

インド経済事情：農業生産の影響は依然大きかった

～少雨が影響して成長率は鈍化。ただし、成長のモメンタムは崩れず、中期的な高成長期待は変わらず～

発表日：2010年3月2日（火）

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)

- インドの10-12月期の実質GDP成長率は、要素費用ベースで前年比+6.0%と前期（同+7.9%）から大きく鈍化した。世界経済の回復や堅調な内需を背景に、第2次産業や第3次産業では拡大が続いたが、昨年の少雨により農業が大きく落ち込んだことが影響した。なお、個人消費や設備投資など内需は底堅く、これを背景に輸入が大きく伸びたことが成長率の抑制要因に繋がったことから、成長のモメンタムは依然として力強いと思われる。また、モンスーン後半には雨量が大きく改善しており、1-3月期には農業生産の回復が期待されることも好材料と考えられる。
- 政府は26日に来年度予算案を発表し、伸びは鈍化するものの景気刺激の観点から拡張財政を続ける方針が明らかとなった。ただし、財政健全化の必要性から株式売却など税外収入も含めて歳入拡大を図るとしており、財政赤字は今年度見通し（GDP比▲6.9%）から同▲5.5%に圧縮する方針である。一方、公債などの市場調達額はわずかに増加の見込みであり、長期金利などへの悪影響が懸念される。また、歳出の硬直さが成長の押し上げに必要なインフラ投資や教育投資の制約に繋がっており、検討中の税制改正や国民総背番号制導入に加えて、今後は歳入・歳出を一体的に改革していくことが求められよう。
- 昨年の少雨による農業生産低下に伴い、食料品価格が物価上昇を引き起こしており、足元のインフレ率は政府の警戒レベルを大きく上回っている。春先には食料品価格も落ち着くと思われるが、来年度予算が拡張色を続けたため、インフレ圧力の高まりも懸念されることから、先月の現金準備率引き上げに続き、今後も緩やかながら金融引き締めが強まると予想される。特に、財政構造の脆弱性は格付機関からも注目されており、格下げを示唆する動きも出ていることから、今後は景気対策とインフレ抑制、そして財政健全化という3つの方程式を巧みにバランスさせる難しい財政・金融政策運営が求められよう。
- 政府は25日に発表した『経済白書』で、足元の同国経済が世界金融危機を克服したとの見解から、今年度の経済成長率は前年比+7.2%に達するとの見通しを示した。また、来年度予算を通じて2011-12年度には政府目標の9%成長を達成させる方針を明らかにしている。ただし、当研究所では10-12月期の成長率が予想を下回ったこと、金融引き締めのペースが予想より早まる可能性が高まっており、成長抑制要因に繋がるリスクを勘案し、見通しを若干下方修正している。2009-10年度は前年比+6.8%、2010-11年度は同+7.5%、2011-12年度は同+8.0%とする。
- 年明け以降は海外投資家のセンチメント悪化要因が続き、新興国からの資金流出圧力が高まっている。今後の株価は利上げが意識されることで上値の重い展開が予想されよう。また、財政健全化への懸念もあり、長期金利は高止まりが続くと予想される。

《10-12月期は農業部門の減少で予想外に景気は鈍化。内需の勢いは挫けておらず、見通しの悲観は不要》

- 26日にインドの10-12月期のGDPが発表され、要素費用ベースでは前年同期比+6.0%と前期（同+7.9%）から大きく鈍化した（[図1](#)）。世界経済の回復で金融取引が活発化しており、アジアの景気拡大に伴い貿易量も拡大したことで、サービス業は底堅く推移した。また、内需拡大が続いていることに加えて、世界的な鉱物資源需要の増加により、製造業や鉱業関連も拡大が続いた。しかし、雨季（モンスーン）が37年ぶりの少雨となった影響で農業生産が大きく落ち込んだ。同国経済にとって、農業を中心とする第1次産業はGDPの17%（2009年通年）を占める一大産業であるため、これまでも1次産業の動向が景気を大きく左右してきたが、今期はそのマイナスの影響が大きく出たと言える。

- 一方、市場価格ベースでも前年同期比+5.9%と前期（同+6.8%）から伸びが鈍化している（図2）。農業生産の減少に伴い農村部を中心に所得環境の悪化が懸念されたものの、個人消費は底堅く推移しており、世界経済の回復により輸出も復調してきた。しかし、財政余力が乏しい中、景気対策による公共投資が前倒し執行の反動で息切れ感が出たほか、在庫調整が一巡したことも伸びを鈍化させる要因となった。また、景気は徐々に回復しているものの、需要層が広がってきた奢侈品に対する需要が十分に復調していないことも景気の頭を重くしている。
- 当研究所が試算した季節調整値に基づく、要素費用ベースでは農業生産の大幅な落ち込みに伴って、2004年以來の前期比マイナスとなった可能性が高いと思われる。一方、市場価格ベースでは前期比+0.1%と辛うじてプラス成長を保っている。個人消費、企業の設備投資、公共投資などは底堅く、世界経済の回復により輸出も前期比プラスになったと見込まれるが、旺盛な内需に伴い輸入が大幅に伸びたことにより成長率が大幅に下押しされた。こうしたことから、今回の成長率の鈍化を以って、直ちに先行きの同国経済の見通しを悲観する状況にはないと判断できよう。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

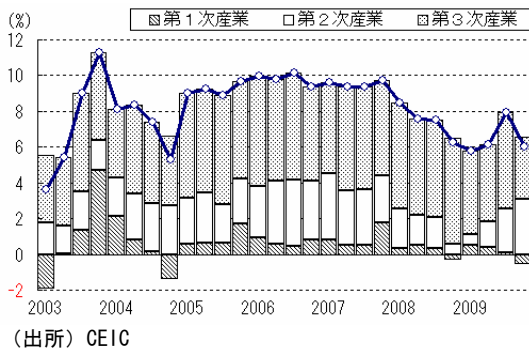
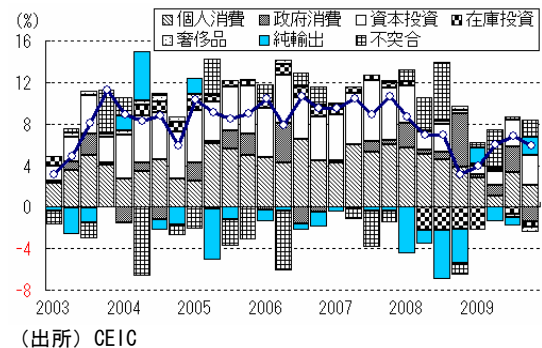


図2 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



《来年度予算では歳出増を確保した一方、税外収入増を見込み財政赤字幅の圧縮を狙う方針》

- 政府は 26 日、4 月からの来年度予算案を発表した。来年度予算を巡っては、財政健全化を求める財務省や中央銀行と、景気対策による成長維持を求める計画委員会との間で激しい鏝迫り合いが起こるなど議論が活発化していた。財務省が発表した一般予算案では、歳出規模は本年度当初予算比+8.6%の 11 兆 0875 億ルピーを確保し、前年度（同+15.5%）からの拡大ペースは緩めるものの歳出規模は増やす方針が確認された。一方で歳入確保に向けて、石油製品以外に対する統一付加価値税の税率を 8%から 10%に引き上げ、来年度中の統合税（GST）導入を目指してサービス税の税率を 10%とするほか、企業向けの代替ミニマム税の税率を 15%から 18%に引き上げるなど、税収拡大に努める方針を明らかにした。ただし、足元の物価上昇による悪影響を軽減するため、食料品輸送に関連するサービス税は控除されるなど、インフレや景気に対する配慮は図られている。
- 政府は歳入確保に向けて、国営企業の株式売却を積極的に進める方針を明らかにし、来年度は約 6 割増の 4000 億ルピーの歳入を見込み、第 3 世代（3G）携帯電話市場の免許交付に伴う売却益 3500 億ルピーも盛り込んでいる。国営企業の株式売却については、昨年 11 月に売却に関するガイドラインが策定されているが、来年度には政府の関与が特に大きい石炭や鉄鋼といった産業でも株式売却が行われる見通しである。この結果、来年度の財政赤字は GDP 比▲5.5%規模の▲4 兆 2654 億ルピーと、今年度見通し（GDP 比▲6.9%の▲4 兆 4983 億ルピー）から縮小する見通しとなっている（図3）。ただし、来年度予算での市場からの借入予定額は 4 兆 5700 億ルピーと、今年度見通し（同 4 兆 5100 億ルピー）を上回り、借入増加に伴う長期金利などへの悪影響が懸念される。
- さらに、予算の前提となる 2010-11 年度の経済成長率を前年比+8.5%と極めて高い水準に置いており、これ

に基づき税収など歳入が計画されているが、足元の市場予想は同+7%台半ばから後半に集中していることから、歳入不足に陥る可能性は少なくないと思われる。そうした場合、予想以上の財政赤字が発生するため、今年度末時点で GDP 比 86%程度と予想される公的債務残高（中央・地方合わせて）が先行きの重石になると懸念される。予算書の付属書では、2011-12 年度以降も財政赤字を圧縮させる方針を示しており、2011-12 年度は GDP 比▲4.8%、2012-13 年度には同▲4.1%を目標としているが、その計画が後ろ倒しされる可能性も高まろう。

- また、同国の予算については構造的な硬直性が長年指摘されてきた。来年度予算においても、歳出の約 9%が農村支援として食料や肥料に対する補助金に用いられるほか、約 27%は中央政府から地方政府への地方交付税として配分されており、利払い費や防衛費などを合わせると、歳出の約 7 割が既にイヤーマーク化されている。同国では、インフラ不足が経済成長の阻害要因となっており、教育関連支出の少なさにより識字率の改善も遅れるなど人材育成面の重石となっている。政府は来年度中にも国民に個人識別番号を交付し、当面は低所得者層に対する給付の促進を図る方針だが、個人所得税の徴税率の低さなどを鑑みれば、間接税に偏り過ぎている税体系の見直しを含めた対応も求められよう。

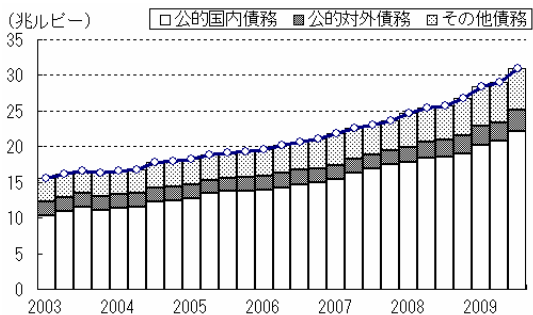
図 3 2009-10 年度・2010-11 年度の歳出・歳入の見通しと計画

(単位:十億ルピー)

	2009-10年度見込	2010-11年度予算		2009-10年度見込	2010-11年度予算
歳入	5,773	6,822	歳出	10,215	11,087
税収	6,331	7,467	非計画支出	7,064	7,357
法人税	2,551	3,013	経常支出	6,419	6,436
所得税	1,250	1,206	資本支出	644	921
関税	845	1,150	計画支出	3,152	3,731
物品税	1,020	1,320	経常支出	2,644	3,151
サービス税	580	680	資本支出	508	580
その他の税	86	98			
税外収入	1,122	1,481			
地方政府分控除	1,680	2,126	財政赤字	-4,443	-4,265

(出所) インド財務省『2010-11 年度予算書』

図 4 中央政府の公的債務残高の推移



(出所) CEIC

《食料品価格上昇でインフレ圧力顕在化。景気対策継続もインフレ圧力を高め、利上げ観測が高まると予想》

- 昨年のモンスーン（雨季）が 37 年ぶりの少雨となったため、10-12 月期の農業生産は大きく落ち込み、その結果食料品を中心とする物価に上昇圧力が掛かっており、1 月の卸売物価は前年同月比+8.6%まで上昇している（図 5）。食料品の需給環境は当面改善を見込み難いことに加えて、国際商品市況も上昇が続いていることから、インフレ率は一時的に二ケタ台に届くと予想される。モンスーン後半には雨量が確保されたため、春先以降は農業生産が回復して食料品価格の上昇基調は緩和すると考えられるが、来年度予算も引き続き拡張型予算となったことから、景気押し上げがインフレ圧力をもたらす可能性が高まっている。1 月末の金融政策委員会では、昨年 10 月の同委員会での金融機関に対する流動性供給方針を「平時」に戻したのに次いで、出口戦略の第 2 弾目として現金準備率（預金準備率）を 2 段階で計 75bp 引き上げるなど、金融緩和の見直しが進んでいる（図 6）。

- 同国では、これまでの金融緩和により市中の資金供給量が大幅に拡大してきたが、高成長を期待する海外資金の流入が続いており（[図7](#)）、マネーサプライは高い伸びが続くなど、過剰流動性が発生し易い状況にある。こうした過剰流動性の一部は株式や不動産など資産市場に流入しており、主要株式指数のSENSEXは昨年1年間で8割以上も上昇するなど（[図8](#)）、資産価格の急騰をもたらした。資産価格の上昇は資産効果により個人消費を下支えする効果がある一方、急激な上昇により資産バブルや一般物価への波及が懸念されている。これまでは、来年度予算が緊縮型に舵を切る可能性が高まっていたことから、金融当局は流動性吸収を図る措置を行いつつも、政策金利は低位安定させる姿勢を続けると考えられてきたが、4月20日に予定される次の金融政策委員会では、政策金利の引き上げを含む一層の引き締めが行われる可能性が高まっている。ただし、景気対策にあたっての財政余力が小さいことから、民間需要に悪影響を与える利上げは漸進的に進められると思われる。
- 一部の格付機関では、財政余力の小ささやその硬直さを理由に、内貨建格付けの格下げを示唆する動きも出ているが、来年度予算では景気刺激姿勢は継続するものの歳入拡大を図る方針も打ち出され、財政健全化に向けた道筋をつけられたことから、直ちに格下げ徒なる可能性は低いと思われる。ただし、財政責任法で財政赤字幅を制限したことと比べると、来年度予算は「努力目標」に留まっており、歳出拡大圧力が続く一方で歳入見込みにも下振れ懸念が残ることから、財政健全化は今後も課題となろう。一方、慢性的な経常赤字を抱えるものの、借入など海外からの資金受け入れは消極的であったことから、対外債務残高はGDP比20%強に過ぎない（[図10](#)）。また、近年は海外資金の流入により外貨準備高は過去最高水準となっており（[図11](#)）、外貨流動性不安が顕在化する可能性は極めて低いと言えよう。

図7 外国からの証券投資流出入額の推移

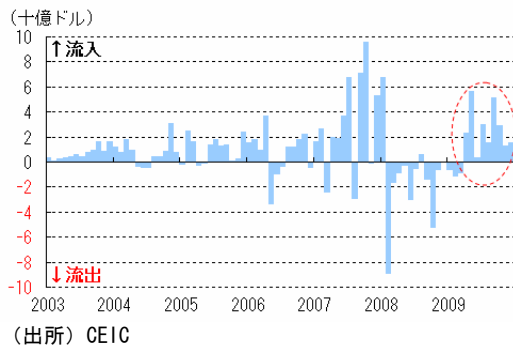


図8 マネーサプライの推移(前年比)

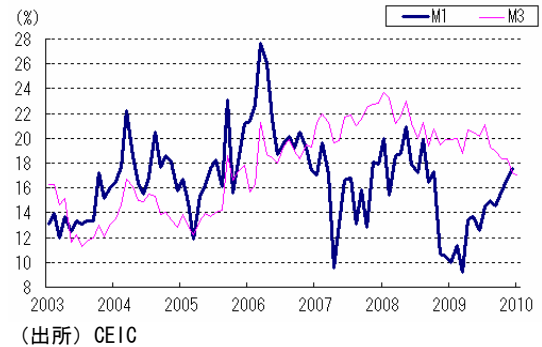


図9 株式相場の推移(ムンバイ SENSEX)



図10 対外債務残高の推移

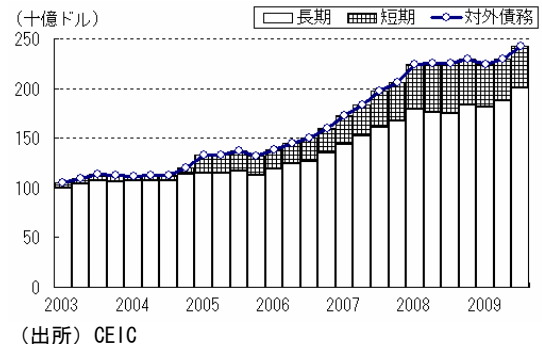
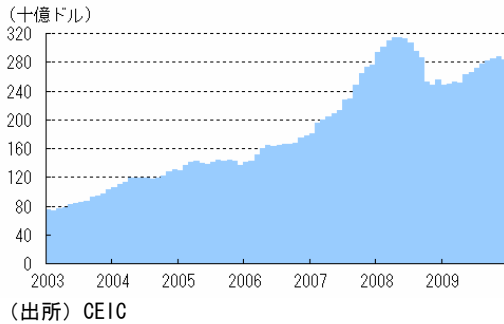


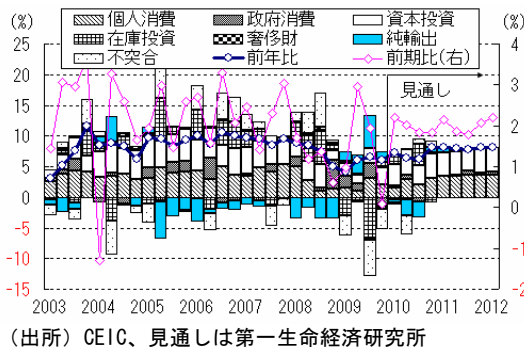
図 11 外貨準備高の推移



《政府は9%成長を目標としている。インフレ懸念の高まりもあり、当研究所の見通しを若干下方修正》

- 同国財務省は、来年度予算案発表前日に『経済白書 2010』を発表し、景気対策や金融緩和により世界金融危機の影響は克服しており、2009-10年度の経済成長率は前年比+7.2%が見込まれ、2010-11年度には同+8.5%前後と中国に次ぐ高成長に回帰し、2011-12年度には政府目標の9%成長を達成すると見通している。今年度予算を巡ってムカジー財務相は、早期の9%成長が至上命題になるとの見方を示しており、今後も経済成長を重視した経済運営が続くと予想される。なお、金融当局は先月の金融政策委員会に際して今年度の経済成長率を前年比+7.2~7.5%に達するとの見通しを示している。
- 当研究所では、直近の定例経済見通しの改定にあたり、同国経済が金融危機の影響を克服していることを反映して見通しの上方修正を行っている。ただし、10-12月期実績が予想を大きく下回り、また来年度予算でも財政拡張路線が継続され、インフレ圧力の高まりにより、予想された以上に早いペースで金融引き締めが進む可能性などを反映し、見通しの再修正を行う。2009-10年度の経済成長率は前年比+6.8%（修正前は同+7.2%）に下方修正し、2010-11年度は同+7.5%（修正前は同+7.6%）、2011-12年度は同+8.0%（修正前は同+8.2%）とそれぞれ修正する（[図 12](#)）。

図 12 実質 GDP 成長率の実績と見通し



《海外投資家のセンチメント悪化で上値の重い展開に。今後の相場はそれぞれ利上げを意識した展開を予想》

- 年明け以降、昨年末のドバイ・ショックや年明け後のギリシャ問題に始まるソブリン・リスク不安で海外投資家のセンチメントが急速に悪化しており、資金流出圧力が高まり、株価指数は下落基調が続いている。先月末の現金準備率引き上げ以降、インフレ率の高進もあり、金融引き締めが意識されていることも、株価の上値を重くしている（[図 13](#)）。今後は一層利上げが意識されると思われ、4月の次回政策金融委員会に向けて調整圧力が掛かり易いと予想される。
- 海外投資家のセンチメント悪化を背景とした新興国からの資金流出圧力により、年明け以降は通貨ルピー安基調が続いている（[図 14](#)）。今後は利上げによる景気への悪影響は懸念されるものの、実質金利上昇に伴う内外金利差拡大は、ルピーを支える要因になるとと思われる。
- また、年明け以降は利上げ観測の高まりを背景に長期金利も上昇基調が続いてきたが（[図 15](#)）、来年度予算

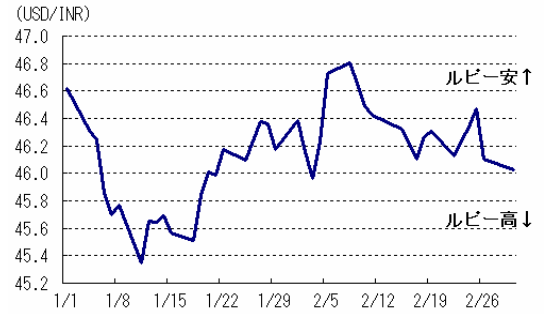
では財政赤字幅は圧縮されるものの、国債発行額は高止まりを続けることから再び上昇要因になると予想される。

図 13 株式相場の推移 (SENSEX)



(出所) Bloomberg

図 14 為替相場の推移 (USD/INR)



(出所) Bloomberg

図 15 長期金利の推移 (10年債利回り)



(出所) Bloomberg

以上