

## インド経済…景気は緩やかに減速

## (1) 2008年度の実質GDP成長率は7.2%の見込み

インドの2007年度（2007年4月～2008年3月）の実質GDP成長率は、3年連続の9%台となる9.0%となったが、2008年4～6月期は前年同期比7.9%と、四半期の成長率としては約3年半ぶりの水準に減速した。4～6月期の成長率を産業別にみると、農業部門3.0%、鉱工業部門6.9%、サービス業部門10.0%であった（図表1）。サービス業部門が高い伸びを維持する一方、鉱工業部門では製造業が5.6%となり、減速傾向が明確となった。

また、4～6月期の成長率を需要項目別にみると、個人消費が堅調を維持する一方、固定資本形成の伸びが鈍化している（図表2）。製造業の減速傾向と合わせて考えれば、企業の生産・投資活動が減速しているといえる。2007年度に前年比8.5%伸びた鉱工業生産指数は、4～9月には前年同期比4.9%にとどまった。とりわけ、前年度に18.0%伸びた資本財が4～9月には10.8%となっており、これは設備投資が手控えられられる傾向にあることを反映している。その背景には、世界景気の減速を背景に企業の景況感が悪化していること、インフレに伴い原材料コストが高騰していること、金

(図表1) 産業部門別のGDP成長率

(前年同期比、%)

	2006年度					2007年度					2008年度
		4～6月	7～9月	10～12月	1～3月		4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
実質GDP成長率	9.6	9.6	10.1	9.3	9.7	9.0	9.2	9.3	8.8	8.8	7.9
農業部門	3.8	2.7	3.2	4.0	4.9	4.5	4.4	4.7	6.0	2.9	3.0
鉱工業部門	11.0	10.8	11.0	10.4	11.6	8.5	9.1	9.4	8.2	7.6	6.9
うち鉱業	5.7	4.1	3.9	6.0	8.2	4.7	1.7	5.5	5.7	5.9	4.8
うち製造業	12.0	11.7	12.2	11.3	12.8	8.8	10.9	9.2	9.6	5.8	5.6
うち電気・ガス・水道	6.0	4.3	6.6	7.6	5.4	6.3	7.9	6.9	4.8	5.6	2.6
うち建設業	12.0	13.1	12.0	10.8	12.2	9.8	7.7	11.8	7.1	12.6	11.4
サービス業部門	11.1	11.5	11.5	11.1	10.3	10.8	11.0	10.5	10.4	11.2	10.0
うち商業・ホテル・運輸・通信	11.8	10.9	12.7	12.1	11.6	12.0	13.1	11.0	11.5	12.4	11.2
うち金融・保険・不動産	13.9	13.6	13.9	14.7	13.4	11.8	12.6	12.4	11.9	10.5	9.3
うち地域・社会・個人サービス	6.9	10.3	7.2	5.6	5.1	7.3	5.2	7.7	6.2	9.5	8.4

(資料) Center for Monitoring Indian Economy

(図表2) 需要項目別のGDP成長率

(前年同期比、%)

	2006年度					2007年度					2008年度
		4～6月	7～9月	10～12月	1～3月		4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
実質GDP成長率	9.7	8.0	11.0	9.7	9.7	9.0	9.2	9.2	8.9	8.8	7.9
個人消費	7.1	5.5	9.6	6.6	4.2	8.3	7.6	7.6	9.4	8.3	8.0
政府消費	6.2	43.7	▲ 12.1	▲ 2.3	▲ 1.9	7.0	▲ 2.2	10.3	2.2	16.7	7.7
固定資本形成	15.1	17.1	13.6	15.7	25.1	13.8	13.3	16.7	14.3	11.2	9.0
輸出	18.9	45.7	25.5	17.9	27.1	7.5	6.0	▲ 2.8	15.8	10.1	19.5
輸入	24.5	60.9	89.4	75.1	56.9	7.7	6.0	0.4	14.2	9.6	21.5

(資料) Center for Monitoring Indian Economy

(注) 算出方法が異なるため、実質GDP成長率は図表1と必ずしも一致しない。

融引き締めが長く続けられてきたために貸出金利が上昇していること、などがある。

卸売物価上昇率は2007年11月以降上昇に転じ、8月には前年同月比12.9%となった(図表3)。燃料価格が国内石油価格の値上げ等により16.7%に跳ね上がる

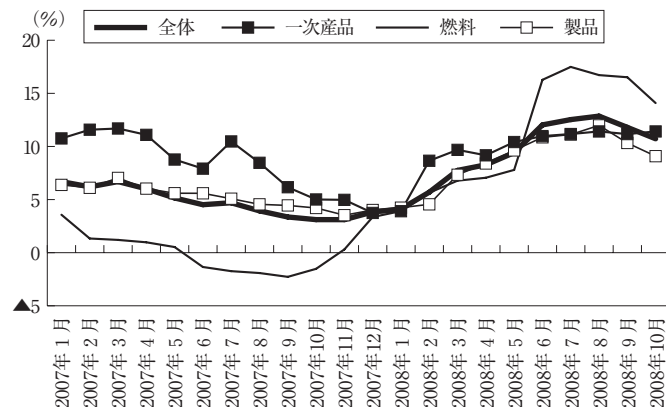
とともに、食品を中心とする一次産品価格や加工食品・化学製品などを中心とする製品価格も2桁台に上昇した。また、ルピーの減価が続いていること、マネーサプライの伸び率が前年比20%を超えていること、財政赤字が拡大していることなどもインフレを促進する要因となっている。

次に、外需についてみると、4～9月の輸出は前年同期比27.2%増、輸入は同41.1%増となっており、貿易赤字が拡大している。2007年度は、ルピーの増価により労働集約産業の輸出が伸び悩むとともに、ルピー建ての輸出は12.0%増にとどまったが、2008年度前半はルピーが減価して輸出を後押しする材料になっている。また、輸出品目が分散しており、一次産品や石油製品のウエートがある程度高いことや、輸出先の分散化が進み、アメリカのウエートが低下していることも輸出の伸びに貢献している(詳細は後述)。一方、輸入についてみると、4～9月には全体の約3分の1を占める石油関連が59.2%増となったのに対して、その他は29.3%増にとどまっている。

今後、景気減速が続き、2008年度の実質GDP成長率は7.2%程度になることが見込まれる。最大の要因は、世界的な景気減速がインドの実体経済に波及することである。また、インフレに関しても当面懸念が残る。卸売物価上昇率は、燃料価格の低下を主因に10月には10.7%となり、11月第1週には9.0%まで低下した。この傾向は今後も続くと思われるが、前述のインフレを促進する要因に加えて、国内石油価格が管理されているために国際価格の動向がすべて反映されているわけではないこともあり、今後の卸売物価上昇率の低下はそれほど急激にはならないとみられる。また、消費者物価の半分近いウエートを占める食品価格はほとんど低下していないため、消費者物価上昇率の低下はさらに緩やかとなろう。今のところ消費者物価は上昇を続けており、9月には前年同月比9.8%となった。

一方、国際金融危機の深刻化によるドルの流動性の減少が国内の短期金融市場に波及し、翌日物コール金利が急上昇する事態となったことから、中央銀行は9月以降、

(図表3) 卸売物価指数の前年同月比伸び率

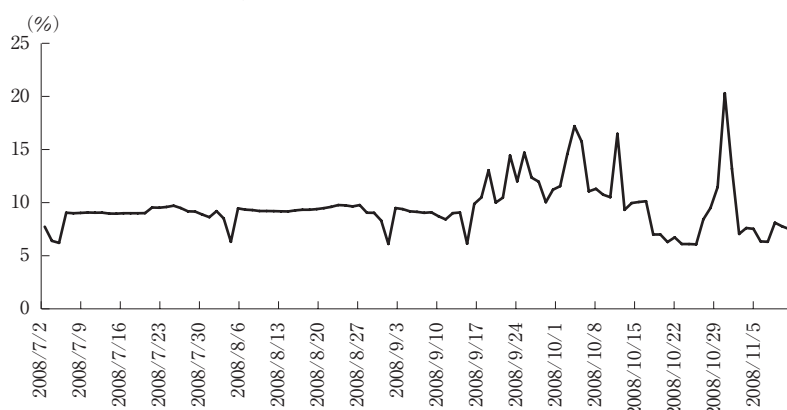


(資料) CEIC

さまざまな流動性供給強化策を講じている（図表4、5）。10月から11月初めにかけて、預金準備率は合計3.5%、レポ・レートは合計1.5%引き下げられた（図表6）。8月まで続けてきた引き締めスタンスは、転換を余儀なくされたといえよう。このことも、インフレ抑制の観点からはマイナス材料となる。

景気が減速するとともに物価の低下が緩やかなものになるとすれば、金融緩和をさらに加速させることは難しい。こうしたなかでは、消費者心理の悪化や実質所得の落ち込みが続き、堅調が続く個人消費についても減速は避けられないであろう。個人消

（図表4）銀行間翌日物金利（オファー・レート）



（資料）CEIC

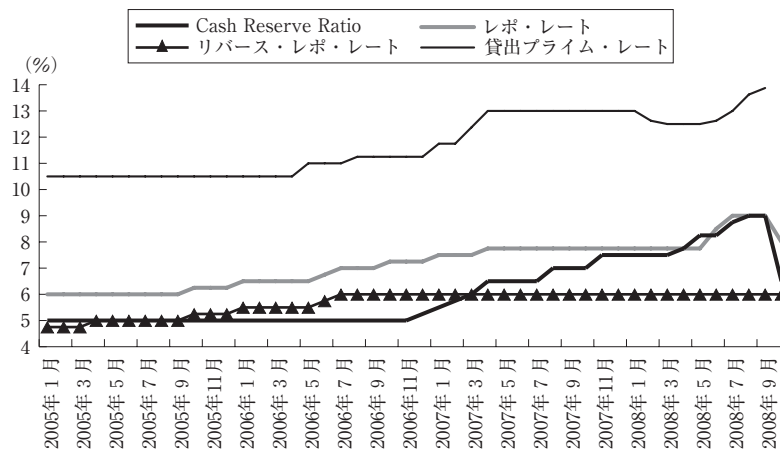
（図表5）インド準備銀行による9月以降の主な政策対応

1. レポ・レートの引き下げ
  - 10月20日 9.0%→8.0%
  - 11月3日 8.0%→7.5%
2. 預金準備率（CRR）の引き下げ
  - 10月6日 9.0%→8.5%
  - 10月10日 8.5%→7.5%
  - 10月15日 7.5%→6.5%
  - 11月1日 6.5%→5.5%
3. 流動性供給の強化
  - 9月16日 法定流動性比率（SLR）を1%引き下げ（25%→24%）、レポ枠を拡大。
  - 10月14日 14日間の特別レポ枠2,000億ルピー相当を設定。
  - 11月1日 市場安定化スキーム（MSS）の下で発行された国債の買戻し実施を表明。
4. 資本取引規制の変更による資本流入の促進
  - (1)非居住者外貨預金・非居住者ルピー預金
    - 9月16日 上限金利をそれぞれ0.5%引き上げ。
    - 10月15日 上限金利をそれぞれ0.5%引き上げ。
    - 11月15日 上限金利をそれぞれ0.75%引き上げ。
  - (2)対外商業借入れ（ECB）
    - 9月22日 インフラ部門の上限1億ドル（事前認可要）を5億ドルに引き上げ。
    - 10月22日 全部門の上限を5億ドルに戻す（事前認可不要）。

（資料）インド準備銀行

（注）対外商業借入れの上限は2007年8月に全部門で5億ドル（事前認可不要）から2,000万ドル（事前認可要）に引き下げられたが、2008年5月に5,000万ドル（インフラ部門は1億ドル、いずれも事前認可要）に引き上げられていた。

(図表6) 政策金利等の推移



(資料) CEIC

費の減速は、サービス業の成長率を一段と引き下げることとなろう。また、企業マイノリティの悪化が続くことから、投資も緩やかな減速が続くものとみられる。中央銀行や研究機関等の企業信頼感指数をみると、年内の景況、投資環境、資金調達環境、設備稼働率など、ほとんどの項目に関して企業の見方が悪化している。さらに、インフレや金利上昇に伴うコスト増により、企業収益の伸び率も急速に低下している。

輸出に関しては、世界景気減速の影響が拡大することに加えて、10月以降は2007年度の実績が良好であったことから、今後、その伸び率は大幅に低下するものとみられる。すでに、9月の輸出額は前年同月比10.4%増に減速している。一方、輸入についても、原油価格の低下や国内景気の減速を反映して、今後、伸び率が低下することは確実である。

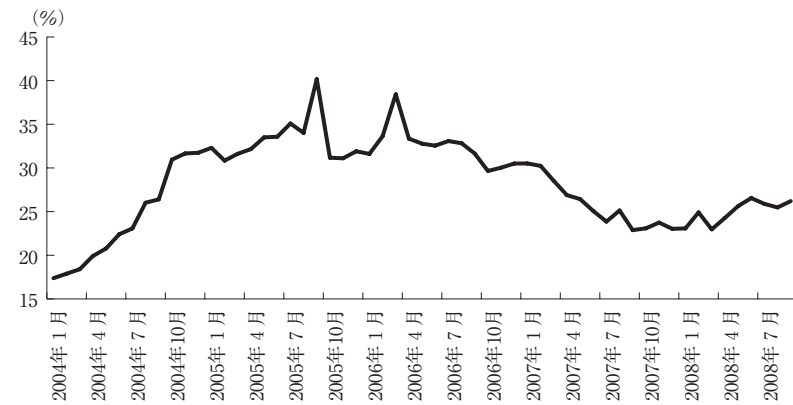
## (2) 2009年度の実質GDP成長率は6.6%と予測

インドは急速な経済発展の途上にあり、中期的に7～8%台の成長を持続することは十分に可能と考えられる。しかし、短期的には、世界的な景気減速の深刻化を受けて成長率が低下することとなろう。2009年度に関しては、内需の緩やかな減速と外需の伸び悩みが続き、実質GDP成長率は6.6%程度になると予測する。

景気減速とともに注意しなければならないのは、国際金融危機が国内の金融環境に及ぼす影響である。クレジット・デフォルト・スワップの спреッドが大幅に拡大したことや、4～6月期の対外商業借り入れ（ECB）が減少したことなどが示す通り、銀行や企業の海外からの資金調達が非常に難しくなっている。これに対し、ECBに関する流入規制の緩和や海外機関投資家による債券投資枠の拡大などが実施されているが、早急な効果は期待しにくい。また、内外株式市場からの資金調達も大幅に減少している。国内では、銀行信用の伸び率が9月に前年同月比26.2%増となるなど、企

業の資金需要が旺盛な状況が続いており、海外からの資金調達が細ることにより国内で資金が不足しやすい環境にある（図表7）。実際、不動産業者や建設業者などを中心に、資金繰りが悪化する例も生じている。

（図表7）銀行信用（非食料部門）の前年同月比伸び率



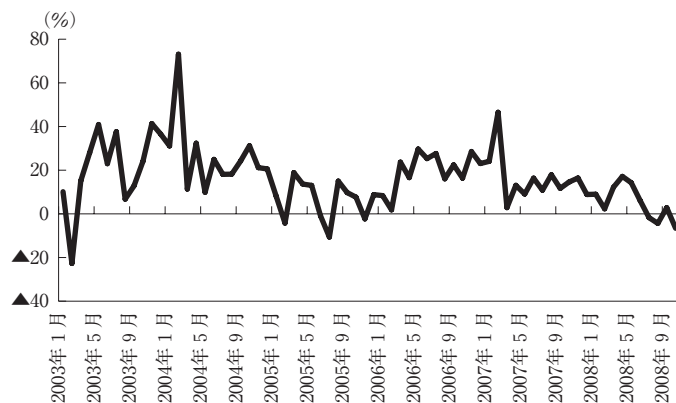
（資料）CEIC

資金調達が難しくなることは、消費者ローンの減少による耐久財消費の抑制や、設備投資の減速などにつながる。国際金融市場の不安定な状況は2009年度も続くものと考えられ、インドへの資本流入の急速な回復は見込みにくく、これによる内需への一定の影響があろう。このため、インフレの状況に留意しつつ、金融緩和を継続することが求められる。

2005～2007年度の9%台成長のなかで、個人消費は平均8.0%の伸びであったが、景気減速に伴い、伸び率は短期的にやや低下することとなろう。現状、非耐久財を中心に、消費財生産に鈍化の兆しがみられる。また、乗用車の国内販売台数が7月以降前年同月比で減少しており、マイナス幅は次第に拡大している（図表8）。さらに、

2008年3月まで2桁の伸びとなっていた国内の航空輸送利用者数が急速に減少し、航空業界の再編やリストラが生じている。携帯電話の新規契約件数も、8月に前年同月比5.4%増に急低下した。これらの現象は消費者が不急の消費を控えていることを示しており、今後、2009年度にかけて個人消費

（図表8）国内乗用車販売台数の前年同月比伸び率



（資料）CEIC

の減速が続くものとみられる。

ただし、経済発展に伴い、可処分所得の増加、中間層の増加、消費の高度化などが続いていることや、近年、農業部門の成長率が安定してきたこともあって農村部の生活水準が上がり始めていることなどを考慮すれば、個人消費の減速はそれほど大きなものとはならないであろう。後述する通り、農民への債務減免や公務員の給与引き上げが実施されていることも、個人消費にはプラスとなる。

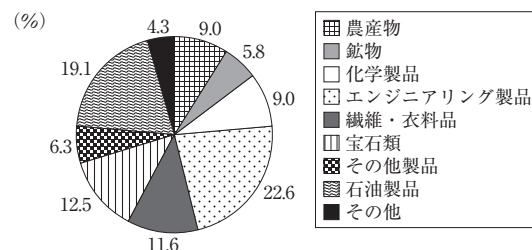
次に、投資は過去6年度にわたり2桁の伸びを続けており、製造業を中心とする投資ブームが高成長をもたらしてきたといえる。しかし、ここにきて減速が鮮明となっており、今後はインフレ率や金利の低下が期待されるものの、企業の景況感の回復が遅れるため、投資も伸び悩みが続こう。前述の企業収益の伸び悩みや資金調達の問題に加えて、経済特区（SEZ）設置や工場建設などのための土地収用に対する農民の反対運動の激化が問題となっており、これも直接投資や設備投資の拡大に対する阻害要因となろう。

個人消費や投資が回復に向かうには、世界景気が回復に転じ、国内の消費者や企業のマインドが改善することが不可欠である。ただしこれは、2009年度半ば以降となる。一方で第11次5カ年計画（2007～2011年度）において20.1兆ルピー相当のインフラ整備が実施されることになっており、景気の下支えになることが期待される。近々、景気対策として2009年度のインフラ整備支出の追加措置等が発表される見込みであり、これも成長率の引き上げに貢献することが期待される。

貿易の詳細データは2008年4～6月までしか発表されていないが、これによると、輸出品目が分散している中で（図表9）、全体の約15%を占める一次産品（農産物および鉱物）や、約19%を占める石油製品が好調である。今後、国際商品価格の低下に伴い、これらの伸び率は低下しよう。加えて、世界的な景気減速から、それ以外の製品輸出も減速すると考えられ、輸出の伸び悩みが少なくとも2009年度半ばぐらいまで続くことが予想される。

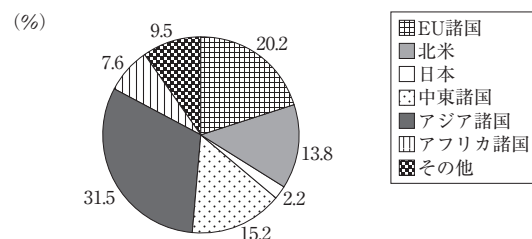
一方、輸出先の分散化が進み、アメリカの割合は10%強に減少している（図表10）。4～6月には、北米への輸出が伸び悩む一方、中東、ロシア、ア

（図表9）2007年度の輸出品目の構成



（資料）Center for Monitoring Indian Economy

（図表10）2007年度の輸出相手国の構成



（資料）Center for Monitoring Indian Economy

アジア、アフリカなどの伸び率が高くなっている。今後も、全体の40%近くを占めるアジア、アフリカ向けが相対的に高い伸びを維持することが期待され、輸出の下支え要因となろう。

輸入に関しては、石油および石油関連製品、資本財、中間財で全体の約3分の2を占めている。原油価格の低下や国内の生産・投資活動の減速が続くとみられることから、今後、輸入の伸び率も大幅に低下しよう。その結果、2009年度の貿易赤字の前年比増加率は、2008年度を下回る可能性が高い。

なお、近年、前年比3割近い伸びを維持してきたソフトウェア・サービス輸出は、4～6月期には前年同期比21.9%増となった。アメリカ向け以外のウエートが次第に高まっているため、今後も低下は緩やかなものととどまろう。

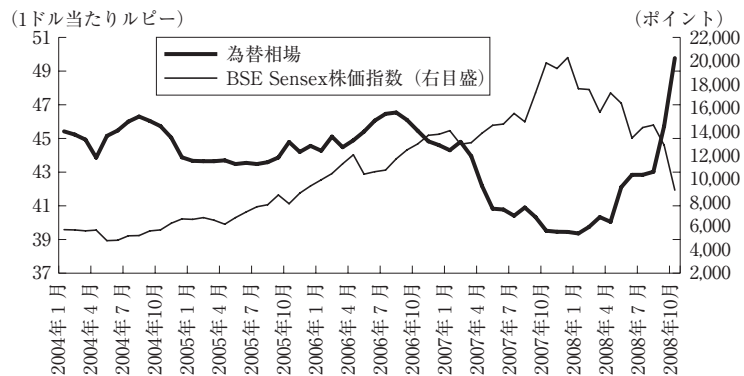
### (3) 経済成長のリスク要因と中期的な見通し

経済成長に対するリスク要因としてあげられるのは、第1に、為替レートの減価と、海外への資金流出による株価の下落が続いていることである（図表11）。ルピーの対ドルレートは、11月下旬には前年末比20%余り減価して約50ルピー

となった。その要因は、インフレ率の上昇、貿易赤字の増加による経常赤字の拡大、株式市場からの資金流出を主因とした資本収支黒字の減少などである。為替レートの減価は、インフレ率の低下を遅らせる要因となる。また、ルピーの減価を防ぐための為替介入に伴い、3月末から10月末にかけて外貨準備は18.4%減となり、特に10月には1カ月で333億ドル減少した（図表12）。

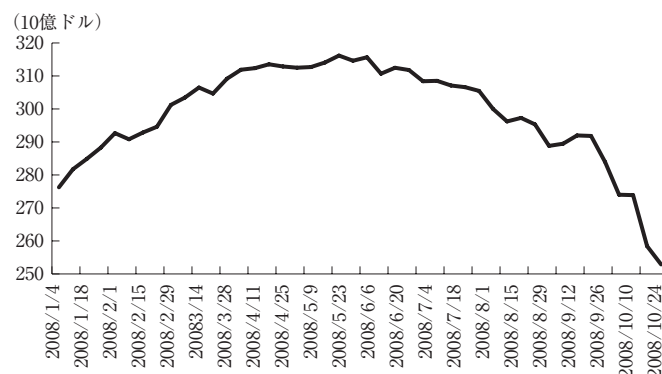
これは、通貨当局の信

(図表11) 為替レート・株価の推移



(資料) Datastream, CEIC

(図表12) 外貨準備残高の推移



(資料) CEIC

認に影響を与えかねない事態であるといえよう。外貨準備残高は短期対外債務の約5.5倍であり、外貨不足が懸念される状況ではないが、経常収支が赤字であることもあり、引き続き警戒を要する(図表13)。さらに、株価(Sensex指数)は11月下旬に前年末比60%近く下落して8,500付近で推移しており、消費者や企業のマインドに悪影響を与えるとともに、資金調達環境の悪化をもたらしている。

第2に、財政赤字の動向である。近年、赤字額は縮小してきたが、2009年前半に総選挙が予定されていることもあり、景気対策その他

の支出が増加して赤字が拡大する可能性が高い。国際商品価格の上昇に伴う輸入関税の引き下げや補助金支出の増加、農民への債務減免、公務員の給与引き上げ、景気減速に伴う税収減など、赤字を増やす材料が多い。財政赤字は2009年度予算では対GDP比4.6%(中央2.5%、地方2.1%)であるが、実際にはこれを大幅に上回る可能性が高い。石油債券など予算外の部分が大きいことを考慮すると、実質的な財政赤字はさらに大きい。このことは、インフレ抑制と成長促進のジレンマに直面する金融政策の自由度を狭めることとなる。

第3に、政治の動向である。総選挙に関して、景気の現状は明らかに現政権に不利な材料であるが、対抗政党であるBJP(Bharatiya Janata Party)にも決定的な力はなく、どのような政権が成立するかは不透明である。そのこと自体が景気に悪影響を及ぼす可能性は低いとしても、当面は経済政策の立案・推進が難しいという意味で、若干のリスクがあろう。

以上、2008年度および2009年度には成長率の低下が予想されるものの、経済の構造変化に伴い個人消費に対するプラス材料が多いこと、インフラ整備の進展が経済成長の推進に貢献することが期待されること、直接投資の安定的な流入が見込まれることなどを考慮すると、2009年度半ば以降、成長率は再び上昇していくものと考えられる。

(図表13) 国際収支の推移

	(百万ドル)		
	2006年度	2007年度	2008年度
経常収支 (①)	▲ 9,766	▲ 17,403	▲ 10,724
貿易収支	▲ 63,171	▲ 90,060	▲ 31,574
輸出	128,083	158,461	43,703
輸入	191,254	248,521	75,277
サービス収支	31,810	37,550	10,461
所得収支	▲ 6,573	▲ 5,910	▲ 1,133
経常移転収支	28,168	41,017	11,522
資本収支 (②)	45,779	108,031	13,215
直接投資	8,479	15,545	10,117
流出	▲ 13,512	▲ 16,782	▲ 2,019
流入	21,991	32,327	12,136
証券投資	7,062	29,261	▲ 4,208
流出	58	88	▲ 30
流入	7,004	29,096	▲ 4,178
商業借り入れ	16,155	22,165	1,559
借り入れ	20,325	28,300	1,347
返済	3,868	6,119	212
誤差脱漏 (③)	593	1,536	▲ 256
総合収支 (①+②+③)	36,606	92,164	2,235

(資料) インド準備銀行

(注1) 資本収支の内訳は一部の項目のみ。

(注2) 2008年度は4～6月期。

調査部 環太平洋戦略研究センター 主任研究員 清水 聡

(2008. 11. 25)