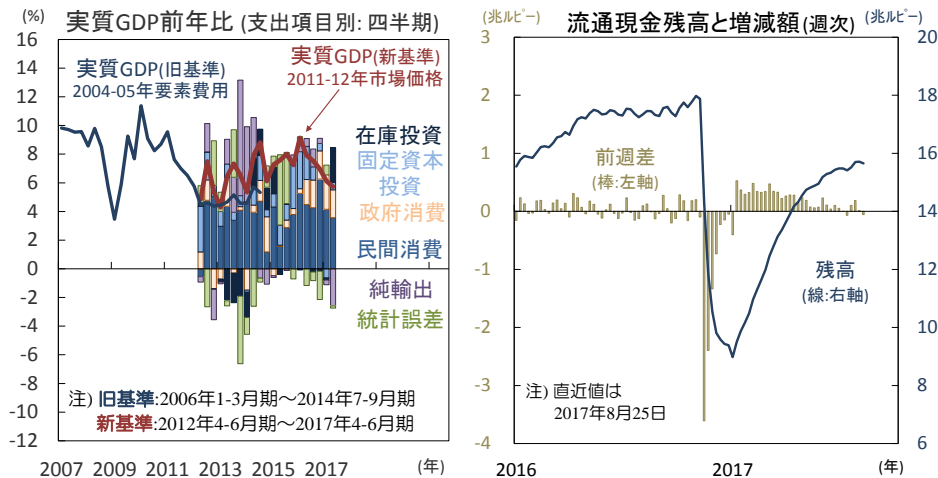


インド：新税導入に伴う混乱などから約3年ぶりの水準まで鈍化したGDP成長率

【図1】4-6月期のGDP成長率は+5.7%にまで低下(左)

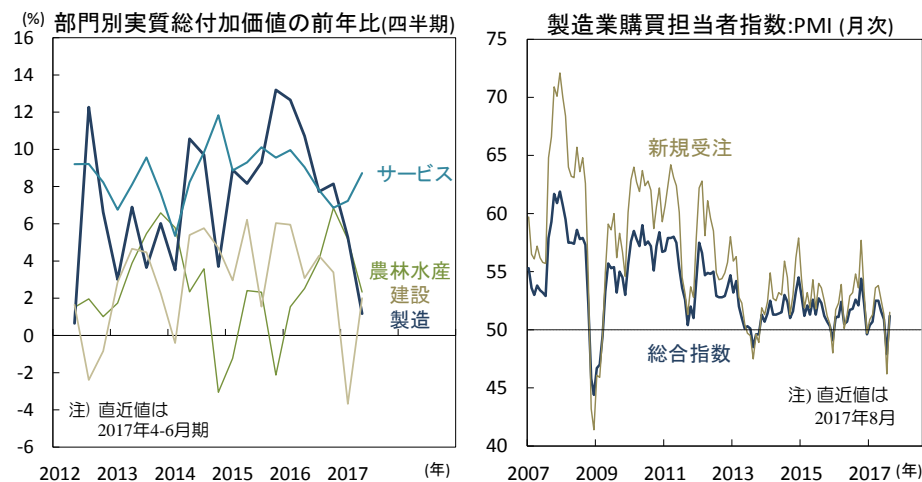


出所) インド中央統計局、インド準備銀行(RBI)、CEIC

先週31日、インド政府は4-6月期の実質GDPが前年比+5.7%と前期の+6.1%より減速し、約3年ぶりの水準に低下したことを公表(図1左)。同成長率は市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+6.5%を下回りました。昨年11月の高額紙幣の廃貨に伴って減速した景気は現金不足の解消に伴って回復しつつあったものの、7月初に物品サービス税(GST)の導入を控えて製造業生産が急落したことに伴って下押しされたとみられます。

需要側では、内需(在庫投資を除く)が同+6.3%と前期の+6.2%よりやや改善したものの、新税導入を控えた在庫圧縮の動きと輸入の急伸に伴う純輸出の押下げが成長率を下押ししました。民間消費は前年比+6.7%と前期の+7.3%より鈍化しつつ堅調。第7次給与委員会の勧告に基づく公務員給与の引上げの地方政府への波及、一部の州で行われている農民債務免除、現金不足の解消(図1右)などが背景とみられます。政府消費は同+17.2%と前期の+31.9%より減速しました。固定資本投資は同+1.6%と前期の▲2.1%より反発しつつ軟調。公的投資が回復したものの、民間投資が低迷した模様です。

【図2】現金不足の解消でサービス部門と建設業は回復(左)



出所) インド中央統計局、マークイット、CEIC、Bloomberg

引き続き、企業部門の過剰な設備と債務等が民間設備投資の回復を妨げています。在庫投資は同+1.2%と前期の+3.5%や前々期の+6.3%より鈍化。GSTの導入を控え、適用税率を巡る不透明感等から企業が在庫の圧縮を図った影響です。外需では、総輸出が同+1.2%と前期の+10.3%より鈍化し、総輸入は同+13.4%と前期の+11.9%より加速。ルピーの実効相場の上昇も輸入の増加を促したとみられます。この結果、純輸出の寄与度は▲2.6ポイントと前期の▲0.3ポイントより押下げ幅が拡大しました(図1左)。

生産側では、現金依存度の高さゆえに昨年10-12月期より鈍化していたサービス部門や建設業が現金不足の解消に伴って加速。一方、新税導入を控えた在庫圧縮のための生産調整に伴って製造業生産が急減速し、農林漁業も鈍化し景気を下押ししました(図2左)。農林漁業は同+2.3%と前期の+5.2%より鈍化。降雨量の改善等に伴って乾季作物の収穫量が増加したものの、畜産業の生産が落込み、同部門の総産出を押下げたとみられます。鉱業は同▲0.7%と前期の+6.4%より反落。石炭生産の落込みによります。

● 8月の製造業PMIはGST導入に伴う混乱の収束を示唆

4-6月期の実質製造業生産は同+1.2%と前期の+5.3%より鈍化し、5年ぶりの水準に低下。GST導入を控えて在庫圧縮を図る企業が生産調整を行ったためとみられます。公益業は+7.0%と前期の+6.1%より加速しました。建設業は同+2.0%と前期の▲3.7%より反発。現金不足の解消が回復を促した模様です。サービス部門は同+8.7%と前期の+7.2%より加速しました。政府消費の減速を受けて公共サービス等が同+9.5%と前期の+17.0%より鈍化したものの、金融・不動産等が+6.4%(前期:+2.2%)、卸売・小売・運輸・通信等も同+11.1%(同:6.5%)と前期より加速しました。現金不足の解消に加え、在庫圧縮のための大幅な値引きに伴う販売量の伸びの影響もあったとみられます。

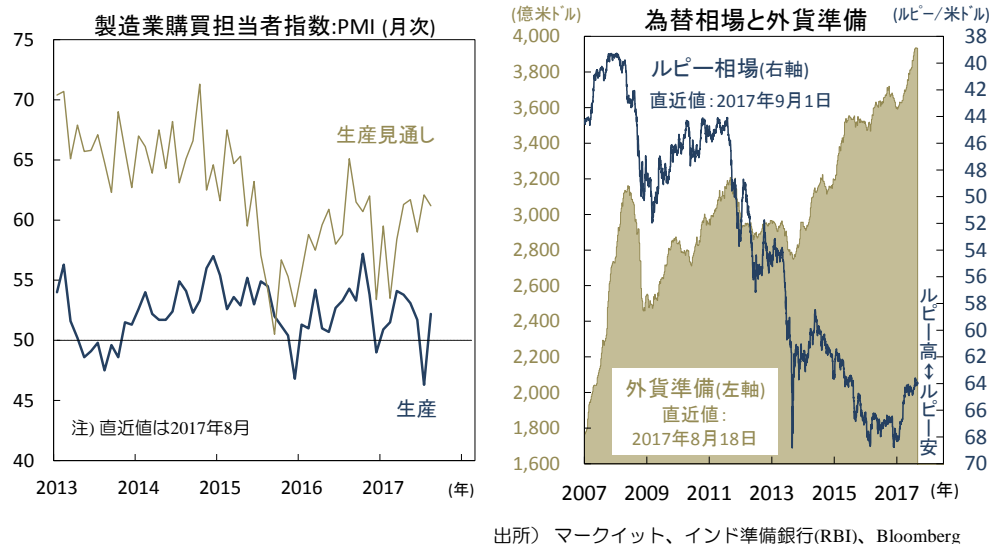
2016年半ばより鈍化を始めていた景気は、昨年11月の高額紙幣の廃貨措置で大きく押下げられ、その後の現金不足解消に伴って回復しつつあったものの、7月初のGST導入を巡る混乱から更に下押しされました。しかし、先週1日公表の8月の製造業購買担当者指数(PMI)は51.2と前月の47.9より回復(図2右)。上記の混乱は収束しつつある模様です。生産指数も52.2と前月の46.3より回復し、1年後の生産見通しは61.2と高水準(図3左)。企業の多くは上記の混乱は一時的なものであると考えている模様です。

● 景気は今年度後半にかけて緩やかに回復か

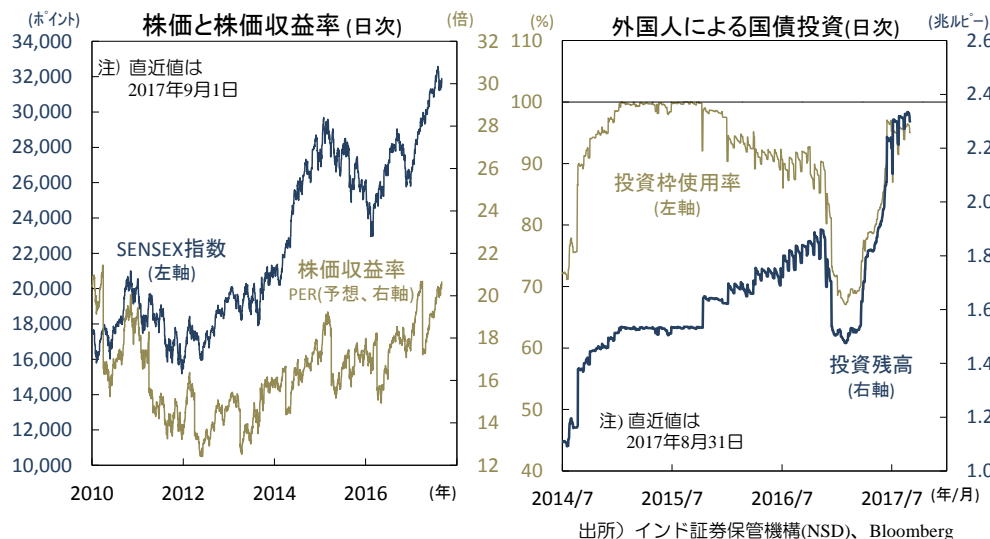
GSTの導入に伴う混乱は、今後、企業が新税制や複数の税率への理解を深めるにつれて解消するでしょう。また、現金不足の解消、地方政府による公務員給与の引上げ、一部の州での農民債務免除の進展などが民間消費の回復を促すとみられます。過剰な設備や債務ゆえ企業投資の回復は遅れ製造業も冴えを欠くものの、民間消費とサービス部門が景気回復をけん引するでしょう。景気は昨年度後半より鈍化しており、今年度(～2018年3月)の後半にはその反動(ベース効果)も成長率を押し上げる見込みです。今年度通年のGDP成長率は+7%弱と、昨年度の+7.1%をやや下回ると予想されます。

通貨ルピーは年初から先週1日にかけて対米ドルで+6.1%上昇(図3右)。2-3月の主要州議会選挙での与党圧勝に伴う経済改革進展の期待や、8月2日の利下げによる景気刺激の期待などから多額の証券投資資本が流入しました。もっとも、株価は既にやや割高であり(図4左)、外国人の国債投資枠も上限近くまで使用済み(図4右)。当面、今年2-4月のような大幅な相場上昇は起こりづらいと思われ。しかし、落ち着いた物価、経常赤字の縮小と直接投資の増加で安定化した国際収支、相対的に高い金利水準など通貨支援要因は健在であり、相場は今後も底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図3】好調な企業の生産見通し(左)、上昇するルピー相場(右)



【図4】やや割高な株価(左)、投資枠の上限に近づく債券投資額(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、見通さ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