



インド経済事情：予想外の景気悪化で2ヶ月連続の経済対策公表へ ～景気押し上げ効果に不透明感も、資金アクセスの改善から景気底入れ後の回復スピードに期待～

発表日：2009年1月6日（火）

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)

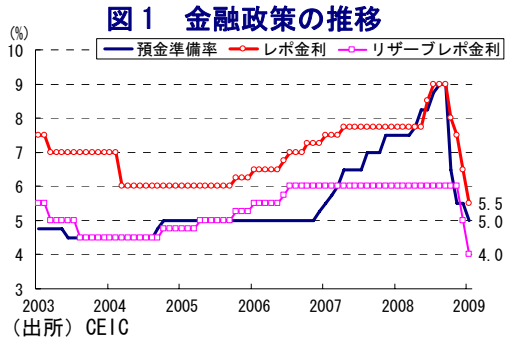
(要旨)

- 2日、インド準備銀行は同国経済に急減速に対応するため、昨年10月から4度目の利下げを公表した。2ヵ月半余りの短期間で政策金利は計350bp引き下げられた。同国の金融市場も世界金融危機の影響を免れず、金融当局は流動性の逼迫感が高まったことに対応する形で急速な金融緩和に舵を切っている。また、翌3日には政府が2ヶ月連続での景気対策を公表し、国営銀行への資本注入や対外商業借入（ECB）に関する規制緩和を打ち出すなど、流動性供給に向けて素早い対応を見せている。
- 昨年9月のリーマンショックにより世界のリスクマネーが新興国から流出したことは、同国にも成長の源泉となった内需を押し上げた過剰流動性の剥落を招き、昨年のインフレによって弱った内需をさらに下押しした。さらに、世界経済の後退で輸出環境も急速に悪化し生産も大幅な調整に入った。当面は米国をはじめ世界経済の後退が続くとみられ、引っ張られる形で景気減速が続く可能性が高いと言える。
- 外需の急速な鈍化により、対外面では巨額の貿易赤字を抱える状況が続いており、経常赤字を招く一端となっている。金融危機で資本流入が細り、逆流を招いたことで資産市場に売り圧力を招いた。ただし、依然として2,500億ドル程度の外貨準備を抱えるなど底堅さも残っている。ECBがに関する規制緩和は当面の金融環境下では効果は限定的とみられるが、回復後のスピードを速めることが期待されよう。
- 10月以降の急速な景気悪化の影響から、先月に続いて景気対策の第2弾が公表されたが、今後の財政余力を考えるとさらなる対策を期待するのは難しいとみられ、金融緩和がさらに進むと予想される。とはいえ、構造的問題もあり2009年のインド経済はもう一段の減速が避けられないとみられ、世界経済の回復を待つ必要がある。5月に任期満了を迎える下院総選挙の行方は依然不透明だが、状況によってはテロの脅威を増す可能性も残る。そうなれば海外からの投資回帰が遅れ、景気回復も後ずれが避けられないであろう。株式の大幅上昇や通貨の安定にとっても極めて厳しい材料が続くことが予想される。

《2ヶ月連続での緊急利下げと景気刺激策を公表、材料は明るいものの景気の底入れに至るには時間が必要》

- 2日、インド準備銀行は緊急の金融政策委員会を開催し、世界経済の後退による景気減速懸念に対抗するため、さらなる金融緩和に舵を切る決定を行った。同国では、昨年9月の米国発の金融危機以降、それまでの緊縮政策から一転して緩和姿勢を強めているが、2ヶ月半余りの間に主要政策金利であるレポ金利は4度、計350bp引き下げられることになった。一連の金融緩和策により、レポ金利は5.50%（100bp引き下げ）、リバースレポ金利は4.00%（100bp引き下げ）、預金準備率は5.00%（50bp引き下げ）となっており、同国政府が急激な金融緩和を通じて景気刺激を模索する姿勢が伺える（図1）。
- 世界金融危機の影響はインドの金融市場にとって、同国の歴史的経緯からプレイヤーとして特に欧州系の銀行が多いことを背景に、とりわけ流動性の逼迫感が中小企業を中心に高まっている。こうしたことも、政策金利のみならず預金準備率の引き下げやレポ取引により金融当局が債券の直接買取を行うなど流動性供給量を増やすオペレーションを増やす要因になっていると考えられる。
- なお、昨年11月末にムンバイで発生した同時テロによるショックに対応する形で同国政府は12月上旬に2,000億ルピー規模の景気刺激策を打ち出したが、今年3日にも再度の景気刺激策の公表に踏み切っており、同国政府の危機意識の高さと対応の素早さが際立っている。前回の景気刺激策では2,000億ルピー（約40

億ドル) 規模の追加的な財政支出を伴うインフラ投資拡大のほか、統一付加価値税の 4%減税や輸出産業保護に向けた補助金などが中心であった。しかし、今回の施策は基本的に企業部門の流動性供給支援が中心に据えられており、特筆すべきなのは対外商業借入 (ECB) に対する規制緩和が進められる点であろう。とはいえ、世界金融危機でリスクマネーの出し手が細る中での施策だけに景気の押し上げ効果については未知数であり、景気が底入れするには暫くの時間を要する状況に大きな変化はないと考えられる。



《内外需ともに厳しい環境から当面の減速は不可避、資金アクセスの改善で景気反転後の回復速度に期待も》

- 昨年 9 月に発生した所謂「リーマン・ショック」以降の金融危機により、同国を含む新興国に流入したリスクマネーは急速に調整の段階に突入し、これらの国の成長の原動力となってきた内需の押し上げに寄与した過剰流動性が剥落する事態に陥った。とりわけ、ここ数年の同国経済は年平均 8%を超える高成長を記録したこともあり、高収益を目指す資金が流入した。こうした資金の流入は通貨ルピーの為替相場の押し上げに寄与したが (図 2)、輸出産業を中心とする産業の多角化を志向する同国政府にとってはルピー高は輸出抑制要因となるため市場でルピー売り (ドル買い) の為替介入を実施、過剰流動性を生む結果となった。
- 過剰流動性によって個人消費を中心とする内需が押し上げられたところに、昨年は原油をはじめとする商品市況の急騰によるコストプッシュ型インフレが押し寄せたことで力強かった内需に下押し圧力が掛かるようになった。足元では、原油価格がピークアウトした後に急速に調整したこともあり、インフレ圧力は大きく後退しているものの (図 3)、リスクマネーの流出に伴って内需の押し上げ要因が剥落したことで消費の力強さは大きく影を潜めている (図 4)。先月に続き、今月も景気対策として流動性供給策やインフラ開発などの投資促進策が示されているが、個人消費の押し上げなどの波及効果を及ぼすかは未知数と考えられる。
- また、インド経済の輸出依存度は、他のアジア諸国と比較すると高くはないと言えるものの、ここ数年の成長産業が IT や BPO をはじめとするサービス輸出産業が中心となってきたことを考えるとその影響は少なくない。特に、同国政府は経済特区 (EPZ) 政策などを通じて外国資本による製造拠点誘致などを積極的に行ってきたことで海外からの投資資金の受入に奔走してきただけに、世界経済の後退による輸出需要の減速は足元での内需の頭打ち感と相俟って生産の下押し圧力に繋がっている (図 5)。主要輸出先である米国や欧州経済の底入れには暫くの時間を要するとみられる上、昨年に輸出が急激に拡大した中東をはじめとする産油国についても原油価格の急激な調整による景気減速が免れない状況を考えると、その勢いが戻るのは当面難しいとみられる。したがって、生産が反転の機会を伺うには相当の時間が必要になると予想される。
- 一連の景気対策を通じて、企業部門は銀行からの流動性供給のみならず、海外からの対外商業借入に対するアクセスが確保されるなど、資金調達ツールの多様化が図られた。当面については生産の下押しの影響から厳しい環境が続くと予想されるものの、同国に進出する企業の多くはグローバル企業による生産拠点の多様化を目指す一環で進出していることを考えると、世界経済が底入れした後の反転局面に突入した場合、かつてに比べて資金へのアクセスが改善している同国に対してマネーが回帰する可能性は格段に高まっており、

その観点では回復基調に転じた後のスピードは速まる可能性が高まっている。

図2 為替相場の推移

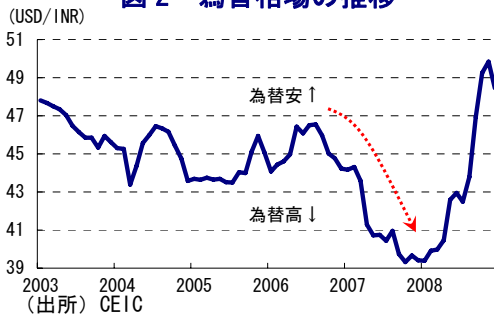


図3 卸売物価の推移(前年比)

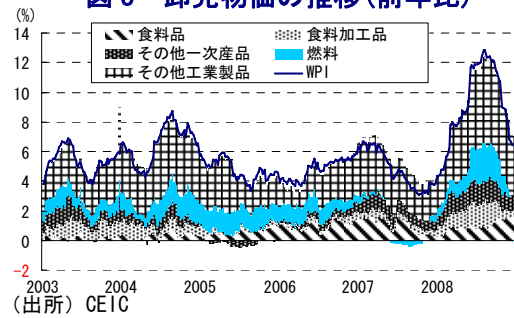


図4 自動車売上高の推移(前年比)

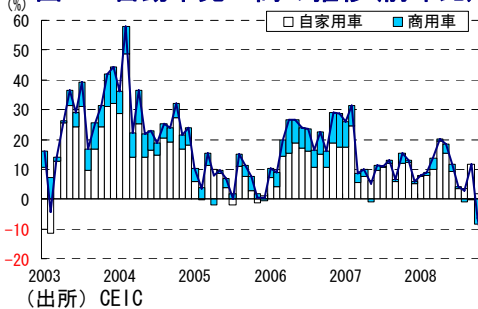
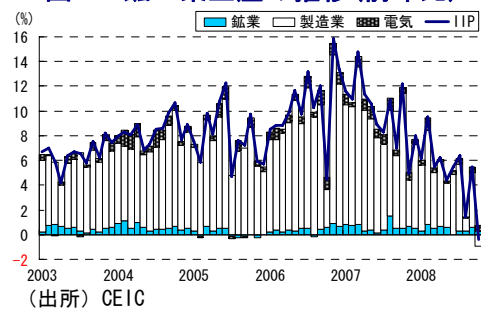


図5 鉱工業生産の推移(前年比)



《輸出は当面厳しく貿易赤字の縮小は困難、莫大な経常赤字を抱えるものの外貨準備の厚さが下支え要因に》

- 輸出需要が急速な調整に至っている一方、同国内では昨年はじめのインフレ圧力で内需が疲弊した影響が残存し、その上に原油をはじめとする輸入財価格が急速に下落したことで輸入の伸びも鈍化している。ただし、依然として輸入の伸びが輸出の伸びを上回る状況が続いており、貿易収支は大幅な赤字が続いている(図6)。当面は、世界経済の一段の後退により輸出を巡る環境は悪化を余儀なくされるとみられる一方、エネルギー財を中心に輸入依存度が高いという構造的課題から貿易赤字が大幅に縮小することを期待するのは難しいであろう。
- さらに、莫大な貿易赤字を背景に経常収支は大幅な赤字に陥るなど、ファンダメンタルズの脆弱性が度々問題視されてきた(図7)。しかし、新興国へのリスクマネーの流入が続く間は、資本収支の黒字によって経常赤字がファイナンスされる状況にあったものの、金融危機によるリスク回避姿勢が強まる中でそうした勢いは大きく影を潜めることとなった(図8)。同国はこれまでECBに対する規制が厳しかったこともあり、短期資金の大量流出により他の新興国などで懸念されたような危機的状況がもたらされる可能性は極めて低かったものの、昨年は世界同時株安をきっかけに証券投資において大幅な資金流出が起こったこともあり(図9)、金融危機が追い討ちを掛ける形でマネーフローに調整圧力が掛かった。
- マネーの流出は同国の資産市場に対する売り圧力となり、ここ数年に亘り順調に上昇した株式は一転して急激に下落することとなったほか(図10)、昨年初めまでは増価基調を強めた通貨ルピーも一転して減価基調を強めることとなった(図11)。急激な為替の乱高下による不安定感の高まりと、輸入の伸びが輸出の伸びを上回る状況が続いたことで為替安が輸入物価の押し上げを招く懸念が生じたことから、金融当局は昨年後半に掛けては為替安定の観点からルピー買い(ドル売り)の為替介入を行うようになった。その結果、ドル買いによって順調に積みあがってきた外貨準備は足元で減少基調を強めている(図12)。とはいえ、11月末時点でも依然として約2,500億ドル規模を確保するなど、同国経済の底堅さを示している。

図6 輸出入の推移(前年比)

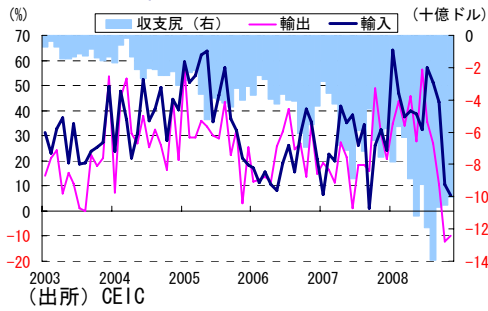


図7 経常収支の推移

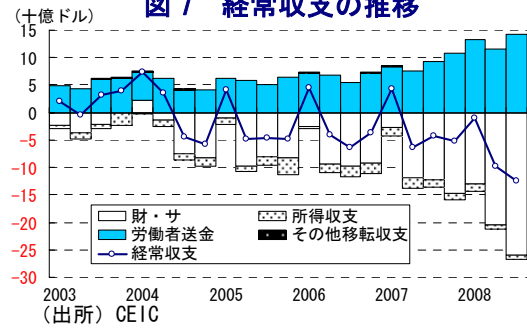


図8 国際収支の推移

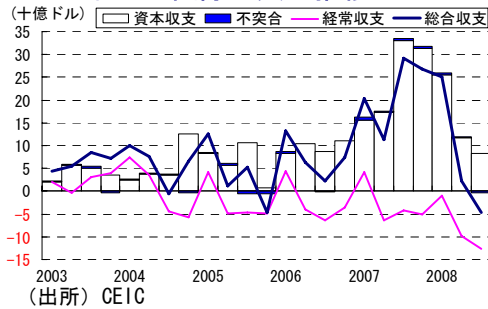


図9 投資資金流入出額の推移

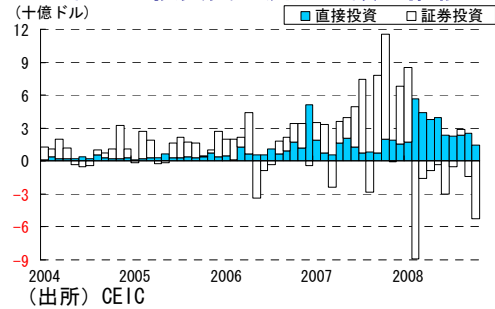


図10 株式相場の推移(ムンバイ SENSEX)

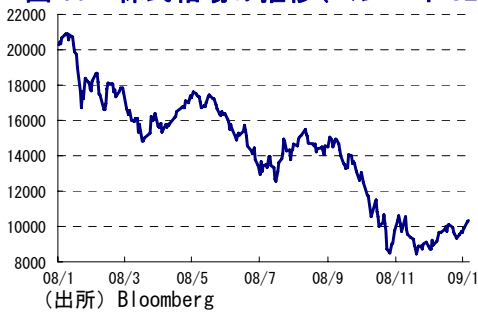
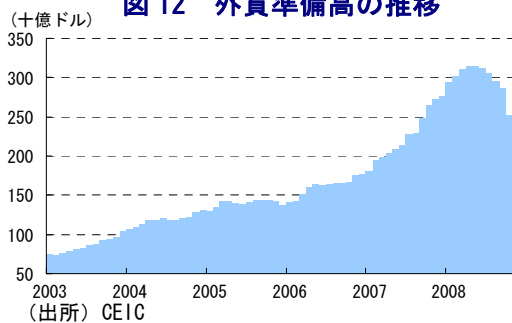


図11 為替相場の推移



図12 外貨準備高の推移

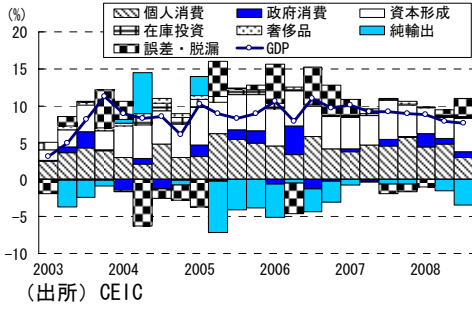


《2009年のインド経済は不十分な景気対策に加え政治的課題もあり、難しい状況が続くものと予想される》

- 同国の景気は7-9月期の実質GDP成長率が前年比+7.6%と減速基調が強まっており(図13)、10-12月期についてはリーマンショック後の世界的な景気後退の影響から急速に様々な指標が悪化しており、一段の景気悪化は避けられないとみられる。先月に公表された第1弾の景気対策によって、この3月までのインフラ開発を中心とする公共事業が加速されることもあり、減速度合いは若干緩和されるものと予想される。しかしながら、4月以降は押し上げ効果が剥落する懸念がある上、5月にも任期満了を迎える下院総選挙が控えていることもあり、同国政府がさらなる歳出拡大を伴う景気刺激策を採ることは難しくなっている。さらに、同国はインフラ不足にも拘らず、財政余力の乏しさからインフラ開発のための投資資金を主にPPP(官民連携)に依存する状況にあり、その後のインフラ投資が円滑に進捗しない懸念も出てこよう。

- こうしたことから、今後は財政支出の拡大を求めることは当面難しいとみられ、さらに金利引下げを含む金融緩和が行われるとみられる上、企業部門を中心に借入スキームの多様化など規制緩和に向けた動きも一段と進んでいくことが期待される。これらの施策は、特に足元のようにマネーフローが大きく変化している中では即効性は期待しにくいものの、景気底入れ後の回復基調を加速させることが期待される。
- 同国のここ数年の高成長を支えてきた IT 関連や BPO などのサービス産業については、主にその顧客が米国であることを考えると、米国経済の減速基調が当面の間は収束しそうにないこと、同業者がフィリピンなどの他のアジア諸国にも派生し始めていることでコスト面での優位性にも翳りがみられることは大きな懸念材料である。また、内需関連産業についても市場のパイという魅力の一方で依然として国民の 3 分の 1 が貧困層に属している上、莫大な経常赤字を抱えるなど貯蓄率が依然として低いという課題がある。海外からの資金流入などにより投資がファイナンスされ、所得や雇用環境の改善に繋がる循環が起こらない状況では、個人消費を中心とする内需の押し上げを期待することは難しい状況にある。その意味では、海外経済の状況と切り離して同国経済を語ることは依然として厳しい。
- なお、昨年上期に掛けて問題となったインフレについては、足元では原油を初めとする商品市況が大幅に調整している影響からインフレ圧力は後退しており、先行きも伸びは一層鈍化していくと期待される。ただし、同国の GDP 構成上 2 割弱を依然占めるなどコアセクターとなっている農業については、昨年のもンスーン（雨期）に起こった多雨の影響で大規模な洪水が北部や東部で発生するなど不作が相次いだため、農産品価格に下落圧力が掛かりにくい状況がある。前述の通り、同国は人口の 3 分の 1 が依然として貧困層とエンゲル係数の高い所得階層が多く存在する特殊性から、個人消費については当面のところ押し上げ材料に乏しい展開が続くと予想される。
- 今年 5 月にも実施される総選挙では、今年のインフレ圧力に絡む経済運営の失敗、11 月末に発生したムンバイでの同時テロ後の対応を巡り、現与党の国民会議派が多数派を握ることが可能か否か、極めて難しい状況となっている。とはいえ、最大野党の BJP（インド人民党）を中心とする政権が樹立された場合においても、過去の経緯をみると現状の改革・解放路線はそのまま継承される可能性は高いと考えられる。ただし、BJP はヒンドゥー至上主義を党是としていることから、11 月末に発生したムンバイでの同時テロ以降もイスラム教に絡むテロ事件や、少数民族による分離独立を目的とするテロ事件が度々起っている状況を考えると、社会不安が増大する懸念も高まることも予想される。同時テロ事件によって顕在化したリスクがクローズアップされるようになれば、海外からの投資の流入にマイナスの影響を及ぼすことも懸念されよう。
- こうしたことから、2009 年のインド経済は引き続き減速基調が長引く可能性が高いと予想される。世界経済の動向に左右される状況は、その他の新興国と似ていると考えられるが、底入れ後の回復に際してもマネーフローの動きが鍵を握るものと予想する。なお、経常赤字の解消は当面難しいとみられる一方、米国による莫大な景気対策によって米ドルの価値も大きく振れる可能性が高く、通貨ルピーの為替レートは一進一退の状況が続くと予想される。株式についても、個別企業ではコーポレートガバナンスに関連した問題が表面化するなど、さまざまな事情はあるものの全体的な企業収益はこれまでのような勢いから一服が避けられないとみられる。足元では底値を探る動きが強まっているが、こうした観点からは相場が大きく上昇することには依然としてハードルが高いと予想される。

図 13 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)



以 上