



## インド、「リーマン」直後以来の低い成長率に

～旺盛な内需の一方、供給制約が経済成長の足かせに～

発表日：2012年3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)

- 旺盛な内需が景気をけん引してきたインドだが、供給制約が経済成長の足かせになっている。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.1%と11四半期ぶりの低水準となり、鉱業や製造業での操業停止や金融市場の混乱などが影響した。インフレ率の低下や公共投資の進捗により内需は底堅いが、輸入の急拡大も景気を下押しした。金融市場の安定で景況感は底離れしており、先行きは景気の回復が期待される。
- ベース効果や食料品価格の落ち着きを背景にインフレ率は低下しており、金融緩和余地は拡大している。コア物価の高止まりやルピー安、原油価格の上昇など懸念要因はあるが、金融当局は1月の現金準備率引き下げに続いて利下げに踏み切る可能性は高い。金融市場の安定で海外資金に流入の動きもみられ、先行きは過剰流動性の再燃も懸念されようが、当面の金融政策の方向性は緩和傾向が続こう。
- 供給制約という長年の課題が再認識されたため、来年度予算においてもインフラ投資の拡充は続けられよう。一方、近年の財政悪化により公的債務残高は新興国の中でも高水準となっており、これまで棚上げにされてきた財政健全化への道筋を付けることも重要になる。持続的な成長モデル構築のためにも、構造改革などを通じて海外資金を取り込むことが今まで以上に求められる。
- 10-12月期の実績は見通しを下回ったため、当研究所は今年度（2011-12年度）の経済成長率について、先月発表した予測（前年比+7.1%）から同+6.7%に▲0.4p下方修正する。

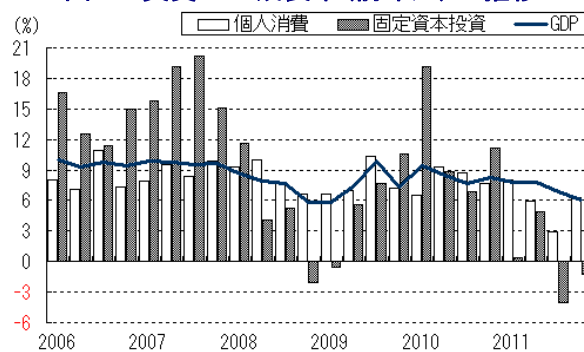
### 《旺盛な内需は続くも生産制約などが景気を下押し。足下においては底打ちの兆しも窺える》

- 旺盛な個人消費が景気をけん引してきたインド経済だが、様々な制約要因が経済成長の足かせになっていることが改めて確認された。昨年10-12月期（2011-12年度第3四半期）の実質GDP成長率は前年同期比+6.1%と前期（同+6.9%）から減速し、世界金融危機の影響で大幅に減速した2009年1-3月期以来の低い伸びに留まった。分野別では、例年を下回るモンスーン（雨季）の雨量にも拘らず農業生産は底堅く、公共投資などの進捗を背景に建設業においては生産が加速した。一方、違法採掘が社会問題となっている鉱業部門では政府の操業停止措置が生産の足かせとなり、大手自動車メーカーなどの賃上げストによる操業停止が製造業の生産を下押しした。さらに、昨夏の欧州債務問題の再燃による国際金融市場の混乱は、海外資金の流出などを通じて金融などサービス業に悪影響を与えている。結果、2011年通年の経済成長率は前年比+7.1%と9年ぶりの低い伸びになっている。
- 昨年半ばにかけては物価や金利の上昇が景気の足かせになる懸念が高まった。しかし、年末にかけてインフレ率はピークアウトしたため家計の実質購買力は緩やかに拡大しており、GDPの約6割を占める個人消費には底堅さも窺える。公共投資の拡充や堅調な対内直接投資を背景に固定資本投資の減速も底打ちしており、内需を巡る不透明感は払拭されつつある。一方、内需の旺盛により輸入が大幅に加速して成長率を下押しした。さらに、輸出全体の約2割を占める欧州経済の低迷によって輸出の下押し圧力も高まっており、純輸出（輸出－輸入）の成長率寄与度は2四半期ぶりにマイナスに転じた。結果、市場価格ベース（需要項目別）の10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.3%となり、伸びは供給ベースを上回ったものの、前期（同+6.7%）から減速しており、通年の成長率も前年比+7.3%と2年ぶりの一ケタ%に落ち着いている。
- 10-12月期の前半は、国際金融市場が混乱して海外資金が大量に流出した影響が残っており、インフレ率の高止まりにより金融引き締めが続いたことから、市中の資金供給の伸びが減速して内需を抑制した。さらに、

10月は大手自動車メーカーの賃上げストによる影響があり、市中金利が上昇したことも企業業績の悪化に繋がった。なお、後半にかけて金融市場は落ち着きを取り戻しており、海外資金の再流入によりマネーサプライの伸びは底を打つなど資金需給は改善し、市中金利も低下している。また、インフレ率の低下で耐久消費財需要は堅調に推移して個人消費を下支えしている。年度末に向けて公共投資が進捗していることも固定資本投資をけん引している。

- こうした状況を反映して足下のPMI（購買担当者景況感）は製造業・サービス業ともに改善しており、景気は最悪期を過ぎた可能性は高いとみられる。1月の輸出は前年同月比+10.3%と外需にも底打ちの兆しが窺えるなか、PMIは内需関連を中心に底堅さを示す内容となっていることから、先行きも内需をけん引役に景気拡大が期待出来よう。昨年の1-3月期は景気対策終了前の駆け込みで実質GDP成長率は押し上げられたことから、前年同期比ベースの成長率は小さくなる可能性はあるが、足下の金融市場の落ち着きなどが景気回復を促すと期待される。

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

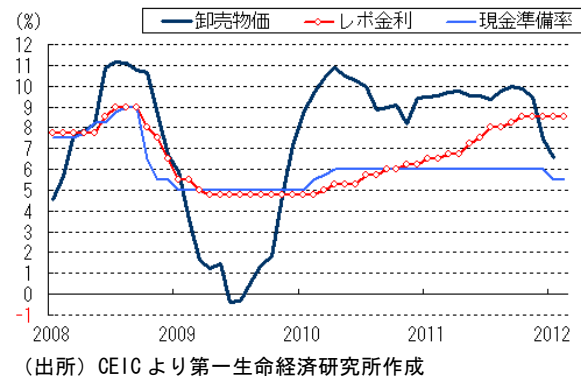
### 《コア物価は高止まりしているが、先行きはインフレ率の低下が見込まれ、金融緩和姿勢は強まろう》

- 昨年半ばにかけてインフレ率は高止まりしてきたが、昨年後半以降は高値が続いてきた食料品価格が落ち着き、エネルギー価格の上昇も一服しており、これによるベース効果の影響でインフレ率は低下している。1月の卸売物価上昇率は前年同月比+6.55%と26ヶ月ぶりに7%を下回るなどインフレ率は一段と低下しており、金融緩和余地は拡大している。なお、インドではこれまで実体経済を十分に反映した物価指標が発表されてこなかったが、先月初めて発表された1月の「新」消費者物価は前年同月比+7.65%と卸売物価を上回る伸びとなった。これは近年の人件費の上昇を反映してサービス物価が高止まりしていることを反映しており、サービス物価は概ね前年比二ケタ%近くの高水準で推移している。足下の景気減速懸念の高まりや海外資金の流出などの影響を受けて物価上昇圧力は後退している。しかし、国際金融市場は世界的なカネ余りで「過剰流動性相場」の様相を呈しつつあるため、原油市況は高止まりしている。インドは国内の原油消費量の約7割を輸入に依存しており、昨年後半のルピー安の影響で輸入物価の上昇圧力も懸念されるため、これが物価上昇要因に繋がる可能性もあろう。
- 金融当局は1月に開いた定例の金融政策委員会において3年ぶりに現金準備率を引き下げ、金融政策の軸足を物価から景気刺激に転じる姿勢を示した。その後もインフレ率の低下が確認されるなか、景気減速も明らかになったことから、15日に予定されている次回の金融政策委員会において約3年ぶりに利下げを実施する可能性は高まっている。ただし、足下でもコア物価は高止まりしており、ルピー安による輸入物価の上昇リスクも燦るなか、海外資金の再流入で過剰流動性懸念が高まる可能性もある。さらに、原油高によりエネルギー価格が上昇するリスクも高まっており、工業製品などへの価格転嫁の動きが早まることも懸念される。前回の金融政策委員会の直前に発表した『マクロ経済及び金融市場の動向』レポートにおいて、金融当局は

インフレに対する警戒感を示しつつ、金融政策の方向性を経済成長重視に舵を切ったことを鑑みれば、利下げ実施は規定路線と考えられる。ベース効果などの影響により先行きのインフレ率はしばらく低下が見込まれることから、利下げは今後も繰り返し行われるであろう。

- 1月の現金準備率の引き下げにより市中の資金供給量は約 3200 億ルピー拡大したと見込まれるが、これによる内需の押し上げ効果が発現するには時間を要する。足下における景況感の改善は金融市場の落ち着きが影響している。いずれは金融緩和による効果も現れ、過剰流動性懸念が再び高まる可能性もあろうが、物価などに反映されるにはさらなる時間を要することから、当面の金融政策の方向性は緩和姿勢が強まることに変わりはないと思われる。

図2 インフレ率(卸売物価)と金融政策の推移



#### 《財政健全化の重要性も高まるなか、供給制約の解消には海外資金を取り込む構造改革は不可欠》

- 物価の落ち着きを背景に旺盛な内需は続いているものの、長年課題とされている供給制約が景気の足かせとなっていることで、インド政府はこれの解消に本腰を入れる必要性が高まっている。今月 16 日には議会において来年度 (2012-13 年度) 予算が提示されるが、引き続き公共投資の拡充による景気刺激策が打ち出される可能性は高まっている。過去数年に亘る財政赤字の拡大によって公的債務残高は GDP 比 7 割近くに達し、その水準は新興国の中でも高いことから、来年度予算では財政健全化に向けた道筋を示す必要にも迫られよう。実施が延期されている GST (財・サービス税) や DTC (所得税法) 改正など税制の抜本改正により景気に左右されにくい安定的な税源を確保しつつ、財政負担の大きい補助金の削減などで歳出をスリム化することが不可欠である。そのためには、政府は世界金融危機後に棚上げした「財政責任・予算管理法」の復活などによる慎重な財政運営が望まれよう。他方、供給制約解消に向けてはインフラ投資の拡充が必要だが、予算制約を鑑みればこれまで以上に官民連携 (PPP) を積極的に活用するなど柔軟な対応も求められる。昨年末には総合小売業に対する外資解禁が棚上げにされるなど構造改革は足踏みしているが、慢性的な経常赤字と貯蓄過小のなか、海外資金の取り込みは先行きの経済成長にとっても不可欠である。
- 当研究所は先月、定例の経済見通しを発表したが、10-12 月期の実績はその時の見通しを大きく下回った。ただし、内需の堅調は依然損なわれておらず、足下では海外資金の回帰など景気の追い風となる材料も出ており、昨年後半以降の調整局面は脱したと判断する。さらに、来年度も政府はインフラ投資などによる景気刺激を図る可能性が高く、インフレ率の低下を背景に金融緩和も進められる見通しであり、これらは緩やかな景気拡大を促すとみている。当研究所では先月、今年度 (2011-12 年度) の経済成長率について前年比 +7.1% に下方修正したが、10-12 月期の実績を受けて同 +6.7% と ▲0.4p 下方修正する。なお、2012-13 年度については同 +7.4%、2013-14 年度も同 +7.9% と前回見通しを据え置く (通年ベースの経済成長率は、2012 年は前年比 +7.0%、2013 年は同 +8.0% に据え置き)。

以上