

インド経済事情：物価上昇懸念は燻るも、景気は底強い

～来年度も拡張型予算は継続、早期の財政健全化が求められる～

発表日：2011年3月2日（水）

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)

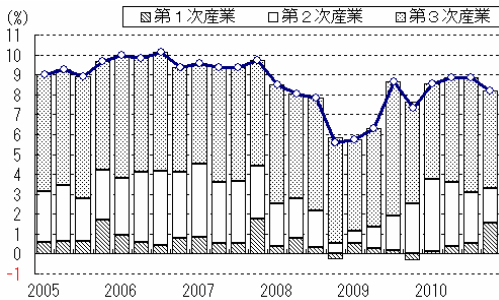
- 10-12月期の実質GDP成長率は前年比+8.2%と、前期（同+8.9%）から減速した。農林漁業やサービス業は好調な一方、物価上昇による内需の下押し懸念を反映した鉱業や製造業での調整が影響した。他方、個人消費は依然底強く推移し、海外経済の回復で外需も景気を下支えた。足元の景況感は製造業・サービス業ともに堅調であり、先行きの生産は底強い推移が見込まれる。
- 海外資金の流入による過剰流動性懸念や、国際商品市況の高騰による食料品やエネルギー価格の上昇により、物価の上昇圧力が高まっている。金融当局は昨年春以降、利上げを実施しているが、中東・北アフリカ情勢の悪化で原油価格が高騰しており、当面は金融引き締めが進められよう。他方、経常赤字の拡大で対外脆弱性が払拭できない中、対内投資の受入への取り組みは今後も課題となろう。
- 政府は、2011-12年度予算で歳出拡大を続ける一方、歳入増加で財政赤字のGDP比の圧縮を見込んでいるが、歳出入改革は遅れており、見通しの実現可能性は高くないと判断される。当研究所では10-12月期のGDP統計を受けて経済見通しの再改訂を実施しており、2010-11年度の経済成長率を前年比+8.4%に下方修正する一方（修正前は同+8.7%）、11-12年度は同+8.4%に据え置き、両年度ともに政府目標（10-11年度は同+8.6%、11-12年度は同+9.0%）の実現は難しいと予想する。

《足元では物価上昇による内需下押しで調整圧力は強まるも、昨年の経済成長率は前年比+8.6%に回復》

- インドの10-12月期の実質GDP成長率（要素費用ベース）は前年同期比+8.2%と、前期（同+8.9%）から伸びが鈍化した（[図1](#)）。当研究所が試算した季節調整値ベースの前期比年率ベースでも前期から大幅に減速し、足元の物価上昇や資金需給逼迫による景気の下押し圧力が影響した。産業別では、雨季（モンスーン）の雨量確保を背景に第1次産業で生産が拡大し、世界的なカネ余りによる海外資金の流入や、不動産や金融などサービス業の活発化なども景気を下支えた。他方、世界的な資源価格高騰にも拘らず鉱業部門の生産は低迷し、物価上昇による内需下押し懸念を受けて製造業に生産抑制の動きもあるなど、調整色が強まった。
- 他方、市場価格ベースでも前年同期比+9.8%と、前期（同+10.4%）から伸びは鈍化し、前期比年率でも減速感が強まった。昨年は四輪車の販売台数が初めて300万台を突破し（[図2](#)）、二輪車も1000万台を突破するなど耐久消費財需要は旺盛に推移してきた。さらに、株式相場の上昇による資産効果もあり、個人消費の押し上げ効果が期待されたが（[図3](#)）、食料品やエネルギーなど生活必需品を中心とする物価上昇により、国民の6割を占める農村居住者などの実質購買力の下押し圧力は大きく、個人消費の勢いは減殺された。さらに、物価対策の遅れから政権支持率が低下しており、政府の構造改革期待が後退したため、対内直接投資に頭打ちの兆候がみられ（[図4](#)）、景気対策によるインフラ投資も頭打ちしており（[図5](#)）、資本投資は2四半期連続で前期比マイナスとなった。一方、アジア経済の底打ちや、先進国景気の底堅さを反映して輸出は大幅に拡大し（[図6](#)）、純輸出の成長率寄与度は3四半期ぶりにプラスとなった。
- 内需の底堅さや外需の好調を背景に鉱工業生産は拡大が続いているが、足元では減速の兆しも出ている（[図7](#)）。一方、購買担当者景況感指数（PMI）によれば、アジアや欧州向け輸出の堅調を背景とする製造業、米国景気の底堅さに支えられたIT関連などのサービス業ともに改善しており、中立水準を上回っている（[図8](#)）。特に、PMIの先行指標である「新規受注」や「輸出向け新規受注」はともに堅調に推移しており、

先行きの生産は底堅いと見込まれる。なお、同国政府は予算年度ベースの経済成長率のみ公表しているが、昨年の暦年ベースの経済成長率（要素費用ベース）は前年比+8.6%と前年（同+7.0%）を上回り、市場価格ベースでは同+10.4%と二桁%成長となっている。

図1 実質 GDP 成長率(前年比)の推移



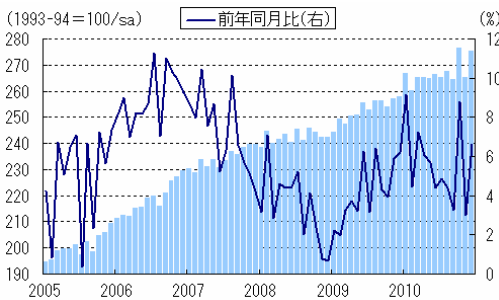
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 株式相場 (SENSEX) の推移



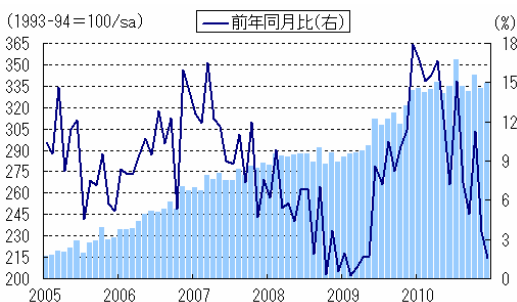
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 インフラ関連指数の推移



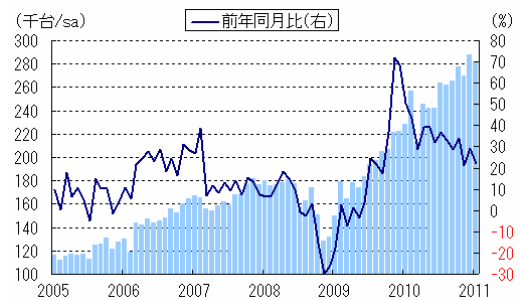
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 鉱工業生産の推移



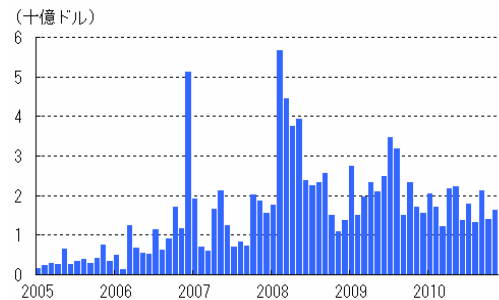
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 四輪車販売台数の推移



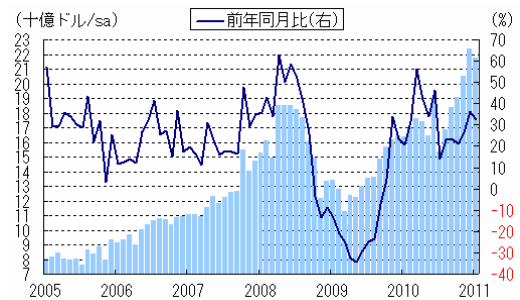
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 対内直接投資流入額の推移



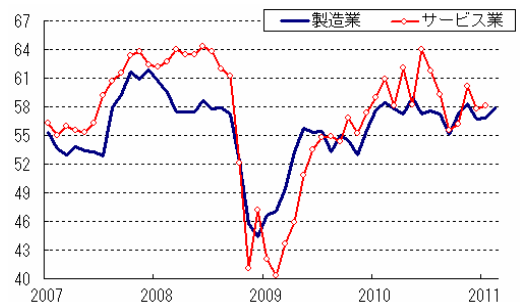
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 輸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所) Markit より第一生命経済研究所作成

《物価上昇要因は熾り、金融引き締め圧力は高まろう。対外収支の構造的強化への取り組みも求められる》

- 米国の追加的緩和（QE2）など先進国の金融緩和策により、昨年秋以降世界的なカネ余りが顕著になり、高い経済成長が期待される同国への資金流入圧力が強まった（[図9](#)）。結果、昨年半ば以降、マネーサプライの伸びは再び加速しており、金融市場では過剰流動性懸念が高まっている（[図10](#)）。さらに足元では国際

商品市況の高騰を背景に食料品やエネルギー価格が上昇しており、インフレ率は高止まりしている。1月の卸売物価は前年同月比+8.23%と、前月（同+8.43%）から伸びは鈍化した。前月比は+1.25%と前月（同+0.70%）から加速した（**図 11**）。原材料価格の高騰による工業製品への価格転嫁が進んでおり、さらに人件費の上昇を反映してサービス価格も上昇しており、しばらく物価は高止まりが続くと予想される。

- 金融当局は昨年春以降、利上げ実施を通じて金融引き締め姿勢を強めており、これまでレポ金利を 175bp、リバース・レポ金利を 225bp 引き上げてきた（**図 12**）。直近の 1 月末に開かれた定例の金融政策決定会合では、国内の需給要因により物価上昇圧力が残るため、先行きも漸進的な利上げを実施する可能性を示唆した。さらに、足元では中東・北アフリカ情勢の悪化による世界的な原油供給懸念から、原油価格のさらなる高進リスクが高まっている。今月 17 日に予定されている次回定例会合では、追加利上げの実施が予想される。他方、依然として資金需給は逼迫状態にあることから、前回会合では短期の資金供給による流動性供給策を 4 月初旬まで延長する方針を決定しており、過剰流動性懸念は当面残ると考えられる。
- 国内需要の強さを反映して輸入の伸びは輸出を上回り、貿易赤字の拡大により経常赤字は拡大している（**図 13**）。これは対外信用力を損なう要因であるが、海外資金の流入により外貨準備高は順調に積み上がっている（**図 14**）。他方、足元では中東・北アフリカ情勢の悪化で投資家のリスクマインドが急速に悪化し、海外からの証券資金流入額は細っている。政府は 2011-12 年度予算演説において、外国人投資家による国内投信への投資を認める方針を明らかにしたが、現時点でも登録枠を満たしておらず、これによる直接的効果は限定的であろう。他方、短期資金に依存した対外収支構造は、国際金融市場の変化に対する脆弱性を伴うため、対内直接投資など中長期資金の受入が求められる。対内直接投資は底堅いものの、インフラ不足や法制上の問題などを背景に許可申請数は頭打ちしつつあることから、今後もこの安定的導入策が課題となろう。

図 9 株式市場の海外投資家の売買動向

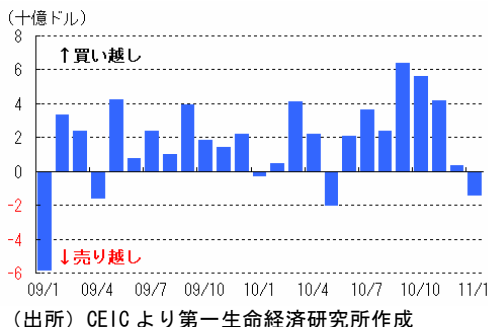


図 10 マネーサプライ(M3)の推移

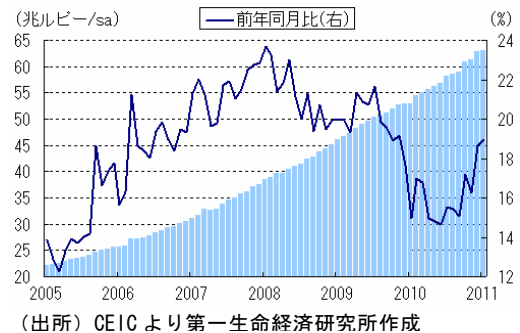


図 11 卸売物価(前年比)の推移

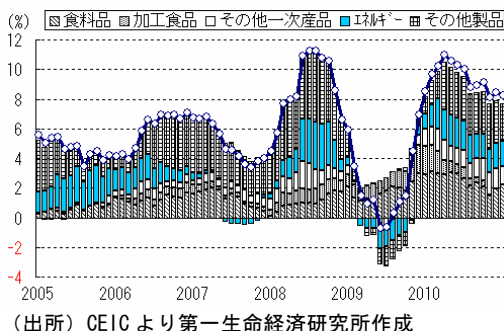


図 12 金融政策の推移

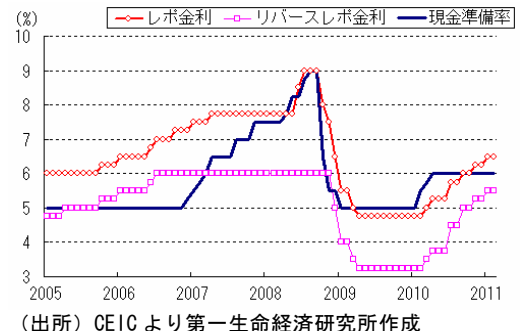


図13 経常収支の推移

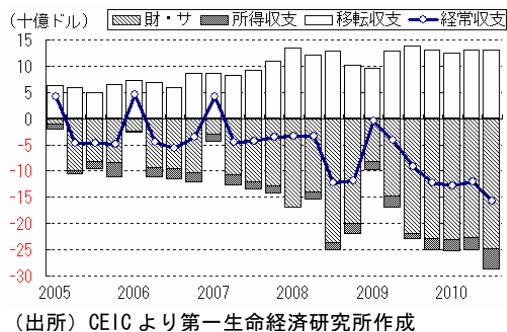
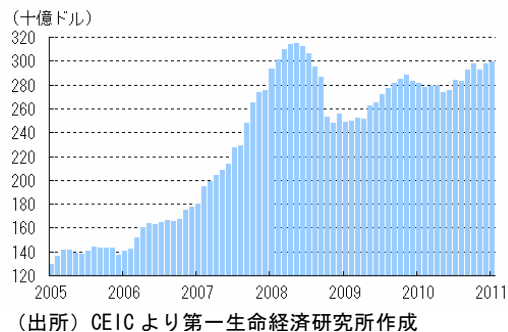


図14 外貨準備高の推移



《来年度予算発表。歳出拡大が続く一方、歳入見通しは甘く、財政再建の道のりは依然楽ではない》

- 政府は、4月からの2011-12年度予算案を発表した。歳出規模は前年度予算比+13.4%（実績見通し比+3.4%）の12.58兆ルピーとし、財政赤字は▲4.13兆ルピー（GDP比▲4.6%）と今年度見通し（同▲5.1%）から圧縮する見通しを示した（[図15](#)）。経常歳出は前年度実績見通し比+4.1%の10.97兆ルピーで、インフラ投資の促進や地方政府への補助金増額を盛り込む一方、補助金圧縮や公的サービスの削減を図っているが、商品市況高騰で補助金の圧縮が難しい上、財政委員会による勧告（国営企業改革）も反映されなかった。また、公的債務残高の増加懸念が高まる中（[図16](#)）、金融危機後棚上げされてきた「財政責任予算管理法」が再構築されるべきであったが、早期の具現化が求められる。歳入面ではGST導入や直接税法の施行が野党BJPの反対で遅れているため、税制改革の行方は不透明であるが、実効税率や課税ベースの変更なしに税収の大幅増加は見込みにくい。さらに、来年度の名目成長率は同+14%としつつ、実質GDP成長率を前年比+9.0%と意欲的な見通しとしているが、これはインフレ率（消費者物価）が通年で5%程度に抑えられることを前提としているが、足元の消費者物価は前年比二桁%近傍にあることから、これの実現可能性は高くない。今年度は、景気回復による歳入の上振れが歳出増加を上回ることによって財政赤字の圧縮が見込まれるが、来年度について見通しの達成は容易でないと予想される。
- 当研究所では先月、経済見通しの改訂を実施したが、10-12月期のGDP成長率が当社予想を下回ったことを受けて、再見直しを行った。結果、2010-11年度の経済成長率は前年比+8.5%に下方修正し（修正前は同+8.7%）、政府見通し（同+8.6%）を下回ると予想する。さらに、2011-12年度については同+8.4%に据え置き、2012-13年度には同+8.9%と景気は再び加速すると予想する（[図17](#)）。
- 昨年後半、主要株価指数のSENSEXは大幅に上昇したが、年明け以降は金融引き締めが意識されており、欧州の債務問題や足元の中東・北アフリカ情勢悪化による投資家のリスクマインド悪化も反映して、株価は調整している（[図18](#)）。現状はQE2の実施前の水準まで下げており、底打ち感も窺えるが、国際商品市況の高騰が物価上昇を通じて内需の下押し圧力となる懸念から、先行きも金融引き締めが意識されよう。さらに、第2世代携帯電話の電波オークションを巡って不正問題が発覚するなど、再びコンプライアンス上の問題が発生しており、これも株価の上値を押さえる可能性がある。他方、先進国の景気回復によるIT関連の業績改善期待は、株価を下支えすると期待される。海外資金の流入により、昨年後半はルピー高圧力が強まったものの、年明け以降は海外投資家のリスクマインドの悪化を受けて資金流入圧力は弱まり、ルピー安に転じている（[図19](#)）。また、昨年半ば以降は利上げ期待を受けて長期金利は上昇が続いており（[図20](#)）、今後も上昇基調は続く予想される。

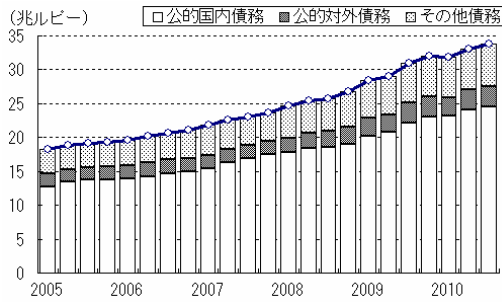
図 15 2010-11 年度実績見通し及び 2011-12 年度予算の内訳

(単位:十億ルピー)

	10-11年度見込	11-12年度予算		10-11年度見込	11-12年度予算
歳入	8,156	8,449	歳出	12,166	12,577
税収	7,869	9,324	非計画支出	8,216	8,162
法人税	2,964	3,600	経常支出	7,267	7,336
所得税	1,491	1,720	資本支出	948	826
関税	1,318	1,517	計画支出	3,950	4,415
物品税	1,378	1,641	経常支出	3,269	3,636
サービス税	694	820	資本支出	681	779
その他の税	25	26			
税外収入	2,519	1,805			
地方政府分控除	2,232	2,680	財政赤字	-4,010	-4,128

(出所) 2011-12 年度予算書より第一生命経済研究所作成

図 16 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 18 株式相場 (SENSEX) の推移



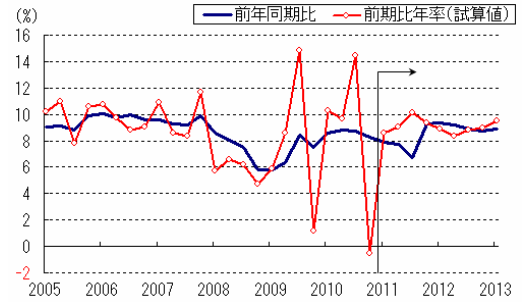
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 20 長期金利 (2 年債利回り) の推移



(出所) Bloomberg より第一生命経済研究所作成

図 17 実質 GDP 成長率の実績と見通しの推移



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所作成

図 19 為替相場 (対米ドル、ユーロ) の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上