



インド経済マンスリー(2008年1月)

～米国経済の減速感とインド経済の今後～

発表日：2008年1月25日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

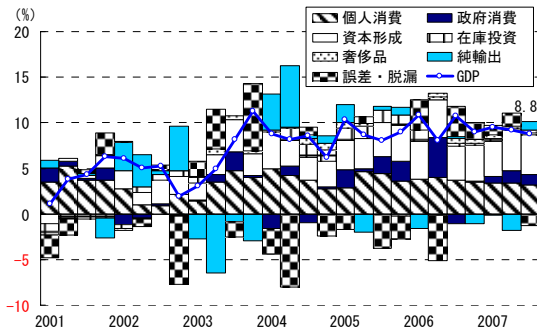
- 米国経済がサブプライムローン問題を発端とする金融市場に対する不信感から減速感を強めつつある中、今後は、新興国が世界経済を牽引するデカップリング(分離)論が浮上している。特にインドは、米国等による外需に対する依存度が低い上、内需主導での経済成長を達成してきたことから、今後も自立的な高成長を持続するとの見方がある。
- 足元のインド経済は、資本不足に伴う生産面の減速懸念と、国際的な原油及び食料品価格の上昇によるインフレへの懸念が同居する。金融・財政当局はこれまでのところ柔軟な姿勢を示している。短期的には、顕在化しつつある生産面の減速懸念への対応が課題となる一方、中長期的には、豪州のウラン輸出問題による電力供給への懸念等、外的リスクが存在するものの、インフラ投資等による経済の底上げのほか、引き続き旺盛な国内消費に下支えされる形で安定成長を持続させていくものと思われる。
- 世界的な金融市場の不安感の中、インド株は1月22日に外国人投資家主導で大量に売られ、大幅な値下がり記録した。しかし、一連の動きを経ても、先行きのインド経済は依然として堅調な成長を持続させていくことと思われ、国内のファンダメンタルズが影響を受ける可能性は低いと考えられる。また、IT産業を中心とするインド企業の業績も堅調に推移するものと思われる。

- 昨年春に顕在化したサブプライムローン問題に端を発し、米国経済は金融市場に対する不信感が増幅する過程で、実体経済についても減速感が強まるに至っている。こうした状況の中、今後の世界経済を牽引する国々として新興国が挙げられる、所謂「デカップリング」論の最右翼としてインドが指摘されている。ここでは、足元のインド経済を巡る状況を俯瞰しつつ、その先行きについて以下で考察した。

《足元のインド経済を巡る動き》

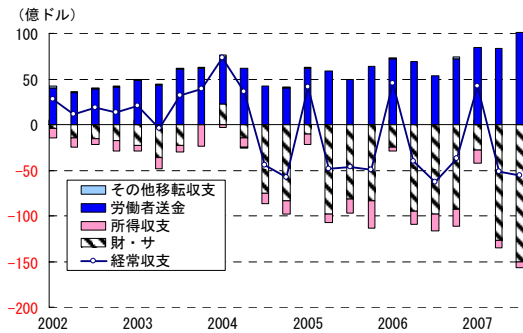
- インド経済は、長い間「ヒンズー景気」と呼ばれる緩やかな安定成長に甘んじて来たものの、2003年にゴールドマンサックス社による、所謂『BRICs レポート』において高成長が期待される国のひとつに挙げられたのと時を同じくし、年平均 8%という高成長を実現している。その原動力は、10億を超える人口を背景とする旺盛な個人消費と、IT産業を中心とする輸出産業の勃興にある(図1)。
- 特に、個人消費については、外国に居住するインド人(含、印僑)によるインド国内への労働者送金の流入が下支えする格好となっている(図2)。また、インド国内では、IT部門を中心にインド資本による企業が好業績を挙げる中、技術者を中心とする所得が大幅に伸びており、こうしたことが堅調な個人消費を支える要因となっている。

図1 GDP成長率（前年同期比）



(出所) CEIC

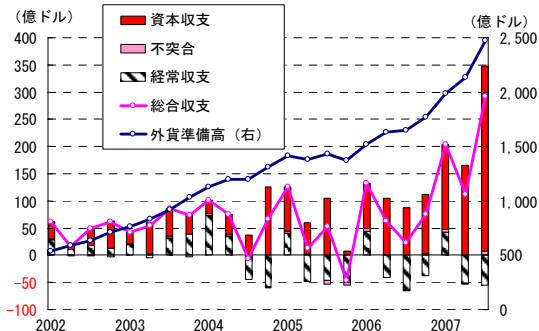
図2 経常収支の推移



(出所) CEIC

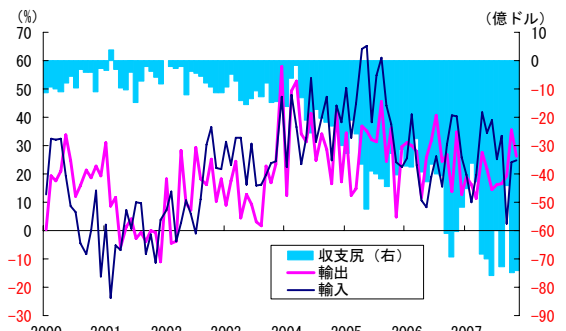
- インドの主要輸出産業は、IT を中心とするサービス部門が有名であるが、輸出に占める同産業の割合はここ数年低下傾向にある。さらに、政府が主導する SEZ(経済特区)を中心とする投資促進策により、製造業やサービス業を中心とする直接投資が飛躍的に増大する等、産業の多角化に向けた取り組みが着実に進行している。
- 国際収支上、ここ数年は高成長による国内輸入需要が急増により、輸入超過幅が拡大傾向を強めており、経常収支は概ねマイナスとなっている。しかし、そのファイナンスは海外からの直接投資やポートフォリオ投資の流入や海外からの労働者送金によりなされており、結果として、外貨準備は昨年 11 月末時点で 2,735 億ドルに達する規模に積み上がっている(図 2, 3, 4)。
- 海外からの大規模な資金流入の影響から、通貨ルピーの対ドル為替レートは増価傾向が続いており、通貨当局は輸出競争力確保の観点から、度々大規模な為替介入を実施しているものの、こうした傾向は足元でも続いている(図 5, 6)。

図3 国際収支の状況



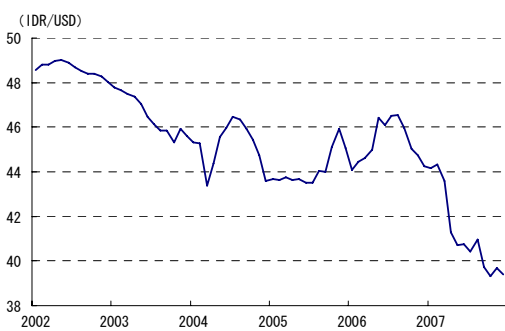
(出所) CEIC

図4 貿易収支の状況



(出所) CEIC

図5 ルピーの対米ドルレートの推移（月平均）



(出所) CEIC

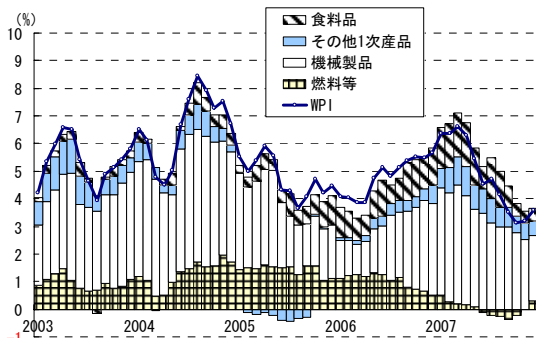
図6 ルピーの対米ドルレートの推移（日次）



(出所) Bloomberg

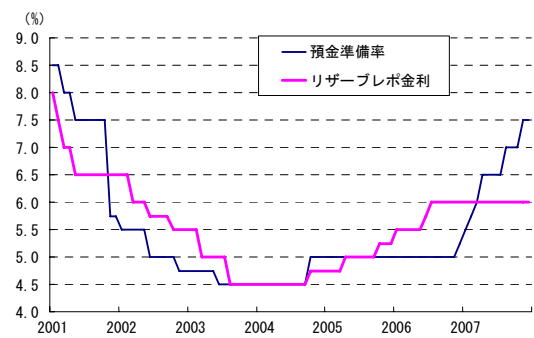
- このところのインド経済は、国際的な原油及び食料品価格の上昇に伴うインフレ懸念が強まっており(図7)、金融当局は柔軟な金融調整により緊縮姿勢を強めることで、これまでのところインフレ圧力に対応している(図8)。一方、足元では、国内金利が高止まりしているにも拘わらず、国内の資金需要が依然として力強いことから(図9)、国内の資金調達環境が厳しくなっており、マネーの需給逼迫による設備投資等への影響が現れ始めているものと考えられる(図10)。
- また、インド政府は価格政策の観点から石油製品に対する大規模な補助金を付与しており、こうした補助金政策は中央政府の財政を圧迫し、2007年9月末時点の債務残高は対GDP比65.0%に達している(図11)。中央政府による債務の太宗は国内債務であるものの、国内の金利高の影響は、今後利払費の上昇等の懸念をもたらすことになることから、財政・金融の一体的な対策が求められる。
- 今後の金融政策は、引き続き外的要因に基づくインフレ圧力に留意しつつも、国内の資金環境への配慮の観点から、より柔軟な姿勢が求められることになるであろう。

図7 卸売物価指数の推移(対前年比)



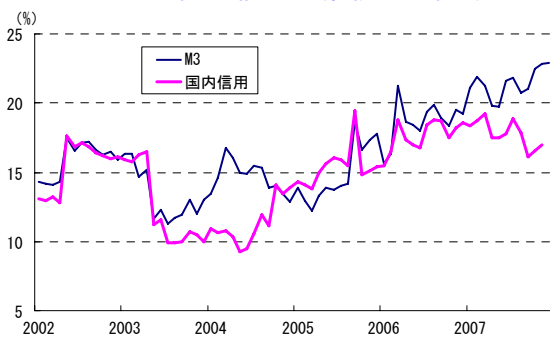
(出所) CEIC

図8 金融政策の推移



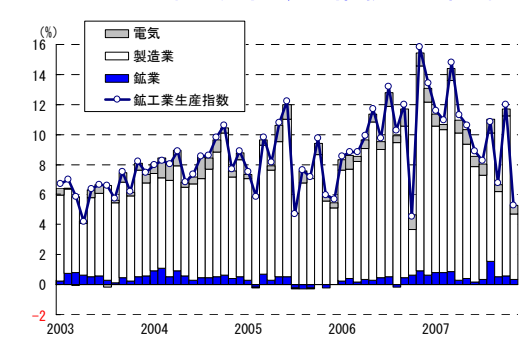
(出所) CEIC

図9 M3と国内信用の推移(対前年比)



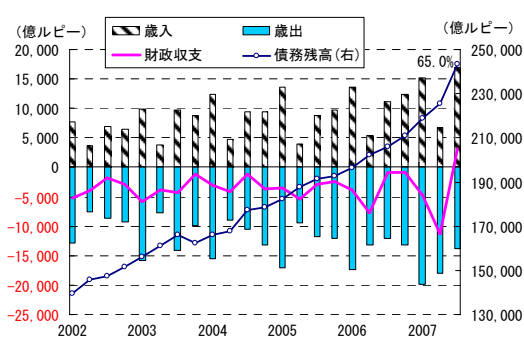
(出所) CEIC

図10 鉱工業生産指数の推移(対前年比)



(出所) CEIC

図11 財政状況の推移(中央政府)



(出所) CEIC

《米国経済の減速懸念はインド経済に波及するのか》

- サブプライムローン問題を発端として米国経済は減速感を強めており、世界経済への影響が懸念されている。一方、今後は新興国を中心とする経済成長が世界経済を牽引するとする「デカップリング(分離)」論が浮上しており、インドはその最右翼として注目を集めている。
- インド経済は、国内の旺盛な消費により牽引されている内需主導経済であり、国際収支上は財・サービス収支がほぼ輸入超過の状態にある。こうした状況は実質 GDP に占める輸出及び純輸出の比率(各17.8%、1.0%(2007年(第3四半期まで)))を見ても明らかであり、他のアジアの主要国と比較しても極めて小さく、インド経済にとっては輸出の縮小が直接経済成長に与える影響は小さいと考えることが出来る(図13)。
- また、インドと米国との貿易関係を貿易統計から考察すると、輸出総額に占める米国向け輸出は、国として依然最大の割合を占めるものの、IT部門以外への産業の多角化や、欧州やGCC諸国向けの輸出の伸びが拡大している。こうした影響から、米国向け輸出の割合は、2003年の19.0%(試算)から2007年(7月まで)には14.0%(同)まで徐々に低下し、米国に対する依存度は相対的に低下している(図14)。
- ただし、インド経済を下支えしている海外からの労働者送金については、主に大学の留学先として選好される米国や、旧宗主国として歴史的に移民受入を行ってきた英国の割合が比較的高いとされる。このところの国際的な石油価格の高騰に伴う中東地域の勃興により、UAE等の中東諸国への出稼ぎ労働者が増大しているものの、その多くは建設従事者や家事手伝いとされており、一人当たりの送金額は米・英からの送金額に比べて小さいものと考えられる。米国の景気減速感が強まれば、全体としては海外の労働者からの送金規模が縮小し、インドの個人消費の堅調さを脅かす可能性は否定出来ない。
- さらに、インドの高成長を支えるもうひとつの要素である直接投資は、多くがタックスヘイブンであるモーリシャス経由で実施されている(図15)。同国には多数の印僑が居住しており、海外移住したインド人・印僑が同地経由で投資を行っていると考えられる。また、これらの投資は、インドの旺盛な内需への期待や、EUや中東市場をターゲットとしたグローバルな工場立地戦略の中で行われており、既に多額の投資が実施されていることを鑑みれば、投資減少による影響が短期的にインド経済を押し下げる要因となるとは考えにくい。

図13 輸出・純輸出の対実質GDP比(2007年(9月末))

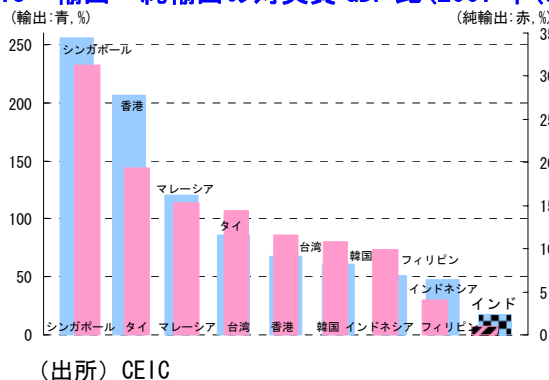


図14 輸出の地域別割合の推移

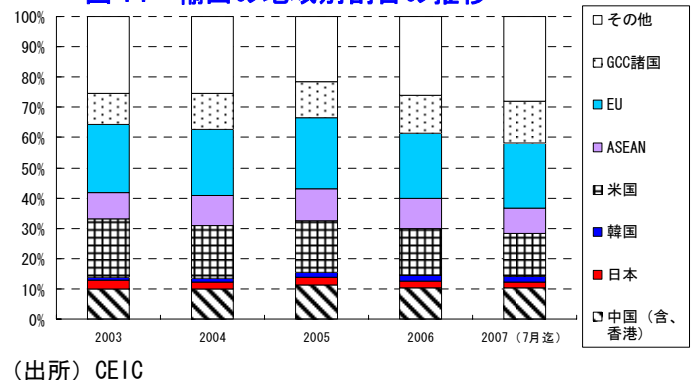
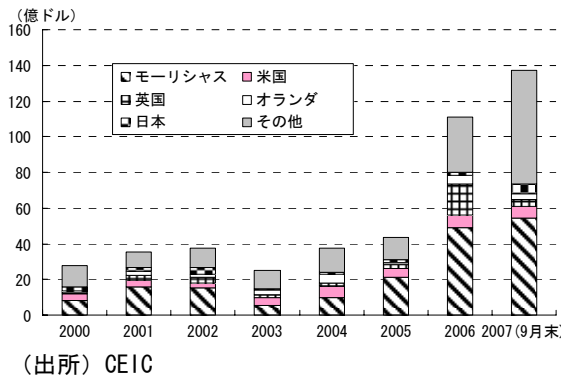


図 15 主要国別直接投資の推移



《1月22日に発生したインド株の急落は何だったのか》

- 昨年春に顕在化した米国サブプライムローン問題に端を発し、秋には世界の多くの株式市場が調整局面を迎えるに至った。こうした中、インド株は、インド国内金融機関において米国サブプライムローン関連資産の保有額が少なく損失計上リスクが低いこと、且つ、インド経済が対米輸出に対する依存度が低く、米国経済の減速懸念に対して直接的な影響をうけにくいことを要因に、外国人投資家を中心に買いが戻る底堅い状況が続いていた。
- しかし、足元では米国経済の先行きに関する減速感の高まりがインドの IT 需要を鈍化させると推測されたことに加え、中国銀行におけるサブプライムローン問題の発覚によりデカップリング論に対する揺らぎが生じたことも手伝い、世界同時に株価急落に見舞われる中、外国人投資家による換金売りを主導にインド株も急落したものと考えられる。こうした結果、PER は今月初めの最高値更新時には 30 倍超にまで上昇したものの、値下がりの影響から、予想 PER は EPS 伸び率を 14.7%(前期同レベル)とした前提でも、足元では 20 倍程度にまで低下している。昨年の PER が平均値で 22 倍程度であったことを勘案すれば、価格の割高感は若干解消していると言える。
- 先行きのインド株を巡る状況は、今回の世界同時株安によって、外国人投資家のリスク許容度が相当低下していると考えられることから、短期的には依然として価格調整リスクが残ることが懸念される。このため、米国及び欧州の金融機関の 1-3 月期の決算発表において、証券化商品を巡る損失がさらに積み増されるか否かが、相場を占う上で次の重要な節目になると考えられる。

《足元のインド企業の業績はどうなっているのか》

- 今月中旬以降、インドの主要企業の 10-12 月期決算が発表され、多くの企業が事前予想を上回る好業績を達成した。特に、IT 関連企業は、足元の通貨ルピー高や、米国経済の減速懸念の高まりから経営環境が厳しくなることが予想されていたものの、依然として欧米企業による大規模受注による恩恵を受ける格好となった。
- 今後、米国経済の減速感がさらに加速することとなれば、米国企業はレイオフによる人員整理とシステム化の加速によるコスト削減を進め、こうした動きに呼応する形で賃金が割安なインドの IT 関連企業に対する需要は引き続き高まるものと見込まれる。需要のタイミングの問題はあるにせよ、インド企業の業績が急激に減速する見込みは低いものと考えられる。

(参考) 今月中旬以降に10-12月期決算を発表したインド企業(1月25日現在)

日時	企業名(業界)	決算(対前年同期比)	事前予測(同)
1/11(金)	インフォシス(ソフトウェア)	+25.2%増益	+18.4%増益
1/17(木)	リライアンス・インダストリーズ(石油化学・精製)	+24.3%増益	+23.1%増益
1/18(金)	ウィプロ(ソフトウェア)	+11.0%増益	+16.1%増益
1/21(月)	ICICI銀行(金融)	+35.2%増益	+26.9%増益
1/21(月)	サティアム・コンピューター・サービス(ソフトウェア)	+28.9%増益	+28.2%増益

※リライアンス・インダストリーズは、昨年10-12月期の特別利益を除外した係数で試算。

(出所) ロイター

《インド経済の先行きを考える》

- 足元のインド経済は、世界的な原油価格及び食料品価格の高騰によるインフレ懸念と、マネー需給の逼迫を背景とした設備資金難という大きく2つの課題と対峙している。金融当局はインフレ率を政策目標(年3~6%)として、柔軟な金融政策による対応を行っており、1月18日に発表された卸売物価指数は、対前年度比+3.79%と前週(同+3.50%)から若干上昇したものの、依然として低位を保っている。1月23日に実施されたIMF IV条協議においても、インフレ懸念への対応が優先課題として議論された模様である。
- 一方、1月11日に発表された昨年11月の鉱工業生産指数は、対前年同期比+5.3%と13ヶ月ぶりの低位に留まった。このことは、足元の金利上昇にも拘わらず、依然として旺盛な国内の資金調達需要によりマネー需給に逼迫感が生じており、過小設備投資に生産に影響する懸念が高まりつつあるものと言える。こうした状況を反映して、1月17日に開催された経済諮問委員会では、2007年度(2007年4月~2008年3月)の実質GDP成長率の予想が従来の+9.0%から+8.9%に下方修正されている。中長期的なインド経済の先行きにとって、インフラ不足及び過小設備投資がボトルネックとなっていることを勘案すれば、財政・金融当局は、インフレ抑制に注力しつつも企業活動の活性化による生産性向上に重点を置いた政策への転換を図ることが望ましいと考えられる。
- 米国経済の先行き懸念は、欧州や輸出依存度の高いアジア諸国等の景気減速感を強め、こうした国の需要を押し下げる可能性があるほか、米・英を中心としたインド人労働者による送金を押し下げる可能性もあり、そうした場合、間接的にインド経済の足元を支える要素が弱含む可能性は否定出来ない。一方で、インドは欧米企業を中心としたグローバル戦略の中で、アフリカ等の新市場向け輸出基地として位置付けられており、投資環境整備に向けた海外からのインフラ支援も進められている。さらに、インド地場企業の業績が大きく落ち込む可能性は高くないと考えられる中、依然としてインドの国内需要が底堅く推移する可能性は高く、海外からの投資を背景に高成長が持続するものと見込まれる。
- 先行きに対するリスク要因としては、現状において不足しているインフラの問題がある。インドが今後も高成長を遂げるには、何より海外からの投資誘致を円滑に進めることが不可欠であり、海外の援助機関によるプロジェクトを含めインフラ投資が積極的に進められている。その中、先日政権交代が行われた豪州は、ウランをNPT(核拡散防止条約)未加盟のインドに輸出しない旨を表明しており、2006年に米印間で締結された原子力技術協定等の前提が崩れる可能性が高まっている。電力供給が圧倒的に不足するインドにとり、原子力の民生活用による電力供給は、中長期的な経済成長にも極めて重要であることから、こうした課題に対して国際社会との協調路線を通じた解決が図られる必要がある。