業の好調でサービス輸出（同+17.5%）は二桁成長が続いており、財・サービス輸出が加速した（図表4）。一方、財・サービス輸入（同▲1.1%）は内需の弱さを裏付けるように減少、輸出の伸びを下回った結果、純

（図表 3）



（図表 4）



² ピトリ・パクシャ（警沢を控えて先祖を供養する）期間は2024年が9月18日～10月2日（2023年が9月29日～10月14日）と大半が9月だった。

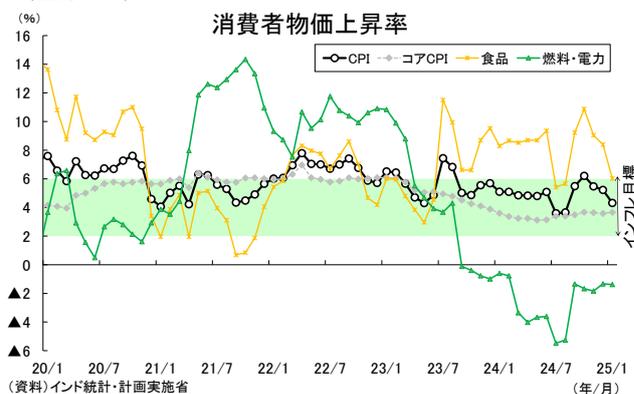
輸出の成長率寄与度は+2.5%ポイント（前期：+1.2%ポイント）と拡大した。

以上より 10-12 月期は農村部の消費や政府支出の加速、輸出の拡大などが実質 GDP を押し上げ、成長率は+6%台に回復した。景気は底打ちしたかにみえるが、更なる景気の加速には、伸び悩む民間投資の復活が必要だろう。

（物価の動向：食品インフレが緩和して鈍化傾向に）

インフレ率（消費者物価上昇率）は昨年、食品価格の高騰が続き、概ね前年同月比+5%前後の水準で推移した（図表5）。食品価格の高騰は野菜価格の高止まりと食用油の国際価格の上昇によるものであった。特に野菜価格は日持ちしないため一時的な価格高騰が起りやすい。しかし1月のCPI上昇率は同+4.3%と、5ヵ月ぶりの低水準だった。内訳をみると、主に野菜や食用油などの食品価格（同+6.0%）が低下した。昨年高騰した食品価格はカリフ作（雨季作）

（図表5）



の豊作とラビ作（乾季作）の作付面積の拡大により緩和している。またコアCPI（同+3.7%）は比較的落ち着いた水準にあり、燃料・電力（同▲1.4%）はマイナス圏での推移が続いている。

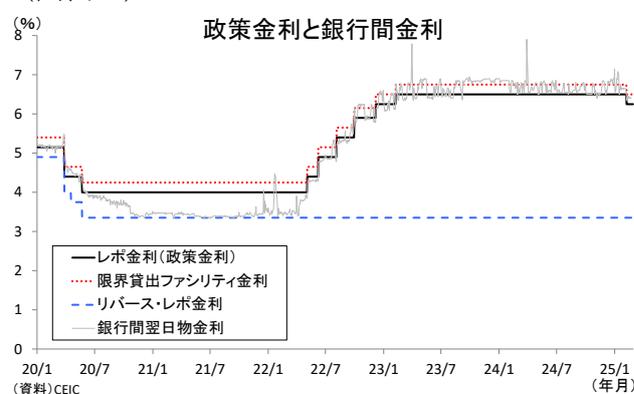
先行きは引き続きインフレ圧力が緩和して4%台まで低下していくと予想する。好天によりラビ作も順調な生育が予想されており、野菜価格が緩和するためだ。もっとも農業生産の増加によって農村部の需要が増加することやインド準備銀行（RBI）の金融緩和により、インフレ率は徐々に下げ止まるだろう。また異常気象や地政学的緊張を背景とする食品価格やエネルギー価格の不確実性は引き続きインフレリスクとなる。

結果として、インフレ率は食品価格の高騰が和らいで23年度の+5.4%から24年度が+4.8%に低下、25年度は+4.1%まで低下してRBIの物価目標の中央値である+4%に近づくと予想する。

（金融政策の動向：年内に2回の追加利下げを予想）

RBIは2022年にコロナ禍からの経済回復とインフレの加速、米利上げに伴う自国通貨安を受けて金融引き締めを開始すると、2023年2月にかけて政策金利（レポレート）を4.0%から6.5%まで引き上げた（図表6）。その後、RBIは食品インフレの高止まりから高水準の政策金利を維持してきたが、国内の景気減速や世界的な不確実性の高まりへの対応が求められるなか、昨年12月の金融政策委員会（MPC）では預金準備率を0.5%引き下げ、1月下旬には銀行システムの流動性不足への対応として1.5兆ルピー（約2.6兆円）の大型資金供給策を発表、そして今年2月の会合ではインフレ圧力の鈍化を受けて0.25%の利下げを決定した。利下げは約5年ぶりであり金融政策を緩和方向に舵を切り、景気を下支える姿勢を鮮明にした。

（図表6）



先行きはRBIが追加利下げを実施するとみられる。当面は食品インフレが和らいでインフレ率

が物価目標（+2%～6%）の中央値まで低下するものと予想され、RBIは年内に2回の追加利下げを実施して政策金利を5.75%とし、その後は金融政策を据え置くと予想する。景気が予想を下回って悪化した場合には、もう一段の利下げを実施する展開も考えられるが、RBIは世界的な貿易政策を巡る不確実性の高まりやルピー安によるインフレリスクを警戒するため、更なる利下げには慎重な態度を示すだろう。

（財政政策：25年度予算案は所得税減税と財政再建を両立）

インド政府は2月1日に2025年度（2025年4月～2026年3月）の国家予算案を発表した。歳出は前年度修正予算対比+7.4%の50.6兆ルピー（約87兆円）となり、伸び率は前年度の同+6.1%から上昇した（図表7）。一方、歳入（借入金を除く）は同+10.8%の34.2兆ルピーだった。そして財政赤字目標はGDP比4.4%となり、前年度から0.4%ポイント縮小させ財政健全化に取り組む姿勢を維持した。財政赤字（GDP比）はコロナ禍から半減することになる。

（図表7）

2025年度国家予算の概要

（億ルピー）

	23年度	24年度		25年度
	実績	当初	修正	当初
歳出	444,345	482,051	471,649	506,535
経常支出	349,425	370,940	369,806	394,426
資本支出	94,920	111,111	101,843	112,109
歳入	444,345	482,051	471,649	506,535
税金	232,725	258,350	255,696	283,741
税外収入	40,179	54,570	53,100	58,300
借入金など	171,441	169,131	162,853	164,494
財政赤字	165,464	161,331	156,953	156,894
対GDP比	5.6%	4.9%	4.8%	4.4%

（資料）インド財務省

インフラ投資が中心の資本支出は同+10.2%の11.2兆ルピーとなった。コロナ禍からの4年間は年率+30%近く増加していたことを踏まえると増勢は鈍化している印象が強い。しかしながら2024年度は資本支出が前年度比+11.0%の伸びを当初計画していながら、実際には同+7.3%の伸びに失速するため、2025年度は公共投資の勢いが回復することとなりそうだ。また予算の重点分野としては農業、中小零細企業（MSME）、投資、輸出の4点が挙げられ、なかでも農業・農村関連の支出は3.9兆ルピー（同+24.8%）と大きく積み増しており、生産性の向上や雇用機会創出に向けたプログラムを実施する計画となっている。

また予算案の発表に合わせて税制改正案が示され、個人所得税の減税が発表された。課税区分の見直しを行い、非課税対象の枠をこれまでの年収70万ルピー（約120万円）から120万ルピー（約206万円）に引き上げられることとなった。

昨年のインド総選挙では経済成長の実感が得られない国民の不満がたまり苦戦を強いられたため、モディ政権は農村部や低所得者など成長から取り残されている層の支持拡大に舵を切っている。今回の予算案では資本支出の予算拡充を抑えることで、所得税減税の財源を捻出したのも、そうした政策転換のひとつであろう。公共投資の増勢の鈍化は中長期的な成長力の低下が懸念されるが、所得税減税は可処分所得が増えることで個人消費が拡大すると共に、貯蓄率の上昇を通じて投資が増加する。そして新たな需要が生まれることにより雇用創出にも繋がるため、短期的な景気浮揚策としては過度に悲観する必要はないだろう。投資牽引型から消費主導型の成長へのシフトにより景気の腰折れを回避できるか注目したい。

（経済見通し：農業の回復や所得減税、公共投資により+6%台半ばの成長が持続）

先行きのインド経済は回復の動きが続きそうだ。特に2025年1-3月期は政府支出の加速や農村経済の回復に加え、大規模な巡礼イベント（マハ・クンブメーラ）の開催や結婚式シーズンの需要が実質GDPを押し上げ、成長率が加速するとみられる。

4-6月期以降も農村部の回復や食品インフレの緩和による消費拡大の動きが続きそうだ。また所

得税減税や公共投資の継続的な拡大に支えられるほか、RBIが金融緩和に舵を切っていることも内需の追い風となるだろう。コロナ禍からの回復局面と比べると力強さに欠けるものの、インド経済は概ね+6%台後半の成長ペースが続くと予想する。

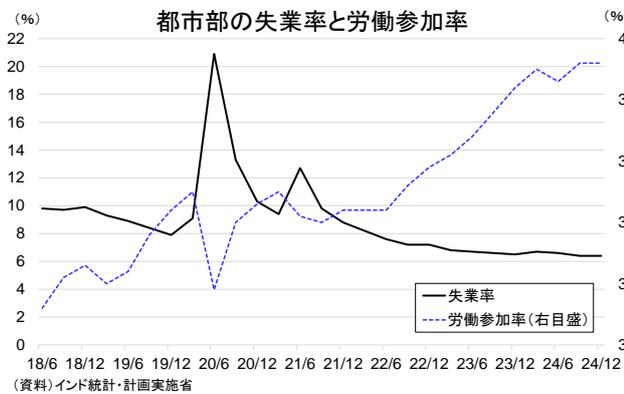
景気の牽引役となる民間消費の拡大は農村部の回復が大きく影響しそうだ。昨年豊作となったカリフ作物に続き、4～5月に収穫が始まるラビ作物も貯水池や地下水位の回復により播種が順調で生産の拡大が予想される。足元では気温上昇や雨不足など天候不順により農業生産の下振れリスクが浮上している点には注意が必要だが、メインシナリオでは食品インフレの緩和や農家の収入アップを通じて農村部を中心に消費需要が回復すると予想している。また都市部も10-12月期の失業率が6.4%と低水準で推移するなど雇用環境は安定しているほか、25年度予算における所得減税に支えられて民間消費は堅調な拡大が続くだろう（図表8）。

外需は、ITサービス輸出が高い伸びを続けるだろうが、米国経済の減速を受けて増勢は鈍化しよう。財輸出も海外経済の低成長や貿易政策を巡る不確実性の高まりから世界貿易が伸び悩むものとみられ、財・サービス輸出全体では緩やかな増加にとどまるだろう。しかし輸入は消費の回復により輸出を上回る伸びが続くとみられるため、外需の成長率寄与度は再びマイナス寄与となりそうだ。

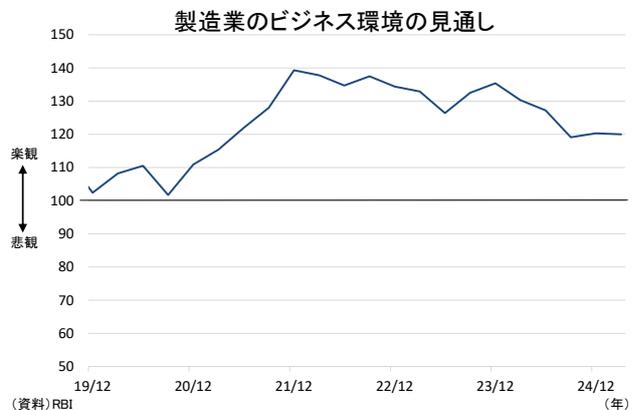
民間投資は消費関連業種を中心に改善するとみられるが、全面的な回復は時期尚早だろう。輸出の鈍化や高金利環境の継続により民間投資は勢いに欠ける状況が続くと予想する。足元でもインド製造業のビジネス環境の見通しは前年を下回っている（図表9）。

以上の結果、実質GDP成長率は2024年度が投資の鈍化により前年度比+6.2%（2023年度が同+9.2%）と大きく低下するが、2025年度は農村部の回復や財政政策により民間消費が堅調に拡大することで同+6.5%に上昇すると予想する（図表10）。

（図表8）



（図表9）



（図表10）

	単位	2023年度 年度 (実績)	2024年度 年度 (予測)	2025年度 年度 (予測)	2026年度 年度 (予測)
実質GDP成長率	前年度比、%	9.2	6.2	6.5	6.5
民間消費	寄与度、%	3.2	3.8	4.1	3.7
政府消費	寄与度、%	0.8	0.5	0.6	0.6
総固定資本形成	寄与度、%	3.0	2.2	2.4	2.4
純輸出	寄与度、%	▲ 2.8	1.4	▲ 0.3	▲ 0.4
消費者物価(CPI)	前年度比、%	5.4	4.8	4.1	4.5
政策金利(レポ金利)	期末、%	6.50	6.25	5.75	5.75

（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

本資料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、その正確性と完全性を保証するものではありません。また、本資料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。