

インド景気の「底」はまだか

～来年度予算は財政健全化と選挙対策の微妙なバランスの上に立つ～

発表日：2013年3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)

- インド経済は依然底が見出せない状況が続く中、政府は今月初めに今年度（12-13年度）の経済成長率が前年比+5.0%と10年ぶりの低水準になるとの見通しを示した。10-12月期の成長率も前年比+4.5%と世界金融危機直後以来の低い伸びに留まり、厳しい状況にあることが確認された。足下では景気減速によるコア物価の低下を受けてインフレ率は想定以上に低下しているが、生産低迷による穀物価格の上昇が煽っている。1月末の利下げ実施後もインフレ率は低下しており、今後は追加的な利下げ余地は拡大すると見込まれる。生産動向は依然伸び悩んでいるが、先行きは世界経済の底入れや国内の構造改革の進展などを追い風に景気の底離れが期待される。当研究所は先月、来年度の経済成長率を前年比+6.0%と政府見通し（同+6.1~6.7%）を下回ると発表したが、現時点においてはこの見通しを据え置く。
- 政府が発表した『経済白書』では、同国経済が抱える「双子の赤字」の解消に向けて物価抑制に本腰を入れる必要性を示しており、これに向けた構造改革の進展を窺わせる内容になった。来年度予算では、来年に迫る総選挙を意識して歳出拡大を盛り込む一方、歳入確保のために富裕層を狙い撃ちにした増税が行われるなど、財政健全化に一定程度道筋を付けている。その一方で、公的支出の拡大はインフレを招く懸念があるほか、市場からの資金調達には借り換え分を含めると過去最大であるなど、金融市場が依然不透明な状況ではクラウドファンディング・アウトを引き起こす可能性も煽る。今後のインド経済の命運は、構造改革の進捗を含め、政府による政策遂行能力が鍵を握ることになる。

《今年度の成長率は10年ぶりの低水準に。先行きは景気の底離れに期待も、緩やかな拡大に留まる見通し》

- 中国に次ぐ規模を有する人口を背景に2000年代以降は高い経済成長を収めてきたインド経済だが、足下では長期に亘る低迷に苦しんでおり、依然として底が見出せない状況が続いている。今月7日、政府（統計計画実施省）は今年度（2012-13年度）の経済成長率が前年比+5.0%と10年ぶりの低水準になり、準備銀などによる見通しを一段と下回るとの見方を示した。政府内ではこの見方について様々な議論が出ていることが報道されているが、27日に財務省が発表した『経済白書』においても同様の見方が示されており、政府内での統一見解になった模様である。また、10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.5%と前期（同+5.3%）から一段と減速し、世界金融危機の影響が直撃した2009年1-3月期（同+3.5%）以来の低い伸びに留まった。当研究所が試算した季節調整値ベースの前期比ではプラスを維持したものの、鉱業部門での操業停止の動きや昨年のもンスーン（雨季）初期の雨量不足による農業生産の低迷などが景気の重石になっている。他方、市場価格ベース（需要）でみた成長率は前年同期比+4.1%と前期（同+2.7%）から加速しており、内需には底入れの兆しが窺われたが、外需が足かせになっているほか、在庫復元の動きが成長率の下支えに繋がっている可能性もあるなど、依然景気の底は見えない状況が続いている。
- 他方、長期に亘って景気の足かせになってきた物価はようやく落ち着きをみせつつあり、1月の卸売物価は前年同月比+6.62%と約3年ぶりに7%を下回る水準まで低下している。景気減速を背景に工業製品を中心とするコア物価がインフレ率の低下を促す一方、足下では穀物の生産低迷による需給ひっ迫が物価上昇圧力を招く懸念も煽っている。政府は供給要因による物価上昇圧力の解消に向け、農業生産の向上を図るべく必要な投資を促進させる方針を示しているが、過去において実施された同様の計画が十分な効果を挙げていないことを鑑みれば、当面はその影響を見込むことは難しい。他方、準備銀は1月末に実施した定例の金融政策委員会にお

いて、今年度末（3月末）のインフレ率は7%を下回るとの見方を示したが、足下のインフレ率はこの想定を下回っており、先行きは金融緩和の余地が拡大すると期待される。川下の物価である消費者物価は依然 10%近くで推移しており、構造改革による補助金抑制の影響でディーゼル価格が引き上げられるなど、必需品価格の上昇が高止まりの一因になっている。しかし、卸売物価の低下はラグを伴って消費者物価の低下を促すことから、今後は消費者物価も徐々に低下すると見込まれ、これも準備銀の利下げ実施を後押しすると期待される。

- 足下の生産は、昨年秋の大手自動車メーカーにおける約1ヶ月に亘るロックアウトなどを経て製造業を中心に持ち直しの動きが出る一方、鉱業部門を中心に操業停止の動きが広がるなど不透明な状況が続いている。製造業の景況感、内・外需の勢いのなさが足かせとなるなど、業種ごとに跛行色が強まっている傾向も窺える。一方、サービス業では米国をはじめとする先進国経済の底打ちを背景にIT関連やBPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）に対する需要が高まりつつあるなど、改善の動きがみられる。政府による一連の構造改革は即効性のあるものとは限らないことから、これらの効果が直ちに景気を押し上げる可能性は低いと見込まれる。しかし、足下では外資企業を中心に直接投資の拡大を示唆する動きも出ていることから、先行きについては海外経済の底入れなども追い風に景気は底離れを進めると期待される。
- 同国政府は『経済白書』において、2012-13年度の経済成長率の見通しを前年比+5.0%に引き下げるとともに、2013-14年度については世界経済の動向と国内における構造改革の進捗が変動要因になるとして、成長率を同+6.1~6.7%になるとの見通しを示している。当研究所では先月、定例の経済見通しの改定を行っており、政府が2012-13年度の経済成長率見通しを前年比+5.0%に引き下げたことを前提に見通しを作成した。結果、2013-14年度については前年比+6.0%と政府見通しを下回るとの見方を示したが、構造改革の進捗については依然不透明なところが多いことを鑑みて、現時点では見通しを据え置く。

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 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所) THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

《政府は改革姿勢を示す一方、歳出拡大策はインフレやクラウドイング・アウトなど副作用を生む懸念も》

- 27日に財務省が発表した『経済白書』では、足下の景気減速の要因として①世界金融危機後に実施した景気刺激策が過大であったことによる反動、②企業の設備投資やインフラ投資の減速、③世界経済の低迷などの外的要因を挙げている。近年の高成長をけん引してきた消費鈍化の要因として、高インフレが続く中での金融引き締めにより家計部門の支払い能力が低下したこと、投資が鈍化した要因には金利高や様々なビジネス上の障壁（土地収用の限界、インフラ不足、操業停止措置など）を挙げ、生産性の低い分野に投資が集中したほか、資金調達手段が限られていることも指摘している。同国では財政赤字と経常赤字の「双子の赤字」が長年の課題となる中、財政健全化に向けて歳出面では補助金抑制に取り組む一方、歳入面では限界税率の引き上げに拠らず、課税ベースの拡大による徴税強化に取り組むとしている。さらに、経常赤字の縮小に向けて国民貯蓄率を向上させる観点から、財政健全化に加え、物価抑制を通じて家計部門の貯蓄率向上を促すとともに、金融セクター改革を通じて金以外の貯蓄運用手段の多様化を図る必要性を指摘している。また、これらの問題の根源である物価高について、足下の物価高が穀物を中心とする食料品価格の上昇に起因しているため、関連する投

資の拡充を通じて食糧供給の安定を図る姿勢をみせている。一方、景気減速を背景にコア物価は低下していることから、準備銀に対して金融政策の目標をコア物価に連動させることが必要との考えを示しており、食糧事情の改善を前提とすれば一考に価すると考えられる。昨年9月に政府が発表した『財政健全化の行程表』では、2013-14年度以降財政赤字のGDP比を年0.6pずつ低下させ、2016-17年度には同▲3.0%とする目標を示している。そのため、政府は物品税をGST（財・サービス税）に統一することで課税ベースの拡大に動く方針を示したほか、年明け以降は補助金政策を低所得者への直接給付に転換するなど、歳出構造改革に取り組む姿勢もみせている。さらに、政府は昨年秋に発表した『ビッグバン』と称する一連の構造改革により外資の呼び込みを通じた投資拡充のみならず、効率性向上を図る取り組みを進めており、これらの着実な進展は中長期的な潜在成長率の向上に繋がると期待される。

- 28日には2013-14年度予算の政府案が公表され、包括的な経済成長達成に向けた余地と資源の獲得を目指すとの基本理念が示された。その上で、今年度（2012-13年度）の歳出は『ビッグバン』に伴う歳出削減の影響で予算見通しを下回る水準に抑制し、景気減速で歳入は予算見通しを下回るものの、財政赤字を『行程表』の目標（GDP比▲5.3%）を下回る同▲5.2%に抑える。来年度には総選挙を控えるため、歳出額を今年度見通し比+16.4%増加させる一方、金融市場からの圧力に応える形で財政再建に一定の道筋を付けるべく税収を同+19.1%拡大させて歳入を確保し、財政赤字をGDP比▲4.8%と『行程表』に沿う形にしている。歳入拡大の観点から富裕層や大企業に対して1年の時限措置として課徴金を課す一方、投資拡充に向けて様々なインセンティブ（減税）を提示したほか、物品税及びサービス税の税率は変更しない一方で、自動車などの高額品や金などの輸入関税引き上げ、SUVなど贅沢品に対する物品税引き上げなど富裕層を狙い撃ちにした増税策を実施する。なお、長年の懸案事項であった直接税法及びGST導入を前進させるとしており、この着実な実現は課税ベースの拡大に資すると期待される。
- 一方、歳出面では今年度大幅に膨張した補助金を▲10.3%削減するものの、食料品価格の抑制に向けた食糧安全保障法の制定及び関連基金の設立が盛り込まれるなど、全般的に総選挙を意識した歳出拡大色の強い内容となっている。国有企業の政府保有株売却など税外収入を通じて市場での調達額（新規借入）は4.84兆ルピーに抑える一方、借り換え分も含む総借入額は6.29兆ルピーと今年度（5.64兆ルピー）を大きく上回っていることから、金融市場の不透明感が依然払拭出来ない状況でクラウドディング・アウトにより民間投資が阻害される懸念も熾るであろう。政府が公表した経済白書及び来年度予算は、中長期的な潜在成長率の向上に取り組むつつ、喫緊の課題である「双子の赤字」への対応をみせるなど『ビッグバン』や『行程表』といった構造改革路線を踏襲したものとして一定の評価をすることが出来る。昨年春以降、大手格付機関が相次いで同国の長期信用格付の引き下げを示唆する動きを強めており、現時点で「投資適格」級の最低水準にあることを鑑みれば、「投機的」水準への格下げは金融市場での信認低下を招き、海外投資家による資産売却誘因が高まることで潜在成長率が一段と下押しされる懸念があることも、こうした動きを前進させたと考えられる。一連のシン首相及びチダムバラム財務相が主導する構造改革を「チダノミクス」と評する動きがある一方、来年には総選挙を控える中、来年度予算においても様々な歳出拡大策が打ち出されており、こうした施策を与党連合（統一進歩同盟：UPA）が主導している様子も窺える。最大与党の国民会議派は次回総選挙で世代交代を狙う中、現総裁のソニア・ガンディー氏主導で多くのバラ撒き政策が盛り込まれたとされ、今後はいわゆる「ソニアノミクス」とのせめぎ合いが一段と強まる懸念される。来年度予算では基金の拡充などを通じて政策遂行を図るとしているが、過去においてはこうした施策が必ずしも実行性を上げて来なかったことから、規制改革を含めて着実な遂行により経済成長を支えることが求められる。他方、公的部門の肥大化は効率性の低下を招き、反って物価高を引き起こす可能性もあることにも注意が必要である。これまでのところ市場からの信認を毀損

するには至っていないものの、今後の動向は政府の政策遂行能力に掛かっている。

図3 財政赤字のGDP比の推移と見通し

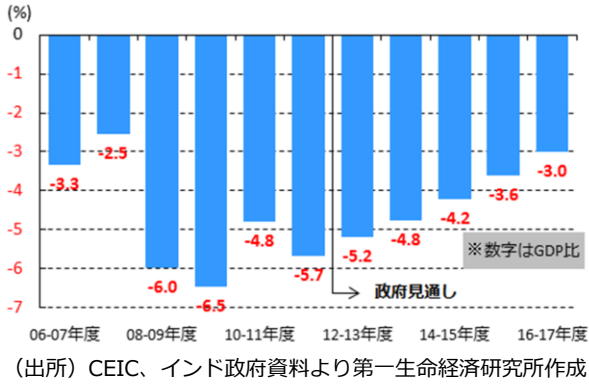
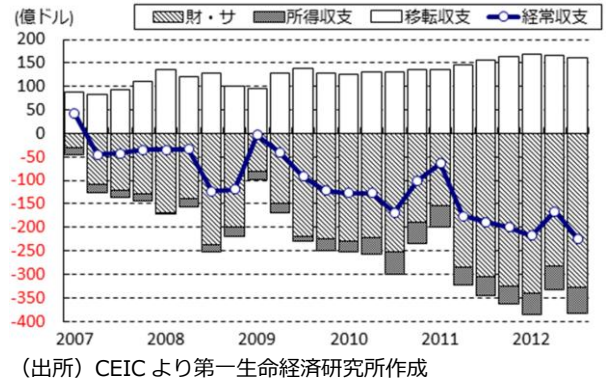


図4 経常収支の推移



以上