

インド経済事情：物価と金融引き締めの影響はこれから

～足元の内需は堅調だが、先行きの下押しは避けられない見通し～

発表日：2011年6月1日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

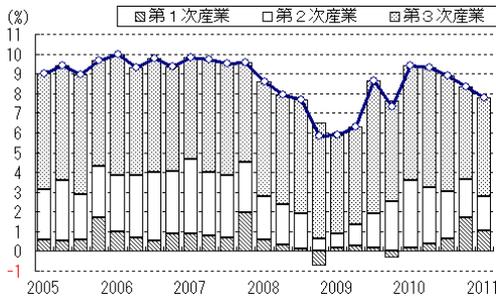
- 1-3月期の実質GDP成長率は前年比+7.8%と前期(同+8.3%)から減速。2010-11年度の経済成長率も前年比+8.5%となり、政府見通しを下回った。しかし、当研究所が試算した前期比年率では2四半期ぶりに二桁%となり、特に個人消費の底堅さは確認された。内・外需の堅調を背景に足元の生産は拡大しているが、今後はインフレと金融引き締めが景気の重石になると予想される。
- 商品市況の高騰や過剰流動性を背景に物価上昇圧力は高まっており、金融当局は金融引き締めを強化している。当局は先月の定例会合で予想以上の金融引き締めに踏み切り、インフレ対策を政策の主軸に据える方針を鮮明にしている。他方、資金需給逼迫にも対応しており、ソフト・ランディングへの意欲を覗かせる。インフレの高止まりを背景に、当研究所では先月、インフレ見通しを上方修正している。
- 内需の旺盛を背景に輸入も増加しており、慢性的な経常赤字を抱えるなど、対外収支の構造に弱さを抱えている。投資超過を海外資金で賄う状況も続いているが、足元では外貨準備高が過去最高水準に並ぶなど、対外信用力は向上している。今後も経常赤字の拡大が見込まれ、海外資金の流入が細る懸念もあることから、引き続き対外収支構造の強化は課題となろう。
- 政府は今年度予算で財政健全化を打ち出しているが、税収減や補助金圧縮の見直しを余儀なくされ、財政赤字は昨年度見通し(GDP比▲5.1%)を上回る可能性もあろう。当研究所は1-3月期実績の発表を踏まえて経済予測の再度見直しを行っており、2011-12年度の経済成長率を前年比+7.4%に(前回は同+7.9%)、2012-13年度を同+8.6%に(同+8.4%)それぞれ修正する。

《1-3月期の成長率は前年比+7.8%に減速するも消費は底堅い。インフレと金融引き締めの影響はこれから》

- 1-3月期の実質GDP成長率(要素費用ベース)は前年同期比+7.8%と、前期(同+8.3%)から減速した(図1)。2010-11年度の経済成長率も前年比+8.5%となり、事前の政府見通し(同+8.6%)を下回った。一方、当研究所が試算した1-3月期の季節調整値ベースの前期比年率は+10.0%と2四半期ぶりに二桁%成長となり、大きく落ち込んだ前期の反動が出た。市場価格ベースでも前年同期比は+7.7%と前期(同+9.2%)から減速したが、前期比年率では十二桁%と堅調。鉄鉱石などの輸出抑制により鉱業部門の生産は落ち込み、年明け以降は海外資金の流入が細り、金融サービス部門の伸び率も鈍化した。堅調な内需を背景に製造業の生産は拡大しており、公共投資の促進を追い風に建設部門も底堅い。景気対策終了直前の駆け込み需要による個人消費の加速や、これを反映した輸入拡大も確認された。
- 減税などの景気対策により、昨年度の四輪車販売台数は300万台を突破し(図2)、二輪車の販売台数も1100万台を上回るなど、耐久消費財需要が押し上げられた。減税は3月末で終了しており、足元ではインフレや利上げなどによる消費への悪影響が懸念されているが、4月の販売台数は四輪車・二輪車ともに底堅く、消費は依然力強い。一方、昨年度予算による公共投資促進は資本投資を押し上げてきたが(図3)、今年度予算では資本支出が昨年度実績を下回ることから、先行きは鈍化が見込まれよう。また海外資金の流入は内需の押し上げに寄与してきたが、足元ではインフレと金融引き締めを嫌気して流入が細っており、これも内需の下押し要因となろう。
- ASEANとのFTA発効などにより同国はアジア経済との結び付きを強めており、資源価格高騰による中東・アフリカ経済の堅調や先進国の緩やかな景気回復も相俟って輸出は増加しており、3月の輸出額は単月

ベースで過去最高となっている（[図4](#)）。結果、一時頭打ち懸念が高まっていた鉱工業生産は、好調な内・外需を背景に伸びが加速している（[図5](#)）。なお、昨年合意したわが国とのEPA（経済連携協定）は未発効であり、他のアジア諸国などに比べて東日本大震災による部材供給網寸断による直接的影響も限定的に留まろう。今後も、インフレや金融引き締めによる景気への悪影響は懸念されるが、製造業・サービス業ともに景況感が高水準で推移していることから（[図6](#)）、当面の生産は底堅さが続こう。さらに、今年のモンスーン（雨季）は十分な雨量で始まっており、農業生産の堅調も期待されよう。

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 インフラ財の生産・出荷動向の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 輸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 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6 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

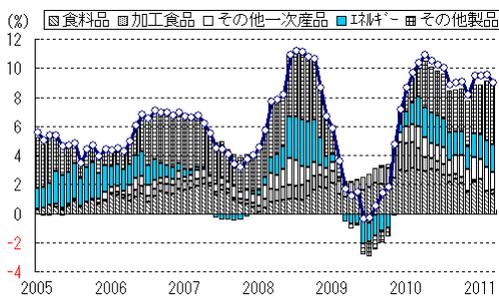
《物価上昇要因は燻っており、金融当局はさらに金融引き締めを強める可能性がある》

- 国際商品市況の高騰を背景に、食料品やエネルギーなど生活必需品を中心に物価上昇が顕著となっているが、4月の卸売物価も前年同月比+8.66%と高水準で推移しており（[図7](#)）、前月比でも+1.35%上昇している。エネルギー価格の上昇は工業製品などの物価上昇圧力にも及んでおり、インフレの裾野は広がっている。また、海外資金の流入などによる資金供給量の加速など物価の上昇要因は燻っており（[図8](#)）、物価上昇率にはピークアウトの兆候もみられるが、今後も高水準での推移が見込まれる。
- 金融当局は昨年春以降、漸進的な利上げを通じて金融引き締めを進めており、これまでレポ金利を250bp、リバースレポ金利を300bp引き上げてきた。先月3日の定例会合では、市場予想を上回る50bpの利上げを決定しており（[図9](#)）、委員会後の会見では「短期的な景気を犠牲にしても、中長期的に持続的な経済成長を達

成するためには、インフレ対策は不可欠」との考えを示すなど、インフレ対策に重点を置く姿勢を鮮明にしている。なお、定例会合直前に開催された諮問委員会（4月27日）の議事録では、委員（6人）の過半数は25bpの利上げを主張していたが、当局はより強力なインフレ対策が必要との認識であったと判断される。また、過剰流動性懸念の一方で資金需給が逼迫している状況に対応して、当局は金融機関に直接的に短期資金を融通するスタンディング・ファシリティ（貸付）の導入を決定しており、インフレ問題における「ソフト・ランディング」を図っている。しかし、今後もインフレ率は当局目標を大きく上回って推移する可能性は高く、国際金融市場では同国がインフレ対策で「後手を踏む」リスクが懸念されているため、今後も金融引き締めを強化する可能性はあろう。

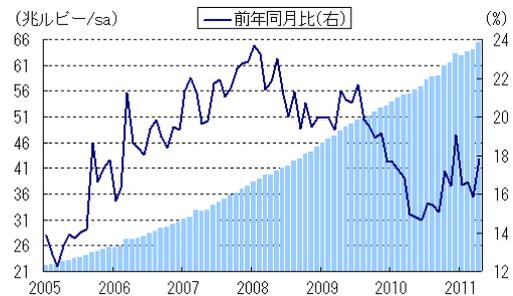
- 当研究所では今月、定例の短期経済予測の改定を行った。同国のインフレ率については、足元の物価上昇が顕著であるため、年半ばにはピークアウトすると見込まれ、さらに金融当局は一層のインフレ抑制策を打ち出すであろうが、今年通年のインフレ率の見通しを前年比+7.8%と、2月時点から+1.3p上方修正している。他方、来年については同+5.9%として、前回見通しから▲0.3p下方修正している。

図7 卸売物価(前年比)の推移



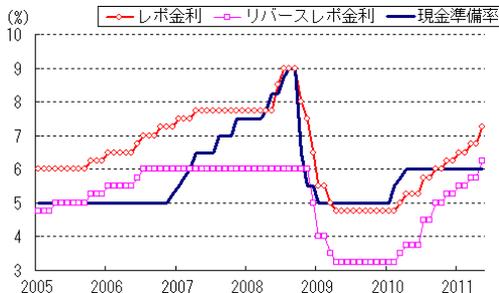
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 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9 金融政策の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

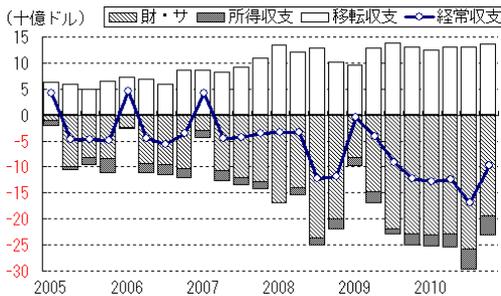
《対外収支構造に課題はあるも信用力は強い。過度に海外資金に依存しない収支構造への強化が課題》

- アジア経済の拡大を背景に輸出額が増加しているにも拘らず、内需の旺盛により輸入はより増加しているため、貿易赤字の拡大によって経常赤字も拡大しており、対外収支の構造は依然脆弱である（図10）。同国は投資超過であるものの、これを海外資金によって賄っており、近年は対内直接投資による工業化で裾野の広い経済成長を果たしてきた。直接投資流入額は2008-09年度をピークに徐々に減少しているが、消費市場の拡大を見込んで堅調な流入が続いている（図11）。足元では構造改革期待の後退が対内直接投資の承認額に影響を与えているが、今年度からリミテッド・ライアビリティ・パートナーシップ（LLP）に対する直接投資が許可されたほか、外資企業による合弁や技術協力に対する事前承認も撤廃されたことから、今後も堅調な流入が期待されよう。
- 同国は海外からの証券投資など短期資金の受入に対して制約的な姿勢を採ってきたが、世界金融危機後の規制緩和もあって流入額は増加しており、過剰流動性を生む一因となっている（図12）。短期資金の流入は株

価上昇などによる資産効果を通じて個人消費などの押し上げに寄与しており、ルピー高は輸入物価の抑制を通じて物価上昇圧力を緩和するが、政府は急激なルピー高による輸出への悪影響を懸念して為替介入を行っており、これが過剰流動性をもたらしている。この結果、対外収支構造の脆弱さにも拘らず外貨準備高は積み上がっており、4月末時点では3135億ドルと2008年半ばの過去最高額にほぼ並んでおり（図13）、対外信用力が問題とされる状況にはない。

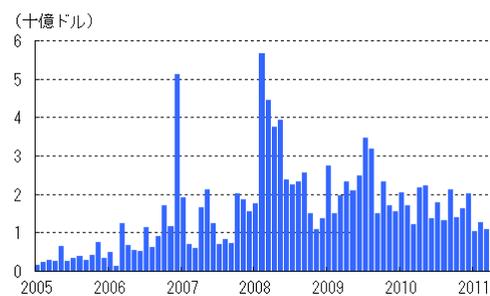
- 先行きについても、輸出増加は期待されるが、同国はエネルギー資源の大半を輸入に依存しており、これらの価格高騰もあることから、慢性的な貿易赤字は続こう。さらに、先進国の金融緩和はしばらく続けられようが、今後は資金流入の勢いが鈍る可能性もあり、引き続き収支構造の強化は同国の課題となろう。

図10 経常収支の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図11 対内直接投資流入額の推移



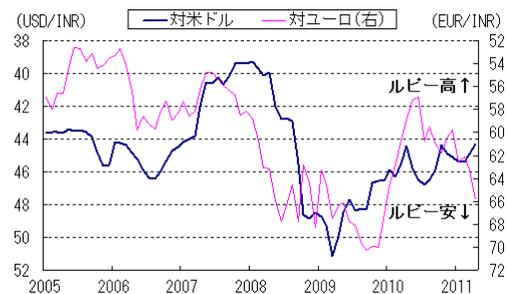
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図12 証券投資流出入額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図13 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

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

《当研究所は2011-12年度の経済成長率を再度下方修正。財政健全化も後ろ倒しになる見通し》

- 政府は今年度予算において、財政健全化の道筋をつけるべく補助金や行政サービスの見直しによる歳出削減を打ち出しており、燃料補助金については前年比▲12.5%の圧縮を謳っている。しかし、足元の原油市況は予算前提を大きく上回っており、また物価上昇などによる政権支持率の低下で、政治課題であったディーゼル油や調理用燃料などの値上げは見送られており、歳出改革が進まない可能性が高まっている。当初予算では、2011-12年度の財政赤字をGDP比▲4.6%と見込んでいるが、前提となる2011-12年度の経済成長率は前年比+8.75~9.25%と高水準であることから税収の減少も避けられず、財政赤字は昨年度見通し（GDP

比▲5.1%)を上回る可能性もあろう。

- 当研究所では先月に短期経済予測を改定したものの、その後に発表された1-3月期のGDP成長率が当研究所の事前予想(前年比+8.0%)を下回ったことから、再度見直しを行った。結果、2011-12年度の経済成長率は前年比+7.5%に下方修正し(修正前は同+7.9%)、2012-13年度については同+8.6%に上方修正する(修正前は同+8.4%)。なお、暦年ベースの経済成長率は2011年については前年比+7.3%に下方修正し(修正前は同+7.7%)、2012年は同+8.6%に上方修正する(修正前は同+8.5%)(図15)。
- 主要株価指数のSENSEXは、インフレや金融引き締めによる景気減速懸念が強まっているほか、足元では欧州債務問題などによる投資家のリスクマインド悪化もあり、調整している(図16)。こうした動きはルピーの対米ドル相場でも共通しており、4月上旬を境に調整圧力が強まっている(図17)。金融当局はインフレ抑制を政策の軸に据える姿勢を鮮明にしていることから、当面の株価や通貨は下押し圧力が掛かり易い状況が続くと見込まれる。

図15 実質GDP成長率の実績と見通し



(出所) CEIC、見通しは第一生命経済研究所作成

図16 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17 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