

弱り目に祟り目のインド経済

～マネー縮小懸念のなか、資金取り込みに向けた構造改革の本気度が問われる～ 発表日：2013年7月19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)

- 米国の量的金融緩和の縮小観測以降、国際金融市場は動揺して新興国への資金の動きは変化している。経済の基礎的条件の脆弱な国は資金流出に直面し、為替下落はインフレ圧力に、金利上昇は内需の下押しに繋がる。外需の不透明感がくすぶるなか、景気の下振れは避けられなくなっている。
- インドでは長期のインフレや金融引き締めが内需の重石になり、構造改革の遅れが海外資金の流入を抑えて景気の足かせになるなか、高成長から一服している。ようやく改革に動き出したが、国際金融市場の混乱に直面するタイミングの悪さも重なり、基礎的条件の脆弱さが資金流出を招く状況に陥っている。
- 補助金圧縮による燃料価格の上昇は財政健全化に繋がるものの、インフレ率の上昇を招き内需の下押し圧力になる。一方、経常赤字の縮小は外需鈍化により期待通りの効果を挙げず、海外資金の流出によるルピー安が物価上昇を促す懸念が強まるなど、基礎的条件のさらなる悪化が懸念される状況となった。
- 先月末以降、準備銀はルピー急落阻止に向けて流動性吸収などに取り組んでおり、ルピー相場に効果は期待される。一方、流動性吸収は金利高を招いて内需のさらなる重石になることから、景気の下押しに繋がる。今後は資金流入を促すべく、政府の構造改革への本気度がこれまで以上に求められることになろう。

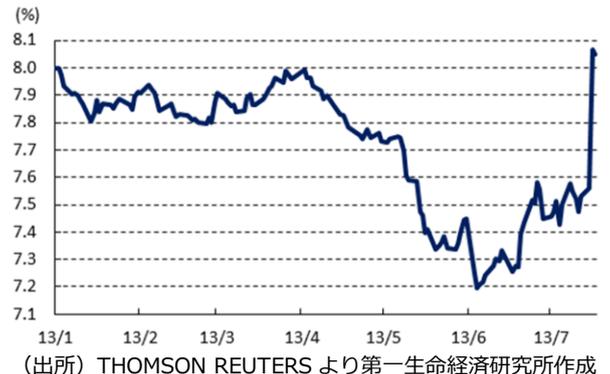
《「緩和マネー」縮小による悪影響が何重にも重なるなか、体力強化に向けた改革の本気度が試されよう》

- 米国による量的金融緩和の縮小観測が出て以降、国際金融市場においては、世界経済をけん引してきた中国の景気減速が顕著になっていることも重なり投資家のリスク回避姿勢が強まっており、「カネ余り」に伴い新興国に流入してきた資金の動きに大きな変化が生まれている。特に、経常赤字や財政赤字といった「双子の赤字」を抱えているほか、物価上昇に苦慮するようなファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱な国では、軒並み海外資金が流出に転じている。結果、中国の景気減速は世界経済の不透明要因となり、輸出依存度の高い国々を中心に景気の下押し圧力に繋がることが懸念されており、海外資金の流出は様々な形で実体経済に悪影響を及ぼす可能性が高まっている。新興国では依然として国内の投資家層に厚みが乏しく、株式相場の下落が直接的に個人消費などに与える影響は限定的と考えられるものの、為替相場の下落は輸入物価を通じてインフレ圧力に繋がるほか、債券相場の下落は金利上昇を通じて消費を下押しすると考えられる。インド経済は個人消費を中心とする内需が景気のけん引役になってきたが、長年に亘るインフレや金融引き締めがこの重石になって景気の減速感が強まるなか、足下では海外資金の動揺による影響も景気を一段と下押しすると懸念される。
- インドは昨年度（2012-13年度）の経済成長率が前年比+5.0%と10年ぶりの低成長に留まるなど、BRICsの一員として近年の高成長を続けてきた状況からの一服を余儀なくされている。1-3月期の実質GDP成長率には一部に底入れの動きがうかがえるなど、景気に薄日が差す兆候もみられたものの、足下では世界経済の不透明感が外需の重石になっていることに加えて、国際金融市場の動揺も景気の足かせになりつつある。インドでは、政府が一昨年秋に一度構造改革の前進を打ち出したものの、その後は反対デモが全土に拡大したことを受けて改革を一旦撤回する事態に追い込まれ、昨年春には主要格付機関がこうした政府の姿勢を相次いで批判する状況に陥った。インドの長期信用格付は「投資適格」級の中で最も低い水準にあり、1ノッチでも格

下げが行われれば「投資不適格」となることから、昨年春以降は海外投資家を中心に投資を手控える動きが強まり、これも景気の減速感に追い討ちを掛ける一因になった。なお、昨年秋には政府が「ビッグバン」と称する大胆な構造改革を前進させる姿勢を示し、遅まきながら様々な分野で構造改革が進展する動きもみられるなど、一度は失いかけた市場からの信認は回復しつつある。特に、目玉となる構造改革である様々な分野での外資解禁や、財政の重石になってきた補助金圧縮の動きは政府の本気度を示す一方、後者については副作用として物価上昇圧力に繋がるリスクもあるなど、景気への悪影響が懸念されている。

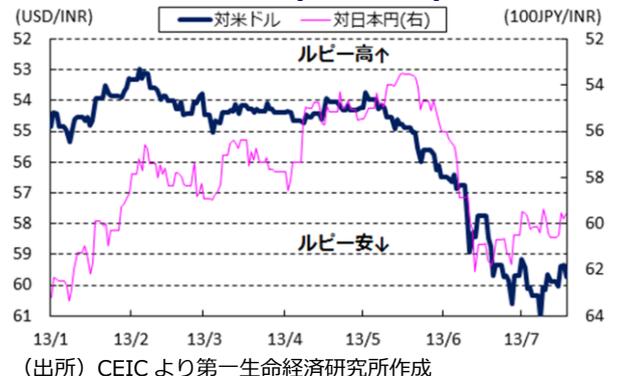
- ただし、長期に亘る景気減速のほか、世界経済の不透明感を背景に国際商品市況が調整している結果、足下の卸売物価上昇率は予想外のスピードで減速しており、準備銀（中銀）は今年1月に政策金利を引き下げる金融緩和に踏み切り、その後も2回連続で利下げを実施して景気の下支えを図っている。同国では元々、灌漑設備の未整備などを理由に雨季（モンスーン）の雨量が穀物の生育に影響を与えやすい上、インフラ不足などを理由に食料品の大半が廃棄されることから、食料品価格が高止まりしやすい傾向がある。さらに、国内の原油消費量の約7割を輸入に依存しており、国際商品市況や為替がエネルギー価格に直結するなど、食料品やエネルギーといった生活必需品の価格は大きく変動しやすい。さらに、足下では補助金圧縮に伴う燃料価格の上昇が小売段階における物価の高止まりを招いており、川上段階での物価安定が必ずしも国民生活に恩恵をもたらしていない状況が続いている。補助金圧縮は財政赤字の縮小に繋がり、原油の過剰需要の抑制により貿易赤字の縮小を促すなど「双子の赤字」の改善が期待されたが、世界経済の不透明感から輸出は急速に鈍化しており、期待された効果を十分に発揮できていない。結果、国際金融市場の動揺は「双子の赤字」に加えてインフレ懸念もくすぶるファンダメンタルズの弱さを嫌気した資金の流出を招き、通貨ルピー安が輸入物価の上昇を引き起こすリスクに繋がっている。海外資金の流出は通貨ルピー安のみならず、債券価格の下落による金利の上昇を招くなど、景気をけん引してきた個人消費をはじめとする内需の下押し圧力に繋がる可能性も出ている。長期金利の上昇は準備銀の金融緩和にもかかわらず市中金利の高止まりを招き、足下では自動車や二輪車の購入などをはじめとするローン需要の足かせになっているほか、企業の設備投資意欲の低下を引き起こしている。

図1 長期金利(10年債利回り)の推移



- 先月末には、通貨ルピーの対米ドル為替レートは過去最低を更新するなど資金流出によるルピー安が深刻になったことから、海外投資家による同国企業への直接投資に関する規制緩和に動いて資金流入を促す姿勢に転じている。今月に入って以降はルピーの急落に歯止めを掛けるべく、為替デリバティブ取引の証拠金比率の大幅引き上げによる実質的な規制強化に動いたほか、15日には準備銀が為替レートのボラティリティ抑制のために流動性を引き締める動きをみせている。具体的には、政策金利であるレポレートは変更しないものの、市中銀行の流動性ひっ迫に際して、緊急で政府債を担保に準備銀から資金調達を行う時に適用するMS F（マージナル・スタンディング・ファシ

図2 ルピー相場(対ドル、円)の推移



リティー) 金利を 200bp 引き上げて 10.25%とする。さらに、流動性調整ファシリティ (LAF) に基づく市中銀行への資金供給枠に制限を課すなど、市場からの流動性吸収を通じてルピー相場を安定を目指す方向に大きく舵を切った。一連の対策の効果もあり、足下ではルピー相場に底入れの動きがうかがえる一方、流動性のひっ迫を通じて市中金利の上昇を促すことから、景気のけん引役である内需のさらなる下押し圧力に繋がる可能性がある。規制緩和の動きを経て、足下の株式相場は急速に上昇しているものの、同国内には投資家層の厚みが乏しいことを鑑みれば、株式相場の上昇による資産効果が個人消費を押し上げる力は限定的であり、厳しい状況が予想される。世界的な「緩和マネー」を背景とする資金流入がインド経済の高成長を促す一因になってきたが、米国による量的緩和の縮小が意識されるなかでは、他の新興国との資金獲得競争を勝つべく、政府はこれまで以上にファンダメンタルズの強化に向けて構造改革の本気度を示すことが求められよう。

図3 株式相場(ムンバイ SENSEX)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上