



インドの景気減速感はさらに顕在化

～物価・金利高による内需鈍化で景気は一段と減速～

発表日：2011年12月5日(月)

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)

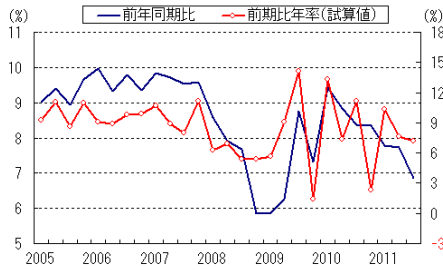
- 7-9月期の実質GDP成長率は前年比+6.9%と景気減速が顕著になっている。個人消費は依然底堅いものの資本投資は減速し、世界経済の減速で輸出も低迷しており、景気の重石となっている。分野別では取締り強化による鉱業部門の低迷や製造業の鈍化が鮮明である。景況感の悪化が続く中、物価や金利の高止まりもあり、しばらくは景気の減速感が続く予想される。
- 足下の物価は9%台後半で高止まりが続いている。金融当局は10月末の金融政策委員会において利上げ局面の終息を示唆したが、当面高止まりは避けられない。年明け以降はインフレ率が低下して金融緩和余地も生まれようが、構造的に物価上昇圧力が掛かり易い中、性急な利下げは再び物価を押し上げる可能性もあり、慎重な政策運営が望まれる。
- 足下では個人消費も減速感を強めており、国際金融市場の混乱による資金流出も景気に悪影響を与えよう。輸出環境悪化により経常収支は悪化し、財政赤字も大幅に拡大している。対外収支動向などから危機的状況に陥る可能性は低いであろうが、今後の政策運営に当たっては、国際金融市場の動向にも注意しつつ、財政健全化を念頭に入れた取り組みも求められよう。
- 当研究所では先月、定例の経済予測の改訂を実施したが、7-9月期実績の発表を反映して再見直しを実施。2011-12年度の経済成長率の予測は前年比+7.1%と前回(同+7.3%)から▲0.2p下方修正する。

《消費は底堅いが、先行き不透明を反映して投資は減速。景況感も悪化しており、厳しい状況は続こう》

- インドの景気の減速感が一段と顕著になっている。7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.9%となり、世界金融危機後の2009年4-6月期(同+6.3%)以来の低い伸びとなった(図1)。当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率はわずかな減速に留まったが、潜在成長率と推計される8%を下回る状況にある。分野別では、雨季(モンスーン)の雨量は例年を下回ったものの、穀物の収量は堅調であるなど農林漁業は底堅く、金融をはじめとするサービス業も拡大基調が続いた。しかし、違法操業取締り強化の影響などで鉱業が大きく落ち込んだほか、内・外需の鈍化などを反映して製造業も減速感を強めている。
- 同国では、昨年以降の国際商品市況の高騰や海外資金の流入による過剰流動性などで物価上昇圧力が高まる中、金融引き締めによる金利上昇も重なり、景気をけん引してきた個人消費への悪影響が懸念されてきた。世界金融危機後に打ち出された景気刺激策も昨年度末で終了したが、9月までは四輪車・二輪車販売台数は堅調であった(図2)。さらに、政府は今年度予算でも歳出拡大を図り、政府消費も内需を下支えしている。しかし、足下では世界経済の減速などを背景に対内直接投資は頭打ちしており(図3)、設備投資意欲の低下もあり、固定資本投資の減速は景気の足かせとなっている。
- 欧米先進国を中心とする世界経済の減速により輸出も減速しており(図4)、同国経済の輸出依存度は決して高い訳ではないが、景気の重石となっている。なお、7-9月期については内需の鈍化を反映して輸入も大きく減速しているため、純輸出の成長率寄与度は前年比、前期比ともにプラスに転じている。
- 物価や金利の上昇による内需の鈍化に加えて、海外経済の減速も生産の急速な頭打ちに繋がっている(図5)。景気の下支えが期待される公共投資も、インフラ関連財の出荷は頭打ちしており(図6)、PPP(官民連携)を主軸に進めてきたインフラ投資が世界的な金融市場の混乱により難しくなっていることを示している。製造業の景況感は今年の春先をピークに大きく調整しており、特に顧客の多くが欧米先進国であ

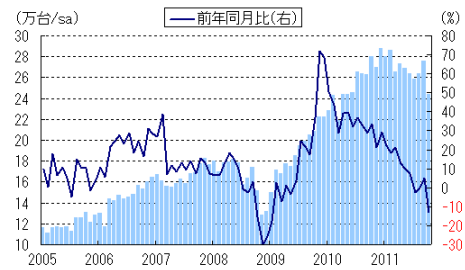
るIT関連を中心とするサービス業では、足下の景況感は判断の分かれ目となる50を下回っている（図7）。先行指標である「新規受注」や「輸出向け新規受注」は依然50を上回っており、11月には「受注残」も大幅に増加するなど先行きに明るい材料はあるものの、しばらく物価や金利は高水準で推移すると見込まれ、景気は厳しい状況が続こう。

図1 実質GDP成長率の推移



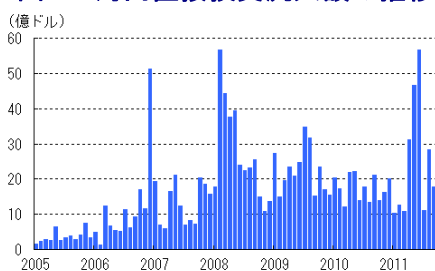
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 四輪車販売台数の推移



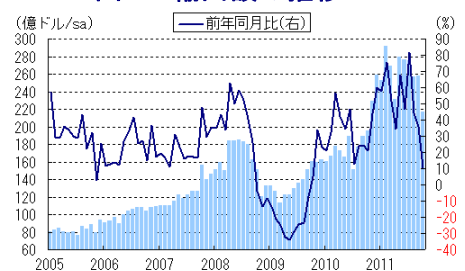
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 対内直接投資流入額の推移



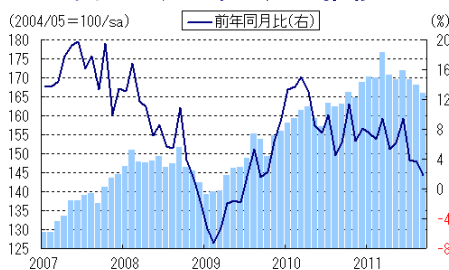
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 輸出額の推移



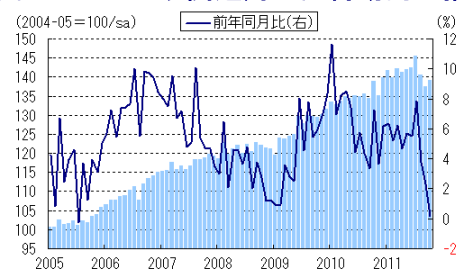
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 鉱工業生産の推移



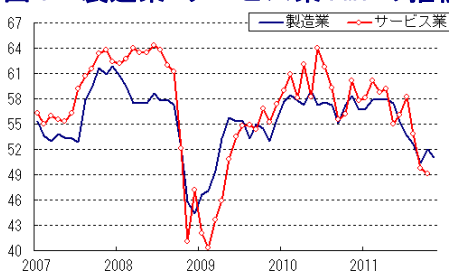
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 インフラ関連財の出荷動向の推移



(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

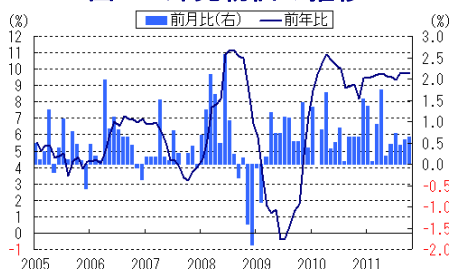
《16日の利上げはないであろうが、しばらく高いインフレ率は続く。引き続き慎重な政策対応が望まれよう》

- 10月の卸売物価は前年同月比+9.73%となり、依然9%台後半の高水準で推移している（図8）。食料品やエネルギーの価格上昇が物価の押し上げ要因となり、価格転嫁の浸透による工業製品価格の上昇も重なり、物価上昇の裾野は拡大している。10月の消費者物価は前年同月比+9.39%とピークアウトの兆しが出ているものの、川上部門で物価上昇圧力が燦ることには注意が必要である。さらに、世界的な金融市場の混乱によるマネーフローの変化に伴い、通貨ルピーは主要通貨に対して大きく下落しており（図9）、今後は輸入物

価が新たな物価上昇要因となることも懸念される。なお、年明け以降は金融引き締めによるベースマナーの伸び率減速や（図 10）、景気減速も相俟って物価上昇圧力の緩和が見込まれ、カリフ期の穀物供給による食料品価格の安定も期待される。

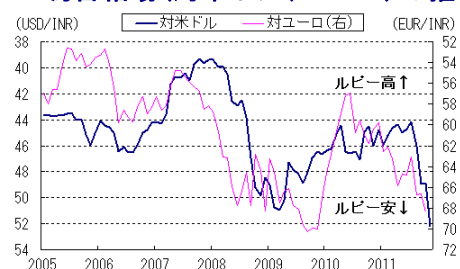
- 金融当局は、10 月末の金融政策委員会において世界金融危機後 13 回目となる利上げを決定し、現下のレポ金利は 8.50%、リバースレポ金利は 7.50%となっている（図 11）。当局は先行きのインフレ率について、当面は『望ましい』水準を上回るものの、12 月を境に低下して、年明け以降は金融緩和余地が高まるとの見通しを示している。さらに、当面は流動性管理による物価抑制を政策目標の軸に置きつつ、投資の活性化により潜在成長率の向上を図るとして資金需給のひっ迫に対応して短期金融市場での流動性供給を継続してきた。しかし、これは利上げによる金融引き締めにも拘らず市中の資金供給量の拡大抑制を妨げており、特に公共投資を通じた公的部門の信用拡大は物価抑制効果を減殺している（図 12）。なお、当局は 16 日予定の金融政策委員会における利上げの可能性は低いと説明しており、利上げ局面は終了したと判断される。
- 先行きの物価については、構造的に物価上昇圧力が高まり易い状況にあるが、12 月以降は前年にインフレ率が急上昇した反動もあることから、インフレ率は低下すると見込まれる。なお、金融当局は年度末（来年 3 月）のインフレ率は 7%前後に収束するとの見通しを据え置いているが、足下のインフレ率は予想以上に高止まりしており、今後はルピー安による影響が徐々に現れることを鑑みれば、金融当局の見通しを上回る 7.5～8.0%程度までの低下に留まると予想する。徐々にインフレ率が低下することで金融緩和余地は拡大しようが、性急な利下げは物価上昇要因となるため、引き続き慎重な政策運営が望まれる。

図 8 卸売物価の推移



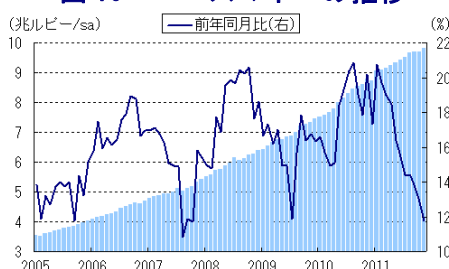
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 9 為替相場(対米ドル、ユーロ)の推移



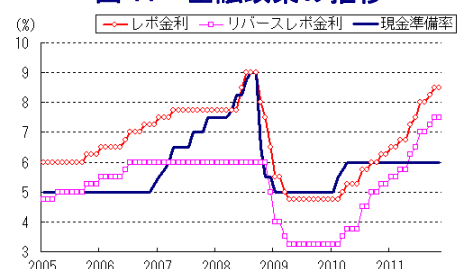
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 10 ベースマナーの推移



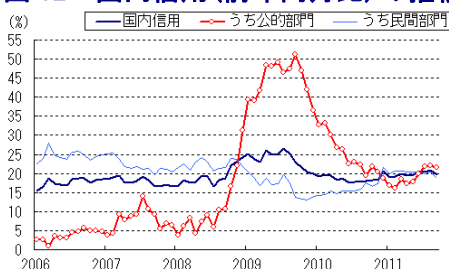
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

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 国内信用(前年同月比)の推移

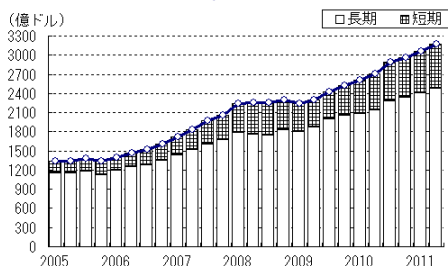


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《国際金融市場の混乱が続く中、危機的状況は避けられようが、財政健全化など取り組むべき課題は山積》

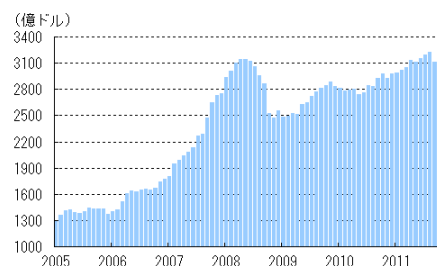
- 大手自動車メーカーでのストなども影響し、10月の四輪車販売台数は約3年ぶりに前年比マイナス二桁%となり、二輪車販売台数も約2年ぶりの前年比一桁%に減速するなど、個人消費に減速感が高まっている。年明け以降はインフレ率が低下することで金融緩和の余地は生まれようが、足下では世界的なマネーフローの変化により海外資金の流入は期待しにくくなっており、内需の押し上げ効果は緩やかなものに留まると見込まれる。6月末時点における外国籍金融機関による与信残高はGDP比17.7%に達しており、その半分以上は欧州系によるものであるが、その半分以上は英国系である。さらに、6月末時点の対外債務残高は3169億ドルに達しているが、その大半は中長期債務である（[図13](#)）。海外資金の流出やルピー安阻止のための自国通貨買い介入などにより、10月末時点の外貨準備高は3162億ドルと徐々に減少しているが（[図14](#)）、仮に欧州債務問題がさらに深刻化しても直ちに外貨資金繰りに悪影響が出るとは考えにくく、危機的状況に至る可能性は低い。
- 欧米経済の減速などにより輸出の減速感が高まる中、内需の鈍化により輸入も減速しているが、同国では貿易赤字拡大による（[図15](#)）経常収支悪化はリスク要因である。平時においては海外資金の流入が経常赤字をファイナンスして国内の貯蓄不足を賄うことが可能であったが、投資家のリスク許容度が低下する中では、「高リスク」と見做されがちな同国への資金流入は期待しにくくなっている。金融当局は低迷する株価を支えるべく（[図16](#)）、海外からの証券投資への規制緩和を進めているが、インフレが落ち着くまで株価は一進一退が続くであろう。一方、長年の懸案事項であった小売業に対する外資参入規制緩和は、冬国会で承認されることが確実視されており、早ければ来年にも投資の本格化が見込まれる。
- 財政面では、景気減速に伴い歳入の伸びが鈍化する一方、政府は今年度も大規模な公共投資などによる拡張型予算を継続しており、10月までの累計の財政赤字は昨年同月の約2倍の規模に達している（[図17](#)）。国際金融市場において財政の健全性に注目が集まる中、これは同国に厳しい目が向けられる一因となっている。同国は公的債務の大半を国内で賄っており、国際金融市場の混乱が必ずしも国債消化に悪影響を及ぼす訳ではないが、今後の財政運営に当たっては財政健全化も念頭に入れた取り組みが求められよう。

図13 対外債務残高の推移



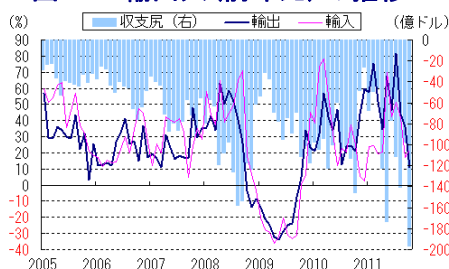
（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

図14 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15 輸出入(前年比)の推移



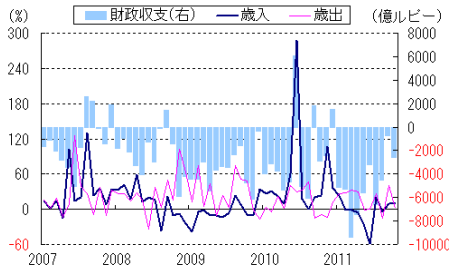
（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

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 財政収支動向の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《足下の状況を踏まえ、2011-12 年度の経済成長率見通しを前年比+7.1%に再度下方修正》

- 当研究所では先月、定例の経済見通しの改訂を実施したが、7-9 月期実績は予想を上回る伸びとなった。ただし、固定資本投資などが予想を下回るなど企業部門を中心に世界経済減速による影響が明らかになる一方、内需鈍化に伴う輸入の減速や在庫投資の拡大が景気の下支え要因となっているなど、先行きの景気下押しに繋がる要因も少なくない。こうしたことを踏まえて経済見通しを見直し、2011-12 年度の経済成長率を前年比+7.1%と前回見通し（同+7.3%）から▲0.2p 下方修正する（図 18）。なお、2012-13 年度及び 2013-14 年度については、それぞれ前年比+8.4%、同+8.5%と前回予想を据え置く。
- 主要株式指数であるムンバイ S E N S E X は、物価や金利高に伴う景気減速や、投資家のリスク許容度低下による国際金融市場の混乱も重なり、年明け以降大きく調整してきた。10 月末の金融政策委員会において、金融当局が利上げの打ち止めを示唆したことは一時的に株価を下支えしたものの、欧州問題の深刻化などによるマネーフローの変化の中で調整模様は続いている（図 19）。しばらくはインフレ率の高止まりが予想されるため、株価も上値の重い展開が続くと見込まれる。一方、世界的にリスク回避的な姿勢が強まる中、同国の高インフレや大幅な経常赤字・財政赤字というファンダメンタルズの弱さは通貨ルピー売りに繋がっている（図 20）。投資家心理の回復には時間を要することから、当面は下押し圧力の掛かりやすい状況が続こう。

図 18 実質 GDP 成長率の実績と見通し



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 19 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 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