

景気は減速も、インドの内需の底堅さは確認される

～物価抑制のため、追加利上げに動く可能性は高い～

発表日：2011年9月1日(木)

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)

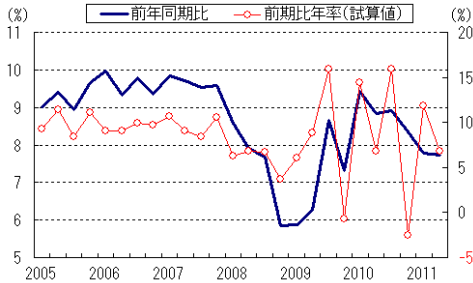
- 物価や金利の上昇による景気減速が懸念されてきたインドだが、足下では内需の底堅さが確認された。4-6月期の実質GDP成長率は前年比+7.7%と、前期(同+7.8%)からわずかな鈍化に留まった。前期比年率も減速しているが、内需は堅調な一方で外需寄与度の縮小が景気の減速要因となった。先行きの不透明感は否めないが、景気が急速に腰折れする可能性は低いと見込まれる。
- 商品市況の高騰に加えて、需要の強さが物価上昇要因となっており、インフレ率は年明け以降高止まりしている。金融当局は、中期的な成長確保のために短期的には物価抑制を重視するとしており、足下の内需の底堅さは追加利上げに踏み切る要因となろう。雨季の雨量が例年を下回るなど物価上昇要因が燦る中、補助金による物価抑制は財政負担を増やす可能性もあり、政府には慎重な対応が求められる。
- 4-6月期実績を受けて、当研究所は今年度の経済成長率の見通しを先月予測から+0.1p上方修正し、前年比+7.7%とする。政府は今年度の経済成長率目標を依然前年比+8.2%としているが、その達成は難しいとみている。なお、来年度について当研究所は前年比+8.4%に加速するとみている。

《景気は減速するも底堅さは確認される。先行きは不透明な外部環境が懸念されよう》

- 物価や金利の上昇によりインドの景気減速が懸念されてきたが、足下ではけん引役である内需の底堅さが確認された。4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.7%となり、前期(同+7.8%)からわずかな伸びの鈍化に留まった。当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率は+6.8%と前期(同+11.9%)から減速しており、物価や金利の上昇、世界経済の減速などの影響を受けた(図1)。分野別では、モンスーン(雨季)の雨量が例年に比べて約1割少なかったことから農林漁業が大きく落ち込んでおり、製造業や建設業でも減速がみられた。一方、金融取引の活発化や、対内直接投資の順調な流入などにより(図2)、サービス業は堅調に推移している。
- 市場価格ベースの実質GDP成長率は前年同期比+8.5%と前期(同+7.7%)から伸びは加速したが、当研究所が試算した前期比年率は+4.2%と前期(同+12.1%)から急減速している。やはり、物価や金利の上昇のほか、景気対策による減税の終了などが個人消費の下押し要因となっており、四輪車販売の頭打ちなど(図3)耐久財需要にも陰りがみられる。一方、足下では金融市場におけるリスク懸念の高まりを背景に国際的に金価格が上昇しているが、その要因として同国における根強い金需要が指摘されるように、宝飾品などの需要は依然旺盛である。政府の公共支出の前倒しにより、インフラ関連財の生産も緩やかに拡大しており(図4)、活発な政府消費は景気を下支えしている。さらに、金利高にも拘らず対内直接投資は不動産投資を活発化させており、資本投資も堅調である。一方、同国はアジアや中東・アフリカ向けの拡大などで輸出は堅調に推移してきたが、足下ではこれらの地域でも景気は減速しつつあり、輸出に頭打ち感がみられる(図5)。さらに、底堅い内需を背景に輸入は堅調に推移しており、外需の寄与度は低下している。
- 年明け以降、内需の下押し懸念や世界経済の減速を背景に、鉱工業生産は頭打ちしてきたが(図6)、6月は3ヶ月ぶりに反転するなど底打ちの兆しもみられる。しかし、足下のPMI(購買担当者景況感指数)は下落傾向が強まっており、製造業においては先行指数である「新規受注」や「輸出向け新規受注」が低迷していることから、先行きの生産は再び減速するリスクもある。一方、サービス業においては世界的な効率化投資を背景に先行指標に底打ちの動きがみられる。足下では製造業・サービス業ともに景況感の分かれ目と

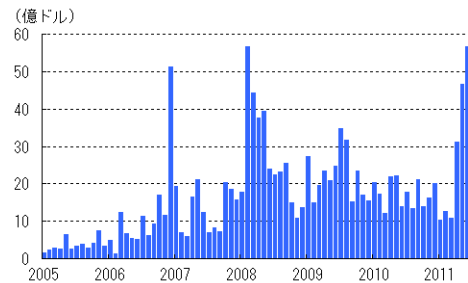
なる 50 を上回る水準で推移しており（[図 7](#)）、直ちに生産が腰折れする可能性は低い。ただし、国民の約 6 割が従事する農業の生産低迷は、物価や金利の上昇による実質購買力の低下と相俟って個人消費を下押しする可能性がある。さらに、世界的な金融市場の混乱で海外資金の動向は不透明になっており、短期的には資金流出が景気を下押しする可能性もあろう。

図 1 実質 GDP 成長率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 2 対内直接投資流入額の推移



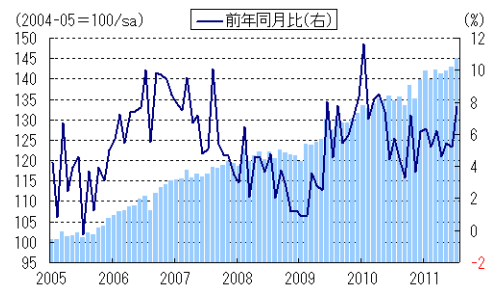
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 3 四輪車販売台数の推移



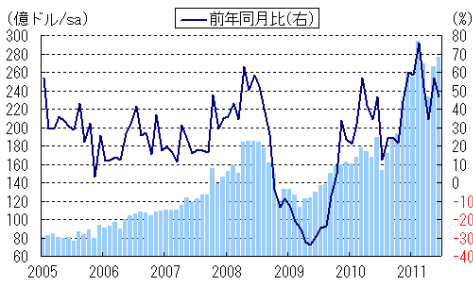
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 4 インフラ関連財の生産動向の推移



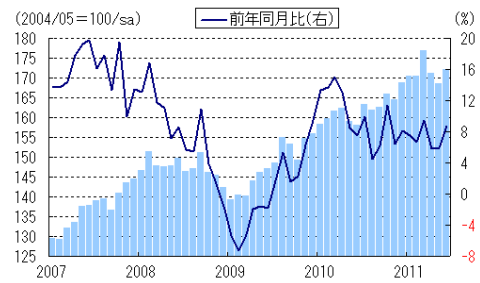
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 5 輸出額の推移



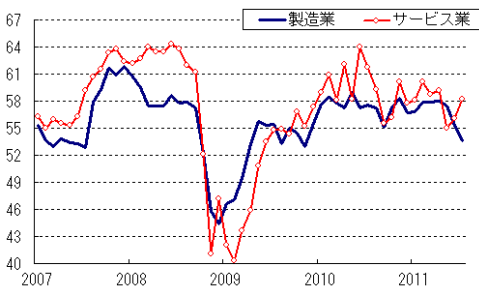
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

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

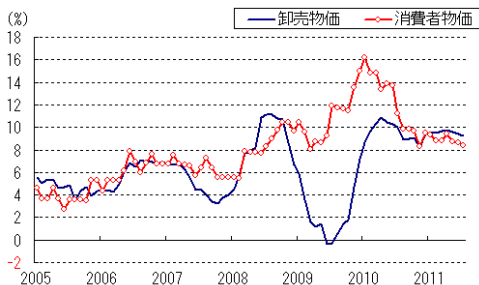
《需要の底堅さを背景に物価上昇率は高止まりしており、次回の定例会合では再利上げが行われよう》

- 国際商品市況の高騰による世界的な物価上昇が懸念される中、同国においてもインフレ率は高止まりしている。7月の卸売物価は前年同月比+9.22%と年明け以降は常に9%を上回り、消費者物価も8%を上回る状況が続いている（[図 8](#)）。食料品やエネルギー価格が依然上昇しているほか、足下では価格転嫁の浸透により工業製品の価格も上昇しており、雇用・所得環境の改善を背景にサービス物価にも上昇圧力が高まってい

る。インフレと度重なる利上げを嫌気して海外からの短期資金の流入は縮小しており（**図9**）、マネーサプライの伸びも鈍化しつつあるものの、依然緩やかに拡大している（**図10**）。物価や金利の上昇にも拘らず内需が底堅い状況が続いていることから、物価上昇圧力は依然熾っている。

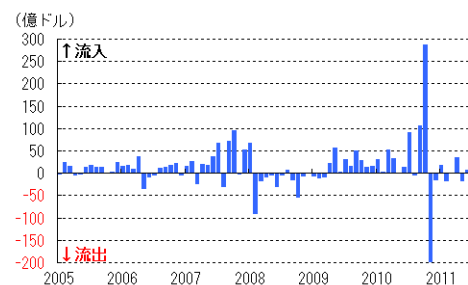
- 金融当局は昨年春以降金融引き締めを進めており、これまでレポ金利とリバースレポ金利をそれぞれ 325bp、375bp 引き上げてきた（**図11**）。7月末に開催された直近の金融政策委員会においては、物価や金利の上昇により徐々に景気は減速しつつあるが、需要の強さにより大幅な物価上昇が続いていることから利上げ幅を拡大させた。当局は、中期的な潜在成長率を向上させるためには、現状は物価上昇を抑えることで金利水準を引き下げて投資を活発化させることが重要と認識している。4-6月期のGDP統計において内需の旺盛が確認されたことは、次回の定例委員会（16日実施）における再利上げの可能性を高めよう。一方、世界的な金融市場の混乱により、商品市況の軟化や海外資金の流出などによりインフレリスクが緩和する可能性も出てきていることから、次回の利上げ後はしばらく様子見となる可能性もあろう。
- 今年のモンスーンの雨量は例年に比べて少なかったことから、穀物を中心に食料品の供給不足による物価上昇が懸念されており、インフレ率は高止まりしよう。足下では世界経済の二番底懸念を背景に先進国でさらなる金融緩和を求める動きもみられるが、これは世界的なカネ余りをさらに深刻にする。仮に金融市場が落ち着きを取り戻せば、余剰資金は再び高いリターンを求めて新興国の資本市場や商品市場に流入する可能性があり、消費支出に占める生活必需品の割合が高い同国の物価上昇圧力を高めよう。政府は今年度予算において財政赤字をGDP比▲4.6%（昨年度実績は同▲4.7%）に抑える方針であるが、足下の景気減速を背景に歳入は落ち込んでおり、4-7月時点の財政赤字は昨年度を大きく上回る（**図12**）。さらに、今年度予算では補助金などの歳出削減が予定されているが、物価抑制の観点から補助金削減が先延ばしされるようであれば、財政状況は予想以上に悪化する可能性もある。足下の金融市場では財政の健全性が特に中止されていることから、同国においても慎重な財政運営を図る必要があり、今後は難しい対応を迫られよう。

図8 インフレ指標の推移



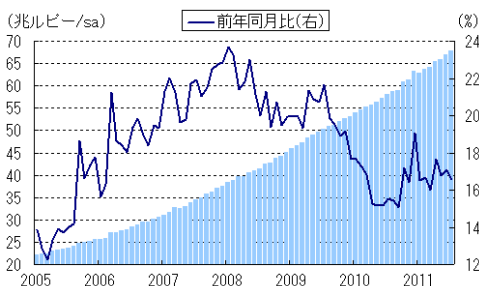
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 海外証券投資の流出入動向の推移



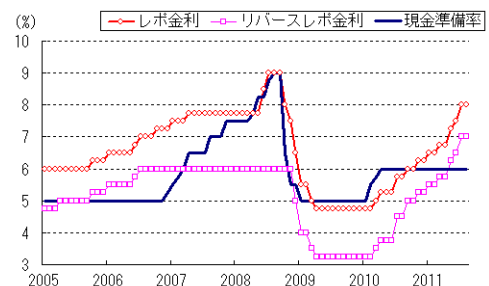
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 マネーサプライ (M3) の推移



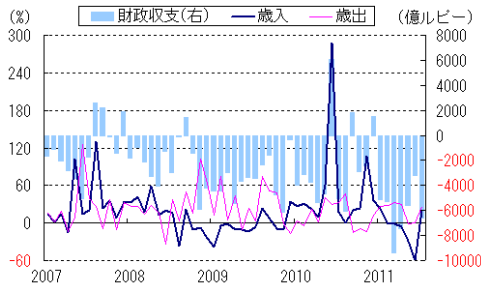
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図11 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 財政収支の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《足下の景気の底堅さを反映して今年度の成長率見通しを上方修正するも、政府の目標達成は困難であろう》

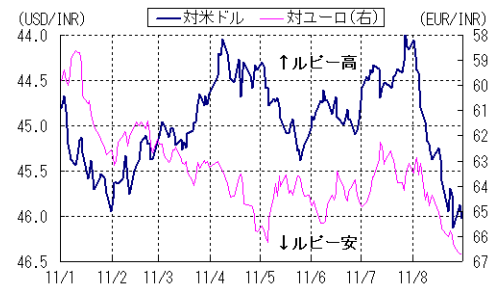
- 政府は足下の景気減速懸念の高まりにも拘らず、今年度の経済成長率目標を同+8.2%と高水準に据え置いている。一方、金融当局は5月に今年度の経済見通しは同+8.0%程度に留まると下方修正している。当研究所では先月、定例の経済予測を発表しており、足下の物価や金利の上昇により内需に下押し圧力が掛かる一方、近年のFTA（自由貿易協定）などによる対外開放策やアジア経済の底堅さを背景に輸出は底堅く推移すると見込まれることから、2011-12年度の経済成長率を前年比+7.6%、2012-13年度については同+8.4%とした。しかし、4-6月期のGDP統計が見通しを上回ったことなどを勘案し、2011-12年度については同+7.7%に+0.1p上方修正する。ただし、これまでの見通しと同様、政府や金融当局の成長率目標を達成することは難しいとみている。なお、来年度については引き続き同+8.4%に加速するとみている。
- 主要株価指数であるSENSEXは、インフレ率の高止まりや金融引き締めによる景気減速懸念が高まっていることから上値の重い展開が続いてきたが、さらに欧米の財政問題や米国価格下げによる投資家のリスクマインドの悪化を受けて大きく調整している(図)。内需の底堅さは確認されたものの、これはむしろ追加的な金融引き締め観測を強めると予想され、インフレ率の高止まりも見込まれることから、今後も上値の重い展開が続くであろう。なお、こうした動きは通貨ルピーの対米ドル相場にも共通した動きとなっており、先月より境に急速に調整している(図)。金融当局は、物価抑制や中長期的な潜在成長率の向上を政策の中心に据える姿勢をみせており、金融市場の混乱も相俟って当面は株価や通貨には下押し圧力の掛かりやすい状況が続くと見込まれる。

図 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 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