

インド経済：2011年10-12月期実質GDP成長率は前年比6.1%へ鈍化

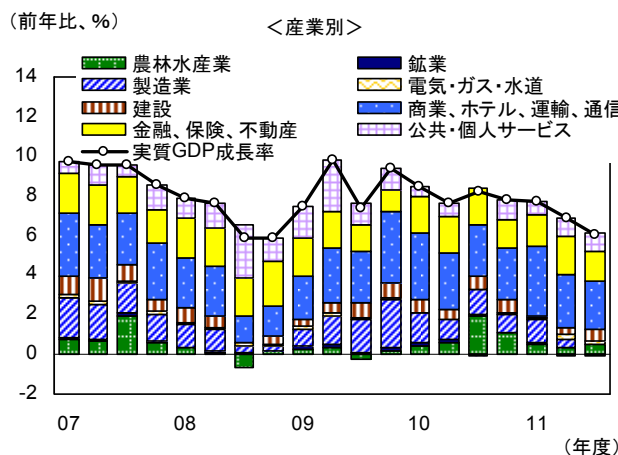
2011年10-12月期の実質GDP成長率は前年比6.1%と市場の事前予想（Bloomberg：前年比6.3%）を下回った。インフレ抑制に向けた金融引き締めの影響で内需を中心に成長ペース鈍化が鮮明となっている。

1. 成長鈍化が鮮明化、足元は底打ちの兆し

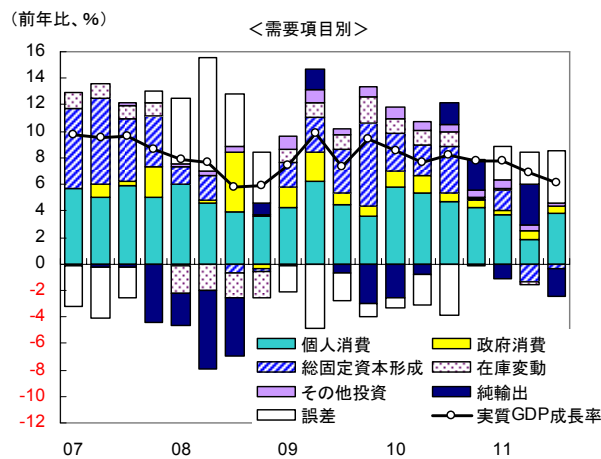
2011年10-12月期の実質GDP成長率は、前年比6.1%（前期：同6.9%）と2009年1-3月期（同5.9%）以来の低水準にとどまった（第1図）。産業別に見ると、金利高に伴う投資の低迷に加え、燃料高や一部自動車メーカーにおけるストライキに伴う生産減などの影響もあり、製造業（同+0.4%）が伸び悩んだほか、政府が違法な鉄鉱石採掘を禁止にした影響などで鉱業（同▲3.1%）の低迷が続いた。

需要項目別では、金利高に伴う設備投資の減少などを背景に総固定資本形成（同▲1.2%）が2期連続の前年割れとなったほか、欧州債務問題深刻化に伴う世界経済減速の影響などで輸出（同+13.1%）が鈍化する一方、原油高などに伴い輸入（同+17.3%）が拡大し、外需の寄与度がマイナスに転じた。他方、民間消費（同+6.2%）は前期（同+2.9%）から持ち直すなど内需の底堅さも窺える。

第1図：実質GDP成長率の推移



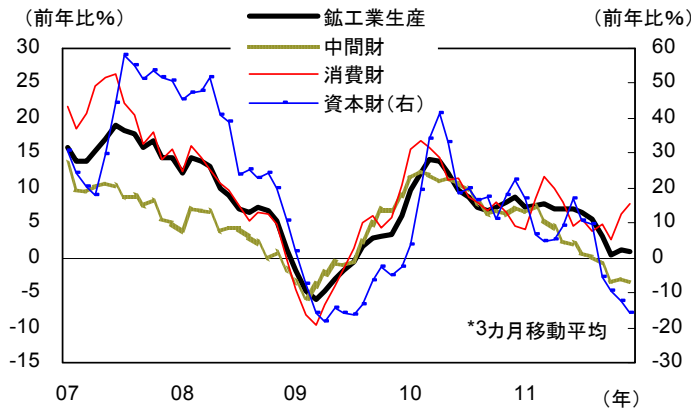
（資料）インド中央統計機構より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



（出所）インド中央統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

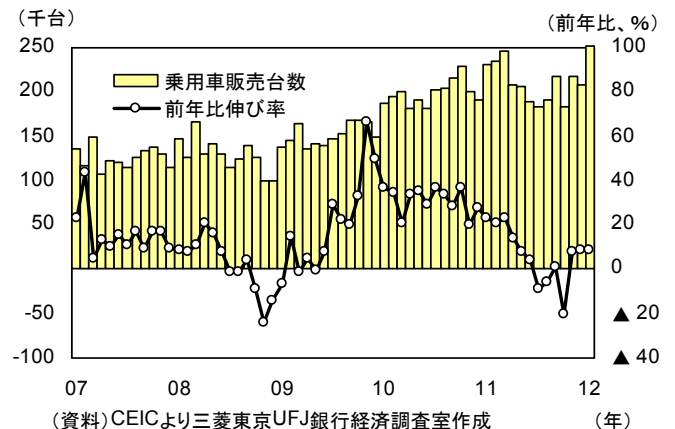
足元、月次の指標を見ると底打ちの兆しも窺える。1月の製造業購買担当者指数 (PMI) は57.5ポイントと11月(51.0)をボトムに2カ月連続で改善した。乗用車販売台数についても、11月以降は20万台超の高水準、前年比プラスの伸びを維持している(第3図)。ストライキの収束など供給サイドの要因の剥落に加え、メーカー各社によるディーゼル車投入効果などが需要喚起につながっているとみられる。

第2図：鉱工業生産指数



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：乗用車販売台数の推移



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

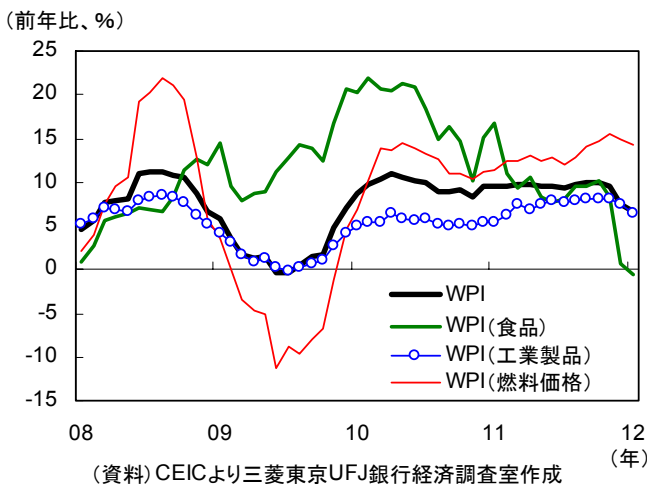
2. インフレは沈静化の動き、中銀は慎重に利下げの時期を判断

こうした中、1月の卸売物価 (WPI) 上昇率は前年比 6.6%と約 2 年ぶりに 7%以下の水準まで低下し、インフレ沈静化の兆しが窺える (第4図)。野菜価格の下落などの季節要因の影響が大きいというえ、高たんぱく食品の上昇や燃料価格の高止まりが続くなど予断は許さないものの、コアインフレの代替指標として注目される工業製品価格の上昇ペースが鈍化しつつある点はプラスに評価できる。

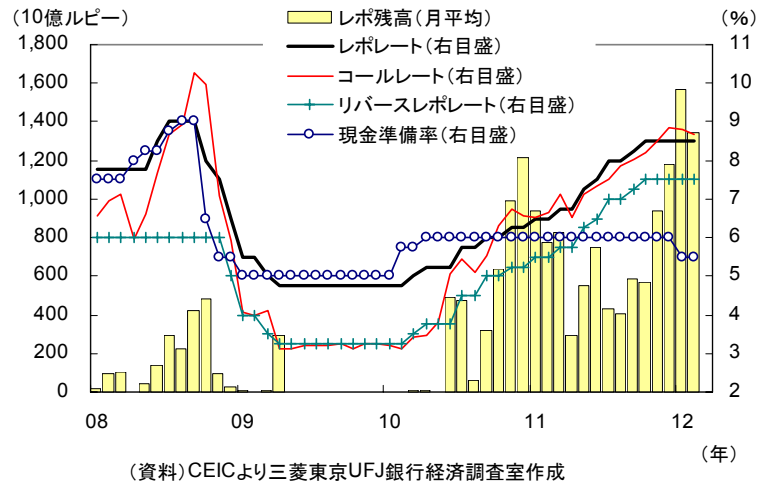
インド準備銀行 (RBI、中央銀行) は、金融市場における流動性逼迫を受け、昨年後半以降、流動性調整ファシリティ (レポによる資金供給) などを通じ大量の流動性供給を実施している (第5図)。その規模は2008年後半のグローバル金融危機当時を大きく上回る。さらに、景気の先行き不透明感の強まりを受け、今年1月の金融政策会合では3年ぶりに現金準備率 (CRR) を50bps引き下げ5.5%とした。もっとも、需要サイドからのインフレ圧力に対する警戒などから、主要政策金利 (レポレート 8.5%、リバースレポレート 7.5%) の早期の引き下げには慎重スタンスを崩していない。今後、インフレの沈静化に伴い、徐々に金融緩和が視野に入ってくるとみられるが、RBIは利下げの前提として、政府が財政再建の方向性を明確に示すことを求めていることもあり、3月中旬に発表が予定されている2012年度予算案の内容を見極める必要がある。中央政府の財政赤字は、グローバル金融危機後の景気刺激策もあり2009度には対名目GDP比▲6.4%まで拡大、2011年度については同▲4.6%への縮小を見込んでいるが、利払い、補助金、公

共サービスなど経常歳出の硬直化が財政赤字の主因となっており、中長期的な成長に不可欠なインフラ整備等の資本歳出向け支出は、近年一段と縮小している。特に、農村における雇用対策の拡充については、所得増加を通じ内需拡大の支えとなる反面、需要サイドからのインフレ圧力につながっているとみられる。また、財政赤字ファイナンスのための国債増発により国内金利が高止まり、後述する低コストの海外からの借入への依存を強める一因にもなっている。

第4図：物価動向



第5図：金融指標



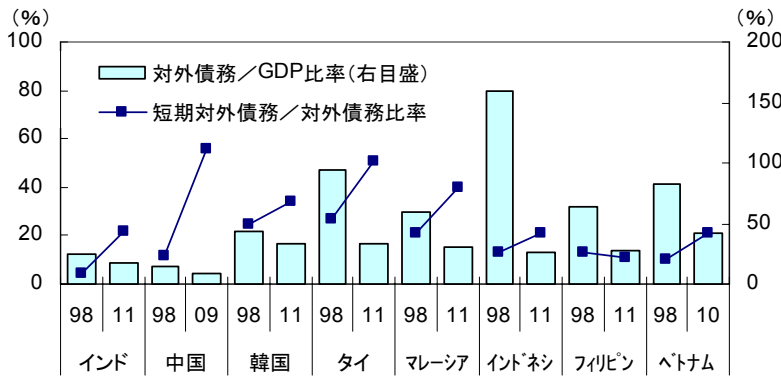
3. 対外バランス上の不安は小さいものの、ルピー安に伴う債務負担増大には留意

国内金利が高止まりする中、相対的に低コストの海外からの借入が拡大している。10-12月期の対外商業借入額（External Commercial Borrowing: ECB）は、当局の規制緩和もあり、81億ドルと前期の102億ドルにこそ及ばないものの、前年同期（48億ドル）の1.7倍の規模に達した。

しかし、対外債務残高や外貨準備高の水準に鑑み、マクロ的な対外バランス上の不安は総じて小さいと言える。対外債務残高は名目GDP比20%以下（2011年9月時点）と他のアジア主要国との比較では中国の10%以下に次ぐ低水準にあるほか、対外債務全体に占める短期の割合も22%とタイ（51%）、マレーシア（40%）、韓国（34%）などに比べて低い（第6図）。外貨準備高（除く金）については、RBIによるルピー買い/ドル売りの為替介入もあり2011年7月の2,937億ドルをピークに12月末には2,701億ドルまで減少したが、それでも輸入比7カ月分と健全の目安とされる3カ月分を大きく上回る水準を確保している（第7図）。対外商業借入については、対外債務全体の3割程度と2006年度時点の19%から過去5年間で約10%ポイント上昇したが、資金用途や借入期間（平均残存期間3年以上）、金利等に様々な要件・制限が課されており短期的な資金流出リスクは低い。

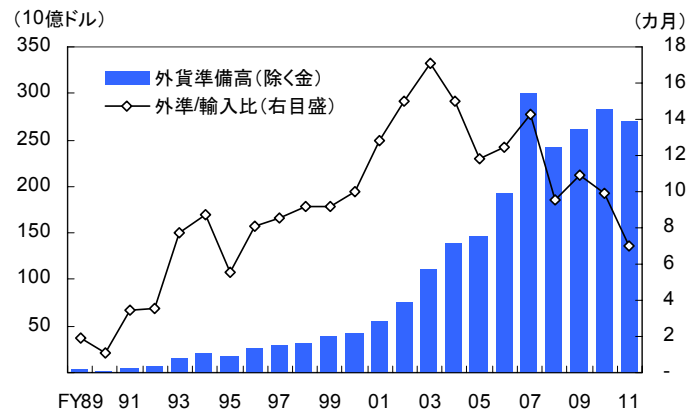
ただし、ルピー下落に伴う債務負担増大や欧州金融機関のデレバレッジに伴う個別企業のリファイナンスの行方については留意する必要がある。ルピーの対ドル相場は、12月14日には一時1ドル=54ルピー台の史上最安値を更新、8月以降の下落幅は約2割に達するなど、アジア通貨の中でも下落幅が目立った（第8図）。欧州債務問題の深刻化などに伴いリスク回避の動きが強まる中、景気減速や経常赤字などファンダメンタルズの悪化に加え、相次ぐスキャンダルなど国内政治の不安定化もルピーの下落に拍車をかけたとみられる。その後は、欧州中央銀行（ECB）の資金供給や米国の景気回復期待などをきっかけにリスク回避の動きが緩らいだことに加え、インド政府・当局が資本流入促進策や為替投機抑制措置（第1表）などを打ち出したこともありルピーは反転、1月末までに49ルピー台の水準を回復した。

第6図：対外支払い能力



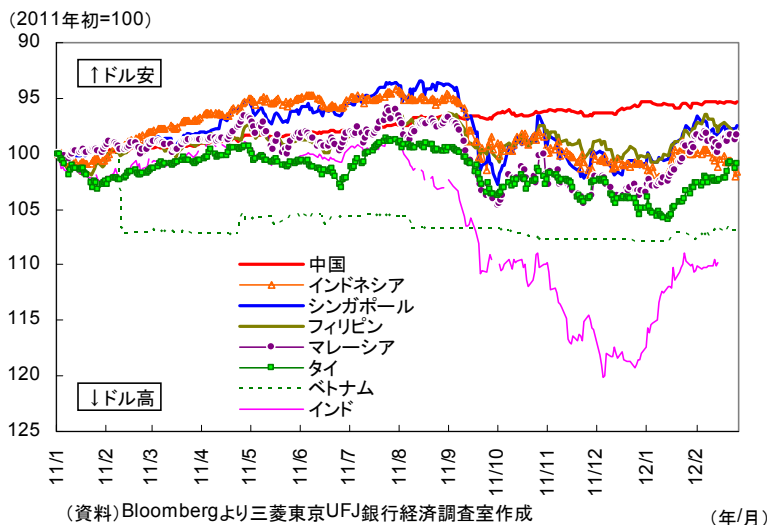
(注)インドは年度末(翌年3月)。直近は2011年9月。
2004年度以降の短期対外債務は6カ月未満の貿易信用を含む。
(資料)各国統計などより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：外貨準備高



(注)2011年度は12月末時点。
(資料)RBI資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：対ドル為替相場の推移



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：資本取引に関わる最近の主な規制変更

日付	内容
11年9月25日	政府、対外商業借入(ECB)規制を緩和。実体部門、工業部門、インフラ部門の自動認可ルート適用限度額(年度当たり)引き上げ(5億ドル→7.5億ドル)など。
11月21日	財務省、外国機関投資家(FII)による債券投資上限額を引き上げ。新たな上限は社債が200億ドル(従来150億ドル)、政府債が150億ドル(同100億ドル)。
12月15日	インド準備銀行(RBI)、為替投機抑制策を発表。外国為替取引における銀行のO/Nポジション引き下げなど。
29日	RBI、非居住者によるインド・ルピー建て対外商業借入(ECB)の為替リスクヘッジを許容。
12年1月2日	政府、海外個人の株式投資を解禁(実施は15日～)。

(資料)インド財務省、RBIなどより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. 今後の展望と課題～成長加速に向け政治的求心力の回復が不可欠

先行きインド経済は、インフレの沈静化を受け、内需を中心に緩やかに持ち直しに転じよう。ただし目先は、金利の高止まりにより投資を中心に内需が伸び悩むほか、輸出の伸びの鈍化などが重石となり、成長ペースの加速は年央以降になるとみられる。実質GDP成長率は2011年度が前年比7%程度、2012年度は同7.3%を予想する。

また、成長加速に向け、政治的求心力の回復が重要なポイントと考えられる。2007年のコモンウェルス・ゲーム関連施設建設や2008年の携帯電話周波数入札に関わる汚職など相次ぐ政治スキャンダルを受け、シン政権の求心力が低下しており、海外投資家の信頼低下も懸念される。11月24日に政府は総合小売業への外資参入（上限51%）を認める方針を一旦閣議決定したものの、野党や一部州政府の猛反発を受け、12月5日には棚上げに追い込まれるなど、国会機能は麻痺状態に陥っている。求心力の回復という点で注目されるのが、足元5つの州で行われている州議会選挙後の行方である。特に人口約2億人とインド最大のウッタル・プラデシュ州（3月6日開票）などで与党・国民会議派が勝利すれば、財政再建や外資政策などでシン政権がリーダーシップを発揮し易くなり、金融緩和や海外からの資本流入拡大などを通じて成長加速に弾みとなる。

以 上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。