

インド経済事情：足元は回復が続くも、勢いに不透明感

～内外需の回復は予想を下回るが、先行きの景気は緩やかな回復が続く～

発表日：2009年9月24日（木）

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)

- 4-6月期の実質GDP成長率は、前年比+6.1%と前期（同+5.8%）から伸びが拡大した。また、需要サイドでは同+6.0%と前期（同+4.1%）から上昇し、当研究所試算の季節調整値ベースでも前期比+2.9%と前期（同+1.1%）から大幅に回復している。世界金融危機後の景気対策や金融緩和で個人消費は底堅さを保っており、主要輸出先の景気低迷で外需は依然厳しい状況が続いているものの、生産はほぼすべての産業で回復している。中国製品の大量流入への懸念から実質的な輸入規制を行ったことや、在庫調整の一巡も成長率の押し上げに繋がっているが、先行きも緩やかな回復が続くと期待される。
- 大幅な金融緩和や金融安定策の結果、市中の流動性は急拡大しており、モンスーンの少雨の影響による食料品価格の上昇もあり、足元ではインフレ圧力が高まりつつある。当局も予想以上に早いインフレの加速を警戒しており、年内にも引き締めに転じる可能性が高まっている。さらに、景気対策で歳出拡大が進む一方、歳入減少が予想され、財政悪化懸念から長期金利は上昇を続けている。一方、政府は抜本的な税制改正に取り組むなど歳入構造の改善の兆しもあり、直接投資の流入の再活発化も資金環境の支援要因として期待される。公的債務残高は大きいものの大半は国内債務であり、対外債務も多くが譲許的資金であることから、対外ポジションは強固と言える。
- 世界経済の底打ち感の高まりでリスクマネーの動きが再び活発化する中、高成長や構造改革への期待から株式市場に海外からの投資資金が流入し、相場は急上昇した。8月は中国の金融引き締め観測の影響もあり、上値の重い状態が続いたが、9月以降は好調な企業業績を反映して上昇が続いている。同様に通貨ルピーも上昇圧力が掛かり易い状態が続いているが、輸出への悪影響を懸念して、当局は為替介入を行っていると思われる。足元の外貨準備の積み上がりにも繋がっている。
- 政府は2009-10年度の経済成長率の見通しについて前年比+6.5%を上回る可能性を示唆する一方、金融当局は上振れの可能性を指摘しつつも同+6.0%とするなど、国内でもスタンスが別れている。当研究所では先月定例の見直し改定を行ったが、4-6月期の実績を受け、2009-10年度の成長率見通しを前年比+6.3%と▲0.3p下方修正し、インフレ率を同+1.6%と+0.3p上方修正する。

《4-6 月期の成長率は大幅回復。底堅い内需に加え、純輸出の改善や在庫調整一巡も成長率を押し上げ》

- 4-6 月期の実質 GDP 成長率が公表され、前年同期比（要素費用ベース）+6.1%と前期（同+5.8%）から伸び率が拡大した（[図 1](#)）。市場価格ベースでも前年同期比+6.0%と前期（同+4.1%）から急回復しており（[図 2](#)）、当研究所の試算による季節調整値ベースでも、前期比+2.9%と前期（同+1.1%）から大幅に回復している。今年はモンスーン（雨期）の降雨量が少なく農業生産の低迷が懸念されているが、4-6 月期はその前であったほか、政府の景気対策で内需が底堅く推移しており、製造業を中心に生産も回復した。また、アジアを中心に景気が底打ちしたことで金融や運輸・通信などサービス産業も底入れが進み、多くの産業で拡大が続いている。さらに、政府による輸入規制策などにより、輸入の落ち込みが輸出を上回ったことも成長率の押し上げに繋がったとみられる。
- 昨秋のリーマン・ショックに始まる世界金融危機は、商品市況の高騰によるインフレで内需に陰りが出ていたところに、信用収縮による金融機関の貸出態度悪化が重なり景気減速をもたらした。さらに、昨年 11 月末のムンバイでの同時テロ事件は、南アジア地域の政治的不安定を想起させ、海外投資家の投資意欲を冷え込

ました。そこで、政府は 12 月以降に減税や補助金を柱とする景気対策を打ち出したほか、金融当局も累計で政策金利を 425bp、預金準備率を 400bp 引き下げ（図 3）、金融安定化策として金融機関を通じて大量の流動性供給を行った。これら一連の対策が奏功し、自動車販売台数は自家用車が 2 月以降、前年比プラスで推移しているほか、足元では商用車販売も前年比プラスとなるなど消費や投資に回復感が強まっている（図 4）。また、景気対策の一環で公共投資の促進策が打ち出されたことも、景気悪化の食い止めに大きな役割を果たした。

- 内需の回復が進んだ一方、同国の主要輸出先が EU や中東など世界金融危機後に大きなダメージを受けた地域であったことから、輸出は前年比大幅マイナスが続いてきたが、世界経済の底入れから輸出額は 4 月を底に緩やかに回復している（図 5）。なお、内需の底堅さの一方、昨年の商品市況急騰の反動や、中国製品の輸入急増を懸念した保護主義的な施策の影響などで、輸入の減少幅は輸出を上回る状況が続いている。結果、依然貿易収支の赤字幅は縮小しており、対外ファンダメンタルズの強化に繋がっている。
- なお、底堅い内需を牽引役に、鉱工業生産は年明け直後を底に回復に転じており、輸出の緩やかな回復も相俟って V 字型の急回復をみせている（図 6）。製造業の景況感を示す PMI も 4 月以降 5 ヶ月連続で中立を示す 50 を上回っている（図 7）。先行きは在庫の積み上がり懸念などにより、回復ペースの持続性に不透明感はあるものの、新規受注は高水準で推移しており、当面は生産の回復が続くと期待される。また、近年の経済成長を牽引してきたサービス部門も、世界経済の底打ち期待の高まりを受けて、足元では景況感が改善している（図 8）。

図 1 実質 GDP 成長率の推移(前年比/要素費用)

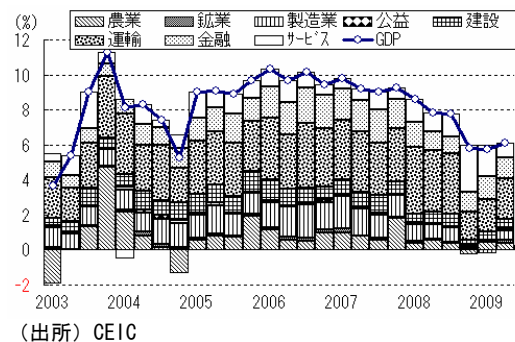


図 2 実質 GDP 成長率の推移(前年比/市場価格)

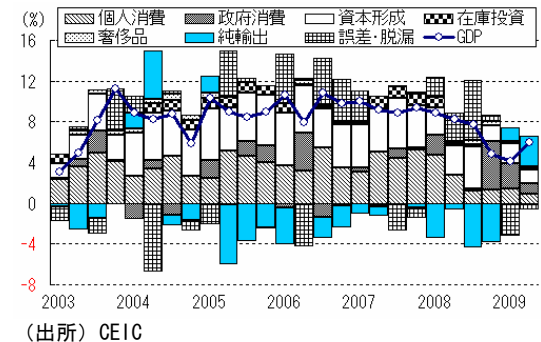


図 3 金融政策の推移

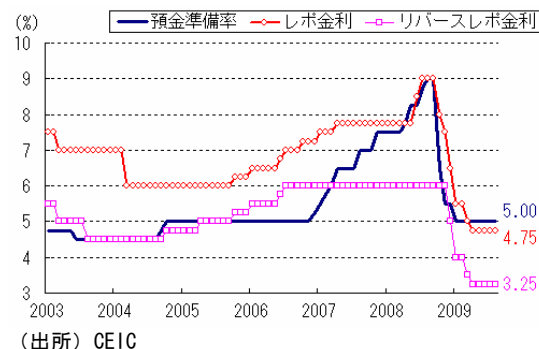


図 4 自動車販売台数の推移(前年比)

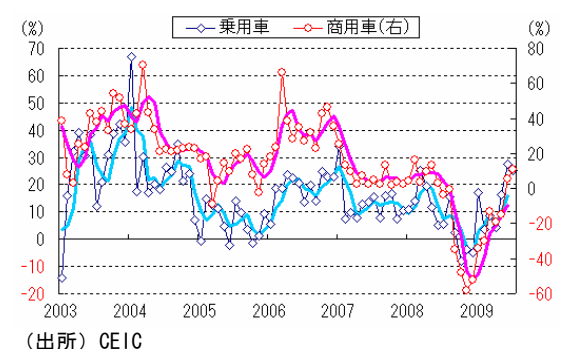


図5 輸出入の推移(前年比)

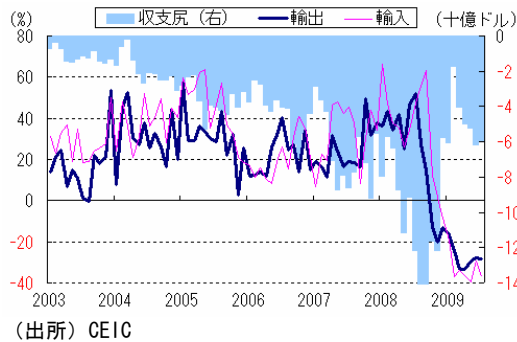


図6 鉱工業生産の推移(前年比)

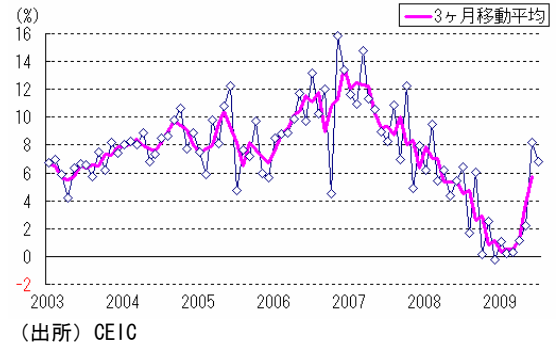


図7 製造業 PMI の推移

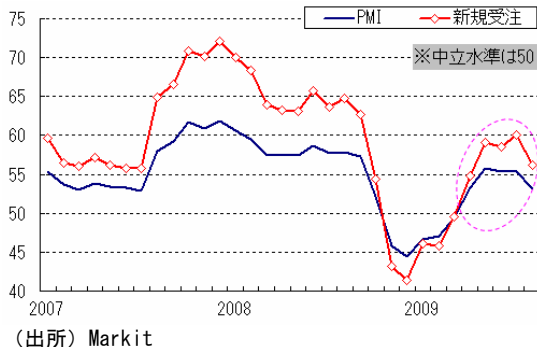
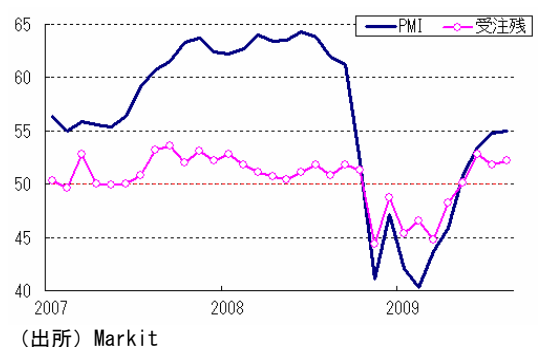


図8 サービス業 PMI の推移



《インフレの高まりはあるも堅調に回復。ただし、モンスーンの影響などを鑑みて見通しを若干下方修正》

- 世界金融危機以降の金融当局による大胆な金融緩和策により、市中の流動性は拡大している。政策金利は5月以降据え置かれているものの、行政指導による市中金利の低下で消費マインドは改善し、国内信用は拡大が続いている（図9）。インフレ指標である卸売物価は、昨年の商品市況高騰の反動により、8月は前年同月比▲0.9%と3ヶ月連続でマイナスで推移しているが、前月比は+0.8%と徐々に上昇圧力を強めている。また、都市部の工業労働者を対象とする消費者物価は、7月に前年同月比+11.9%と二桁の上昇となった上、前月比でも+4.6%と急上昇するなどインフレ圧力が高まっている（図10）。金融当局はモンスーン期の少雨により食料品価格が上昇していることから、インフレが問題となる可能性に留意しており、年度末（来年3月）の卸売物価が当局の想定レンジ（前年比+4.0～5.0%）を上回る可能性を指摘している。したがって、年内にも利上げないし預金準備率引き上げによる金融引き締めに舵を切る可能性が高い。
- 従来より、同国の債務依存度は新興国の中で高水準であり、公的債務残高は3月末時点で28兆ルピーを上回っており、GDP比で約58%に及ぶ（図11）。また、政府の景気対策により、歳出は前年比で大幅プラスが続いている一方、景気減速で歳入は同マイナスとなっており、財政赤字は拡大基調にある（図12）。その上、総選挙後に修正された今年度本予算では歳入がより減少する一方、景気対策に向けた歳出拡大で財政赤字が4兆ルピーに上る見込みとなっている。歳入見通しは保守的に作られたものの、2009-10年度の成長率の前提は前年比+6.7%と高めに設定されており、下振れリスクが残る。このため大量の国債発行が懸念されており、年明け以降長期金利は上昇基調が続いている（図13）。また、金融当局が年内にも金融引き締めに転じる可能性が高まっていることも、足元の金利上昇要因となっている。なお、同国の税制は課税ベースの狭さと景気変動による影響の大きさが課題となってきたが、政府は抜本的な税制改正に乗り出す動きをみせている。その一つが来年1月からの施行を目指す一般付加価値税（GST）であり、もう一つは外国企業への法人税改正である。インドの税制は50年前に制定されて以降、5000回以上の修正が繰り返されてきたため、内容が複雑で海外からインドへの直接投資の障壁の一つとなってきた。なお、改正案も租税条約との関係における課題が指摘されているが、この点は租税当局による修正や冬の国会での議論を通じてクリアになることが期待さ

れる。

- 公的債務は相対的に大きいものの、政府はかつての植民地支配の歴史を教訓に対外借入の受入に消極的であったため、対外債務の規模は必ずしも大きくなく、また大半が日本からの円借款や国際機関による譲許的な資金である。また、企業や金融機関の海外からの資金調達も厳しく査定されてきたことから、対外債務残高は3月末時点で官民合わせて2,300億ドル規模であるが、近年は上昇の度合いは緩やかであり、その多くが長期債務である（図14）。インドは慢性的な輸入超過で大幅な貿易赤字を抱えており、基本的に経常収支も赤字基調が続いている（図15）。近年は、海外からの証券投資が同国のファイナンス需要を満たしてきたが、昨年初めの世界同時株安を機に流出超に転じ、リーマンショック後はその勢いが加速した（図16）。足元では証券投資は再び流入超となっている。しかし、足元の景気回復が早期になされた要因として、国内では同国経済の閉鎖性を指摘する声が高まっていることが懸念される。とはいえ、長年の景気低迷が国家主義政策に基づく排外主義の産物であったことを鑑みれば、同国の経済成長には直接投資の流入が不可欠である。足元では直接投資に回帰の動きがみられ（図17）、これが続けば中長期的な支援材料としても期待される。
- 世界経済、特にアジアの景気底打ち感の高まりを背景にリスクマネーの動きが再び活発化する中、同国の主要株式指数であるムンバイ証券取引所の SENSEX や、ナショナル証券取引所の NIFTY 指数は急上昇している。特に、6月の総選挙で与党が大勝利したことで構造改革への機運が高まったことは、上昇ペースを加速させた。なお、8月は中国での金融引き締め観測から中国株が1ヶ月間に20%以上も下落した影響もあり、アジアの株式市場全体が上値の重い展開が続いてきたが、9月に入ると好調な企業業績を背景に再び上昇基調を強めている（図18）。同様に通貨ルピーにも資金が回帰し、3月以降ルピー高が進んでいる（図19）。なお、ルピー高は輸出産業へのマイナスの影響が懸念されることから、当局は積極的にルピー売り（ドル買い）介入しているとみられ、これは外貨準備の積み上がりからも窺うことが出来る（図20）。
- 政府は4-6月期のGDP統計の公表に際して、予想以上に景気が加速していることを指摘している。先行きについても、モンスーンの降雨量が過去40年で最悪の水準にあることから農業部門の不振は免れないものの、製造業やサービス業の堅調な回復が続くことから、2009-10年度のGDP成長率は前年比+6.5%を上回る可能性を示唆した。なお、金融当局は2009-10年度の見通しについて、上振れの可能性に言及しつつ同+6.0%とするなど慎重な見方をしている。当研究所では先月定例の見通し改訂を行っているが、4-6月期のGDP統計を踏まえ、個人消費や輸出の回復が予想に比べて緩やかであることや、在庫調整による影響などを踏まえ、2009-10年度の経済成長率を前年比+6.3%（改訂前は同+6.6%）に0.3p下方修正する。なお、インフレ率（卸売物価）については、来年3月には5%を上回る可能性が高いとみられ、今年度は前年比+1.6%（改訂前は同+1.3%）と+0.3p上方修正する。

図9 M3と国内信用の推移(前年比)



図10 インフレ指標の推移(前年比)

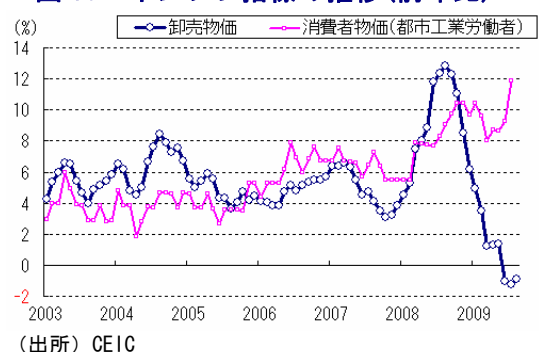


図 11 公的債務残高の推移

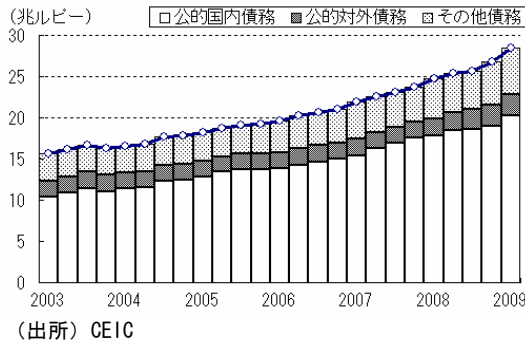


図 13 長期金利の推移 (国債利回り)



図 15 経常収支の推移

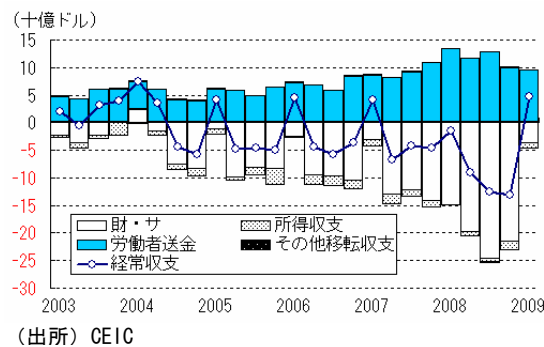


図 17 直接投資流入額の推移

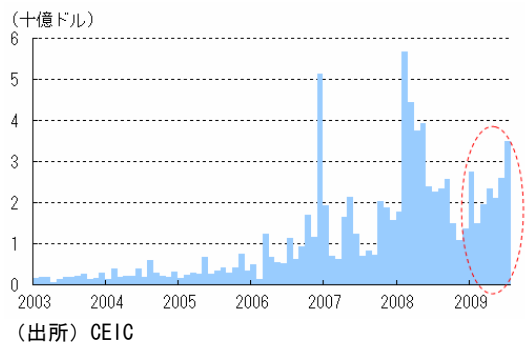


図 12 財政収支の推移 (前年比)

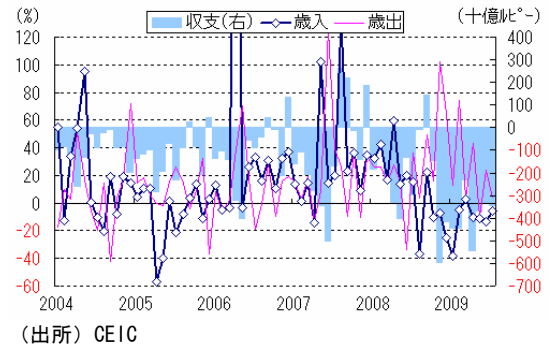


図 14 対外債務残高の推移

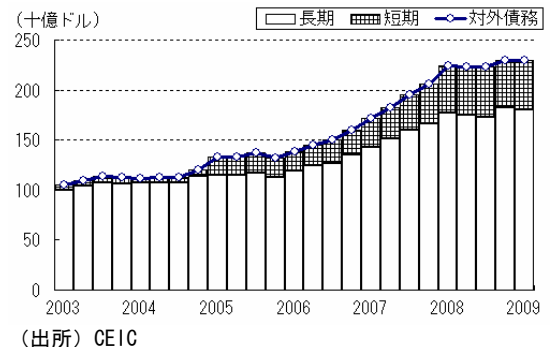


図 16 海外からの投資資金流入額の推移

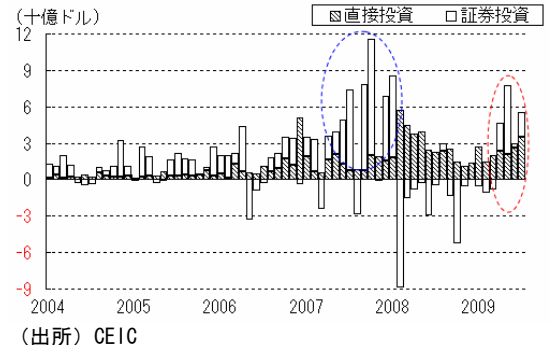


図 18 主要株式相場の推移

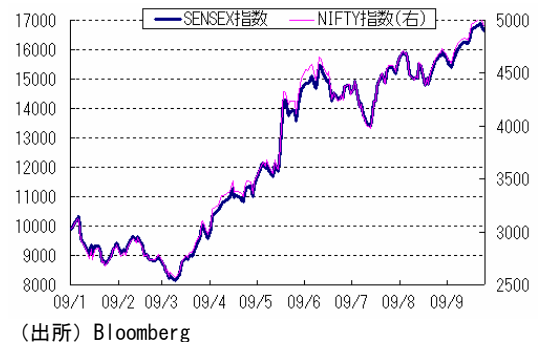
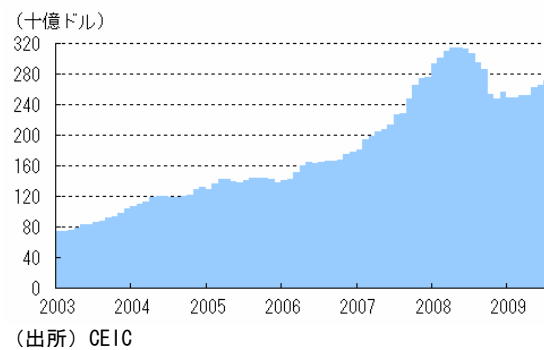


図 19 為替相場の推移



図 20 外貨準備高の推移



以 上