



インド経済事情：金融危機にテロによるマインド悪化が追い討ち

～10-12月期は景気に急ブレーキ、今年上期にかけては厳しい状況が残存すると予測～

発表日：2009年3月6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）

- 10-12月期の実質GDP成長率は、需要サイド（市場価格ベース）では対前年比+4.5%と前期（同+7.7%）から大幅に減速、当研究所試算による対前期比（季調済）ではマイナスに陥った。ここ数年のインド経済を牽引した個人消費を中心とする内需は、昨年前半のインフレ圧力により頭打ち感を強めた後、年後半には海外投資家の資金逃避による過剰流動性の剥落で力強さを失い、さらに、世界的な景気後退で雇用・所得環境の悪化が下押しに追い討ちをかけている。昨年11月のムンバイでの同時テロも内外でのマインド悪化に拍車をかける要因になったものと考えられる。
- 内外需の急速な冷え込みで、生産も減速基調を強めており、10-12月期には製造業のほか、多雨で夏物が不作となった農業、金融危機の余波で資金繰りが厳しい建設業などが圧迫を受けている。その一方、公務員給与の引き上げにより公的サービスが上振れした。とはいえ、供給サイド（要素費用ベース）でも対前年比で+5.3%、当研究所試算による対前期比は+0.3%と辛うじてプラスを保っている程度まで落ち込んでおり、先行きの厳しい状況には変わりがない。
- 急速な景気悪化を受けて、政府や金融当局は景気刺激に向けた方策を打ち出している。政府は昨年12月から3ヶ月連続で景気対策を公表しているものの、財政の構造的な問題から余裕がなく、所謂「真水」の財政支出が困難な状況にある。また、2009/10年度暫定予算では、中期的に望ましい歳出増がある一方で、過大な支出が格付機関などから疑問視され、マインドの悪化した海外投資家による資金流出の勢いに火をつけつつある。金融当局は景気刺激や金融市場における流動性確保の観点から大幅な金融緩和を進めており、直近では4日に緊急利下げを実施している。
- ここ数年の高成長の背景に、海外からの資金流入による過剰流動性の存在があったことを考えると、今年については世界的な金融市場の機能不全状態が続くことが懸念される。2009年後半には、インド市場の大きさや幅広さ、その消費意欲が依然として底堅いことから景気に底入れ感が生ずることが期待される。しかし、景気回復期となる2010年に入っても、過剰流動性を前提とした内需の押し上げ期待を持つことは難しく、ここ数年に亘り享受してきた8%超といった高成長に戻ることは難しいであろう。

《インフレで疲弊した内需に金融危機や同時テロなどの外部要因がヒット、前期比マイナス入りの可能性も》

- 個人消費を中心とする内需が主導する力強い成長から、一時期は「デカップリング論」の中心的存在として海外の投資家が注目したインドだが、一昨年後半以降のインフレ圧力の高まり、その後は世界金融危機に端を発する信用収縮の影響を受けて景気は急激に減速している。先日公表された 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、対前年同期比+4.5%と前期（同+7.7%）から大きく伸びが鈍化した（図1）。なお、当研究所で独自に試算した季節調整値ベースでは、対前期比▲0.3%と前期（同+1.7%）から一転してマイナス成長入りしており、同時期の景気の失速度合いが急速に進展したことが分かる。
- 特に、景気を牽引してきた個人消費は、一昨年後半以降の世界的な商品市況の急騰で、エネルギー資源の太宗を輸入に依存する同国にはコストインフレを誘発した。また、同国では海外から高収益を目指し流入した投資資金が過剰流動性となり、内需の押し上げに寄与し需要インフレ懸念を高め、金融当局は引き締め姿勢を強めた。内外金利差や 12 億人に迫る同国の市場規模、その潜在成長力といった魅力が海外資金を誘引した

結果、インフレ率は昨年半ばに前年比+13%超に高進（図2）、底堅さが続いた個人消費は急速に冷え込んだ。

- さらに、金融危機により流動性が逼迫する中、金融当局は度々金融安定化策を講じたものの、金融機関の貸出態度が厳しくなったことで、中間層を中心に売れ行き伸ばした自動車売上が頭打ちし、それ以下の所得階層に手が届く二輪車も減速基調にある（図3）。また、同国は輸出の対GDP比が20%強とアジアの中では低く、それ故に「デカップリング論」の象徴となったが、世界経済の後退で同国でも輸出が急速に冷え込み（図4）、高成長を牽引したIT関連サービスや伝統的な労働集約型産業である繊維関連で業績が悪化した。特に、繊維関連では工場閉鎖や従業員のレイオフが相次ぐなど、大量の従業員を抱える中で雇用・所得環境の急速な悪化が進んでおり、このことも個人消費の下押し要因になっている。
- 内外需の双方で急速に冷え込んでいることで、生産も急速に下押しされており（図5）、供給サイドでも10-12月期の実質GDP成長率は対前年比+5.3%と前期（同+7.6%）から減速基調が強まった（図6）。特に、昨年の雨期の大雨の影響で夏物が不作となった農業は前年比▲2.2%とマイナス成長に陥ったほか、自動車などをはじめEU市場などを新市場として開拓してきた製造業においても、内外需双方で勢いがなくなっていることで同▲0.2%とマイナスに寄与した。当研究所が試算した季節調整値ベースでは、11月末の同時テロにより観光関連産業も急速に冷え込みを示しているほか、金融危機後に流動性の逼迫感が強まる中で建設需要も急速に冷え込んでいることが示されている。

図1 実質GDP成長率の推移(前年比)

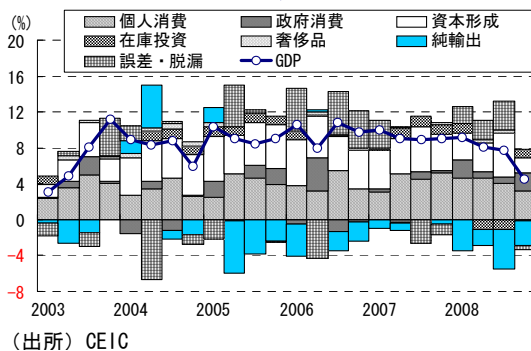


図2 卸売物価の推移(前年比)

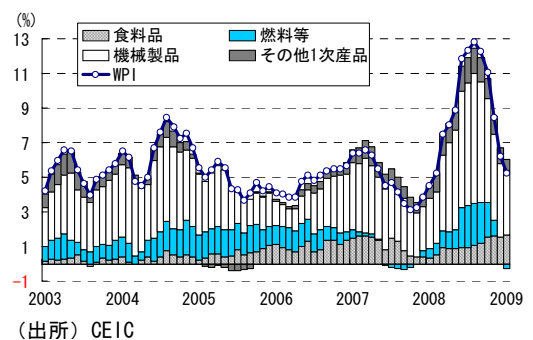


図3 二輪・四輪車売上高の推移(前年比)

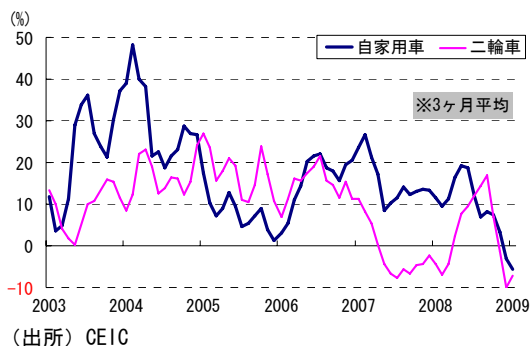


図4 輸出入の推移(前年比)

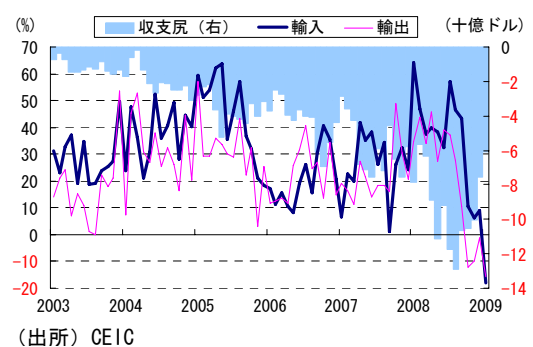


図5 鉱工業生産の推移(前年比)

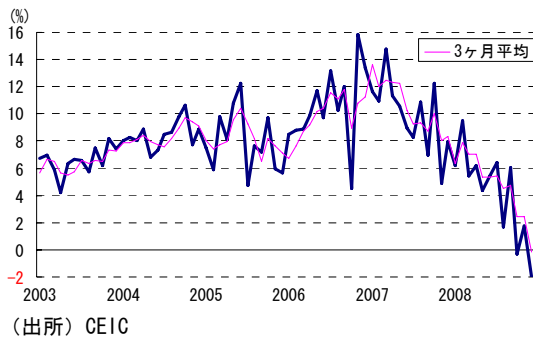
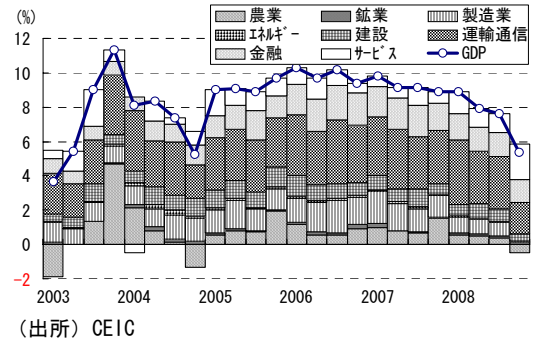


図6 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



《金融・財政面での景気対策も、選挙対策の側面が強く、先行きにおいて不確定要素を高める懸念がある》

- 昨年後半以降はインド経済にも景気減速懸念が強まったこともあり、従来よりインフレタカ派色の強い金融当局は、インフレと金利高の共存状態に陥ったことで動けなくなった。その後はリーマンショックに端を発する金融危機が発生したことで、昨年10月以降は一転して景気刺激の観点から、利下げによる緩和姿勢を強めている（図7）。特に、預金準備率の引き下げや金融機関に対する流動性供給、資本注入を行うなど、金融安定化策に積極的に取り組んできたこともあり、足元ではマネーの伸びに比べて国内信用の伸びが急速に拡大するなど、流動性の逼迫感が和らいでいる兆候も出始めている（図8）。その一方で、金融当局による相次いで的大幅利下げにも拘らず金融危機による不安心理が依然払拭出来ていない上に、景気後退による資産価値を巡る不安定感が高まっていることで、市中銀行による貸出金利は政策金利の下落幅ほど低下しておらず（図9）、真に資金を必要としている層のマネーへのアクセスは必ずしも改善していない状況にあった。10-12月期のGDP統計は市場予想よりは良かったものの、景気後退懸念が一段と強まったこともあり、金融当局は4日、急遽レポ金利とリバースレポ金利をそれぞれ50bpずつ引き下げる決定を行った。
- インドの財政は、貧困層や地方政府向けの補助金が歳出の自由度を狭めている上に、課税ベースが小さいほか、細かな控除が様々設定されるなど、財政的な余裕が少ないという難点がある。こうしたことから、景気後退懸念が強まっているにも拘らず、他国のように歳出拡大による景気対策を行使し難い状況にあった。しかし、昨年11月末にムンバイでの同時テロにより国内外のマインドが急速に悪化したことから、翌12月初めには総額2,000億ルピーのインフラ開発投資を今年3月末を期限に前倒しで実行するほか、物品税の一律4%引き下げ（14%→10%）などの第1次景気対策を発表した。その後も翌1月には景気対策第2弾として、海外経済の急速な悪化に加えて海外投資家による資金逃避行動により、外貨流動性の逼迫感が高まったことから、それまで厳しく制限されてきた対外商業借入（ECB）に対して、その対象及び上限に関する規制を緩和する方針を示した。さらに、2月には、この4月からの2009/10年度の暫定予算案を公表し、その中ではインフラ開発などの景気刺激策が盛り込まれていなかったことに対して市場が悲観的な反応を示したことに対応し、物品税（10%→8%）及びサービス税（12%→10%）の一律2%引き下げを行うとの第3弾目を公表した。
- このようにインド政府及び金融当局は、景気減速懸念が強まっている状況に対して、財政・金融政策の緩和措置により柔軟に対応する姿勢を示している。しかしながら、金融政策の機動性の高さに比べると、財政政策については他国のように大規模支出を伴う形ではなく、財政的な厳しさも影響して減税策や貧困層対策などに重点が置かれている。今年は5月に下院が任期満了を迎えるため、4月13日から5段階の投票を経る形で総選挙が実施される。貧困層が依然として人口の3分の1強を占め、「資本主義の前に民主主義が根付いた」と揶揄されるほど、ここ数回の総選挙では政権の入れ替わりが激しい同国では、予算手当などを通じた選挙対策が繰り返されてきた。2009/10年度暫定予算においては、初等・中等教育予算が大幅アップするなど、中長期的に見て望ましい方策がある一方で軍事費の増大や、貧困層向けの過大な補助金が依然残されたまま

など、構造的な問題にはまったく手を付けられずにいる。さらに、大規模な財政赤字を市場調達で賄う姿勢を示したことで格付機関は信用格付の見直し作業を進めるなど、不確定要素も高まっている。

図 7 金融政策の推移

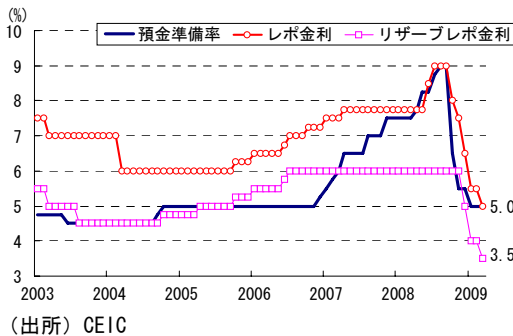


図 8 M3 と国内信用の推移 (前年比)

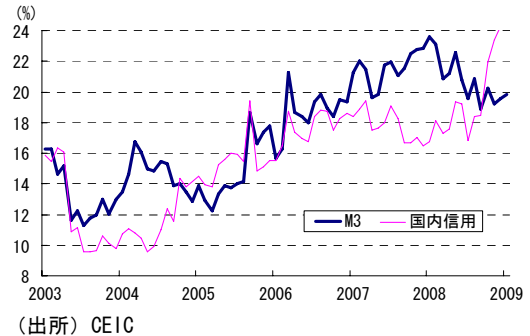
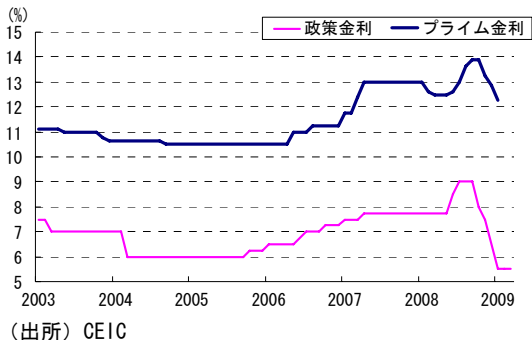


図 9 政策金利と銀行貸付金利の推移



《2009 年のインド経済は、国際金融環境などの外的要因が障害となり、減速を余儀なくされると予測する》

- 内需の力強さからデカップリング論の中心的存在となってきたインド経済だが、そうした勢いは完全に鳴りを潜めてしまっていると言える。また、G20 などを通じて国際場裏では全世界的に景気対策を打ち出すことで、世界的な景気後退の勢いを減じようとの取り組みが進むものの、インドにとっての積年の課題である財政構造については 2009/10 年度暫定予算でも手を付けられておらず、総選挙後に誕生する次の政権に託されることとなった。とはいえ、次の政権下でも大票田である貧困層からの呪縛を超えて構造改革に取り組むことは極めて壁が高く、今年 3 月までに前倒しで実施されるインフラ開発投資を除けば、所謂「真水」で投入される財政資金が限られる状況に変わりないと考えられる。こうしたことから、先行きは 1-3 月期に政府支出や公的部門での資本投資に押し上げがあるとみられるものの、家計及び企業部門のマインドの悪化が続いていることで、景気全体としても当面は厳しい状況が続かざるを得ないであろう。
- 4 日の緊急利下げによって、政策金利は過去最低水準にまで低下したこともあり、市中銀行の貸出金利の低下が促されることが期待されるものの、金融環境が大きく改善していない上、特に同国にエクスポージャーの多い欧州系金融機関を巡る状況は厳しさを増していることで、間接的にインドの金融市場に影響が及ぶことも懸念される。昨年に掛けて流入超にあった海外からの投資資金は、足元では依然として直接投資に底堅さが残る一方で証券投資は流出の勢いが続いている（図 10）。さらに、2009/10 年度暫定予算を巡っては、その過大な財政赤字とそのファイナンスのために借入に依存せざるを得ない状況が明らかになった上、前提となる 2008/09 年度の成長率を前年比+7.1%と実際と比べて大幅に高い水準としている。財政の一段の悪化が懸念されたことで、足元では証券投資の流出の勢いが再び強まっており、株式市場は年初から下がり続け（図 11）、通貨ルピーの対米ドル相場は過去最安値を探る展開となっている（図 12）。
- 2008 年通年の経済成長率は対前年比+7.3%となり、当研究所が先月公表した見通し（同+7.0%）からは上振れしたものの、その要因としては政府による景気対策の足が想定した以上に速かったこと、在庫投資が想

定以上に積みあがっていたことが考えられる。今年いっぱいには海外経済、特に先進国の景気後退基調からの脱却には依然時間が掛かるとみられることで、金融市場の機能正常化は大きく後ずれを余儀なくされるとみられる。また、インド経済そのものは輸出依存度は低いものの、所得上昇が輸出関連部門を中心に起こったことを考えると、その勢いはここ数年の伸びを下回らざるを得ないと考えられる。こうしたことから、2009年の経済成長率については、前回予測と変更なく前年比+4.7%となると予想する。2009年後半には、同国の市場の大きさや消費意欲が依然高いことなどを背景に、景気に底入れ感が強まるとみられるが、過剰流動性を背景にした内需の押し上げを期待するのは難しい中、2010年の景気回復期に至っても、ここ数年の8%超の高成長を期待することは厳しいであろう。

図 10 海外からの投資資金流入額の推移

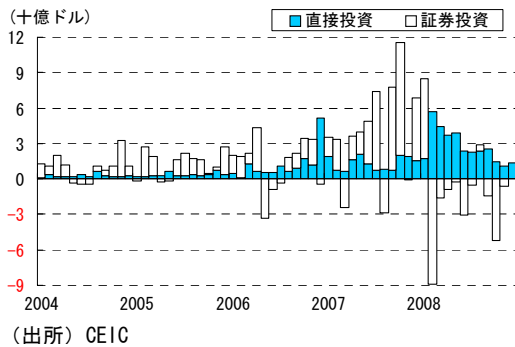


図 11 株式相場の推移 (SENSEX)



図 12 為替相場の推移



以 上