

## インドの利上げ局面は終了も、引き続きインフレには要警戒

～内・外需の減速は生産の重石に。景気の減速感はしばらく続こう～

発表日：2011年12月16日(金)

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)

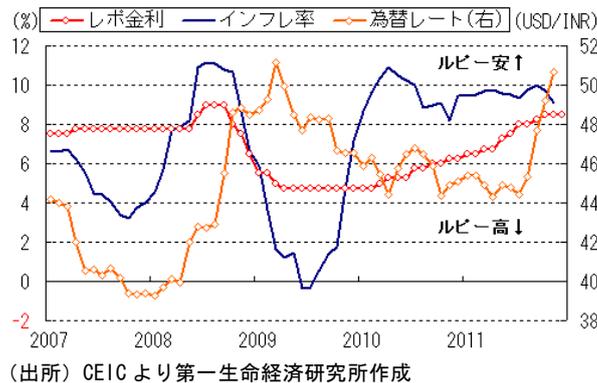
- インドの景気減速が顕在化しつつあるが、足下ではインフレに落ち着きの兆しもみられる。11月のインフレ率は食料品価格の下落や金融引き締めの影響などで前年比+9.11%と1年ぶりの低水準になった。インド準備銀行は足下の景気や物価動向を鑑みて、金融政策の転換を表明、利上げ局面は終了した。ただし、足下では金融市場の混乱でルピー安が進行し、新たなインフレリスクも燻る。当研究所は引き続き慎重な金融政策が必要とみており、緩和は早くても来年4-6月期以降になると予想している。
- 足下では生産の低迷など景気減速が続いているが、個人消費には底堅さが確認される。ただし、対内直接投資の拡大を促すと期待された構造改革が後退するなど、先行きの経済成長を阻害する要因もみられる。サービス業の景況感に底打ちの兆しはあるが、製造業での低迷が重石になると見込まれ、景気の減速感はしばらく続くと予想される。

### 《食料品価格の落ち着きに伴いインフレ率は低下。金融当局も利上げ局面の終了を明言》

- インドでは、経済をけん引してきた内需の鈍化により景気の減速感が顕在化しつつあり、足下では一昨年以降懸念要因となってきた物価上昇に歯止めの兆候も出ている。11月の卸売物価上昇率は前年同月比+9.11%と1年ぶりの低水準に下落し、前月比もほぼ横這いになるなど物価上昇に一服感が出ている。今年の雨季(モンスーン)の雨量は例年の水準を下回り、穀物の生育への悪影響が懸念されたが作柄は良好であり、収穫期に入ったことで穀物価格は安定している。さらに、国際金融市場の混乱により投資家のリスク許容度が低下しているため、高インフレに大規模な経常赤字や財政赤字をなどの課題を抱える同国からは海外資金が流出し、過剰流動性も緩和している。一方、海外資金の流出に伴い通貨ルピーは急落しており、金融当局は為替安定のためルピー買い介入を実施し、これは市中のルピー資金吸収を通じた実質的な金融引き締め措置となり物価の抑制に寄与している。
- インド準備銀行は16日の定例の金融政策委員会において、金融政策を8回ぶりに据え置く決定を行った。金融当局は、世界経済の減速やこれまでの金利や物価の上昇により「景気の下振れリスクは高まっており」、足下のインフレ率の低下は前回の金融政策委員会で示した見通しに沿ったもので「追加利上げを正当化できない」との見方を示した。なお、需給動向の変化によるインフレリスクは依然として高く、金融市場におけるルピーへの圧迫を除去すべく適切な措置を講じたとしており、今後の追加対応にも含みを持たせている。先行きのインフレ率の見通しについては、足下の食料品物価の落ち着きや、需要低迷を反映して食料品以外の物価も落ち着くとみており、前回同様来年3月時点で7%近傍に収束するとの見通しを堅持した。今回、金融当局は景気の減速感が顕著になったことで物価下落への期待が高まったとみており、物価抑制の観点から利上げを繰り返し実施してきた従来姿勢を明確に転換した。
- 先行きの物価については、食料品価格の安定が見込まれる一方、足下のルピー安は輸入物価を通じて新たな物価上昇圧力に繋がる可能性があり、金融当局にとっては景気減速が顕在化しつつあるにも拘らず金融緩和を通じた景気刺激を打ち出しにくい。しかしながら、物価上昇率は徐々に低下すると見込まれ、来年上旬には金融緩和余地が拡大すると予想される。同国は内需主導型の経済構造ゆえに物価上昇圧力は掛かり易く、足下のルピー安はラグを伴って物価上昇に繋がるため、利下げ実施などには慎重さが求められる。当研究所では、インフレ率が当局の考える「望ましい」水準に達するのは来年4-6月期以降とみており、利下げが可

能になるのはそれ以降と予想する。

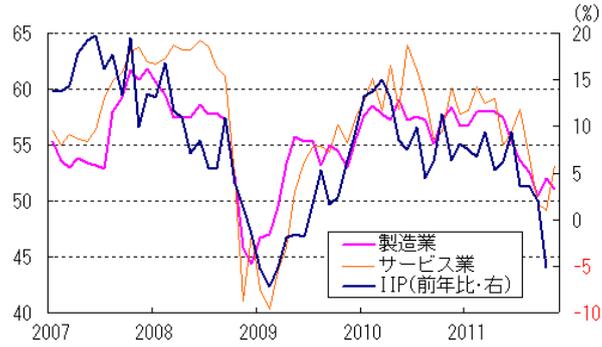
図1 インフレ率、政策金利(レポ金利)、為替相場(対米ドル)の推移



### 《個人消費に底堅さは残るが、生産の下押し圧力が煽る中で景気の減速感はいしばらく続こう》

- 7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.9%となり、9四半期ぶりに7%を割り込むなど景気の減速が顕在化した。それ以降も厳しい状況は続いている。10月の鉱工業生産は前年同月比▲5.10%と2年4ヶ月ぶりのマイナスとなり、これには違法採掘が社会問題となっている鉱業部門での閉鎖が相次いだほか、ストによる大手自動車メーカーの操業停止やタイの洪水による部材供給網の寸断などは製造業全体の生産抑制に繋がった。さらに、インフラ関連財の生産の伸びも減速しており、金融市場の混乱で政府が主導してきたPPP（官民連携）によるインフラ投資が困難になりつつある様子が窺われる。また、ストの影響などで10月の四輪車販売台数は約3年ぶりに前年同月比二桁%マイナスに、二輪車販売台数も約2年ぶりに前年同月比で一桁%の伸びに留まったものの、11月はともに大きく回復している。今後も金利や物価の上昇は個人消費の重石になるが、依然底堅い状況は続いている。利上げ局面の終息やインフレ率の低下も見込まれ、個人消費の堅調持続が景気を下支えしよう。
- 金利上昇や世界経済の減速は企業の設備投資意欲を削いでいるが、外資系企業を中心に対内直接投資は堅調に流入し、景気を下支えしている。先月末から始まった冬季国会では長年の懸案であった小売業の外資規制が緩和され、これによって対内直接投資が一段と活発化すると期待されたが、政治的な混乱により棚上げされている。同国の小売業の約9割は零細企業が占めており、これが流通効率の低さや物価高止まりの一因となっており、外資参入はこうした問題の解消に繋がると期待されていた。しかし、これにより政府の構造改革への取り組み姿勢に疑問符が付き、外資系企業の投資計画にも悪影響を与える可能性もある。2000年代以降のインド経済の高成長の背景には対内直接投資の受け入れ拡大も寄与しており、その拡大は今後の持続的な経済成長に繋がると見込まれるが、こうした期待はやや後退しよう。さらに、金融市場の混乱により海外資金の流入も細っており、先行きの景気への影響も懸念されよう。
- 内・外需の減速が懸念される中、製造業・サービス業ともに景況感は悪化しており、先行指数である新規受注や輸出向け新規受注も悪化している（図2）。11月の製造業PMIは辛うじて景況感の分かれ目である50を上回っているものの、新規受注の低迷や足下の原油市況の高止まり、ルピー安による輸入物価の上昇が今後の企業業績の圧迫要因になると見込まれる。一方、サービス業では4ヶ月ぶりに改善して50を上回り、顧客の大半を占める米国経済の底堅さを反映した動きとなっている。全体的には内・外需の減速や足下の物価・金利高が生産の重石となる状況は変わっておらず、生産の減速感はいしばらく続くと予想される。さらに、欧州債務問題による金融市場の混乱の影響はルピー安などで既に現れているが、これが深刻化した場合は一時的に資金流出が起こる可能性もあり、経済活動全般に少なからず悪影響が出るリスクには留意する必要がある。

図2 製造業・サービス業PMIと鉱工業生産(前年比)の推移



(出所) CEIC, Markit より第一生命経済研究所作成

以上