

2024年1月22日 全8頁

2023・24年度のインド経済と総選挙見通し

2023年度+7.0%、24年度+6.5%成長と予測。モディ3期目濃厚か

経済調査部 シニアエコノミスト 増川 智咲

[要約]

- 2023年度のインドは、好調な内需が高成長を支えている。旺盛な内需の背景には、①2024年5月に実施される総選挙を前に、政府がインフラ投資を積極的に行っていること、②雇用環境の改善や企業業績の拡大、インフレの抑制、銀行借入の増加によって、民間消費が増加していること、③原材料コストの低下や民間消費の回復を背景に、民間投資が増加する好循環が生じていること、の3点が挙げられる。2023年度は前年比+7.0%成長も可能だろう。
- 2024年度も、旺盛な消費が民間投資を誘発するほか、生産連動型インセンティブ(PLI)スキームを活用した投資も本格化することで、高成長率を維持できるだろう。ただし、2024年5月までに総選挙が終わり、インフラ投資が一段落するとみられるため、2024年度の成長率は+6.5%程度と前年度から若干減速するだろう。
- 2024年の総選挙では、現与党であるインド人民党(BJP)が議席の過半数を獲得すると見方が大勢である。モディ首相の続投は、金融市場への影響や国際社会との関係においてポジティブだろう。次期政権は、人口ボーナス期に、その効果を顕在化させるような環境を整備して一人当たりGDPを引き上げる必要がある。端的には製造業を拡大させることで、雇用機会を増やし、家計の所得を増加させることが急務である。家計の貯蓄率が高まれば、それを原資とした投資が増加し、インドの潜在成長率を底上げするだろう。

2023年度は前年比+7.0%、2024年度は同+6.5%成長と予測

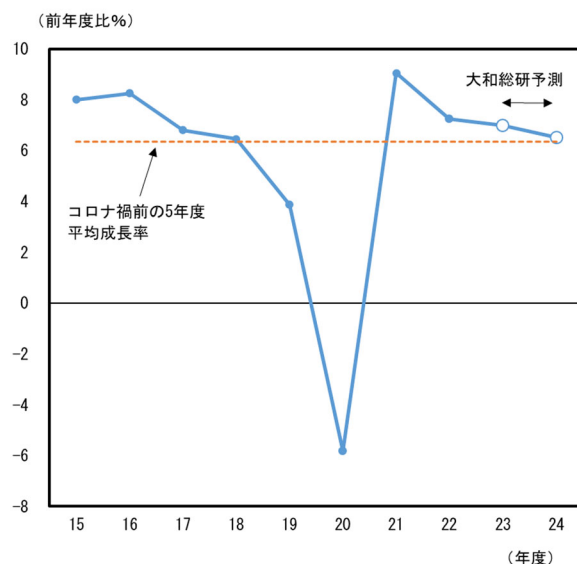
2023年度上半期のインド経済は、好調な内需に支えられ、前年比+7.7%の高成長を遂げた。大和総研は、インドの2023年度¹の実質GDP成長率を前年比+7.0%、2024年度を同+6.5%とし、コロナ禍前の5年度平均成長率(同+6.3%)を引き続き上回ると予測している(図表1)。

本稿では、インドの高成長を支える要因を分析し、今後の見通しについてまとめた。また、2024年5月までに実施される総選挙の見通しと、その結果が金融市場に及ぼす影響、次期政権

¹ インドのGDP発表は年度ベースで、4月に始まり次年の3月に終わる。

の政策課題についても概観したい。

図表 1 実質 GDP 成長率（実績と予測）



（出所）インド統計及び事業実施省（実績値）より大和総研作成

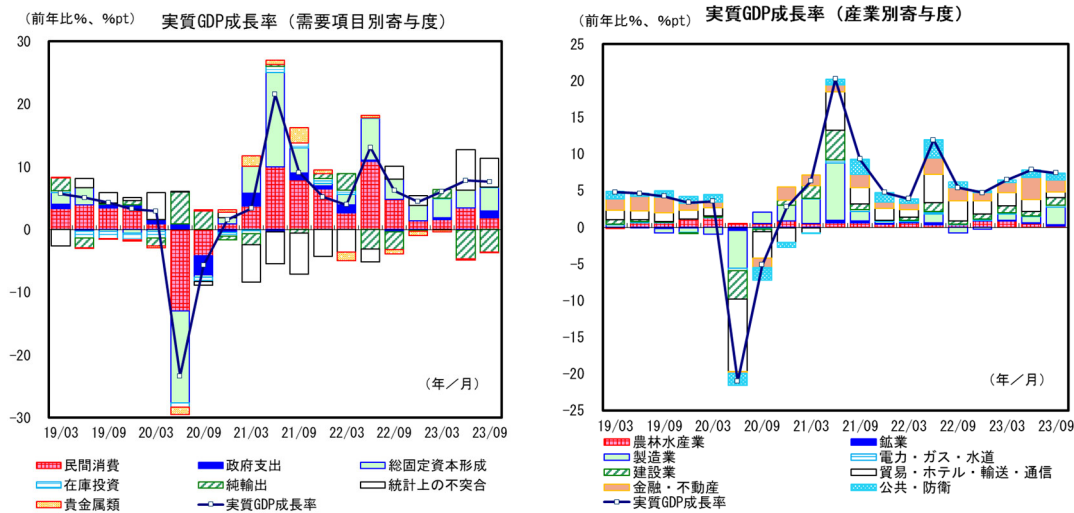
2023・2024 年度のインド経済見通し

2023 年度は、公共・民間投資と消費がけん引役に

2023 年度上半期（4-9 月期）の実質 GDP 成長率は、前年比+7.7%と前期（同+5.3%）から加速した。成長のけん引役となったのは、総固定資本形成（寄与度は前年比+3.3%pt）と民間消費（同+2.7%pt）である（図表 2）。2023 年 4-10 月（累計）は、中央・州レベルの資本支出が前年比+36.7%となるなど、インフラ投資の増加が目立った。また、インフレが落ち着いたことで、耐久財等の民間消費も回復し、企業の設備投資も誘発される好循環が生まれた。外需は、好調な内需を背景に輸入が増加（前年比+13.5%）した一方、主要輸出相手国の景気減速で輸出（同▲1.7%）が伸び悩んだことで、純輸出の寄与度は同▲4.1%pt とマイナスになった。

産業別の寄与度では、金融・不動産が前年比+2.3%pt、小売・宿泊・輸送・通信が同+1.2%pt とサービス業が好調だったほか、製造業が同+1.7%pt とコロナ禍後で最も成長率を押し上げた。

図表2 実質 GDP 成長率（需要項目別寄与度、産業別寄与度）

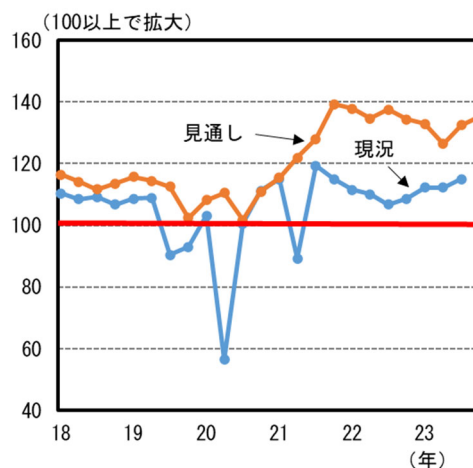


(出所) インド統計及び事業実施省より大和総研作成

2023年度後半も、内需の好調が続いている。主要産業生産指数（8分野）では、鉄鋼が2023年1月から11カ月連続で前年比2桁の増加率となったほか、セメント（同年6月から5カ月連続）や電力（同年9月から3カ月連続）も同様に増加した。インフラ投資が増加したことや、工場の電力消費が増加したことが背景にある。鉱工業生産をセクター別に見ると、ベースメタルのほか、石炭・石油製品、医薬品、電子機器、自動車などの耐久消費財産業が好調だった。国内の耐久財消費が回復したことのほか、中国に代わるサプライチェーンの拠点として、海外からの直接投資が流入し、電子機器分野などで生産活動が活発化している。

製造業の景況感調査（2023年7-9月期）では、資源価格の安定によって原材料コスト負担が軽減したことを評価する割合が高かった。インド準備銀行（中央銀行）が発表した景況感指数は、現況（直近は2023年7-9月期）・見通し（直近は2023年10-12月期）ともに、2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻以前の水準までほぼ回復した（図表3）。

図表3 景況感指数



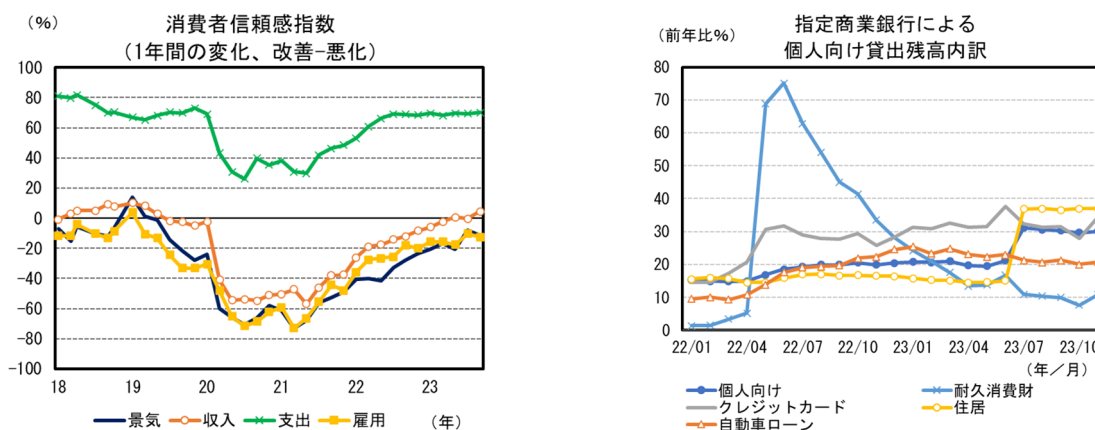
(出所) インド準備銀行より大和総研作成

消費者信頼感指数を見ると、横ばいが続く「支出」を除いた3つの項目で、2021年を底に回復傾向が続いている（図表4）。中でも「収入」は、2023年11月に+4.5%とプラスに転じ、2019年以来の高さとなった。失業率の低下等で雇用環境が改善したことや、企業の業績が拡大し始めたことが背景にある。また、インフレが落ち着き、実質可処分所得が増加したことや、個人向け銀行貸出が前年比+30%のペースで増加したことも、消費を刺激する要因となった。小売データを取り扱うNielsenIQによると、2023年7-9月期の小売売上高（数量）は、都市部で前年比+10.2%と前期（同+10.2%）から引き続き2桁の増加となったほか、回復が遅れていた地方でも同+6.4%と前期（同+4.0%）から加速した²。地方では特に、非食品の売上高が同+6.7%と前期（同+1.4%）から大きく増加した。

以上をまとめると、インドの好調な内需の背景には、①2024年5月に実施される総選挙を前に、政府がインフラ投資を積極的に行っていること、②雇用環境の改善や企業業績の拡大、インフレの抑制、銀行借入の増加によって、民間消費が増加していること、③原材料コストの低下や民間消費の回復を背景に、民間投資が増加する好循環が生じていること、の3点にまとめられる。

2024年に入ってから、公共・民間投資が成長ドライバーとなる見通しである。総選挙を前に政府のインフラ投資の増加が続く見通しであるほか、製造業の稼働率が、2023年1-3月期に76%、同4-6月期に74%とコロナ禍前5年平均（73%）を上回る水準で推移しているため、民間投資の勢いも、今後増すとみられるためである。これらの要因によって、インドの2023年度のGDP成長率は前年比+7.0%程度になるだろう。

図表4 消費者信頼感指数と指定商業銀行による個人向け貸出残高内訳



(出所) インド準備銀行より大和総研作成

2024年度は、公共投資が一段落することで、前年比+6.5%成長に落ち着く見通し

2024年度も、旺盛な消費が民間投資を誘発して、インド経済は高成長率を維持できるだろう。

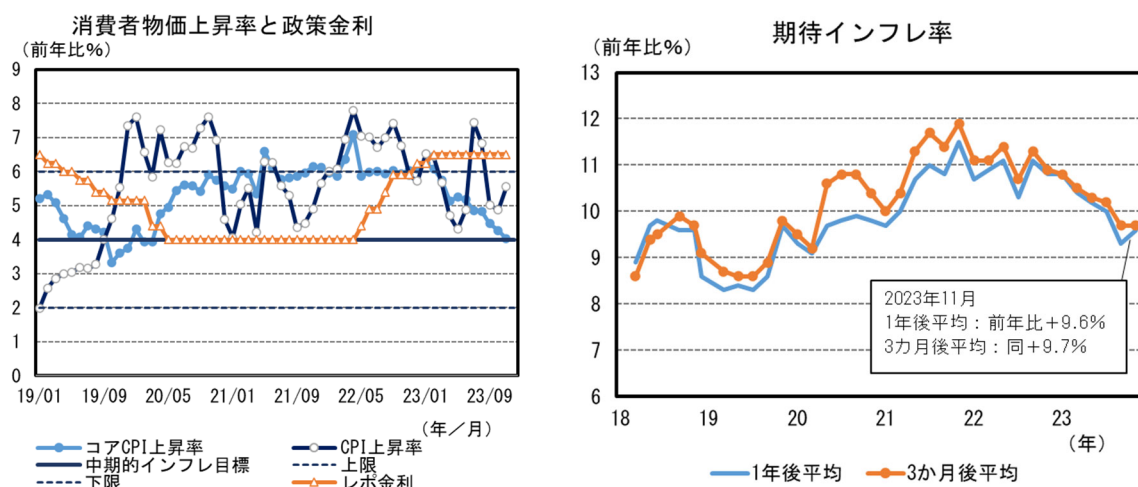
² NielsenIQ “India’s FMCG industry continues to grow on the back of higher consumption” 2023年11月23日

さらに、生産連動型インセンティブ（PLI）スキーム³を活用した投資も本格化することで、対象となっている携帯電話、自動車、太陽光、医薬品、繊維、白物家電の生産増が期待できるだろう。その一方、公共投資は2023年度ほどの勢いとはならない見通しである。2024年5月までに総選挙が終わることで、インフラ投資が一段落するとみられるためである。これらをまとめると、2024年度の成長率は前年度から若干減速し、前年比+6.5%程度となると社は予測している。

2024年度のリスク要因は、エルニーニョ現象の影響等でインフレ率が上振れすることである。インフレ抑制のために高金利が長引けば、消費の拡大ペースに水を差す可能性がある。インドの消費者物価（CPI）上昇率は、2021年後半以降、中期的インフレ目標（前年比+4.0%±2.0%）の中央値よりも高い水準で推移してきた（図表5左）。燃料・食料価格の高騰と、コロナ禍からの需要の回復に供給側が追い付かなかったことがその原因である。2023年には、サービスなどの需給が緩和したことでコアCPI⁴上昇率は落ち着いたが、根強い食品価格の上昇圧力がCPI全体の上昇率を+2.0～+4.0%pt程度押し上げてきた。小麦やコメといった穀物のほか、玉ねぎ・トマトなどの野菜、砂糖等の生産が、エルニーニョ現象に起因した天候不順によって減少したためである。

2023年11月のインド準備銀行の金融政策決定会合では、2024年も引き続き、天候不順を原因とした食料価格の高騰に注意が必要との言及があった。また、設備稼働率の高さに鑑みると、需給のひっ迫によってコアCPIの上昇率が再び高まる可能性も否定できない。インドの直近（2023年11月）の期待インフレ率は前年比+10%程度と、コロナ禍前と比較しても高い水準にある（図表5右）。食品価格の上昇等で、期待インフレ率が高止まりしたままとなれば、インド準備銀行は、米国が利下げを開始した後も、しばらくは利下げに踏み切れないだろう。高金利が長引くほど、消費拡大の重石となりやすい。

図表5 消費者物価上昇率と政策金利、期待インフレ率



（出所）インド統計及び事業実施省、インド準備銀行より大和総研作成

³ 生産連動型インセンティブ（PLI）スキームは、国産品の基準年度からの売上高増加額に対してインセンティブが付与される制度。

⁴ コアCPIは、総合指数からエネルギーと食品除いた指数

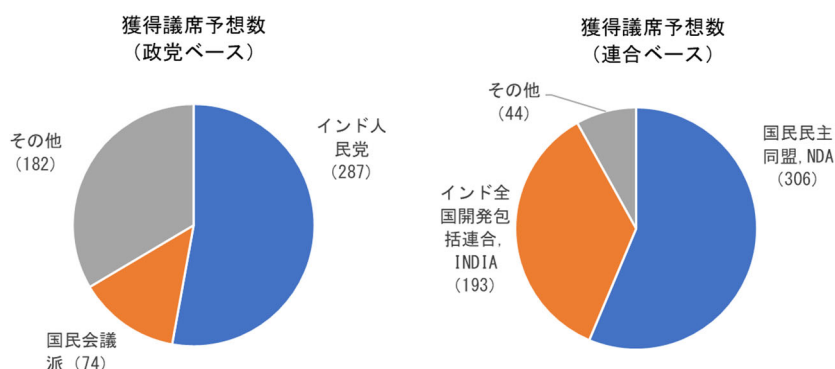
2024 年総選挙の見通し

現与党が有利との見方。モディ政権 3 期目は、金融市場・国際社会にとってポジティブ

インドの総選挙に関して、2023 年 8 月の調査⁵によると、現与党であるインド人民党（BJP）が 542 議席中約 287 席と、単独で議席の過半数を獲得するとの見方が大勢である。最大野党である国民会議派の議席獲得予想数は 74 席、その他が 182 席とあるように、主要野党が存在せず、野党への票が分散しているためである（図表 6）。これに加え、モディ現首相の支持率が高いことも BJP 人気の一因である。次期首相に誰がふさわしいかという問いに対しては、回答者の 52% がモディ首相と答えた。

モディ政権をどう評価するかという問いに対しては、回答者の 63% が「大変すばらしい」か「すばらしい」と答えた。評価のポイントには、「新型コロナウイルスへの対応」と「汚職の撲滅」が挙げられた。他方で、「物価」「失業率」「経済成長」といった経済政策への評価は低く、改善すべきと答える割合が多かった。ガバナンスやリーダーシップが評価される一方で、経済政策に対する評価が低いという点は、2014 年発足の第 1 次モディ政権時から変わっていない。

図表 6 2023 年 8 月時点の獲得議席予想数（政党ベースと連合ベース）



(注 1) 本調査は、2023 年 8 月に実施された。

(注 2) 「本日総選挙が実施されるとしたら、どこに投票しますか」という問いへの回答。

(出所) India Today “India Today Mood of the Nation Poll Modi all set to return” August 25 2023 より大和総研作成

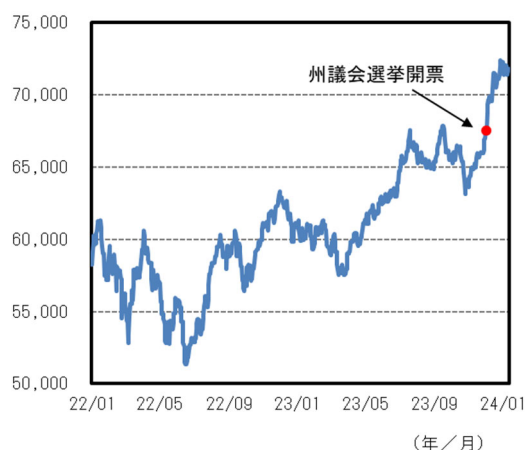
総選挙でモディ政権の続投が決まれば、金融市場への影響はポジティブなものとなるだろう。モディ政権は、国際社会でインドの発言力を強化させてきたほか、脱中国の受け皿として、海外からの直接投資の呼び込みを進めるなど、対外的な評価を得てきたためである。2023 年 11 月に開催された州議会選挙で 5 州のうち 3 州で与党 BJP が勝利したことが判明（2023 年 12 月 3 日開票）した際も、インドの主要株価指数である SENSEX は過去最高値を更新した（図表 7）。

国外でも、モディ首相の続投は好意的にとらえられるだろう。西側諸国にとって、インドの実

⁵ India Today “India Today Mood of the Nation Poll Modi all set to return” August 25 2023 (2023 年 12 月 14 日アクセス) 本調査は、2023 年 8 月に India Today によって実施されたもの。

利主義的な政策(コメの禁輸やロシアからのエネルギー輸入等)や人権問題(ムスリム弾圧)は、たびたび懸念材料として取り上げられるが、インドが中国リスクの分散の観点から地政学的に重要であるという点では見解が一致している。これまで、モディ政権と対話を繰り返してきた西側諸国にとって、モディ首相の続投は安心材料となるとみられる。

図表7 インド SENSEX 指数



(出所) Bloomberg より大和総研作成

インドが中国を超える経済パワーとなるかは、今後 30 年間の政治・経済政策が鍵

次期政権が取り組むべき課題は、前記の世論調査でも指摘されている通り、物価の安定と雇用、安定した経済成長の 3 点である。これに対し、モディ政権は「メイク・イン・インド」を掲げて国内の製造業育成に重点を置いてきた。製造業の拡大による雇用機会の増加は、地方に存在する豊富な労働力の受け皿となる。所得が増加すれば、家計の貯蓄率が上がり、それを原資とした投資も増加するだろう。また、国内の生産基盤を強化し、輸入依存度を下げることは国内の物価の安定につながる。このような好循環は、インドの潜在成長率の底上げにつながる。

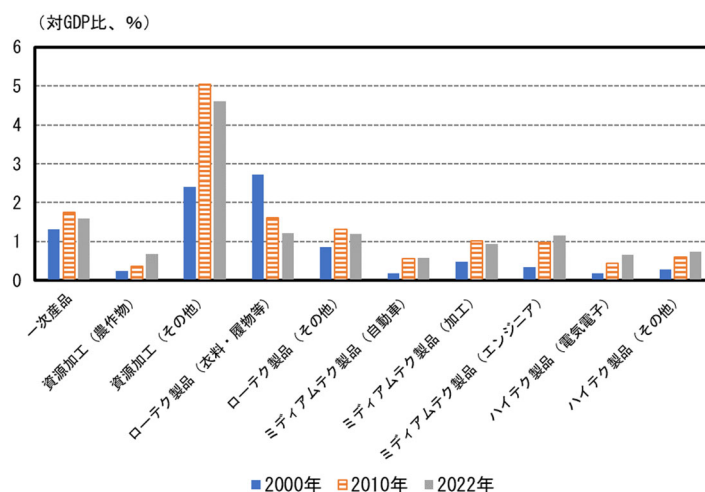
図表 8 は、La11 分類⁶に基づいたインドの輸出構造を 2000 年、2010 年、2022 年で比較したものである。これを見ると、インドの輸出において最もシェアが大きいのは、農作物を除いた、金属などの資源加工品であることが分かる。それ以外では、ここ 10 年でミディアムテク製品（エンジニア）やハイテク製品（電気・電子）の規模が拡大しているものの、対 GDP 比では小さい。また、労働集約型産業であるローテク製品（衣料・履物等）の規模も縮小している。

これらをまとめると、インドの輸出構造の特徴は、①輸出における資源加工品のシェアが大きい、②ミディアムテク・ハイテク製品の輸出規模が依然として小さく、中国に代わる電子機器サ

⁶ 2000 年に La11 教授が発表した輸出構造の分類。「令和元年版 通商白書」(経済産業省)の p. 291 では、「ある国の輸出構造がどの程度高度なものであるかを確認するため、STIC3 桁分類について、ローテク財、ミディアムテク財、ハイテク財等といった分類する方法。この手法の作成当時から、様々な技術革新を経たことで、現在は、そのカテゴリーが実態に合わなくなっている面もあるものの、輸出高度化の指標として、国際機関等で利用される手法である。」とされている。

プライチェーンの拠点として機能するには未熟な段階である、③地方の豊富な労働力を吸収するためには、ハイテク産業だけでなく、労働集約型産業への投資も同時に行う必要がある、という3点だろう。ミディウムテク・ハイテク産業への投資に力を入れてきた、モディ政権の政策が形となるまでに、時間を要していることが分かる。

図表8 インドから世界への輸出構造 (Lall 分類)



(出所) 国連貿易開発会議 (UNCTAD) より大和総研作成

国連⁷によると、インドでは2050年頃まで生産年齢人口が増加すると試算されている。2028年頃から生産年齢人口が減少トレンドに入る中国よりも、今後、若い人口の厚みによるメリット(人口ボーナス)を受けやすい。しかし、2020年のインドの一人当たりGDPは中国の1/5程度⁸で、両国の豊かさには雲泥の差がある。インドが中国を上回る経済規模となるには、人口だけでなく、一人当たりGDPの底上げが必須となる。そのためには、人口ボーナス期に、その効果を顕在化させるような環境を整備して一人当たりGDPを引き上げることが重要となる。人口ボーナスを享受できるタイミングを「生産年齢人口が従属人口(0~14歳と65歳以上)の約2倍となる期間」とすると、インドではおよそ2051年頃までとなる。インドが将来的に中国を上回る経済パワーとなるか否かは、今後30年間のインドの政治・経済政策次第といえる。そのような意味で次期政権では、政策効果を意識したよりスピード感のある施策の実施が必要となるだろう。

⁷ UN “World Population Prospects 2022”

⁸ 2020年の一人当たりGDPは、中国では\$10,900であったのに対し、インドでは\$2,000だった。