



インド経済事情：物価上昇が進む中、緊急利上げを断行

～月末の定例会合を待たず緊急利上げ。今後も利上げが続く見通し～

発表日：2010年7月8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）

- 今月2日、インド準備銀行は25bpの緊急利上げを実施し、政策金利（レポ金利）は5.50%となった。同国経済は昨年度からの景気対策効果もあり内需主導で拡大しており、当研究所の試算では1-3月期の実質GDP成長率は中国を上回るペースで拡大している。世界金融危機後の大胆な金融緩和に加え、海外資金の回帰も進んで市中の資金供給量が急拡大し、過剰流動性が懸念されてきた。昨年10月以降漸進的に金融引き締めを実施してきたが、物価上昇圧力や資産バブル懸念が高まり、5月のインフレ率が再び二桁台となったことから、さらなる利上げ観測が高まっていた。さらに、7月から補助金圧縮のため燃料費の上昇が避けられなくなったことも緊急利上げの要因となった。
- 金融引き締め的一方、製造業・サービス業とも景況感50を上回っており、内需の好調のみならず、1月からのASEANとのFTAや韓国とのCEPA発効も背景に輸出拡大も景気を牽引している。燃料料金引き上げ反対のゼネストなど不安要素はあるが、PMIからは先行きも堅調な生産拡大が示唆されている。昨年度は初めて第2次産業が第1次産業を上回るなど産業構造の高度化も徐々に進んでおり、中長期的に雇用拡大が内需を後押しする好循環も期待される。
- 中央・地方の公的債務残高はGDP比約7割と新興国の中では高いが、政府は財政健全化に動いており、中央の公的債務残高はわずかながら減少した。今年度は財政赤字の圧縮が期待され、格付機関は内貨建信用格付の見通しを引き上げている。対外債務は拡大しているが純債権国であり、海外資金の流入で外貨準備も増加するなど対外信用力は高い。構造的な経常赤字体質であり、ユーロ問題による悪影響も懸念されるが、急速な対外信用力の低下には至らないと予想される。
- 4月以降のユーロ問題の深刻化でリスク回避姿勢が強まった結果、株式相場は急速に調整したが、6月以降は再び元の水準を取り戻している。さらなる利上げ観測は株価を抑える要因となろうが、好調な企業業績が支援材料になろう。通貨ルピーも4月以降大幅に下落したが、6月以降は再び落ち着いている。ただし、外国人投資家のリスクマインド改善には時間が掛かると恐れられ、暫くは相場のかく乱要因となろう。

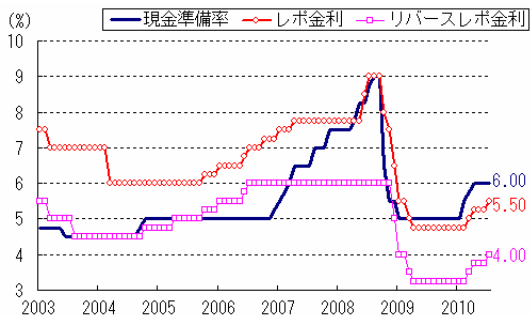
《旺盛な内需と過剰流動性で物価上昇圧力が高まる中、当局は緊急利上げを断行》

- 今月2日、インド準備銀行は緊急の金融政策決定会合を開催し、政策金利であるレポ金利及びリバースレポ金利を25bpずつ引き上げ、それぞれ5.50%、4.00%とする決定を行った（[図1](#)）。同国経済は内需主導で景気が拡大しており、1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+8.6%に拡大し（[図2](#)）、当研究所が試算した季節調整値ベースでは前期比年率+13.4%と中国（同+12.2%）を上回るペースとなっている。昨年度からの景気対策による公共投資の加速でインフラ関連産業が活発化しているほか（[図3](#)）、四輪車や二輪車の販売台数も前年比30%超で推移しているなど（[図4](#)）、依然内需の増勢は続いている。
- 世界金融危機後は景気対策での大幅利下げのほか、流動性不足懸念による金融機関への資金供給など、大胆な金融緩和を図ってきた。その後、急速な金融緩和による資金供給の拡大に加え、世界経済の回復に伴うリスクマネーの流入で市中の資金供給量は大幅に押し上げられ、過剰流動性に対する警戒感が高まってきた（[図5](#)）。金融当局は昨年10月に法定流動性比率を引き上げ、年明け後は現金準備率の引き上げのほか、3月と4月には2ヶ月連続で政策金利を引き上げるなど、徐々に金融引き締めを進めてきた。しかし、その後

も海外からの投資資金の流入が続き（図6）、過剰流動性の解消は期待ほど進まなかった。

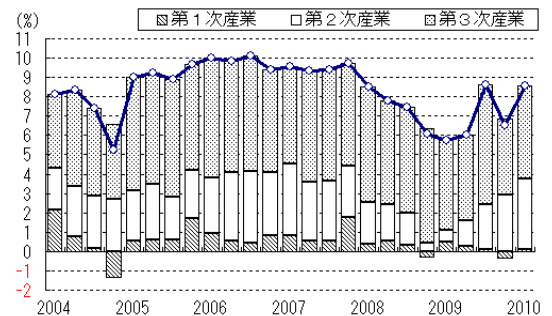
- こうした中、内需の好調を背景にディマンドプル型の物価上昇圧力が高まったことに加え、国際商品市況の上昇でコストプッシュ型の物価上昇圧力も高まった。また、過剰流動性によって株価は高値圏で推移しているほか（図7）、不動産投資の活発化で資産バブル懸念も生じていた、結果、5月の卸売物価は前年同月比+10.16%と3ヶ月ぶりに二ケタ台に達し、消費者物価も同+13.91%と高い伸びが続いた（図8）。さらに、政府は世界的な財政悪化懸念に対応して、7月から補助金削減によるガソリンなど燃料価格の引き上げを発表していたことから、物価上昇圧力が一段と高まると懸念されていた。こうしたことから、今月27日に予定されている定例の金融政策決定会合前にも緊急利上げが行われる可能性が高まっていた。

図1 金融政策の推移



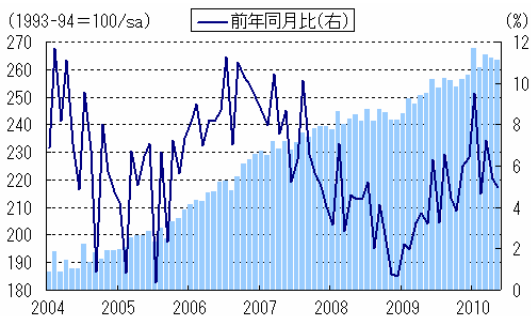
（出所）CEIC、インド準備銀行より第一生命経済研究所作成

図2 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



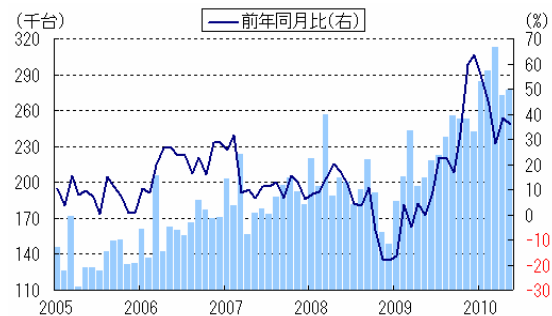
（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

図3 インフラ産業動向の推移



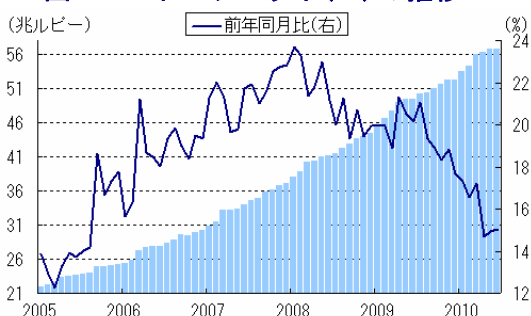
（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

図4 四輪車販売台数の推移



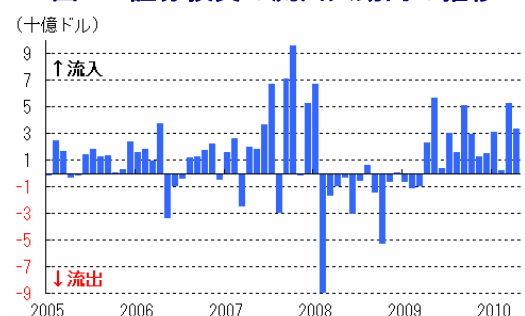
（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

図5 マネーサプライ(M3)の推移



（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

図6 証券投資の流出入動向の推移

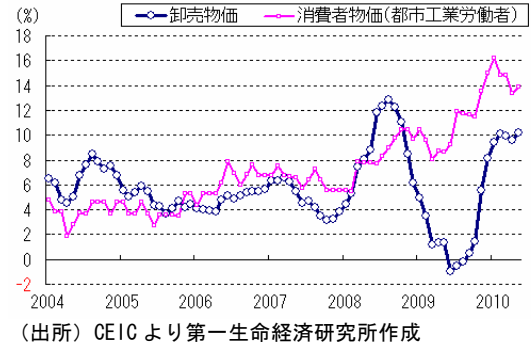


（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

図7 株式相場の推移(ムンバイ SENSEX)



図8 インフレ率の推移(前年同月比)



《PMIは依然力強く推移。積極外交への転換が経済成長に寄与すると期待》

- 年明け以降累計 75bp の利上げと、100bp の現金準備率の引き上げを行ってきたが、6月の製造業PMIは57.3となり、2008年2月以来の高水準であった前月(59.0)から低下したものの(図9)、昨年4月から15ヶ月連続で50を上回っている。また、6月はサービス業PMIも64.0と2008年6月以来の高水準となり、IT関連サービスなどの主要取引国である米国経済が芳しくない中、引き続き堅調な推移をみせている。特に、製造業では「新規受注」が高水準で推移し、「輸出向け新規受注」もアジア向けが牽引役となっており、内外需の好調による生産押し上げが期待されている。
- 足元の鉱工業生産は過去最高水準で推移しているが(図10)、PMIなどからも今後も拡大基調が続くと期待される。なお、今月からの燃料値上げに対抗して、野党インド人民党(BJP)をはじめとする左派系政党が全土でゼネストやデモ活動を行っていることから、生産への悪影響が懸念されている。しかし、1月からのASEANとのFTA発効、韓国とのCEPA発効など、政府は積極的な外需取り込みに動いており、経済面においては中国との関係強化を進めるなど、外交戦略に変化の兆しも出ている。さらに、海外からの直接投資も背景に(図11)、昨年度はGDPに占める第2次産業の比率が第1次産業を上回るなど産業構造の高度化も進んでおり、製造業の発展を通じた雇用拡大が中期的に内需拡大を促す好循環も期待されよう。

図9 産業別景況感指数の推移

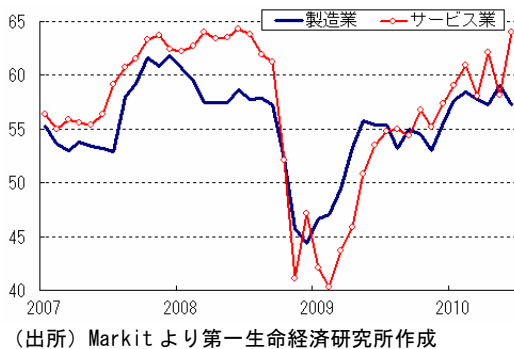


図10 鉱工業生産の推移

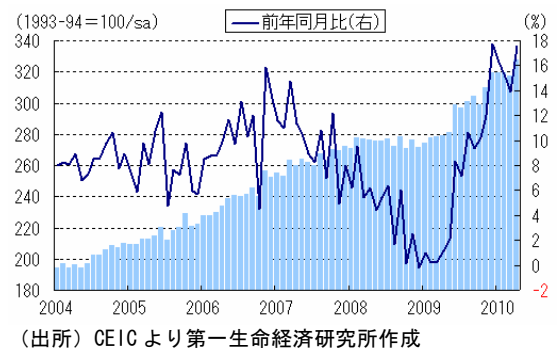
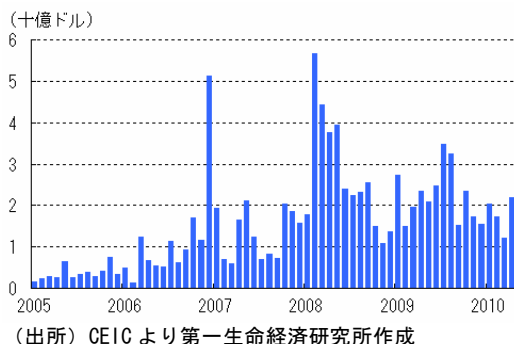


図11 直接投資流入額の推移



《ユーロ問題の懸念はあるが、財政健全化に道筋を付け、対外信用力の改善も進んでいる》

- 同国は中央・地方合わせた公的債務残高がGDP比 70%近くの水準にあり、新興国の中では債務規模が比較的大きい。しかし、政府は財政政策で景気対策に取り組む一方、国営企業の株式売却など国有資産の整理などを通じて財政再建に道筋を付ける方針を明らかにしており、3月末時点の中央政府の公的債務残高はわずかながら縮小している（図 12）。また、今年度予算で予定している第3世代（3G）携帯電話の営業免許売却収入は、予算前提を大きく上回っているほか、今月からの燃料価格引き上げによる補助金圧縮も財政健全化を後押しすると期待される。昨年末以降、主要格付機関が同国の自国通貨建て格付の見通しを引き上げていることは、こうした動きと整合的と判断される。
- 民間部門による貿易金融の拡大で対外債務は増加しており、3月末時点で 2615 億ドルとなっているが（図 13）、5月末時点の外貨準備高は 2738 億ドルとなるなど純債権国であり（図 14）、対外信用力は備わっている。また、5月には世界的な信用不安に伴い海外資金が流出超となったが、6月に入ると再び増加に転じている。慢性的な貿易赤字により経常収支は赤字基調が続くことから（図 15）、対外収支面の構造的な弱さがあるが、堅調な景気拡大が期待されることから、急速な信用力低下を招く可能性は低いと思われる。なお、輸出の約2割が欧州向けであり、海外資金も少なからず欧州系金融機関に依存していることから、ユーロ問題が金融危機に繋がる事態となれば、その悪影響は少なくないと思われる。

図 12 中央政府の公的債務残高の推移

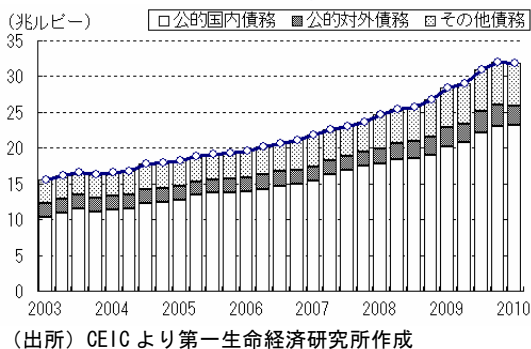


図 13 対外債務残高の推移

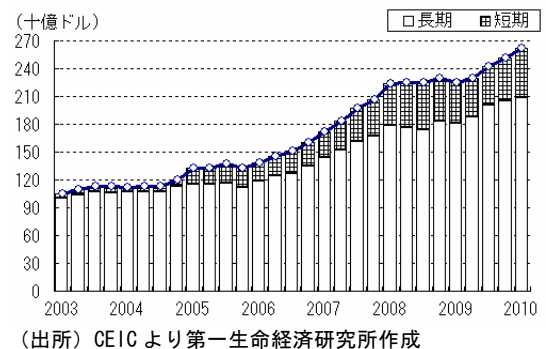


図 14 外貨準備高の推移

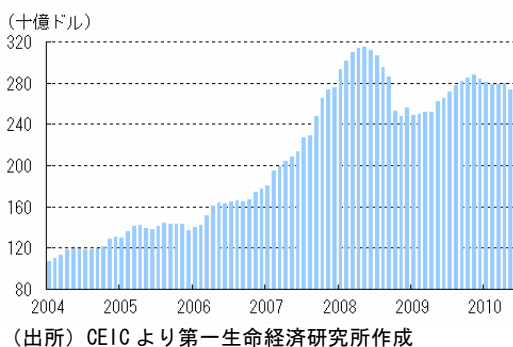
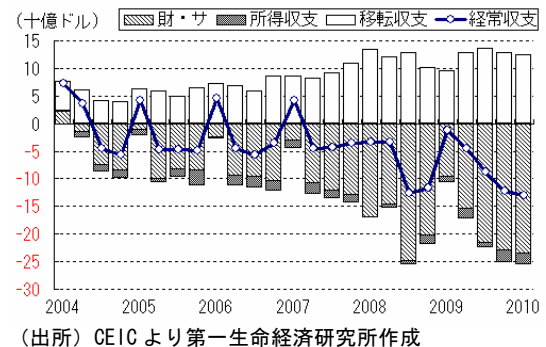


図 15 経常収支の推移



《国際金融市場が落ち着く中、再び良好な経済が注目されるが、曇り模様は続く見通し》

- 4月後半以降、ユーロ問題の不透明感の高まりを受けて国際金融市場でリスク回避姿勢が強まった結果、同国の株式相場でも急速な調整に見舞われた。しかし、6月に入り小康状態となったことで再び資金が回帰し、調整前の水準を取り戻している（図 16）。利上げ観測の高まりは株価にとってマイナス材料になるが、投資家のリスクマインドが極度に悪化しない限り、好調な企業業績を背景に資金流入が続くことも考えられる。
- 外国人投資家のリスク回避局面では対米ドルでルピーが売られル局面もあったが、6月以降は緩やかなルピー高となっている（図 17）。ただし、国際金融市場でリスクマインドが大きく改善するとは期待し難いため、ルピーの上昇は限定的であろう。また、4月半ば以降は債券に資金が集まり、長期金利は低下圧力が強まっ

たが、6月に入り再び金利は上昇基調に転じている（図 18）。物価上昇懸念のため、今後も利上げが続くと予想されるが、国際金融市場に不透明感が残る中では債券人気が大きく後退するとは考えにくい。

図 16 株式相場の推移(ムンバイ SENSEX)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 17 為替相場の推移(対米ドル・ユーロ)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 18 長期金利の推移(5 年債利回り)



(出所) Bloomberg より第一生命経済研究所作成

以 上