

インド経済事情：景気に反転の兆し。金融引き締めを強化

～先行きについて、当面は現行水準での据え置きを示唆～

発表日：2010年11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）

- 2日、インド準備銀行は定例の金融政策レビューを開催し、政策金利であるレポ金利とリバースレポ金利をそれぞれ25bp引き上げ、6.25%、5.25%とした。同行は3月以降、断続的に金融引き締めを進めており、9月の前回会合では金利水準について「正常化に近付いた」との見方を示していた。しかし、前日発表した報告書では、これまでの利上げを評価しつつ、潜在的なインフレリスクは依然高いとして金融引き締めを示唆していた。今回卸売物価が再加速するなど物価上昇圧力の高まりに対応して追加利上げに踏み切ったが、先行きのインフレ率見通しは据え置いており、短期的には利上げ打ち止めとなる見方を示した。他方、不動産市場の急上昇を懸念して金融機関に対する貸出の厳格化を求める金融規制を行う方針を明らかにしている。
- これまでの金融引き締めや景気対策の一部終了にも拘らず、足元の個人消費は旺盛に推移しており、自動車など耐久消費財消費のほか、公共部門によるインフラ投資も堅調で、民間・公的部門ともに内需が景気をけん引している。また、同国経済は輸出依存度が比較的低いものの、ASEANや韓国とのFTAやCEPA発効を背景に新興国向けが輸出をけん引している。先月には日本とのEPAが締結されたが、一段とアジア経済との一体感が高まると期待される。なお、10月の製造業PMIは前月まで2ヶ月連続の悪化から好転しており、先行指標も改善していることから、これまで頭打ち感のみられた鉱工業生産も反転する可能性が高まっている。
- 旺盛な内需を背景に輸入も拡大しており、慢性的な貿易赤字により経常収支も赤字基調が続いている。しかし、これは海外資金の流入によってファイナンスされており、足元の外貨準備高は増加するなど対外信用力は向上している。また、財政面では昨年度は景気対策による歳出拡大で財政赤字のGDP比は▲7.0%まで拡大したが、今年度は税外収入などにより4-9月の赤字は昨年の3分の2に留まっており、補助金財政のスリム化などによりさらなる改善も期待される。中央政府と地方政府を併せた公的債務残高はGDP比7割に達するため、引き続き財政再建化は課題となろう。なお、海外からの借入規制により、対外債務は比較的低水準に抑えられている。
- 今後も緩やかな景気拡大は続く予想され、来年以降には再び加速することも考えられる。こうした景気の強さを反映して、主要株価指数は約2年半ぶりの水準に回復している。また、海外資金の流入でルピー高圧力が高まってきたが、当局の為替介入により過去1ヶ月は横ばい圏で推移している。しかし、当面は資金流入が続くと見込まれ、ルピー高基調は続くであろう。

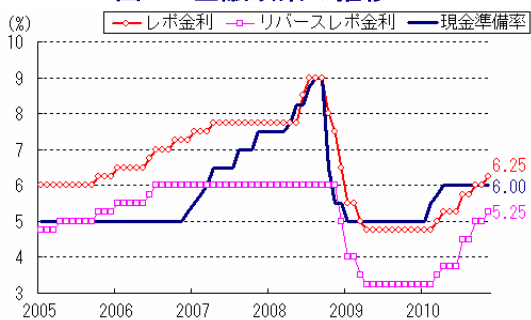
《物価上昇率は徐々に鈍化の兆しが出るも、依然高水準にあることを懸念して追加引き締め動く》

- 2日、インド準備銀行は定例の金融政策レビュー（決定会合）を開催し、政策金利であるレポ金利とリバースレポ金利をそれぞれ25bp引き上げ、6.25%と5.25%とする決定を行った（[図1](#)）。同行は今年3月以降、断続的な利上げにより金融引き締めを進めており、9月の前回会合では金融政策が「正常化に近付いている」とし、さらなる金融引き締めの必要性が低下しているとの認識を示していた。今年1月に前年同月比+16.22%に達した消費者物価（都市部工業労働者）は9月に同+9.82%まで減速し、物価上昇率は落ち着きつつあるが、9月の卸売物価は前年同月比+8.62%と前月（同+8.51%）から加速し、前月比も+0.57%と食料品価格や工業品価格の上昇を受けて上昇基調を強めており（[図2](#)）、物価上昇懸念を受けて、金融当局は引き締めをさらに進めた。他方、旺盛な国内資金需要を背景に資金需給はタイトな状況にあることから、当

局は流動性調整枠（LAF）を用いた資金供給を行っている。直近では先月 29 日と 31 日に 2 日間限定でレポ取引による資金供給を行っている状況にあることから、現金準備率は据え置かれた。

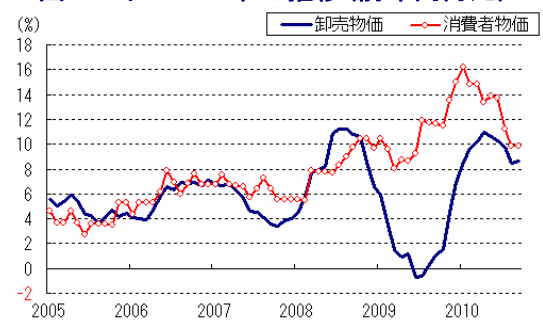
- 欧米先進国を中心とする金融緩和により国際金融市場は過剰流動性相場の様相を呈しており、今後も高成長が期待され、内外金利差が拡大している同国にも資金流入が続いている（**図 3**）。その結果、ルピー高圧力が高まっており（**図 4**）、輸出への悪影響を懸念して政府及び金融当局はルピー売り介入で安値誘導を図っており、これも市中の資金供給量の拡大をもたらしている。さらに、今年の雨季（モンスーン）は例年並みの雨量を確保しているが、食生活の変化などを通じて構造的に食料品価格に上昇圧力が高まっている。また、同国への外国企業の進出は着実に進んでいるが（**図 5**）、インフラ不足を背景に工業団地など投資環境整備の進んだ土地に不動産を取得する動きが高まっており、地価の上昇圧力に繋がっている。
- インド準備銀行は金融政策レビューに先立って 7-9 月期のマクロ経済及び金融政策に関する報告書を発表しており、その中でこれまでの金融引き締めは成長を腰折れさせることなく物価上昇圧力の緩和に資する動きがみられると評価している。その上で、足元の物価上昇については食料品以外のインフレ率に鈍化の兆しが出ているものの、依然として中期トレンドを上回っており、全体的に物価上昇圧力が燻っていることから、金融引き締め余地があるとの認識を示していた。なお、当局は先行きの物価上昇率を今年度末（来年 3 月末）時点で 5.5%（旧系列で 6.0%）と 7 月時点から変えておらず、短期的には今回の利上げが最後となる見方を示した。その上で、金融機関に対して足元の不動産市況の上昇を鑑み、住宅ローンに対するリスクウェイト引き上げなど金融規制強化に乗り出す方針を明らかにしている。

図 1 金融政策の推移



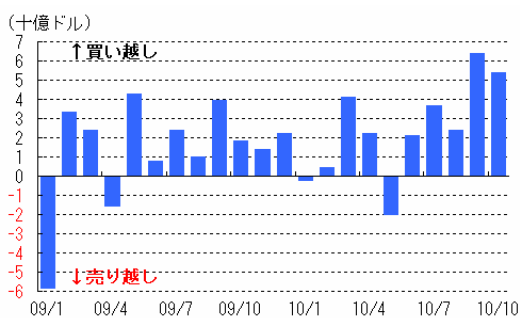
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 2 インフレ率の推移(前年同月比)



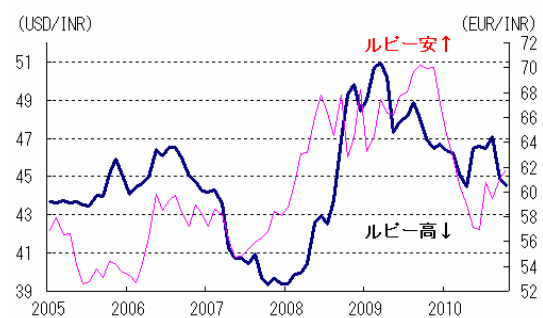
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 3 外国人投資家の株式売買動向の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 4 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5 海外直接投資流入額の推移

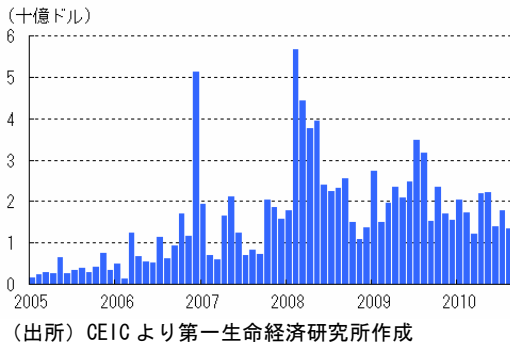


図6 ベースマネーの推移



《堅調な内需とアジア経済の拡大に支えられ、生産動向に好転の兆しもみられる》

- これまでの金融引き締めにも拘らず個人消費は依然として力強く推移している。特に、4月から景気対策として行われてきた減税が一部終了したため、消費への悪影響が懸念されていたが、9月の自動車販売台数（二輪車及び三輪車を含む）は、史上初めて150万台を突破している。四輪車のみでも9月は過去最高を記録し（[図7](#)）、二輪車も増加基調が続いている。また、インフラ産業の動向を示すインフラ指数は公共投資が下支えして底堅さが続くなど（[図8](#)）、民間及び公共部門ともに内需をけん引している。
- 一方、リーマン・ショック直後は輸出の約2割を占める欧州向けを中心に輸出が急速に減少したが、昨年以降は中国をはじめとするアジア向けのほか、中東諸国向けにも回復感が出ている。結果、欧米先進国向けの比率は低下しているが、足元の輸出額は史上最高に近付いている（[図9](#)）。これは1月のASEANとのFTA、韓国とのCEPA発効などにより輸出環境が改善していることも後押ししている。なお、先月日本ともEPAが正式に締結され、来年にも発効される見通しである。先月末の東アジアサミットなど様々な国際会議では「ASEAN+6」など、ASEANを軸に経済圏構築に関する議論が活発化しているが、同国もASEANとのFTAを通じて自由貿易圏を形成していくことが期待される。また、これらの国・地域の間では投資協定も締結されており、製造業誘致による工業化を図っている同国にとっては、投資活性化が経済成長の押し上げ要因となろう。
- 1日に発表された10月の製造業PMIは57.2と、前月（55.1）まで2ヶ月連続の減少から上昇に転じた（[図10](#)）。過去2ヶ月は生産に下押し圧力が掛かり、先行指標である新規受注や輸出向け新規受注の悪化により、先行きの生産も減速すると予想されていたが、10月は生産や新規受注が急速に回復しており、これは旺盛な内需が下支えしている。なお、足元の鉱工業生産はこれまでの急拡大の反動で頭打ち感が出ていたものの（[図11](#)）、好転が期待されよう。他方、国際的な資源価格の高止まりで投入価格が上昇し、これはルビ一高とともに企業収益の圧迫要因になることが懸念されている。

図7 四輪車販売台数の推移

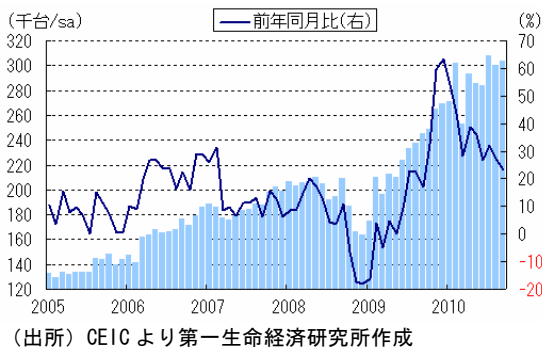


図8 インフラ産業指数の推移

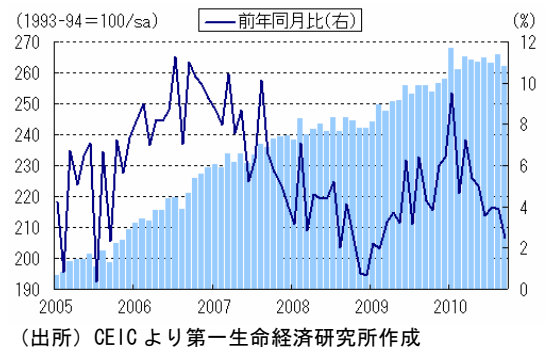
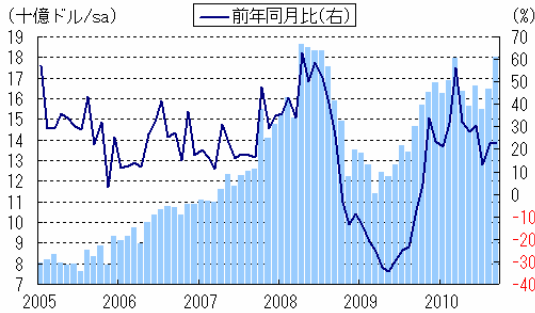
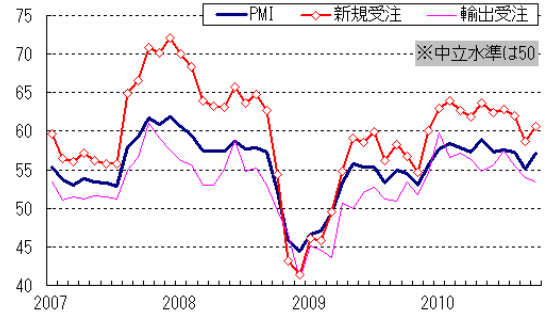


図9 輸出額の推移



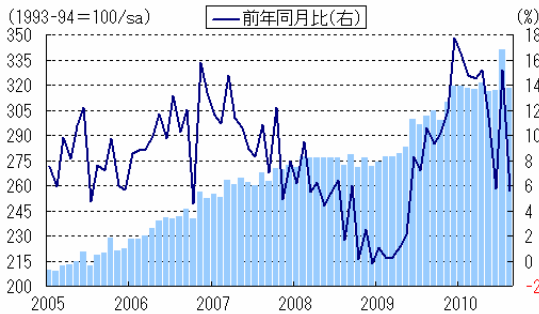
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 製造業 PMI の推移



(出所) Markit より第一生命経済研究所作成

図11 鉱工業生産の推移

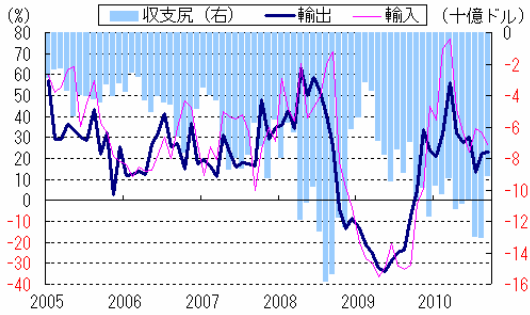


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《海外資金の流入が続き外貨準備は積み上がる。財政健全化への取り組みが今後の課題》

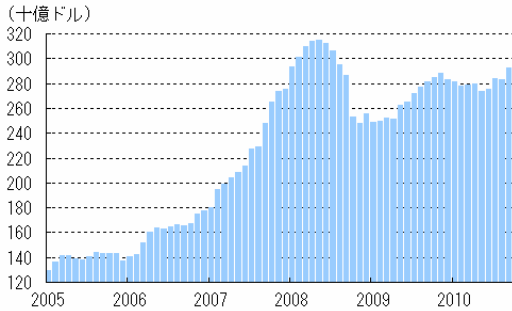
- 9月は輸出が大幅に増加した一方、輸入が減少したために貿易赤字は縮小しているものの(図12)、慢性的な赤字体質は変わっていない。足元では原油など国際商品市況が高止まりしており、原油消費量の約7割を輸入に依存する同国にとって厳しい状況が続いている。また、世界経済の回復により在外インド人からの送金額は回復しているものの、大幅な貿易赤字で経常収支の赤字幅は拡大している(図13)。しかし、これは海外資金の流入によってファイナンスされており、為替介入によるドル買いオペもあり、9月末時点における外貨準備高は2929億ドルまで拡大している(図14)。先行きも国際金融市場の過剰流動性相場を背景に外貨準備の増加が続くであろう。
- 昨年度は景気対策による歳出拡大が影響し、財政赤字がGDP比▲7.0%に及ぶなど財政状況は大幅に悪化した。今年度は3G携帯電話の免許料売却収入のほか、国営企業の株式売却益などによる税外収入もあり、4～9月実績の財政赤字は昨年度の3分の2程度に圧縮されている(図15)。さらに、燃料補助金など補助金財政のスリム化などにも着手するなど歳出合理化も進められており、通年の財政赤字は目標とするGDP比▲5.5%は困難ながら大きく圧縮しよう。他方、6月末時点における中央政府の公的債務はGDP比56.4%と新興国平均をやや上回る程度だが、地方政府を含めると同7割程度にまで拡大し、さらに債務残高が増加していることから、財政健全化は喫緊の課題である。なお、同国の財政赤字の大半は国内債務であり、民間部門では対外借入が制限されてきたため、対外債務残高は6月末時点で2731億ドルに留まり(図16)、対外的には債権国となっている。
- 同国が今後も高い経済成長を遂げるためには、外資企業の誘致による工業化が不可欠である。同国経済は依然として農林漁業のGDP比が17.1%と高く、製造業は同15.9%に留まっており、インフラ不足が外資系企業進出の妨げになってきた。政府は官民連携(PPP)を通じたインフラ投資を積極化しており、今後は海外資金の流入が促される見通しだが、海外からの借入に対する規制は続く見込まれる。

図12 輸出入の推移(前年比)



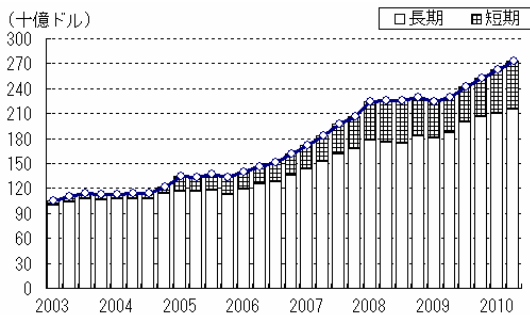
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図14 外貨準備高の推移



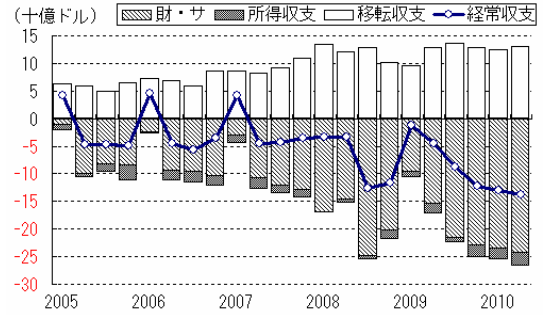
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図16 対外債務残高の推移



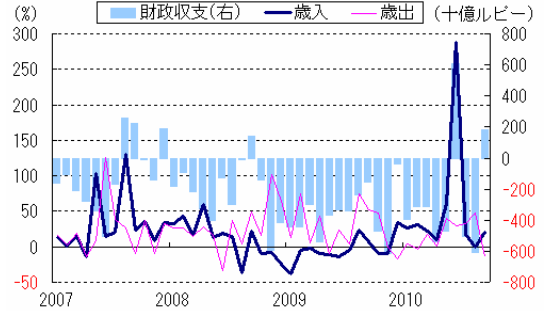
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

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 財政収支動向の推移(前年比)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《堅調な景気を背景に、今後も海外資金の流入が続くことで株式やルピーは強含む可能性が高い》

- 今年(2010年)はモンスーン(雨季)の雨量が例年並みで堅調な農業生産が期待され、堅調な内需をけん引役に景気拡大は続いている。さらに輸出も景気の下支え役となっており、足元では10月の製造業PMIが好転していることから、先行きの同国経済は引き続き拡大基調が続くと予想される。
- 同国経済の力強さを反映して外国人投資家による資金流入が続いており、9月後半にSENSEX株価指数は2008年1月以来の20000台を回復した(図17)。その後は上値の重たい展開が続いているものの、景気の底堅さで再び上値を探ることも予想される。他方、海外資金の流入によるルピー高に対して、金融当局は輸出産業への悪影響を懸念してルピー売り介入を行っており、10月以降はほぼ横ばいで推移している(図18)。当局は度々資本流入規制の実施に言及するなどルピー高の進行に神経を尖らせているが、今後もルピー高圧力が掛かり易い展開が予想される。他方、これまでの利上げ実施のほか、新発国債の発行増加が影響し、長期金利は緩やかに上昇トレンドを歩んでいる(図19)。

図 17 株式相場の推移 (SENSEX 指数)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 19 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 18 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

以 上