

インド経済を取り巻く状況は予想以上に悪化している

～金融市場の混乱による影響も加味して経済見通しを下方修正～

発表日：2012年6月1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)

- インド経済は予想以上に減速しており、1-3月期の実質GDP成長率は前年比+5.3%と7年ぶりの低水準になった。金融市場の落ち着きなどを背景に前期比は加速しているが、景気をけん引してきた内需は伸び悩んでおり、これまでと様相は大きく異なる。さらに、足下では金融市場が再び混乱して实体经济に悪影響を与えることも懸念されている。1-3月期のGDP統計発表を受けて、当研究所は経済見通しを再改訂し、2012-13年度を前年比+6.7%、2013-14年度は同+7.4%にそれぞれ下方修正する。
- 準備銀は4月、景気減速懸念が高まったことを受けて3年ぶりの利下げを実施したが、足下のインフレ率は見通しを上回る状況が続いており、追加利下げに踏み切りにくい状況である。金融市場の混乱による海外資金の流出でルピーは最安値を更新しており、輸入物価がインフレを加速させるリスクも燃る。景気減速にも拘らず金融緩和にも踏み切れない状況にある中、信用収縮が利下げの効果を減殺する可能性もあるなど、ファンダメンタルズが脆弱なインド経済はこれまで以上に厳しい状況に直面している。
- 景気減速による歳入減少と、補助金や景気対策による歳出増加により、昨年度の財政赤字はGDP比▲5.76%と前年(同▲4.8%)から拡大した。政府は今年度予算で赤字幅を同▲5.1%に圧縮させる方針を示しているが、財政健全化への具体的な道筋を示しておらず、格付機関の中には見通しを引き下げる動きも出ている。補助金政策は財政や対外収支の悪化を招く一因になっていることから、省エネ促進などとともに補助金圧縮を進めることは、中長期的な持続可能な経済成長のためにも必要な方策である。

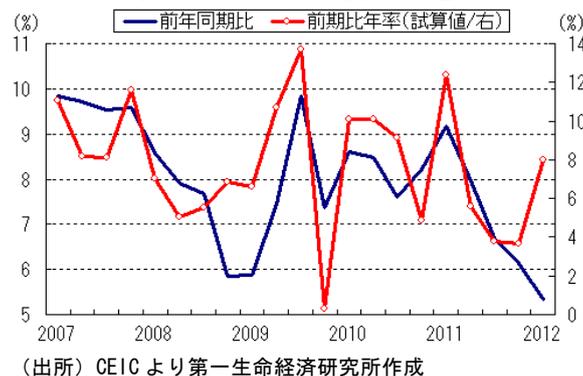
《前年比の伸びは7年ぶりの低水準。前期比は加速するも、内需は伸び悩むなど景気の減速感は顕著に》

- インド経済は予想以上の景気減速に直面している。1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.3%と約7年ぶりの低い伸びとなり、世界金融危機の影響が直撃した2008年10-12月期(同+5.8%)よりも下回った。2011-12年度通年の経済成長率も前年比+6.5%と、2002-03年度(同+3.8%)以来の低い伸びに留まり、事前に政府や準備銀が示した見通し(同+6.9%)を下回った。なお、前年の1-3月期は景気対策が終了する直前であったことから、個人消費は大幅に拡大し、公共投資の促進も重なり景気が加速していたことも、前年比の伸びを抑える一因になっている。
- ちなみに、当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率では8%近い伸びをみせており、国際金融市場を取り巻く環境の改善や自動車メーカーのスト終了なども影響して景気の加速感は強まっていた。産業別では、操業停止の反動で鉱業部門の伸びが加速したほか、海外資金の流入を背景に金融をはじめとするサービス部門でも加速がみられた。
- しかし、需要項目別では景気に対する見方はこれまでと大きな変化がある。物価高や長期に亘る金融引き締めの影響で景気をけん引してきた個人消費は伸び悩んでおり、企業の設備投資抑制などにより固定資本投資は大きく落ち込むなど、全体的に内需の減速基調は強まっている。一方、国際金融市場の混乱一服により海外経済に底打ちの兆しが窺われたことから輸出は拡大しており、内需の伸び悩みを外需がカバーする格好となった。インド経済は元々内需依存度が高いにもかかわらず、足下では内需は疲弊しており、外需の動向が景気を支える状況になっている。
- 昨年末の欧州中央銀行(ECB)によるLTRO(長期資金供給オペ)を契機に国際金融市場を取り巻く環境は改善したかにみられたが、世界経済の先行き不透明感を背景に海外資金の動向は4月以降再び変調して

いる。さらに、5月初旬のギリシャ総選挙後の混乱などを受けて欧州問題に再び注目が集まると、金融市場では世界的な信用収縮が懸念されており、ファンダメンタルズが脆弱なインドでは海外資金が流出している。準備銀は4月に約3年ぶりの利下げを実施し、景気刺激に向けて金融政策の方向性を転換させているが、海外資金の流出による信用収縮は金融緩和の効果を削ぐことも懸念される。一方、インドを巡っては度々インフラ不足が指摘されており、政府は今年度予算でもインフラ投資の拡充を計画しているものの、金融市場が不安定な状況下においてPPP（官民連携）を通じた資金調達には不透明感があり、計画通りの進捗は難しくなる可能性もある。結果、期待されてきた構造改革が進展していないことも重なり、対内直接投資の流入の重石になることも予想される。インド経済を取り巻く状況はこれまで以上に厳しいものになっている。

- 当研究所では先月に経済見通しを改訂し、2011-12年度の経済成長率を前年比+6.6%、2012-13年度を同+7.4%、2013-14年度は同+7.6%としていた。しかし、1-3月期の実績は見通しを下回り、欧州問題の再燃による金融市場の混乱が予想以上にインド経済に悪影響を与える懸念が高まっていることから再改定を行う。なお、先行きについては4月の利下げによる景気押し上げ効果は徐々に現れると見込まれ、2012-13年度については前年比+6.7%に▲0.7p、2013-14年度については同+7.4%に▲0.2pそれぞれ下方修正する。なお、暦年ベースでは2012年の経済成長率を前年比+6.0%に▲0.5p下方修正するものの、2013年については同+7.8%で据え置く。

図1 実質GDP成長率の推移



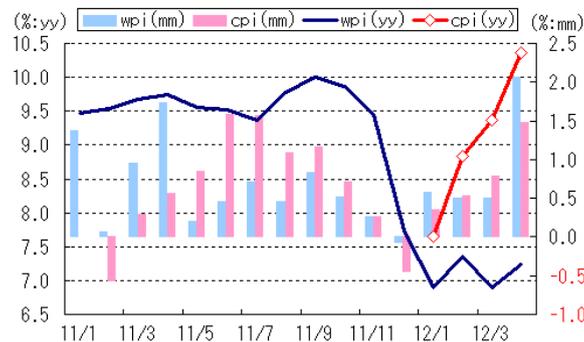
《金融市場の混乱でルピー安は進んでおり、インフレ率の高止まりで追加金融緩和にも動けず》

- 準備銀は今年4月、物価高や長期に亘る金融引き締めにより景気の減速感が強まっているため、約3年ぶりに政策金利を引き下げる決定を行った。その際、景気動向については昨年10-12月期に底打ちし、先行きについては緩やかな拡大に向かうとの見方を示しており、市場予想を上回る大胆な利下げによって景気の下支えを図った。さらに、同行は2012-13年度の経済成長率について前年比+7.3%に加速するとみており、「景気の見通しが大きく変わるリスクはないものの、インフレ率が加速するリスクは残っており、さらなる利下げの余地は限定的である」と予想していた。1-3月期については金融市場の落ち着きも背景に前期比で拡大しており、準備銀の見方に概ね沿った動きと判断できるが、足下では金融市場の混乱が实体经济に悪影響を与える懸念が高まっている。したがって、この実現に向けては足下で伸び悩んでいる個人消費や民間部門を中心とする固定資本投資を喚起させる必要があるものの、追加利下げに踏み切りにくい状況にあることから、景気の重石になることが予想される。
- 3月の卸売物価は前年同月比+6.89%と準備銀の見通し（同+7.0%）を下回ったものの、4月には同+7.23%に加速しており、食料品価格の上昇やエネルギー価格による価格転嫁を反映して物価上昇圧力は熾っている。しばらくはインフレ率が7%を上回る高い水準で推移すると見込まれることから、景気の減速懸念が高まっているにも拘らず、追加的な金融緩和が実施される可能性は低いであろう。さらに、川下に当たる

4月の消費者物価は前年同月比+10.36%と二ケタ%の伸びに加速しており、卸売物価と同様に食料品やエネルギー価格の上昇に加えて、過去の人件費上昇によるサービス価格の上昇が物価を押し上げている。なお、国際金融市場の混乱による海外資金の流出により、足下では通貨ルピーの為替レートは最安値を記録するなど急速に調整している。インドは原油の国内消費量の約7割を海外からの輸入に依存している上、中東情勢の不安定化によって原油価格が比較的高止まりしていることを鑑みれば、先行きは輸入物価の上昇がインフレ率を押し上げることも懸念される。これも準備銀による追加利下げ実施を踏み留まらせるであろう。

- 足下の国際金融市場の混乱による海外資金の流出は過剰流動性懸念の解消を通じて物価上昇圧力を緩和すると期待される。しかし、元々資金需給のひっ迫が景気の足かせになってきたことを鑑みれば、政策金利の引き下げにも拘らず、市中金利は期待ほど下がらない可能性もある。金融市場の混乱が長期化した場合、ファンダメンタルズが脆弱なインド経済にとってはこれまで以上に厳しい状況が続くであろう。

図2 卸売物価と消費者物価の推移

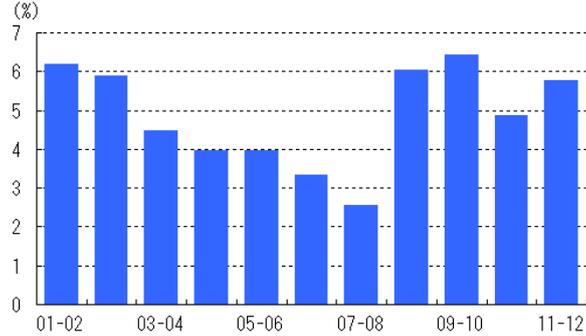


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《財政赤字と経常赤字を抱える中、財政の重石である補助金のあり方を含む構造改革は喫緊の課題》

- 昨年度の財政赤字はGDP比▲5.76%となり、今年度予算の前提となる見通し(同▲5.9%)は下回ったものの、前年度(同▲4.8%)から拡大した。景気減速により税収が減少した一方、原油高による補助金支出の増加などで歳出は拡大しており、財政悪化に歯止めが掛かりにくい状況になっている。政府は今年度予算で財政赤字をGDP比▲5.1%に抑えるべく、歳入増加や補助金圧縮への取り組みを進めるとしているが、予算の前提となる年度の経済成長率は前年比+7.6(±0.25)%と足下の状況から大きく乖離しており、見通しの甘さは否めない。主要格付機関の中には、財政悪化や政府が財政健全化への道筋を示していないことから、信用格付の見通し(アウトルック)を引き下げるところも出ており、金融市場における評価は低下している。今年度予算を巡っては、世界金融危機後に棚上げされている「財政責任・予算管理法」の復活を通じて財政健全化の道筋が示される期待はあったものの、最終的には先送りされている。長年課題とされているGST(財・サービス税)やDTC(所得税法)の改正を柱とする税制改正についても、その前提となる「納税者番号制度(PAN)」は導入されたものの、改革の具体的な道筋は示されていない。金融市場を取り巻く不透明感が続くと思込まれる中では、少なくとも財政悪化に歯止めを掛ける方針を示すことが望まれる。
- さらに、財政悪化のみならず対外収支の悪化の一因になっているのは、歳出の1割強を占めるエネルギー関連の補助金である。過大な補助金は原油をはじめとするエネルギー資源の過剰需要を生んでおり、これは輸入拡大を通じて対外収支を悪化させている。補助金の縮小は物価上昇を招くことから、先行きの金融政策や景気の動向に影響を与える可能性はあるが、準備銀は補助金圧縮による財政健全化を歓迎しており、これによる物価上昇については従来の対応とは異なるものになることも考えられる。エネルギー消費効率の向上に資する投資の促進や、省エネ関連財への転換を促す補助など、補助金というツールを用いつつもエネルギー消費量の抑制に繋がる方向への転換など、中長期的にみた持続可能な経済成長への取り組みが求められる。

図3 財政赤字/GDPの推移(年度別)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。