

2025年7月7日 全6頁

インド経済は堅調か？2025年度Q2以降の見通し

個人消費とインフラ投資がけん引役。利下げが都市部の消費を刺激へ

経済調査部 シニアエコノミスト 増川 智咲

[要約]

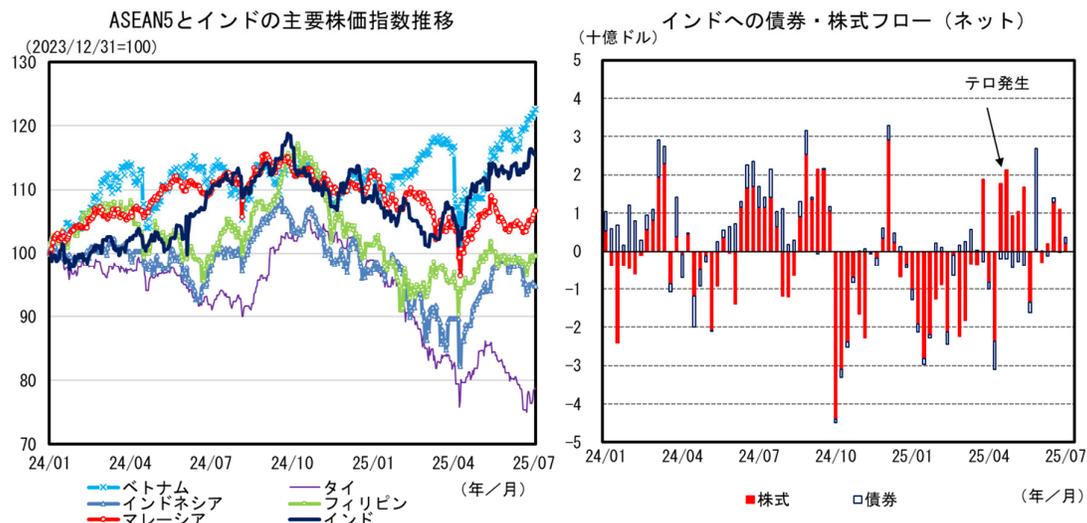
- 米トランプ政権の関税政策（トランプ関税）に世界が翻弄される中、インドへの資金流入は安定している。内需国としての強みと、ポストチャイナとしての可能性が注目されているためだ。大和総研では、2025年度のインドの実質GDP成長率を、前年度比+6.5%と予測している。コロナ禍前（2015～19年度）5年平均と同程度で、無理のない成長ペースである。需要項目別に見た成長ドライバーは、個人消費とインフラ投資だ。
- 2025年1～6月までの、個人消費を表す各種指標を見ると、十分な雨量を背景に地方の強さが表れている。他方、都市部の消費を表す指標には、一部を除いて力強さに欠けるものが多い。実質金利が高水準にあること等が背景にあると考えられる。2025年7～9月期以降、インド準備銀行（RBI）によるさらなる利下げ（年内合計50bpと予測）と、所得減税の効果が発現すれば、都市部も消費の力強さを取り戻すだろう。
- インフラ支出は、2024年度末から加速している。2025年4月・5月だけで2025年度の資本支出予算（2025年2月発表）の約20%が執行された。2025年は、昨年のような大型サイクロン直撃はこれまでのところ見られない。このまま推移すれば、2025年度の資本支出は、予算で示された規模をも上回る可能性がある。
- リスク要因は、野菜や原油価格高騰にともなう物価の上振れと、米国との関係悪化である。原油に関しては、輸入先を多様化していることがリスク分散となるだろうが、中東リスク再燃の影響は避けられない。米国との関係では、「中国からインドへ」という流れが、トランプ大統領によって阻止される事態が繰り返されることに注意が必要である。

内需国としての魅力やポストチャイナとしての期待が、安定的な資本流入に寄与

米トランプ政権の関税政策（トランプ関税）に世界経済が翻弄される中、インドへの資金流入は安定している。図表1（左）は、ASEAN5（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベ

トナム) とインドの主要株価指数を表したものである。インドの主要株価指数は、トランプ関税が発表された 2025 年 4 月の下げ幅も ASEAN5 の各指数と比べて小さく、さらにそこからの回復も順調である。2025 年 4 月 22 日に、カシミール地方におけるテロが生じ、印パ関係が一時悪化するなどの悪材料もあったが、資本フローへの影響は限定的であった(図表 1 右)。

図表 1 ASEAN5 とインドの主要株価指数推移、インドへの債券・株式フロー (ネット)



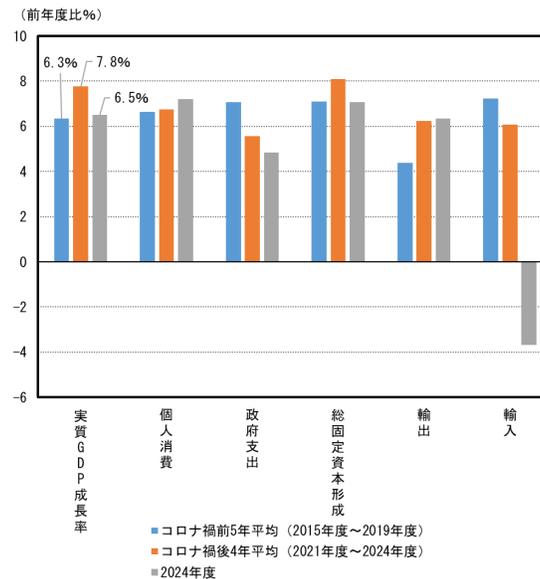
(出所) Bloomberg、Institute of International Finance (IIF) より大和総研作成

インドへの資本流入が安定している背景は、2点考えられる。まず、個人消費が GDP の約 6 割を占める内需国であることから、トランプ関税による経済への悪影響が比較的限定されるためだ。関税が外資系企業の業績を圧迫し、それが消費の減退につながるという、外需から内需への波及がそれほど強くない。2 点目は、米中貿易摩擦の激化によって、ポストチャイナとしての期待が高まっている点である。モディ首相は、トランプ関税が発表される 2 カ月前の 2025 年 2 月、トランプ大統領と首脳会談を持ち、2 国間貿易協定の交渉開始で合意するとともに、半導体等の強靱なサプライチェーン構築に関するイニシアチブを締結した。これは、米国が、中国を除いたサプライチェーンを構築する上で、インドを選択肢の一つとしたとも考えられる。インドと米国は「反中国」という点で利害が一致しており、これが、トランプ政権による過度なインド批判の抑止につながっていると考えられる。

2025 年度のインド経済のドライバーは、個人消費とインフラ投資

大和総研では、2025 年度 (2025 年 4 月～2026 年 3 月) のインドの実質 GDP 成長率を、前年度比 +6.5% と予測している。2024 年度と同程度の成長率となるだろう。+6.5% という伸び率は、コロナ禍の反動で好調であった 4 年間 (2021～24 年度) の平均 (同 +7.8%) と比べると低い (図表 2)。しかし、コロナ禍前 (2015～19 年度) の 5 年平均と比べると低いわけではなく、無理のない成長率と考えられる。そして、2025 年度の成長ドライバーは前年度同様、個人消費とインフラ投資となるだろう。

図表2 コロナ禍前後・2024年度の実質 GDP 成長率（需要項目別）



(出所) インド中央統計局より大和総研作成

2025年度の個人消費：さらなる利下げが、都市部における消費回復の鍵

2025年1～6月までのインドの個人消費の動向を表す各種指標をまとめたものが、図表3である。各指標で強弱はまちまちであるが、顕著であるのは都市部よりも地方の強さである。例えば、NielsenIQが発表した消費数量指数では、都市部よりも地方の消費に力強さが表れている。販売形態別で見ても、都市部の販売形態で主流であるショッピングセンターやモールを含む「モダントレード」よりも、地方の主な販売形態である「トラディショナルトレード」（零細商店等）の方が底堅く推移している（図表4）。インド全国農村雇用保障法（MGNREGA）適用者数¹は、2025年4月以降、3カ月連続で前年比での減少（3カ月移動平均）が続いており、農村部の雇用が比較的安定していることが分かる。背景には、昨年度の雨期以降、雨量が十分で、農作物の生産高が好調であることが挙げられる。これが、地方の消費が好調である主因だと考えられる。

都市部に関しては、2025年1～5月の乗用車販売台数が前年比+2.0%と冴えない。他方で、ファストフード店の既存店売上高成長率を見ると、2024年度後半から前年比マイナスのブランド（図表5、ハイライトした箇所）が減少するなど、回復の兆しが見られ始めている。ただ、力強い回復まではもう一歩といった印象である。都市部における消費の弱さは、雇用がコロナ禍前の水準まで回復していない²ことや、インド準備銀行（RBI）による利下げ開始後も、実質金利が高水準にあることが背景にあると考えられる。

¹ 農村において1会計年度につき最低100日間、定められた賃金で、公的な単純労働を保障するもの。農村部で雇用機会を創出することで、貧困削減を意図している。MGNREGAへの申請数が多いと、農村部の雇用環境が悪化していることを意味する。

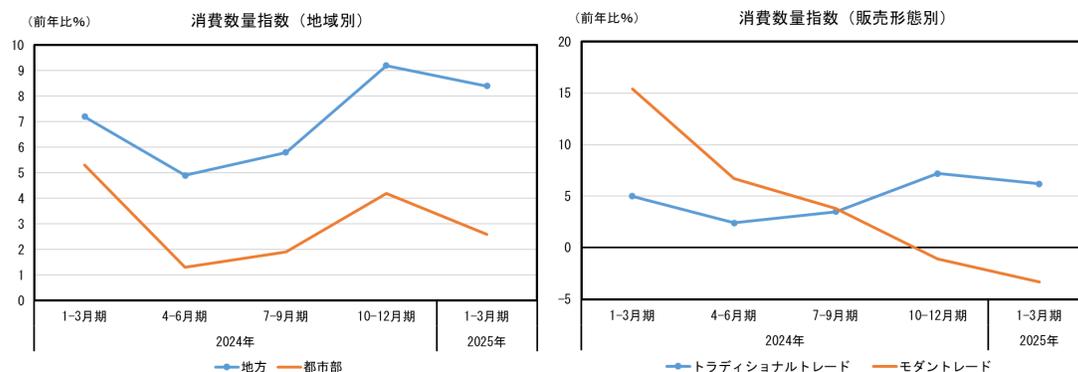
² インドにおける男性の雇用率・労働参加率は、足元で、コロナ禍前（2017-19年）平均まで回復していない。特に、都市部での回復が遅れている。

図表3 インドの消費動向を表す各種指標

	データ・情報の出所 (最新データ)	足元の状況	評価
雨量	インド気象庁 (2025年4月15日発表)		・2025年度のモンスーン期の雨量は平年を上回る見通し ・2025年に入ってからの貯水量も、過去10年間の平均を上回って推移
消費者センチメント	RBI (2025年3月)		・コロナ禍以降、回復基調にあった消費者信頼感指数(景気)は、2024年半ば以降、横ばい推移 ・今後1年間の景気見通しも、2024年夏以降は横ばいで推移
ビジネス期待調査 (Business Expectation Survey)	国立応用経済研究所(NCAER) (2025年1-3月期)		・今後6カ月の雇用に関しては「変化なし」、賃金に関しては「上昇する」との見方が大勢
銀行与信残高	RBI (2025年5月)		・2025年以降の個人向けローン(合併の影響を除く)は、前年比+14%程度で増加 ・自動車ローンは、同+8%程度で推移
GST税収額	財務省 (2025年6月)		・2025年3月から4カ月連続で前年比二桁増
乗用車	インド自動車工業会(SIAM) (2025年5月)		・2025年1-5月の販売台数は、前年比+2.0%と冴えない ・2024年度は、需要が振るわなかったため、ディスカウントの動きがあった ・2024年度の乗用車セクターの主力は、SUVとCNG(天然ガス)車
二輪車			・2024年の販売台数は、乗用車と比べて好調 ・2025年1-5月の販売台数は、前年比でマイナス圏での推移
耐久消費財	鉱工業生産 (2025年6月)		・3、4月と2カ月連続で前年比+6%程度とそこそこの伸び率だったが、6月は前年比▲0.7%
ファストフード店の売上高	各社 (2025年1-3月期)		・既存店売上高成長率で、前年同期比マイナスとなったのは6ブランド中2つにとどまり、回復の兆し
消費数量指数	Nielsen IQ (2025年1-3月期)		・好調な地方と比較して、都市部が冴えない ・モダントレードが軟調
インド全国農村雇用保障法適用者数	インド農村開発省 (2025年6月)		・2025年4月以降、3カ月連続で、増加率は前年比マイナス(3カ月移動平均)。農村部の雇用が比較的安定していることを意味する

(出所) 各種統計・調査より大和総研作成。アイコンは、FREEPIK(<https://jp.freepik.com/icons>)を使用。

図表4 消費数量指数（地域別と販売形態別）



(出所) NielsenIQ “FMCG Growth Momentum Shifts: Rural India and Small Players Take Charge” 2025年5月28日より大和総研作成

図表5 主なファストフード店の既存店売上高成長率（前年同期比）

	2022年度				2023年度				2024年度			
	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
KFC(Sapphire Foods India Limited)	65.0	15.0	3.0	2.0	0.0	0.0	-2.0	-3.0	-6.0	-8.0	-3.0	-1.0
ピザハット(Sapphire Foods India Limited)	47.0	23.0	-4.0	-4.0	-9.0	-20.0	-19.0	-15.0	-7.0	-3.0	5.0	1.0
KFC(Devyani International Limited)	63.6	13.0	3.0	1.9	-0.9	-3.9	-4.7	-7.1	-7.0	-7.0	-4.4	-6.1
ピザハット(Devyani International Limited)	31.5	2.9	-6.1	-3.2	-5.3	-10.4	-12.6	-14.0	-8.6	-5.7	-0.8	1.0
コスタコーヒー(Devyani International Limited)	206.8	50.7	20.1	42.6	9.4	8.5	5.9	7.3	0.6	8.7	5.1	3.5
マクドナルド(Westlife Foodworld Limited)	97.0	40.2	20.0	14.0	7.0	1.0	-9.1	-5.0	-6.7	-6.5	2.8	0.7

(注1) Sapphire Foods India LimitedとDevyani International Limitedは、KFC（ケンタッキー・フライド・チキン）やピザハットなどのフランチャイズオペレーター。Westlife Foodworld Limitedは、マクドナルドのフランチャイズオペレーター。

(注2) ハイライトは、マイナスの箇所。

(出所) 各社公表資料より大和総研作成

2025年度7～9月期以降も、平年を上回る雨量と十分な貯水量（図表3、前述）を背景に、地方の農作物生産は好調を維持すると見込まれる。また今後、追加利下げや、2025年度予算で発表された所得減税の効果が表れれば、都市部の消費も徐々に力強い回復を取り戻すだろう。

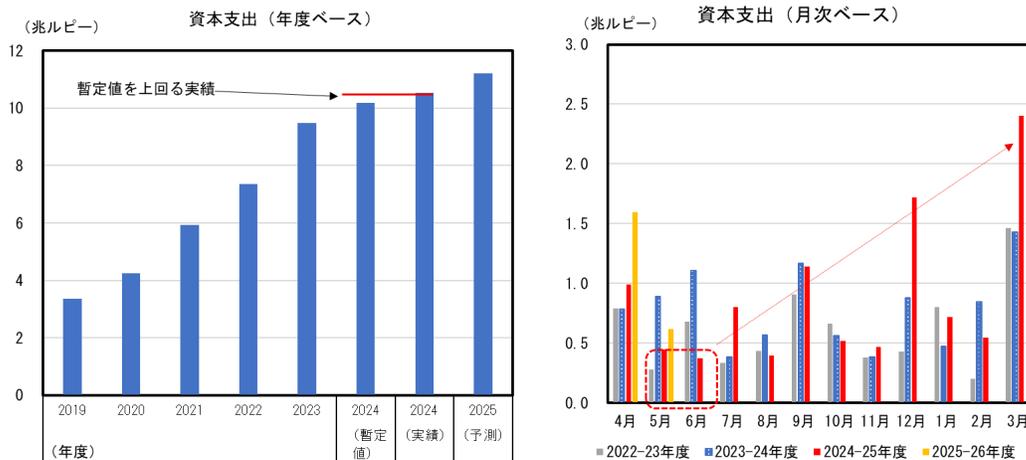
インドの消費者物価（CPI）上昇率は、2024年10月をピークに低下が続いており、足元では4カ月連続でインフレ目標（前年比4%±2%）の中央値を下回って推移している。トマトやニンニク等の野菜価格の下落が主因だ。他方で、実質金利（政策金利－CPI上昇率）は2025年1月以降、RBIが注目する水準である2%を超えて推移している。RBIは年内では、8月、9～10月、12月と3回の金融政策決定会合を予定しているが、大和総研は合計50bpの利下げが可能であるとみている。

2025年度のインフラ投資：2月時点の予算の規模を上回るか

2024年度の政府の資本支出（実績）は、2025年2月に発表された暫定値を上回る規模であった（図表6左）。2024年5月・6月に、サイクロンの直撃と総選挙の影響でインフラ投資の実施が遅れたが、年度末の2025年3月にその遅れを取り戻した形である（図表6右）。インフラ投資の多くが、道路・交通や、鉄道に振り向けられた。その後、2025年度に入ってから前年度を大きく上回るペースで資本支出が実施されている。2025年4月・5月の資本支出額（合計）は、2025年度予算で示された資本支出額（通年）の約20%に上った。このままのペースで行けば、今年度のインフラ投資は、予算³で示された以上の規模となる可能性がある。

³ 予算で提示された2025年度の資本支出額は11.2兆ルピーと、前年度の実績値比で+6.6%。インドでは通常、毎年度の資本支出が前年度比二桁の伸び率となる傾向がある。

図表6 資本支出（年度ベース）、資本支出（月次ベース）



(注) 左図の 2024 年度（暫定値）、2025 年度（予測）は、2025 年度 2 月に発表された 2025 年度予算の中で示されたもの。

(出所) インド財務省より大和総研作成

2025 年度のリスク要因は、物価上昇と対米関係悪化

2025 年度のインド経済のリスク要因は主に 2 点考えられる。まず、CPI 上昇率がインフレ目標を上回ること、RBI による利下げが遅れる場合である。インドの CPI に影響を与えやすいのは、野菜と原油価格である。6 月に始まった雨期は 10 月頃まで続くが、仮に今後、2023 年度のような雨量不足が生じれば、野菜価格の高騰は避けられない。その場合、地方の景気に水を差すこととなる。また、中東情勢が再び悪化する事態となれば、原油価格上昇の影響も受けるだろう。インドは、国内で消費する原油の約 9 割を輸入している。その内、46%を中東、37%をロシアに依存している（UN Comtrade、2024 年）。ロシアからの調達分は、船舶による海上輸送（主にスエズ運河、喜望峰、太平洋経由といわれている⁴）であるが、中東からの調達分のほぼすべてが、ホルムズ海峡を経由している。原油調達先を多様化していることが、中東リスクに対するリスク分散となるだろうが、その悪影響は避けられないだろう。利下げが遅れが生じれば、銀行ローンへの依存度の高い都市部の個人消費への打撃が大きくなるだろう。

2 点目のリスクは、米国との関係である。インドと米国の二国間貿易協定は、妥結に近いといわれている。現時点では、両国の関係は悪くない⁵。ただし、トランプ大統領は、「反中国」という点でインドと利害を共にする一方、米国の中国に対する強硬な姿勢がインドを利することも嫌う。米アップルによる iPhone 生産拠点のインド移管計画に対し、トランプ大統領がけん制したのはその一例だろう。「中国からインドへ」という流れが阻止される事態が繰り返されれば、ポストチャイナとしてのインドへの期待も低下する可能性があるだろう。

⁴ The Times of India “ ‘Highest in two years’ : India increases oil imports from Russia, US amidst Iran-Israel war; why it’s about strategic positioning, not panic” 2025 年 6 月 22 日

⁵ インド政府は 2025 年 7 月 4 日、米国による自動車と自動車部品への 25%の追加関税に対抗するため、米国製品に対して報復関税を課す方針を世界貿易機関に通知する等、両国関係には不透明感もある。