



BTMU ASEAN TOPICS (No.2012-7)

Aki Fukuchi 福地 亜希
fukuchi@sg.mufg.jp

May 31, 2012

**インド経済：2012年1-3月期実質GDP成長率は前年比5.3%へ鈍化
～成長加速に向け改革路線の維持・実現が不可欠～**

【要旨】

- ▶ 2012年1-3月期の実質GDP成長率は前年比5.3%と市場の事前予想（Bloomberg：前年比6.1%）を大きく下回った。金利高や世界経済減速に伴う製造業の生産・投資および貿易取引の低迷などが主な要因だが、前年同期が大幅に上方修正（同7.8%→同9.2%）されたことも予想比下振れに繋がった。なお2011年度通年では同6.5%（前年：同8.4%）と2002年度（同4.0%）以来9年振りの低水準にとどまった。
- ▶ 一方、実質所得の増加などを追い風に民間消費は総じて堅調を維持しており、今後、内需を中心に持ち直しが見込まれる。ただしインフレ圧力が根強く、当面利下げ余地が限られることなどから民間投資の本格回復は期待し難く、回復ペースは緩慢なものとなろう。
- ▶ 金融市場では、インド・ルピーが1ドル=56ルピー台の過去最安値を更新するなど、アジア主要通貨の中でも下落が目立っている。景気鈍化やインフレに加え、財政赤字や経常赤字の拡大などファンダメンタルズの悪化が主な要因とみられる。構造問題の解決には時間を要するため、目先大幅な改善は見込み難い。
- ▶ 政治的には、閣僚の汚職問題に加え3月初めに開票された州議会選挙での与党国民会議派の伸び悩みなどで、シン政権の求心力低下が懸念されている。インフレ抑制および持続的な安定成長に向けインフラ向け投資拡大による供給能力の増強が不可欠となっており、いかに改革路線を維持・実現するか政治的手腕が問われている。

1. 成長率は一段と低下、足元は内需を中心に持ち直しの兆し

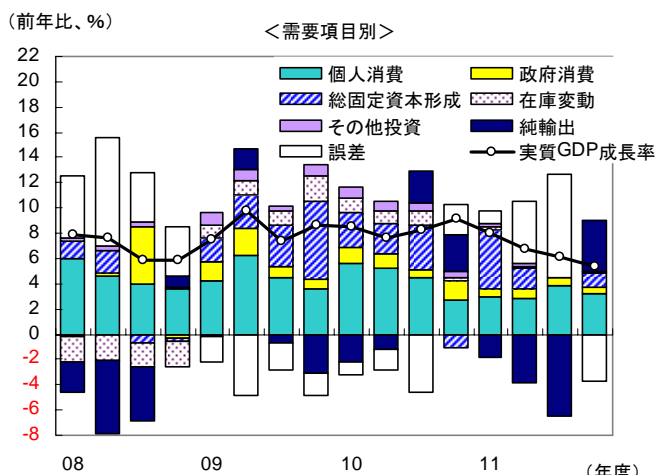
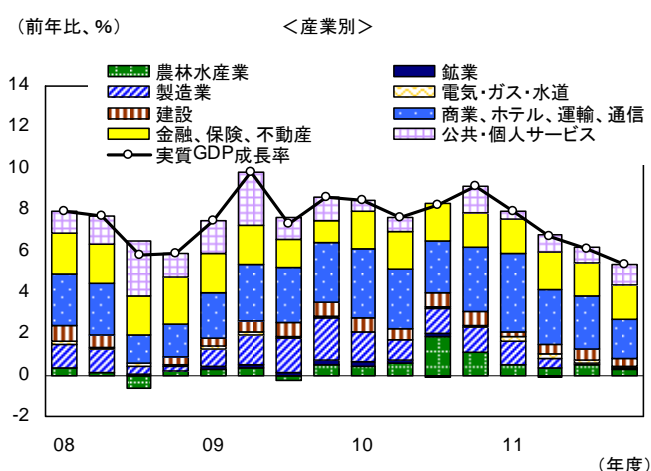
2012年1-3月期の実質GDP成長率は前年比5.3%と前期(同6.1%)から一段と低下した。金利高や世界経済減速に伴う製造業の生産・投資や貿易取引の低迷などが主な要因だが、前年同期が大幅に上方修正(同7.8%→同9.2%)されたことも予想比下振れの一因となった。なお2011年度通年では同6.5%(前年:同8.4%)と2002年度(同4.0%)以来の低水準にとどまった。

1-3月期の実績を産業別に見ると、製造業(同▲0.3%)が前年割れとなったほか、貿易取引の低迷などを背景に商業・ホテル・輸送・通信(同+7.0%)の伸びが鈍化した。他方、鉄鉱石の違法採掘問題の影響などで低迷していた鉱業(同+4.3%)は1年振りにプラスに転じたほか、金融・保険・不動産・ビジネスサービス(同+10.0%)は伸びが加速するなど一部持ち直しの動きが見られる。需要項目別でも民間消費(同+6.1%)がやや鈍化したものの昨年度前半の4%台の伸びに比べて高水準を維持、総固定資本形成(同+3.6%)が2四半期ぶりにプラスに転じるなど内需を中心に底堅さが窺える。

今後インド経済は内需を中心に徐々に持ち直しに転じよう。賃金上昇に加え政府が農村の雇用対策として実施している「全国農村雇用保証制度(NREGS)」^(注1)などによる実質所得の増加も民間消費を下支えし、生産面への波及が予想されるほか、インフラ分野を中心に投資拡大が見込まれる。ただし当面、利下げ余地が限られることなどから民間投資の本格回復は期待し難く、回復ペースは緩やかなものにとどまろう。

(注1) 2006年2月にスタートした「全国農村雇用保証制度(National Rural Employment Guarantee Scheme: NREGS)」では、農村における失業者(1世帯当たり1名)に対し年度当たり100日の公共工事などでの単純労働機会を保障、日当は当初の60ルピーからその後100ルピー(州の最低賃金の水準によってはこれを上回る)へ引き上げられた。2011年には消費者物価(CPI)上昇率に連動して決定されるようになり、2012年4月には122~191ルピーへ引き上げられた。

第1図：実質GDP成長率の推移



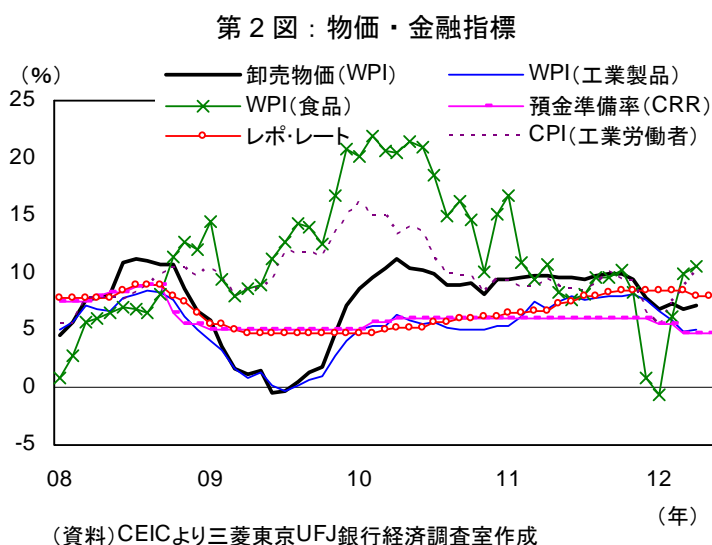
2. インフレ圧力は依然根強い

インフレ率は高止まりしている。卸売物価（WPI）上昇率は昨年9月の前年比10.0%をピークに3月には同6.9%と約2年振りに7%以下の水準まで低下したが、4月には同7.2%へ上昇した（第2図）。工業製品価格の上昇ペースは鈍化しつつあるものの、野菜や高タンパク食品など食品価格の高騰が主な押し上げ要因となっている。

食品価格高騰の背景には、所得水準の上昇に伴う生活スタイルの変化、高タンパク食品の消費拡大などが影響している。Indian School of Businessの調査によると、前述の「全国農村雇用保証制度（NREGS）」を通じて得た所得の大半は食料費に充てられている。

政府・当局は、農業部門向けローン拡大や最低買取価格制度などのインセンティブを通じた供給能力の拡大、倉庫設備の整備などを通じて食品価格の安定化を目指しているが、供給面での問題を解消するのは容易ではない。

コアインフレ率の代替指標とされる工業製品価格の低下などを受け、インド準備銀行（RBI、中央銀行）は、4月に約3年振りとなる利下げを実施、主要政策金利であるレポレートを50bps引き下げ8.0%とした。しかし根強いインフレ懸念などから追加の緩和には慎重姿勢を崩していない。



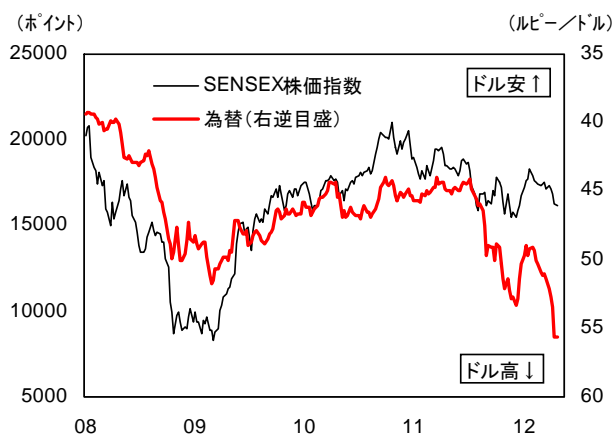
3. インド・ルピーは過去最安値を更新

インド・ルピーの対ドル相場は3月以降下落基調を強め、5月下旬には1ドル=56ルピーの過去最安値を更新した（第3図）。足元、欧州債務問題再燃に伴うリスク回避の動きなどによりアジア主要通貨は総じて下落しているが、2011年8月以降のルピーの下落率は20%超と主要アジア通貨の中でも下落が際立っている（第4図）。

インド固有の通貨安要因としては、成長鈍化やインフレのほか経常赤字や財政赤字の拡大などファンダメンタルズ悪化の影響が大きいと考えられる。もともと証券市場への参加は認定を受けた海外機関投資家（FII）に限られ、インターバンク市場でも昨年末の銀行に対する為替高規制強化もあり投機的なルピー売りは難しく、先行き不透明感を受けた石油輸入業者を中心とする国内実需によるヘッジ取引の影響が大きいとみられる。

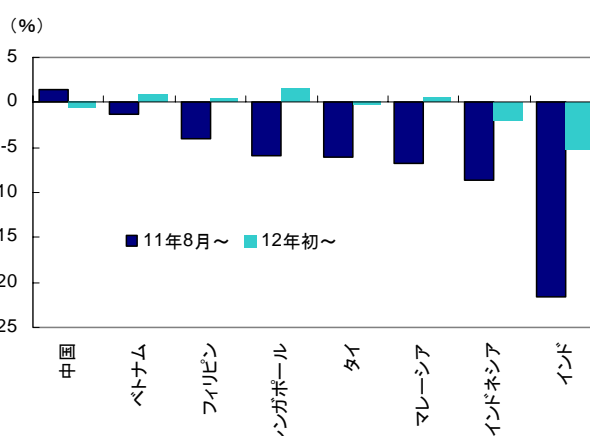
昨年来政府・当局は、通貨下落圧力を緩和するために資本流入を促す措置を相次いで打ち出している。国内企業の対外商業借入規制に関わる規制緩和や在外居住者による預金金利の上限引き上げ、5月には輸出業者が輸出により獲得した外貨の半分のルピー転換義務づけなどの措置を発表した。また証券投資については、FIIによる債券投資上限額を引き上げ、海外個人投資家による株式投資や社債投資も解禁した（第1表）。

第3図：インド為替・株価動向



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：主要アジア通貨の対ドル相場騰落率



(資料)Bloombergデータをもとに三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：当局による資本流入促進策

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)。
11月23日	政府、対外商業借入 (ECB) 規制を緩和。借入金利の上限について、借入期間が3~5年の場合は6カ月 LIBOR+350bps (現行同300bps) へ引き上げ (5年超の場合はLIBOR+500bpsで据置き)。
	非居住者 (NRI) による新規ルピー預金金利 (1~3年定期) についてドルの同期間のLIBOR/SWAP+275bps (現行同175bps) へ引き上げ。NRI外貨預金の金利は同期間のLIBOR/SWAP+125bps (現行同100bps) へ
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。
12月16日	NRIルピー預金金利のうち貯蓄預金および1年超の定期預金の金利を自由化。NRI普通預金の貯蓄預金の金利を自由化 (定期預金の金利は自由化済み)
12月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	海外個人投資家による株式投資を解禁 (実施は15日~)。
5月4日	非居住者 (NRI) による外貨預金金利の上限をLIBOR/SWAP+125bpsから1~3年定期については+200bps、3~5年については+300bpsへ引き上げ。外貨建て輸出信用の貸出金利の上限を自由化。
5月10日	輸出業者が輸出により獲得した外貨について、外貨獲得者外貨口座 (EEFC) 残高の50%をルピーに交換。
5月29日	海外個人投資家の社債投資 (上限10億ドル) を解禁すると発表。

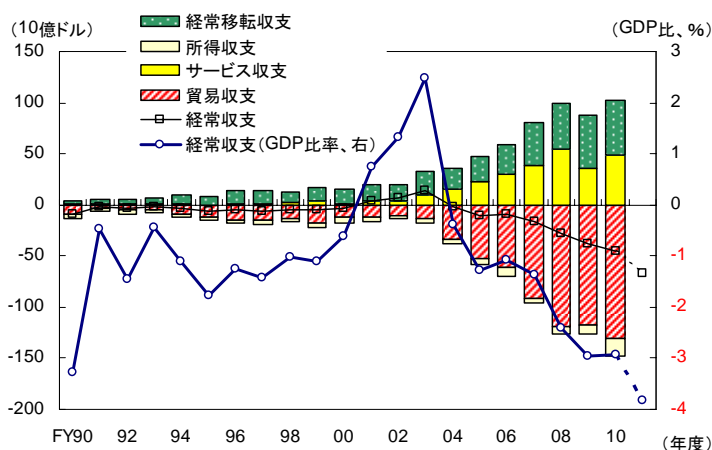
(資料)インド財務省、RBIなどより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. 不安定化する国際収支バランス

(1) 経常赤字は過去最大

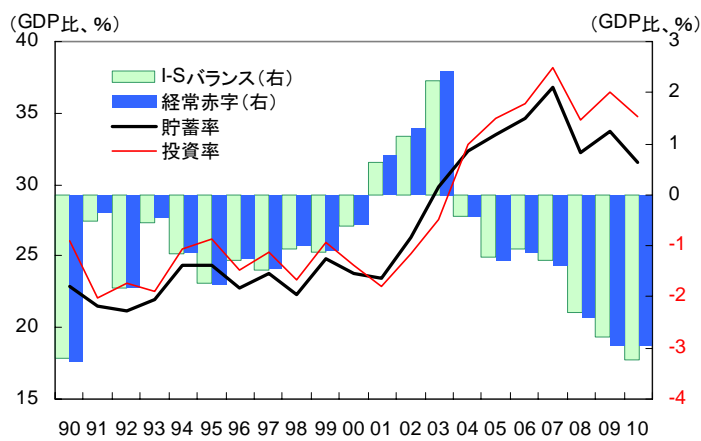
インドの経常収支は貿易赤字を主因に赤字基調で推移している。経常収支は、2000年代前半こそ IT 関連サービス輸出や海外労働者送金の拡大を追い風に一時的に黒字に転じたものの、2004 年度以降は貿易赤字拡大を主因に拡大傾向が続いており、2011 年度 10-12 月期は▲196 億ドル（GDP 比▲4.3%）へ拡大、2011 年度通年でも▲600 億ドル超（同▲3~4%）と過去最大を更新する公算が高い（第 5 図）。また、金利高を背景に投資が伸び悩むなか、高インフレやルピー安などを受け、家計が預金などの金融資産よりも金や耐久財など実物資産での貯蓄を選好する傾向が強まり、貯蓄率が低下していることも経常赤字拡大の一因として指摘される（第 6 図）。

第 5 図：経常収支の推移



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 6 図：貯蓄・投資バランス



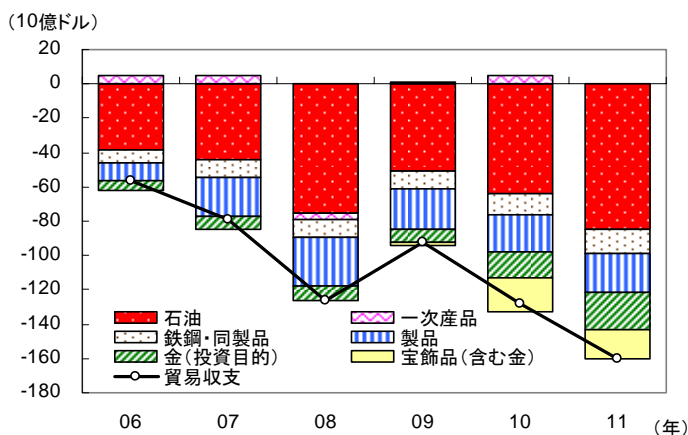
(資料)ADBなどより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

足元の輸出は、全体の約 3 割を占める欧米の景気低迷に加え、同約 2 割を占める中東・北アフリカ地域でも政変と欧州債務危機に伴う資金流入の減少の影響などで低成長に直面している国が少なくないことなどから伸び悩んでいる。一方輸入は、高成長に伴いエネルギー需要が拡大する中、全体の 3 割を占める原油および同 1 割を占める金など国際商品価格の高騰に加えルピー安の影響などを受け高水準で推移している。

2011 年の貿易収支を主要商品別に見ると、石油が▲848 億ドルと過去のピーク（2008 年：▲756 億ドル）をわずかに上回った程度だが、金および宝飾品が▲389 億ドル（同▲87 億ドル）へ大きく拡大した（第 7 図）。もっとも、2011 年のインドの金需要（投資目的+宝飾品目的）は 933.4 トン（前年比▲7%/うち宝飾品目的：同▲14%、投資目的：同+5%）と減少しており（第 8 図）、金の国際価格の高騰およびルピー安が輸入額の増

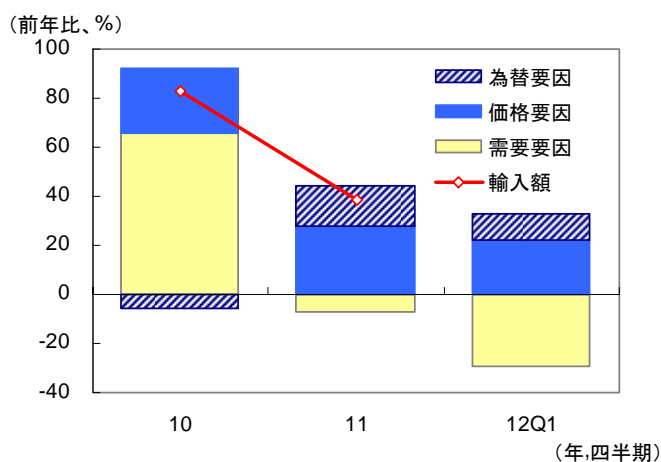
大につながったと考えられる。2012年第1四半期のインドの金需要は価格高騰に伴う需要減退などから207.6トン(同▲29%/うち宝飾品目的:同▲19%、投資目的:同▲46%)へ一段と減少、昨年までの世界最大の金需要国から中国(255.2トン)に次ぐ世界第2位に後退した。政府は3月に金に対する輸入税の引き上げ(2%→4%)を発表、今後の貿易赤字抑制効果が見込まれる。もっとも、主要貿易相手国の景気回復にはまだ時間を要するとみられることなどから、経常収支は当面高水準で推移することが予想される。

第7図：貿易収支内訳



(注)金輸入については、6割を宝飾品目的、4割を投資目的として計算。
 (資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：金輸入額の要因分解



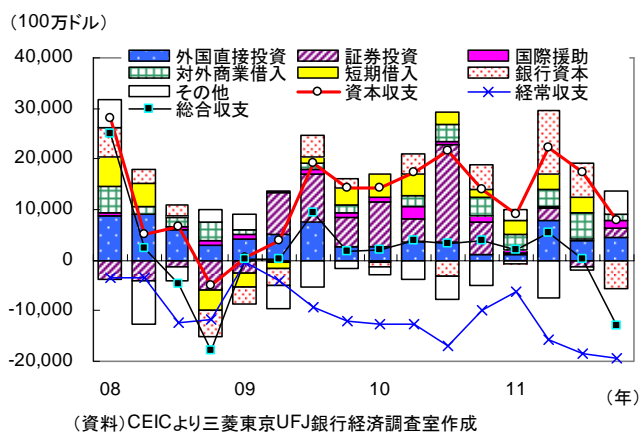
(資料)CEIC、WGCなどより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 資本収支は黒字ながらも足元伸び悩み

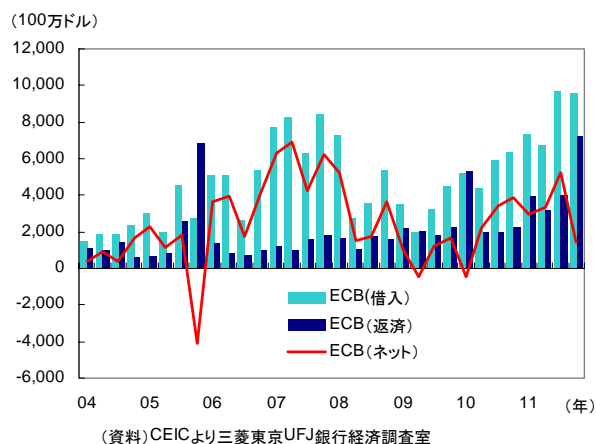
経常赤字の拡大に伴い、これをファイナンスするための海外からの資金流入への依存が高まっており、外部環境悪化に対する脆弱性が懸念されている。

インドの資本収支は、直接投資のほか証券投資、対外商業借入など海外からの資本流入を中心に黒字基調を維持している(第9図)。ただし、2008年以降のグローバル金融危機や2011年後半以降の欧州債務問題の深刻化などリスク回避の動きの影響を受け易く、昨年10-12月期は80億ドル(前期:172億ドル)へ縮小した。対内直接投資が45億ドル(同40億ドル)へ拡大、証券投資も19億ドル(同▲12億ドル)と流入超に転じたものの、対外商業借入(ネット)の縮小、在外インド人(NRI)預金の流出などがマイナス要因となった。対外商業借入は、国内金利の高止まりにより低コストの海外からの借入が高水準で推移しているが、グローバル金融危機以前の借入(期間3~5年)の返済が増加していることからネットでの借入の縮小に繋がっている(第10図)。この結果、総合収支は▲128億ドルと2008年10-12月期(▲179億ドル)以来3年振りの赤字を記録した。

第9図：資本収支の推移



第10図：対外商業借入（ECB）の推移



5. 財政赤字は高水準ながらも水面下では地道な改革が進展

財政赤字も高水準で推移している（第11図）。インド政府は「財政責任法（The Fiscal Responsibility and Budget Management Act）」（2004年7月施行）^{（注2）}に基づき財政赤字の削減に取り組み、2007年度には同▲2.5%と1年前倒しで目標（2008年度までに財政赤字/GDP比▲3%以下）を達成した。しかし2008年以降は、グローバル金融危機後の大規模な景気刺激策（農民向け債務免除や公務員給与引き上げ、減税など）により財政赤字が再び拡大、2009年度には同▲6.4%に達した。2010年度には景気回復に伴う法人税収増加などで同▲4.9%へ縮小したものの、2011年度は同▲5.9%と目標（同▲4.6%）を大幅に超過した。成長鈍化に伴い税収が伸び悩んだほか、資源価格高騰に伴い燃料補助金支出が増大した（第12図）。2012年度はサービス税および物品税引き上げ（いずれも現行10%→12%）やサービス税課税方式の変更（120種類のポジティブリスト→17種類のネガティブリスト）などで歳入増を図る一方、歳出については燃料補助金支出の削減などにより歳出を抑制し、財政赤字を同▲5.1%に抑制する計画である。

歳出面では、利払い、補助金、国防費などの支出が全体の約5割を占め、その他公共サービスを含めた経常歳出が全体の9割に達する一方、インフラなど資本支出が1割程度にとどまっている点などが構造的な問題として指摘される。政府は燃料向け補助金の削減に向け、2010年6月に国内燃料に対する価格統制の廃止を決定、ガソリン価格を自由化した。足元のルピー安による輸入燃料価格の高騰もあり、過去2年間の上昇率は40%を超えている。5月24日に国営石油3社はガソリン価格を平均11%と過去最大の値上げを実施したが、補助金削減へのインパクトが相対的に限定的である一方、家計への打撃が大きいとして反発が強まっている。一方ディーゼル価格については、中低所得層への配慮などから自由化に至っておらず、過去2年間の上昇率は2%程度にとどまっている。

しかし、今年度の財政赤字目標達成にはディーゼル価格を農業用と非農業用に分け後者に対する補助金を削減するなどの打開策が求められる。この他、肥料向け補助金システムの改革^(注3)や国民総背番号制(Unique Identification Number: UIDAI)^(注4)の導入による所得水準に応じた最適な補助金交付システムの構築など、補助金総額の削減に向けた地道な改革が進められている。

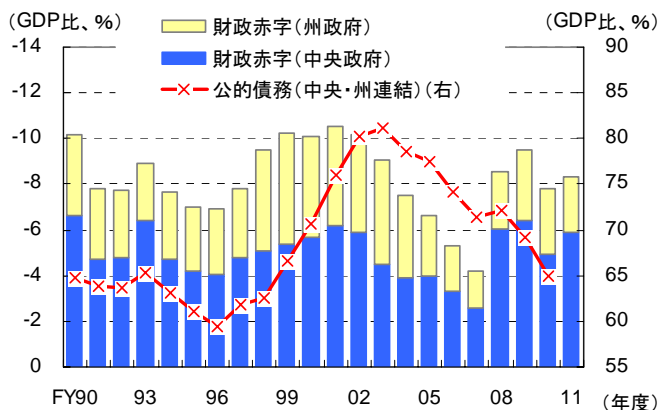
歳入面では、税収が対GDP比7%程度と軒並み10%を超えるアジアの中でも低水準にとどまっており、全国レベルでの物品サービス税(GST)導入が長年の課題となっている。政府は今年8月までにIT基盤の整備を進める方針を示しているものの、GST導入時期そのものについては明言を避けている。導入が実現すれば税収増および複雑な税制の簡素化という観点から外資企業の投資環境改善に大いにプラスとなる。

(注2) 「財政責任法」では、中央政府の経常的赤字を毎年GDP比0.5%以上削減、財政赤字を同0.3%以上削減し、2008年度までに財政赤字をGDP比3%以下に削減することなどを義務づけている。

(注3) 肥料向け補助金については、成分別の交付システムへの改定が進展しており、大半が輸入によって賄われる非尿素肥料については2010年4月から企業が自由に価格を決められるようになった。

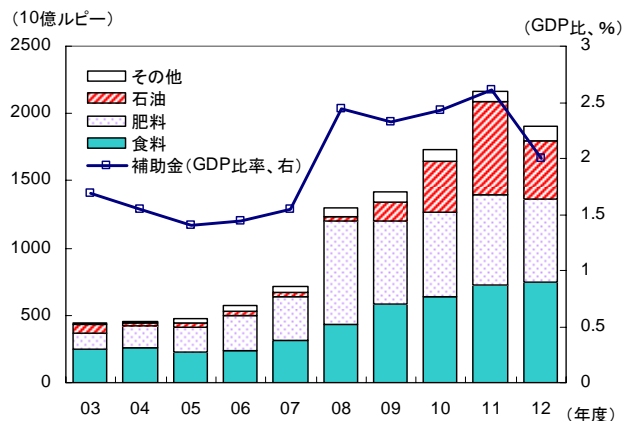
(注4) 政府は2009年に「Unique Identification Authority of India: UIDAI」(インド固有識別番号庁)を設立、総裁にはIT大手インフォシス・テクノロジー社の創設メンバーの一人かつ共同会長であるナンダレ・ニレカニ氏を起用。全国民に対して12桁のUnique Identification Numberを支給、身分証明にとどまらず、銀行口座とリンクし、社会サービス、補助金などでも活用する。これまでに約2億人に対し同Numberを示すカードが支給され、2015年頃には全人口の約5割(6億人)まで広げる計画。

第11図：財政赤字および公的債務



(資料)インド政府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：補助金の推移



(注)2012年度は予算案。

(資料)インド財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

6. 中長期的な安定成長に向け改革路線の維持が不可欠

今後インド経済は、堅調な所得の増加などを支えに民間消費を中心に緩やかな持ち直しが見込まれる。ただし、食品価格の上昇や増税に伴うインフレへの懸念などから当面RBIの利下げ余地は限られるとみられ、民間投資の本格回復は期待し難く、回復ペースは緩やかなものにとどまろう。



政治的には、閣僚の汚職問題に加え、今年1月末から3月初めにかけて国内5州（マニプール、パンジャブ、ウッタラカンド、ゴア、ウッタルプラデシュ）で実施された州議会選挙で与党国民会議派が伸び悩むなど、シン政権の求心力低下が懸念されている。来年には2014年の総選挙に向け思い切った改革は難しくなるほか、財政政策が拡張的となる可能性もあり予断は許さない。

しかし足元高金利が投資を抑制、供給能力上の制約からインフレが高止まりするなどの悪循環が懸念されている。インフレ抑制と持続的な安定成長に向けインフラ向け投資拡大による供給能力の増強が不可欠となっており、改革路線の維持・実現に向けた政治的手腕が問われている。目先は補助金支出の削減による財政赤字の削減のほか、土地収用法の成立、総合小売業への外資参入規制の緩和などによる投資環境の改善などがポイントとなろう。

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すよう、宜しくお願い申し上げます。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。