

ルピー安に起因するインド経済の脆弱性

<要旨>

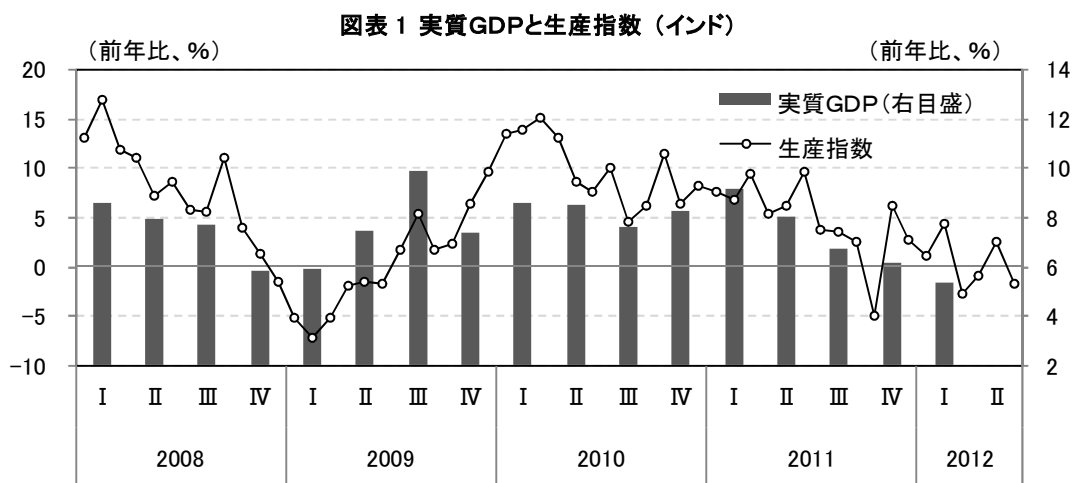
景気減速が続くインドでは、欧州債務問題の拡大を機に進んだルピー安による輸入物価上昇に、干ばつによるインフレ懸念もあって、十分な金融緩和ができず政策金利、貸出金利共に高止まりしている。

さらに欧州債務危機の更なる悪化や、ソブリン格付けの引き下げがきっかけとなり、海外からの資金流入が細れば、インドの対外与信依存度の高さ故に実体経済が悪化し、金融市場におけるインドへの見方がより厳しくなるという悪循環に陥るリスクがある。

今後10年間のインドの生産年齢人口増加数は他国を圧倒しており、中長期的に高い成長力を持った国であることは疑いがない。しかし短期的には、経常赤字国であり対外与信依存度の高いインドが、ルピー安に起因した複数のマイナス要因によって想定以上の景気減速に見舞われるリスクには留意すべきだろう。

1. インド経済の現状

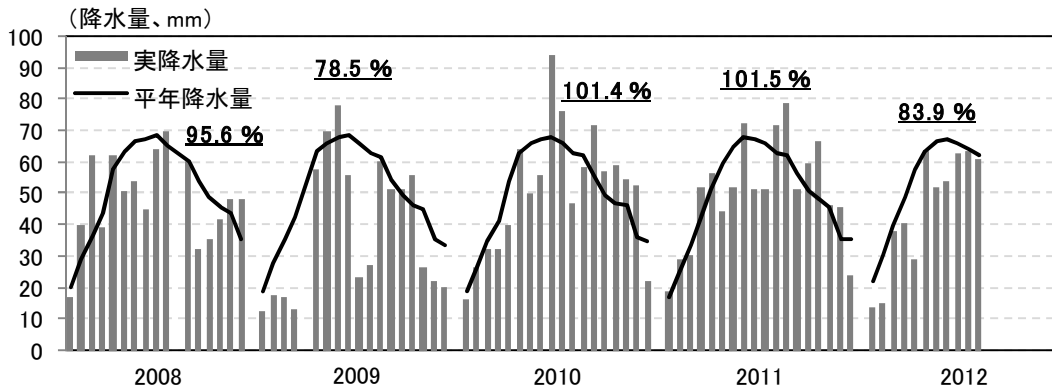
インドの景気減速が鮮明になっている。2012年1-3月期のインド実質GDP成長率は5.3%と、リーマン・ショック直後の2008年10-12月期に記録した5.8%を下回る水準にまで低下した。生産指数を見ても足元の6月前年比マイナスにまで落ち込んでおり、インド経済が減速傾向にあることを改めて確認できる(図表1)。このような経済環境下、インド準備銀行(RBI)は7月末に2012年度の実質GDP成長率の見通しを4月発表値の+7.3%から+6.5%に引き下げ、IMFも2012年の成長率を+6.8%から+6.1%と0.7%ポイント下方修正した。



(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

今夏インドを襲っている干ばつ被害も、同国経済に打撃を与える要因になっている。6月から9月にかけてのモンスーン期の降水量が、今年は平年に比べ2割程度少なく、週間降水量が平年並みの水準に達したのは7月第2週のみである(図表2)。これは2008年度の干ばつを上回り、大干ばつとなった2009年度に迫っている。灌漑整備が遅れているインドでは、降雨に依存する農耕地が多いため降水量の影響を直接受けやすく、今後米、小麦、サトウキビといった穀物を中心に生産量の減少が予想される。

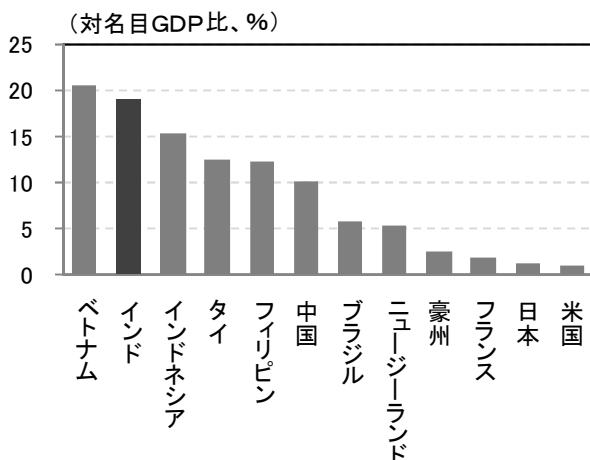
図表2 インドのモンスーン期(6月-9月)降水量



(注)1. 2008年8月第2週と2009年7月第1週は実降水量及び平年降水量のデータなし。 (週次)
 2. 図表中の数値は、平年降水量に対する実降水量の割合を示す。
 (資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

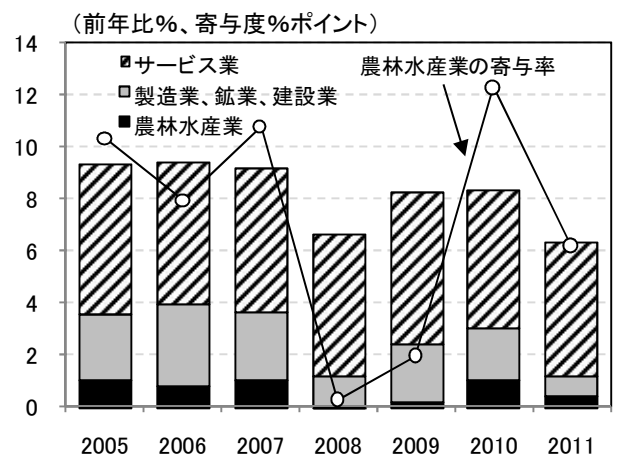
名目GDPに占める農林水産業の割合が20%弱と高いインドにおいて、干ばつによる穀物生産の下振れがGDPに与える影響は大きい(図表3)。2008年度や2009年度の干ばつにおいても、GDP成長率に占める寄与度の割合(寄与率)は大幅に低下しており、GDP全体の成長率を押し下げる要因となった(図表4)。今般の干ばつで予想される影響も、先に述べたインド準備銀行やIMFによる経済成長率予想引き下げの要因の一つである。

図表3 各国GDPに占める農林水産業の割合



(資料)国連統計より三井住友信託銀行調査部作成

図表4 実質GDPの寄与度分解 (インド)

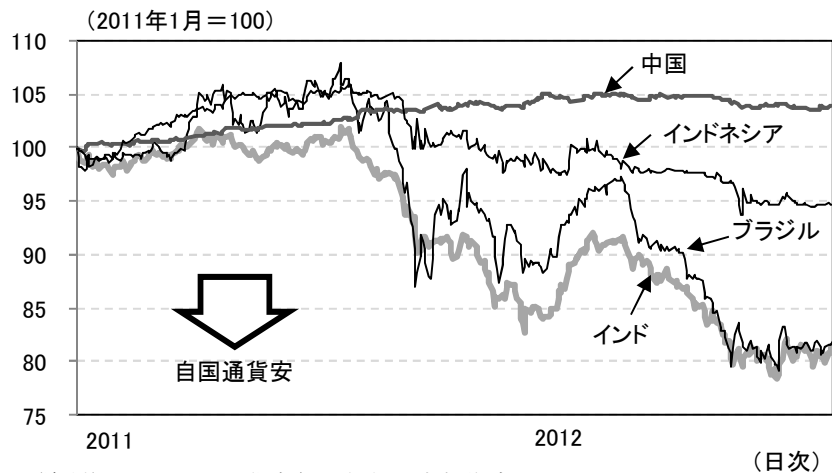


(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

2. ソブリン危機後拍車がかかるルピー安

更にインドを悩ませるのが同国通貨ルピーの大幅な下落である。ルピーの対ドル為替相場はブラジルレアルと並んで大きく減価しており、2011年前半に比べると2割程度、2012年初めと比較しても1割程度自国通貨安が進んでいる(図表5)。

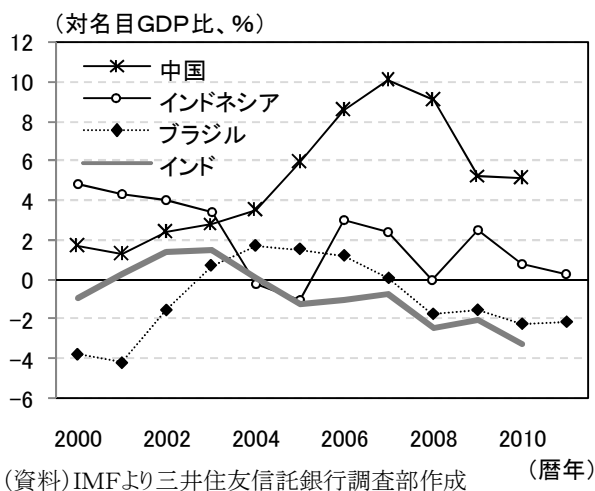
図表5 各国の対ドル為替相場



(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

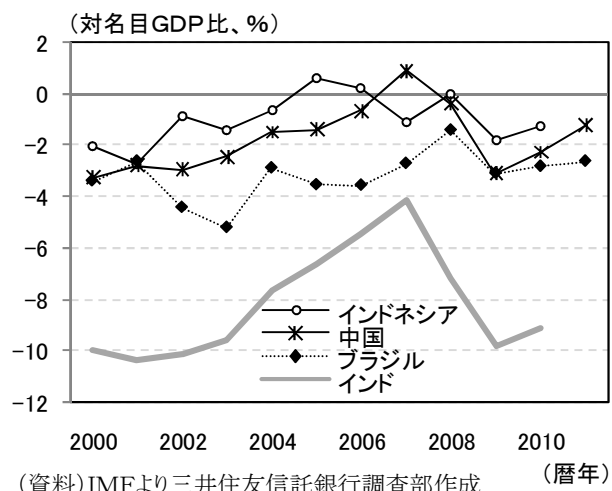
ルピー安が進んだ要因としては、インドが慢性的に経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱えていることが大きい。経常赤字は2005年以降、対名目GDP比で拡大を続けており、財政赤字は2007年まで縮小傾向にあったものの、リーマン・ショックを機に再び拡大、2000年代前半の水準にまで悪化が進んでいる(図表6、図表7)。このインドの「双子の赤字」は、同じく自国通貨安が進んできたブラジルよりもさらに厳しい。

図表6 各国の経常収支



(資料)IMFより三井住友信託銀行調査部作成

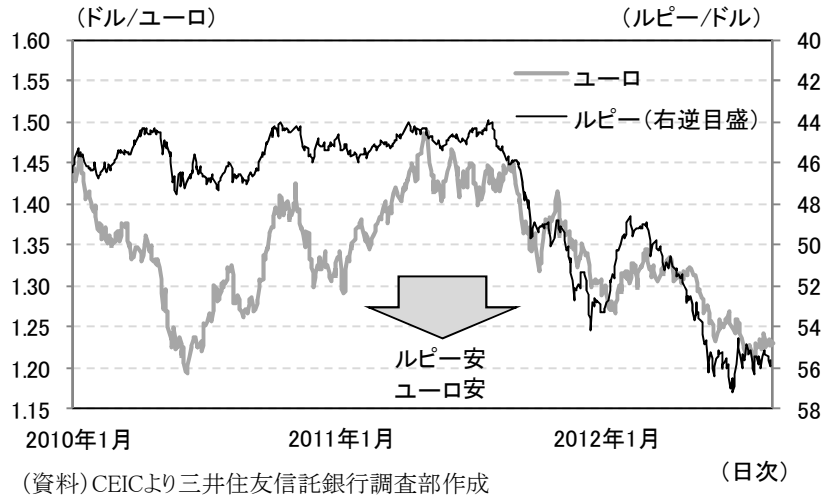
図表7 各国の財政収支



(資料)IMFより三井住友信託銀行調査部作成

インドが抱えるこの「双子の赤字」体質が、ギリシャなど欧州周縁国と共通していることも、欧州債務問題の拡大とともにインドに厳しい目を向けさせ、通貨安に拍車をかけた可能性がある。このことは、欧州債務問題が急激に深刻化し、イタリアやフランスの財政まで問題視され始めた 2011 年半ばからユーロ・ルピーともに下落を始めたことや、その後も両通貨が似た動きをしていることから裏付けられよう(図表 8)。

図表 8 ルピーとユーロ

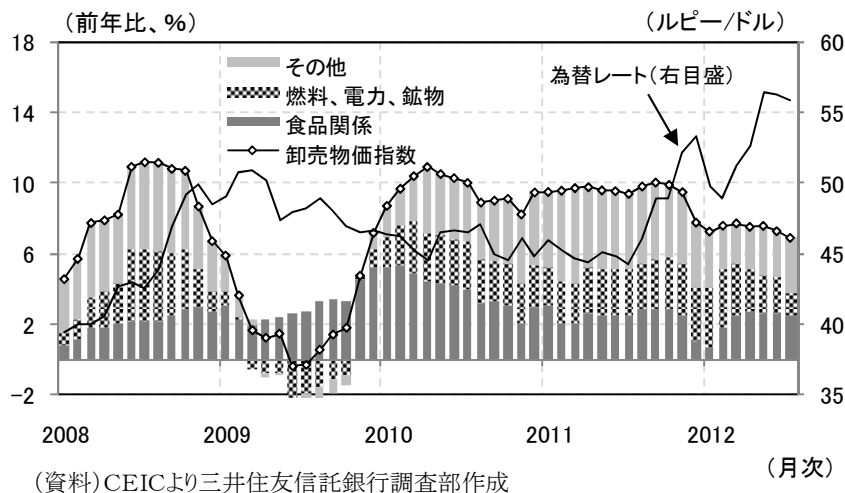


3. ルピー安のインド実体経済への影響

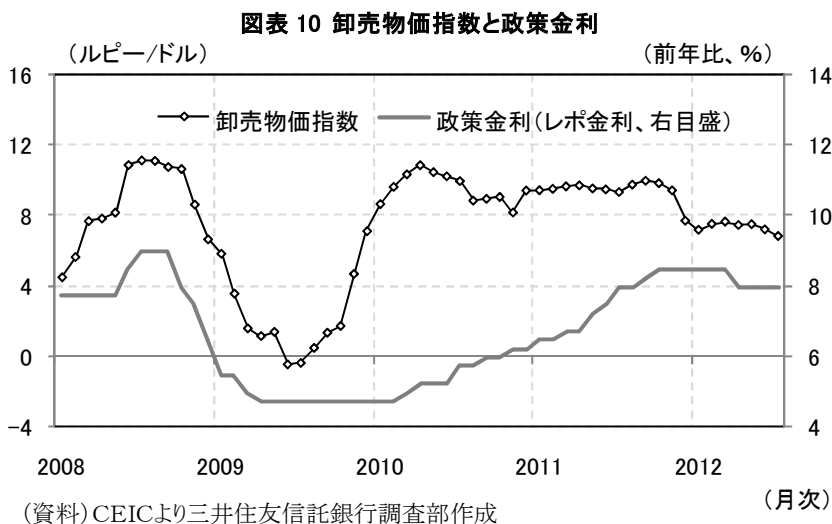
ルピー安は輸入物価上昇を通じてインド国内のインフレ率を押し上げ、以下のルートでインド経済への大きな影響を及ぼすことが想定される。

2011 年前半まで景気が過熱気味とされた新興国での金融引き締めによる需要減退や、欧州債務問題の世界経済への影響に対する懸念の高まりによって、国際商品市況は総じて 1 年前よりも低い水準にある。しかし、商品市況低下によるインフレ圧力の緩和は、インドにおいてはルピー安によって一部相殺されているために、物価上昇率が目立って低下していない(図表 9)。

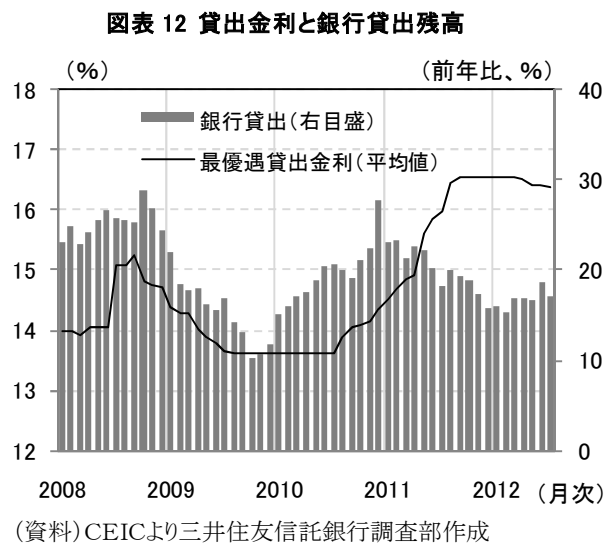
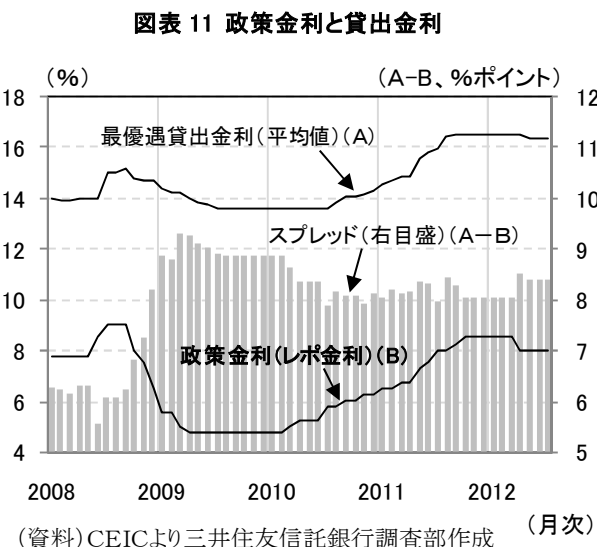
図表 9 インドルピーと卸売物価指数



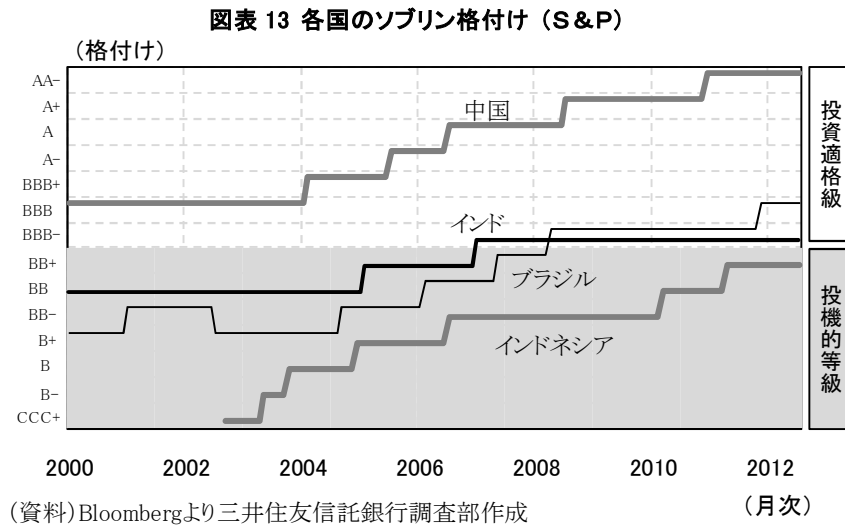
インフレ率の高止まりと、先行きのインフレ懸念は当局による金融緩和の余地を狭める。インド準備銀行は今年4月、3年ぶりに主要政策金利のレポ金利を8.5%から8.0%に引き下げたものの水準は依然として高い(図表 10)。リーマン・ショックの際は世界的な景気減速もあり、卸売物価指数が急落、2008年半ばには一時前年比マイナスにまで落ち込み、インド準備銀行も僅か半年の間にレポ金利を5%近く引き下げ金融緩和による景気下支えを行うことができた。対して今回は、インフレ懸念が残る限り利下げは難しい状況が続くと思われる。



政策金利の高止まりは、銀行の貸出金利にも影響を与える。政策金利と最優遇貸出金利平均値の乖離幅は今のところ一定水準を維持しており、貸出金利は上昇こそしていないが、2011年半ば以降高止まり、リーマン・ショック前の水準をも上回っている(図表 11)。足元の景気減速が続いている中でも貸出金利が下がらず、銀行貸出残高の伸びも低調に推移していることで、国内与信面から景気の下押し圧力となっている(図表 12)。

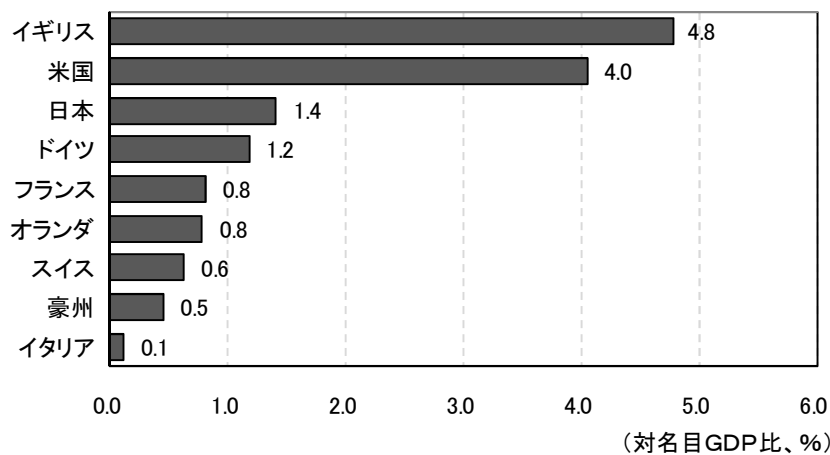


こうした状況下、インドに対する見方を更に厳しいものにしかねないのが、同国のソブリン格付けである。米国格付け会社S&Pのインドに対する格付けの推移を見ると、2000年代を通じて徐々に引き上げられてはきたものの、投資適格の範囲では最も低い BBB-であり、今年4月にはその見通しが「安定的」から「ネガティブ」に変更された(図表 13)。



インドのソブリン格付けが数年ぶりに投機的等級に引き下げられれば、国外からの資金流入が細り、経常赤字で資金を海外に依存するインド経済が更なる打撃を受ける可能性がある。インド向けの対外与信残高が多い国を見ると、今のところ英米日独と欧州債務問題の影響を受けにくい国からの依存度が高いものの、欧州債務危機の更なる悪化により金融機関がリスク回避的になると、インドへの投融資姿勢が厳格化するリスクもある(図表 14)

図表 14 インドの対外与信依存度



4. 短期的には下振れリスクが大きいインド

インドが中長期的には高い成長力を持った国であることは疑いが無い。2010年からの10年間で生産年齢人口がどの程度増えるかを見ると、インドの増加幅は全世界で最も多く、しかも2位のパキスタンとはまさに「桁違い」の規模である(図表15)。こうした人口動態を背景にしたインドへの中長期的な成長期待が完全に損なわれることは考えられず、またルピー安は幾分か同国の輸出を押し上げることにもなる。

図表15 2010年から2020年までの生産年齢人口の動き
(10年間の増加数上位10カ国)

(万人)

	2010年時点での 生産年齢人口	2020年までの 生産年齢人口増加数
インド	78,975	13,330
パキスタン	10,472	2,612
ナイジェリア	8,521	2,581
インドネシア	16,170	2,091
バングラディシュ	9,533	2,087
中国	97,053	1,841
エチオピア	4,579	1,591
ブラジル	13,168	1,490
フィリピン	5,682	1,297
コンゴ	3,368	1,265

(資料)国連人口データベースより三井住友信託銀行調査部作成

しかし足元では、欧州債務問題の拡大をきっかけに進み始めたルピー安による輸入物価上昇、そして干ばつによるインフレ懸念が当局の金融緩和策の足かせとなり、政策金利と銀行貸出金利が高止まり、金融面からの景気下押し圧力になっている。

更にインドの対外与信依存度の高さゆえ、ソブリン格付けの投機的等級への転落や欧州債務危機の更なる悪化がきっかけとなって海外からの資金流入が細れば、国際金融市場におけるインドの評価がより厳しくなるという悪循環に陥るリスクがあり、一時的には想定以上の景気減速に見舞われる可能性も認識しておく必要がある。

(経済調査チーム 鹿庭 雄介:Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)