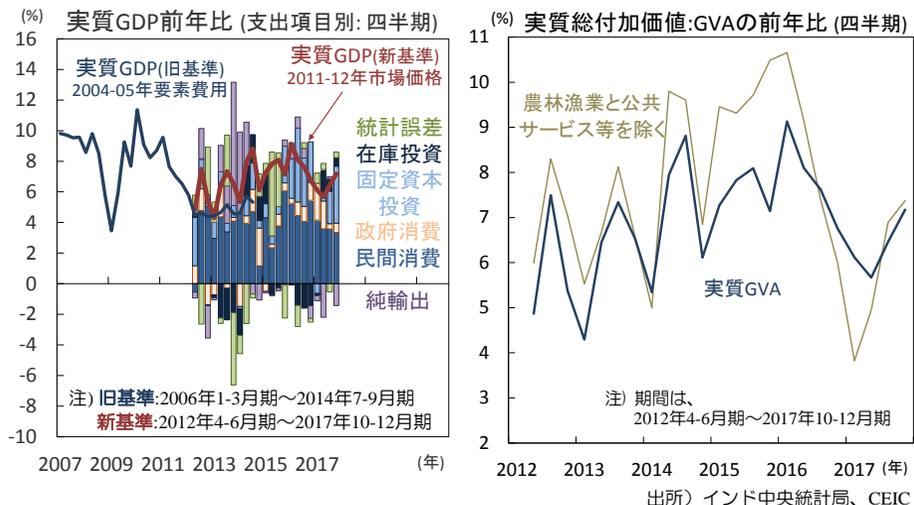


インド:10-12月期成長率の急回復は「実力」か、統計の歪み等による誇張なのか

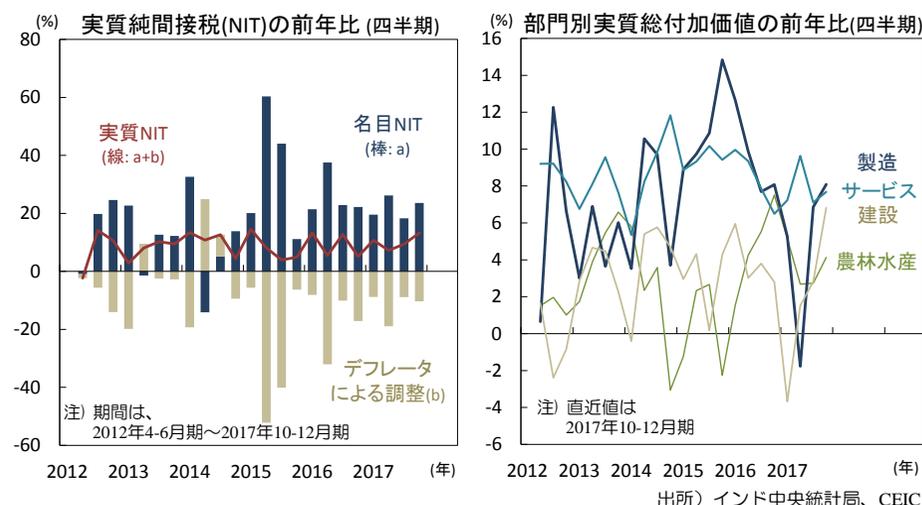
【図1】加速する固定資本投資(左)、民間部門の生産が回復(右)



先週28日、インド政府は10-12月期の実質GDPが前年比+7.2%と市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.0%を上回ったことを公表。前期の成長率も同+6.5%と当初の+6.3%から上方修正されました(図1左)。生産側から算出された実質総付加価値(GVA)も同+6.7%と前期の+6.2%より加速(図1右)。GDPがGVAを上回ったのは純間接税(NIT)の伸びによります(GDP=GVA+NIT)。実質NITは同+13.2%と前期の+9.4%より急伸(図2左)。GST申告期限の延長やGST還付の遅れがNITの伸びを一時的に押し上げた模様です。

市場予想を上回るGDP成長率の急伸は、NITの上振れや前年低ベース効果などによって誇張されている面もあるものの、2016年11月の高額紙幣の廃貨や2017年7月の物品サービス税(GST)の導入に伴う混乱で下押しされた景気が本格的な回復を始めたことは確かなようです。GDPの需要側では、民間消費が鈍化する一方で固定資本投資が急伸し政府消費も加速したため、内需(在庫投資を除く)の寄与度は+7.7ポイント(pt)と前期の+6.1ptより大きく伸び、純輸出の落込みの影響をカバーしました。

【図2】製造業と建設業とサービス部門の生産が力強く加速(右)



民間消費は前年比+5.6%と前期の+6.6%より鈍化。前年同期の急加速からの反動(ベース効果)の影響が大きいとみられます。前年同期の同消費は同+9.3%まで上昇。降雨量の回復に伴う農業所得の改善や公務員給与の大幅引上げ等が背景でした。政府消費は同+6.1%と前期の+2.9%より加速しました。固定資本投資は同+12.0%と前期の+6.9%より急加速。公共投資が伸びたことに加え、前年同期の落込み(同▲2.1%)からの反動(ベース効果)も加わりました。外需では、総輸出が同+2.5%と前期の+6.5%より鈍化。世界景気が回復する中でも、GST還付の遅れによる輸出業者の運転資金不足などが輸出の回復を妨げたとみられます。総輸入は同+8.7%と前期の+5.4%より加速。この結果、純輸出の寄与度は▲1.4ptと前期の+0.2ptより反落しました(図1左)。

生産側のGVAでは、民間部門の動向を反映するコアGVA(農林漁業と公共サービス等を除く)が同+7.4%と前期の+6.9%より堅調に加速(図1右)。同部門が高額紙幣廃貨やGST導入に伴う混乱の影響から回復している様子がうかがえます。

● 度重なるショックの影響から立ち直る民間部門生産

農林漁業は同+4.1%と前期の+2.7%より加速した一方、鉱業は同▲0.1%と前期の+7.1%より反落しました。製造業は同+8.1%と前期の+6.9%より加速。電器など耐久財が不振であったものの、加工食品など非耐久財が堅調に伸び、投資の伸びとともに機械設備や運輸機器など資本財も加速しました。建設業は同+6.8%と前期の+2.8%より加速。政府によるインフラ投資や低価格住宅供給事業の伸びに加え、高額紙幣の廃貨によって鈍化した前年同期(同+2.8%)からの反動もあるとみられます。サービス部門は同+7.7%と前期の+7.1%より加速。流通・宿泊・運輸・通信が+9.0%と前期の+9.3%よりやや鈍化したものの、政府の経常歳出の加速を背景に公共サービス等が+7.2%と前期の+5.6%より上昇し、金融サービス等も+6.7%と前期の+6.4%より加速しました。

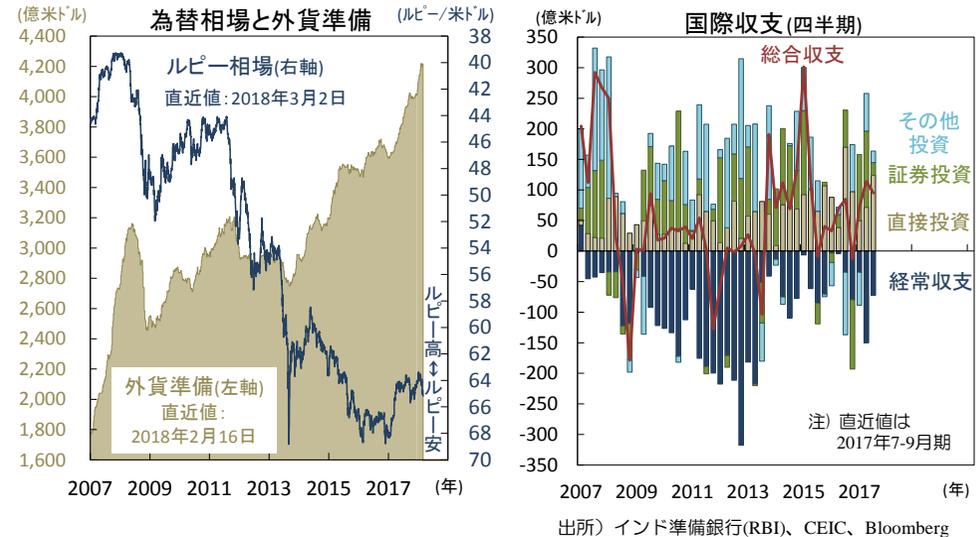
銀行部門は改正破産法による不良債権処理に着手。不正取引による大手国有銀行(PNB)の多額の損失発生等もあり、銀行の与信態度は一層慎重となり民間部門の投資の回復を遅らせるでしょう。当面の投資の伸びは主に政府のインフラ投資等に依存する見込みです。一方、来年春の総選挙も視野に、政府の新年度予算は農村部支援策(作物の最低支持価格:MSP引上げ等)を導入。農村部門の消費を支えると予想されます。

● 足元やや軟調なルピーも中期的には底堅く推移か

今後も世界景気の回復が続く中で、GST導入に伴う輸出業者の運転資金不足が解消されれば財輸出の伸びも加速するでしょう。今年度(～2018年3月)のGDP成長率は+6.7%と昨年度の+7.1%より鈍化した後、来年度は+7.4%まで回復すると予想されます。

通貨ルピーは年初より先週2日にかけて対米ドルで▲2.0%下落と(図3左)主要アジア通貨ではフィリピン(▲3.8%)に次ぐ下落率でした。国際原油価格の上昇や内需の回復とともに経常赤字は昨年4-6月期より拡大し(図3右)、基礎的収支(経常収支+直接投資収支)も小幅な赤字に転じました。食品物価の底打ちと燃料価格の上昇とともに消費者物価は上昇し(図4左)、実質金利の水準を下げています。初期段階にある景気回復に配慮し早期の利上げは行わないとみられ、実質金利は低位に留まるでしょう。歳入の低迷と歳出の増加に伴う財政悪化の懸念や、今年中の主要州議会選挙と来年春の下院総選挙を控えた政治的な不透明感等が、当面の通貨の重しとなるでしょう。しかし、現政権の経済改革に伴って改善する潜在成長力や健全な経済運営など中期的なルピーの支援要因は健在です。下院総選挙での現政権の再選と経済改革の継続の道筋が明らかになれば、ルピー相場は再び底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図3】やや軟調なルピー相場(左)、経常赤字は拡大基調(右)



【図4】上昇する消費者物価(左)、金利を据置く準備銀行(右)



・本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮しておりません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会