

インド経済事情：内外需の堅調を受けて景気拡大が続く

～年後半にかけては景気の減速感が高まる見通し～

発表日：2010年9月2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)

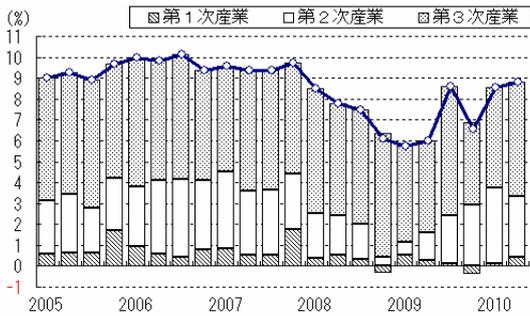
- 4-6月期の実質GDP成長率は、要素費用ベースで前年比+8.8%と前期（同+8.6%）から加速、前期比年率も+7.8%と2四半期連続で大幅拡大となった。少雨の影響を克服した農業部門の生産拡大が景気をけん引し、他部門も総じて拡大が続いた。一方、市場価格ベースでも前期比で大幅に減速するなど調整の可能性も窺われたが、内需主導の景気拡大に変わりはない。また、製造業・サービス業のPMIはともに50を上回り、今後も生産拡大が期待される。先行きはアジア経済の減速に加え、物価上昇や金利上昇などの影響もあろうが、内需の底堅さを背景に景気が失速する可能性は低いと見込まれる。
- 金融緩和や、海外資金の流入により資金供給量が拡大し、昨年来の食料品価格の上昇もありインフレ率は二桁%に達するなど、物価上昇が顕著になっている。金融当局は昨年末以降金融引き締めを舵を切り、年明け以降は累計4回の利上げを行ってきた。今年のモンスーンは例年並の雨量で食料品価格の安定が期待されるものの、過剰流動性懸念が燻る中、今後も緩やかな引き締めが続くと予想される。
- 慢性的な経常赤字にも拘らず、海外からの直接投資や証券投資で外貨準備は増加基調にある。昨年度の財政赤字はGDP比▲7%に達したが、今年度は歳入増の取り組みが進んでおり、財政状況は改善している。PPPや貿易拡大に伴い対外債務は拡大しているものの、純債権国となっており、また債務の多くは長期の譲許的資金であることから、短期的な資金流出の影響を受け難い体質となっている。
- 4-6月期は堅調な景気が確認されたが、年後半は減速感が高まると予想される。政府は2010-11年度の経済成長率を前年比+8.5%と、前年度（同+7.4%）から大幅に拡大するとしている。当研究所では先月見通しの改定を行っているが、4-6月期のGDP統計を受けても基本観は変わらず、2010-11年度の経済成長率予想を前年比+8.0%に据え置く。

《4-6月期も景気拡大は続くが需要に鈍化の兆候も。年後半にかけては減速感が高まる見通し》

- 同国経済は、世界金融危機後も個人消費など内需主導の景気回復を遂げており、その勢いは今年度に入っても変わっていない。4-6月期の実質GDP成長率（要素費用ベース）は、前年同期比+8.8%と前期（同+8.6%）から加速した（[図1](#)）。当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率では+7.8%と前期（同+13.4%）から鈍化したものの、2四半期連続で大幅な伸びを示すなど、景気の底堅さが示された。昨年は37年ぶりの大旱魃で生産が落ち込んだ農林漁業は2四半期連続で大幅な伸びを示しており、その他の分野も世界経済の減速を受けて伸びが鈍化しているものの、依然拡大基調が続いている。なお、市場価格ベースの実質GDP成長率は前年同期比+10.0%と前期（同+11.2%）から伸び率が鈍化し、季節調整値ベースの前期比でも大きく減速するなど、調整感も窺える。
- 4月から始まった今年度は景気対策が一部縮小されたことから、反動による景気への悪影響が懸念されていたものの、4月以降も自動車販売は堅調に推移している上（[図2](#)）、二輪車も拡大基調が続くなど（[図3](#)）個人消費は旺盛に推移している。さらに、今年度も公共投資によるインフラ開発が進められているほか、企業の設備投資意欲も回復基調が続いており、インフラ関連資材の需要拡大が続くなど（[図4](#)）、官民ともに投資活動が盛り上がっている。同国経済は内需依存度が高く、近年の経済成長も内需主導で達成されてきたが、その勢いは依然として変わらないと判断される。
- また、中国やASEANなどアジア経済の回復に伴い輸出も堅調に推移し（[図5](#)）、景気を下支えしている。

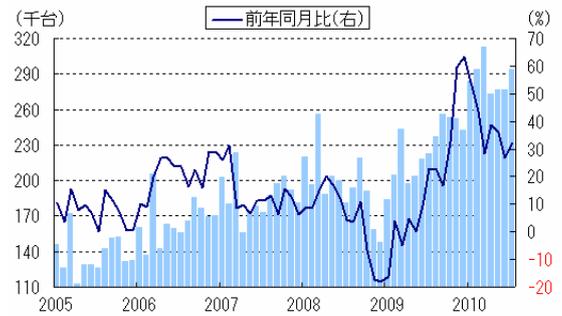
さらに、世界的な景気回復によりIT関連の需要が回復基調にあることも、同産業の回復を後押ししている。このように、内需のみならず外需も緩やかに拡大したことを反映して、鉱工業生産は拡大基調が続いており（**図6**）、企業の景況感を示すPMIも依然50を上回るなど（**図7**）、先行きの生産拡大を示している。なお、市場価格ベースのGDP統計が示すように、足元では物価上昇や景気対策効果の一部剥落による影響がみられ、好調を続けてきたアジア経済も中国などの減速懸念が高まっている。したがって、先行きの同国経済も幾分減速しようが、内需の底堅さを背景に、失速の可能性は低いと思われる。

図1 実質GDP成長率の推移(前年比)



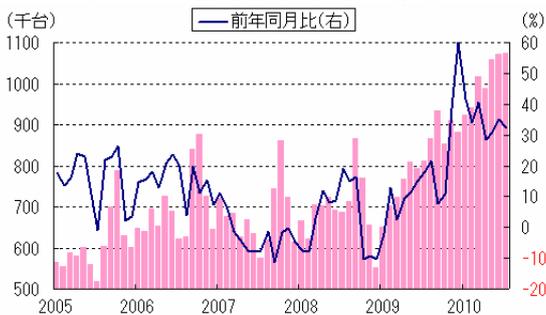
(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図2 四輪車販売台数の推移



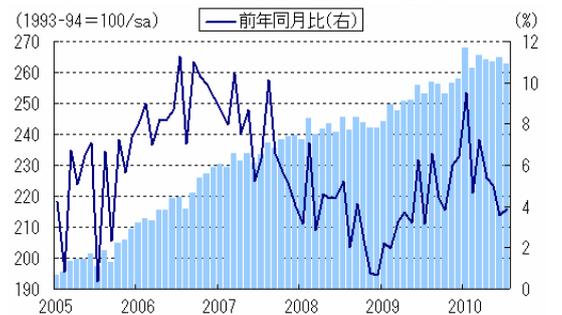
(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図3 二輪車販売台数の推移



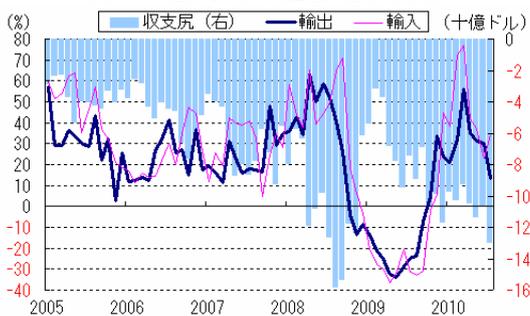
(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図4 インフラ関連指数の推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図5 輸出入の推移(前年比)



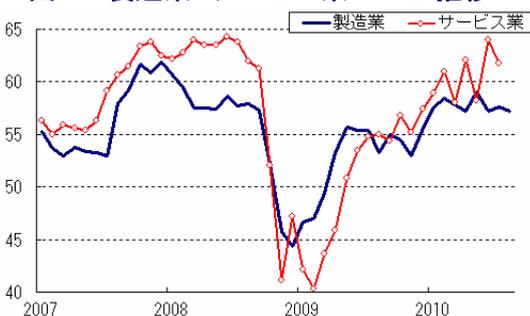
(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図6 鉱工業生産の推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図7 製造業・サービス業PMIの推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

《インフレ率のピークアウトは近いが、過剰流動性が煽る中、漸進的な金融引き締めが続く見通し》

- 世界金融危機後、金融当局は大幅な金融緩和で景気回復を図ってきたが、結果として市中の資金供給量は大幅に拡大し（[図 8](#)）、過剰流動性懸念が高まっている。さらに、昨年干ばつで食料品価格が上昇したことから、卸売物価は前年比で二桁%に達するなど物価上昇が顕著となっている。7月の卸売物価は6ヶ月ぶりに一桁%台となるなど（[図 9](#)）、インフレ率はピークアウトの兆しが出ているものの、依然物価上昇圧力は収まっていない。当局は昨年末以降金融引き締めを舵を切っており、年明け以降累計4回、7月中には2度の利上げを行ってきた（[図 10](#)）。7月末の定例会合では、今後は会合の頻度を高めることを決定しており、柔軟な政策対応を図っている。
- 一方、同国景気の良い調や内外金利差の拡大を受けて海外資金は流入超が続いており（[図 11](#)）、これは資金供給量の押し上げ要因にもなっている。今年はモンスーン（雨季）の雨量が例年並みとなったことから、食料品価格は次第に落ち着くと見込まれるものの、過剰流動性への対応は引き続き課題になろう。なお、海外短期資金の流入超のみならず、海外からの直接投資も堅調に流入している（[図 12](#)）。同国は大幅な貿易赤字を背景に経常収支は赤字体質にあるが（[図 13](#)）、外貨準備高は増加基調が続いており、7月末時点で2842億ドルに達している（[図 14](#)）。また、金融当局は短期資金の流入による通貨高を警戒して介入実施を示唆しており、今後も外貨準備は増加し続けよう。
- 同国は財政基盤が脆弱な上、昨年度は景気対策による歳出拡大があったため、財政赤字はGDP比▲7.0%に達した。さらに、中央政府の債務残高は3月末時点でGDP比54.4%だが（[図 15](#)）、財政基盤がさらに脆弱な地方政府分を併せた公的債務残高はGDP比約7割に達し、新興国の中では債務規模が大きい。今年度予算では財政赤字をGDP比▲5.5%まで圧縮させる方針を示しているが、歳入拡大の目玉とされた第3世代携帯電話の免許料売却収入が予算前提を大きく上回り、財政の重石となってきた補助金財政のスリム化を図っていることから、足元の財政収支は大きく改善している（[図 16](#)）。当初は財政赤字による国債増発が懸念されていたが、発行規模の圧縮も期待されよう。また、PPP（官民連携）によるインフラ投資や民間の貿易金融の拡大などを通じて海外からの借入が増加しているが、大半は長期かつ譲許的な資金であり（[図 17](#)）、短期的に問題が生じる可能性は低いと思われる。

図 8 ベースマネーの推移



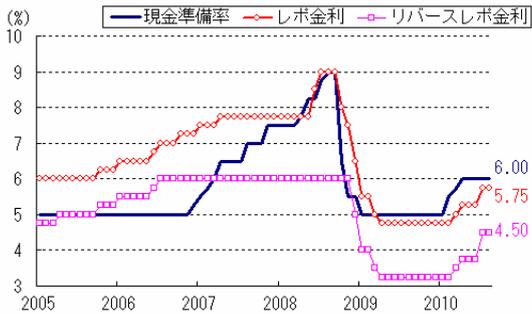
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 9 卸売物価の推移(前年同月比)



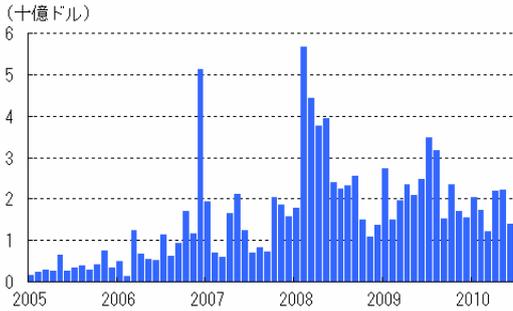
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 金融政策の推移



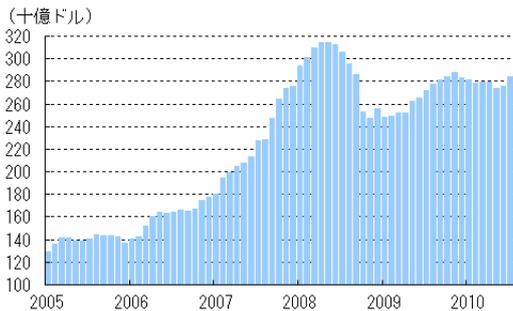
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図12 海外直接投資流入額の推移



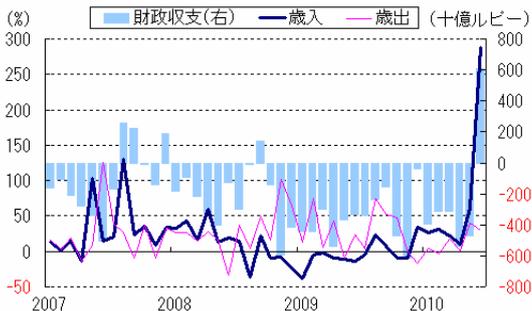
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図14 外貨準備高の推移



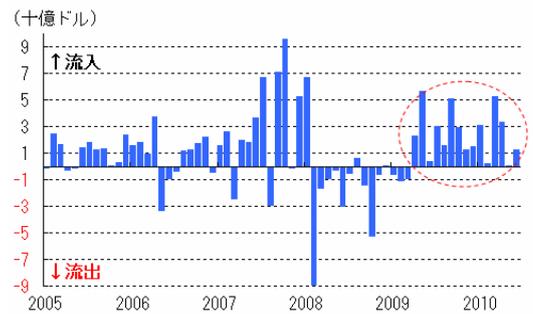
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図16 中央の財政動向の推移(前年比)



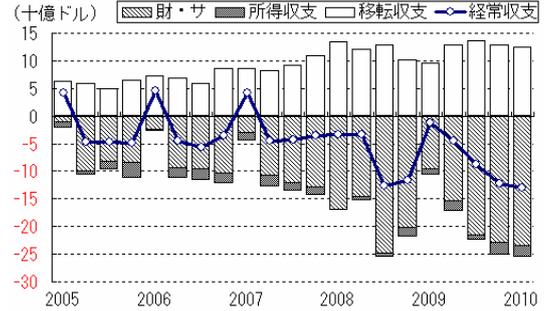
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図11 海外証券投資の流出入動向の推移



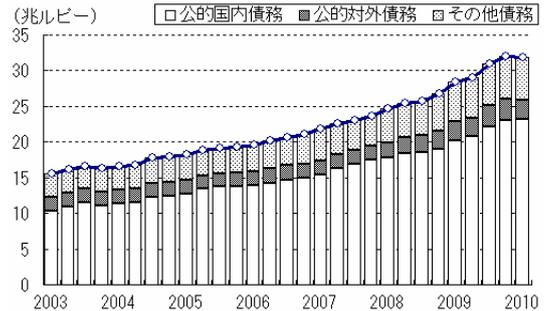
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図13 経常収支の推移



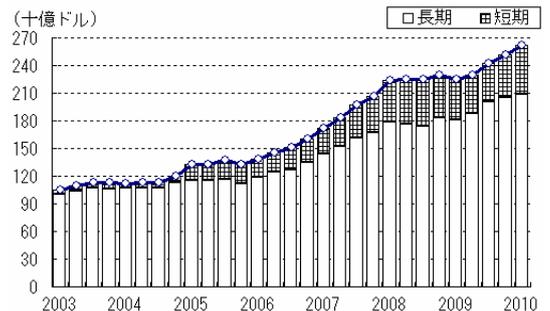
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図15 中央政府の公的債務残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図17 対外債務残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《先行きは景気の減速が懸念されるが、短期の調整に留まる見込み。2010-11年度の成長率は据え置く》

- 4-6月期のGDP統計は、要素費用ベース及び市場価格ベースともに景気拡大が確認されたが、スローダウンの可能性が窺われた。先行きの同国経済については内需の堅調は期待されるものの、物価上昇の影響のほか、景気対策効果の剥落、金融引き締め効果などが下押し要因になることが予想される。また、同国経済は輸出依存度が低いものの、中国経済の減速がアジア経済に波及して輸出に悪影響を与えることが懸念される。結果、年後半に景気の減速感が高まると予想されるが、調整は短期で収束すると見込まれ、年明け以降は再

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。見直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。

び拡大基調が強まると見込まれる。同国政府は、2010-11年度の経済成長率を前年比+8.5%と前年度（同+7.4%）から加速するとみている。一方、当研究所では、先月の定例見直しで2010-11年度の成長率見通しを同+8.0%（改訂前は同+7.8%）としたが、4-6月期GDP統計を受けても据え置くこととする。

- 同国経済の力強さを反映して株式相場は堅調に推移しており、8月半ばには年初来高値を更新した（**図 18**）。一方、4-6月期のGDP統計を受け手、先行きの利上げ観測が高まっており、先行きの景気減速の可能性と相俟って、しばらくは一進一退の展開が予想される。
- 海外資金の流入はあるも、リスク回避姿勢の高まりもあり、足元の通貨ルピーは米ドル及びユーロに対して安値に振れている（**図 19**）。今後も、国際金融市場でのリスクマインドが急速に改善するとは期待し難く、ルピーの上昇余地は限定的であろう。また、幾つかのアジア諸国では投資家の債券志向の高まりを受けて長期金利が下落基調にあるが、同国では物価上昇や利上げ観測の高まりに加え、新発国債の発行が続いていることから金利の上昇に繋がっている（**図 20**）。

図 18 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 20 長期金利の推移(2年債利回り)



(出所) Bloomberg より第一生命経済研究所作成

図 19 為替相場の推移(対米ドル、ルピー)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以 上