



インド経済事情：底堅い消費にもインフレと投資減速に懸念高まる

～1-3月期実質GDPは堅調に推移するも、インフレ圧力の高まりから金融政策の緊縮化は不可避～

発表日：2008年6月3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）

- 1-3月期の実質GDPは、前年比+8.8%と前期（同+8.9%（改定値））から若干減速した。足元のインフレ圧力にも拘わらず、個人消費の底堅さに加えて財政拡大による政府支出が景気を下支えする一方、金融緊縮策に伴う金利高から資本投資が鈍化するという影響が見られる。産出面では、依然として外資への開放度合いの高いサービス業が経済を牽引している一方、これまで堅調だった製造業も金利高による設備投資抑制から、成長への寄与度が低下している。
- インフレ指標である卸売物価は、足元の国際的な資源価格高騰の影響もあって上昇基調を強め、5/17時点で前年比+8.1%とインフレ目標を大幅に超えている。この結果、実質金利はマイナス化し金融当局による緊縮姿勢にも拘らず、現行の預金準備率のみの調整では過剰消費による需要インフレを招く可能性が高まると言える。財務省は国内の金利高による国内投資鈍化に鑑みて、企業対外商業借入の規制緩和策を示し、海外からの低利の資金調達による投資促進を試みる。インフレ抑制を主眼に置くならば、先行きは金利引き上げの断行が必至となるものと考えられる。
- 国際収支面では、原油価格の高騰により、国内エネルギー消費の太宗を輸入に依存する同国は経常収支が悪化している。これまで経常収支赤字をファイナンスしてきた資本収支は、このところの世界的な金融市場の信用不安もあり、証券投資の動きが鈍化しているとみられ、結果的に通貨ルピーの対米ドル為替レート安の展開が加速している。当面は、世界の金融市場を巡る不安が解消する状況には至らないものと考えられ、資本収支の動向は外国人投資家のセンチメントに左右される展開が続くものと見込まれる。
- 先行きのインド経済は、足元で続くインフレ圧力の亢進は残存するものと見られ、その影響による消費の下押しは避けられないものとみられる。その一方で、来年上旬に控える総選挙への現政権のパフォーマンスによる財政拡大が内需を下支えする効果は一定程度は期待される。金融当局による引締姿勢により生じている金利高がもたらす投資減速は、先行きの生産に影響を与えるものと考えられる。しかし、インフレ抑制に本気で取り組むのであれば先行きの金利引き上げは必至であろう。一方で、先日公表された対外商業借入の緩和等、これまで対外開放度が低いとされている同国での規制緩和により、ボトルネックが解消される部分は相当あり、中長期的な成長には不可欠な対応となるものと考ええる。

《足元のインド経済 ～消費中心で内需は底堅く推移、インフレ圧力と生産鈍化で難しい舵取りが続く～》

- 30日に公表された1-3月期の実質GDPは、対前年同期比+8.8%と前期（同+8.9%（改定値））から若干減速した（図1）。足元ではインフレ圧力が高まっているものの（図2）、依然として個人消費が堅調に推移したことに加えて、財政支出の拡大に伴う政府消費が急拡大したことで景気が下支えされた。その一方で、金融当局はインフレ抑制の観点から緊縮的な金融政策を堅持しており（図3）、借入負担の増大した企業部門を中心に固定資本形成が鈍化した。内需は消費を中心に底堅く推移しているものの、金利高の影響が出始めていると言える。
- 産出面では、外国資本への開放度合いの高い運輸・通信や金融、その他サービスといったサービス業が経済全体の牽引役となっている（図4）。これまで堅調な伸びを示してきた製造業については、既に

設備稼働率は 9 割を超えるレベルにあるとされるものの、足元の金利高の影響から企業部門における投資が抑制されているために、足元の鉱工業生産は伸びが鈍化基調にあることが影響しており（図 5）、成長への寄与度が低下している。

- 世界的な原油及び食料品価格の高騰の影響から、同国のインフレ指標である卸売物価は上昇トレンドを強めており、5 月 17 日時点で対前年同期比+8.1%と、金融当局のインフレ目標（5%）を大幅に超える状況が続いている。金融当局はインフレ抑制を目的に緊縮姿勢を強めているものの、金利の引き上げについては産業界を中心とする反対が強いこともあり、2007 年 4 月以降は預金準備率のみによる調整を行っている。金利高を維持する一方、インフレの亢進により実質金利はマイナスに突入しており、消費の力強さも手伝って国内信用の伸びは高止まりしており（図 6）、需要インフレの懸念も高まっていると言えよう。また、補助金で低価格に抑えられている石油製品については、足元の原油価格の騰勢により、補助金による財政負担が大きくなっていることから、石油・エネルギー省は 10%程度の値上げを検討しており、コストプッシュ型インフレによる圧力も高まるものと考えられる。

図 1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

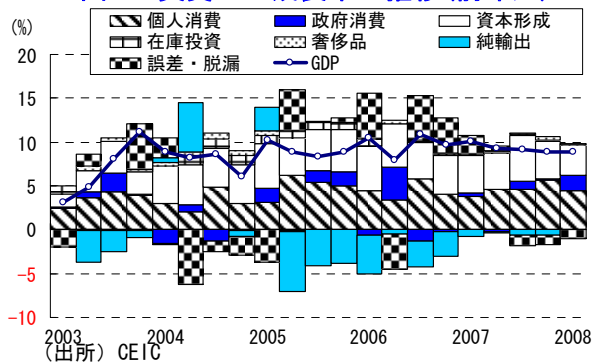


図 2 卸売物価の推移(前年比)

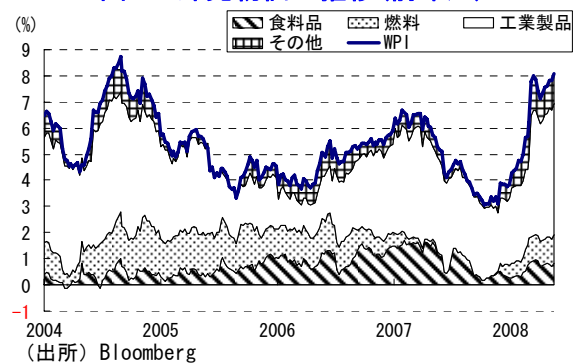


図 3 金融政策の推移

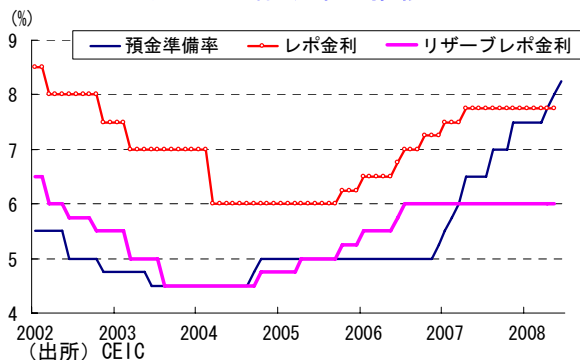


図 4 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

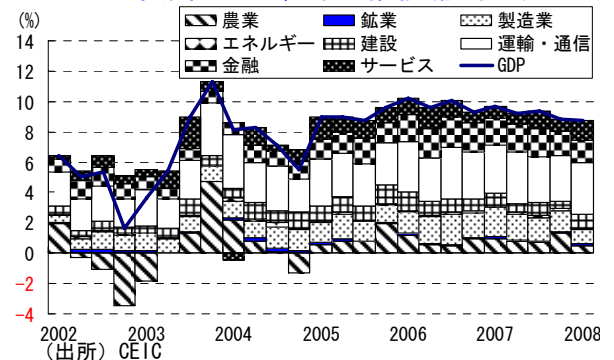


図 5 鉱工業生産の推移(前年比)

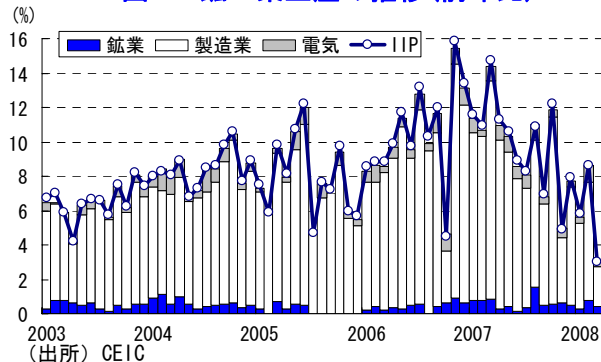
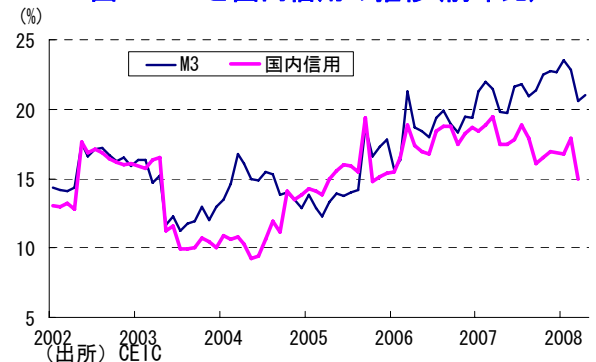


図 6 M3 と国内信用の推移(前年比)



- 国際収支面では、消費を中心とする底堅い内需を反映し、特に足元では貿易収支は大幅な赤字状態が続いている（図 7）。こうしたことから、経常収支は海外からの労働者送金の大幅な流入にも拘らず、大規模な貿易赤字の影響から基本的に赤字で推移しており（図 8）、そのファイナンスを海外からの投資資金である資本収支で賄ってきた（図 9）。こうしたことから、3 月末時点における外貨準備高は、3,097 億ドルに達しており（図 10）、12 月末時点から外貨準備高が 340 億ドル強も増加していることから、1-3 月期の国際収支統計は未発表ではあるものの、依然として海外からの資本流入超の状態が続いていると考えられる。
- ここ数年については、シン政権による積極的な構造改革による投資環境整備が行われたことに加えて、11 億人という巨大な人口を抱える市場としての潜在性の魅力から、直接投資の流入額は大幅に拡大している（図 11）。さらに、米英を中心とする金融当局による金融緩和策の影響から、世界の金融市場に流動性が溢れる中、投資家は高い利回りを目指して積極的に様々なリスク資産への投資を行い、新興国市場に流入するようになった。そうした資金の一部は同国の株式市場に流入し、株価を大きく押し上げた（図 12）。今年 1 月の世界同時株安以降、外国人投資家を中心とする売り越しが続いたものの、3 月半ばの米大手証券の救済策発表以降は、再度投資家のリスク選好度が回復した影響から買い戻しが出ている。ムンバイ SENSEX30 種平均の予想 PER は、市場コンセンサスに基づく予想 EPS の元で 18 倍程度まで低下しており、今年初めの頃の過熱感からは完全に脱したと言える。しかしながら、取引全体では外国人投資家が主導する形が続いており、そのセンチメントに左右される状況は当面継続するものと見られる。
- 外貨準備高の積み上がりによる国際的な信認の高まりを背景に、通貨ルピーの対米ドル為替レートは昨年 1 年間で大幅な増価となった。しかし、米国サブプライムローン問題を発端とする世界の金融市場における信用不安により、投資家による新興国間の選別の動きは明確になっている。同国は、中長期的な市場の成長性が期待される一方、足元の原油及び食料品価格の騰勢が続く中、国内の原油使用量のほぼ全量を輸入に依存していることから、経常収支のさらなる悪化を懸念した投資資金の流出が続いており、足元の為替相場は一転して減価基調で推移している（図 13）。

図 7 輸出入の推移(前年比)

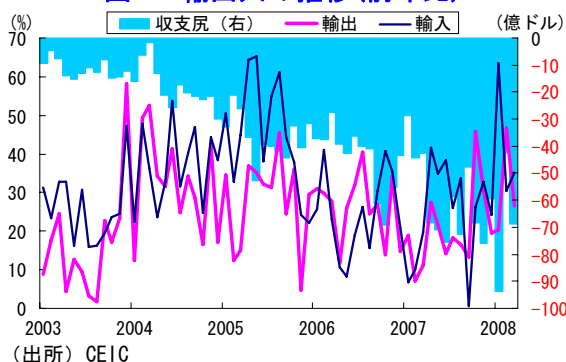


図 8 経常収支の推移

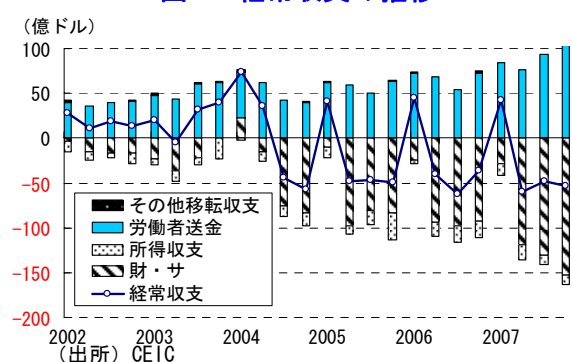


図 9 国際収支の推移

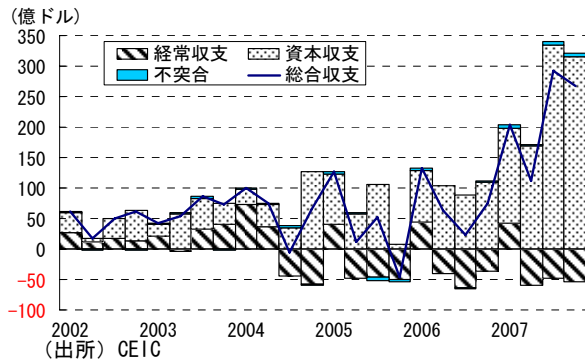


図 10 外貨準備高の推移

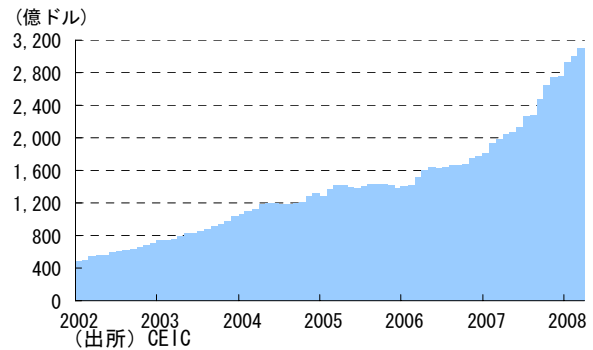


図 11 直接投資流入額の推移

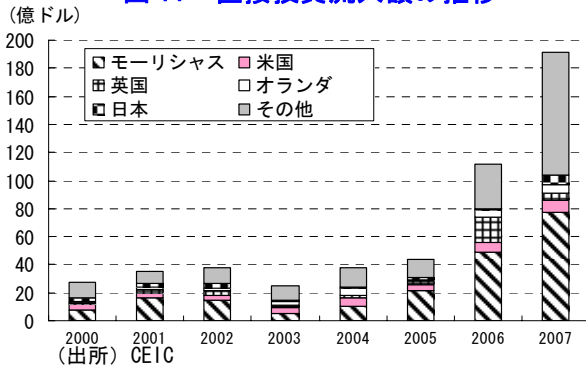


図 12 株式相場の推移 (SENSEX)

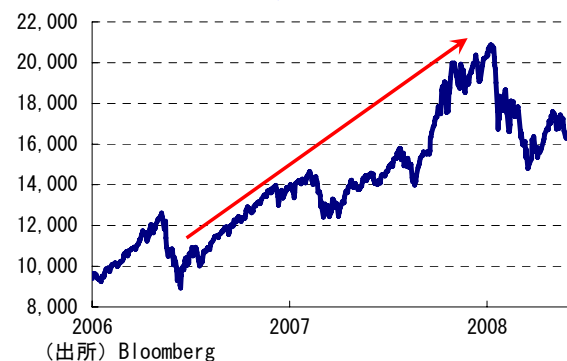


図 13 為替相場の推移



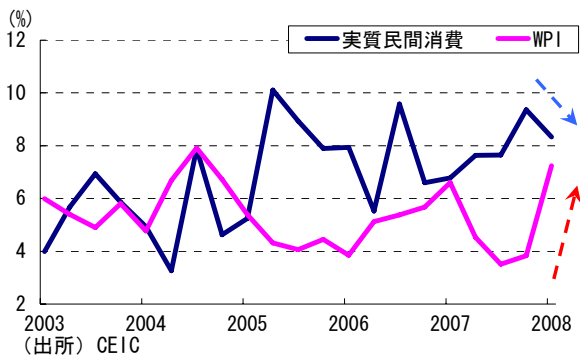
《先行きのインド経済 ～内需下押し懸念も財政が下支え、インフレ圧力残存で金融引き締めは不可欠～》

- 先行きのインド経済は、米国経済の減速を発端とする世界の金融市場における信用不安が続く中、これまで同国経済を下支えしてきた証券投資の回帰を見込むことは難しいと思われる。底堅く推移してきた個人消費は、インフレ圧力の亢進により下押しの懸念が強まっているものの、2008/09 年度予算においては所得税の減税や消費税の控除対象の拡大のほか、低所得者層の多い農業向けローンの免除が実施される見通し等、2009 年に実施が予定される総選挙に向けた現政権のパフォーマンスの影響もあり、拡張的な財政支出による内需の下支えが期待される。こういった財政拡張策は、これまでシン政権が志向してきた構造改革路線とは一線を画するものであり、改革が後退する懸念がある一方、景気の下支えの観点からは一定の効果は期待される。
- 株式市場を含む国内景気を下支えしてきた海外からの投資資金の流入については、外国人投資家のリスク許容度が本格的に回復する状況は当面訪れないと見込まれることから、証券投資は弱含みの状況が続くと言えよう。また、同国のマクロ経済のファンダメンタルズを見ると、原油価格の騰勢が先行きも持続した場合には、経常赤字のさらなる悪化を招き、さらに、現在の石油製品の価格補助を維持

することは困難になるものと見込まれ、インフレ圧力が亢進することが懸念される。金融当局は金融引き締め姿勢を堅持しているものの、金利引き上げではなく、預金準備率の調整による場当たりの対応に終始しており、こうした対応が続く場合、同国が外国人投資家から投資対象として敬遠される懸念は高まるものとみられる。一方で、11 億人の潜在的市場による中長期的な成長を見据えた直接投資については、依然として力強く推移しており、この傾向は先行きも続くものとみられ、国際収支を下支えするのみならず、足元で鈍化基調が続く鉱工業生産の下支えにも資するものと考えられる。

- 同国経済を下支えしてきた底堅い内需は、これまでは海外から流入する投資資金により発生した過剰流動性により押し上げられてきたものの、証券投資が先細りする可能性が高く、内需が押し下げられる可能性が高まる。一方で、金融当局はインフレ抑制の観点から緊縮姿勢を示す一方、金利引き上げに消極姿勢を示していることから、既に足元では実質金利はマイナスに突入する等、結果的に過剰消費を誘発する懸念が強まるものとみられる。そうなれば、足元の原油及び食料品価格の騰勢を要因とするコストプッシュ型インフレ圧力に加えて、需要インフレ圧力も高まることになるだろう。そうならないためにも、金利を引き上げることで需要インフレ圧力を解消することが求められよう。

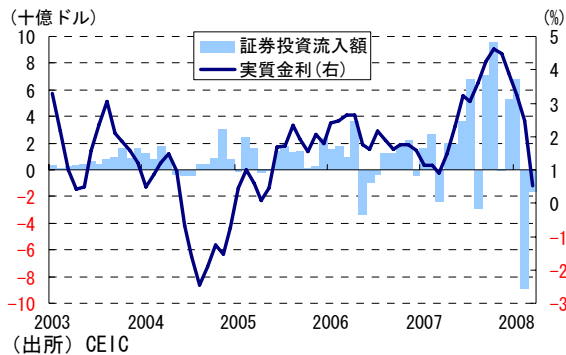
図 14 実質民間消費と卸売物価の推移



- インフレについては、米国経済の本格的な回復には未だ時間を要するものと考えられることから、米英の金融当局による金融緩和姿勢が当面は反転することはないものと見込まれる。結果的に世界の金融市場にあふれた流動性が商品市況に流入する傾向は当面続くものとみられ、特に原油価格の騰勢が落ち着きを取り戻すには時間を要するものとみられる。一方、穀物については、今年のモンスーン期の雨量予測において十分な雨量が期待されることから、春物の収穫期となる夏前までは足元の騰勢が続くものの、大規模な天変地異が起こらない状況では、それ以降は騰勢が徐々に収まっていくものとみられる。
- 国際的な原油価格の騰勢は、国内エネルギー使用量の 7 割強を輸入に依存する同国にとっては、貿易収支及び経常収支の悪化材料として残存するものと見込まれる。その結果、当面は経常収支赤字とインフレ圧力の残存によるマクロ経済ファンダメンタルズの悪化に起因して、為替に売り圧力が掛かるものとみられ、通貨ルピーの対米ドル為替相場は減価基調で進むものと見込まれる。一方、為替の減価は輸出競争力の観点からは望ましく、こうした場合、外需主導による経済の下支えが期待されよう。
- ただし、本気でインフレ抑制に向けた対応を示すのであれば、金融当局は様々な困難があるものと見込まれるものの、金利の引き上げを断行すべきであろう。同国財務省は 29 日、それまで規制の厳しかったインフラ部門への対外商業借入 (ECB) の借入制限を緩和する旨を発表し、企業の海外からの低利での資金借入が可能となり、足元で鈍化基調が強まっている鉱工業生産が下支えされ、先細りが懸念されたインフラ投資の活性化が期待される。そうした場合、多少の国内景気の下押しが懸念されるも

の、過剰消費を解消することで輸入を抑制し、結果的に貿易収支ひいては経常収支の改善に取り組むことが求められる。また、金利引き上げにより、現下の米英金融当局による金融緩和策の影響から、内外金利差が拡大することで証券投資を含む海外からの投資流入が期待され、為替レートも増価に転ずることで輸入物価が抑えられ、インフレ緩和に資するものと期待される。為替増価により輸出産業に影響が及ぶものと見込まれるものの、産業政策は金融政策で対応すべきではなく、補助金や関税政策といった通商政策で取り扱われるべきものであり、そうした姿勢を示すことで、さらなる国際的な信認を得ることが出来るものと期待される。

図 15 証券投資流入額と実質金利の推移



以 上