



インド経済事情：旺盛な資金需要に柔軟な対応

～金融引き締め姿勢は堅持も、資金逼迫による景気失速を回避～

発表日：2010年12月17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）

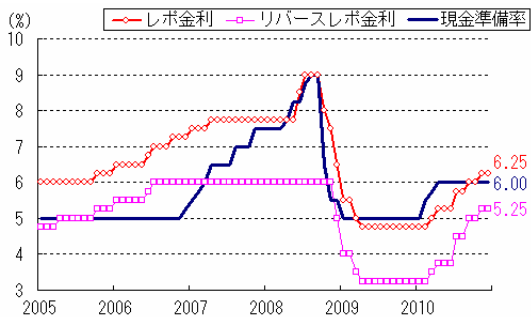
- 16日、インド準備銀行は定例の金融政策決定会合で政策金利と現金準備率を据え置いた。他方、旺盛な需要による資金需給の逼迫に対応し、法定流動性比率の1%引き下げと、公開市場操作による資金供給の実施を決定した。タイトな資金需給が景気減速をもたらす懸念に対応したと思われる。11月の物価上昇率は鈍化しているが、当局は、国際商品市況の高騰や内需の旺盛が今後の物価上昇圧力に繋がる可能性を懸念しており、来年以降も金融引き締めは緩やかに進められよう。
- 7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+15.5%と加速し、概ねすべての産業で生産は拡大した。年明け以降の金融引き締めにも拘らず、内需は旺盛に推移し、景気をけん引している。市中金利の上昇による景気への悪影響が懸念されてきたが、10月以降も生産は拡大しており、先行きも景気拡大は続くと思込まれる。当研究所は、2010-11年度の経済成長率見通しを前年比+8.7%に上方修正している。
- 海外直接投資は堅調だが、サービス業が中心で、政府が受け入れを積極化させている製造業はやや足取りが重い。投資誘致のためには、規制改革やインフラ投資のさらなる加速が不可欠である。一方、アジア経済との交易関係が深化しており、中長期的に同国経済を下支えしよう。

《資金需給の逼迫に対応して流動性供給を決定。物価上昇圧力は熾り、来年以降も金融引き締め姿勢は続く》

- 16日、インド準備銀行は定例の金融政策決定会合を開催し、政策金利（レポ金利、リバースレポ金利）、及び現金準備率を据え置いた（[図1](#)）。同行は、3月以降計6回の利上げを行い、金融引き締めを進めてきた。金融引き締めに舵を切った当初、当局は、金融市場から直接流動性を吸収すべく現金準備率を引き上げてきたが、5月に実施された第3世代（3G）携帯電話の営業免許売却により資金需要は急拡大したため、7月以降の金融引き締めでは、現金準備率は据え置かれてきた。さらに、先月の定例会合では、流動性調整枠（LAF）による資金供給を決定し、短期的にレポ取引による資金供給を行うなど資金需給の逼迫に対応してきた。
- 今回、当局は政策金利などを据え置いたが、18日より商業銀行に対して国債などによる運用を義務付けている法定流動性比率（SLR）を1%引き下げて24%とし、今後1ヶ月間に亘り公開市場操作を通じて総額4800億ルピーの資金供給を行う方針を明らかにした。これまでの流動性供給策にも拘らず、足元の資金需要は依然旺盛であるため、銀行間金利は大幅に上昇しており（[図2](#)）、利上げによる金融引き締め効果を越えた悪影響が懸念されてきた。当局は、資金需給の逼迫について、「足元の金融引き締めスタンスに合致するが、足元のタイトさは景気に悪影響を及ぼしかねない」とし、これによる景気失速懸念に対応した。他方、金融引き締めや金融市場での資金需給逼迫に加え、7月に銀行による大口貸出先への優遇金利提示が禁止されたことで市中金利が上昇しており、これによる景気への悪影響が懸念されてきた。これも当局が政策金利を据え置く要因となった。
- なお、11月の卸売物価は前年同月比+7.48%と今年最低水準となり（[図3](#)）、消費者物価上昇率もピークアウトしている。しかし、卸売物価は前月比+0.42%と前月（同+0.14%）から上昇。食料品以外でも上昇圧力が高まり、物価上昇圧力は熾っている。当局は会合後の声明の中で、先行きの物価について「国際商品市況の高騰は国内物価を押し上げるリスクがあり、今後は内需の旺盛と製造業の投入コスト上昇が国内物価の

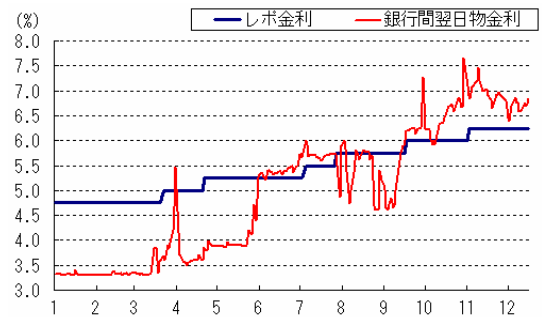
上昇圧力になる可能性がある」と指摘。また、14日には、国営石油公社がガソリン価格の引き上げを発表しており、先行きも金融引き締めスタンスは続けられよう。先月の決定会合では、当局はしばらく利上げを据え置く考えを示していたが、年明け以降再利上げが行われる可能性は小さくないと予想する。

図1 金融政策の推移



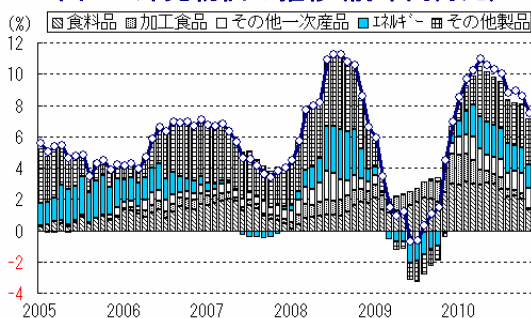
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 レポ金利と銀行間翌日物金利の推移



(出所) Bloomberg より第一生命経済研究所作成

図3 卸売物価の推移(前年同月比)

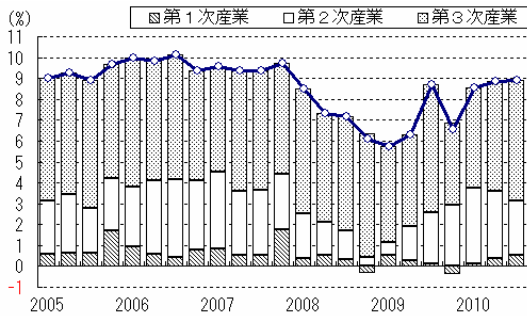


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《内需の旺盛により7-9月期の景気は加速。足元の動向も堅調さが確認され、高い経済成長が続く見通し》

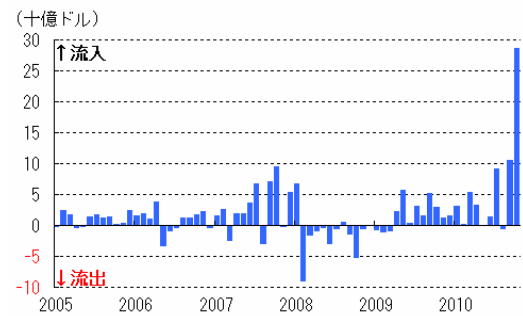
- 7-9月期の実質GDP成長率(要素費用ベース)は、前年同期比+8.9%と前期と同じ伸びとなった(図4)。なお、当研究所が試算した季節調整値では、前期比年率+15.5%と前期(同+9.1%)から加速し、内需の旺盛をけん引役に高い経済成長が続いた。今年は、モンスーン(雨季)の雨量が例年並みとなり、農業生産も前期比プラスで堅調に推移し、国民の6割を占める農業従事者の所得増加で内需が拡大。これを背景に製造業の生産拡大も続いた。さらに、世界的なカネ余りによる海外からの資金流入で金融取引なども活発化した(図5)。また、同国への来訪者数の増加で(図6)、観光業などサービス業全般でも拡大が続くなど、概ね全産業で拡大した。
- 市場価格ベースでも前年同期比+10.6%と前期(同+10.3%)から伸びが拡大し、前期比年率も+10.4%と前期(同+4.6%)から大きく加速し、景気的好調が確認された。年明け以降の金融引き締めにも拘らず自動車販売などは底堅く(図7)、需要期である秋口の祭礼期の消費は例年以上に堅調であった。さらに、政府の歳出拡大も景気を下支えし、海外直接投資も堅調に推移している(図8)。
- 他方、公共投資の押し上げ効果の一巡や海外経済の減速により、生産の頭打ちが懸念されてきたが、インフラ投資の旺盛でインフラ関連資材の生産は堅調に推移し(図9)、10月の鉱工業生産も増加基調が続いている(図10)。さらに、製造業・サービス業ともに景況感は9月を底に2ヶ月連続で改善し(図11)、特に先行指数で大幅な改善がみられ、先行きも生産拡大は続くと期待される。政府は、7-9月期のGDP成長率が力強く推移したため、2010-11年度の経済成長率見通しを前年比+8.5~8.75%と当初見通し(同+8.5%)から上方修正。当研究所も同+8.7%に上方修正した(修正前は同+8.0%)。なお、2011-12年度は同+8.6%、2012-13年度は同+8.8%と、向こう数年に亘り高い経済成長が続くと予想する。

図4 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



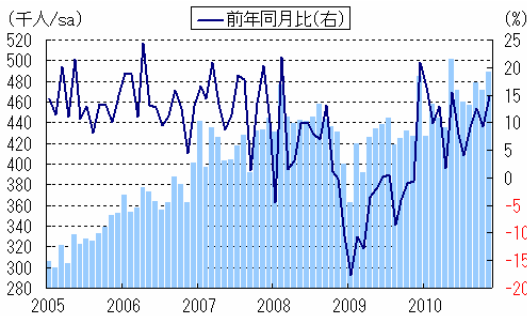
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 海外証券投資の流出入動向の推移



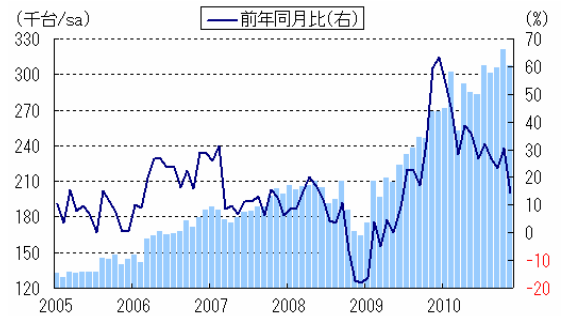
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 来訪者数の推移



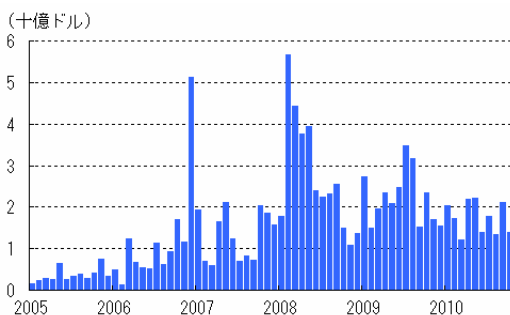
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 四輪車販売台数の推移



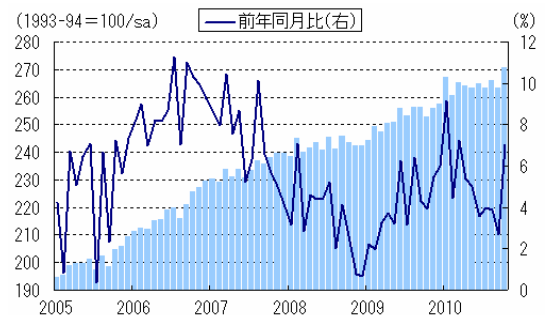
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 海外直接投資流入額の推移



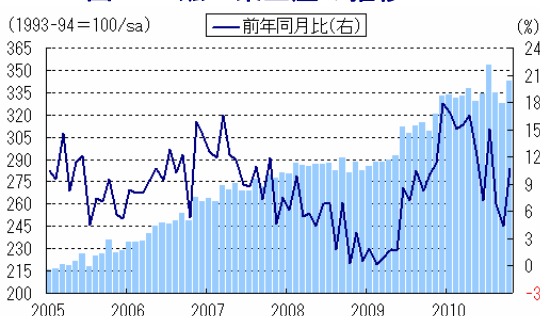
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 インフラ関連財指数の推移



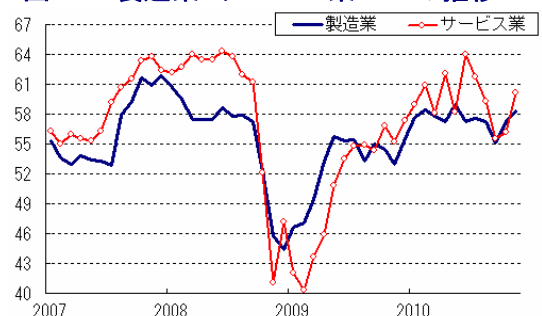
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 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11 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

《製造業誘致による経済成長には、構造改革などが不可欠。アジアとの交易関係深化は景気を下支えしよう》

- 海外直接投資は堅調な流入が続いているが、金融やアウトソーシング関連のサービス、通信、不動産関連などサービス産業が全体の約3分の1を占めており、政府が受け入れの積極化を図る製造業について十分な成果を得られていない。期待されていた規制改革については、秋の国会では議論が進展せず、来年以降に持ち越された。インフラ投資については来年度以降も相当規模の公共投資が継続される見通しだが、雇用面などで波及効果の大きい製造業の誘致にはさらなる努力が必要であり、PPP（官民連携）の活用や、SEZ

(経済特区) 制度の弾力運用など、取り組むべき課題は多い。なお、今年はASEANとのFTAや韓国とのCEPA発効に加え、わが国とのEPAも締結されるなど、アジア経済と貿易関係の深化が進んでおり、中長期的に同国経済の下支え要因になろう。

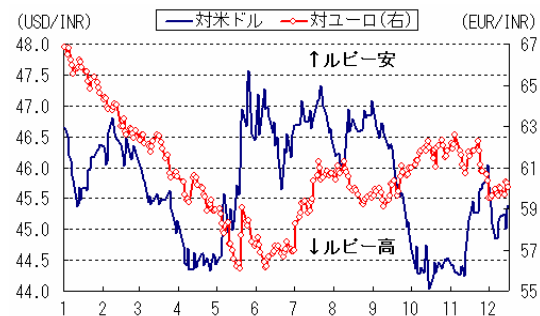
- 海外資金の流入圧力が強まり、主要株式指数であるSENSEXは、先月初めに史上最高値を更新する動きもみられたが、米国の追加量的緩和に関する材料の出尽くし感や、海外投資家のリスクマインドの悪化により、その後は調整した(図12)。足元では、景気の堅調が確認されたことで底堅い値動きが続く一方、先行きの利上げ観測は熾り、このところ相次いで発覚した企業不祥事によるガバナンス・リスクも嫌気され、上値は重い。為替相場についても、先月は海外投資家の資金流出により対米ドルでルピー安が進んだものの、足元では底堅く推移している(図13)。

図12 株式相場の推移(SENSEX)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図13 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