

## インド経済事情：財政・金融対策で景気は底入れを果たす

～公的部門の肥大化に懸念も政権2期目の改革期待大きく、今後の成長加速を予測～

発表日：2009年6月19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)

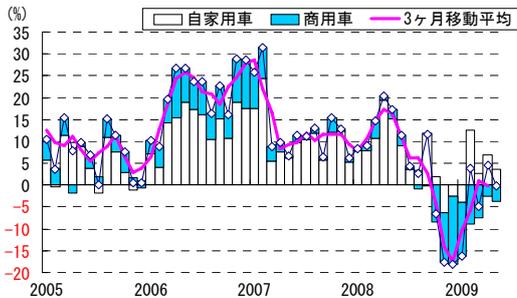
- 金融危機以降、景気減速懸念の高まったインドだが、昨年12月以降に打ち出された景気刺激策のほか、金融当局による大幅利下げにより、年明け以降は個人消費の伸びが加速するなど、景気底入れ感が強まっている。一部に保護主義的な政策がみられるものの、1-3月期の実質GDP成長率（市場価格ベース）は前年比+4.1%となり、前期（同+4.8%）から伸びは鈍化したものの、個人消費のほか資本投資の伸びも加速するなど、内需主導による景気底入れが進んでいる。
- 先行きの好材料は、何より与党が総選挙で圧勝したことである。シン政権2期目で政策の自由度が高まった上、若手の積極登用の動きもみられ、これまで遅れがちであった構造改革の進展が期待される。一方、これまでの金融緩和で公的部門の肥大化が進んでいる上、再びインフレ懸念も出始めており、利下げは打ち止めとなる公算が高い。輸出激減にも拘らず、対外的なファンダメンタルズは改善しており、3月以降の海外からの資金流入を後押ししたとみられる。
- 政策遂行能力の高まりに加え、民主主義成熟の兆しもみられるなど、中長期的なインドへのプラス材料が高まる一方、財政面では過大な財政負担が懸念されている。国債増発懸念から年明け以降長期金利に上昇圧力が掛かっているが、効率的な財政運営が求められる一方、公的債務のGDP比は周辺国に比べて高いが、殆どが国内債であり対外的な影響は限定的とみられる。政府は、2009-10年度の経済成長率を前年比+6.7%以上とする目標を示している。当研究所は先月見通しを上方修正して2009-10年度を同+6.2%（2月予想時：同+5.6%）としている。

### 《消費や公共投資を重視した刺激策で景気に底入れ。保護主義懸念はあるが内需主導型の経済成長を維持》

- 昨年後半、景気を牽引してきた個人消費の勢いが鈍り、世界的な需要縮小で近年の雇用拡大に寄与してきた輸出も激減し、インド経済も景気減速が避けられないとみられた。しかし、政府や金融当局による景気刺激策のほか、経済の足を引っ張る可能性が懸念された政治的混乱が遠のき、急速に潮目の変化が現れている。結果、中長期的な成長可能性の高さを背景に中国に並んで注目を集めたインドが再び脚光を浴びている。
- 内需について、昨年末に急速に冷え込んだ自動車販売は、昨年12月以降の物品税減税を柱とする景気対策で上向き、前年並みの売上に回復している（図1）。ただし、自家用車の販売が全体を押し上げる一方、企業の設備投資に当たる商用車は減少率こそ縮小しているものの前年比マイナスが続いている。また、政府は3月までの時限措置としてインフラ開発を加速化させている一方（図2）、金融緩和にも拘らず市中金利は十分に低下していない（図3）。よって、国内信用は足元で急激に伸びているが、公的部門向けが牽引する構図となっており（図4）、民間部門の活性化には繋がっていない。
- また、年明け以降の中国（含、香港）向け輸出の底入れにも拘らず、主要輸出市場である欧米の需要回復は遅れており、依然輸出は弱含んでいる（図5）。結果、輸出産業の急激な在庫調整で生産が大きく落ち込み、雇用・所得環境の悪化が個人消費を冷やした。しかし、外需の回復は鈍いものの、内需が徐々に底堅さを取り戻していることに伴い生産も底入れ感を強め（図6）、景況感も急速に改善している（図7）。
- 1-3月期の実質GDP成長率（市場価格ベース/需要ベース）は前年同期比+4.1%と前期（同+4.8%）から伸び率は一段と縮小した（図8）。しかし、減税効果などで個人消費は前年比+2.7%と前期（同+2.3%）を若干上回ったほか、資本投資も同+6.4%と前期（同+5.1%）を上回るなど、内需の底堅さが示された。一方

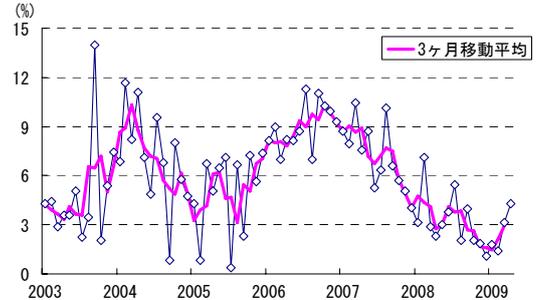
で外需は、輸出が同▲0.8%と前期（同+7.1%）から一転してマイナスに陥った。また、中国を牽制した鉄鋼製品の強制規格導入や、農業製品の関税引き上げなど保護主義的な政策の採用もあり、輸入が同▲5.7%と前期（同+21.7%）から大幅マイナスとなったため、純輸出は前年比+1.3pの押し上げに寄与した。また、企業部門の在庫投資は前年比▲0.9%減少したが、在庫過剰感に一区切り付いたことで、4月以降は景気拡大に貢献すると期待される。なお、当研究所で試算した季節調整値では、1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.9%と前期（同+0.1%）から伸びが拡大し、景気の底入れが進んでいると判断される。

図1 自動車販売台数の推移(前年比)



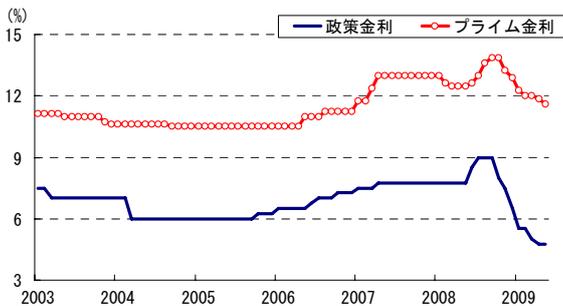
(出所) CEIC

図2 インフラ開発の推移(前年比)



(出所) CEIC

図3 政策金利と市中金利の推移



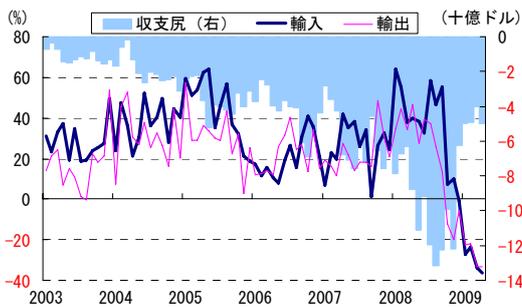
(出所) CEIC

図4 国内信用の推移(前年比)



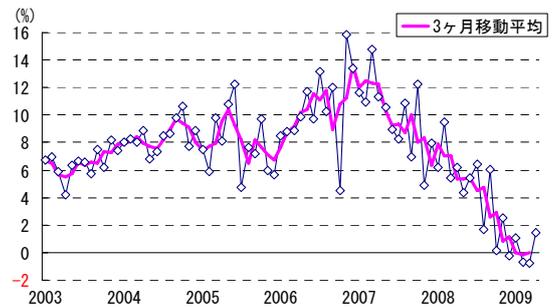
(出所) CEIC

図5 輸出入の推移(前年比)



(出所) CEIC

図6 鉱工業生産の推移(前年比)



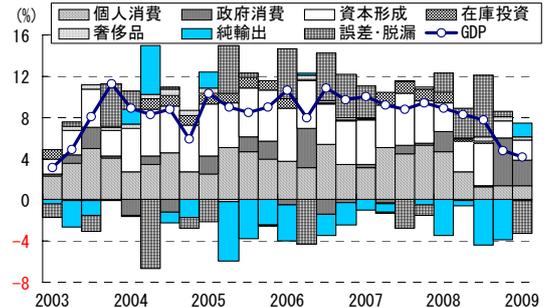
(出所) CEIC

図7 製造業PMIの推移



(出所) Bloomberg

図8 実質GDP成長率の推移(前年比)



(出所) CEIC

## 《対外ポジションの改善が投資環境の改善を促し、先行きの高成長への側面支援に期待》

- 政府は、4月からの総選挙も意識し、景気減速が顕著となった昨年12月から3ヶ月連続で景気刺激策を打ち出した。これは、GDPへの寄与度の高い個人消費の喚起を図った物品税減税のほか、公共事業の前倒し執行が中心的な施策となっている。一方、これまで過大な公的部門が経済運営の非効率の象徴として懸念されてきたが、結果として公的部門のプレゼンスはさらに大きくなっており、中長期的な生産性の改善が再び課題となっている。
- また、金融当局は金融危機以降大幅利下げを繰り返し、政策金利であるレポ金利の利下げ幅は10月以降だけで425bpに及ぶほか（図9）、預金準備率の引き下げで市中の流動性確保を図った。しかし、企業部門は輸出激減により在庫圧縮に奔走し、利下げによる設備投資への波及効果は出ていない。その一方、家計部門は借入負担の低下や減税による税負担の軽減で購買力が向上し、個人消費の底堅さに繋がっている。内需主導で企業部門の景況感は改善しているものの、輸出の不振で設備投資の回復は当面期待出来ず、消費の堅調さが際立つ状況が続くと予想される。なお、こうした大幅な利下げの背景として、資源価格下落によるインフレ圧力の大幅後退が挙げられる。インフレ指標の卸売物価は、足元で前年同月比ゼロ近傍まで低下しているが（図10）、4月の消費者物価は前年比+8.7%と依然高止まりしている上、前月比では+1.4%と前月（同±0.0%）から伸びが加速している。こうした状況から、景気の本格回復を支える観点から金融当局は先行きも緩和姿勢を続けるとみられるが、利下げは現行水準で打ち止めと予想される。
- 対外面では、昨年は国内消費量の7割を輸入に依存する原油価格の急騰で輸入が急増し、貿易赤字の拡大を通じて対外ポジションの悪化に繋がった。しかし、昨年秋以降は輸出が激減した一方、保護主義的な政策も影響して輸入も大幅に減少し、貿易収支の赤字幅は徐々に縮小している。同国は慢性的な経常赤字を抱えるが（図11）、今後は赤字幅の縮小が期待されるのみならず、外貨準備の減少を食い止める効果も期待される。なお、4月末時点における外貨準備高は2,517億ドルとピークからは大きく低下したが、年明け以降は再び増加基調を強めている（図12）。3月以降、投資家のリスク許容度が好転し、インドにも再び投資資金が回帰する動きが出ているが（図13）、こうしたマネーフローの変化の要因には、同国経済の中長期的な潜在成長率の高さに加え、対外ポジションの改善も影響したと考えられる。

図9 金融政策の推移

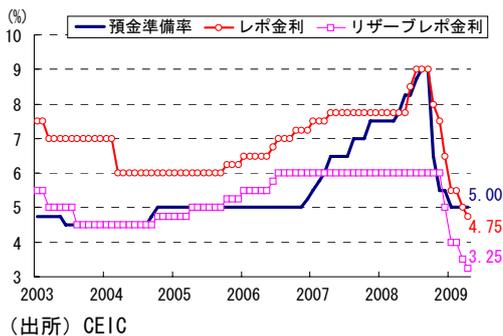


図10 卸売物価の推移(前年比)

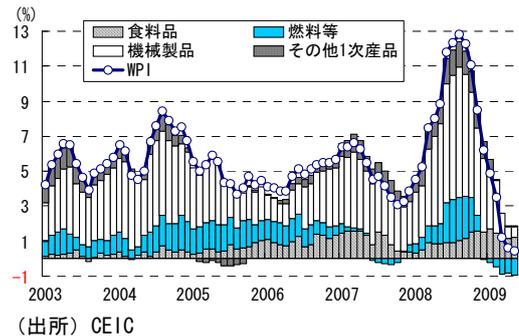


図 11 経常収支の推移

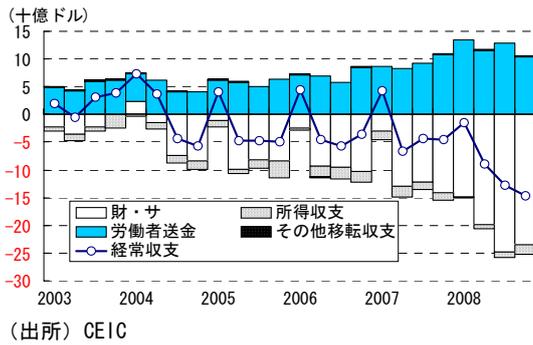


図 12 外貨準備高の推移

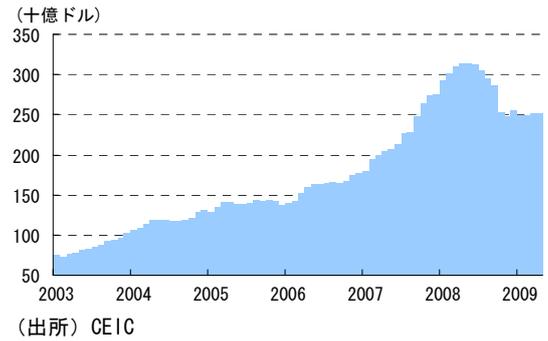
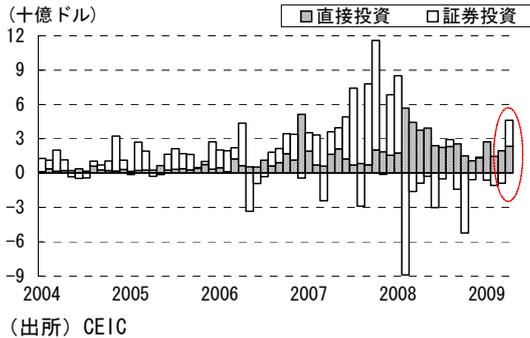


図 13 海外からの投資流入額の推移



### 《成熟した民主主義を通じた構造改革の促進に期待。2009/10 年度以降は再び成長の加速を予測》

- 先行きのインド経済については、国民会議派主導による安定的な政権運営が続くことに加え、総選挙の内容自体も大きな意味を持つ。シン政権の 1 期目は、共産党など左派政権の閣外協力を得たことで構造改革は紆余曲折を招いたが、UPA 及び親 UPA の議席数が圧倒的多数を占め、国民会議派単独でも 200 議席を超えており、2 期目は外資参入の自由化など長年に亘る課題の克服が望まれる。特に、外資参入では、同国の市場規模の大きさを背景に直接投資が依然底堅く推移していることもあり、その加速で経済成長が一段と押し上げられることが期待される。また、今回の総選挙では、これまでの総選挙で定説とされてきた政権批判による現職不利が覆された上、選挙戦を通じてカーストや宗教の違いを煽る「アイデンティティ政治」が通用しなくなっていることを意味している。さらに、2 期目のシン政権の閣僚人事では、今後の世代交代を前提に閣外大臣で若手登用を図る動きが進むなど、政治的自由度の高まりが繁栄されている。また、これまでの官僚主義的で非効率な政策運営から実績を重視する姿勢を示していると言えよう。
- 2 月に前政権下で決定した 2009/10 年度予算は暫定予算であり、政府内では本予算に向けた協議が行われ、7 月中にも議会成立を目指す方針が明らかにされている。さらに、本予算では追加景気対策を打ち出す可能性があるが、暫定予算段階で財政赤字の制限を定めた財政責任予算管理法 (FRBM) を棚上げし、歳入の約 3 分の 1 を市場調達に依存する方針を示しており、国債発行の増大による財政負担の増大が懸念されている。同国中央政府の公的債務残高は昨年末段階で GDP 比 54% と比較的高いものの (図 14)、その多くを国内債務が占めており対外面での影響は限定的とみられる。暫定予算提出時に議論が盛り上がった内貨建格付の引き下げ懸念は総選挙結果を踏まえ、沈静化している。ただ、市場では国債増発を懸念し、年明け以降長期金利は上昇基調を強めており (図 15)、こうした傾向は先行きも続くとみられ、当面は金融緩和の姿勢が続けられるであろう。なお、金利上昇が財政の自由度を損なう可能性から、政府には一層効率的な政策運営が求められる。
- 3 月以降国際金融を取り巻く環境が改善したことで、海外からの投資資金がインドに回帰する動きが強まったことで、株式指数や通貨ルピーは昨年から今年初めにかけて大幅に下落した反動で急上昇に転じた (図

16, 17)。特に、5月16日の総選挙の開票結果を受けた18日には、主要株式市場のムンバイ証券取引所及びナショナル証券取引所ともに大量の買い発注が入り、サーキットブレーカーが発動する事態となった。その後も上昇基調が続いているが、足元でもPERは16倍程度と他国に比べて相対的に低く、買い圧力が掛かり易いと言える。一方、通貨も急激な為替高に転じているが、輸出への悪影響が懸念され始めており、金融当局のほか、政府機関によるルピー売り（ドル買い）介入が行われる可能性が高まっている。なお、世界経済を取り巻く環境は依然不透明であり、新興国に流入する投資資金は付和雷同し易いことを考えると、今後のマネーフローの動きには引き続き注意が必要であろう。

- 1-3月期のGDP統計の公表により、2008-09年度のGDP成長率は前年度比+6.7%と前年度（同+9.0%）から大幅に減速したが、直前の金融当局による見通し（同+6.5~7.0%）の範囲に収まった。また、計画委員会は2009-10年度の経済成長率の目標について、最低でも前年比+6.7%を目指すべきとしている。なお、当研究所では先月、向こう2ヵ年の経済見通しを公表している。今回の改訂では、総選挙の結果を受け、規制緩和による外資流入の拡大が期待されることから、2月時点に比べて成長が加速するとし、通年ベースで2009年は前年比+5.0%、2010年は同+7.3%になると予想している。なお、年度ベースでは、2009-10年度は前年度比+6.2%、2010-11年度は同+6.8%としている。

図14 公的債務残高の推移

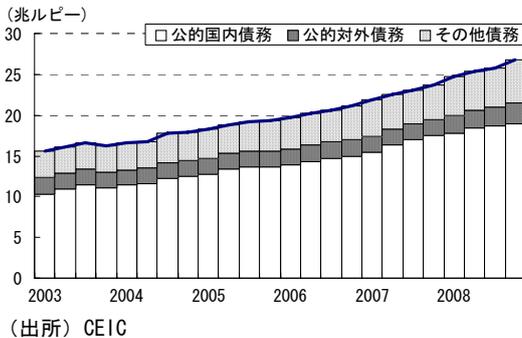


図16 株式相場の推移 (SENSEX 指数)



図15 長期金利の推移 (10年債利回り)



図17 為替相場の推移



以上