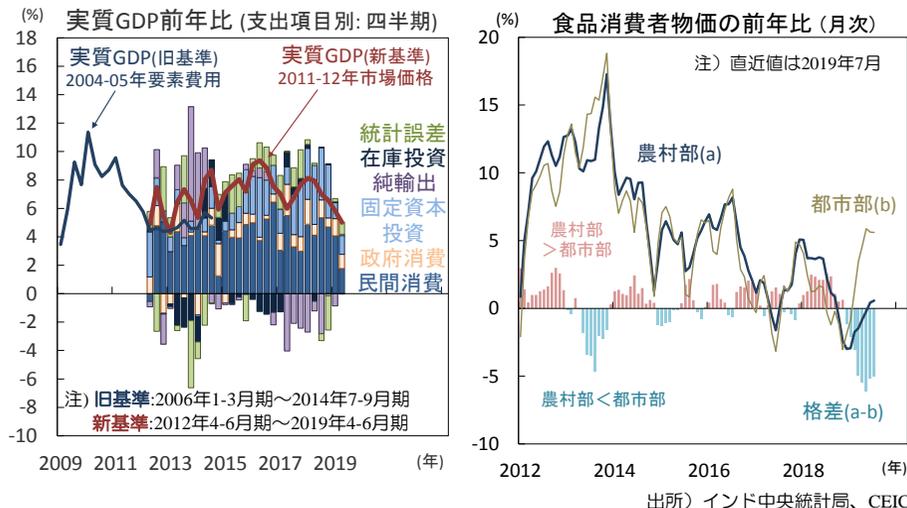


## インド:6年ぶりの水準へと急減速した景気と高まる追加利下げ圧力

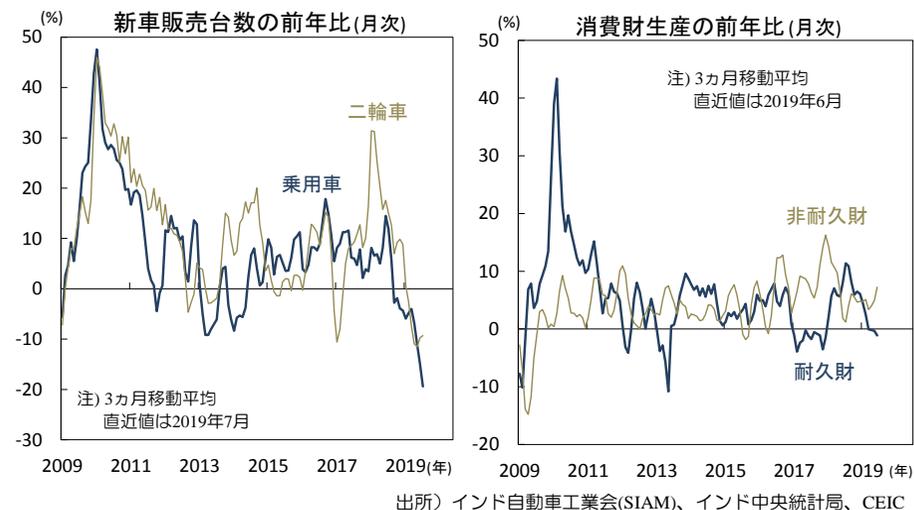
【図1】GDP成長率は+5%に低下(左)、農村部の食品物価が低迷(右)



インドで景気低迷が深刻化しています。8月30日、政府は4-6月期の実質GDPが前年比+5.0%と前期の+5.8%より減速し、約6年ぶりの水準に低下したと公表。市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+5.7%を下回る成長率への失望から、週明け3日の市場では通貨ルピーが対米ドルで▲1.4%下落、株価(SENSEX指数)も▲2.1%下落しました。

景気は数多くの逆風に晒されています。昨年9月の大手ノンバンクによる債務不履行をきっかけとしたノンバンク部門の資金調達環境の悪化に伴って、家計や中小企業や不動産開発部門向け融資が低迷。農産物価格の低迷(図1右)などに伴う農村部の困窮、家計の可処分所得の低迷、政府による建設支出の鈍化、輸出の低迷も加わりました。また、自動車販売も急激に鈍化(図2左)。ノンバンクの自動車融資が落込んだことに加え、政府による環境規制の強化と、自動車登録税の引上げと、政府機関による自動車買換え凍結措置等が背景です。GDP統計の需要側では、民間消費が急減速。前期より鈍化した固定資本投資が引続き軟調であったことも加わり内需が低迷しました。

【図2】新車販売が急落し(左)、耐久財生産の伸びが低迷(右)



内需の低迷で輸入が鈍化し、純輸出の寄与度が+0.1%ポイント(pt)と前期の▲0.9%ptより改善。在庫投資も+0.0%ptと前期とほぼ変わらなかったものの(図1左)、内需(在庫投資を除く)が+4.1%ptと前期の+6.4%ptより落込み、GDP成長率を押下げました。

民間消費は前年比+3.1%と前期の+7.2%より急減速しました。農村部家計の消費が低迷し、二輪車販売や非耐久財生産が減速(図2)。農村部賃金の低迷(図3左)、農産物価格の低迷、重要な非農業収入源である建設部門の活動の停滞、雨季の始まりの6月の雨不足等が背景です。都市部家計の消費も低迷し、四輪車販売や耐久財生産が鈍化(図2)。ノンバンクによる家計向け融資が落込んだ影響です。政府消費は同+8.8%と前期の+13.1%より低下。4-5月の総選挙前の歳出制限措置が経常歳出の実行を抑えました。固定資本投資は同+4.0%と前期の+3.6%より加速しつつ軟調でした。財政赤字の抑制を図る政府が建設支出を抑え、民間設備投資も低迷。過剰な債務と設備という従来からの重しに加え、内外需の急減速に伴う事業環境見通しの悪化も投資を下押ししました。

## 自動車部門の低迷などから製造業生産が急減速

外需では、世界景気が鈍化する中で総輸出が同+5.7%と前期の+10.6%より鈍化し、内需の低迷に伴って総輸入も同+4.2%と前期の+13.3%より減速。この結果、純輸出の寄与度は+0.1%ptと前期の▲0.9%ptより反発し、約2年ぶりにプラスに転じました。

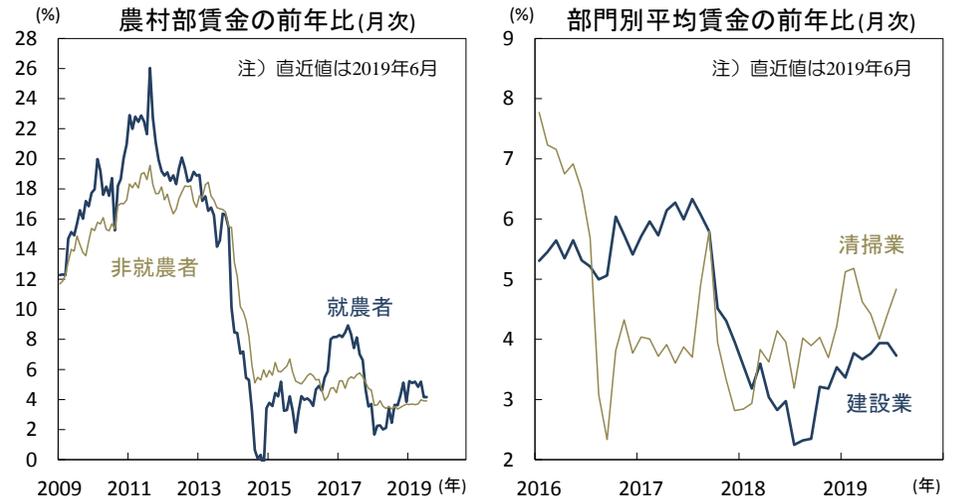
生産側から算出された総付加価値(GVA)では、農林漁業が反発したもののその他の多くの部門が鈍化し、とりわけ製造業が急減速(図4左)。民間部門の動向を反映するコアGVAは同+4.9%と前期の+6.1%より急落しました(図4右)。農林漁業は同+2.0%と前期の▲0.1%より反発。前期に雨不足等によって乾季作物の生産が低迷したことからの反動とみられます。鉱業は同+2.7%と前期の+4.2%より鈍化。前期に見られた石炭生産の伸びは持続しませんでした。製造業は同+0.6%と前期の+3.1%より急減速。輸出の低迷に加え、自動車販売の低迷や環境規制の強化等を巡る不透明感から自動車生産が落ち込んだ影響です。建設業は同+5.7%と前期の+7.1%より鈍化。政府による建設支出抑制によるとみられます。サービス部門は同+6.9%と前期の+8.4%より減速。流通・宿泊・運輸・通信が同+7.1%と前期の+6.0%より加速したものの、政府の経常歳出の鈍化に伴って公共サービス等が同+8.5%と前期の+10.7%より減速しました。

## 政府は8月下旬より景気支援策を相次いで導入

金融・不動産等の生産は前年比+5.9%と前期の+9.5%より鈍化。ノンバンク部門の落ち込みや銀行貸付の減速、不動産部門の規制強化等の影響とみられます。

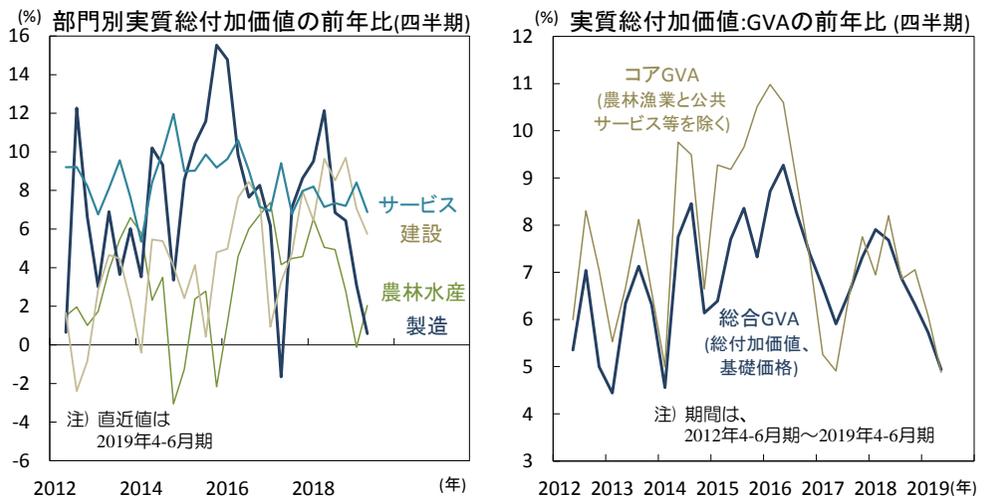
景気の急減速を懸念する政府は8月23日より相次いで景気刺激策を公表したものの、財源不足から大規模な財政資金投入は回避。証券投資のキャピタル・ゲイン税上げの見送り、国有銀行への資本注入の前倒し、物品サービス税(GST)還付金など政府の未払金の迅速な支払い、直接投資規制の緩和(単一ブランド小売、炭鉱)などが並びました。低迷する自動車販売に関しても支援策を導入。新規購入された旧基準(BS4)の環境規制対応車も登録期間中は使用できることの明確化、自動車登録税の引上げ時期の先送り(2020年6月まで)、新規購入車の減価償却率の引上げ(2020年3月まで購入分)、内燃機関車の登録を今後も禁止しないことの明確化、政府機関による自動車買換え凍結措置の解除等を盛り込みました。また、国有銀行10行を4行に統合する方針も決定。資本注入や統合によって財務基盤が強化された場合、与信能力の改善も期待されます。なお、インド準備銀行(RBI)から政府への特別配当は5,760億ルピーとGDPの0.3%に相当。同配当の一部が今後財政刺激策に使用される可能性もあると思われます。

【図3】近年低迷する農村部賃金(左)と建設業の賃金(右)



出所) インド中央統計局、Bloomberg

【図4】製造業が急落し、建設業やサービス部門も鈍化(左)



出所) インド中央統計局、CEIC

## ● 雨不足の解消や政府歳出の正常化や金融緩和が支援要因

短期的(循環的)な重しと中期的(構造的)な重しが折り重なり、当面景気の急回復は望めません。しかし、(a)降雨量の回復、(b)政府歳出の正常化、(c)金融環境の緩和等に支えられ、景気は4-6月期を底として今後緩やかに回復に向かうでしょう。

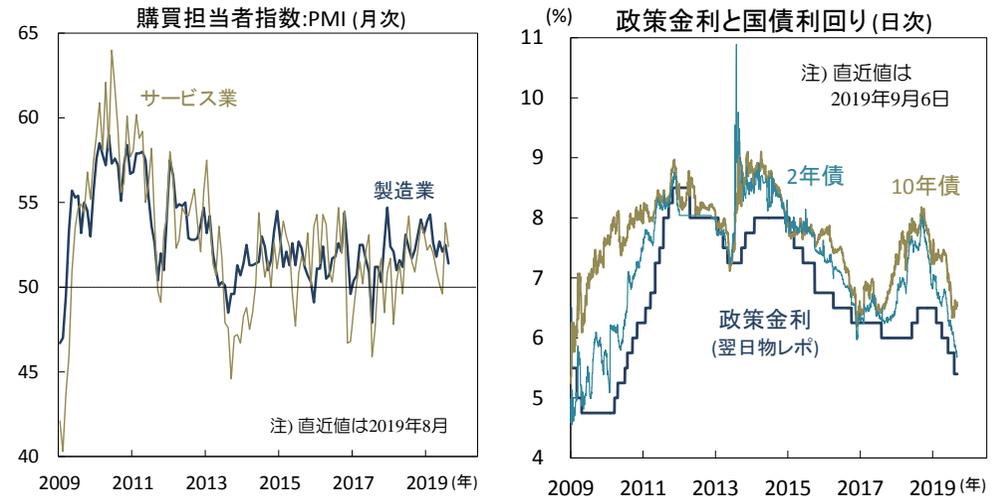
(a)雨季入り直後に深刻化した雨不足はその後解消。6月初から9月5日までの累積降雨量は平年比+1%(6月末時点:▲33%)、8月30日時点の作付面積も平年比▲0.4%(同:▲25%)と回復しています。降雨量の地域的なばらつきに伴う稲作地域(東部)の雨不足や作付け時期ずれの影響への懸念は残るものの、雨不足による農業生産と農業所得の下押しリスクは低下しました。(b)政府歳出は、前述の通り4-5月の下院総選挙にかけて歳出制限措置によって鈍化した後、総選挙の終了に伴って正常化する見込みです。財務相は8月末に歳出を前倒して執行すると発言。GST還付金など未払い金の支払いも加速する見通しです。なお、4-6月期の名目GDPは前年比+8.0%と前期の+9.4%を下回り、GDP統計が大幅改定された2012年以来最低の水準に低下。税収の下振れに伴って、政府が歳出抑制を強いられるリスクもありました。しかし、RBIからの特別配当(GDP比0.3%)という財源が加わったため、上記のリスクはほぼ解消したと思われま

## ● 来年春にかけて0.5%pt前後の追加利下げを実施か

(c)金融環境に関しては、銀行間の流動性の改善に伴って今後は累積利下げの効果が浸透するでしょう。8月7日、インド準備銀行(RBI)は政策金利を5.75%から5.4%に引下げ。今年2月以降の累積利下げ幅は1.1%pt(6.5%→5.4%)に上ります(図5右)。利下げは4対2で決定。二人の委員は利下げ幅は0.25%ptであるべきと主張しました。一方、「緩和的」な政策スタンスの維持は全会一致で決定。今後も追加利下げの余地があり、これを使う可能性があることで合意したと考えられます。落ち着いた物価の下で(図6左)、RBIは景気支援のために来年春にかけて累計0.5%ptの利下げを行うと予想されます。ひっ迫していた銀行間の流動性は足元で緩和(図6右)。今後は政府歳出の加速も流動性を緩和させるでしょう。また、政府による国有銀行への資本注入の前倒しに伴って同部門の与信能力が改善すれば、金融緩和の効果の浸透を助けるとみられます。

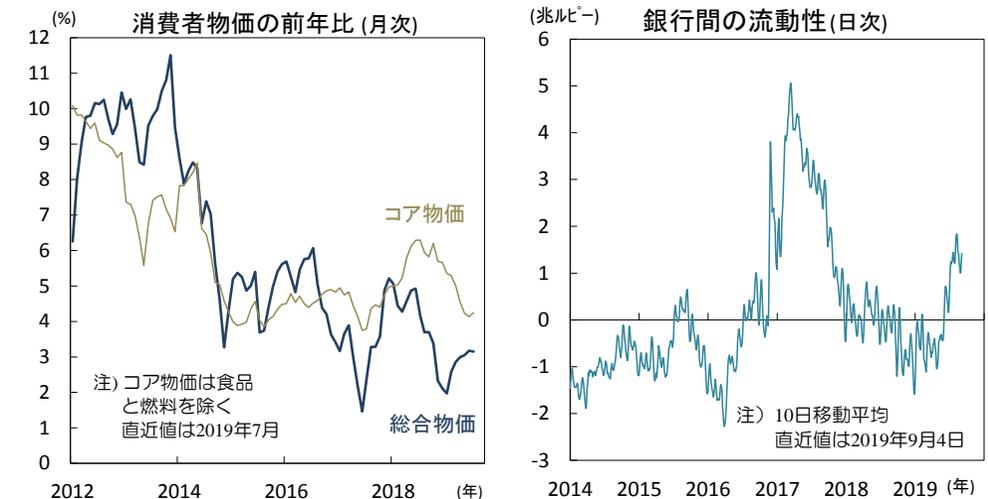
4-6月期に前年比+5.0%まで低下したGDP成長率は、上記の支援要因や昨年後半以降の景気鈍化の反動(ベース効果)に助けられ、来年春にかけて+6%台前半まで回復するでしょう。今年度(～2020年3月)通年の経済成長率は+6.0%前後と昨年度の+6.8%を下回り、2016-17年度の+8.2%をピークに3年連続で鈍化すると予想されます。(入村)

【図5】低下する製造業PMI(左)、累計1.1%ptの利下げを実施(右)



出所) マークイット、インド準備銀行(RBI)、Bloomberg

【図6】鈍化するコア物価(左)、銀行間の流動性は足元で緩和(右)



出所) インド中央統計局、インド準備銀行(RBI)、CEIC、Bloomberg

### ・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