June 24, 2011　　No.2011-129

Economic Monitor

伊藤忠経済研究所
所　　長　三輪裕範(03-3497-3675)
主任研究員　武田　淳(03-3497-3676)
takeda-ats@itochu.co.jp

インフレ抑制のため成長鈍化を余儀なくされるインド経済

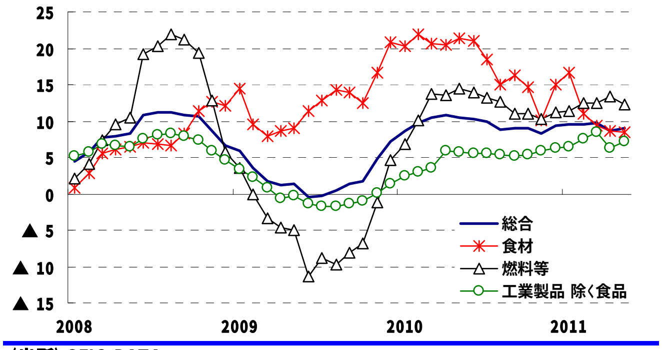
インド準備銀行は 6 月 16 日に今年 4 回目の利上げを行った。背景は、依然として根強いインフレ圧力である。4 月に一旦低下した卸売物価上昇率は 5 月に再び高まり、内生的なインフレ圧力が強まっていることが示された。景気は、1～3 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率 8%近い高成長が続くなど堅調な拡大を続けている。4 月以降は減速の兆しも見られるが、物価の上昇が続けば追加利上げは避けられないであろう。インド経済は、当面は成長テンポが抑制され、2011 年の成長率は 8%程度まで鈍化する可能性が高い。

物価の上昇を受けてインド準備銀行が今年 4 回目の利上げ

中央銀行のインド準備銀行は、6 月 16 日に開催した金融政策会合において、**政策金利であるレポ金利を 6.25%から 6.50%へ引き上げた**。利上げ幅は前回（5 月 3 日）の 50bp から今回は 25bp に縮小したものの、利上げは今年に入り 4 回目で、金融危機後では実に 10 回目となり、この間の利上げ幅は累計で 275bp に達する。

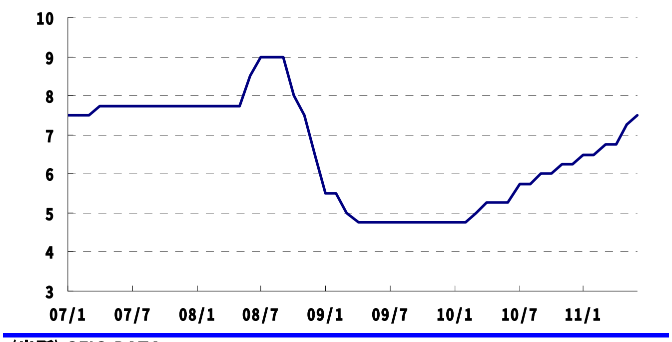
今回の利上げの背景は、これまで政策金利を大幅に利上げしたにもかかわらず、物価上昇圧力が一向に弱まらないためである。金融政策において参考とされる**卸売物価は、3 月の前年同月比 9.68%から 4 月に 8.66%へ伸びが一旦鈍化したものの、5 月は 9.06%と再び伸びが高まった**。内訳を見ると、**食材や燃料等を含む 1 次産品価格（3 月前年同月比 13.4%→4 月 12.1%→5 月 11.3%）は伸びが高水準ながら鈍化傾向にあり、川上の物価上昇はピークアウトの兆しが見られる**。一方で、工業製品価格は 3 月の前年同月比 7.4%から 4 月は 6.2%へ一旦伸びが鈍化したものの、5 月は 7.3%へ再びが高まり、物価全体を押し上げた。なかでも、加工食品価格（3 月 2.4%→4 月 5.7%→5 月 7.3%）の上昇が顕著であるが、加工食品を除いても 4 月の 6.3%から 5 月は 7.3%へ伸びを高めており、**堅調な景気拡大を背景に国内製品需給がタイト化し、原材料価格や労働コストの上昇が製品価格へ波及している**様子が窺える。

卸売物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

政策金利の推移（レポ金利、%）



（出所）CEIC DATA

2011 年 1～3 月期は比較的速い成長ペースを維持

実際に、景気は堅調な拡大が続いている。2011 年 1～3 月期の実質 GDP は、前年同期比 7.8%と 2010 年 10～12 月期の 8.3%からやや伸びが鈍化したものの、当社試算の季節調整値では **10～12 月期の前期比**

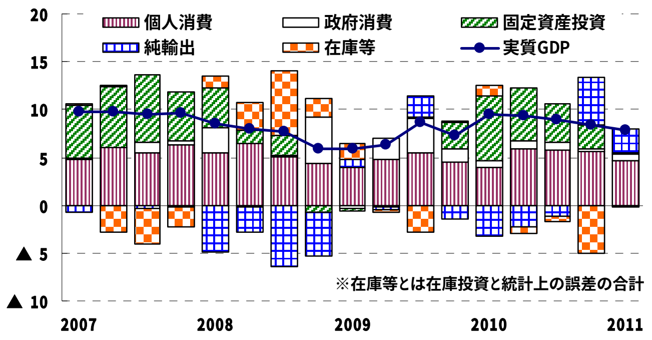
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

1.9%（年率 7.9%）に続き、1～3 月期も同水準（前期比 1.9%）の拡大ペースを維持した。この結果、2010 年度（2010 年 4 月～2011 年 3 月）の成長率は前年比 9.0%の高い水準となった（2010 暦年は 8.5%）。

1～3 月期の実質 GDP を需要項目別に見ると、**個人消費が前年同期比 8.0%と 10～12 月期の 8.6%からやや伸びが鈍化したものの引き続き堅調に拡大**し、実質 GDP 成長率を 4.7%Pt 押し上げた。また、政府消費は、10～12 月期の前年同期比 1.9%から 1～3 月期は 4.9%へ伸びを高めた（実質 GDP への寄与度 0.3%Pt→0.6%Pt）。一方で、固定資産投資の伸びが大きく鈍化したが（10～12 月期前年同期比 7.8%→1～3 月期 0.4%）、これは比較対象となる前年 1～3 月期の伸びが前年同期比 19.2%と高かったことの反動によるものとみられる。当社試算の**季節調整値では、1～3 月期の固定資産投資は前期比 2.1%と 4 四半期ぶりのプラスに転じており底堅く推移**していると評価できる。

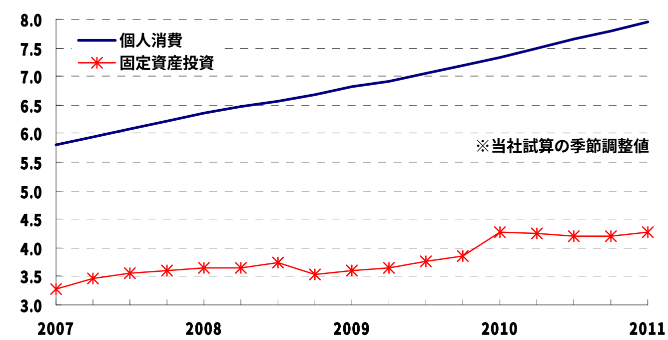
純輸出（輸出－輸入）は、実質 GDP 成長率に対する押し上げ寄与が低下した（10～12 月期 5.0%Pt→1～3 月期 2.5%Pt）。ただし、輸入（10～12 月期前年同期比 0.4%→1～3 月期 10.3%）が大幅に伸びを高めたためであり、**輸出（24.8%→25.0%）は高い伸びを維持**した。

実質GDP成長率の推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

個人消費と固定資産投資の推移（2005年度価格、兆ルピー）



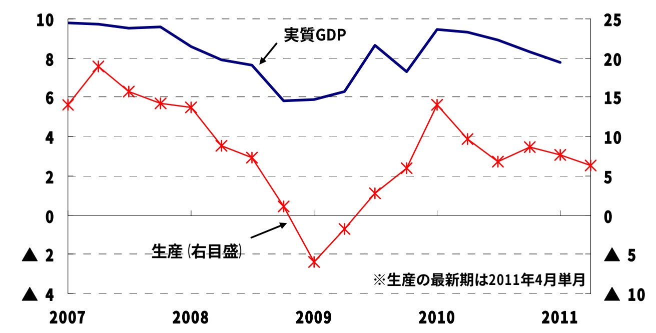
（出所）CEIC DATA

4 月以降は減速の兆しあるも堅調な拡大が続く

4 月の生産指数は前年同月比 6.3%となり、1～3 月期の前年同期比 7.7%から鈍化した。当社試算の季節調整値でも前月比▲0.4%と 5 ヶ月ぶりの減少となり、増勢が一服した。過去における生産と実質 GDP との相関を踏まえると、**4～6 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比で一段と低下する可能性がある**と言える。ただし、**4 月の生産の水準は 1～3 月期を 1.6%上回っており、増加基調は維持している**。5 月以降、増加に転じれば、4～6 月期の生産は 1～3 月期の前期比 2.5%（年率 10.4%）程度の増加も見込めることから、現段階では、景気は依然として堅調な拡大が続いているとの判断が妥当であろう。

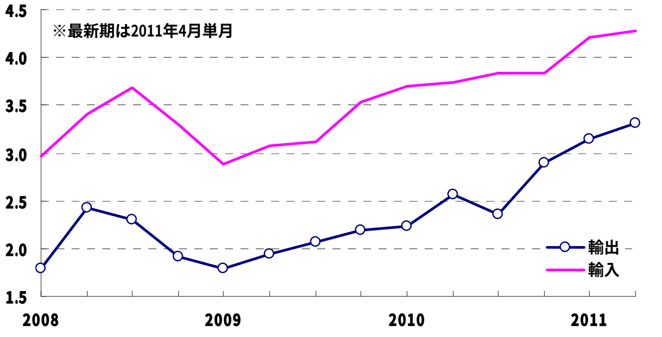
主な需要動向を見ると、輸出（名目）は、生産同様、4 月は当社試算の季節調整値で前月比▲0.8%と小幅ながら減少に転じた。ただし、**4 月の輸出の水準は 1～3 月期を 5.7%上回っており、増勢は維持している**。一方、輸入は 10～12 月期に前期比 10.0%の大幅増を記録した反動もあり、4 月は前月比▲1.9%と輸出を上回る落ち込みとなり、**4 月の輸入の水準は 10～12 月期を 1.7%上回るにとどまっている**。このため、4～6 月期の純輸出は前期比で実質 GDP 成長に対してプラス寄与となる可能性がある。

生産と実質GDPの推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

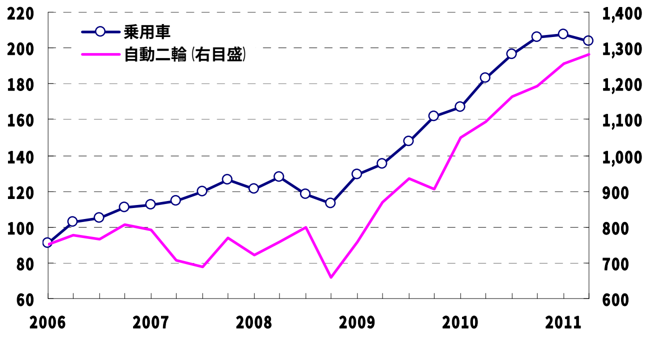
輸出入額の推移（季節調整値、兆ルピー）



（出所）CEIC DATA

個人消費の指標となる乗用車（四輪）販売台数は、4～5 月平均で 1～3 月期比▲1.9%の 50.9 万台（年率 203.4 万台）と増勢が一服した。仮に 4～6 月期で前期比マイナスとなれば、2008 年 10～12 月以来 10 四半期ぶりとなる。**乗用車販売台数の増勢は、これまでも 2010 年 4～6 月期の前期比 9.7%から 7～9 月期 7.3%、10～12 月期 4.7%、2011 年 1～3 月期 0.8%と徐々に鈍化していたが、ローン金利の上昇による影響が出たものと考えられる**。

自動車販売の推移（季節調整値、万台）



（出所）CEIC DATA

また、台数では乗用車を遥かに凌ぐ市場規模の自動二輪販売台数も、4 月に前月比▲0.5%、5 月も▲3.2%と 2 ヶ月連続で減少したため、4～5 月平均の水準は 1～3 月期比を 1.9%上回るにとどまり（1～3 月期は前期比 5.2%増）、増勢鈍化の兆しが見られる。

このように、**インフレ率の高まりが金利上昇を通じて、耐久消費財の増勢鈍化という形で個人消費に悪影響を与え始めている**点は留意しておきたい。

2011 年の成長率は 8%程度に減速

ここ 1 年程度、前期比年率 8%程度の高い成長を続けてきたインド経済であるが、上記の通り、このところ一部には成長ペースの鈍化を示唆する動きも見られる。しかし一方で、内生的なインフレ圧力が強まっていることも確認されているため、今後も**物価上昇に歯止めがかからない場合、インド準備銀行はさらなる利上げを行わざるを得ない**であろう。**当面は前期比年率 8%を上回る成長テンポを期待することは難しい**と考えられる。

今月上旬、**インド財務省は 2011 年度（2011 年 4 月～2012 年 3 月）の実質GDP成長率の見通しを 9%から 8.5～8.75%に引き下げることを示唆した**[1]。しかしながら、4～6 月期の成長率が前年同期比で 1～3 月の 7.8%を下回る可能性が低いとは言えないことに加え、成長テンポが再び高まるためにはインフレの沈静化が不可欠であり、その実現にはしばらく時間を要することを踏まえると、**2011 年および 2011 年度の成長率は、8%程度まで減速するとみておくことが現実的**と思われる。

[1] 新聞報道による。6 月末までに正式に公表される見込み。