

## インフレと経常赤字体質の改善に半歩前進したインド経済

インド経済は、ルピー相場の乱高下が示す通り、方向感の定まらない状況が続いている。その背景には、高インフレと高水準の経常赤字というインド経済の体質上の問題がある。政府・中銀は成長よりも体質改善を優先する姿勢を明確にし、その成果が出始めてはいるが未だ道半ばであり、インド経済が回復軌道に戻るには今しばらく時間を要しよう。

### ルピー安に一旦歯止め掛かるも再び軟調地合い

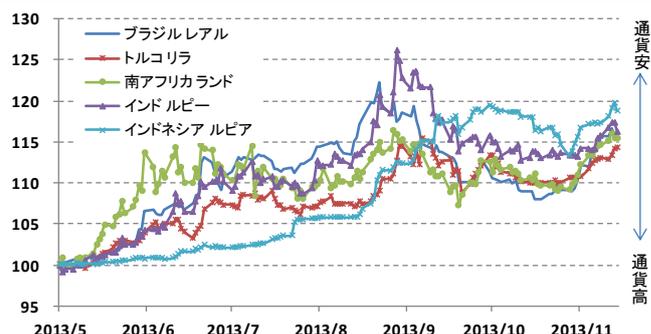
最近のルピー相場の動向は、インド経済の置かれている状況を如実に反映している。ルピーの対ドル相場は、米国における量的金融緩和の縮小観測が高まった5月以降、8月下旬にかけて急速かつ大幅に下落した。この間の下落率は、5月2日の高値1ドル=54ルピー弱から8月28日の安値68ルピー強まで、実に約2割にも達した。ルピーと同様に対ドル相場が顕著に下落したブラジル・レアルが概ね同期間に約16%、インドネシア・ルピアが約15%、南アフリカ・ランドが約14%、トルコ・リラが約13%落ち込んだことと比べても、インド・ルピーの下落幅は大きかったと言える。

為替相場の推移(ルピー/ドル)



(出所)CEIC DATA

主な新興国通貨の推移(2013年4月末=100)



(出所)CEIC DATA

ただし、その後のルピー相場の復調も急速であった。8月28日に1ドル=68.85ルピーまでルピー安が進んだことを受けて、インド準備銀行(中央銀行)は国営石油3社を通じてドル売りルピー買い介入を行うことを発表、9月6日には日印通貨スワップの限度額を150億ドルから500億ドルへ拡大するなど、矢継ぎ早の政策対応により、9月中旬には1ドル=62ルピー前後まで値を戻した。そのほか、4~6月期のGDP発表(8月30日)によって景気がさらに減速していることが確認され(詳細後述)輸入減による経常赤字縮小への期待感が高まったことや、米国において量的金融緩和の縮小が見送られ全面的にドルが買い戻されたこと(9月18日)、サブプライム問題への警鐘を鳴らしたラジャン氏<sup>1</sup>のインド準備銀行総裁就任(9月4日)、9月20日の金融政策会合での政策金利引き上げ(レポ金利7.25%→7.50%)などが、ルピー相場の回復を支援する要因となった。

ところが、米国の7~9月期GDP(11月7日)や10月雇用統計(11月8日)が市場予想を大きく上回

<sup>1</sup> 2005年の米国ジャクソンホールにおけるカンザスシティ連銀主催のシンポジウムで、当時IMFのチーフエコノミストであったラジャン氏は、サブプライムローンなど複雑な金融商品によるリスクを指摘していた。

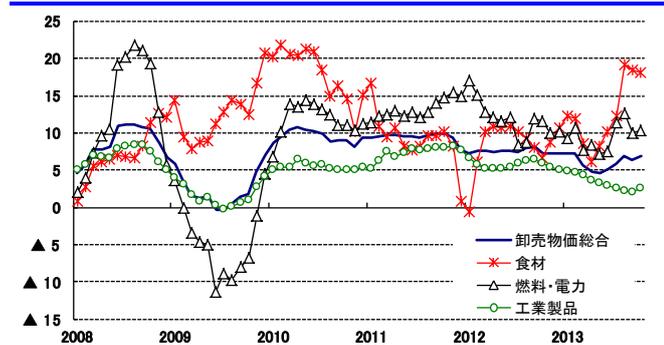
ったこと<sup>2</sup>を受けて再び量的金融緩和の縮小観測が強まり、ドル全面高のなかでルピー相場は再び軟調に転じ、11月13日には1ドル=63ルピー台後半までルピー安が進んだ。

### 経常赤字の高止まりを背景にルピー安とインフレが連鎖

ルピー相場下落の主因は、高インフレと経常収支の赤字である。高インフレの通貨は低インフレ通貨に比べて購買力（価値）がより速く低下するため売られやすく、経常赤字（受取<支払）は自国通貨買い需要（輸出）が外貨買い需要（輸入）を下回る状態を示している。

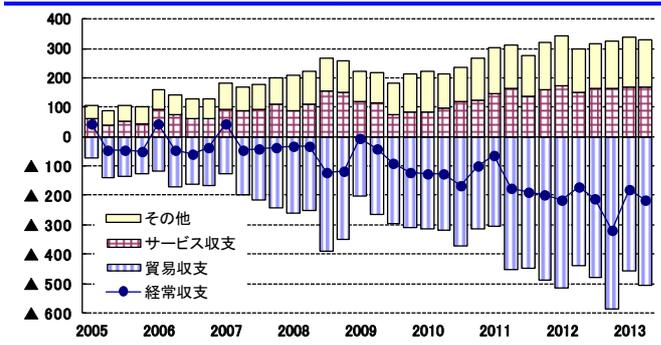
インドの主なインフレ指標は卸売物価であるが、その推移を見ると（下左図）、5月にかけて伸びが鈍化していたが（1月前年同月比7.3%→5月4.6%）、以降は再び伸びが高まっており、10月には前年同月比7.0%と2月以来の伸びを記録している。最近の伸びの高まりは、主に天候不順による食材価格の上昇（4月前年同月比6.1%→10月18.2%）であり、景気減速を受けて工業製品価格はむしろ伸びが鈍化（5月3.3%→10月2.5%）しているが、ルピー安による輸入品価格上昇の影響も指摘されており、ルピー安がインフレ高進を通じて更にルピー安圧力を高める負の連鎖の入り口にあるという見方もできる。

卸売物価の推移（前年同月比、%）



(出所) CEIC DATA

経常収支の推移（億ドル）



(出所) CEIC DATA

一方の経常赤字（原数値）も、2012年10～12月期の318億ドルをピークに減少しているものの、2013年4～6月期も史上2番目の218億ドルを記録、依然として高水準にある<sup>3</sup>。また、GDP（要素価格表示）比で見ても経常赤字は2012年10～12月期の6.3%から2013年1～3月期に3.6%へ縮小したものの、4～6月期は4.9%へ拡大するなど、明確な改善傾向は見られない。

### 外貨準備高は減少するもルピー暴落回避に十分な水準

さらに、高水準の経常赤字が続くなかで、ルピー防衛のためのドル売り介入もあって、外貨準備高は1月の2,955億ドルから8月には2,755億ドルへ減少している。しかしながら、輸入が減少傾向にあるため、輸入額との比較では1月の6.48ヵ月分から8月は7.34ヵ月、9月は7.91ヵ月<sup>4</sup>と改善している。一般的に最低限必要な外貨準備高は輸入の2～3ヵ月分とされており、その観点からは現時点で外貨準備高の水準は十分であると判断できる。また、短期対外債務との比較でも、6月末時点で3.5倍となっており、懸念される状況ではない。これらを踏まえると、現在のところルピー相場が暴落するリスクは大きいとは言

<sup>2</sup> 詳細は2013年11月12日付け Economic Monitor「底堅さと懸念材料が混在する米国経済」参照。

<sup>3</sup> 当社試算の季節調整値で見ると、2013年4～6月期の経常赤字は225億ドル（GDP比5.0%）となり、2012年10～12月期の304億ドル（6.9%）、2012年1～3月期の258億ドル（6.0%）に次ぐ史上3番目。

<sup>4</sup> 輸入額は当社試算の季節調整値で、当該月の輸入額との比較。

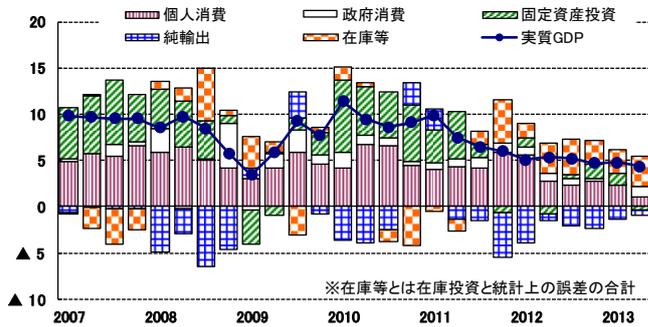
えない。

外貨準備の推移(億ドル、月)



(出所) CEIC DATA

実質GDP成長率の推移(前年同期比、%)



(出所) CEIC DATA

## 4～6 月期の実質 GDP 成長率は引き続き減速

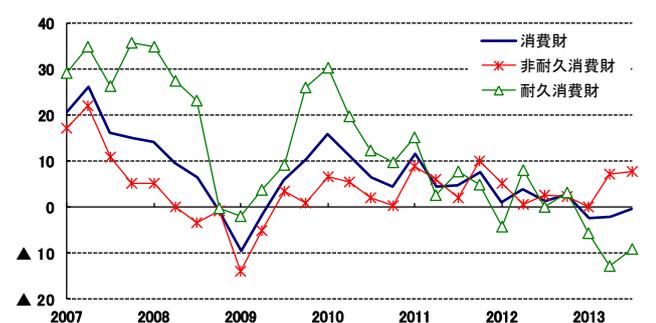
先にも触れた通り、景気は減速が続いている。4～6 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比 4.4% となり、1～3 月期の 4.8% から一段と伸びが鈍化している。また、5% 割れは 3 四半期連続である。

主な需要項目の動向を見ると、個人消費が 1～3 月期の前年同期比 3.8% から 4～6 月期は 1.6% へ大きく減速、固定資産投資は 1～3 月期の 3.4% から 4～6 月期は▲1.2% とマイナスに転じるなど、国内需要の低迷ぶりが目立つ。また、輸出も若干マイナス幅が拡大し (▲0.6% → ▲1.2%) 不振が続いたが、輸入の伸びが大きく鈍化 (3.3% → 0.7%) したため、純輸出の寄与は 1～3 月期の▲1.3% Pt から 4～6 月期は▲0.6% Pt へマイナス幅が縮小している。すなわち、景気の減速により実質ベースの対外収支は 4～6 月期に改善に転じたわけである。

## 国内需要はマインド悪化や物価上昇などにより回復を見込めず

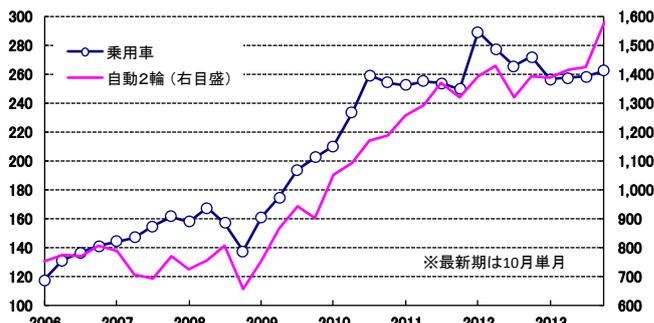
個人消費の低迷は、高インフレや景気減速を背景とする消費者マインドの悪化による部分が大きいとみられる。消費財の生産動向から消費の動きを推察すると、マインドに左右されやすい耐久消費財の生産が 1～3 月期に前年比▲5.7% とマイナスに転じ、4～6 月期には▲12.7% までマイナス幅を拡大させている。7～9 月期は▲9.2% とマイナス幅こそ縮小したものの依然として大きなマイナスであり、耐久財消費の低迷が続いている可能性を示唆している。一方の非耐久財は逆に増勢を強めているが、必ずしも需要の拡大を示しているわけではなく、輸入品価格の上昇により需要が国産品へシフトした影響による可能性が指摘できる。

消費財生産指数の推移(前年同期比、%)



(出所) CEIC DATA

自動車販売の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所) CEIC DATA

また、代表的な耐久財である乗用車や自動二輪の販売動向は、ともに2013年に入り停滞気味に推移していた。乗用車販売台数は、当社試算の季節調整値で1~3月期は前期比▲5.7%の年率256.6万台へ減少した後、4~6月期257.7万台、7~9月期258.4万台と概ね横ばいで推移している。10月は262.7万台へ増加したが、物価や金利の上昇など環境は悪化しており、販売が回復する状況にはない。10月に水準を大幅に高めた自動二輪についても、同様であろう。個人消費の回復には相当の時間を要するとみられる。

固定資産投資にも回復の兆しは見られない。景気の減速を受けて企業業績は悪化<sup>5</sup>しており、9月に続いて10月も政策金利が引き上げられるなど、企業が設備投資を積極的に拡大する状況にはない。また、財政赤字に改善の兆しがなく、政府債務残高がGDP比で再び高まりつつある状況を踏まえると、政府によるインフラ投資にも多くを期待できない。固定資産投資が回復に向かうためには、少なくとも金融引き締め局面が終了し、景気の減速に歯止めが掛かるまで待つ必要があるであろう。

財政赤字と政府債務の推移 (GDP比、%)



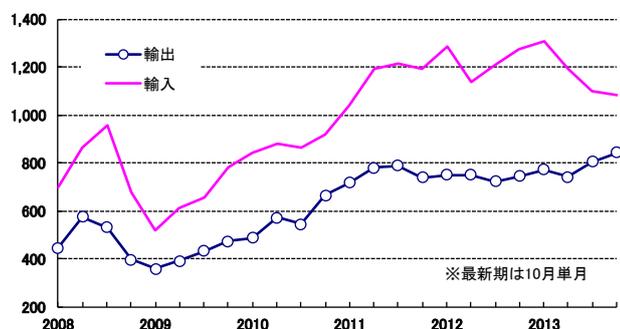
(出所) IMF

## 輸出の持ち直しと輸入減で貿易赤字は縮小

4~6月期まで停滞感が強かった輸出であるが、7月以降は明確な回復を見せている。通関輸出額（ドルベース）は、1~3月期の前年同期比3.2%から4~6月期は▲1.3%と落ち込んだが、7~9月期は11.6%の大幅増を記録した。当社試算の季節調整値でも、4~6月期の前期比▲4.1%から7~9月期は8.5%増加、さらに10月の水準は7~9月期を4.7%も上回っている。

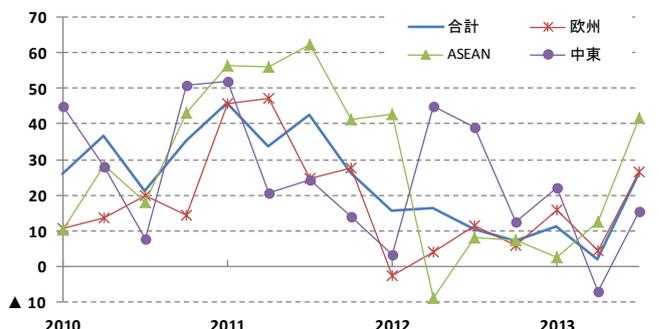
財別には、輸出全体の6.3%（2012年）を占める輸送用機械が4~6月期の前年同期比▲7.9%から7~9月期に19.3%の大幅増に転じ、10月は前年同月比47.3%まで伸びを高めたほか、繊維製品・素材（シェア5.8%、4~6月期6.4%→7~9月期26.3%→10月37.0%）や一般機械（シェア5.0%、13.2%→14.7%→22.8%）、電気製品（シェア2.8%、▲8.1%→5.0%→9.4%）など工業製品の多くで増勢が強まっている。

輸出入の推移 (季節調整値、億ドル)



(出所) CEIC DATA

仕向地別輸出の推移 (ルピー建て、前年同期比、%)



(出所) CEIC DATA

<sup>5</sup> NNAによると、インド準備銀行が集計した金融を除く民間企業2,768社の純利益は1~3月期に前年同期比▲16%、4~6月期も▲10.9%と大幅減益が続いている。

また、仕向地別では、主力の中東向け（2012年シェア20.4%、4～6月期前年同期比▲7.3%→7～9月期15.4%）で増加に転じ、欧州向け（シェア18.5%、4.4%→26.6%）や米国向け（シェア12.1%、6.4%→25.2%）も増勢を強めるなど、ほぼ全ての地域向けで回復が見られた。

一方の通関輸入額（ドルベース）は、4～6月期の前年同期比5.3%から7～9月期は▲9.0%とマイナスに転じ、10月には前年同月比▲14.5%までマイナス幅が拡大している。当社試算の季節調整値でも、4～6月期は前期比▲8.6%と大幅減、7～9月期も▲8.0%と落ち込みが続き、10月の水準は7～9月期をさらに1.5%下回るなど、減少傾向が続いている。

このように、輸出が回復するなかで輸入が伸び悩んだ結果、貿易収支は4～6月期の▲454億ドルから7～9月期は▲295億ドルへ赤字幅が縮小、10月は四半期ベースに直すと▲241億ドルとさらに縮小した。ルピー安と海外景気の持ち直しを受けた輸出増に加え、内需低迷によって輸入が減少したことで、貿易赤字は急速に縮小している。

## 体質改善は半歩前進

以上の通り、インド経済は、政府・中銀が経済成長よりもインフレ高進と通貨暴落の回避を優先したことを受けて、景気の減速が続く一方、通貨下落の主因の一つである経常収支（貿易収支）の赤字が縮小しつつある。また、もう一つの通貨下落要因であるインフレ率は依然として高止まりしているが、景気の減速により国内需給が緩和しインフレ圧力が徐々に弱まることが期待される。その意味で、インド経済の体質改善は半歩前進したと言えよう。

しかしながら、米国の量的金融緩和は、いずれ縮小に向かいドル高圧力が高まる局面を迎える。その時期は早ければ2013年1月か3月とみられるが、ルピー相場が安定を取り戻すためには、それまでに経常収支が明確に縮小傾向となり、インフレ率が低下することが望ましい。インド経済が現在の混迷状態から無事脱するかどうか、もうしばらく見極めが必要であろう。