

2013年9月11日

No.2013-26

インドは景気底割れを回避できるか

— ルピー建て原油価格から先行きを考える —

調査部 研究員 熊谷章太郎

《要 点》

- ◆ 本レポートでは、近年のインド経済の減速の主因を整理し、景気底割れを回避できるかを展望した。
- ◆ 近年の景気減速には様々な要因があるが、足元にかけての急減速の主因はルピー建て原油価格の上昇である。原油価格の上昇は、①経常赤字の拡大と通貨安の悪循環、②燃料価格抑制のための補助金支出に伴う財政赤字の拡大、③国内インフレ率の上昇、など様々なルートを通じて、景気浮揚のための金融緩和や財政支出の拡大を困難にしてきた。今後についても、エジプトやシリア情勢の混乱などを背景にした原油価格の高止まりとQE3の縮小・終了による一段のルピー安によりルピー建て原油価格が一段と上昇し、景気が底割れすることが懸念されている。
- ◆ もっとも、原油価格は、地政学的な要因が一段の上昇リスクとして燻り続けるものの、QE3の縮小・終了に伴う商品市場への資金流入の縮小やドル高傾向を背景に次第に落ち着きを取り戻していくと見込まれる。ルピー相場も、①購買力平価からみると適正水準を超えるルピー安が進んでいること、②中銀が為替市場への安定性を保つだけの外貨準備残高も有していること、などから現在の水準を超えた大幅なルピー安には至らないと考えられる。したがって、景気底割れは回避されると見込まれる。
- ◆ しかし、5月以降のルピー安の悪影響が今後顕在化するため、当面景気は低迷が続くと見込まれる。卸売物価のインフレ率が再び落ち着きを取り戻すのは2014年後半以降になり、それまでは金融緩和が困難な状況が続くと見込まれる。また、自律的な成長加速のために必要な各種経済改革の実施には時間がかかり、少なくとも2014年春の総選挙後までは政策議論が進まないと見込まれるため、当面は外的要因に揺さぶられやすい経済状況が続くと見込まれる。

本件に関するご照会は、調査部・研究員・熊谷章太郎宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-6028

Mail: kumagai.shotaro@jri.co.jp

はじめに

インド経済の低迷が長期化している。米国 QE3（量的緩和政策第3弾）の早期縮小・終了観測が高まった5月下旬以降大幅なルピー安が進んでおり、今後、1991年時のような危機¹に陥るのではないかとの懸念も強まっている。

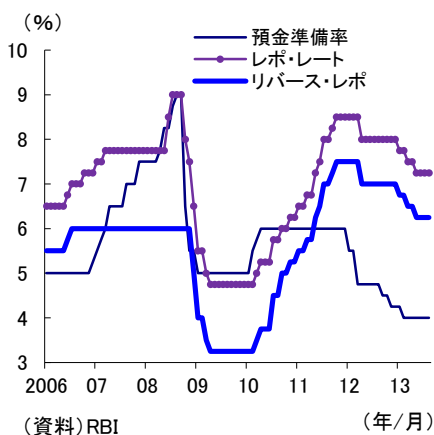
本稿は、インド経済の先行きを、ルピー建て原油価格動向を軸に展望する。まず、景気の現状を確認し、なぜルピー建て原油価格の動向がインド経済をみるうえで重要かを確認する。さらに、今後のルピー建て原油価格動向から景気の先行きを展望する。

1. インド経済の現状と景気減速の主因

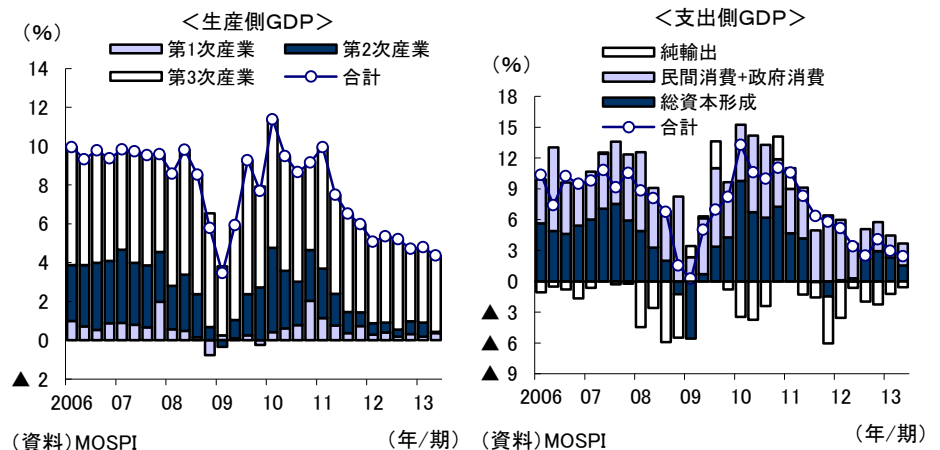
(1) 景気の現状

まず、景気の現状を確認する。インド経済は2011年以降、成長率が急速に鈍化しており、2012年度（2012年4月～2013年3月）は前年度比+5.0%と、10年ぶりの低成長となった。2013年入り後、景気浮揚のために3会合連続で累計0.75%の利下げが行われたものの（図表1）、減速傾向に歯止めがかかっていない。8月末に公表された4～6月期の実質GDP成長率は、前年比+4.4%と前期（同+4.8%）から一段と鈍化し、3四半期連続の4%台の成長率となった（図表2）。2011年以降の成長率減速の主因は、産業別にみると第2次産業の増勢鈍化であり、支出側からみると総固定資本形成の増勢鈍化である²。潜在成長率もリーマン・ショック以降大きく低下しており、通貨危機を背景に経済改革が進んだ1990年代中盤と同程度まで落ち込んでいる（最終ページ：補足）。

図表1 政策金利の推移



図表2 実質GDP前年比の推移



¹ 当時のインド経済は、現在と同様、経常赤字・財政赤字の双子の赤字を抱えていた。湾岸戦争の勃発に伴う原油価格の上昇を受けて外貨準備が枯渇するなかで大幅なルピー切り下げを行い、1993年には管理変動相場制への移行を余儀なくされた。

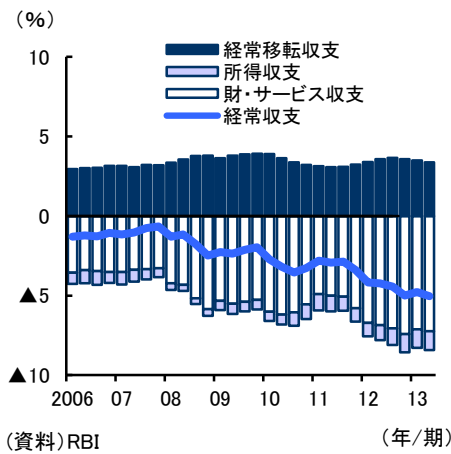
² 支出側GDP（市場価格表示）は、生産側GDP（要素費用表示）に間接税を加え補助金を控除したものであり、両者の成長率は一致しない。

(2) インド経済の減速の主因：原油輸入価格の上昇

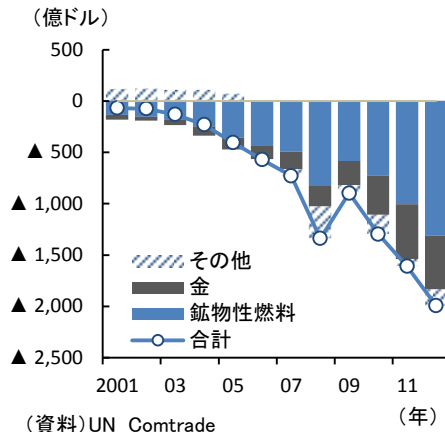
次に、近年の景気減速の主因を整理する。足元にかけての急減速の主因は原油輸入価格の上昇である。足元では QE3 の早期縮小観測による景気への影響が大きな関心を集めているが、インド経済にとって特に注目すべきなのは QE3 の縮小により原油輸入価格がどの程度上昇するかである。原油価格の上昇は、以下の三つのルートから景気下押し圧力として作用する。

第1に、経常収支赤字の拡大とルピー安の悪循環である。2000年代中盤以降、インドの経常収支は、原油を中心とした鉱物性燃料と金の輸入増加を受けて赤字幅が拡大し、それに伴いルピー安が進行した。こうしたルピー安が輸入物価の上昇を通じて経常赤字の一段の拡大を招くなど、ルピー安との悪循環が続いていた（図表3、4、5）。こうした状況は、国内インフレ率の上昇を通じて金融緩和を困難にしてきた。

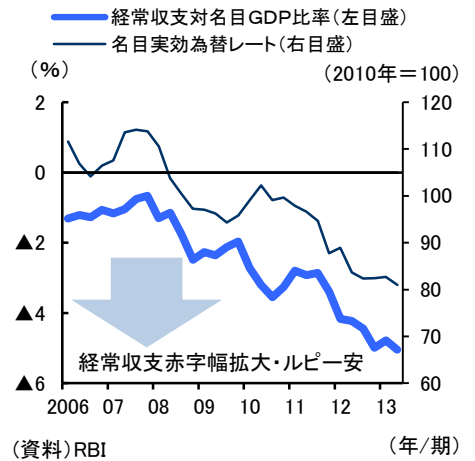
図表3 経常収支対名目GDP比率
(後方4四半期平均)



図表4 品目別貿易収支

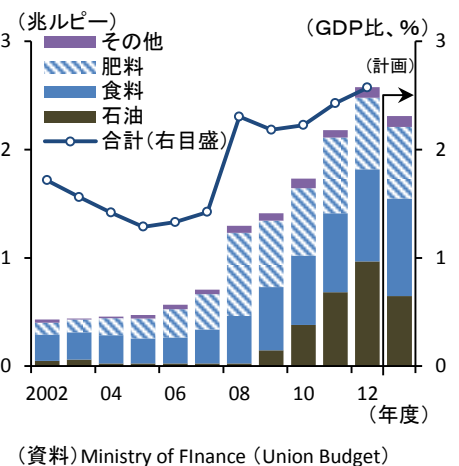


図表5 経常収支と名目実効為替レート



第2に、燃料価格抑制のための補助金支出増加に伴う財政赤字の拡大である。財政収支は、2000年代前半にかけて改善傾向が続いたものの³、リーマン・ショック以降は、景気減速に伴う歳入の伸び悩みが続く一方、危機後の景気対策のための財政支出拡大によって大幅に悪化した。2010年度以降も燃料補助金支出の増加を受けて大幅な財政赤字が続いており（図表6）、景気浮揚のための財政支出拡大を行っていくくなっている。ちなみに、2013年度予算では、2014年に総選挙が予定されるなか、農村開発や交通インフラ関連への支出増が計画されているものの、SUV (Sport Utility Vehicle) や排気量の高いバイクの物品税の引き上げ、高所得者や企業向けの時限増税措置なども打ち出されており、景気浮揚効果は限られている。

図表6 補助金支出の推移

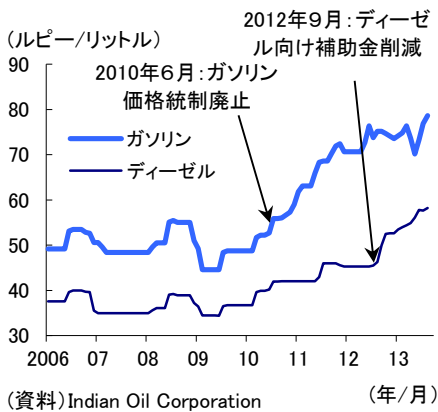


³ 2004年に財政責任法が成立し、赤字削減努力が強化されたものの、リーマン・ショック後に同法は凍結されている。

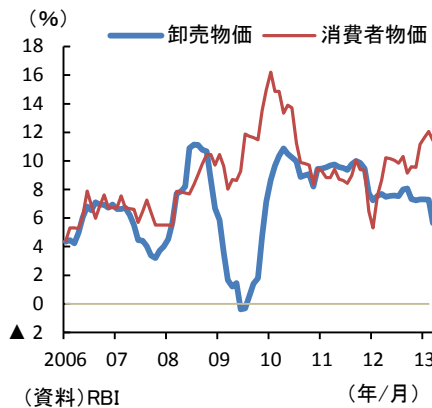
第3に、国内インフレ率の上昇である。原油輸入価格の高騰によるインフレ率の大幅加速を抑制するため、燃料価格は長らく価格統制が行われていたものの、財政健全化に向け、政府は2010年6月にガソリンの価格統制を廃止するとともに、ディーゼルへの補助金も段階的に削減している(図表7)。こうした燃料価格の上昇、輸送コストの上昇を通じた全般的な物価上昇圧力を受け、消費者・卸売物価上昇率は景気減速下にもかかわらず高止まりが続いており(図表8)、金融緩和に踏み切れない状況が長期化していた⁴。

このように、原油価格の上昇は様々なルートから成長率を下押ししてきた。2012年入り後は価格上昇傾向が一服し、マイナス影響が次第に和らぐことが期待されていたものの、2013年5月下旬以降、QE3の早期縮小観測を受けた大幅なルピー安の進展やエジプトやシリア情勢の緊迫化を背景とした原油国際価格の高止まりを受けて、足元ではリーマン・ショック前を上回る水準まで上昇している(図表9)。

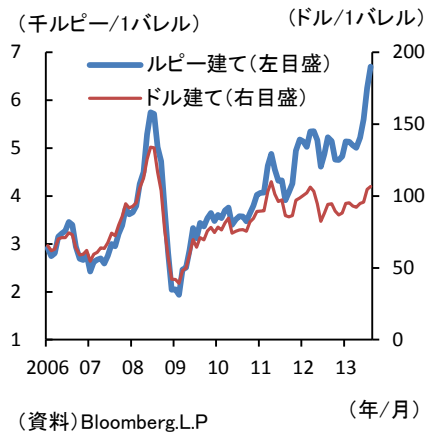
図表7 ガソリン・ディーゼル価格の推移



図表8 消費者物価・卸売物価上昇率の推移

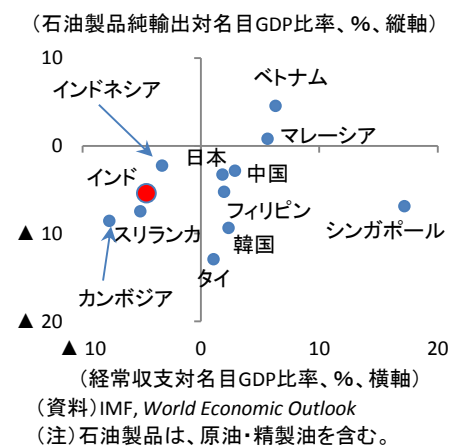


図表9 原油価格(WTI期近物)の推移



なお、QE3の早期縮小・終了による景気への悪影響が他のアジア新興国と比べても大きく懸念されている要因としては、他のアジア諸国と比べると原油輸入依存度が高く、経常赤字幅も大きいことを指摘できる(図表10)。安定的な資本流入である直接投資が伸び悩む一方で対内投資に占める証券投資の割合が高まっていたこともあり、景気への悪影響を懸念した投資家の資本逃避による影響が大きく表れたと考えられる。ちなみに、QE3の早期縮小観測に伴う対内投資の減少は、ルピー安を通じた原油輸入価格の上昇のみならず、株価の下落や金利の上昇といったルートを通じても景気の下押し圧力となっている。

図表10 各国の経常収支と石油純輸出の対名目GDP比率(2012年)



⁴ なお、インドでは、統計の信頼性を理由に金融政策の判断の際には消費者物価よりも卸売物価の動向が重視されている。2012年後半以降、卸売物価の上昇率が鈍化し始めたことを背景に中銀の関心はインフレ抑制から景気浮揚にシフトしつつあったが、低所得者層への配慮もあり、2013年5月の利下げ後には「追加的な緩和余地は限られている」と、中銀は一段の利下げに対して慎重な姿勢を示していた。

2. 景気底割れを回避できるか

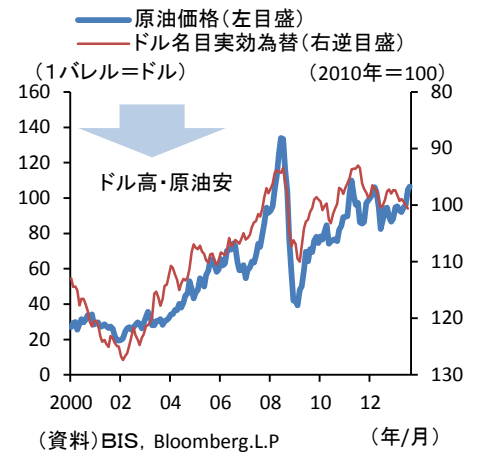
(1) ルピー建て原油価格の行方

1章の内容を踏まえ、インド経済の先行きを、ルピー建て原油価格動向を軸に展望する。結論を先取りすると、中東情勢の一段の緊迫化に伴う原油価格の上昇といった外的要因による下振れリスクは続くものの、ルピー建ての原油価格は今後次第に落ち着き、景気底割れも回避されると見込まれる。

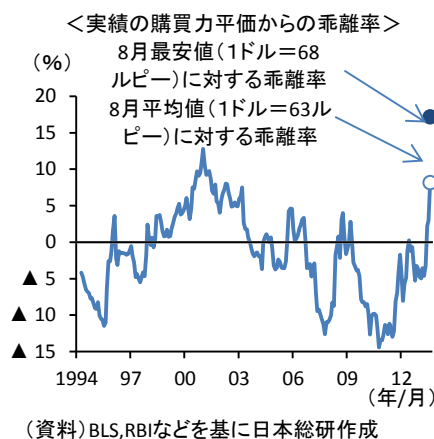
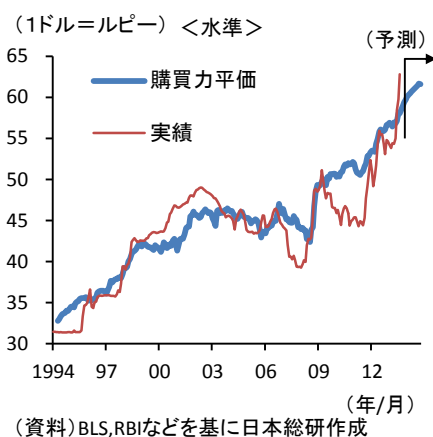
まず、原油の国際価格は地政学的な要因が価格の高止まりや一段の上昇圧力として燻り続けるものの、QE3の縮小・終了時期が近付くにつれ、ドル高の進展や商品市場への資金流入の縮小が、原油価格の下落圧力として作用すると見込まれる（図表11）。

次に、ルピー相場を展望すると、緩やかなルピー安傾向が続くと見込まれるものの、5月下旬以降のような急速なルピー安には歯止めがかかると見込まれる。購買力平価の観点からは、現状適正水準を大幅に上回るルピー安が進んでいる可能性がある⁵（図表12）。購買力平価でみた2013年8月平均の適正水準は1ドル=58~60ルピー程度であり、今後インドで高インフレが続いても2014年末にかけての適正水準は1ドル=65ルピー前後になると見込まれる。ちなみに、過去20年間の購買力平価と実績の乖離率をみると、すでに8%と過去最大に迫りつつあり、8月末頃の水準は今後の資本規制導入を懸念する投資家による資本流出などを背景に過度なルピー安が進んでいたと考えられる。さらに、為替市場の安定性を確保するための原資となる外貨準備高は、足元で減少しているとはいえ、安定性の目安とされる月次輸入額の3ヵ月分、及び短期債務残高の1年分を大きく上回る水準を確保しており（図表13）、投機的な要因による過度なルピー安を回避するだけの資金力を有していると判断される⁶。

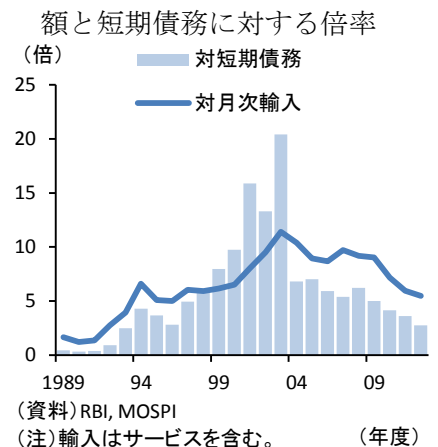
図表11 原油価格とドル名目実効為



図表12 ルピードル相場の購買力平価と実績



図表13 外貨準備高の月次輸入額と短期債務に対する倍率



以上を踏まえると、ルピー建ての原油価格は次第に落ち着きを取り戻すと考えられ（図表14）、

⁵ 購買力平価は、2005年度（2005年4月～2006年3月）を基準に、インドは卸売物価、米国は生産者物価を用いて計算した（2004年3月以前のインドの卸売物価は旧基準計数の前年比を用いて簡易遡及推計を行った）。米国生産者物価の先行きは、2010年以降の上昇トレンドを用いて試算した。インドの卸売物価の先行きは、実績の対数差分値を被説明変数、過去6ヵ月のルピー建て原油価格の対数差分値を説明変数とするOLSにより原油価格の卸売物価への影響度合いを推計し、ルピー建て原油先物相場値を先行きの説明変数として推計した。

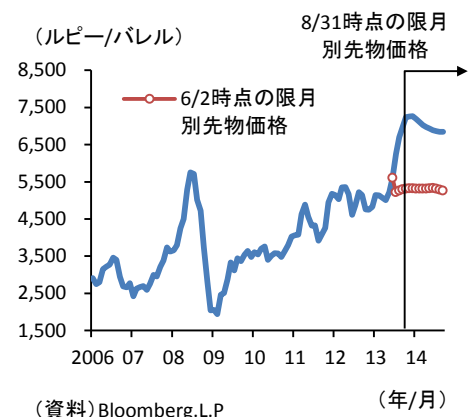
⁶ 外貨準備不足に陥った場合の短期的な対処方法としては、2012年12月に日本銀行との間で締結・拡充された二国間通貨スワップを活用することも考えられる。上限は150億ドルと現在のインドの外貨準備残高の5%程度の金額であるが、IMF支援プログラムなしに引き出しが可能である。

景気の底割れも回避できると見込まれる。

(2) インド経済の先行き展望

ただし、成長率の持ち直しは当面期待できない。これは、今後、5月以降のルピー安の影響を受けたインフレ率の再加速により金融緩和が困難になるためである。輸入原油価格の上昇は、まず国内の燃料価格の上昇圧力として作用し（図表15）、各種輸送コストの上昇が若干のラグを伴って価格転嫁され、広範な物価上昇圧力としても作用する。先物市場のルピー建て原油輸入価格をもとに卸売物価の上昇率を試算すると、当面再び前年比+8%を超える水準まで上昇が続き、2014年後半までは鈍化傾向に転じないと見込まれる（図表16）。そのため、追加金融緩和が行われる時期も大きく後ろ倒しされると見込まれる⁷。ルピー安は輸出競争力の改善といった側面を持っているため、輸出増加を通じた景気押し上げ効果も一定程度生じると考えられるが、①輸出ウエイトの大きい欧州で景気低迷が続いていること、②GDPに対する輸出比率が高くないこと、などからその効果は限定的であろう⁸。実際、ルピー安が進んだ2011年中盤以降も輸出の伸び率は鈍化傾向が続いている（図表17）。

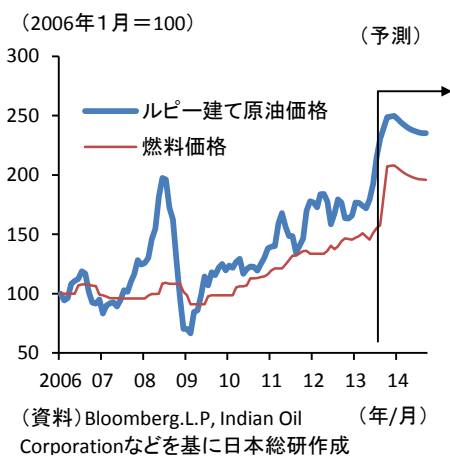
図表14 ルピー建て原油価格



(資料) Bloomberg.L.P

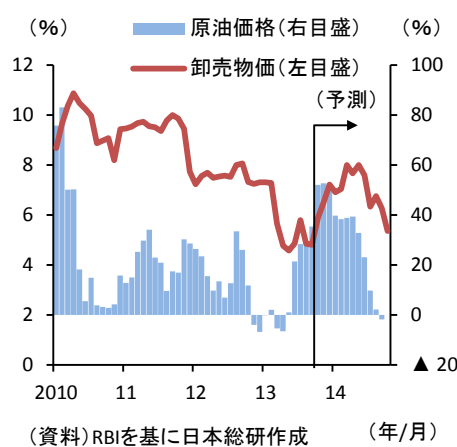
(年/月)

図表15 ルピー建て原油価格
と国内燃料価格



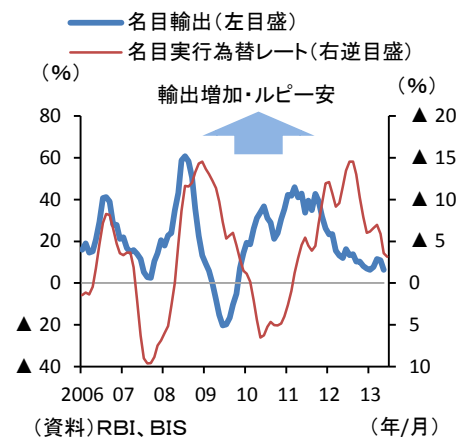
(資料) Bloomberg.L.P, Indian Oil Corporationなどを基に日本総研作成

図表16 原油価格と卸売物価
(前年比)



(資料) RBIを基に日本総研作成

図表17 名目輸出と名目実効為替レート
(後方3ヵ月平均、前年比)



(資料) RBI, BIS

(年/月)

ルピー建て原油価格の上昇に歯止めがかかり、先行きの景気が持ち直しに転じても自律的な成長軌道に復帰するためには、2012年9月以降進めている経済改革を一段と進め、安定的な資本流入源である対内直接投資の比率を高めることが重要である⁹。現在、外資規制の改革は徐々に進展しているものの、抜本的な改革は2014年春の総選挙が終了するまでは進まず、対内直接投資もそれまでは本格的に増加しないと見込まれる。

⁷ 9月4日に中銀新総裁に就任したラジャン氏は、就任記者会見で3ヵ月以内に金融政策を見直しすることを明言しており、一段のルピー安防衛の観点からも利上げが行われる可能性もある。

⁸ そもそも、近年のルピー安が輸出増加にほとんど作用していないといった見方もある。N.R Bhanummurthy[2013]は、マクロデータ及び個票データを用いた分析において為替の輸出に与える影響は統計的に有意ではなく、輸出競争力確保に向けた通貨安政策のインドにおける有効性は疑問であると指摘している。

⁹ 直接投資の増加は、資本流入の安定性を高めるだけでなく、外国技術の浸透を通じた生産性の向上やインフレ抑制にもつながると期待されている。

具体的には、①行政の非効率性を背景に土地収用、各種許認可の取得、訴訟などに長い時間がかかること、②電力部門の複雑な規制を背景に恒常的な電力不足が続いていること、③州が外国投資の許認可に対して大きな権限を有しており、認可の判断が州ごとに異なることや州を跨ぐ取引に対する課税が存在するため事業の全国展開を行いつらいこと、などもインド進出の大きな阻害要因となっている。総選挙後に発足する新政権がこうした状況をどこまで改善できるかがインド経済の先行きを左右することになるだろう。

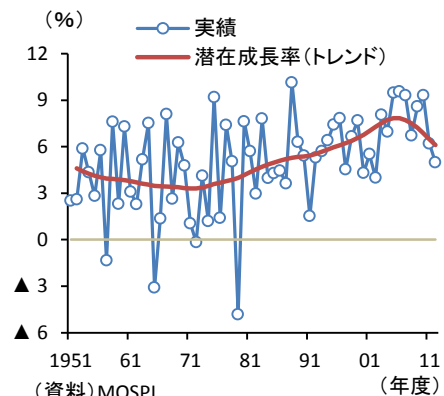
<参考文献>

- Bosworth, Barry, Susan M. Collins and Arvind Virmani[2007] “Sources of Growth in the Indian Economy” *NBER Working Paper No.12901*
- IMF[2013] “India 2013 Article IV Consultation” *IMF Country Report No.13/37*
- N.R Bhanumurthy and Chandan Sharma[2013] “Does Weak Rupee Matter for India’s Manufacturing Exports?” *National Institute of Public Finance and Policy Working Paper No. 2013-115*

補足:インドの潜在成長率

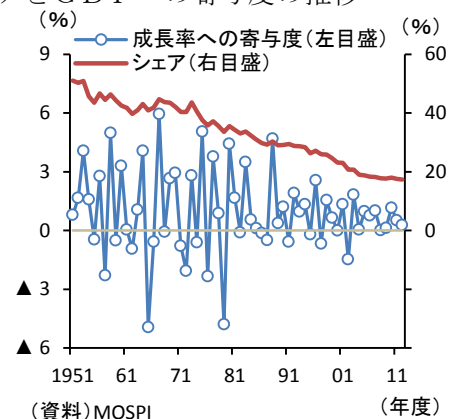
インド経済は、天候要因に左右されやすい第1次産業の比率が高いため、成長率の振れ幅が大きく(図表18、19)、成長率のトレンドを把握することが困難である。HP Filterを用いて推計した潜在成長率をみると¹⁰、戦後から1980年度ごろまでは潜在成長率は3~5%程度で推移していたものの、その後2000年代中盤にかけて7%台後半まで上昇している¹¹。これは、第1次産業のシェアの低下を受けて成長率の振れ幅の縮小傾向が続いたことに加え、①1980年代に一部業種の許認可制度が撤廃や輸入ライセンス制度の緩和などを含む経済自由化政策が進められたこと、②1990年代に関税引き下げ、変動相場制の導入、直接投資の規制緩和を含む対外開放が進められたこと、③2000年代前半に世界経済の好調を背景に対内直接投資が大きく増加し、財政改革や電力部門改革が進むとともに通信や金融業での生産性の向上が続いたこと、によるものである¹²。もともと、潜在成長率は足元にかけて大幅に低下しており、2012年度は+6.1%と1990年代中盤と同程度の水準となっている¹³。2012年秋口以降、財政改革・規制改革を含む経済改革が進められているが、潜在成長率の再加速のためには改革を着実に実現していくことが不可欠である。

図表18 実質GDPと潜在成長率の推移



(資料)MOSPI
(注)トレンドはHPフィルタで推計した実質GDPの前年比。

図表19 第1次産業のGDPシェアとGDPへの寄与度の推移



(資料)MOSPI

¹⁰ 労働関連の統計の制約から、先進国の潜在成長率を推計する際に用いられる生産関数法をインド経済に当てはめることは困難である。

¹¹ 2005~07年度にかけては3年連続して9%台の成長率を記録し、インド経済への関心が大きく高まる要因となったが、同時期の潜在成長率は7%台後半であり、当時の経済はやや過熱気味であった可能性がある。

¹² また、Bosworth et al.[2007]は、成長会計を用いて、1980年代以降の成長については、生産性の上昇が労働投入や資本蓄積の増加による寄与よりも大きいことを示している。

¹³ IMF[2013]は、四半期GDPを用いてHP Filterを含むいくつかの手法によって潜在成長率を推計しており、2012年4~6月期の潜在成長率は6.2~6.8%程度に低下したことを指摘している。