



2期目を迎えたモディ政権下のインド経済の展望と課題 ～5年間でインド経済はどのように変わったか～

2019年12月24日（火）

株式会社第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部

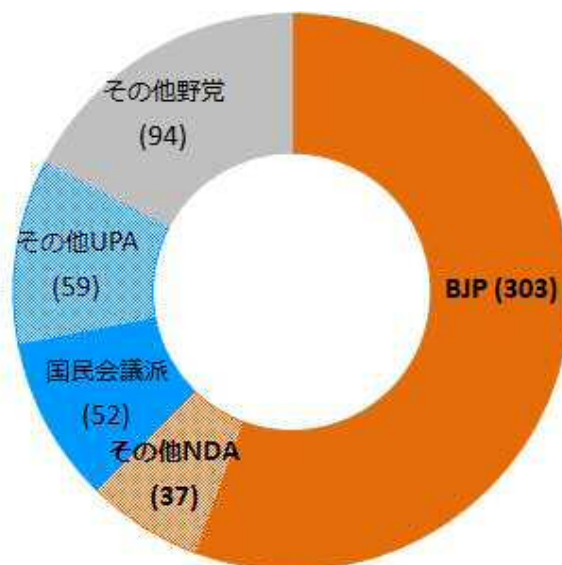
主席エコノミスト 西濱 徹

今年最大の政治イベントであった総選挙

事前予想を大きく覆す形で与党・インド人民党が“地滑りの”な大勝利

総選挙直前の世論調査などによれば、モディ政権を支える最大与党・インド人民党（BJP）を中心とする与党連合（NDA：国民民主連合）は苦戦も予想されたものの、最終的にはBJPは2回連続で単独過半数となったほか、NDA全体としても6割を上回る議席を獲得するなど、予想外の形で“地滑りの”な大勝利を収めることに成功し、モディ政権は2期目に突入。

議会下院の党派別議席数



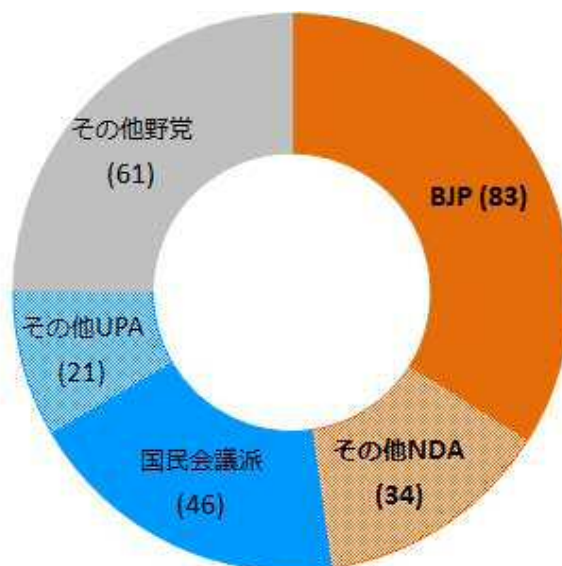
(出所) 議会下院ホームページなどより第一生命経済研究所作成

事前の苦戦予想と対照的に、BJPは歴史的な大勝利を収める

議会上院においては依然“少数与党”状態が続いている

議会上院における与党連合の議席数は、モディ政権発足当初は3割程度に過ぎなかったことを勘案すれば、足下では5割弱と多数派形成に向けた歩みを徐々に進めてきた。しかし、10月に実施されたハリヤナ州議会選挙においては、BJPは議席数を減らす一方で国民会議派が議席数を倍増させるなど厳しい選挙を迫られており、多数派形成は“足踏み状態”にある。

議会上院の党派別議席数

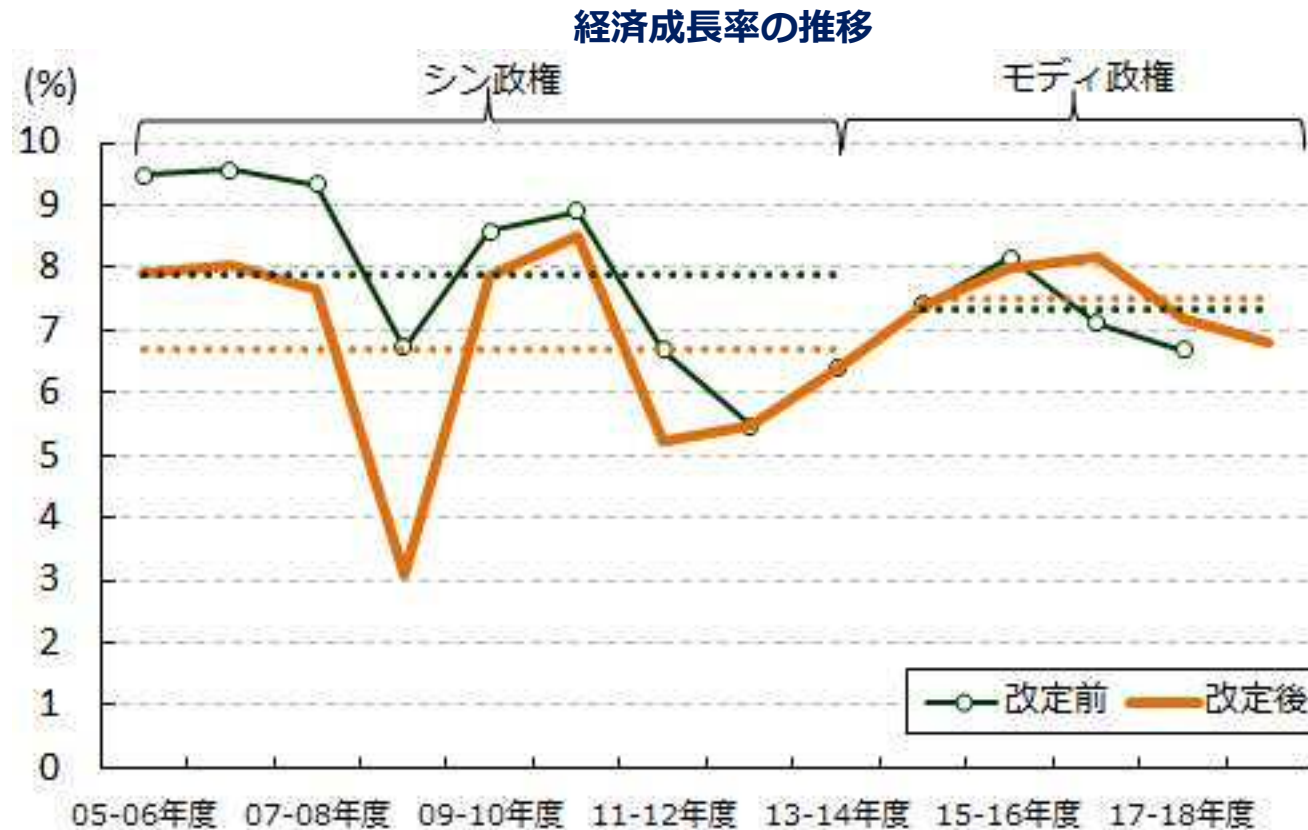


(出所) 議会上院ホームページなどより第一生命経済研究所作成

議会上院での多数派形成は“足踏み”の様相をみせる

GDP統計を巡る“疑念”を生む動き

昨年末から年明け直後にかけて突如実施されたGDP統計の遡及改定



(出所) 統計計画実施省, CEICより第一生命経済研究所作成

現政権下の成長率を上方に, 前政権下の成長率を下方に

統計を巡る“怪しい動き”はほかにも存在している

- ⇒ GDP統計を巡っては元々、モディ政権発足直後の2015年に基準年度の変更に併せて改定が行われたものの、変更は過去2ヶ年のみを対象となったほか、基礎統計などの整備が進んでいないなかで突如、需要サイドの統計（市場価格ベース）が策定されるなど、内容面での不透明感が否めない改定が行われた。
- ⇒ 四半期ベースのGDP統計は2011-12年度以降しか公表されておらず、それ以前の統計との間では“断層”が生じる状況が続いている。
- ⇒ 昨年末から今年初めにかけてのGDP統計の遡及改定を巡っては、モディ政権が実施した高額紙幣廃止措置及びGST導入に伴い、当初は景気に下押し圧力が掛かったとされたものが、改定後は全く影響を受けていない（むしろ成長率が加速した）とPMIなどマインド統計の占める方向と真逆を向いていたとされるなど、景気動向が分かりにくくなった。
- ⇒ 当初は総選挙前の昨年時点に公表予定であった雇用統計が恣意的に報告が遅延させられているとして、今年1月には国家統計評議会（NSC）の複数の委員が抗議の意見表明のため辞任。その後も、国内外の学者数名が連名にてモディ政権による恣意的な統計運用に対して抗議する旨の声明を公表するなどの問題も発生。

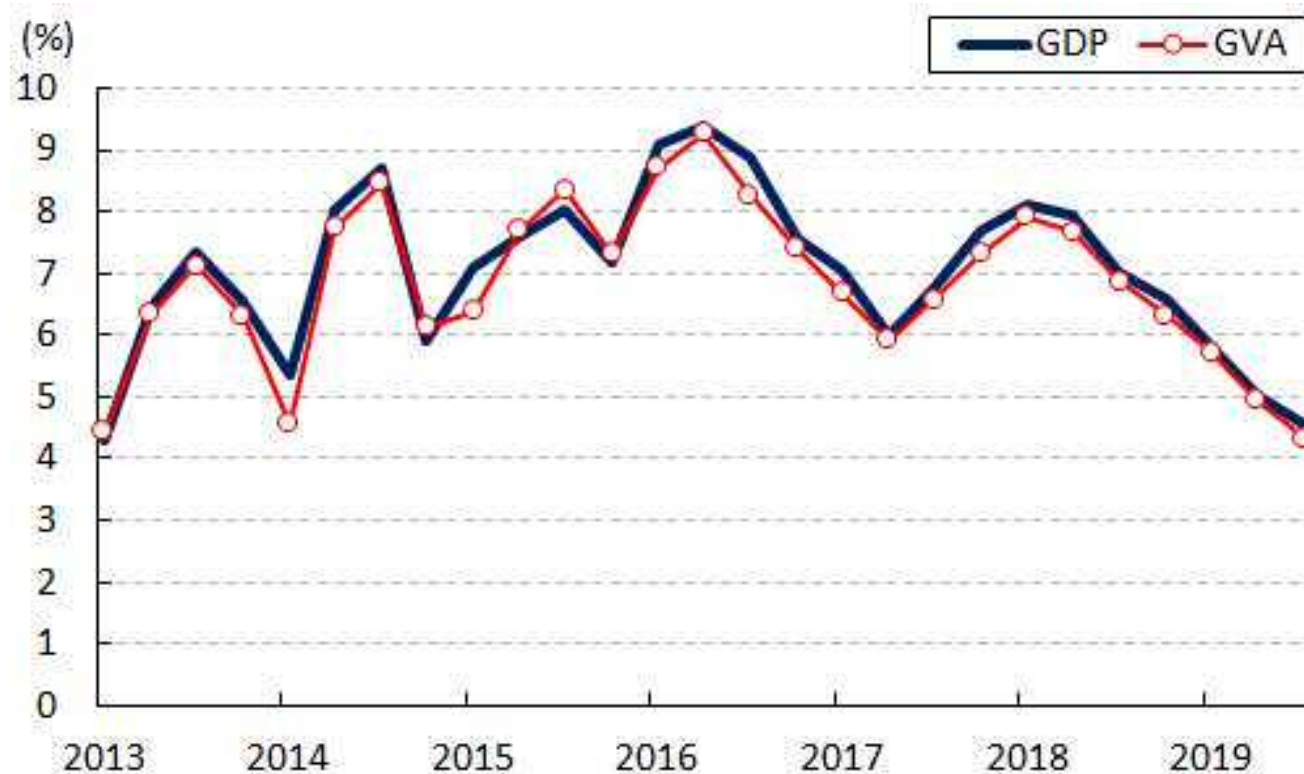
（出所）各種報道などより第一生命経済研究所作成

現政権下での統計の“恣意的運用”とみられる動きは山積

足下の景気動向はどのようなになっているか

足下の成長率は久々の低水準に大きく鈍化している

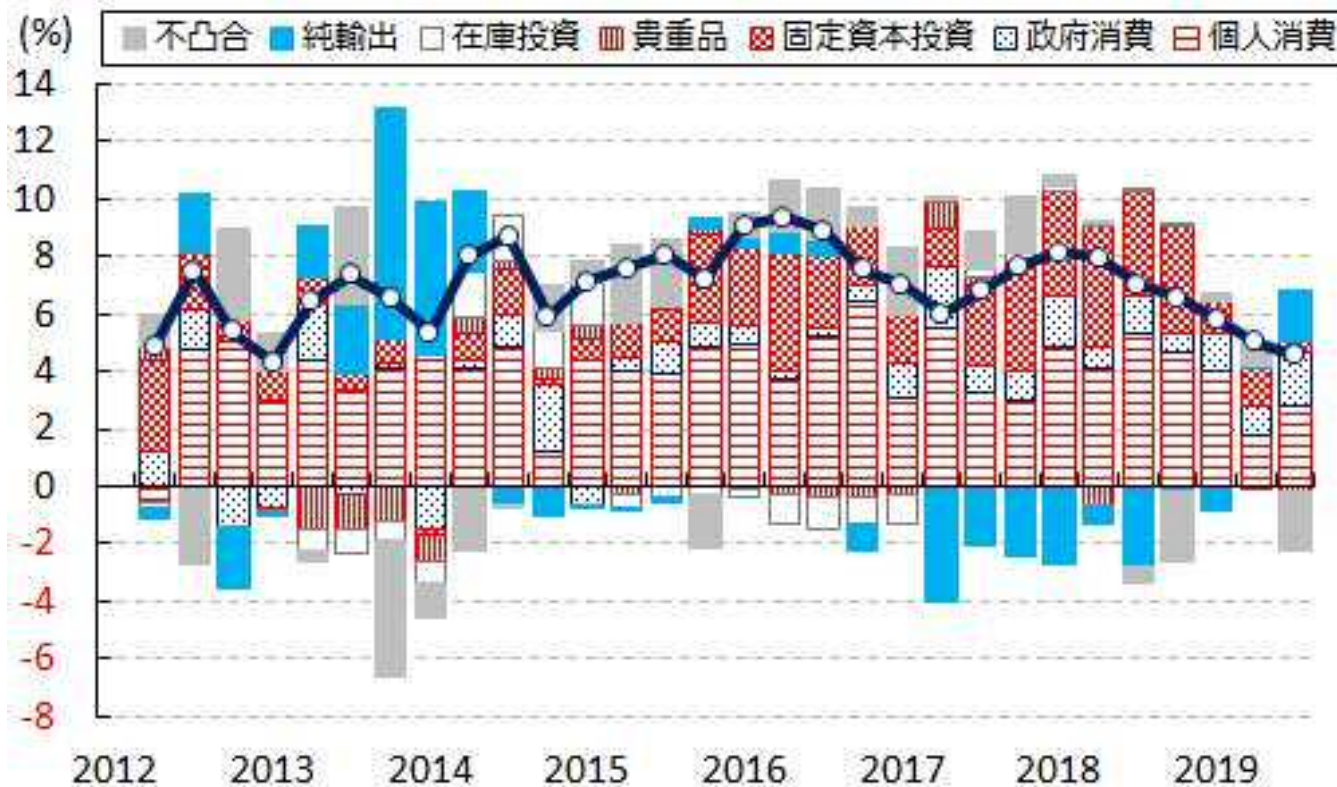
実質GDP及びGVA成長率（前年同期比）の推移



(出所) 統計計画実施省, CEICより第一生命経済研究所作成

直近の成長率は“6年半ぶり”の低水準となっている

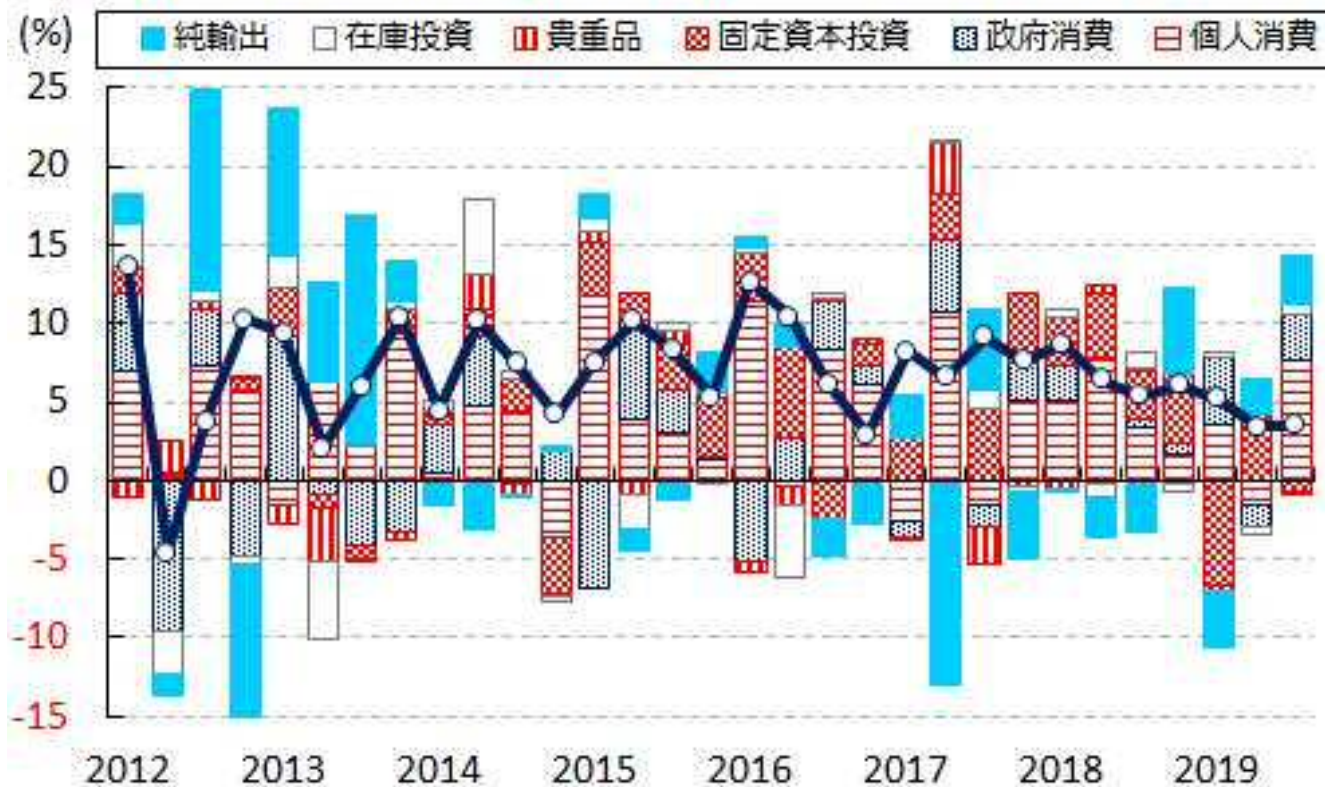
実質GDP成長率（前年同期比）の推移



(出所) 統計計画実施省, CEICより第一生命経済研究所作成

経済成長の“けん引役”であった内需を中心に鈍化

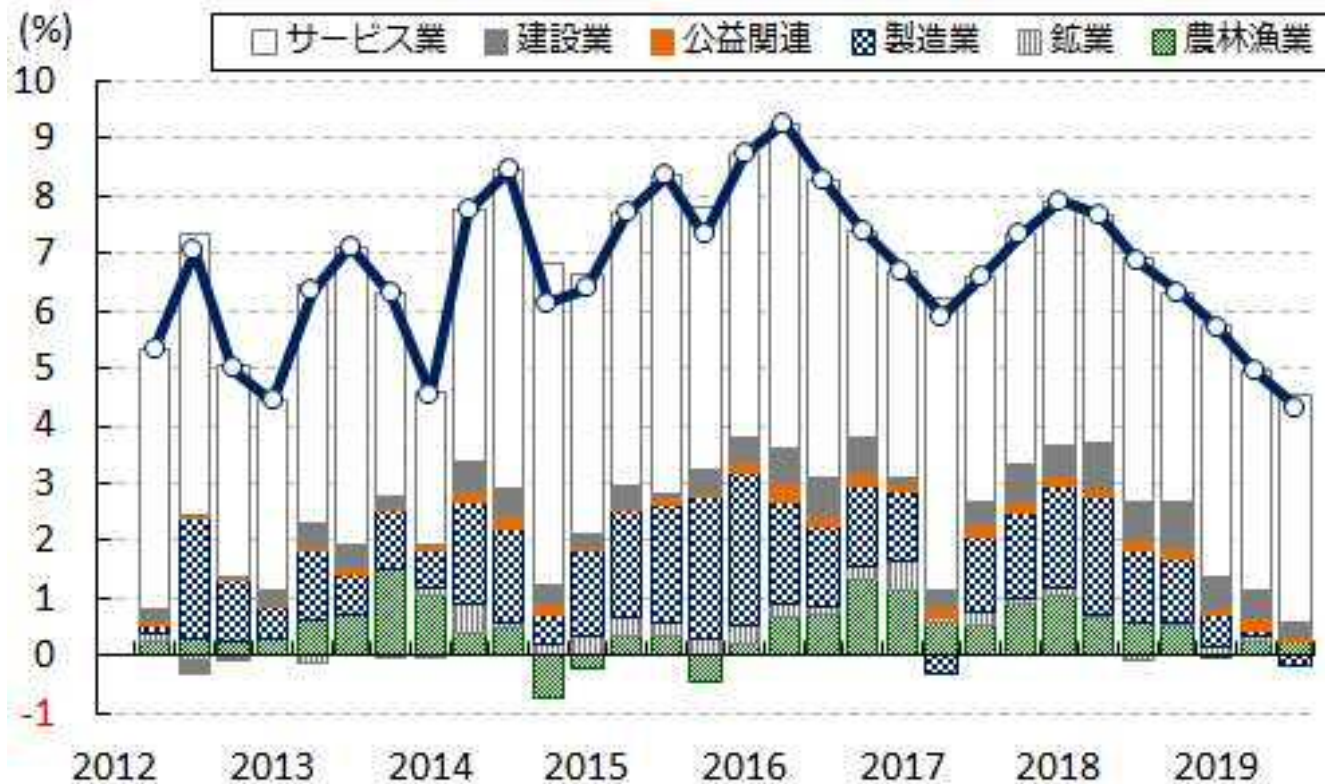
実質GDP成長率（前期比年率/試算）の推移



(出所) 統計計画実施省, CEICより第一生命経済研究所作成. 季節調整値は当社試算

一進一退が続いたが, 昨年以降は“右肩下がり”感を強める

実質GVA成長率（前年同期比）の推移

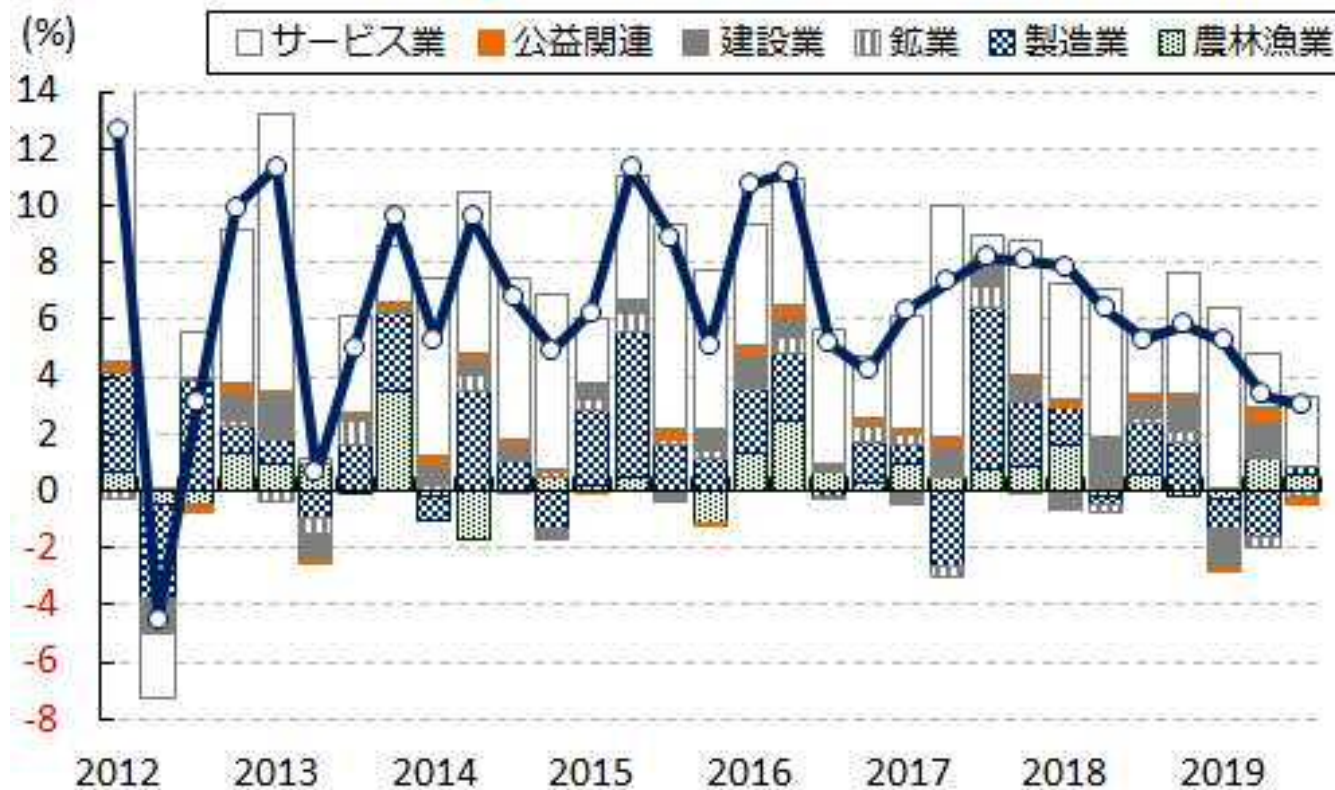


(出所) 統計計画実施省, CEICより第一生命経済研究所作成

供給サイドでも昨年以降は頭打ちの様相を強める

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。

実質GVA成長率（前期比年率/試算）の推移



(出所) 統計計画実施省, CEICより第一生命経済研究所作成. 季節調整値は当社試算

減速傾向に“歯止めが掛からない”展開が続いている

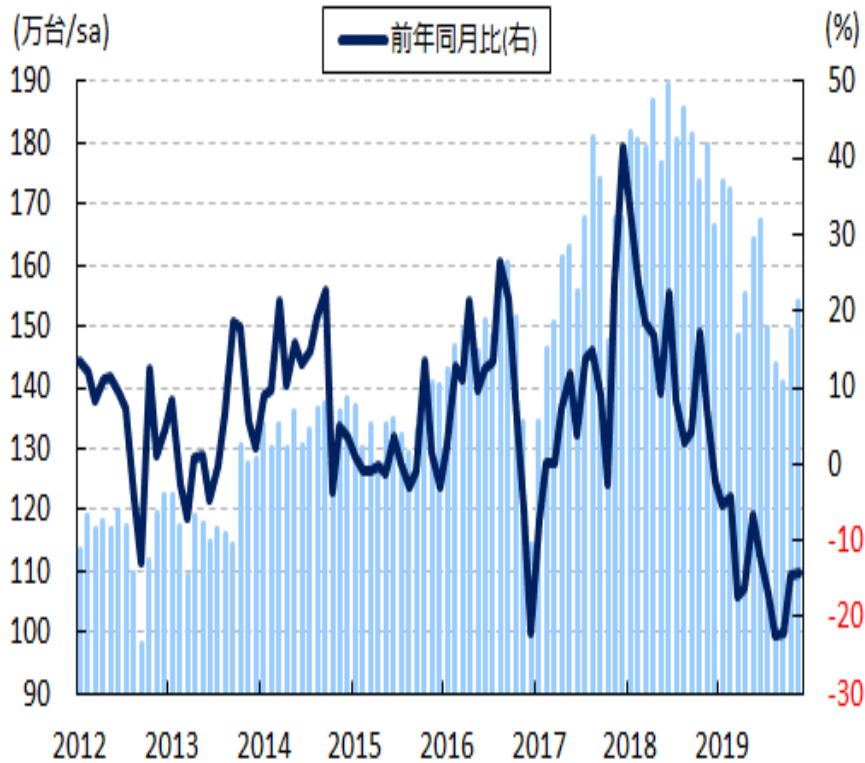
製造業及びサービス業PMIの推移



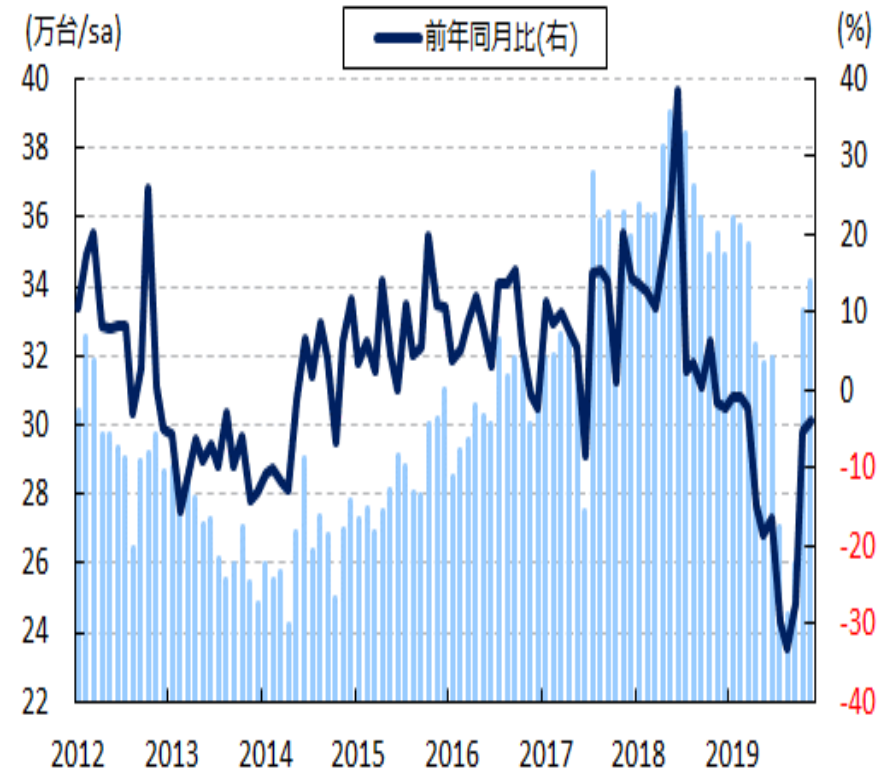
(出所) IHS Markitより第一生命経済研究所作成

足下には“底打ち”の兆しはあるも、力強さには乏しい

二輪車販売台数の推移



四輪車販売台数の推移

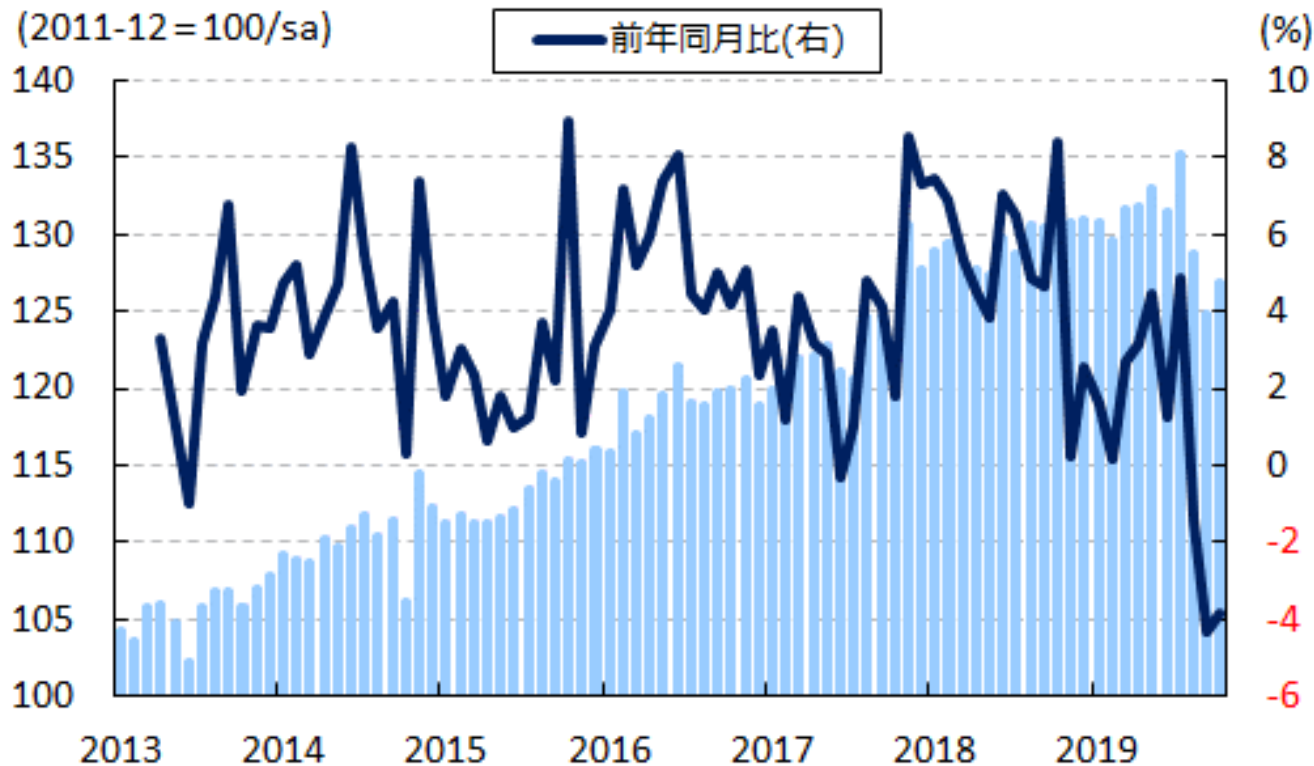


(出所) 自動車工業会, CEICより第一生命経済研究所作成. 季節調整値は当社試算

GDP統計上では7-9月は家計消費は“堅調”だった筈だが…

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を負いません。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。

鉍工業生産の推移



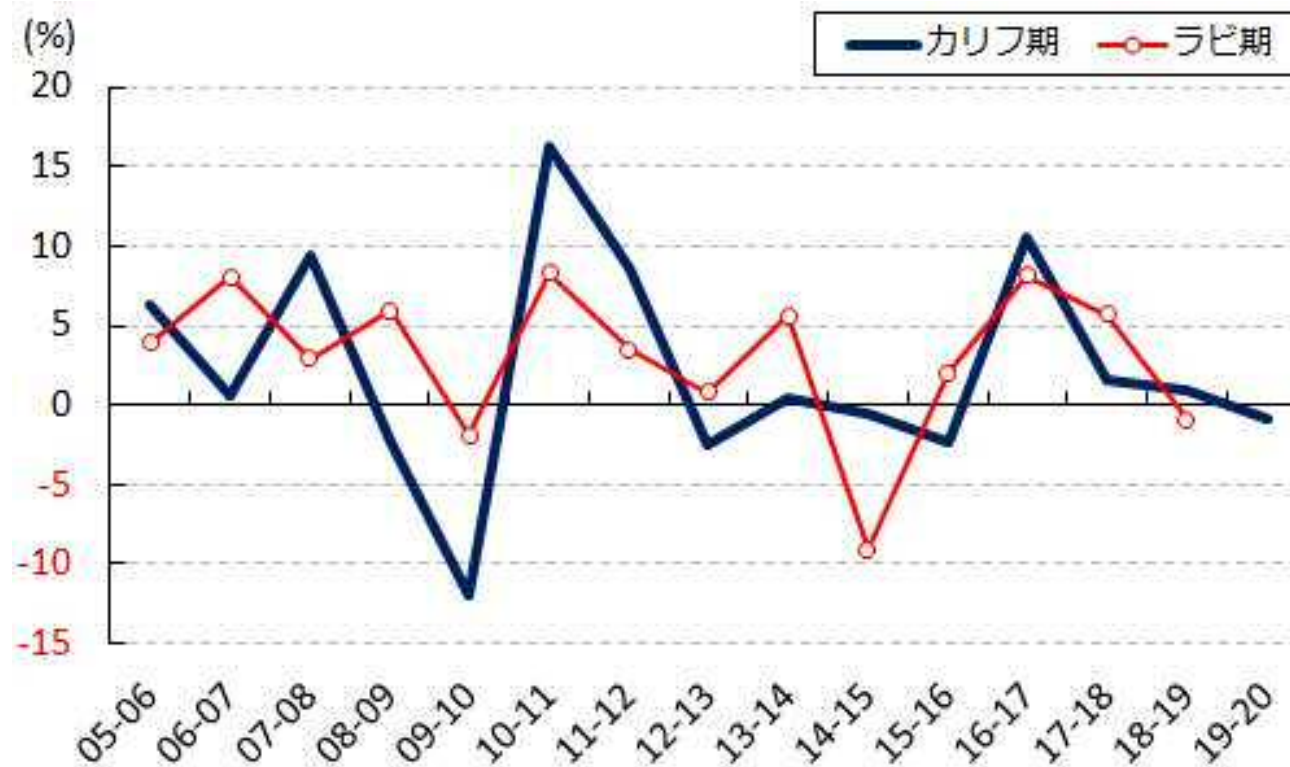
(出所) 統計計画実施省, CEICより第一生命経済研究所作成. 季節調整値は当社試算

生産統計の動きは, 急激な下押し圧力が掛かる様子を示す

足下における景気減速の要因は何か

農業生産の“低迷”が重なり、農村部の所得環境が急速に悪化

カリフ期及びラビ期における主要穀物作付面積（前年比）の推移



(出所) 農業・農民福祉省, CEICより第一生命経済研究所作成

昨年度のラビ期, 今年度のカリフ期と続けて前年割れに

落ち着いた推移が続いたインフレに底入れの兆候

インフレ率の推移



(出所) 統計計画実施省, CEICより第一生命経済研究所作成

足下のインフレ率は“目標域”にあるも, 徐々に加速の兆し

インフレ率の推移

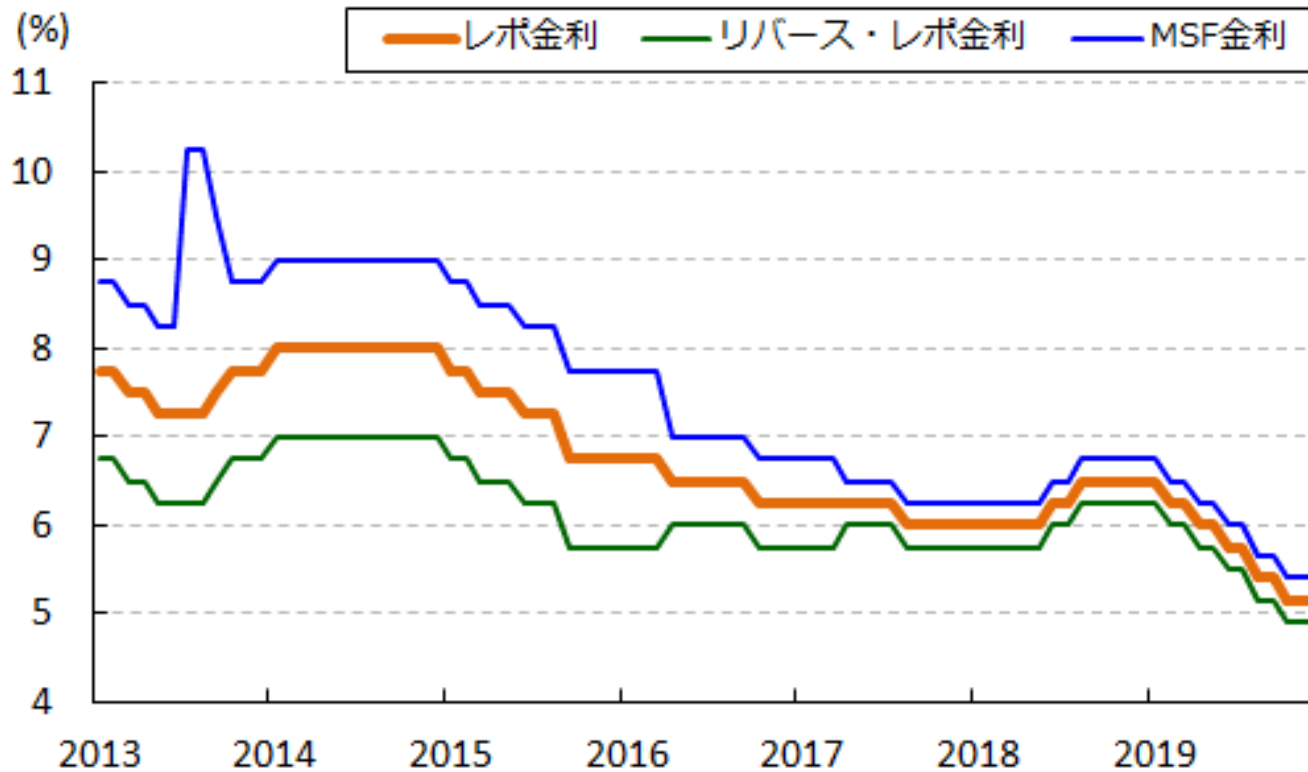


(出所) 統計計画実施省, CEICより第一生命経済研究所作成

食料品価格の上昇が足下のインフレの“元凶”に

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。

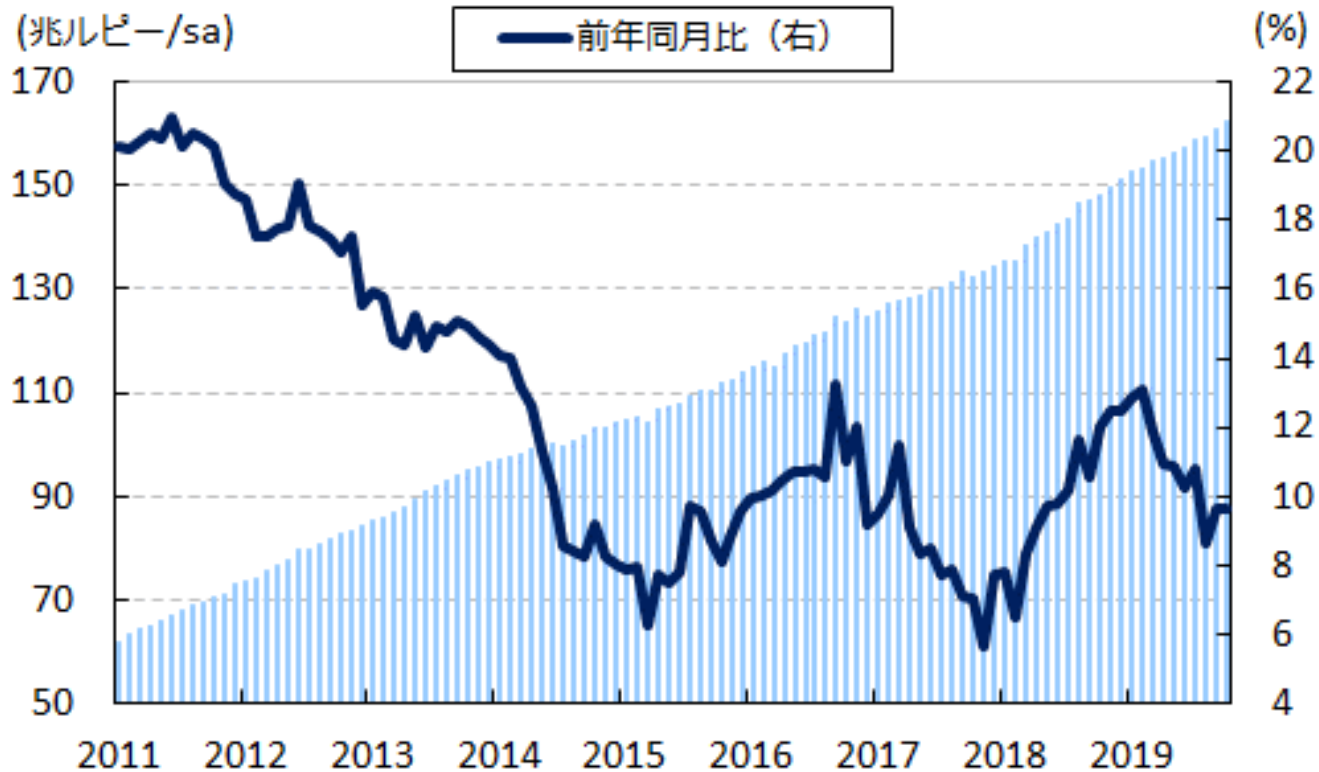
金融政策（政策金利）の推移



(出所) インド準備銀行, CEICより第一生命経済研究所作成

中銀は年明け以降断続的な利下げに動くも、足下では小休止

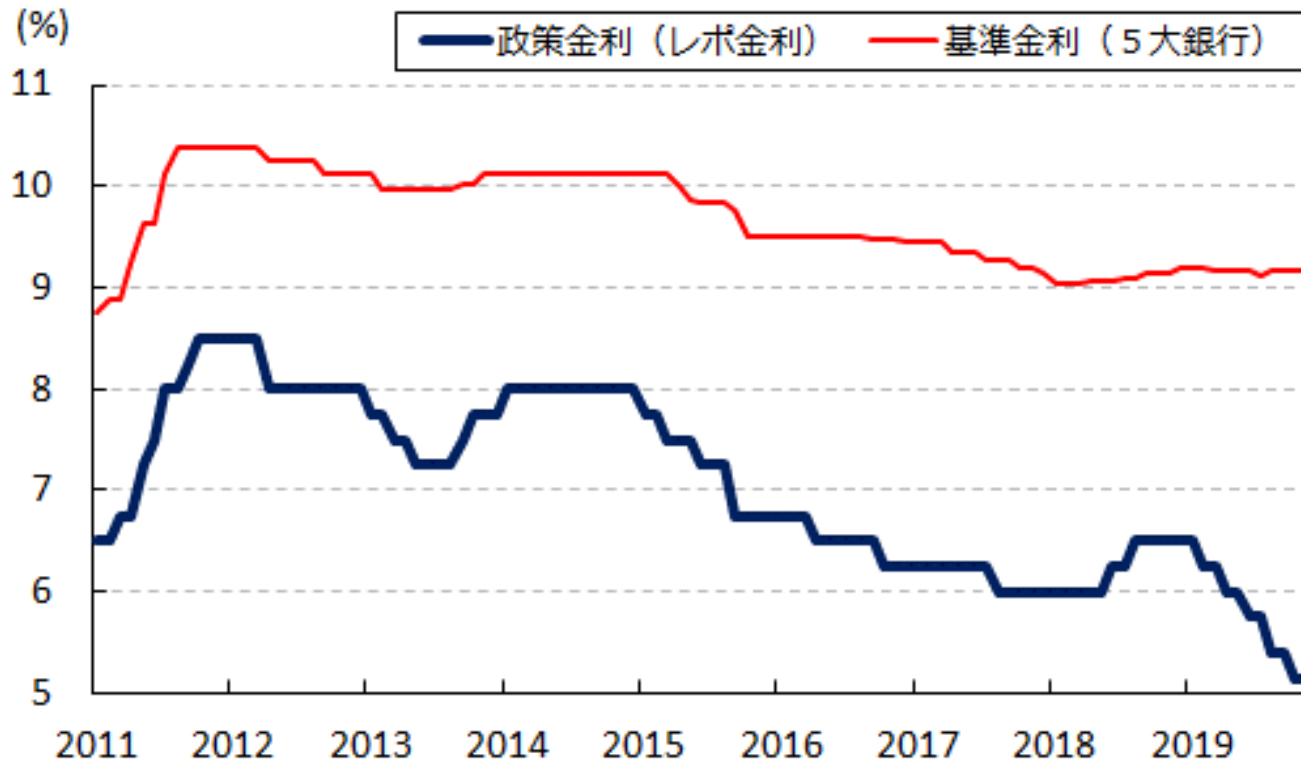
国内信用動向の推移



(出所) インド準備銀行, CEICより第一生命経済研究所作成, 季節調整値は当社試算

中銀の利下げにも拘らず, 年明け以降の国内信用は頭打ち

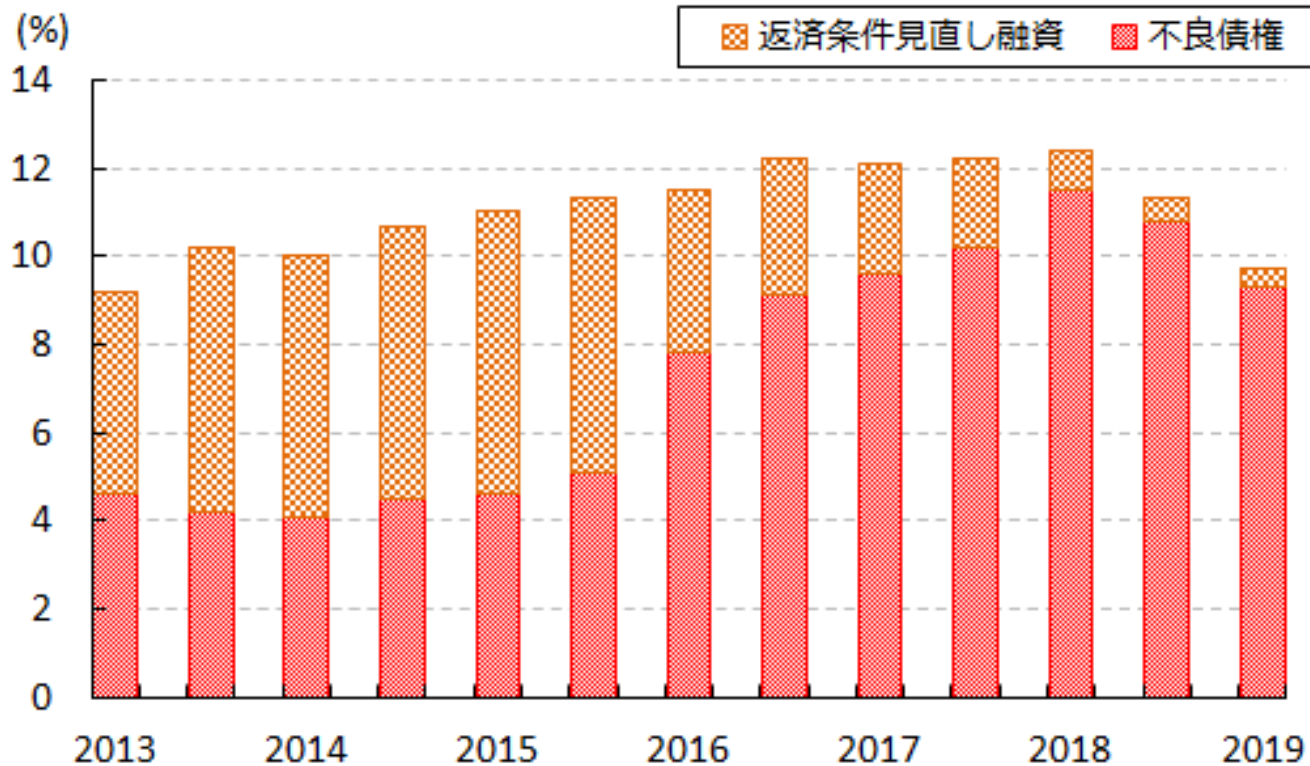
政策金利と市中金利の推移



(出所) インド準備銀行, CEICより第一生命経済研究所作成

中銀による利下げにも拘らず, 市中金利は殆ど低下せず

銀行部門の不良債権比率の推移

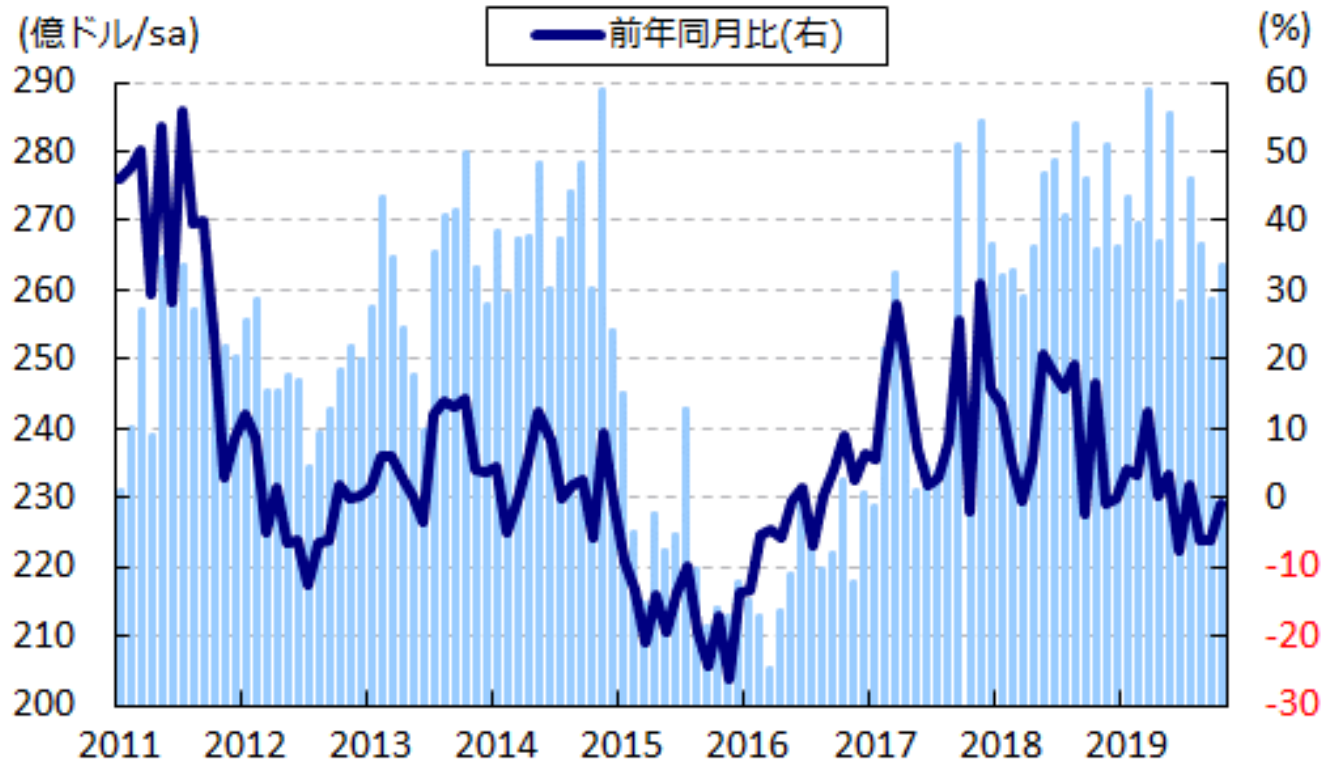


(出所) インド準備銀行より第一生命経済研究所作成

国有銀行を中心とする不良債権が金利低下の足かせに

世界経済の減速懸念を背景とする外需の鈍化も重なる

輸出額の推移

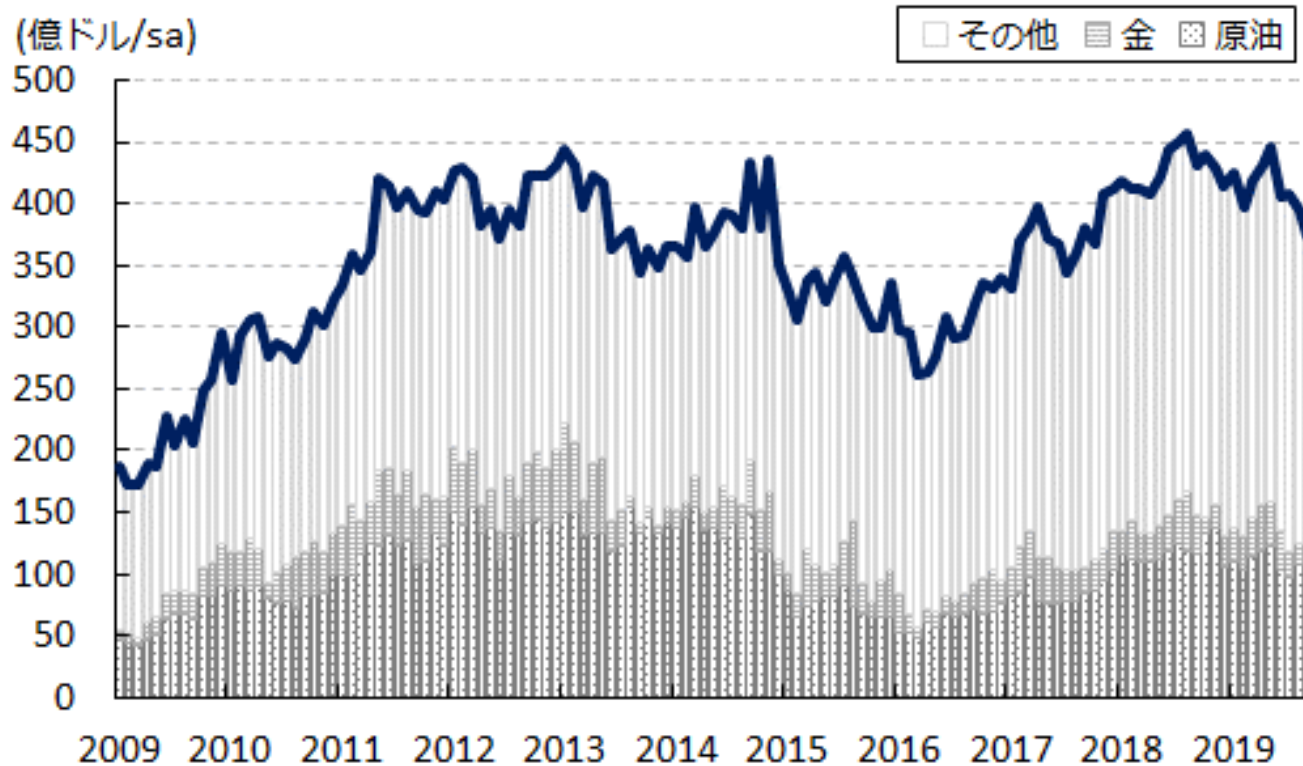


(出所) CEICより第一生命経済研究所作成, 季節調整値は当社試算

世界経済の減速懸念を受けて輸出も頭打ちの様相

インド経済のファンダメンタルズ

輸入額の推移



(出所) 商工省, CEICより第一生命経済研究所作成

原油, 金など商品市況の動向が輸入を左右する状況は続く

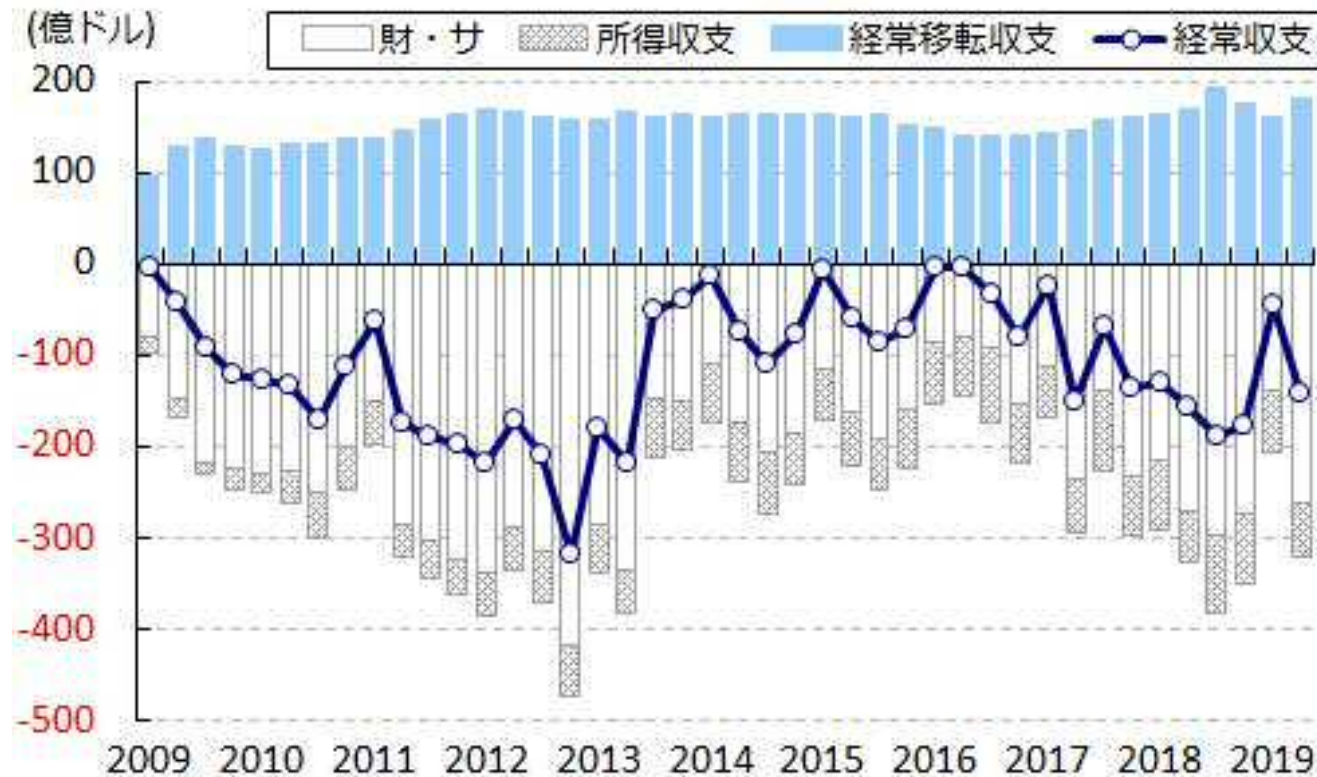
貿易動向の推移



(出所) 商工省, CEICより第一生命経済研究所作成

商品市況の頭打ちを受けて貿易赤字は縮小傾向を強める

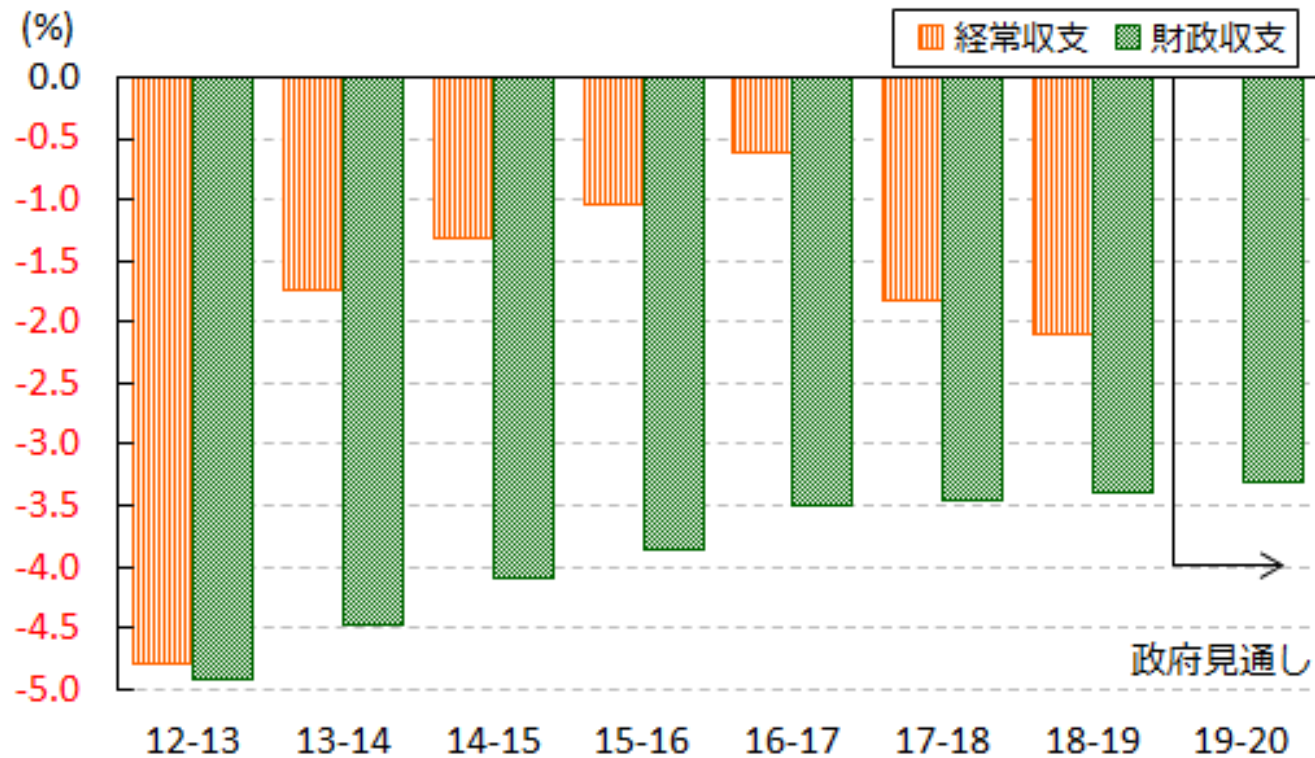
経常収支の推移



(出所) 準備銀行, CEICより第一生命経済研究所作成

経常赤字は拡大と縮小を繰り返す展開が続く

経常収支及び財政収支の対GDP比の推移

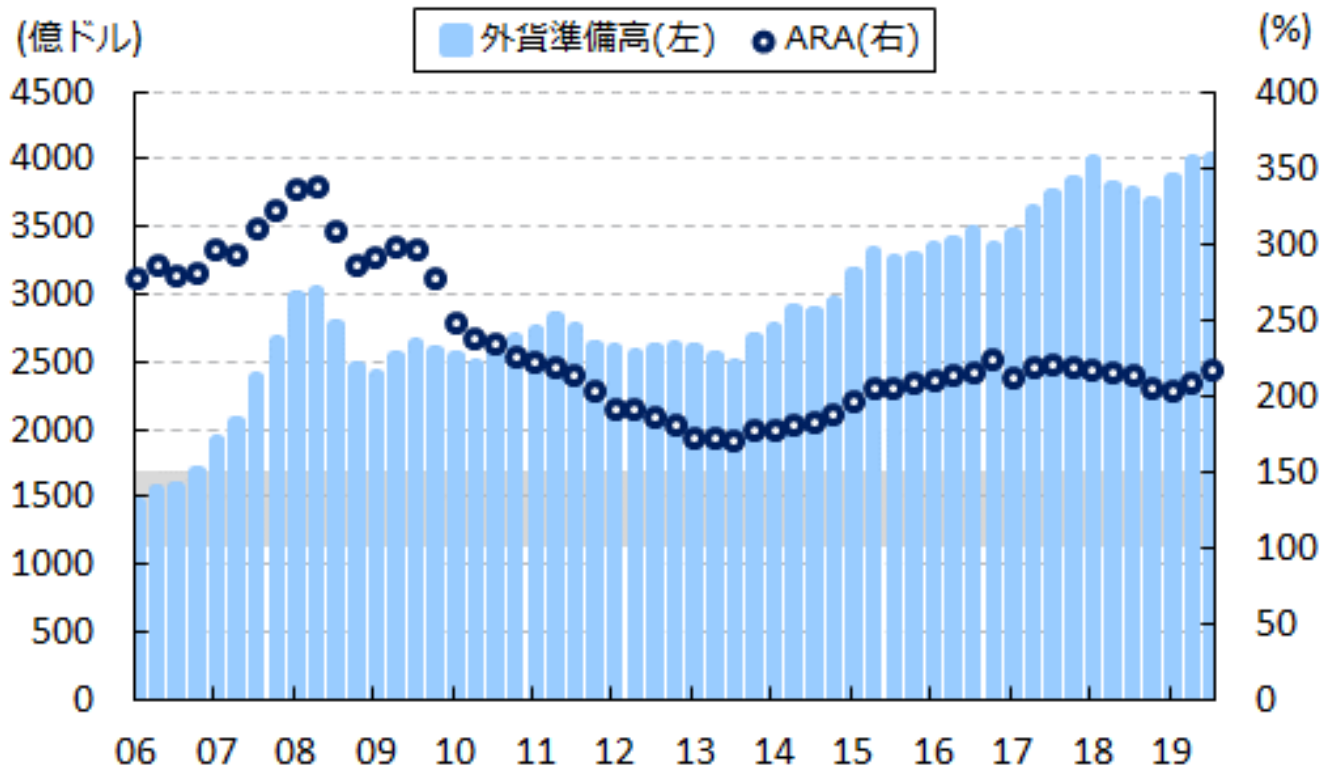


(出所) 統計計画実施省, 準備銀行, 財務省, CEICより第一生命経済研究所作成

“双子の赤字”という構造的な問題は残されている

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。

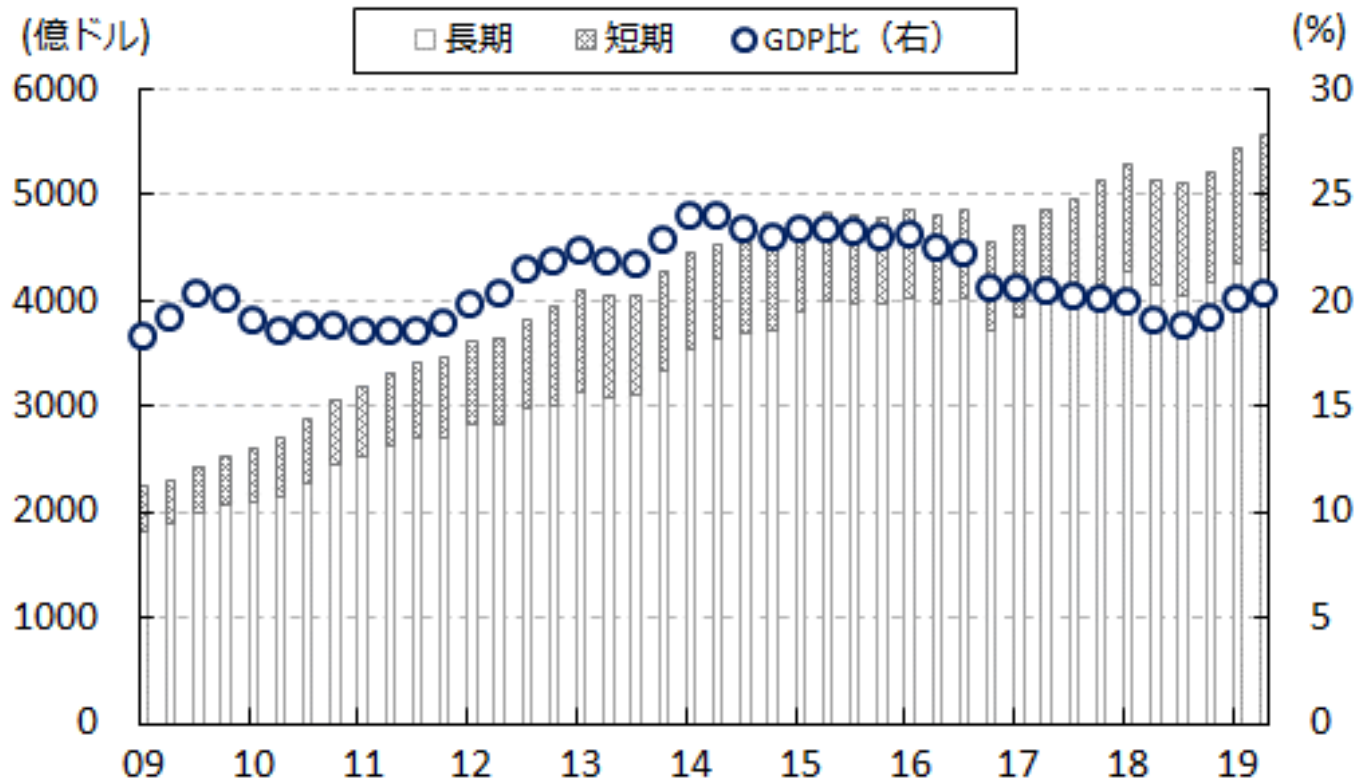
外貨準備高と適正水準（ARA）の推移



(出所) CEIC, IMFより第一生命経済研究所作成, 灰色部分 (100~150%) が適正水準

外貨準備高の水準は“適正水準”を上回るなど耐性は充分

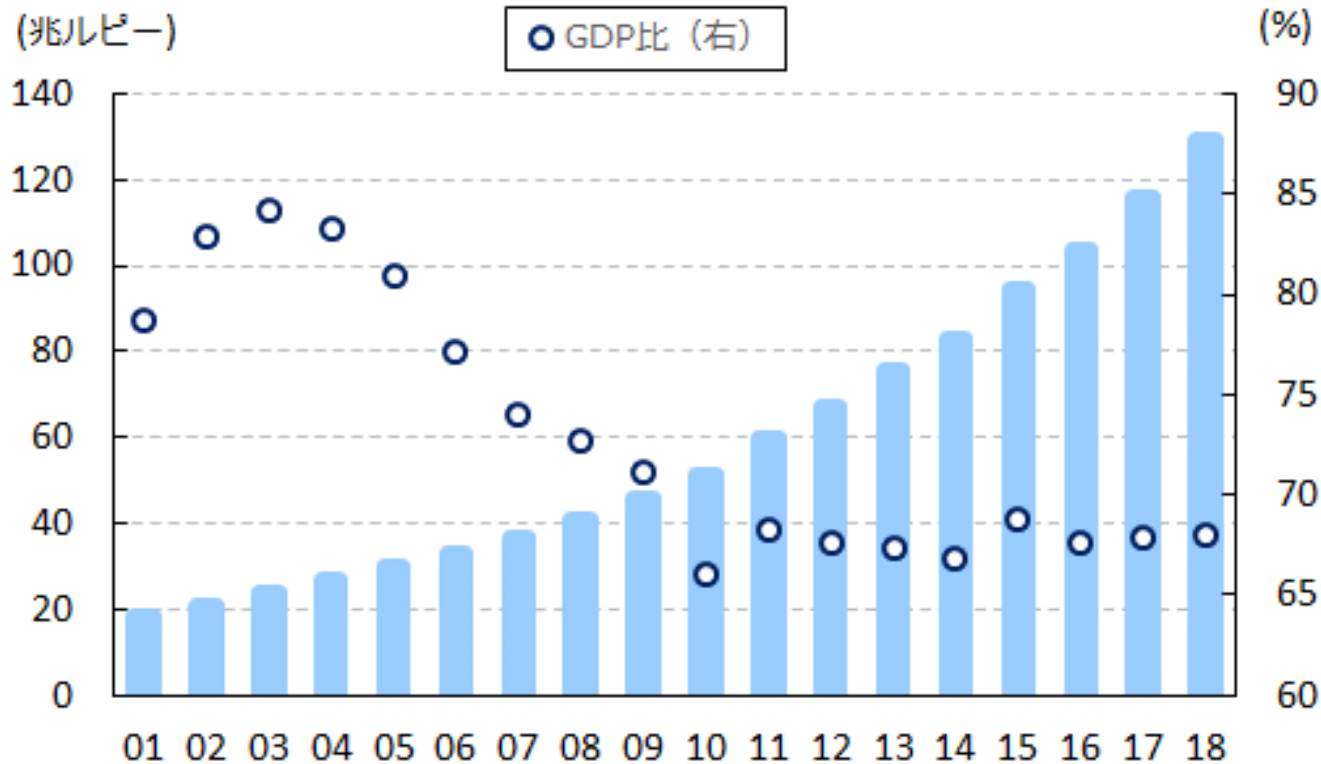
対外債務残高の推移



(出所) 財務省, CEICより第一生命経済研究所作成

対外債務の拡大ペースは緩やか, GDP比も落ち着いた推移

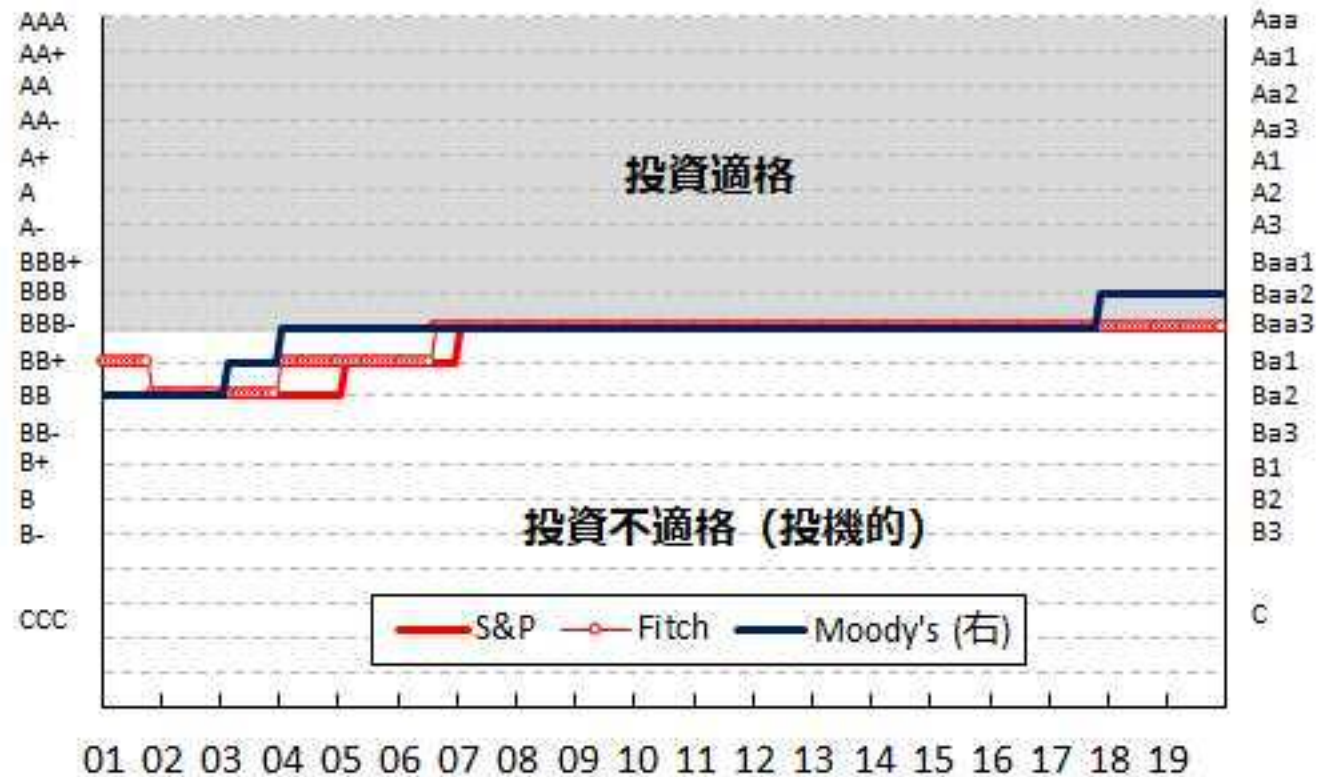
公的債務残高の推移



(出所) IMF, CEICより第一生命経済研究所作成

公的債務残高は急拡大, GDP比も高水準で推移

主要格付機関による外貨建信用格付の推移



(出所) 各社ホームページより第一生命経済研究所作成

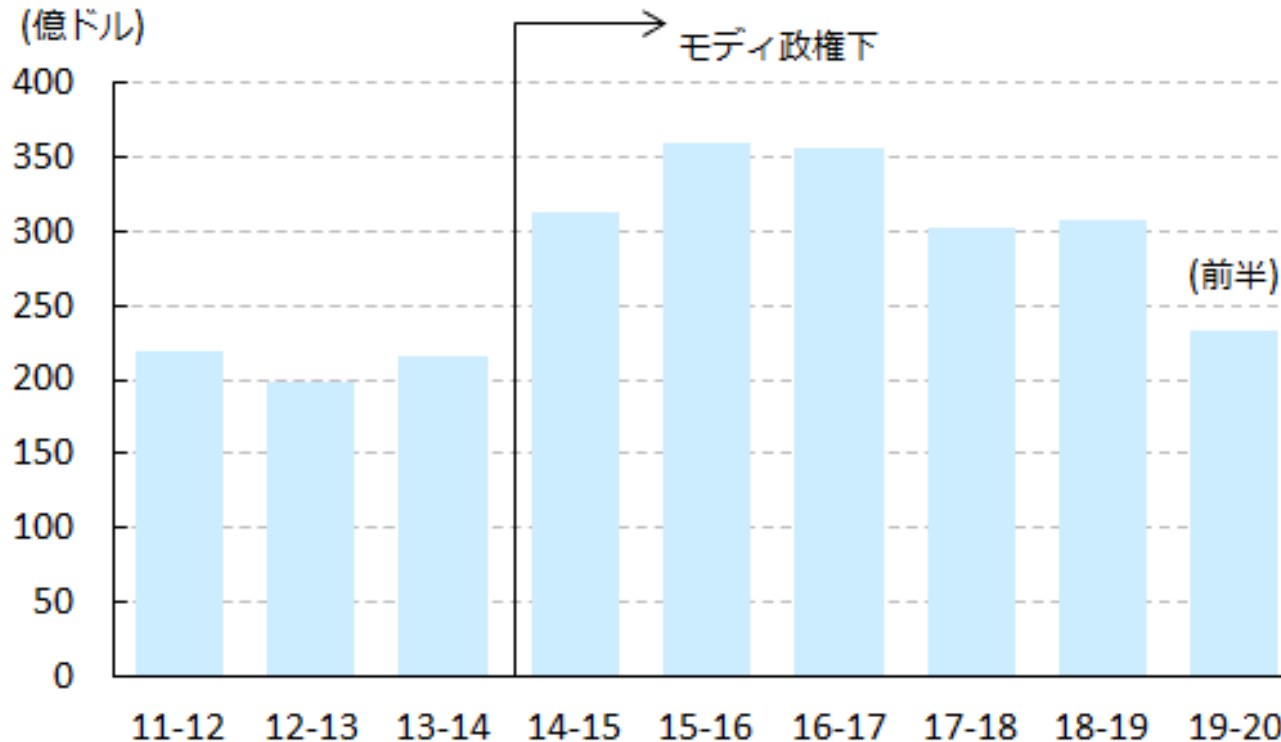
唯一格付が高いムーディーズは, 11月に"見通し"を引き下げ

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を負いません。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。

“モディノミクス”に対する期待は如何に

海外からの期待は依然として旺盛な推移が続いている模様

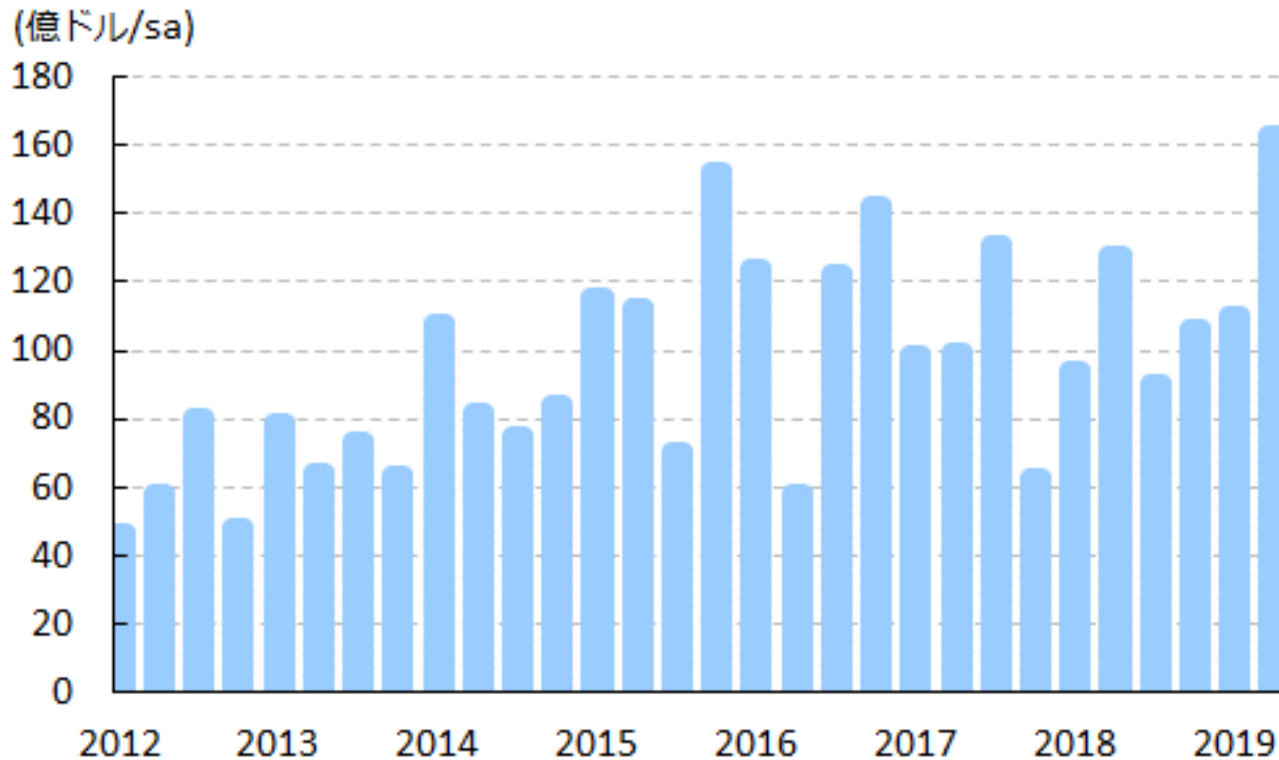
対内直接投資流入額の推移



(出所) 準備銀行, CEICより第一生命経済研究所作成

政権発足直後をピークに頭打ちするも、底打ちの兆し

対内直接投資流入額の推移



(出所) 準備銀行, CEICより第一生命経済研究所作成, 季節調整値は当社試算

四半期ベースでも底打ちの兆候は鮮明になりつつある

中長期的な観点から進出先として期待する国の順位

順位		国・地域名 (計)	回答社数(社)		得票率(%)	
2019	← 2018		2019	2018	2019	2018
			404	431		
1	↑	2 インド	193	199	47.8	46.2
2	↓	1 中国	180	225	44.6	52.2
3	↑	4 ベトナム	147	146	36.4	33.9
4	↓	3 タイ	133	160	32.9	37.1
5	—	5 インドネシア	102	131	25.2	30.4
6	—	6 米国	93	124	23.0	28.8
7	↑	8 フィリピン	48	43	11.9	10.0
8	↓	7 メキシコ	47	59	11.6	13.7
9	—	9 ミャンマー	41	37	10.1	8.6
9	↑	10 マレーシア	41	36	10.1	8.4
11	↑	14 台湾	18	19	4.5	4.4
12	↑	13 韓国	15	22	3.7	5.1
12	↑	16 シンガポール	15	15	3.7	3.5
14	↓	11 ドイツ	14	25	3.5	5.8
15	↑	18 オーストラリア	13	12	3.2	2.8
16	↑	17 カンボジア	12	13	3.0	3.0
17	↓	12 ブラジル	11	24	2.7	5.6
18	↓	15 ロシア	9	16	2.2	3.7
18	↑	20 フランス	9	7	2.2	1.6
20	↓	19 トルコ	8	9	2.0	2.1

(出所) JBIC “2019年度海外直接投資アンケート調査”より第一生命経済研究所作成

多くの日本企業はインドを進出先として考えている

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。

“モディノミクス”で掲げられた政策の柱の行方

1. メイク・イン・インド

- ⇒ 2025年までにGDPに占める製造業比率を25%に（昨年度時点で17%）
- ⇒ 2022年までに製造業における雇用を1億人拡大（雇用統計は未だ整備されず）

2. デジタル・インド

- ⇒ デジタル化を通じてインドを知識経済社会に発展（アーダール, 行政の効率化）
- ⇒ “スマート・シティ”の建設推進（今年度中の20箇所完工目標も諸所の問題あり）

3. クリーン・インド（スワッチ・バラート）

- ⇒ 賄賂及び汚職の撲滅
- ⇒ 環境美化（トイレの整備, 渋滞緩和策など）

4. スタディ・イン・インド（今年度本予算案で突如浮上した“新機軸”）

- ⇒ 国立研究基金（NRF）創設による基礎研究の重点化
- ⇒ SWAYAMプログラム（オンラインコース）を通じた高等教育の拡充

（出所）各種報道などより第一生命経済研究所作成

“スローガン”は立派だが、実現性には難題が山積

インドの対外政策の行方

RCEPにおける交渉の“壁”となったインド

先月、タイにおいて開催されたRCEP（東アジア地域包括的経済連携協定）の閣僚級準備会合、その後開催された首脳会合においては、“物品貿易（いわゆる関税）”及び“知的財産”などの項目で16ヶ国全体による妥結は断念。

⇒ インドを除く15ヶ国に関連して、コミュニケに“RCEPに参加する15ヶ国は全20項目及び基本的に市場アクセスを巡るすべての問題について条文ベースでの交渉を妥結した”旨が記され、“大筋合意”に至っている模様。

⇒ その上で、“インドには重大な未解決の問題があり、すべてのRCEP参加国はともに満足出来る方法での解決に向けた取り組みを進める用意はあるものの、インドの最終判断は残された諸問題を満足な形で解決出来るか否かに掛かっている”と記すなど、インドに“善処”を促す旨が示されている。

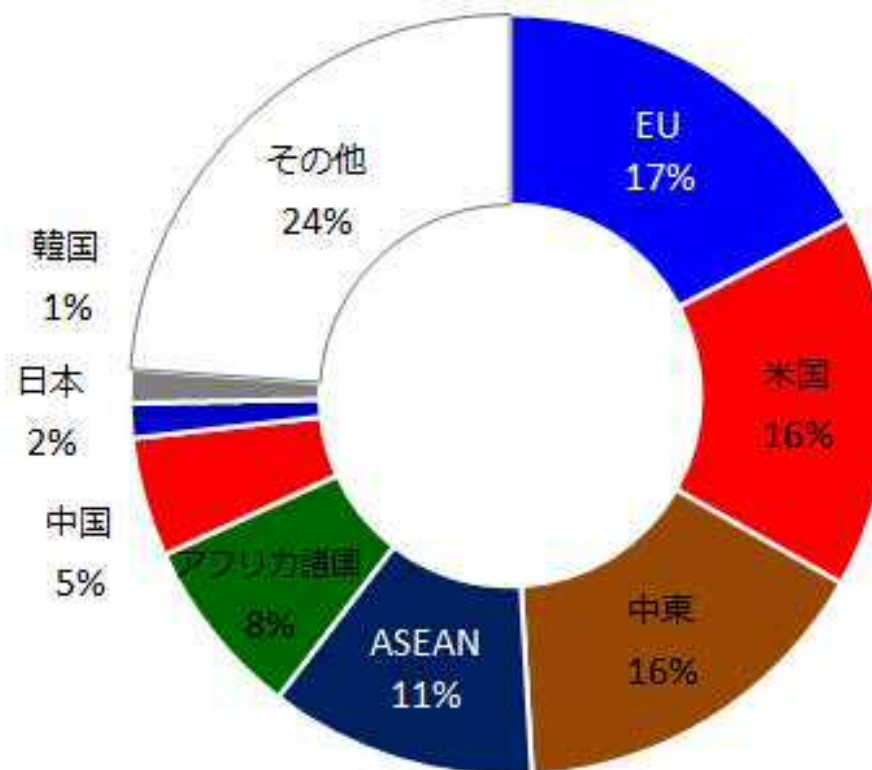
⇒ その後、インド外務省高官は“インド政府は首脳会合においてRCEPに参加しない決定を伝えた”とする談話を公表。その一方、公式な離脱を表明している訳ではなく、今後も交渉を継続する可能性は残されているものの、その道のりは平坦ではない。

（出所）各種報道などより第一生命経済研究所作成

“総選挙”の結果は対外交渉にプラスに作用せず

インドの輸出相手は実のところ“アジア以外”が中心

国・地域別の輸出額の割合（2018-19年度）

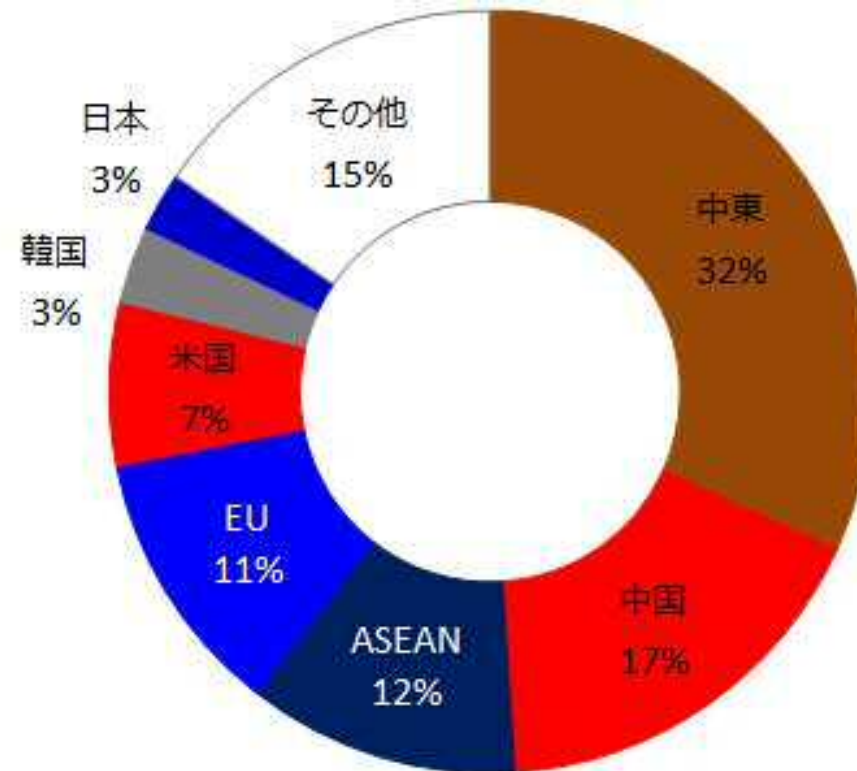


(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

欧米で3割以上, それ以外にも中東・アフリカ比率が高い

一方の輸入面ではアジアからの割合が高い

国・地域別の輸入額の割合（2018-19年度）

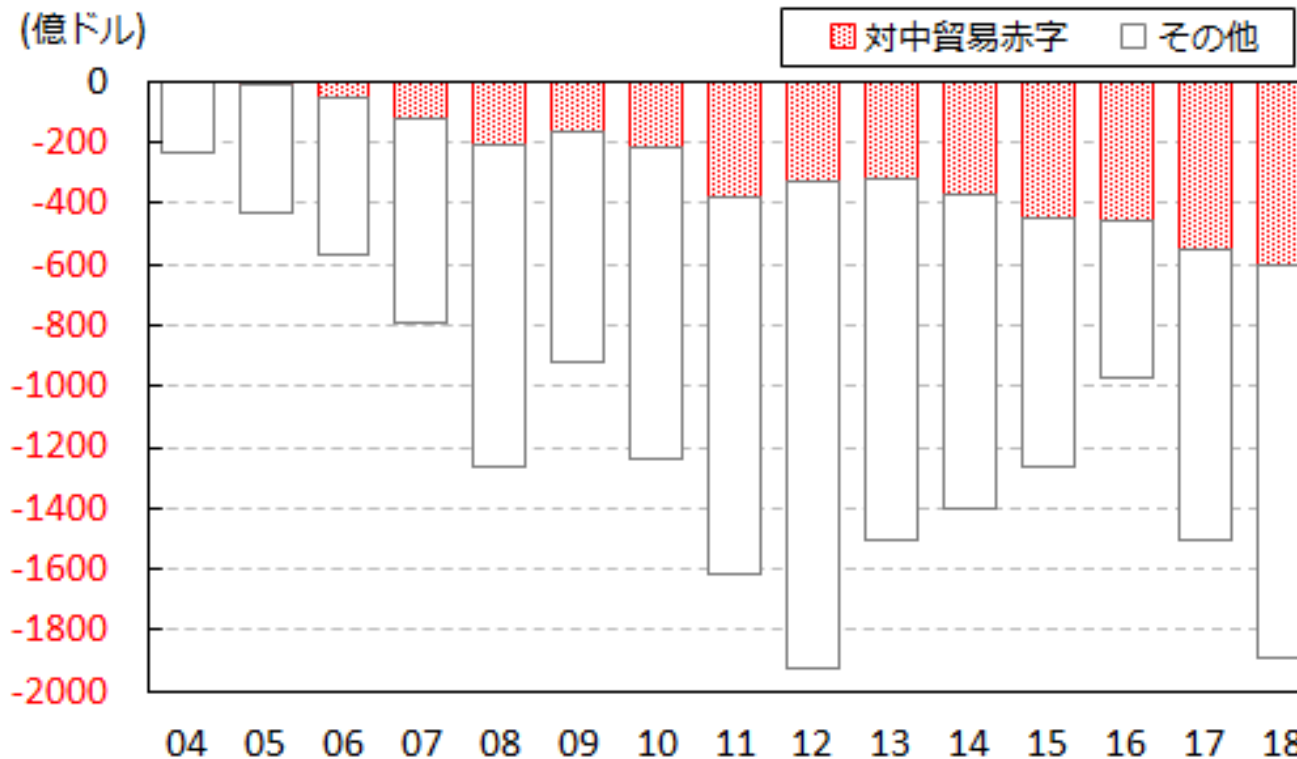


（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

中東の輸入は圧倒的だが、輸出に比べてアジアの存在感は大

対中貿易赤字の拡大が近年は悩みの種に

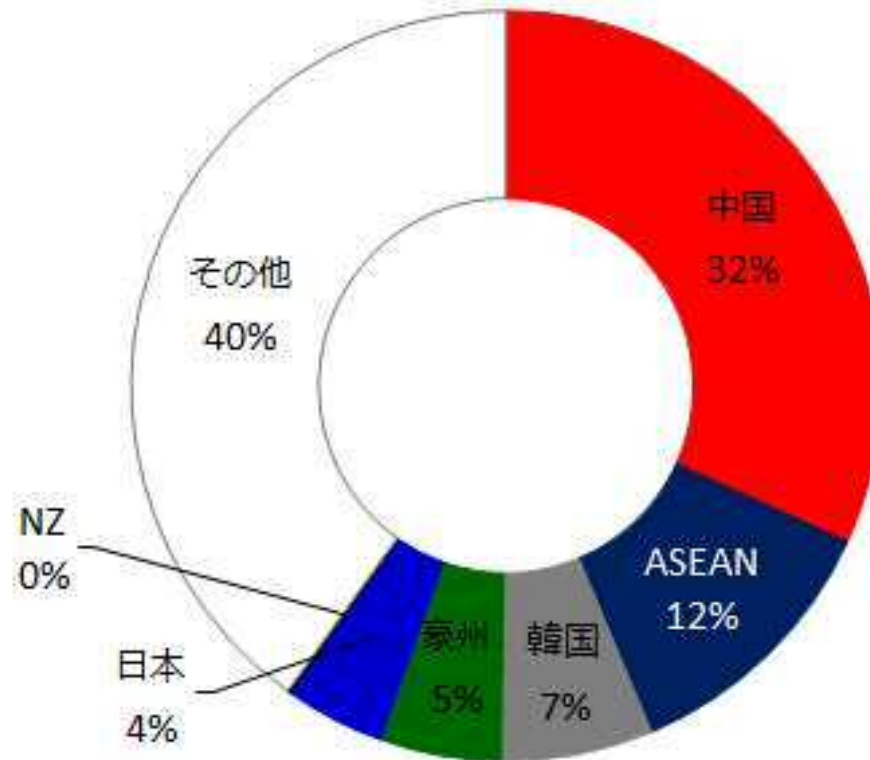
貿易赤字額の推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

ここ数年は貿易赤字に占める対中赤字の割合が拡大

国・地域別の貿易赤字の割合（2018-19年度）

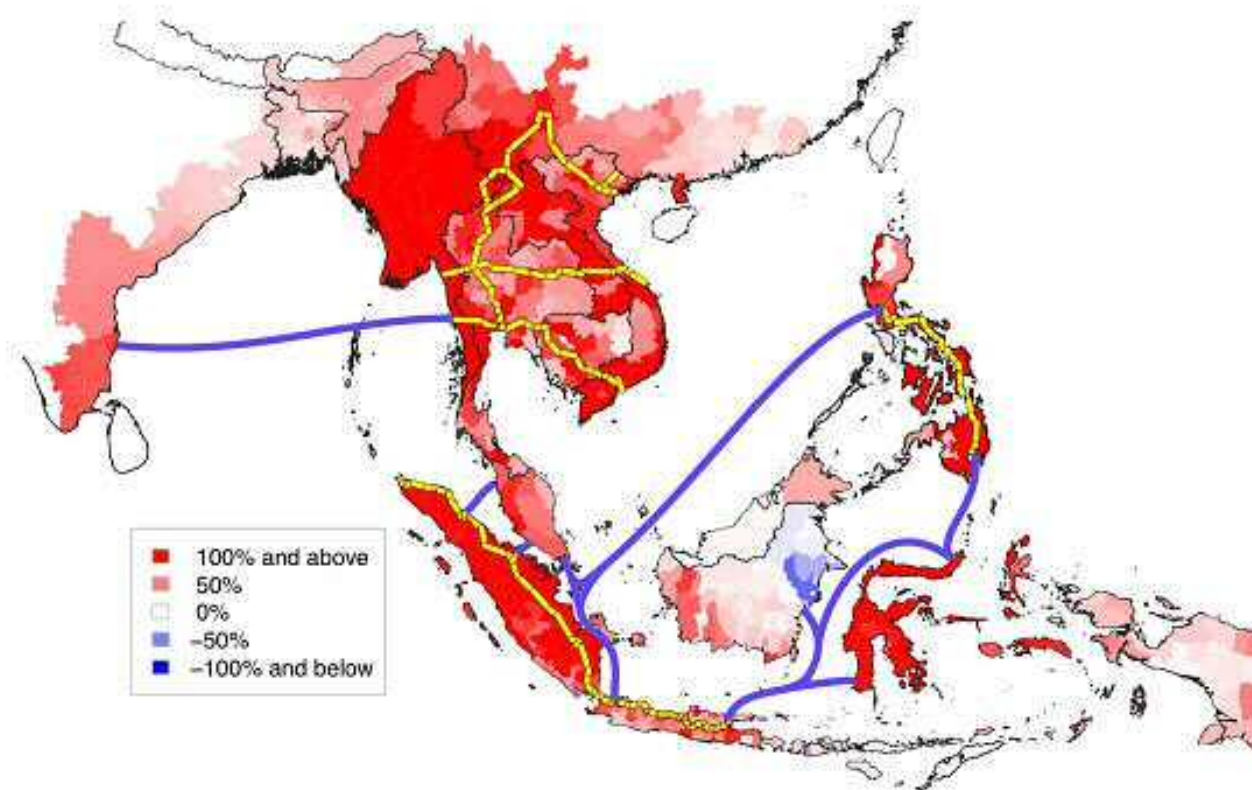


(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

インドにとってRCEP諸国からの貿易赤字は全体の6割

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を負いません。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。

ASEANの連結性強化の取り組みをインドに広げる重要性



(出所) ERIA, IDE-JETRO GSM Teamより第一生命経済研究所作成

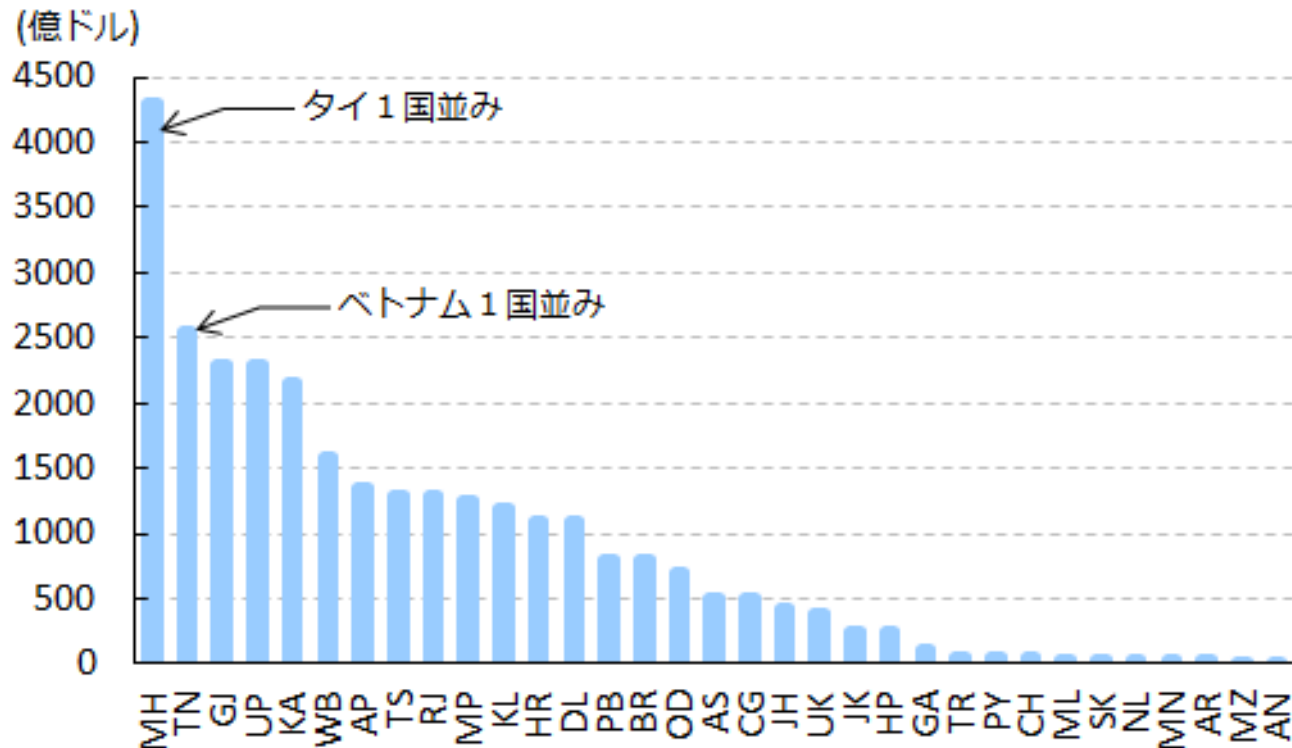
経済統合の“利点”をインドに如何に浸透させるかが肝

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を負いません。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。

少し“長い目でみた”インド経済のあり様

インドを“一つの国”としてみることは些か無理がある

直轄市及び州ごとの域内総生産（2017-18年度）の比較

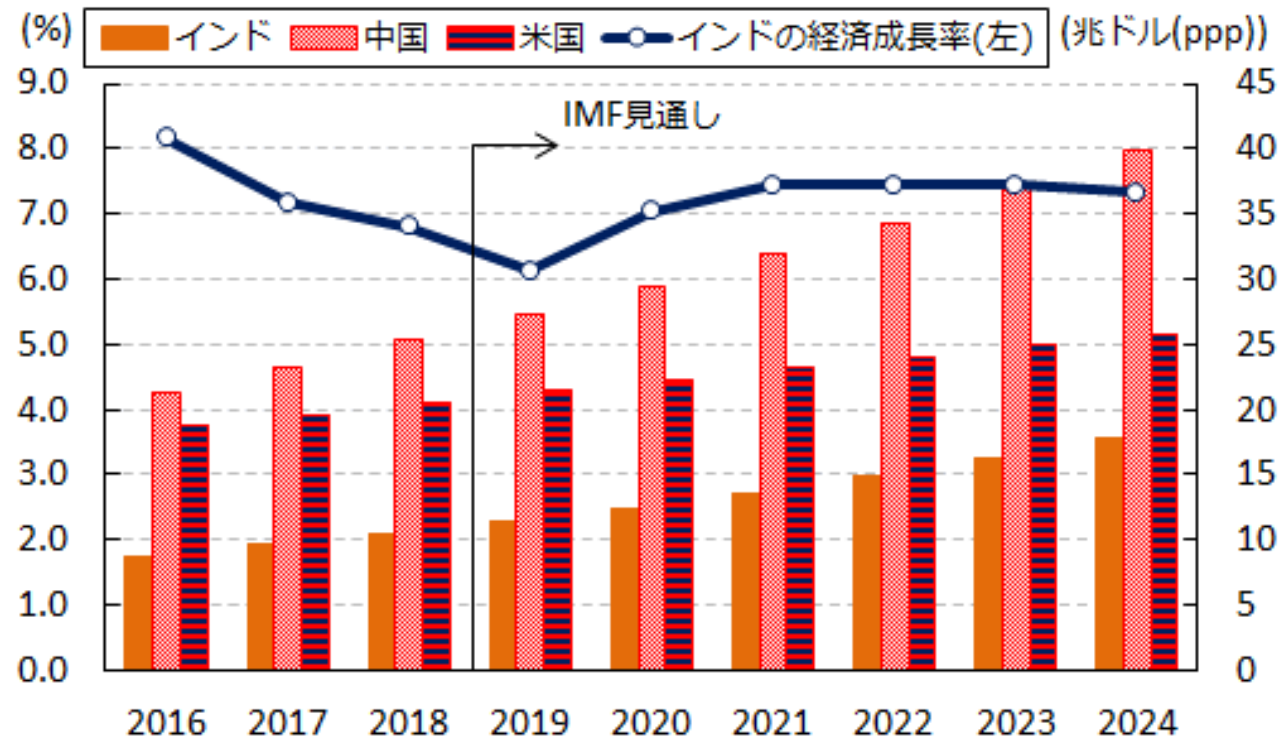


(出所) インド政府公報資料などより第一生命経済研究所作成

中国に比べて“小粒感”はあるが、州ごとの取り組みは必要

IMFは今後のインド経済をどのようにみているか

インドの経済成長率見通し及びインド、中国、米国の経済規模（購買力平価ベース）の見通し

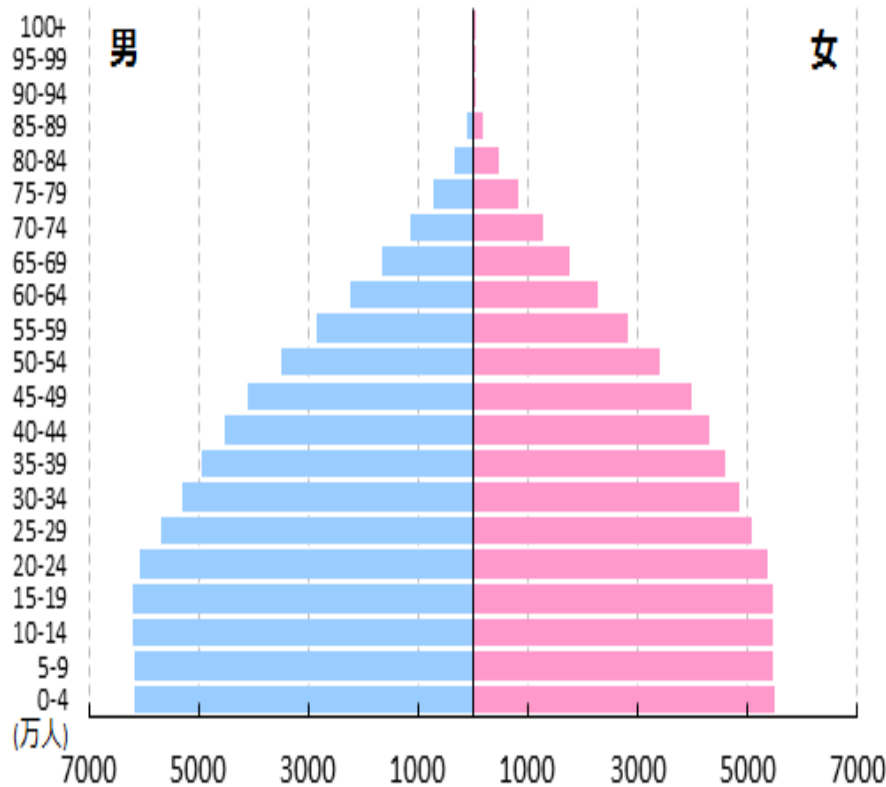


(出所) IMF “WEO Database October 2019”より第一生命経済研究所作成

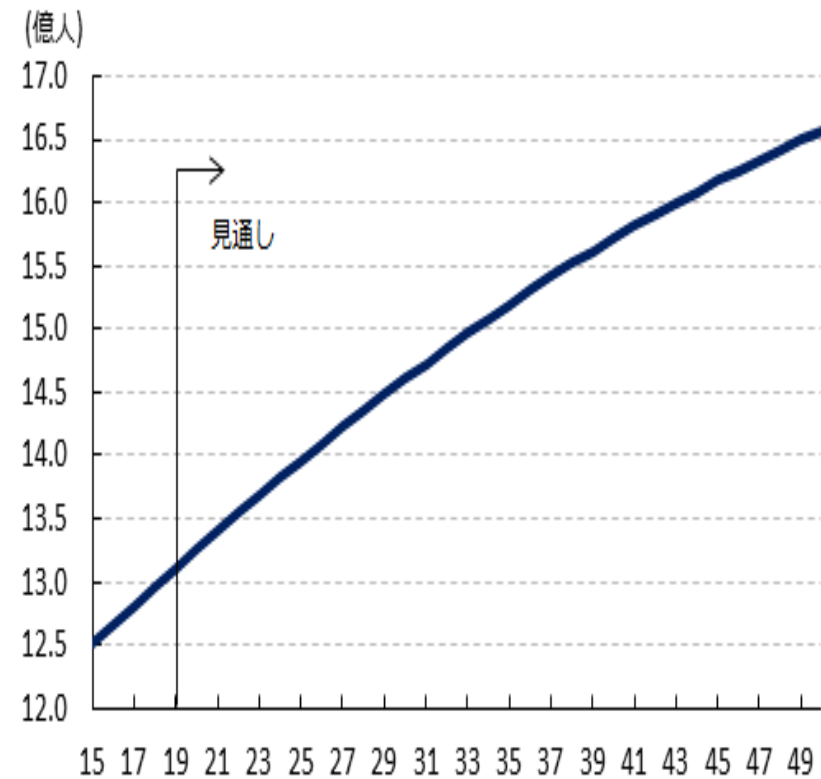
中期的に購買力は“米国を追いかける”と見通している

中長期観点から見たインド経済に対する“期待”

人口ピラミッド（2019年時点）



人口の推移と見通し



(出所) 米国国勢調査局より 第一生命経済研究所作成

長期に亘り“人口ボーナス”を謳歌出来る環境にある