

## インド経済事情：金融政策は緩やかな引き締め方向へ

～法定流動性比率を1p引き上げ。先行きのインフレ懸念から金融政策の引き締めへ踏み出す～

発表日：2009年10月28日（水）

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)

- アジアでは中国が大規模景気対策により目覚ましい景気回復を遂げているが、ともにBRICsの一角として高成長を謳歌してきたインドも景気回復が進んでいる。昨年末以降の景気対策のほか大胆な金融緩和を打ち出し、さらに世界経済の底打ちによる資金回帰も手伝い、これまで同国経済を牽引してきた内需に勢いが戻っている。総選挙後に正式決定した2009-10年度予算も引き続き拡張的な内容となっており、個人消費や公共投資の回復を促すと期待されている。さらに外需も回復感を強めていることから、製造業やサービスを中心に景況感が改善しており、足元の生産は高水準で推移している。
- 超緩和的な金融政策が採られた結果、資金供給量が大幅に拡大し、一部でインフレ懸念が出始めている。27日の金融政策委員会では、政策金利・預金準備率は据え置きつつ、法定流動性比率を1p引き上げ実質引き締めへ政策転換した。ただし、外部環境の変化を鑑みつつ、年度末のインフレ見通しを引き上げる一方で景気に配慮する姿勢をみせており、金融引き締めは段階的に進めると予想される。また、財政政策も景気刺激姿勢が続くことから財政悪化が懸念され、長期金利は高止まりが続いている。特に、同国は中央・地方併せた公的債務残高が大きいことから、政府が進める税制改正も含め、財政健全化が今後の課題となろう。税制改正は海外直接投資の促進にも不可欠であるが、労働法や参入規制などの法制度全体の改善も期待されよう。
- 国際市場でのリスクマネーの動きが活発化する中、足元での米ドル離れも相俟ってルピー高基調が強まった。金融当局は輸出への悪影響を懸念し、大規模な為替介入を実施したことから足元では歯止めが掛かっている。一方、7-9月期の企業決算は好調を維持しているが、為替の先高感を警戒する動きから、株式相場は上昇に一服感が出ており、先行きは金融政策の動向が注視される。
- 政府は足元の景気が予想以上に加速しているとの認識から、2009-10年度の成長率は前年比+6.5%を上回る可能性を示唆している。一方、金融当局は26日公表の『四半期レビュー』で2009-10年度の見通しについて上振れの可能性を認識しつつ同+6.0%に据え置き、インフレリスクを懸念するなど慎重な見方を示している。当研究所では、先月の4-6月期GDP公表に際して、内外需の回復が想定より緩やかな点や在庫調整の影響を踏まえ、2009-10年度の成長率を前年比+6.3%に下方修正し、一方でインフレ率を同+1.6%に上方修正している。

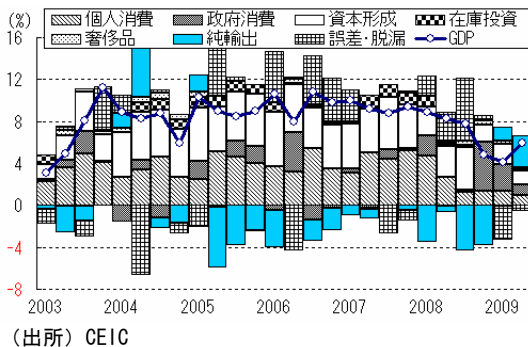
### 《4-6月期は景気加速。7月はやや鈍化するも足元では再び勢いを取り戻し、景気は緩やかな回復が続く》

- 昨秋のリーマンショックから1年が過ぎ、中国では「4兆元」もの莫大な景気対策を背景に急速に景気回復が進んでいるが、BRICsの一角として高成長を謳歌してきたインド経済も、ここにきて景気回復に向けた足取りを強めている。政府は昨年12月以降、公共投資の促進や物品税・サービス税減税などを柱とする景気対策を打ち出し、2009-10年度予算では、昨年度予算に続き農業従事者向けの債務免除や、補助金や給付金の充実を図るなど、政府が目標とする「包括的な成長 (inclusive growth)」に向けた方策を打ち出している。また、金融当局も昨年10月以降、政策金利（レポ金利）を累計425bp、預金準備率を400bp引き下げたほか、金融システムの安定化のため大量の流動性供給を図るなど、世界金融危機克服へ取り組みを強化してきた。
- 同国経済も昨年10-12月期に大きく落ち込み、実質GDP成長率（市場価格ベース）は前年同期比+4.8%と、2003年4-6月期以来の5%を下回る水準となった。続く今年1-3月期も同+4.1%となったが、4-6月期には

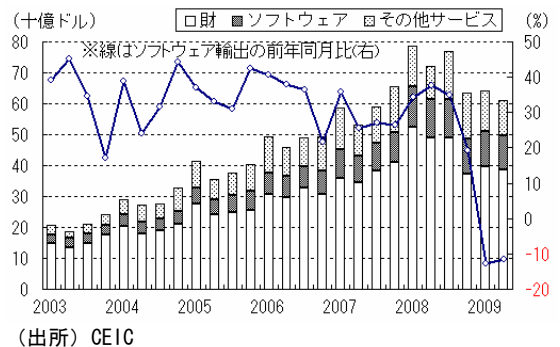
同+6.0%と主要新興国の中では中国に次ぐ堅調な成長を遂げている（**図1**）。同国経済は輸出のGDP比が20%程度（2008-09年度）と新興国の中でも外需依存度が低く、先進国需要が減少しても国内経済は悪影響を受けにくいとされてきた。しかし、同国の産業はITやBPOビジネスなどのサービス産業が5割を超えるなど経済のサービス化が進展しているが、昨秋以降こうしたサービスを需要していた欧米の金融セクターが打撃を受けたことでサービス輸出は激減した（**図2**）。また、海外からの投資が世界的な信用収縮を受けて流出に転じ（**図3**）、国内金融市場での流動性逼迫懸念が高まったことで個人消費を萎縮させた。

- こうした事態を受け、政府及び金融当局は財政・金融政策を通じて景気刺激を進めた結果、自家用車の販売台数は9月も前年同月比+20.6%と高い伸びが続き、販売台数も過去最高となった（**図4**）。さらに、海外からの直接投資は順調に回復しており、設備投資を促すと期待される（**図5**）。その上、世界経済の底打ちでリスクマネーの動きが再び活発化し、金融環境が改善したことも個人消費などの内需の押し上げに繋がっている。また、昨年度末に一旦事業促進のピークを迎え息切れ感が出たインフラ開発も、今年度も引き続き大規模予算が計上されたことで底離れが進んでいる（**図6**）。
- 世界経済の底打ちを背景に輸出も底入れが進んでおり、足元の輸出は大幅に落ち込んだ昨年末と比べて4割程度回復している（**図7**）。一方、堅調な内需に加え、春先以降の商品市況の上昇により、直近の輸入は年初に比べて7割程度まで急速に回復していることから、貿易赤字は再び拡大している。ただ、4-6月期は輸入の減少幅が輸出の減少幅を上回ったため、純輸出の成長率寄与度はプラスとなっている。
- このように堅調な内需と外需の底離れにより、生産は回復を強めている。8月の鉱工業生産は前年同月比で+10.4%と、2007年10月以来の二ケタの伸びを記録した（**図8**）。分野別の生産水準も、製造業・サービス業ともに高水準で推移している。当研究所試算による季節調整値ベースでは、7月は前月の大幅な伸びの反動でわずかにマイナスとなったものの、8月には再び伸びが拡大していること、9月の自動車販売など内需が堅調な推移をみせていることを鑑みれば、7-9月期の成長率も底堅い回復が続いていると予想される。

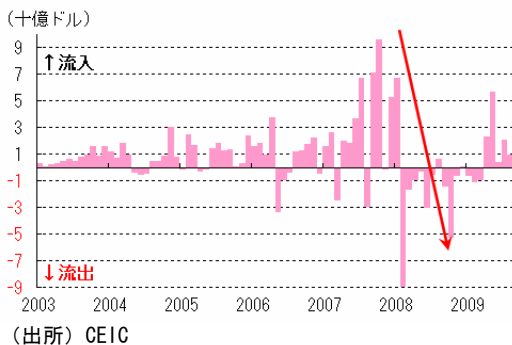
**図1 実質GDP成長率の推移(前年比)**



**図2 財・サービス別輸出額の動向**



**図3 証券投資流出入額の推移**



**図4 自動車販売台数の推移(前年比)**

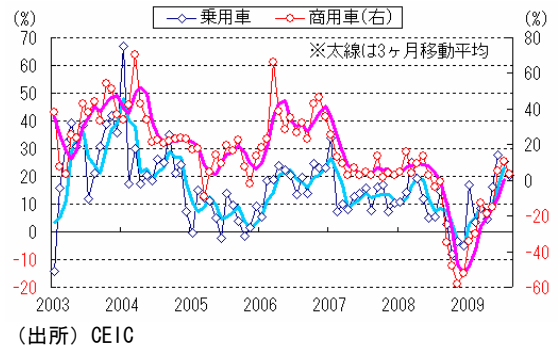


図5 直接投資流入額の推移

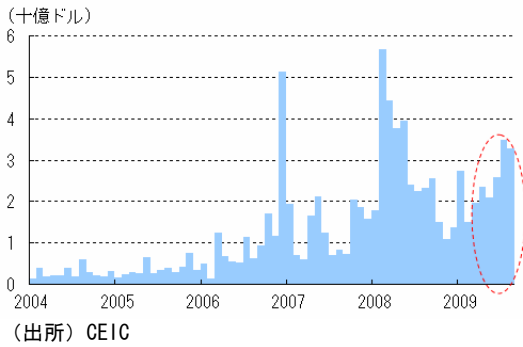


図6 インフラ開発投資の推移(前年比)

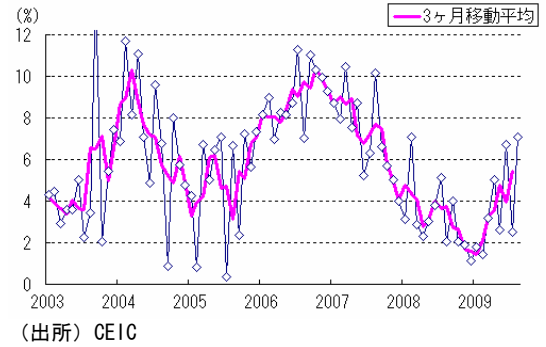


図7 輸出入の推移(前年比)

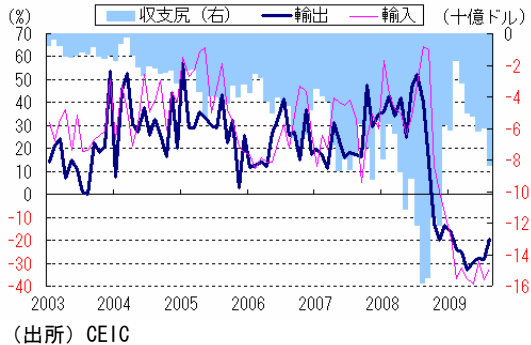
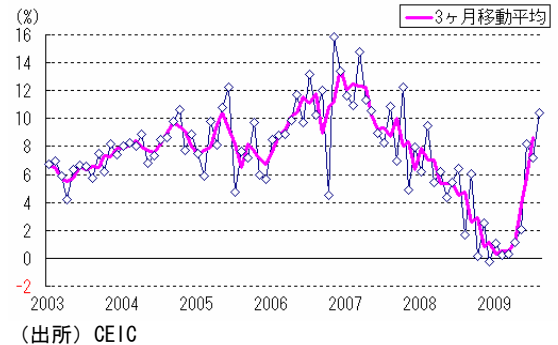


図8 鉱工業生産の推移(前年比)

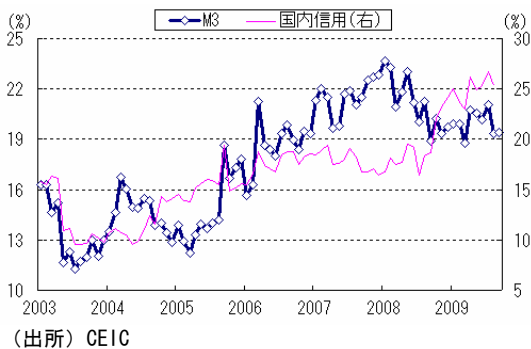


### 《金融政策はやや引き締めバイアスへ。先行きの景気の足取りから急速な引き締めへの転換は予想しがたい》

- 金融当局による積極的な金融緩和や流動性供給策などで国内の資金供給量は急速な拡大が続き（[図9](#)）、さらに国際金融環境の改善でリスクマネーが回帰し、主要株式指数のSENSEX指数も急回復するなど（[図10](#)）、堅調な内需の背景には資産効果による押し上げもみられる。9月の卸売物価は前年同月比+0.5%と昨年の商品市況急騰の反動で落ち着いているものの、前月比は+1.0%と上昇基調を強めている（[図11](#)）。また、今年のモンスーンは約40年ぶりの少雨となり、穀物を中心に食料品価格の上振れが懸念され、中でもサトウキビや茶葉の生産量低迷は国際市況の上昇を招いている。消費者物価は前年比二ケタの高止まりが続いており、前月比も+1.0%を上回る伸びが続いており、市場ではインフレ圧力の高まりが警戒され始めている。金融当局は27日に開催した金融政策委員会では、政策金利（レボ金利・リバースレボ金利）・預金準備率を2回連続で据え置いたが（[図12](#)）、法定流動性比率（SLR）を1p引き上げ25%とし、実質的な金融緩和政策の見直しを行った。ただし、世界経済の底打ちで過剰流動性が発生し易い金融環境を考慮し、来年3月末時点のインフレ見通しを5.0%から6.5%に引き上げた一方、足元の景気の足取りへの配慮から実効性の高い策の実施を先延ばししたとみられ、直ちに本格的な金融引き締めに舵を切る可能性は低いと予想される。その代わりに、金融当局はノンバンクなどに対して流動性支援措置を終了するなどの方策を即日実施している。
- 先行きの財政運営について、政府内では景気回復は依然力強さに欠けると認識しているとみられ、景気刺激を促す対応が続くと思われる。足元では景気の底入れで歳入減少に歯止めが掛かる兆しはあるも、歳出の伸びがより大きく財政収支は赤字基調が続いている（[図13](#)）。2009-10年度予算では財政赤字は4兆ルーピーに達する見通しとなっており、歳入の見通しの前提となる経済成長率は前年比+6.7%と高く、下振れリスクが残る。また、中央政府の公的債務残高は6月末時点でGDP比50%を上回るなど新興国の中でも高水準にあるが（[図14](#)）、地方政府の債務を含むと同80%を上回り、財政の脆弱さが長く懸念されてきた。今年度も財政赤字をファイナンスするため大量の国債増発が予定されており、長期金利は上昇基調が続いている（[図15](#)）。さらに、足元のインフレ圧力もあり、近々金融緩和政策の転換が図られる可能性が高まっていることも、金利の高止まりを招いている。

- 同国の税収は法人税や個人所得税などの直接税が中心であるが、農業従事者は実質的に非課税であるほか、中央・地方で種々の間接税が存在するなど税制は複雑であり、これは海外からの企業進出の妨げにもなってきた。この問題に対し政府は税制の抜本改革を打ち出し、その柱として来年度の一般付加価値税（GST）導入を検討し、税率一本化による簡素な税を目指してきた。ただし、一部の財の増税で景気への悪影響が高まる可能性があり、当初は激変緩和措置として複数税率が用いられる見通しである。その一方、GST導入による直間比率の見直しで法人税減税が行われることから、海外からの直接投資を促すことも期待される。なお、海外からの企業進出の妨げとなっている要因には、税制のみならず労働者保護の色彩が強すぎる労働法制や、外資に対する参入規制などもあり、法制度面の改善が図られることも不可欠と言える。
- 中央・地方を合わせた公的債務残高の大きさに課題がある一方、過去の植民地支配の歴史を背景に對外借入に消極的な姿勢を続けてきたことから、對外債務残高は公民併せても6月末時点で約2,277億ドルに留まり、その大半は国際機関や二国間借入などによる譲許的な長期債務である（[図16](#)）。同国は巨大な貿易赤字ゆえに慢性的な経常赤字を抱えるなど貯蓄過小なため（[図17](#)）、海外からの資金流入に依存せざるを得ない。かつての景気低迷期（ヒンズー景気）が閉鎖的な経済政策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。総選挙により政権運営が容易になっていることを踏まえ、同国政府が外資に開放分野を広げる動きをみせていることは、中長期的な景気の後押しに繋がる。
- 世界経済の底打ちにより国際金融市場ではリスクマネーの動きが再び活発化しており、さらに、米ドル離れの動きが強まっていることで同国にも資金流入が続き、ルピー高基調が強まってきた。しかし、ルピー高による輸出産業への悪影響を懸念し、金融当局は大規模なルピー売り介入を行ったことで、足元ではルピー高に歯止めが掛かっている（[図18](#)）。ただし、流動性比率の引き上げにより市中の流動性吸収を行う中、為替介入でルピー資金を供給することは引き締め効果を相殺することから、適切な不胎化が求められる。一方、7-9月期の企業業績は好調さを維持しているが、ルピー高による輸出企業を中心とする先行き懸念から、株式相場の上昇に一服感が窺え（[図19](#)）、先行きは金融政策の動向が注視される。
- 政府は4-6月期のGDP公表に際して、景気は予想以上に加速しているとの認識を示し、旱魃による農業への影響を考慮に入れても、2009-10年度の成長率が前年比+6.5%を上回る可能性を示唆している。一方、金融当局は26日に公表した『四半期レビュー』で2009-10年度見通しについて上振れの可能性を認識しつつ、インフレリスクを懸念し、同+6.0%に据え置く慎重なスタンスを続けている。当研究所では、先月の4-6月期のGDP公表に際し、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下方修正している。また、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ことから、今年度は前年比+1.6%（改訂前は同+1.3%）と+0.3p上方修正している。

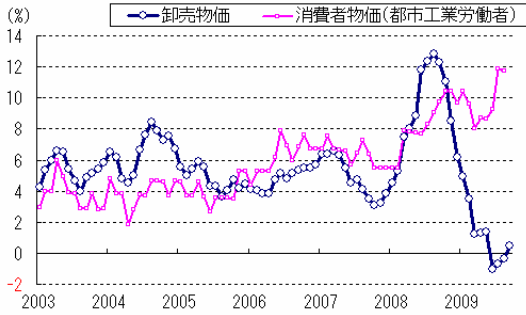
**図9 M3と国内信用の推移(前年比)**



**図10 株式相場の推移(SENSEX)**

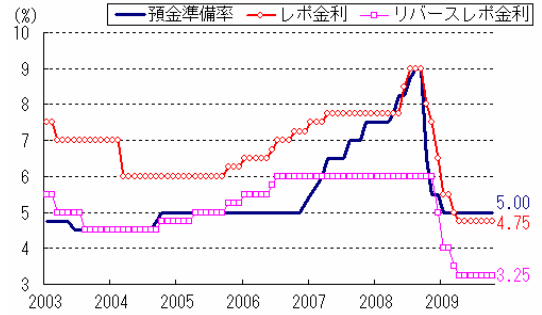


図 11 インフレ指標の推移(前年比)



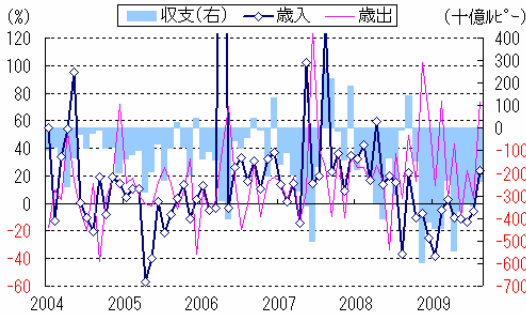
(出所) CEIC

図 12 金融政策の推移



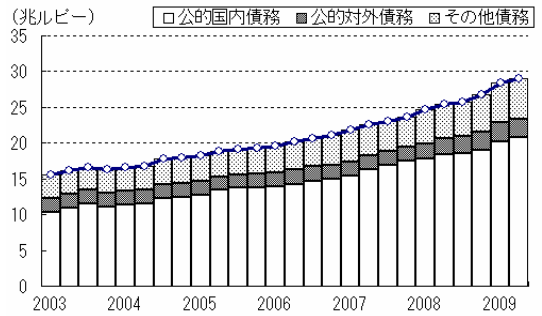
(出所) CEIC

図 13 中央政府の財政動向の推移



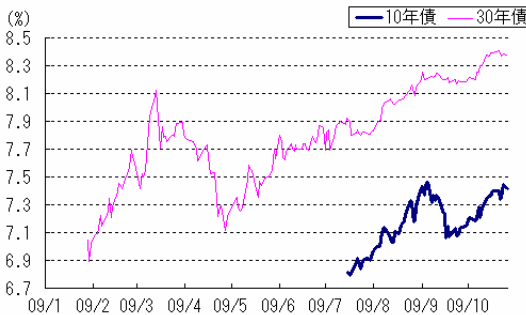
(出所) CEIC

図 14 中央政府の公的債務残高の推移



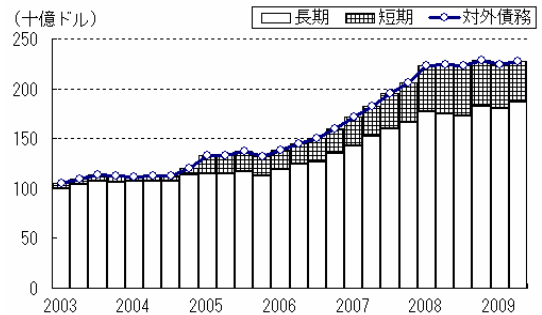
(出所) CEIC

図 15 長期金利の推移(国債利回り)



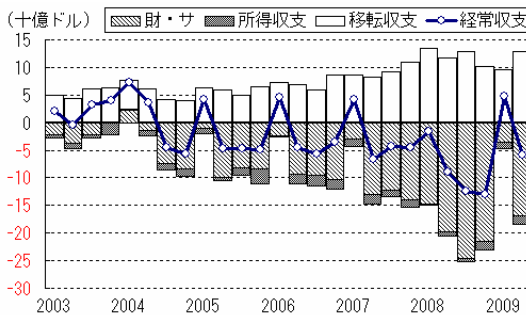
(出所) Bloomberg

図 16 対外債務残高の推移



(出所) CEIC

図 17 経常収支の推移



(出所) CEIC

図 18 為替相場の推移



(出所) Bloomberg

図 19 株式相場の推移 (SENSEX)



(出所) Bloomberg

以 上