

#### 4. 減速の続くインド経済

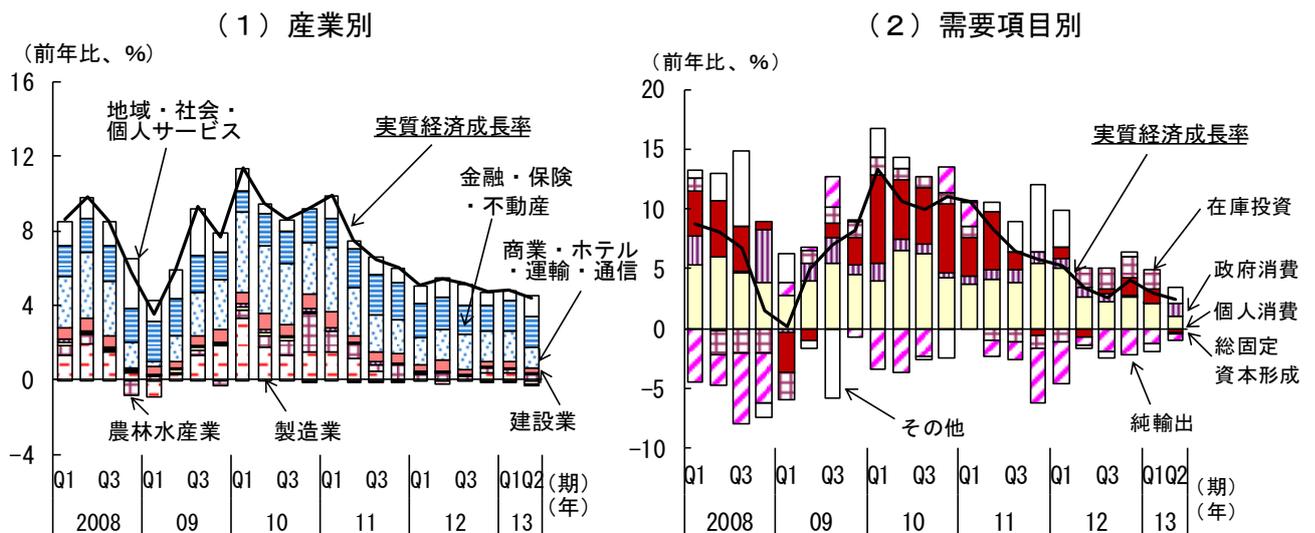
インドでは、経済成長率は11年以降鈍化し始め、13年に入っても低成長が続いている。景気の減速が長期化している背景としては、内外需の不振である。国内需要は慢性的な物価上昇とそれに伴う金利高により伸び悩みが続くものの、実効的な政策対応がとられておらず、先行き不透明感もある。また世界の景気は13年半ばにかけての中国や欧州経済の減速等もあり、純輸出としては依然としてマイナスとなっている。さらに、13年5月以降のアメリカの金融政策の影響によるルピー安の進行等から、金融政策は緩和から引締めスタンスに転じている。

弱まる経済成長と物価上昇から政策運営は困難さを増し、インド経済を取り巻く環境は厳しさが続いている。以下では、インド経済の現状について概観する。

##### (1) 長引く景気減速

インドの実質経済成長率は12年度（12年4月～13年3月）に前年比5.0%と、10年ぶりの低成長となった以降も、13年4～6月期にも同4.4%となるなど、景気は減速している（第1-4-33図(1)）。産業別にみると、11年後半以降低迷している製造業に加え、これまでインド経済をけん引役してきた商業・ホテル・運輸・通信等のサービス業も低調な経済活動を反映して12年後半以降伸びが鈍化している。また、需要項目別にみても、引き続き消費や投資といった国内需要の伸びが一段と弱まり、純輸出もマイナスが続いている（第1-4-33図(2)）。

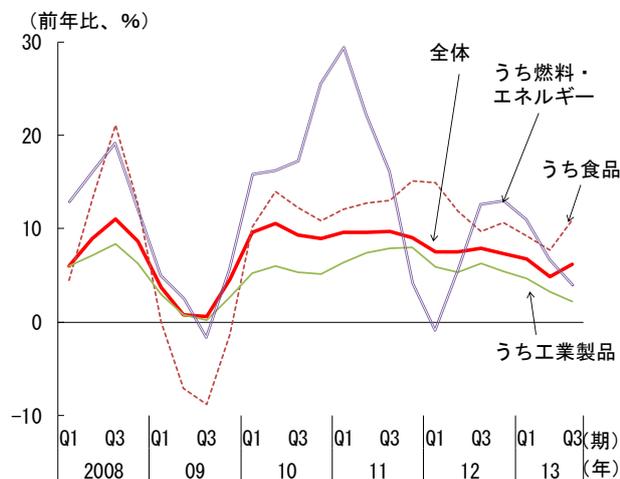
第1-4-33図 実質経済成長率：景気は減速



(備考) 1. インド中央統計局より作成。  
 2. 産業別は要素価格表示であり、需要項目別（市場価格表示）と一致しない。  
 3. 需要項目別の「その他」は、貴重品の取得及び誤差脱漏。

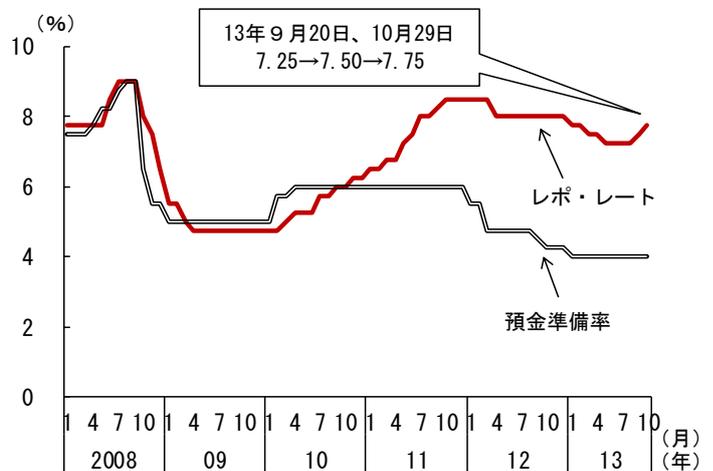
国内需要が低迷する背景には、慢性的な物価上昇とそれに伴う金利の高止まり等が挙げられる。卸売物価上昇率<sup>1</sup>は、景気鈍化や国際商品価格の下落等を受け、12年後半から13年前半にかけてやや低下したものの、依然として高い伸びが続いている(第1-4-34図)。インド準備銀行(中央銀行)は物価上昇率が低下した同時期に、景気配慮から利下げを行ったが、その後、13年5月以降のアメリカの金融緩和縮小観測の影響によるルピー安の進行(後述)等から、金融緩和から再び引締めスタンスに転じ、13年9月に中央銀行総裁に就任したラジャン氏は、インフレ抑制を重視し、同月から政策金利の利上げを行うなど金融引締めを強めている(第1-4-35図)。

第1-4-34図 卸売物価上昇率：  
依然として高い伸びで推移



(備考) 1. インド商務省より作成。  
2. ( )内はウェイト：食品(20%)、燃料・エネルギー(15%)、工業製品(65%)。

第1-4-35図 金融政策：再び引締めへ



(備考) インド準備銀行より作成。

## (2) 金融資本市場における変動とインド経済に与える影響

13年5月下旬にアメリカの金融緩和縮小観測が生じて以来、新興国をめぐる国際金融資本市場は大きく変動した<sup>2</sup>。新興国の中でも通貨ルピーの下落幅は比較的大きく、最も減価した8月下旬には約25%の下落となった<sup>3</sup>。

通貨下落となった背景には、慢性的な物価上昇や双子の赤字というインドの脆弱な経済構造があると考えられる(第1-4-36図)。また、資金ファイナンスの構造をみても、中

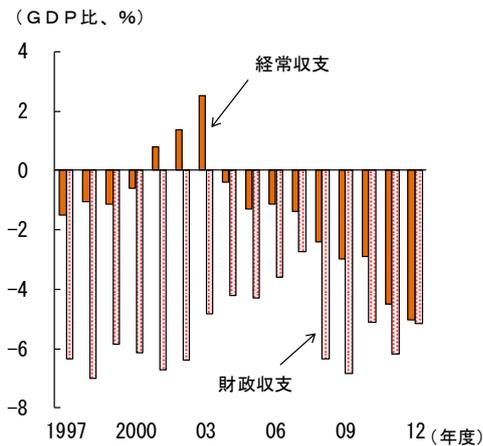
<sup>1</sup> 当局が最重視するインフレ指標。

<sup>2</sup> 詳細本章第1節及び第2節。

<sup>3</sup> 13年5月22日比。13年11月15日時点では約14%安。

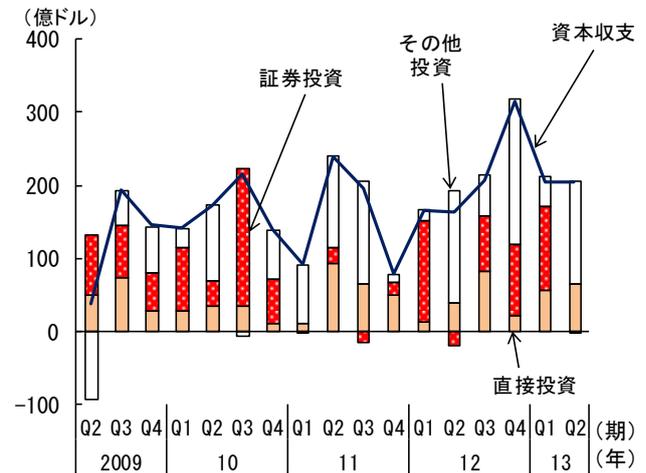
長期的な資金である直接投資よりも、証券投資や借入等のその他投資といった短期的資金へのシェアが高く、金融資本市場の変動にさらされやすい構造にあるといえる（第1-4-37図）。

第1-4-36図 双子の赤字：拡大傾向



(備考) インド準備銀行、インド財務省より作成。

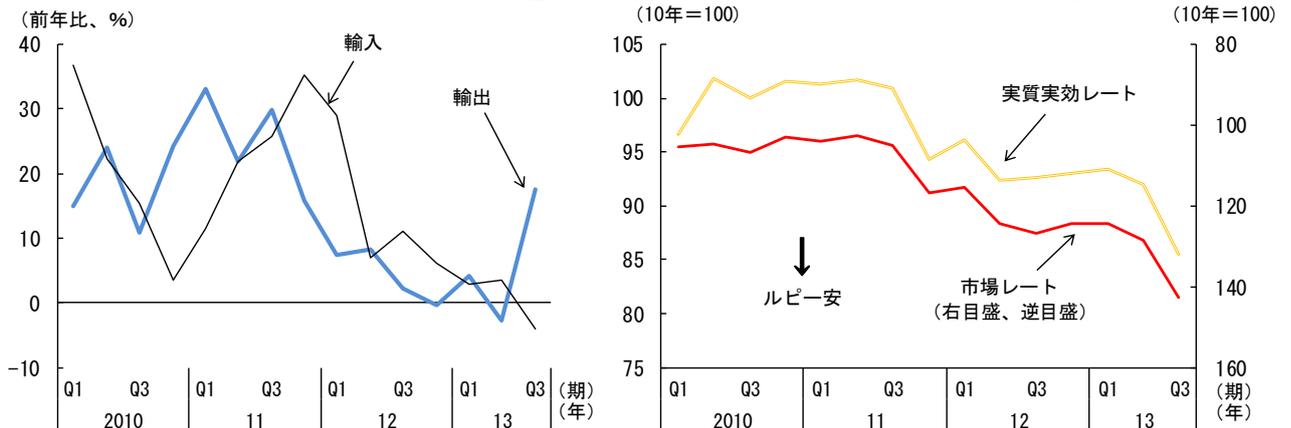
第1-4-37図 資本収支：短期資金の割合が高い



(備考) インド準備銀行より作成。

通貨安のこれまでの影響をみると、ルピー建て輸出額は増加しており、一定のプラス効果<sup>4</sup>もみられる（第1-4-38図）。一方、貿易を通じた景気への影響よりも、前述のとおり、輸入インフレを通じた物価上昇等の実体経済へのマイナス面が表れており、景気への影響が懸念される。

第1-4-38図 実質輸出入（ルピー建て）と為替レートの動向：貿易には一定の効果

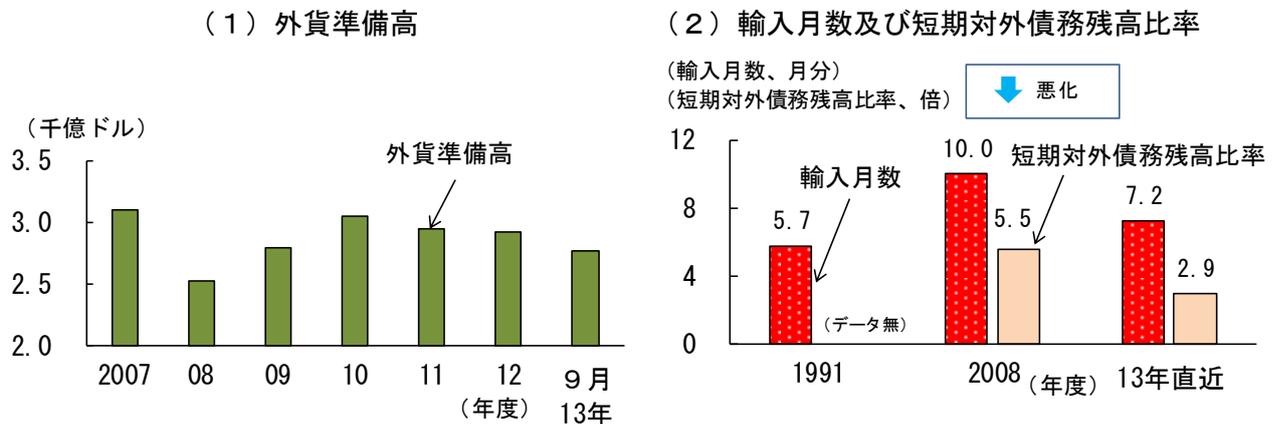


(備考) 1. インド商工省、ブルームバーグ、BISより作成。  
2. 輸出入は財貿易（ルピー建て）を卸売物価で実質化したもの。

<sup>4</sup> 輸出については、過去からの推移をみると、主要輸出先の欧米経済の景気の改善等の所得効果の寄与が大きいとみられる。輸入については、金輸入の抑制策等の影響が強いと考えられる。

また、通貨変動に対するリスク耐性として、外貨準備高の輸入月数や短期対外債務残高の対比を確認すると、適正規模とされる目安<sup>5</sup>を上回っているものの、08年の世界金融危機時より低い水準となっている点にも留意が必要であろう（第1-4-39図）。

第1-4-39図 リスク耐性：適正規模を上回るものの、水準の低下も



- (備考) 1. インド準備銀行、CEICより作成。  
 2. 輸入月数=外貨準備高/当該年度平均輸入額、短期対外債務残高比率=外貨準備高/短期対外債務残高(いずれもドル建)。  
 3. 13年の数値は、輸入月数は9月、短期対外債務残高比率は6月。

インド当局は、短期的な景気の回復だけでなく持続的な発展につながるよう、短期的な対応に止まらず、慢性的な双子の赤字状況からの改善を図るための構造改革を進めるなど中長期的な取組が問われる状況にあるといえよう。

## 5. アジア経済の見通しとリスク

### (1) 経済見通し（メインシナリオ）— 成長率は以前より低下

中国では、13年7～9月期の実質経済成長率は前年比7.8%となるなど、12年4～6月期から6期連続で7%台となっており、成長率は以前<sup>6</sup>より低下している。一方で、政府の成長目標（7.5%）に沿うものともなっており、また高成長より経済発展パターンの転換を優先するという政府の基本方針に沿ったマクロ経済運営によるものと考えられ、景気の拡大テンポは安定化しつつあるといえる。先行きについては、こうした安定的なテンポで、緩やかな拡大傾向が続くと見込まれる。

<sup>5</sup> 適正規模目安は輸入月数3か月分、短期対外債務残高比率1.0倍といわれている（IMF）。

<sup>6</sup> 2000～10年までの平均成長率は10.3%と二けた台となっている。

韓国、台湾では、一部に緩やかになる動きがあるも、景気は持ち直しの動きがみられており、先行きについては、世界景気の底堅さが増すに従い次第に持ち直していくことが期待される。

A S E A N諸国では、持ち直しの動きが緩やかになっているものの、先行きについては、比較的堅調な内需とともに、ほかのアジア地域同様、世界景気の底堅さが増すことに従い外需も回復し、全体として持ち直しの動きが続くと見込まれる。

インドでは、景気は減速しており、先行きについても、当面低い成長となることが見込まれる。

国際機関の見通しをみると、14年のアジア経済の成長率は、低めの成長率が見込まれる。中国は12、13年とほぼ変わらず7%台半ば、韓国・台湾は成長率の低下が目立った12年からやや上昇し3%台半ば、A S E A N諸国はやや低下し4%台後半、インドはやや持ち直し5%前後<sup>7</sup>の成長率が見込まれている。

第1-4-40表 アジア各国の実質経済成長率の見通し

(前年比、%)

	2012 実績	I M F (13年10月)		A D B (13年10月)		世界銀行 (13年10月)		O E C D (13年11月)	
		2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
中国	7.7	7.6	7.3	7.6	7.4	7.5	7.5	7.7	8.2
インド	3.2	3.8	5.1	-	-	-	-	3.0	4.7
インドネシア	6.2	5.3	5.5	5.7	6.0	5.6	5.3	5.2	5.6
韓国	2.0	2.8	3.7	2.8	3.5	-	-	2.7	3.8
マレーシア	5.6	4.7	4.9	4.3	5.0	4.3	4.8	-	-
シンガポール	1.3	3.5	3.4	2.6	3.5	-	-	-	-
台湾	1.3	2.2	3.8	2.3	3.3	-	-	-	-
タイ	6.5	3.1	5.2	3.8	4.9	4.0	4.5	-	-

(備考) I M F“World Economic Outlook”(13年10月8日)、A D B“Asian Development Outlook 2013 Update”(13年10月8日)、世界銀行“East Asia and Pacific Economic Update”(13年10月8日)、O E C D“Economic Outlook 94”(13年11月19日)より作成。

## (2) 経済見通しに係るリスク要因

アジア経済の先行きに関するリスクは、以下のとおり下方に偏っており、特にアメリカにおける金融政策や財政問題の動向如何によっては、アジア経済に与える影響が懸念される。

<sup>7</sup> 市場価格表示。

### (i) 金融市場をめぐる動向や輸出環境の悪化

アメリカにおける金融政策の変更とそれによる資本市場の変動のうち、特に為替動向や、同国の債務上限問題といった財政問題の対応如何によっては、世界景気の下押し要因となる可能性がある。いずれもアジア経済にとっては最終需要地の需要が縮小し、輸出を通じた影響が懸念される。

また、株価下落等の資産効果を通じた個人消費や、信用収縮に伴う資金調達コストの増加による設備投資の抑制等の内需の縮小、通貨安による輸入を通じた物価上昇等のおそれもある。

### (ii) 中国経済の減速

12年半ば以降、中国における不動産価格はこれまでの低下局面から反転し、上昇を続けている。そのため、政府は引き続き不動産価格抑制策を継続しているほか、中央銀行による資金供給が引締めの的になるなど、不動産価格上昇の背景にある過剰流動性に対する政策に変化の兆しもみられている。

金融政策は緩和的なものとなっているものの、その政策の方向性に変化が生じると、不動産市場だけではなく実体経済にも広く影響が及び、景気の下押し圧力となる可能性がある。その結果、逆に不動産価格の急落が生じ、不動産投資の調達手段の一つとなっているシャドバンキングに大きな変化が生じる場合には、地方政府の財政悪化等が引き起こされ、シャドバンキングを通じた金融危機や、投資等の実体経済が急激に冷え込む可能性もある。

なお、中国については、関係国との間で安定的な対外経済関係が維持されていくことが重要であり、こうした点についても注視していく必要がある。

### (iii) 物価上昇の再加速

アジア地域においては、物価はおおむね安定しているものの、一部の国では、通貨安や資源価格の上昇等を通じた物価上昇もみられている。今後も輸入物価の上昇等により再び物価上昇が加速する可能性もあり、引き続き物価の動向に留意が必要である。

仮に、物価が再び上昇に転じた場合には、実質所得の低下や消費への下押し圧力等を通じ、実体経済面へ影響を及ぼすことが懸念される。