

## インド、もう「フラジャイル」とは呼ばせない

～原油安が追い風となるなか、モンスーン国会の議論に注目が集まる～

発表日：2015年7月22日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

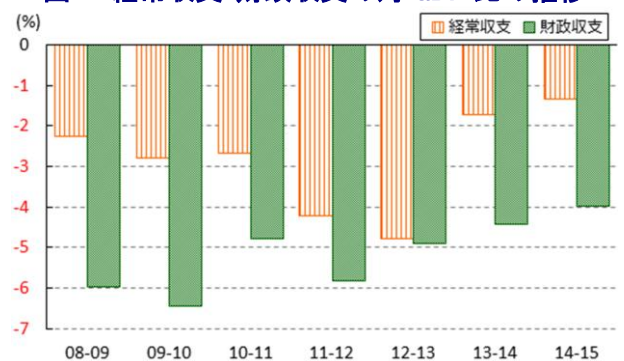
### (要旨)

- 足下のアジア新興国では中国の景気減速などが重石となっているが、輸出依存度や中国への依存度が低いインドを取り巻く状況は異なる。同国は「フラジャイル・ファイブ」の一角に数えられたが、昨年後半以降の原油安を追い風にファンダメンタルズの改善が進んでいる。景気の急激な回復を期待出来る訳ではないが、ファンダメンタルズの改善とそれに伴う海外資金の回帰は緩やかな景気拡大を促すと見込まれる。
- また、原油安は長年の課題であるインフレ抑制に大きな効果を挙げている。依然先行きの物価動向はモンスーンの雨量に左右される状況は変わらないが、足下では予想以上の降雨により物価安定に繋がるとの期待も出ている。物価安定が続けばさらなる金融緩和の余地が拡大することで、景気のけん引役である個人消費の押し上げも期待され、この点においても景気の緩やかな拡大を促すものと見込まれる。
- 準備銀は年明け以降だけで計3回の利下げを行うなか、今後は政府の構造改革の成否が注目を集める。長年の課題である保険業法改正はクリアしたが、21日に開会したモンスーン国会ではGST導入と土地収用法改正を巡る議論が佳境を迎える予定である。議論の成否については依然不透明だが、政府は改革の着実な前進を志向しており、これが実現した場合には同国経済が大きく変わる転換点になると見込まれる。

### 《原油安を追い風にファンダメンタルズは大きく改善、モンスーン国会の議論によっては経済の転換点となる可能性も》

- 足下のアジア新興国を巡っては、域内経済のけん引役となってきた中国の景気減速及び不透明感の高まりを受けて、その悪影響が避けられないとの警戒感が漂っている。金融市場においては年内にも実施予定の米国の利上げを意識する動きを反映して米ドル高圧力が掛かりやすいなか、ここ1ヶ月程度はギリシャ問題や中国株の暴落などをきっかけとしたリスク回避の動きが広がったことも、アジアからの資金流出圧力を招く一因になった。特に、アジア新興国においては1997～98年に発生した通貨危機の「震源地」となった国々を中心に資金流出の動きが強まったことで通貨や株式、債券がすべて売られるトリプル安に見舞われており、通貨については世界金融危機後の安値を更新する動きも出ている。こうしたなか、アジア新興国のなかでも輸出の対GDP（国内総生産）比が実質ベースで約2割と域内でも相対的に輸出依存度が低い上、輸出に占める中国向け（含、香港及び澳門）の割合も依然1割に満たないなど中国に対する依存度も低いインドについては、他のアジア新興国と状況が異なる。2013年の米国FRB（連邦準備制度理事会）バーナンキ前議長による量的金融緩和縮小を示唆する発言をきっかけとする金融市場の動揺（いわゆる“Taper Tantrum”）においては、慢性的な経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」に加え、インフレも共存する経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱さを理由に海外勢を中心に資金流出圧力が強まった。同じ状況に直面した5ヶ国を指して「フラジャイル・ファイブ（脆弱な5ヶ国）」と一括りにされる事態となったが、昨年後半以降の

図1 経常収支・財政収支の対GDP比の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、年度ベース

原油をはじめとする国際商品市況の調整をきっかけに他の4ヶ国とインドとの間を取り巻く環境は大きく変化した。同国では国内の原油消費量のうち約7割を輸入に依存するなか、原油の輸入額は輸入全体の3割超に達しており、近年の原油高はモータリゼーションの進展に伴う原油消費量の拡大と相俟って経常赤字の拡大を招き、インフレの昂進に繋がる元凶となってきた。さらに、近年の原油高に伴う燃料及び肥料価格の上昇を抑えるべく、政府は補助金を支給する施策を続けており、ここ数年の補助金支出は歳出の約2割になるなど財政健全化の足かせとなってきた。しかし、原油安による貿易赤字の縮小で経常赤字は大幅に縮小しているほか、財政赤字も縮小基調を歩んでおり、政府は今年度（2015-16年度）予算を通じて中期的な財政赤字の縮減に取り組む姿勢をみせるなど、ファンダメンタルズの強化に大きく踏み出している。こうした事情も反映して、足下ではインドが「フラジャイル・ファイブ」から離脱したとみる動きが出ており、国際金融市場の動揺に際してもインドからの資金流出が他のアジア新興国などに比べて

穏当なものに留まっている。なお、足下の実体経済については政府が今年1月に発表したGDP統計の基準改定によって動きが把握しにくくなっていることに加え、直近では製造業及びサービス業のPMI（購買担当者景況感）に悪化の動きがみられるなど、海外経済を巡る不透明感が少なからず悪影響を与えている可能性はある。さらに、年明け以降の原油市況の底入れは原油安の恩恵を享受してきた同国にとって逆風となるリスクはある一方、足下では中国景

気の不透明感などにより商品市況が再び調整する動きもみられる。こうしたことから、インド政府が目論むように直ちに経済成長率が8%を上回る水準に急回復する事態は想定しにくいものの、ファンダメンタルズの改善とそれに伴う緩やかな資金回帰の動きなどを背景に堅調な景気拡大を続ける素地は整いつつあると判断出来る。

- さらに、昨年後半以降の原油安によって最も効果が挙がっているのは、同国が長年直面してきたインフレ圧力の緩和である。昨年5月に発足したモディ政権は政権発足直後にインフレを直接抑制すべく、政府が備蓄する食料品の抛出を決定するなど矢継ぎ早の物価抑制策を打ち出したが、最もインフレ抑制に効果を挙げることになったのは昨年後半以降の原油安であることは言を待たない。事実、過去数年に亘って同国のインフレ率は10%を上回る高水準で推移する状況が続いてきたものの、昨年前半に下落トレンドを歩み始めた後は年後半にかけて急速に低下したことで足下では5%台で推移しており、インフレは収束したと考えられる。また、政府と準備銀（中銀）は今年2月に物価安定に関して協定（アコード）を締結しており、準備銀は来年1月までインフレ率を6%未満に抑える短期目標を定めるほか、来年度のインフレ目標を $4 \pm 2\%$

に抑えるべく必要な政策対応を講じることが示されている。年明け以降の原油相場の底入れに伴い足下ではインフレ率が再び上昇する懸念はあるが、中国経済を巡る不透明感に加え、イランにおける核合意によって国際的な原油供給が拡大する期待も出るなか、原油相場が直ちに急上昇するリスクは後退している。したがって、

図2 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

図3 インフレ率(消費者物価上昇率)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

当面の物価動向を左右するのはモンスーン（雨季）における雨量の動向とそれに伴うカリフ期の穀物の生育に掛かっている。なお、今年3月に北部を中心に予想外の大雨が相次いで降った影響でラビ期の穀物を中心に物価上昇圧力が高まる可能性があるほか、当初はモンスーンの雨量が例年を下回る見通しが強まったものの、足下では事前予想に比べて雨量は多く推移しており、食料品を中心とする物価上昇圧力が抑えられるとの期待が高まっている。さらに、川上の物価である卸売物価は昨年末以降マイナスで推移しており、工業製品を中心にディスインフレ基調が続いている上、今後もモンスーンの雨量が一定程度降ることになれば、一次産品価格の安定によって川下の消費者物価の安定をもたらすことが見込まれる。その意味では、依然として同国の物価動向は「天のみぞ知る」という不透明な状況であることは変わりがないものの、物価安定が図れば家計部門を中心に実質購買力の押し上げられることで、景気拡大のけん引役である個人消費の拡大が促される好循環に繋がることも期待されよう。

- 政府を中心に物価安定に向けた取り組みが進むなか、準備銀は利下げを通じて景気を下支えする姿勢を強めており、年明け以降だけで累計3回の利下げを実施するなど、金融政策面で政府をバックアップする動きをみせている。なお、先月の定例会合において準備銀は先行きの物価動向について、モンスーンの雨量、地政学リスクに伴う原油市況の動向、国際金融市場の動向をリスク要因に挙げる一方、足下のインフレ率が低位で安定していることから、「前倒し」で利下げを実施するとの考えを打ち出した。こうした姿勢は、年明け以降の利下げ実施が政府の政策対応によって構造改革姿勢が示されていることに対応した動きとなっていることと呼応しており、政府に対して一段の構造改革を迫る意思を示したものと考えられる。1月の利下げ決定は原油安などに伴いインフレ率が予想外のスピードで低下したことに対応しており、3月の利下げ決定は直前に政府が発表した今年度予算において着実に財政赤字を圧縮する意思が示されるなど、財政健全化目標が堅持されたことに呼応したと考えられる。モディ政権は2年目を迎えるなか、今後は政権発足当初から期待を集めている構造改革の面で具体的な成果を挙げるのがこれまで以上に求められている。なお、春先に開催された予算国会においては、長年の懸案のひとつである外資系企業による出資比率の引き上げを謳う保険業法の改正が議会上下院で可決されるなど、予想外に成果を挙げるものもみられる。一方、今年度予算のなかで来年4月に導入する方針が示されたG S T（財・サービス税）は、実施の前提となる貧困層を中心とした銀行へのアクセス改善（financial inclusion）や国民総背番号制（J A M）の整備は進められているものの、中央政府と地方政府との間の調整や与党B J P（インド人民党）が依然少数派である議会上院での議論が残されている。また、インフラ整備や対内直接投資の誘致促進に向けた要件緩和に繋がる土地収用法の改正案も議会上院は通過するなどの成果はみられたが、こちらも今後は議会上院での議論が待ち受けている。今月21日から始まるモンスーン国会では、G S T導入や土地収用法を巡る議論が佳境を迎えると予想されるなか、改革実現に向けた道筋をどこまでみせることが出来るかが外国人投資家の動向に大きな影響を与えると予想される。モンスーン国会での議論の成否については依然として不透明な情勢だが、一部ではG S T導入が決定される可能性も予想されており、この実現だけでも複雑怪奇な同国の税制が大きく変わる転換点になることも期待される。土地収用法については地方政府を中心に議論山積の様相を呈するなど可決への道りは平坦ではないが、これら以外にも長年の課題とされる電力改革や労働法改正の議論も行われるとの見方も出ている。金融市場が求めるスピード感とは差があるほか、政府が目指す「メイク・イン・インド」への動きには難題が続く状況ではあるが、政府の一連の取り組みは着実な改革前進への意思を示している。景気の急回復を過度に期待出来る状況ではないが、インド経済は大きく変わる転換点に差し掛かりつつある。 以上