

インド経済事情：予想外の景気加速で出口政策が早まる可能性

～7-9月期の成長率は市場予想を大きく上回る+7.9%、見通しを上方修正～

発表日：2009年12月4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)

- 先月30日に公表された7-9月期の実質GDP成長率（要素費用ベース）は、前年比+7.9%と景気の加速が確認された。雨季の少雨の影響で農業部門は減速したが、製造業やサービス部門が景気を牽引した。また、景気対策や金融緩和によって底堅い内需が続いているほか、海外景気の底打ちで輸出も回復しており、内外需ともに回復感を強めたことが生産を押し上げた。景気回復に加えて、今後は穀物の供給逼迫によるインフレ懸念が高まると予想されるが、既に金融当局は10月末に「出口政策」の第一段階に入っており、金融引き締めペースが早まる可能性がある。ただし、雨季物の収穫期に当たる10-12月期には景気の鈍化が懸念されることから、1月に予定される次回の金融政策委員会では、金融政策は現金準備率の引き上げなどの流動性引き締めには留まると予想される。
- 財政面では、2ヵ年連続の景気対策で財政悪化が顕著になる中、政府は長年の懸案とされてきた国営企業改革の第一弾として株式売却やIPOに関する指針を公表した。政府内では2010-11年度予算において財政健全化を求める声が挙がっているが、具体的な歳出改革の議論は進んでおらず、国営企業改革が歳入拡大の切り札として期待を高めよう。対外面では、足元の貿易赤字の拡大により経常収支は再び赤字基調に戻っているが、今後は欧米の景気底離れに伴い輸出の緩やかな回復が期待され、経常赤字の拡大懸念は低下すると予想される。一方、同国は世界最大の移民労働者送金受入国であり、中東の建設従事者の多くがインド出身者であることを鑑みれば、ドバイ・ショックによる悪影響が及ぶ可能性があり、今後の動向に留意する必要がある。
- 国際金融市場でのリスクマネーの活発化で新興国への資金流入が勢いを増す中、通貨ルピー高圧力が強まっている。金融当局は輸出への悪影響を懸念して為替介入を行っており、足元の外貨準備の積み上がり資金供給量の拡大に繋がっており、政府が海外資金の流入抑制に動く可能性もある。
- 政府は7-9月期のGDPを受けて、2009-10年度の経済成長率が前年比+7%程度になる可能性を示唆している。また、政府内では年度内の景気対策継続を求める声があり、当面は景気の下支えが期待される。当研究所では先月に定例の見直し改訂を行なったが、7-9月期のGDP成長率が予想を大幅に上回ったことを反映し、2009-10年度の経済成長率を前年比+6.8%（改訂前は同+6.3%）、2010-11年度を同+7.0%（改訂前は同+6.6%）にそれぞれ上方修正する。

《7-9月期の成長率は加速ペースが続く。インフレ懸念もあり金融引き締めの進展が予想される》

- 先月30日に公表された7-9月期の実質GDP成長率（要素費用ベース）は、前年同期比+7.9%と前期（同+6.1%）から大幅に加速し、インド経済の順調な景気拡大が再確認された（[図1](#)）。今年の雨季（6～9月：モンスーン）は37年ぶりの少雨となったため、雨季物の収穫量減少が懸念され、農林漁業の伸びは大幅な縮小を余儀なくされた。一方、世界経済の底打ちを背景に製造業や鉱業部門は順調な回復をみせ（[図2](#)）、特に製造業では足元の生産水準は金融危機前を上回り過去最高となっている。さらに、政府の景気対策でインフラ建設をはじめ公共事業が進められたことで（[図3](#)）、建設部門も堅調に推移している。また、主要株式指数は2指数とも上昇基調が強まっており（[図4](#)）、金融部門を含むサービス部門も大幅な伸びを示した。このように、天候不順の影響で第1次産業が振るわなかった一方、国内外の景気回復を背景に第2次・3次産業がインド経済を牽引する姿が鮮明となった。

- 政府による減税などの景気対策のほか、金融当局も金融緩和を続けている結果、足元の自動車販売台数は過去最高水準に達している（[図5](#)）。また、堅調な個人消費のみならず、設備投資も回復感を強めており、底堅い内需が景気を牽引している。さらに、世界的な景気底打ちで輸出も年初を底に回復基調が続いており（[図6](#)）、内・外需ともに回復感が強まったことが生産の押し上げに繋がった。なお、同国は原油消費量の約7割を輸入に依存しているが、春先以降の原油価格上昇に加えて、国内の景気回復による需要増加に伴い輸入が急増しており、依然貿易収支は赤字が続いている。7-9月期の市場価格ベースの実質GDP成長率も、前年同期比+6.7%と前期（同+6.0%）から伸びが加速し（[図7](#)）、要素費用ベース同様にインドの順調な景気拡大を示している。なお、当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比は+2.3%と前期（同+2.9%）から伸びが鈍化しているが、輸出の前期比がマイナス基調を続けるなど外需の回復が乏しいことが影響している。
- 今年のモンスーン（雨季）は37年ぶりの少雨となったために雨季物の穀物の生育状況が悪く、供給逼迫により食料品価格の上昇圧力が高まることが懸念されている。足元の卸売物価は昨年の商品市況急騰の影響で大きく落ち込み、さらに、足元では通貨ルピー高圧力が強まったことで輸入物価の上昇が緩和されていることから（[図8](#)）、物価上昇のペースは抑えられている（[図9](#)）。ただし、今後雨季物の収穫がピークを迎えるにしたがって穀物価格の上昇は避けられず、底堅い内需も重なり、物価上昇圧力が高まると予想される。金融当局は10月の金融政策委員会において、「出口戦略」の第一段階として、金融機関に対する法定流動性比率を引き上げ、金融危機対応として実施していた資金供給策の停止を公表するなど、金融引き締めを睨む動きが進んでいる。また、年度末（来年3月）の卸売物価が当局の警戒水準（6.5%）を上回るとの見通しを示す一方、足元の資金供給量の伸びも当局の目標を上回る水準で推移しているため（[図10](#)）、金融引き締めのペースが早まる可能性が高まっている。
- 一方、雨季物の収穫がペースを迎える10-12月期は農業部門の大幅な下押しが避けられず、その上、国民の6割近くが農業部門に従事しているため、個人消費への悪影響も懸念され、景気加速のペースは鈍化すると予想される。こうしたことから、次回の金融政策委員会は年明けの1月29日に予定されているが、景気への悪影響を考慮して利上げは行われず、現金準備率の引き上げなど資金供給量の引き締めを図る政策に留まると考えられる。

図1 実質GDP成長率の推移(前年比)

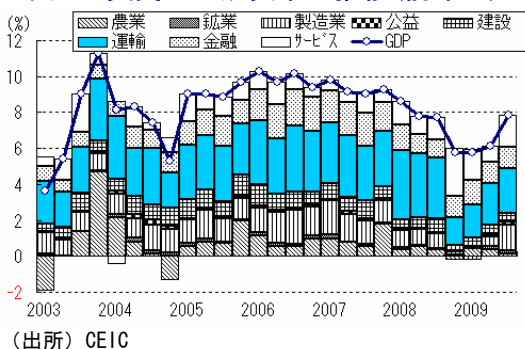


図2 鉱工業生産の推移(前年比)

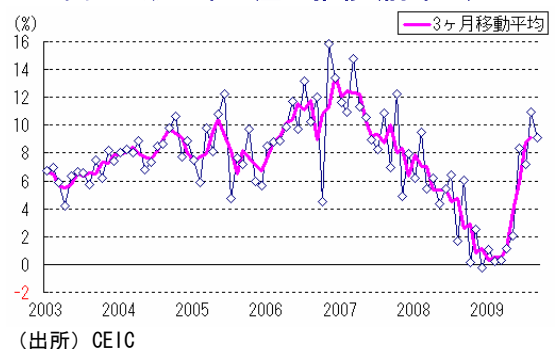


図3 インフラ関連産業の動向推移(前年比)

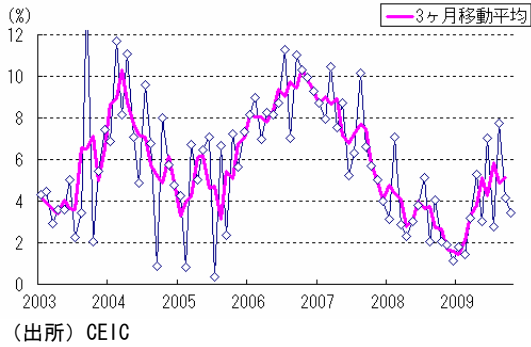


図4 株式相場の推移

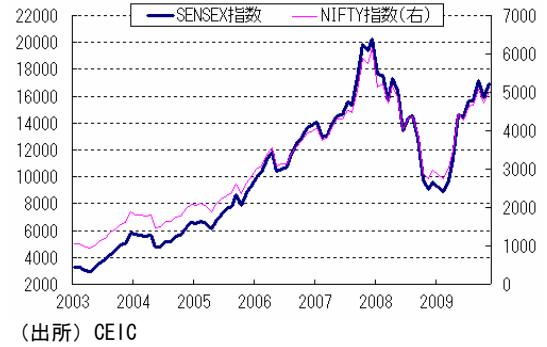


図5 自動車販売台数の推移(前年比)

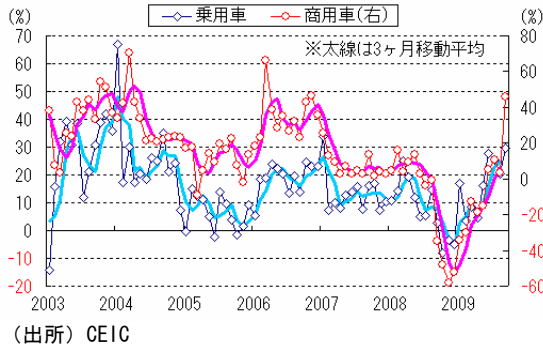


図6 輸出入の推移(前年比)

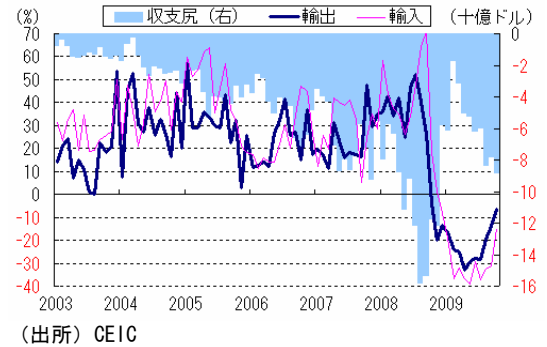


図7 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

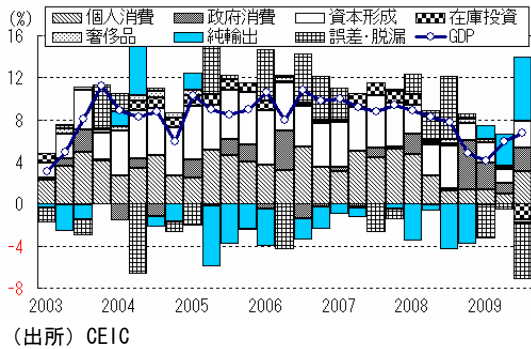


図8 為替相場の推移(USD/INR)



図9 物価動向の推移(前年比)

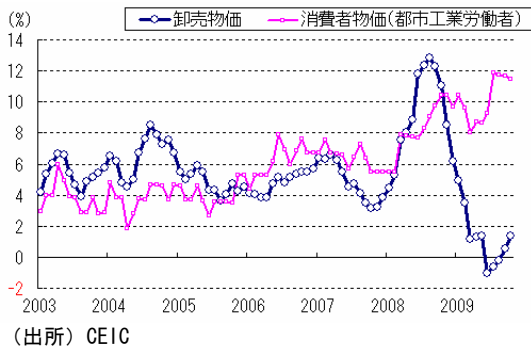
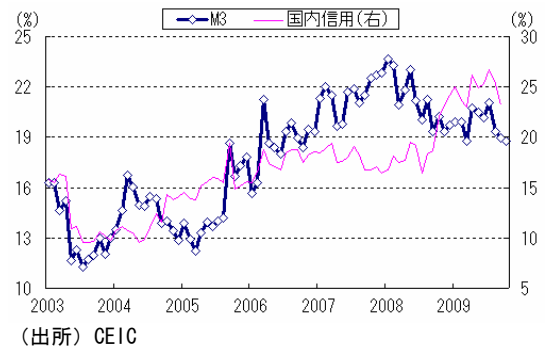


図10 M3と国内信用の推移(前年比)



《7-9月期の大幅な上振れを受けて経済見通しを上方修正》

- インドは中国に次ぐペースで景気が加速していることが確認されたが、これは政府の景気対策により内需が押し上げられた影響が大きく、自律的な回復と判断するのは早計と言える。一方、政府は財政余力が乏しいにも拘らず景気対策に取り組んだ結果、今年度の財政赤字は▲4兆ルピー（GDP比▲5.5%）と昨年実績（同▲3.3兆ルピー）を大きく上回る見通しである。同国の財政は、中央のみならず地方政府も赤字体質にあり、さらに、地方政府は多くの財源を中央からの補助金に依存していることが財政の重石となっており、中央・

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

地方を合わせた債務残高は足元で GDP 比 80%以上となっている。なお、政府は先月初め、歳入拡大の切り札として期待される国営企業の株式売却や IPO（新規上場）実施に関するガイドラインを公表しており、これが円滑に進捗すれば、財政悪化の食い止めに期待される。政府内では 2010/11 年度予算で財政健全化を求める意見が強まっているが、具体的な歳出改革への議論が進まない中、歳入拡大策への期待が一段と高まると思われる。

- 対外面では、昨年末に輸入が急減した影響で経常収支は一時的に黒字転換したが、足元では再び貿易赤字の拡大が進み、再び経常赤字の基調に戻っている（[図 11](#)）。足元の PMI は製造業・サービス業ともに頭打ち感が出ているものの、どちらも中立水準を上回っていること（[図 12](#)）、今後は欧米の景気底離れに伴い輸出の緩やかな回復が予想されることから、貿易赤字がさらに拡大する可能性は低いと思われる。なお、同国は世界最大の移民労働者送金の受入国であり、その規模は昨年実績で 480 億ドルに達する。多くの中東の建設従事者がインド出身者であることから、先月末に表面化した「ドバイ・ショック」は少なからず悪影響を及ぼす可能性が懸念され、今後の動向に留意する必要がある。
- 国際金融市場でリスクマネーが活発化していることに加えて、足元では米ドルの信認低下による米ドル離れで新興国への資金流入が勢いを増しており、通貨ルピー高圧力が強まっている（[図 13](#)）。金融当局は、通貨高による輸出への悪影響を懸念して積極的なルピー売り介入を行っており、外貨準備高の積み上がりに繋がっている（[図 14](#)）。なお、海外資金の流入や為替介入による資金供給により資金供給量の上振れを招いているため、政府は海外資金の流入抑制に動く可能性も考えられる。財務省や計画委員会などは、資金流入規制の実施を否定しているが、今後物価上昇の懸念が高まれば、こうした動きが現実化する可能性も考えられる。
- 海外資金の流入により、株式相場も上昇基調が続いている（[図 15](#)）。10 月の金融政策委員会直後や、先月末のドバイ・ショック後は一時的に大きく下げる局面もあったが、7-9 月の GDP 統計など堅調な景気を示す指標が相次いだことで再び上昇に転じている。今後は金融引き締めが意識される局面も予想され、海外資金の動向に左右され易い状況が続くと予想される。
- 政府は 7-9 月期の GDP 成長率公表を受けて、2009-10 年度の経済成長率が前年比+7%程度となる可能性を示唆している。なお、計画委員会（委員長はシン首相）のアルフリア副委員長は、旱魃による悪影響を勘案すれば、今年度内は引き続き景気対策を実施する必要性が高いとの認識を示しており、今後も景気の下支えが期待される。当研究所では先月に定例の見直し改訂を行なったが、7-9 月期の GDP 成長率が予想を大幅に上回ったことを受け、2009-10 年度の経済成長率を前年比+6.8%（改訂前は同+6.3%）、2010-11 年度を同+7.0%（改訂前は同+6.6%）とそれぞれ上方修正する。

図 11 経常収支の推移

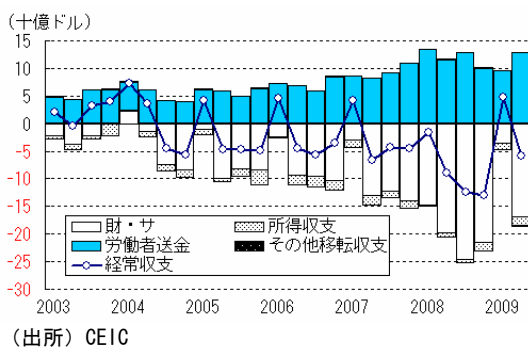


図 12 PMI の推移(製造業・サービス業)

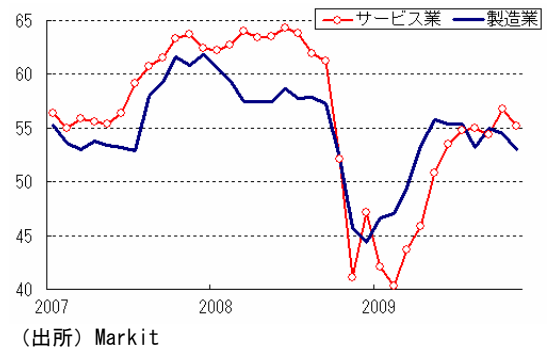


図 13 為替相場の推移 (USD/INR)



図 14 外貨準備高の推移

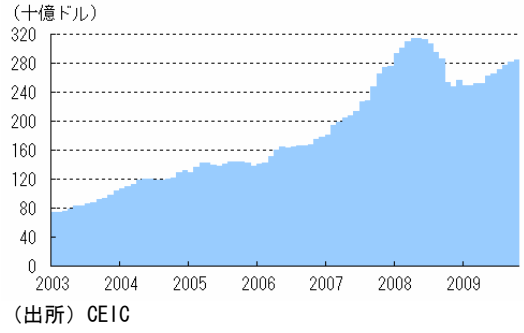


図 15 株式相場の推移 (SENSEX)



以上