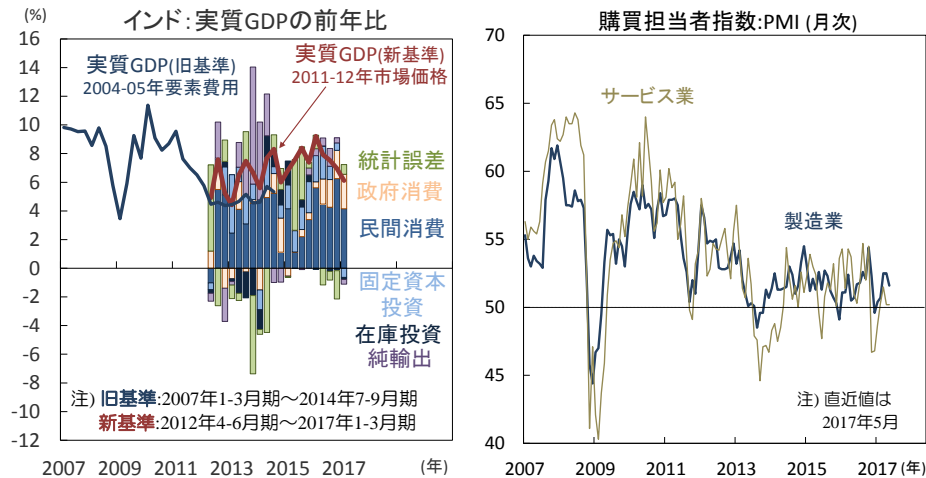


インド:今年1-3月期のGDP成長率の急減速は統計の歪みによる誇張なのか

【図1】市場の予想外の急減速を見せた1-3月期のGDP成長率(左)

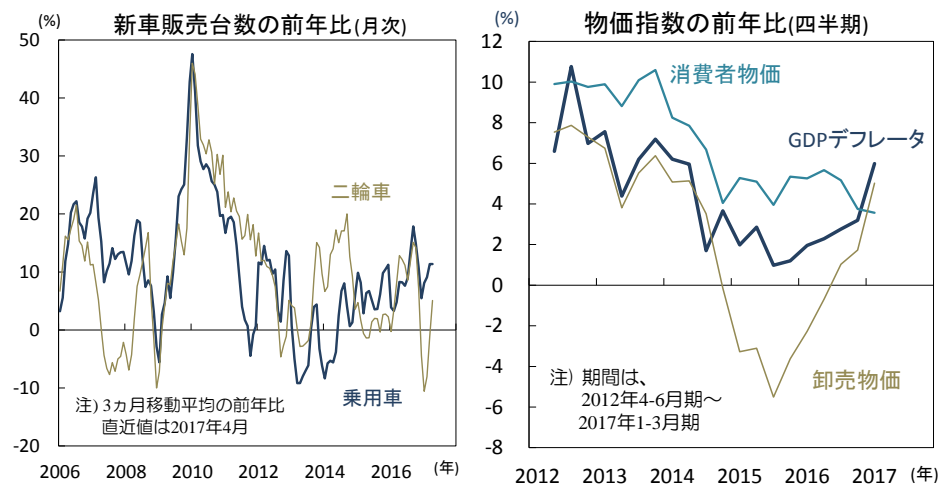


出所) インド中央統計局、Markit、CEIC、Bloomberg

先週31日、インド政府が1-3月期の実質GDPを公表すると市場参加者は動揺。同GDPは前年比+6.1%と前期の+7.0%から減速し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.1%を大きく下回りました。昨年11月の高額紙幣廃貨に伴って10-12月期に鈍化した景気は、1-3月期に緩やかに回復すると市場は予想。購買担当者指数(PMI)や二輪車の販売台数の伸び(農村部の耐久財需要の指標)は11-12月にかけて悪化した後に1月より緩やかに回復(図1右、図2左)、1-3月期の景気回復の期待を高めていました。

1-3月期のGDP成長率の鈍化は統計の歪みによって誇張されているとみられます。同期の名目GDPの前年比は+12.5%と前期の+10.4%より加速。実質GDPが押下げられたのはデフレーターが同+6.0%と前期の+3.2%より急伸したためです。デフレーターは消費者物価(CPI)と卸売物価(WPI)を加重平均して計算されており、その動きを見る限り後者の比重が高い模様です(図2右)。しかし、WPIはサービス物価を含んでおらず、サービス部門が49%を占めるGDPを実質化する指数として適切かについては疑問が残ります。

【図2】急反発する二輪車販売台数(左)、上昇するデフレーター(右)



出所) インド自動車工業会(SIAM)、インド中央統計局、CEIC

1-3月期の成長率は、GDP統計の遡及改定によっても押下げられているとみられます。政府は、WPIと鉱工業生産(IP)統計の基準年を2004-05年から現在のGDP統計と同様の2011-12年に変更。新しい両統計を用いて、GDP統計の遡及改定を行いました。新系列の伸び率を旧系列と比べると、IP統計は高位でWPI統計は低位。特に2016年1-9月期に新旧統計の伸び率の格差が拡大しています(図3)。高いIP統計と低いWPI統計の伸びに伴って昨年1-3月期の実質GDPは上方修正され、その前年比は遡及改定前の+7.9%から+9.2%に上昇。前年同期の上方修正も今年1-3月期のGDPの前年比を押下げました。

1-3月期のGDPの需要側を見ると、輸出入と政府消費が伸びた一方で投資が反落し、民間消費が鈍化しました(図1左)。民間消費は同+7.3%と前期の+11.1%より鈍化し、高額紙幣の廃貨前の7-9月期の+7.9%を下回りました。耐久財消費等を見る限り、前期の消費は過大評価されていると思われます。政府消費は同+31.9%と前期の+21.0%より加速。第7次給与委員会の勧告に基づく公務員給与の大幅な引上げによるとみられます。

● 需要側では固定資本投資、生産側では建設業が反落

1-3月期の実質固定資本投資は前年比▲2.1%と前期の+1.7%より反落。遡及改定後の統計では3年ぶりにマイナスの伸びとなりました。高水準の不良債権と過剰設備や低い貸付の伸びが、引き続き民間設備投資の回復を妨げているとみられます。外需では、世界景気の回復を受けて総輸出が同+10.3%と前期の+4.0%より加速した一方で、総輸入も同+11.9%と前期の+2.1%より伸び率が上昇。この結果、純輸出の寄与度は▲0.3%ポイントと前期の+0.4%ポイントより反落しました(図1左)。

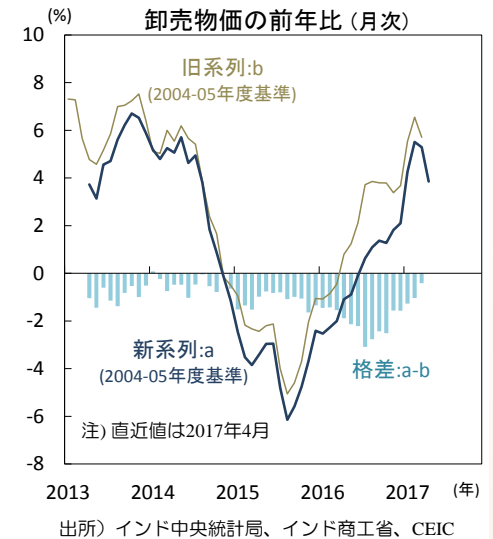
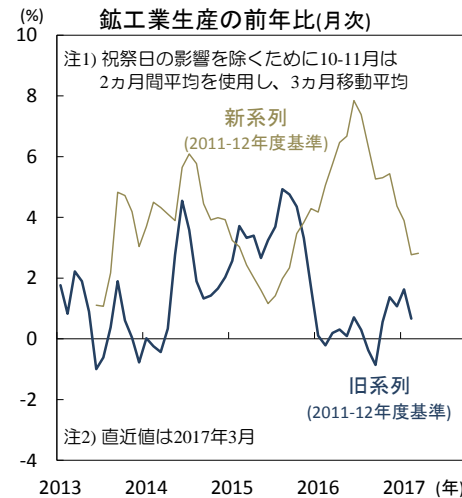
生産側の実質総付加価値(GVA)では、鉱業とサービス部門以外の全てが鈍化しました。農林漁業は同+5.2%と前期の+6.9%より鈍化しつつ、底堅い伸び(図4左)。昨年の雨季以降の降雨量の回復による収穫量の増加が背景とみられます。鉱業は同+6.4%と軟調だった前期の+1.9%より加速しました。製造業は同+5.3%と前期の+8.2%より鈍化。前期の統計が、現金不足による中小企業の生産の落込みを十分に反映できていなかった影響もあるとみられます。建設業は同▲3.7%と前期の+3.4%より反落。建設部門の動向を反映するセメント生産量の伸びは同▲11.9%と前期の▲0.8%より下げ幅が拡大しており(図4右)、現金依存度の高い同部門の活動は大きく下押しされた模様です。

● 昨年度後半に鈍化した景気は今年4-6月期より回復か

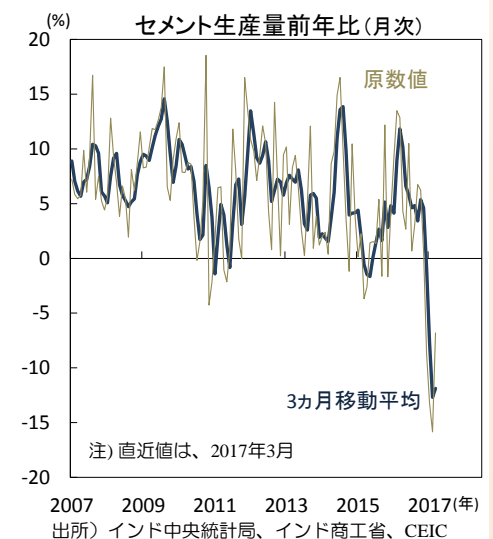
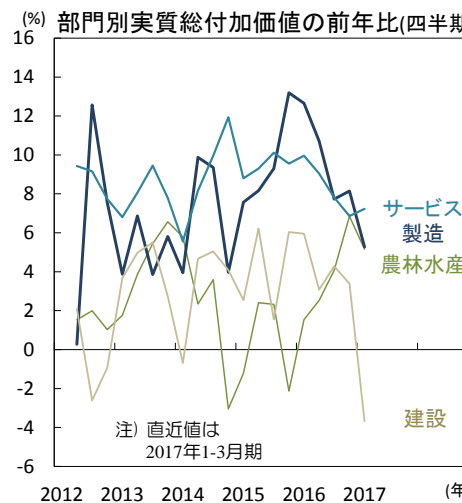
サービス部門は同+7.2%と前期の+6.9%より加速。現金依存度の高い運輸や不動産の落込みの影響を政府支出の加速がカバーしました。流通・宿泊・運輸・通信が同+6.5%(前期:+8.3%)で、金融・不動産等も同+2.2%(同:+3.3%)と鈍化。一方、政府の経常歳出の伸びを受けて公共サービス等が同+17.0%と前期の+10.3%より急伸びしました。

昨年度(～2017年3月)の下期の実質GDPは前年比+6.5%と上期の+7.7%より大きく鈍化。10-12月期のGDPが押し上げられ1-3月期が押し下げられるという統計上の歪みはあったものの、昨年11月の高額紙幣の廃貨に伴って昨年度下期の景気が大きく下押しされたことに疑いはないと思われます。今後は、現金流通量の回復(図5左)に伴って、現金不足によって一時的に落ち込んだ経済活動の正常化が進むでしょう。ペントアップ需要による消費の押し上げに加え、給与委員会の勧告による公務員給与の引上げや天候条件の改善に伴う作物収穫量の増加と農業所得の改善も民間消費の伸びを加速させるとみられます。また、世界景気の拡大に伴う輸出の伸びや高額紙幣廃貨の直後より低下した貸付金利も景気の回復を促すでしょう。一昨年度の+8.0%から昨年度の+7.1%まで鈍化したGDP成長率は、今年度は+7%台半ばへと緩やかに回復すると予想されます。

【図3】 基準年の改定等によって、生産・物価統計が大きく変化



【図4】 現金不足の影響などから建設業生産とセメント生産が急落



● 鈍化する物価上昇率、インフレ警戒感を緩めない準備銀行

足元で物価は鈍化しています。4月の消費者物価は前年比+3.0%と前月の+3.9%より低下し、現統計公表開始以来の低水準となりました(図5右)。食品が同+1.2%と前月の+2.5%から下落し総合物価を押下げ。野菜・果物や豆の価格が下落した影響です。

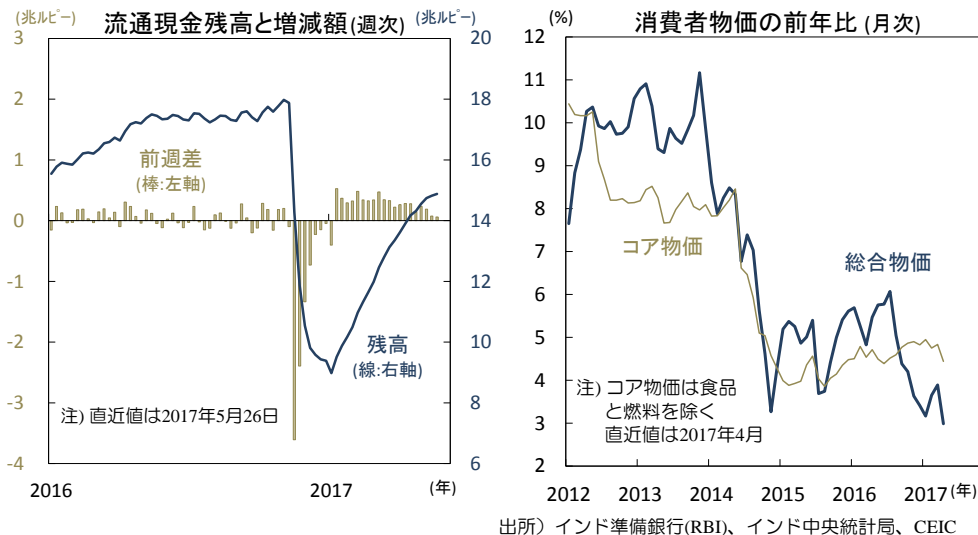
インド準備銀行(RBI)は、4月6日の政策会合で政策金利を6.25%で据置き、金利コリドーを縮小し低下していた銀行間短期金利を押し上げ(図6左、[アジア・マーケット・マンスリー5月号](#)、以下「資料」4-5頁参照)。足元で落ち着いた物価も今年度末にかけて上昇するとの警戒感が背景です。RBIの声明は、雨季の雨不足による食品物価上昇のリスク、公務員住宅手当の引上げ、財サービス税(GST)導入に伴う一時的な物価上昇、一般政府の財政赤字の拡大などを物価押し上げリスクとして挙げました。4月20日に公表された同会合の議事録では、マイケル・パトラRBI理事が「予防的な0.25%ポイントの利上げが望ましい」と発言したことが判明。市場参加者は、インフレ警戒感の強さに驚きました。しかし、足元の物価や昨年度下期の景気が予想以上に下振れたことが明らかになる中、6月7日の政策会合ではインフレ警戒感は従来より低下するでしょう。RBIは今年末まで金利を据置きつつ、その後の利上げの時期を探ると予想されます。

● 今年3-4月に上昇が加速したルピーは今後も底堅く推移か

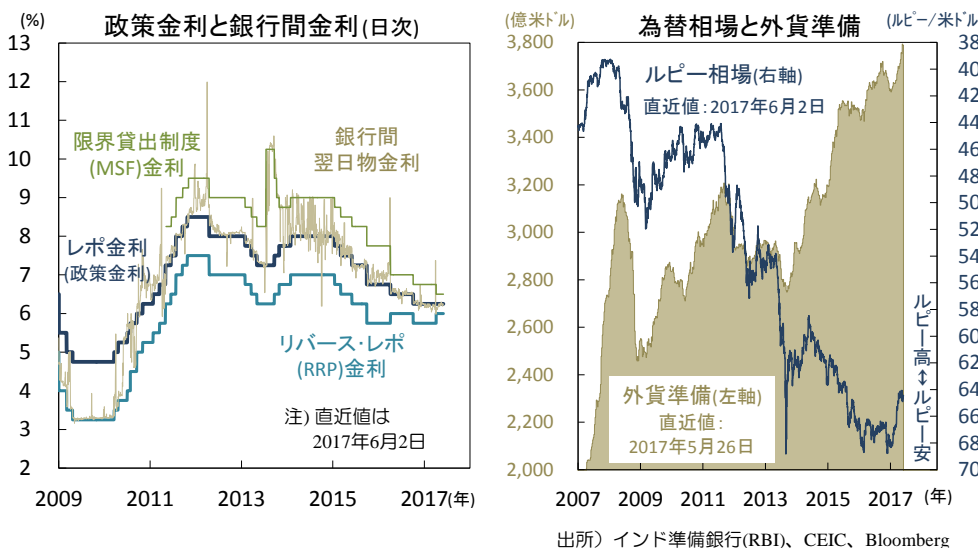
通貨ルピーは年初より先週2日にかけて対米ドルで+5.4%上昇。主要アジア通貨では韓国(同+7.7%)、台湾(同+7.1%)に次ぐ上昇率でした。特に3-4月にかけて他通貨を上回る上昇を記録。2-3月の主要州議会選挙での与党インド人民党(BJP)の圧勝を受けて、経済改革が加速するとの期待が背景とみられます(資料 5-6頁参照)。インフレ抑制を重視するRBI、重要な州議会選挙を控える中でも2月初に財政赤字幅を前年度より縮小した予算案を公表した政府など、健全な経済運営も市場は好感しました。もっとも、5月以降のルピーの上昇率は他の新興国通貨に劣後。多くの海外投資家が同国通貨を選好する中で積上がった買い持高、実質実効相場の上昇、資本流入局面でドル買い介入を行い外貨準備を積み増すRBI(図6右)等が相場の上昇を抑えている模様です。

しかし、底堅い景気拡大と落ち着いた物価、経常赤字の縮小と直接投資資本流入の増加で黒字に転じた基礎的国際収支、高水準の実質金利など同通貨の支援要因は健在です。RBIによる両方向での為替介入によって同通貨の変動率は低く抑えられており、キャリー取引(低金利通貨売り/高金利通貨買い)を行う海外投資家も高金利の同通貨を選好している模様です。ルピーは今後も底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図5】回復する現金流通残高(左)、鈍化する消費者物価上昇率(右)



【図6】3-4月にかけて上昇したルピーと増加する外貨準備残高(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・状況であり、また、見通しないし分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、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・手数料等は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。

・本資料中で使用している指数について

- Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



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