



インドの金融引き締め局面は小休止を迎えよう

～インフレ率は高止まりしているが、世界経済の減速が懸念される～

発表日：2011年9月17日(土)

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)

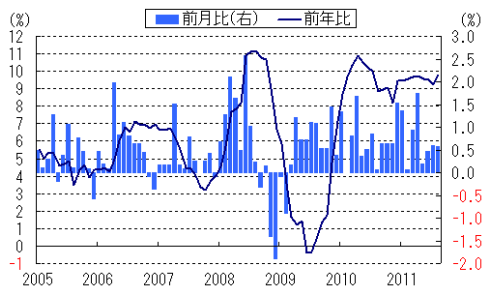
- 8月のインフレ率は前年比+9.78%に加速しており、物価上昇は依然収まらない。価格転嫁の浸透やサービス価格の上昇でコア物価も加速。物価や金利の上昇にも拘らず資金需要は旺盛であり、物価上昇要因は燦々している。金融当局は16日の定例会合で今年6度目の利上げを決定したが、前回から利上げ幅を縮小させた。物価上昇は懸念されるものの、当局は先行きの景気減速を見込んでおり、しばらくは現行の金利水準で様子見を図る可能性が高まっている。
- 4-6月期の実質GDP成長率は前年比+7.7%とわずかに減速。内需は底堅いものの、世界経済の減速による外需鈍化などが下押し要因となった。各種先行指標においても内需は堅調な一方、外需は大きく落ち込む可能性が示唆されている。近年の経済成長をけん引してきたサービス業でも景況感は急速に悪化。製造業、サービス業ともに腰折れする懸念は小さいものの、減速感が高まろう。
- 貿易赤字の拡大によって慢性的な経常赤字は拡大が見込まれる。しかし、海外資金の流入などによって足下の外貨準備は過去最高となっている。外貨流動性不足に陥る可能性は小さいが、同国の金融市場における欧州系金融機関の存在感は小さく、欧州問題が金融危機に波及すれば短期的な悪影響は免れないであろう。

《世界経済減速による懸念はあるものの、物価上昇は収まらず、金融当局は追加利上げに動く》

- インドの物価上昇が収まらない。8月の卸売物価は前年同月比+9.78%と、前月（同+9.22%）から加速している（[図1](#)）。前月比も+0.58%と前月（同+0.59%）並みの上昇が続いており、食料品価格の上昇は鈍化したものの、価格転嫁の動きが広がっており、雇用改善によるサービス価格の上昇などで物価上昇の範囲は拡大している。金融当局は昨年春以降、金融引き締めを進めてきたが、過剰流動性懸念や資金需要の強さなど物価上昇圧力は燦々している。
- 16日、インド準備銀行は定例の金融政策委員会（第2四半期期中金融政策レビュー）を開催し、年明け以降6度目の利上げを実施。今回はレポ金利とリバースレポ金利を25bp引き上げ、それぞれ8.25%、7.25%とし（[図2](#)）、追加的な短期資金供給スキームであるスタンディング・ファシリティー（MSF）金利も25bp引き上げて9.25%とした。前回会合では物価抑制のため利上げ幅を50bpとして踏み込んだ引き締めを行ったが、世界経済の減速による悪影響などを鑑みて従来の利上げ幅に戻した。ただし、足下のインフレ率は当局にとって「心地よい」水準を上回っており、先行きもインフレの持続が見込まれるほか、モンスーン（雨季）の雨量減少によって食料品価格の高止まりも懸念され、追加引き締めが必要と判断した。
- 金融当局は先行きの景気減速を見込んでおり、さらに金融市場の混乱により海外資金は流出に転じていることから、しばらくは現行の金利水準で様子見を図る可能性は高い。ただし、足下のルピー安は輸入物価の上昇により物価を押し上げる可能性がある。また、世界的なカネ余りの長期化は避けられず、仮に金融市場の混乱が早期に収拾すれば資金が商品市場や新興国に回帰して物価を押し上げる可能性もある。消費支出に占める生活必需品に対する割合が高い同国にとり、これらの物価上昇は実質購買力を大きく押し下げる。政府は今年度予算においてエネルギー補助金などの廃止により財政赤字の圧縮を図る計画だが、物価動向によっては補助金廃止が先延ばしされる可能性もある。景気減速により歳入の伸びが大きく鈍化する一方、歳出は増加基調にあり、7月末時点では昨年度に比べて財政赤字幅は拡大している（[図3](#)）。金融市場は財政の健

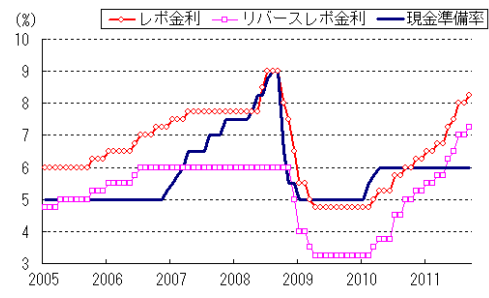
全性に注視しており、物価動向に配慮しつつ慎重な財政運営が求められている。

図1 卸売物価の推移



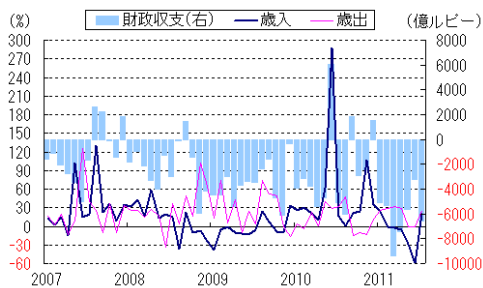
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 金融政策の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 財政収支(前年比)の推移

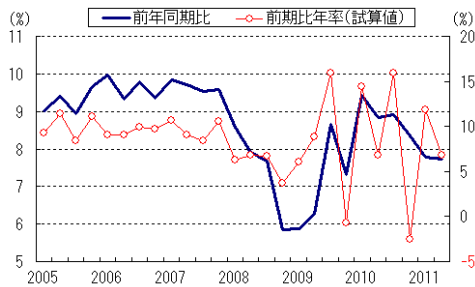


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《内需は依然堅調。しかし、外需の下押しによって先行きの景気には減速感が高まろう》

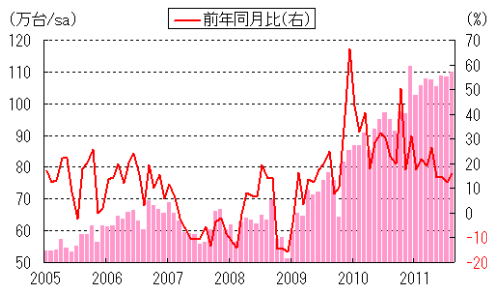
- 先月発表された4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.7%と、前期(同+7.8%)からわずかに減速した。また、当研究所が試算した季節調整値ベースの前期比年率は、前期の駆け込み需要で大きく加速した反動で大きく減速(図4)。分野別では、モンスーン(雨季)の雨量が例年を下回ったことで農林漁業が落ち込み、公共投資の駆け込み需要の反動減は建設業にとって下押し圧力となった。さらに、世界経済の減速や内需の鈍化で製造業にも生産調整圧力が高まった。一方、活発な金融取引や対内直接投資の流入などもあり(図5)、サービス業は堅調に推移している。
- 金利や物価の上昇、景気対策の終了などにより足下の四輪車販売台数は頭打ちしているが、二輪車販売台数は前年比二桁%の伸びが続いており(図6)、宝飾品など高額品需要も旺盛である。政府による公共支出の前倒しや設備投資によりセメントや鉄鋼製品などインフラ関連財の生産も順調に推移している(図7)。輸出については原油市況の恩恵を受けた中東・アフリカ向けのほか、FTA発効などによるASEAN向けの拡大などが押し上げてきたが、足下では世界経済の減速に伴い減速している。一方、堅調な内需により輸入は底堅く推移しており(図8)、これは成長率の下押し要因となった。
- 春先以降、世界経済の減速や同国経済の先行き不透明などを背景に鉱工業生産は頭打ちしている。7月は前年同月比+3.3%と約2年ぶりの低い伸びとなり(図9)、底堅い内需を反映して消費財関連は堅調なもの、資本財や中間財の減速感が強い。8月の製造業PMI(購買担当者景況感)は4ヶ月連続で下落して約2年半ぶりの低水準となり(図10)、先行指数のうち「新規受注」は底堅いものの、「輸出向け新規受注」は中立水準の50を大きく下回っている。これまで同国の経済成長をけん引してきたサービス業も、8月は2年2ヶ月ぶりの低水準となった。製造業、サービス業ともに50を上回っていることから、生産が直ちに腰折れする可能性は低いものの、しばらくは減速基調が続こう。

図4 実質 GDP 成長率の推移



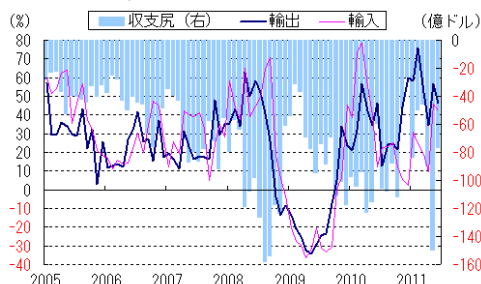
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 二輪車販売台数の推移



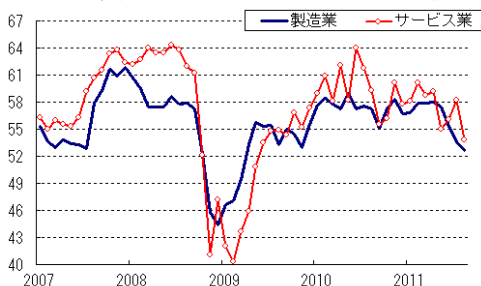
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 輸出入(前年比)の推移



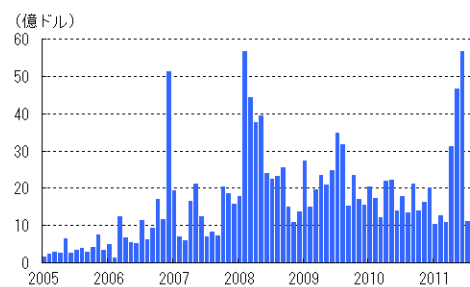
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 製造業・サービス業 PMI の推移



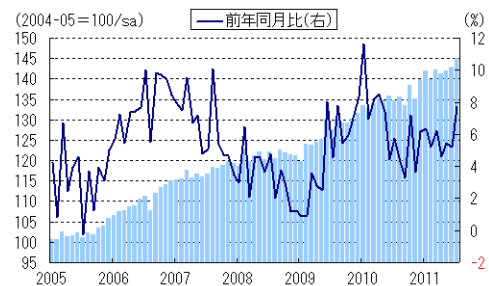
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 対内直接投資流入額の推移



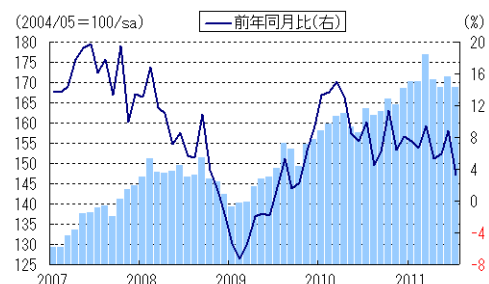
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 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9 鉱工業生産の推移



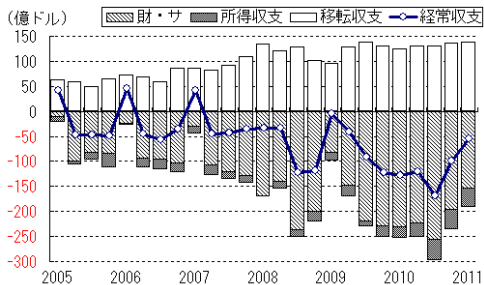
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《同国は十分な外貨流動性を持つが、欧州問題が金融危機に波及すれば短期的な悪影響は免れない》

- 世界経済の減速により輸出が下押しされる一方、内需の底堅さや国際商品市況の高止まりによる輸入増で経常赤字の拡大が見込まれている（図 11）。同国経済は経常赤字を海外からの資金流入でファイナンスする構造的な弱さを抱えるが、海外資金の流入などにより外貨準備高は8月末時点で 3208 億ドルと過去最高に達している（図 12）。同国は対外商業借入に対して厳しい規制をかけてきたため対外債権国であり、近年は民間部門による対外借入は拡大しているものの、短期債務残高は3月末時点で 650 億ドルに留まる（図 13）。欧州問題の深刻化で金融不安に陥った場合でも、外貨流動性が不足する可能性は低い。しかし、同国の金融市場における欧州系金融機関の存在感は高く、短期的には資金流出圧力が高まる懸念はあろう。
- 主要株式指数のムンバイ 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のほか、

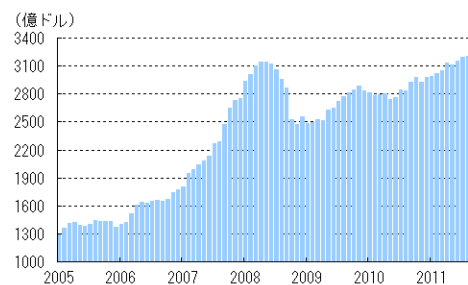
投資家のリスク許容度低下に伴い大きく調整している（図 14）。値ごろ感から底値を拾う動きはみられ、金融当局はしばらく現行の金利水準で様子見すると予想されるものの、物価上昇要因は燦っており、景気の減速懸念も払拭されないことから上値の重い展開が予想される。このような動きは通貨ルピーにおいても同様である（図 15）。しばらくは投資家心理の回復も見込めず、株価や通貨には下押し圧力の掛かり易い状況が続こう。

図 11 経常収支の推移



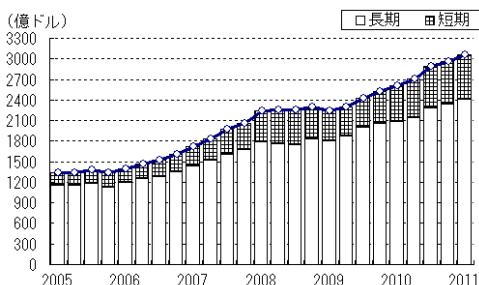
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 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 13 対外債務残高の推移



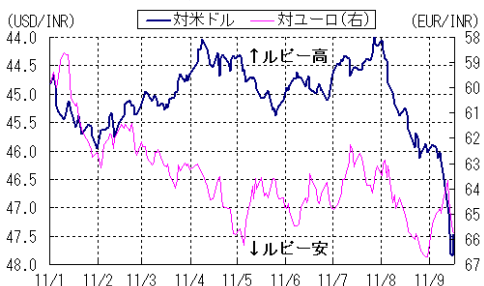
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図 14 株式相場 (ムンバイ SENSEX) の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図 15 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