



インド経済事情：インフレ高進は実体経済を確実に下押ししている

～先行きもインフレと金利高の共存により消費・投資の下押しは必至、景気は減速基調を強める～

発表日：2008年9月1日（月）

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)

- 29日に公表されたインドの4-6月期実質GDPは、前年比+7.9%と前期（同+8.8%）から大きく減速した。インフレの高進が続いていることに加えて、金融当局が引き締め姿勢を強めていることによる金利高が共存していることで、これまで堅調に推移してきた個人消費や資本投資といった内需が鈍化したことが影響した。先行きにおいてもインフレ圧力の残存と金利高が共存することにより内需の下押し圧力が継続するとみられ、年後半にかけて景気は減速基調を強めていくものとみられる。
- 世界的な原油及び穀物価格の高騰に起因するコストプッシュ型インフレに加えて、金融市場に溢れた過剰流動性が内需を押し上げたことによる需要インフレにより、直近の卸売物価は前年比+12.40%と16年ぶりの高い伸びを示している。先行きのインフレ動向は、6月の石油製品価格の引き上げに加えて、大雨による洪水により食料品供給が一時停止した影響もあり、インフレ圧力が当面残存するとみられる。
- インフレ抑制の観点から、金融当局は年明け以降に利上げを伴う金融引き締め姿勢の強化を進めている。インフレ圧力が残存するとみられる上、足元では依然としてマネーの伸びが高止まりしていること、公務員給与の引き上げなど需要インフレ懸念に繋がる材料が多く存在することから、先行きも引き締め姿勢が堅持されるとみられる。10月の金融政策委員会でも利上げを探る動きが続くとみられる。
- 世界的な金融不安が続く中、インフレと経常赤字というファンダメンタルズの弱さから年明け以降は証券投資が流出超に陥っており、株式及び通貨に売り圧力が掛かり易くなっている。原油価格は調整局面にあるものの依然として高止まりしている上、上値を再び探る可能性も残っていることから、ファンダメンタルズの急激な改善は見込みにくく、先行きも弱含みの展開が続くものとみられる。
- インド財務省は2008/09年度の経済見通しを引き下げ、前年度比+8%程度まで減速するとの見通しを示しているが、経済諮問委員会では別に同+7.7%まで減速するとの見通しを示している。**なお、当社の2008年の経済見通しは前年比+7.9%（2008/09年度は前年度比+7.8%）としている。**

《インフレと金融引き締めによる金利高の影響から内需が鈍化、生産面でも景気減速懸念が強まっている》

- 29日に公表されたインドの4-6月期の実質GDP成長率は、対前年同期比+7.9%と前期（同+8.8%）から減速した（図1）。足元でインフレの高進が続いていることに加えて、金融当局がインフレ抑制の観点から今年に入って以降は利上げによる金融引き締め姿勢を強めていることで、インフレと金利高が共存する状況にある。こうしたことから、これまで堅調に推移してきた家計による自動車や住宅などの耐久消費財向け消費の伸びが鈍化しているほか（図2）、企業による設備投資も抑制されるなど、消費及び投資といった内需の鈍化基調が強まっていることが影響した。
- 産出サイドでは、依然としてGDPの2割弱を占める農業部門は、対前年同期比+3.0%と前期（同+2.9%）から若干伸びが加速したほか、製造業も同+5.6%と前期（同+5.8%）から若干の減速に留まった。その一方でインフレによる需要下押しの影響から、電力・ガス・水道で同+2.6%と前期（同+5.6%）から大幅に減速したほか、金融などのサービス業全般でも伸びが減速している（図3）。さらに、金利高による設備投資が鈍化している影響から鉱工業生産は足元で鈍化基調が強まっており（図4）、金融引き締め姿勢が先行きも当面続くとみられる中、生産の鈍化は当面避けられないものとみられる。

図1 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

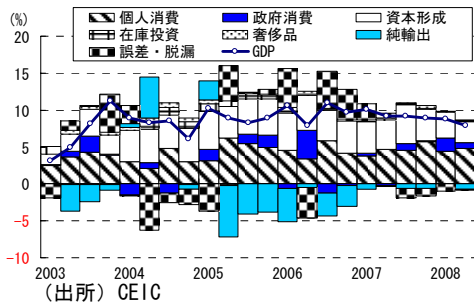


図2 四輪車売上高の推移 (前年比)

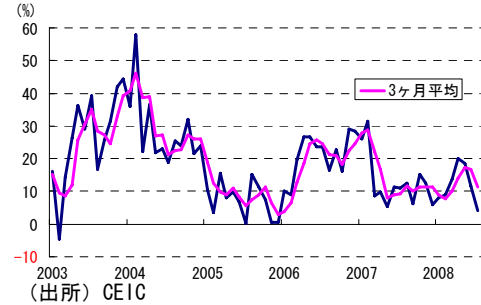


図3 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

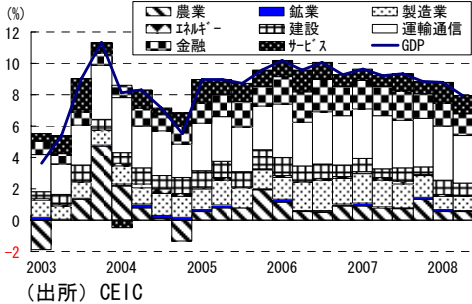
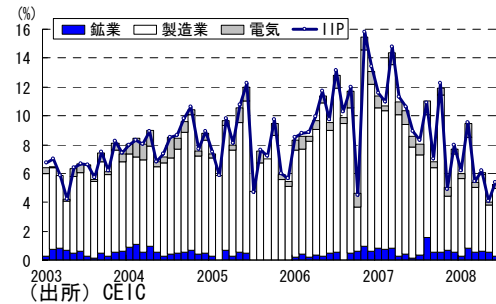


図4 鉱工業生産の推移 (前年比)



《需給双方の要因によるインフレ混在から、先行きも金融政策は引き締め姿勢を続けていく可能性》

- 世界的な原油及び穀物価格の高騰を起因とするコストプッシュ型インフレ圧力に加えて、依然として同国内では所得の伸びが高止まりしていることから需要インフレ懸念も強まっており、直近の8月16日時点の卸売物価は、対前年同期比+12.40%と前週（同+12.63%）から若干減速したものの、依然として16年ぶりの高い伸びが続いている（図5）。なお、同国では年明け以降、証券投資は大幅な流出超に陥っている一方、直接投資は依然として堅調な流入が続いていることから（図6）、雇用環境は堅調に推移しているとみられ、所得の伸びは先行きも伸びが続くとみられる。さらに、今年に入って以降は原油価格の伸びが加速したことで6月には石油製品価格が一律で10%程度値上げされたほか、最近では大雨による洪水被害から食料品供給に影響が出たこともあり、インフレ圧力が押し上げられている。足元では原油価格が調整局面に入っているものの依然として価格が高止まりしており（図7）、インフレ圧力は当面残存するものとみられる。
- インフレに対して金融当局は、昨年の不作による食料品価格の上昇局面では、産業界などから利上げに対する反対が強かったことにも配慮して預金準備率の調整のみで対応を行ってきた。昨秋には農業生産が回復したことでインフレ圧力は一旦は収まった。しかし、年明け以降に発生した全世界的なインフレに際しては、食料品やエネルギーといった必需品を中心に価格上昇が起こっていることで、国民の約3分の1が依然として貧困層に属する同国では国民への影響がより大きく出易いこともあり、利上げを伴う金融引き締め姿勢を強めている（図8）。昨年までは同国経済の高成長を期待する投資資金が流入した結果、通貨の押し上げに寄与した（図9）。しかし、インド政府が直接投資を通じた製造業誘致により輸出産業育成を目指す一方、為替増価は輸出にマイナスに影響することから、金融当局は積極的なルピー売り（ドル買い）介入を行った。その結果、金融市場で大量のルピー資金が過剰流動性となって溢れて内需を押し上げ、依然としてマネーの伸びが高止まりするなど（図10）、需要インフレを引き起こす遠因になったと考えられる。さらに、年明け以降の投資資金の逃避は逆に為替減価圧力に繋がり、国内の原油消費量の7割を輸入に依存する中、輸入物価の押し上げが原油価格高騰の影響をより押し上げる格好になった。こうしたことから、先行きもインフレ圧力が残存するとみられ、金融当局は引き締め姿勢を堅持し続けるとみられる。

図5 卸売物価の推移(前年比)

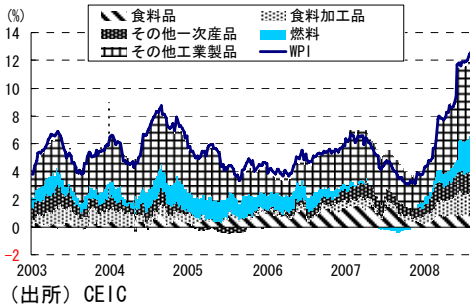


図6 投資流入額の推移

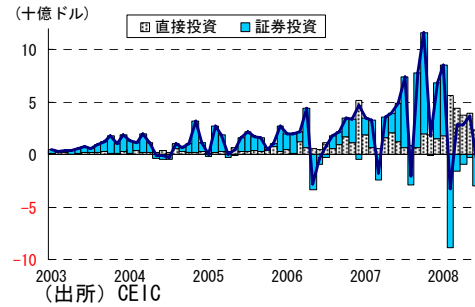


図7 原油先物相場の推移(WTI)



図8 金融政策の推移

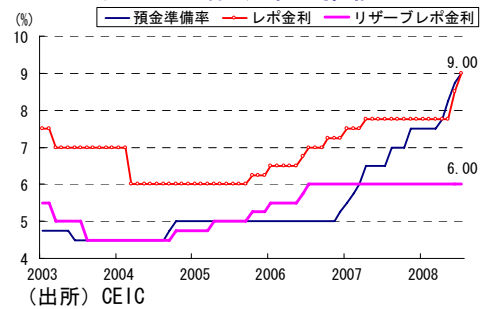


図9 為替相場の推移

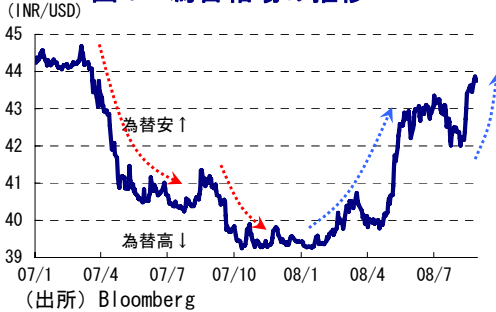
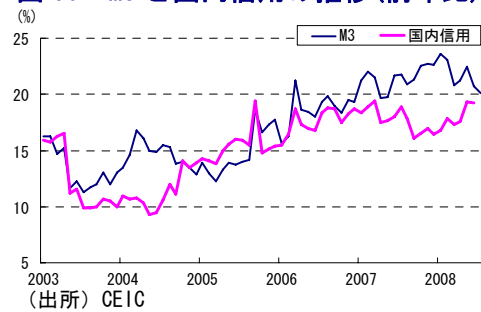


図10 M3と国内信用の推移(前年比)



《国際収支構造の弱さは投資資金の逃避を招き、為替減価を通じてインフレ圧力を増幅させる要因に》

- 足元では鈍化基調を強めているものの、依然として個人消費を中心とする内需は底堅く推移していること、さらに主要輸入財である原油の価格が急騰したことを背景に、輸入の伸びは輸出の伸びを上回る状態が続いている（図 11）。その結果、年明け以降は貿易収支の赤字幅が大きく拡大することとなった。海外からの労働者送金は足元でも依然として堅調に推移しているものの、貿易赤字の大きさから経常収支は基本的に赤字基調が続いている（図 12）。昨年までは堅調な流入の続く直接投資に加えて、証券投資も流入超であったことから、経常赤字を資本収支の黒字でファイナンスすることが出来、外貨準備の増減を示す総合収支も黒字基調にあった（図 13）。しかし、今年に入って以降は証券投資は流出超に陥っている。さらに、足元では通貨ルピーが減価基調を強めていることに対して、金融当局は輸入物価の押し上げによるインフレの抑制と通貨安定の観点からドル売り（ルピー買い）介入を行っていると思われる、外貨準備高は 6 月末時点で 3,121 億ドルと前月（3,146 億ドル）から 25 億ドルも減少している（図 14）。
- 現政権は中長期的な高成長を実現させる観点から、積極的な外資の導入を行うべく構造改革を進めるなど、投資環境の整備を行ってきた。また、11 億人という人口の多さと人口増加率が高いことによる市場の潜在性に着目し、旺盛な直接投資の流入が続いている。さらに、ここ 5 年間は平均 9%弱という高成長を達成したことで高利回りを狙う証券投資も大量に流入するようになった。しかし、米国サブプライムローン問題の発覚を期に、世界の金融市場における信用不安が高まると外国人投資家のリスク許容度が急激に低下したこ

とで投資規模が細り、さらに今年 1 月の世界同時株安でムンバイ市場が大幅安によりサーキットブレーカー発動に至ると、それ以降は資金流出が流入を上回るようになった。こうした影響は年明け以降に株式相場が弱音んでいること（図 15）、通貨ルピーが減価基調を強めていることに現れている。

図 11 輸出入の推移(前年比)

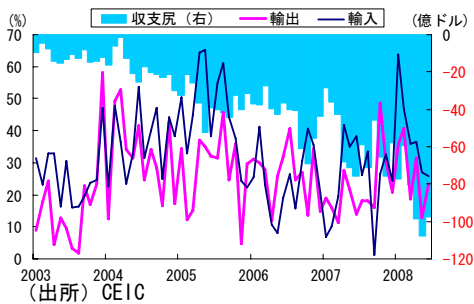


図 12 経常収支の推移

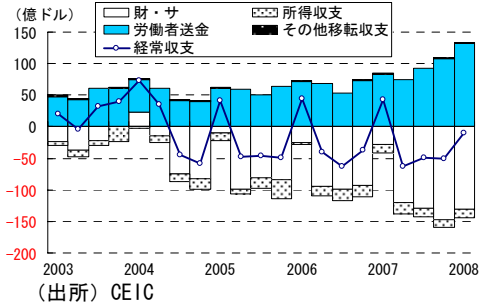


図 13 国際収支の推移

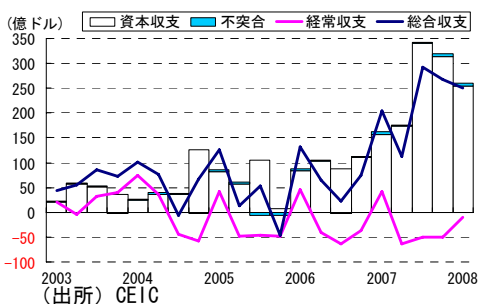


図 14 外貨準備高の推移

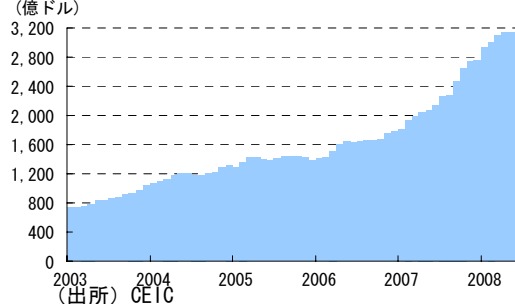


図 15 株式相場の推移 (SENSEX)



《財政は総選挙対策を目的とする景気下支え策に期待と不安が混在、政治的不安が再燃する可能性も残る》

- 下院の任期満了が来年 5 月に控える中、この 4 月から始まった 2008/09 年度予算は、現政権による総選挙前最後の予算となることから、これまでの構造改革路線を一旦打ち止めにした上で、足元の景気減速懸念に配慮した景気刺激を意識した内容となっている。とりわけ、昨年から地方議会選挙が様々な州で展開されている中、与党国民会議派は惨敗を喫する州が相次いだこともこうした流れを加速させたものとみられる。具体的には、所得税減税や消費税の控除対象の拡大といった減税策のほか、6,000 億ルピー（約 170 億ドル）規模の農業ローンの債務免除といった半ば「禁じ手」に近い財政拡張策が採られている。さらに、今月には全国 500 万人の公務員給与を平均 21%引き上げる法案が承認されるなど歳出拡大基調が強まっている。また、足元で生産の鈍化基調が強まっている製造業対策として新たに 250 ヶ所の経済特区（SEZ）新設計画が進められ、2009 年 12 月までに 2 兆ルピー（約 450 億ドル）が投入される見通しである。こうした財政拡張策は、個人消費や資本投資などの内需の押し上げ効果が期待される一方で需要インフレの高進に繋がる恐れもあり、金融政策の舵取りとのバランスが求められる。
- 同国では補助金財政も拡大基調にあり、制度上、石油製品などのエネルギー財やセメントや鋼材などは補助

金により国際価格から大幅に低い価格で売られている。しかし、年明け以降の原油価格の高騰により補助金財政が急激に逼迫したことで、石油会社では調達価格と販売価格との間で大幅な逆鞘を被るなど経営に対する懸念が表面化した。そこで、インド政府は今年 6 月、石油製品について価格を約 10%引き上げる決定を行ったものの、引き上げ幅が低く抑えられたことで依然として国際価格からは低価格のままである。さらに、政府は補助金が財源不足に陥った際、「石油債」として簿外での債券による資金調達を行ったことで財政規律への懸念も生じており、S&P 社やフィッチ社といった格付機関は内貨建ソブリン格付の見通しを「ネガティブ」に引き下げる動きに繋がっており、これまで築いてきた国際的信用にも懸念が生じつつある。

- 政治面では、米印原子力協定の批准を巡る与党統一進歩連合内の意見対立から、左派 4 党が連立離脱したことを発端にシン政権は信任動議を下院に提出し、先月 22 日に投票が実施された。下馬評では否決される可能性も取り沙汰されていたものの、投票の結果は信任票 275 に対して不信任票 256 と、予想以上の大差で信任が決議された。この結果については、野党側の棄権票や造反による動きがあった一方で、国民会議派に閣外協力を申し出たインド社会党内にも造反の動き（不信任投票）があるなど不透明感が強い。とはいえ、与党連立から左派政党が外れたことで、今後は市場の対外開放を含む構造改革を強めていく可能性は高まったと言える。さらに、議論が頓挫してきた米印原子力協定について、時間的な制約は非常に厳しいものの進展が期待される。なお、隣国パキスタンとの間では、これまでムシャラフ政権との間で両国関係の改善に向けた動きが進展しつつあったものの、今月 18 日にムシャラフ大統領が辞任を表明したことで、先行きのパキスタン情勢は再び不透明感が高まりつつある。国内政治を含めて国際情勢によっても政治的な不安定が増す可能性が高まっていると言える。

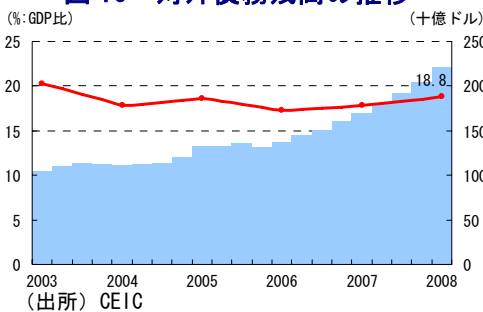
《先行きのインド経済はインフレと金利高の共存で当面は減速が不可避、財政拡大による下支えに期待》

- 先行きのインド経済は、足元で原油が調整局面を迎えているものの依然高値止まりにあること、大雨による洪水の影響から農産物を中心とする食料品の供給が一時期停止するなど、食料品やエネルギーにおける物価上昇圧力は当面持続するものとみられる。さらに、金融当局により金融引き締め姿勢が強められているものの、依然として金融市場におけるマネーの伸びは高止まりしていること、雇用環境の底堅さや公務員給与の引き上げなどで所得は伸び続けるとみられ、需要インフレ懸念が強まる懸念もあり、先行きも引き締め姿勢を強めていくものとみられる。インフレタカ派で知られるインド準備銀行のレディ総裁は今月 5 日に任期を迎えるが、総選挙が時期的に近付いていること、物価の動向がこれまでも総選挙の結果を左右してきたことを考えると、後任総裁の下でもインフレ抑制に向けた姿勢は堅持されるものとみられる。結果として、インフレと金利高が当面は共存することになり、消費や投資といった内需は大きく押し下げられ、景気は減速基調を強めていくものとみられる。なお、この 4 月からの 2008/09 年度予算では拡張的な財政姿勢に対する批判はあるものの、所得税減税や消費税の控除対象拡大による消費の下支えは期待される。
- 一方で、ここ数年のインド経済の高成長を下支えしてきた要因に海外からの投資資金の流入があるが、米国サブプライムローン問題を発端とする世界的な金融不安は足元でも依然として解消する見通しが立っていない。こうした環境下では外国人投資家のリスク許容度の回復を期待することは難しく、リスク資産であるインドへの投資資金の回帰を期待することも極めて難しい。とはいえ、直接投資については、インド市場の中長期的な潜在性に着目するセンチメントに大きな変化は生じていないと言え、依然として堅調な流入が続いているほか、インフラ部門に限定されるものの、対外商業借入（ECB）に対する借入制限が緩和されるなどの動きがある。ただし、ECB については依然として一般的な借入についてのアクセスは厳しく制限されており、国内金利が高止まりする中では新たな資金調達手段として市場解放が期待される。なお、同国の対外債務残高は、今年 3 月末時点で 2,212 億ドル（対 GDP 比 18.8%）と他の新興国と比較しても低レベルに収ま

っている（図 16）。さらに、対外債務が外貨準備より小さい純債権国であることを考えると、多少の ECB 解禁によっても短期的な外的ショックに対する脆弱性が大きく毀損される可能性は低いと考えられる。また、国際市場での低利借入にアクセス可能となることで、足元の国内での金利高から設備資金が回らない状況から鈍化基調を強めている生産に回復の可能性も期待される。

- 先行きの株式及び為替動向は、世界的な金融不安が長引く可能性が高まっていること、足元で調整を迎えている原油価格も高止まりが続くとみられることで、インド経済にとってはインフレと経常収支の悪化というファンダメンタルズの悪材料が持続することで、基本的には弱含みの展開が続くとみられる。短期的なファンダメンタルズの強化に動くのであれば、インフレ圧力の押し上げに繋がる懸念はあるものの、低価格に抑えられている石油製品価格の値上げにより、足元の過剰需要を抑制することで原油輸入そのものを抑制することが必要になると考えられる。
- 先行きのインフレ動向は、6 月の石油製品価格の引き上げの影響、大雨による洪水被害の影響で農産物を中心とする食料品供給が一時停止するなど食料品価格が上振れする懸念が残っており、当面はインフレ圧力が残存するとみられる。食料品関連はインフレ指標に占めるウェイトが高く、金融当局の先行きの判断に重要とみられるため、初冬物農産物の作柄動向を見極める必要があるものの、10 月 24 日に予定される次回金融政策委員会では金融政策のさらなる引き締め（レポ金利、リバースレポ金利、預金準備率）が実施される可能性が高まっていると言える。なお、利上げ幅は 7 月の決定会合において拡大させた経緯を考えると、50bp になる公算が高いとみられる。
- インド財務省は 2008/09 年度の経済見通しを引き下げ、過去 4 年で最も低い前年比+8%程度に減速するとの予測を示している。また、今月 13 日には政府経済諮問委員会で示された 2008/09 年度の経済見通しでは前年比+7.7%まで減速するとしており、インフレ率を政府目標（8~9%）に戻すためにはさらなる引き締め政策が必要との見解が示されている。なお、当社のインドの 2008 年の経済見通しは前年比+7.9%（2008/09 年度は前年比+7.8%）、インフレ見通しは 9.1%としている。

図 16 対外債務残高の推移



以上