

経済レポート

インドの経済動向(2020年7~9月期)

～ コロナ・ショックからの回復軌道に乗るインド経済 ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

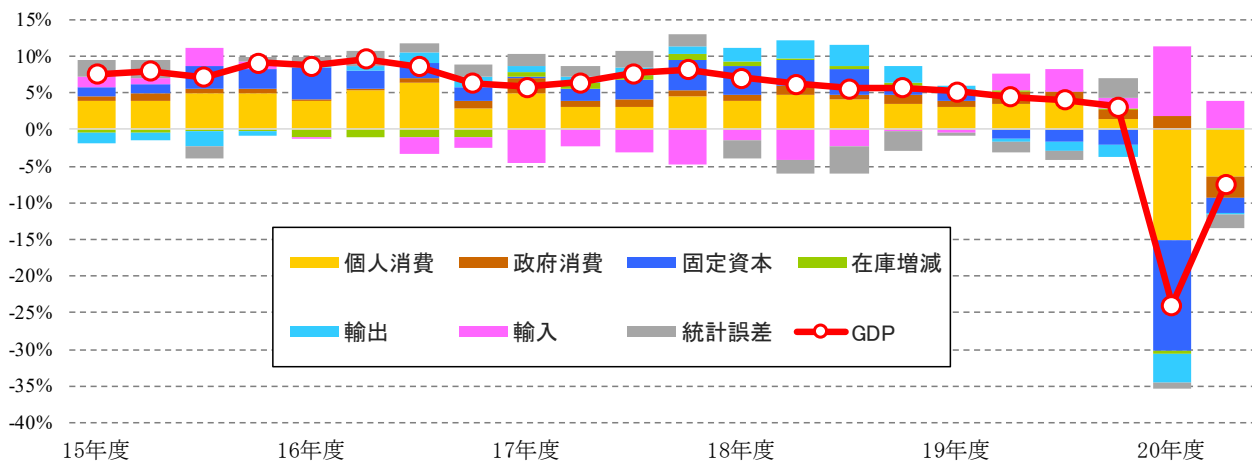
- インドの2020年7~9月期(2020年度第2四半期)の経済成長率は、前年同期比▲7.5%となった。大幅なマイナス成長ではあるが、4~6月期(▲23.9%)よりも著しく改善しており、景気は4~6月期に底を打って回復軌道に入っていることを示す結果となった。
- 2020年3月25日から5月31日までインド全土で実施されたロックダウンによって、政府や企業の活動がほぼ機能麻痺状態に陥り、4~6月期の経済成長率は大幅に落ち込んだが、7~9月期は、行動規制が緩和され経済活動が正常化に向かったことを反映し、個人消費や投資が回復した。
- 2019年後半から、農産物の不作と原油価格の上昇により、インフレが加速した。その中で、コロナ禍が発生したため、中銀は、2020年3月に75bpsの利下げを実施、同年5月にも40bpsの利下げを実施し、景気の下支えを図った。目標を超えるインフレ率が続く中、中銀は、本来の使命であるインフレのコントロールを中断し、景気回復支援のため利下げを余儀なくされるという苦境に陥っている。
- 乗用車販売台数は6月以降持ち直しつつあり、6月の伸び率は前年同月比▲56%となったが、7月は▲19%、8月にはプラスに転じ、9月と10月は40%近い伸び率となり、大幅な拡大傾向が続いている。これは、ロックダウン期間中に鬱屈状態にあった需要(ペントアップ・デマンド)が一気に表出したためと見られ、あらためてインドの個人消費需要の旺盛さを示すものとなった。
- インドにおけるコロナウィルス新規感染者数は、9月をピークに減少傾向が続いている。1日当たりの新規感染者数は、9月のピーク時には10万人に迫っていたが、12月上旬には3万人台まで減少している。感染拡大の勢いがこのまま鈍化し続ければ、景気回復傾向の持続が期待できる。しかし、もしも第2波の感染拡大が発生した場合には、再び経済活動が停滞する可能性もあることには注意が必要だろう。
- インド全土で実施されたロックダウンのため、工業施設の大半が操業を停止したことから、工業生産指数は、4月には前年同月比▲57.3%という著しく大きな落ち込みとなった。しかし、5月末でロックダウンは終了、工業施設の活動が順次再開されたことを受け、5月以降は急回復している。7月には、大部分の工業施設で生産活動が再開されており、工業生産指数の伸び率は▲10.8%まで回復した。
- インド経済が、慢性的な財政赤字・経常赤字という「基礎疾患」を抱えているにも拘わらず、通貨ルピーの為替相場は四大新興国 BRICs(ブラジル、ロシア、インド、中国)のなかでも比較的安定している。インドには、巨大な人口と経済成長ポテンシャルの高さに魅かれて世界中から資金が流入、資本流入超過が経常赤字をオフセットするパターンが定着している。これによってもたらされる国際収支面でのソルベンシー・リスクの低さを背景に、ルピーの相場が安定的に維持されていると言えるだろう。
- インドの株価は、コロナ禍による大きな被害を受けたロシアやブラジルと同様、2020年3月に急落した。しかし、その後、インドの株価は、ロシアやブラジルを上回る勢いで急速に回復しており、11月には過去最高値を記録するほどまで上昇した。これは、インドの今後の経済成長に対する投資家の期待感が非常に高いことに裏付けられたものと言えよう。ポスト・コロナの株式市場では、BRICsの中で、インドの独り勝ち状態が続くような気配である。

インドの2020年7~9月期（2020年度第2四半期）の経済成長率は、前年同期比▲7.5%となった。大幅なマイナス成長ではあるものの、4~6月期（▲23.9%）よりも著しく改善しており、景気は4~6月期に底を打って回復軌道に入っていることを示す結果となった。

コロナウィルス感染拡大防止のため、2020年3月25日から5月31日までインド全土で実施されたロックダウンによって、政府や企業の活動がほぼ機能麻痺状態に陥ったことから、4~6月期の経済成長率は大幅に落ち込んだ。しかし、7~9月期は、社会活動規制が緩和されたことで、経済活動が正常化に向かい、それを反映する形で、個人消費や投資が回復した。

主要産業部門別の成長率を見ると、製造業の回復ぶりが顕著である。製造業の成長率は、4~6月期には前年同期比▲39.3%だったが、7~9月期は0.6%とプラス成長に戻った、また、モンスーン期の降雨に恵まれた農業は、4~6月期（3.4%）に続いて7~9月期も3.4%のプラス成長となった。

図表1. インドの四半期ベース経済成長率（前年同期比）と需要項目別寄与度



（出所）CEIC

（注）上記GDP統計における年度は、4月1日から翌年3月31日まで

インドは、2008年頃からインフレ率の高止まりに苦しみ、2014年5月の総選挙で政権の座についたインド人民党（BJP）政権も、当初は、インフレ抑制を重視し、中銀も物価上昇リスクを見極めるために利下げには動かなかつた。しかし、2014年夏以降の原油価格急落などによりインフレ率は急速に低下し、2014年10月には3%台まで下落した。これを受けて、中銀は、金融政策の主眼をインフレ抑制から景気回復へと転換し、2015年1月には25bpsの利下げを実施し、同年3月に25bpsの利下げ、同年6月に25bpsの利下げ、同年9月には50bpsの利下げをそれぞれ実施した。

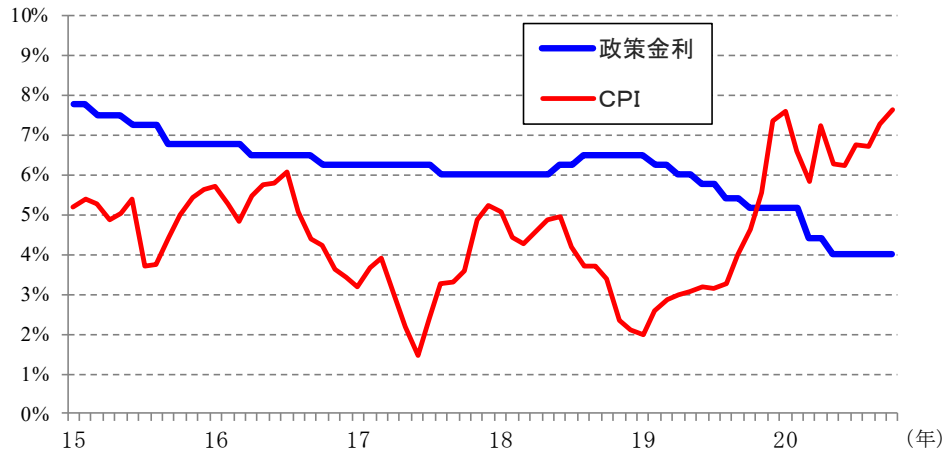
その後、2016年5月の中銀法改正によって、中銀の金融政策はインフレ・ターゲティング制に移行し、金融政策の主目的はインフレ率の安定であることが明確化された。それ以降、インフレ目標は、前値同月比CPI上昇率4%±2%というレンジに定められている。

中銀は、2018年6月には、インフレ率が2017年11月から2018年4月まで、6か月連続で目標値（4.0%）を超え、物価上昇圧力が高まったとの判断から、政策金利を25bps引上げ、同年8月には、政策金利をさらに25bps引上げた。中銀は、2019年2月になると、インフレ圧力が抑制される一方で景気下振れリスクが高まっているとの判断から、政策金利を25bps引き下げ、その後、同年4月、6月、8月、10月と、連続して利下げを実施した。

しかし、2019年後半から、農産物の不作と原油価格の上昇により、インフレ率が上がり始め、2019

年12月には7%を超えた。インフレが加速する中、2020年に、コロナ禍が発生したため、中銀は、2020年3月に75bpsの利下げを実施、同年5月にも40bpsの利下げを実施し、景気の下支えを図った。目標を超えるインフレ率が続く中、中銀は、景気回復支援のため、本来の目標であるインフレのコントロールとは矛盾する低金利を余儀なくされるという苦しい状況になっている。

図表2. インドのインフレ率と政策金利の推移



(出所) CEIC

コロナ禍のため、個人消費の代表的なバロメーターである乗用車販売台数は大きく落ち込み、2020年3月には、新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けて前年同月比▲51%と大幅なマイナス伸び率となり、同5月には▲86%とさらに落ち込んだ。このため、自動車メーカー、自動車部品サプライヤー、自動車販売店では、リストラを余儀なくされるなど、雇用への影響が広がり、景気の悪化が深刻化した。しかし、乗用車販売は6月以降持ち直しつつあり、6月の伸び率は▲56%、7月は▲19%と、落ち込み率が縮小、8月以降はプラスに転じ、9月と10月は40%近い伸び率となり、大幅な拡大傾向が続いている。これは、ロックダウン期間中に鬱屈状態にあった需要(ペントアップ・デマンド)が一気に表出したためと見られ、あらためてインドの個人消費需要の旺盛さが示された形となった。この流れが維持できれば、10~12月期は個人消費がさらに拡大すると期待される。

図表3. 乗用車の月間販売台数の前年同月比伸び率の推移

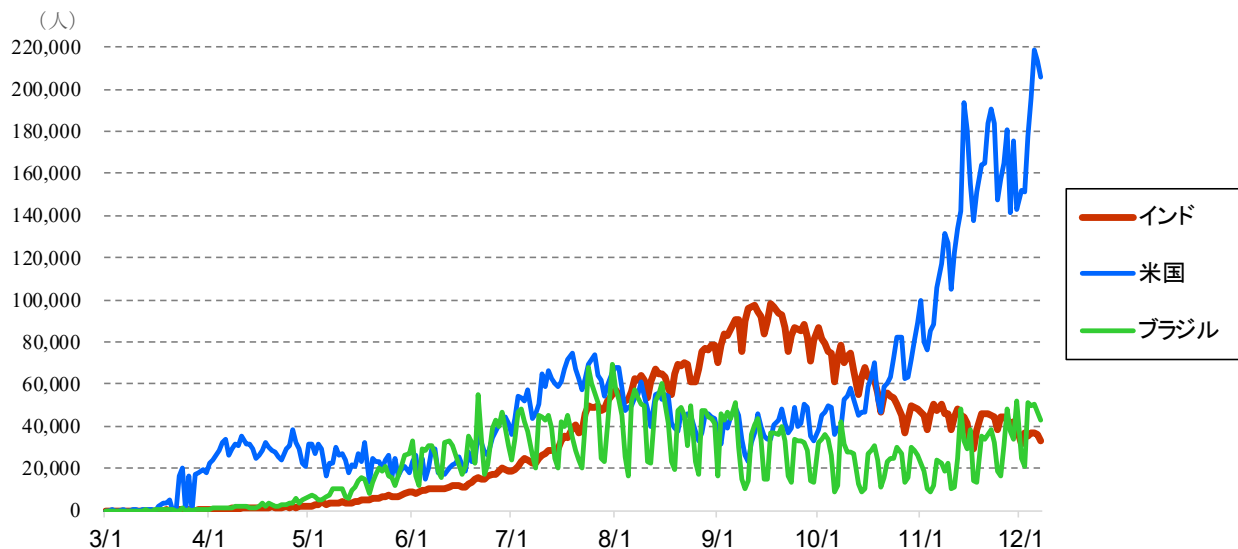


(出所) CEIC

インドにおけるコロナウィルス新規感染者数は、9月をピークに減少傾向が続いている。

コロナウィルスの1日あたり新規感染者数の動きを、インド、米国、ブラジルの3カ国で比較してみよう。ロックダウン実施期間中(3/25~5/31)に感染者数が抑え込まれていたインドは、ロックダウン終了後に感染者数が増加し、8月には、感染者数がブラジルと米国を抜き、9月中旬には、米国・ブラジルの2倍にも達した。しかし、その後、感染者数は減少に転じ、9月のピーク時には10万人に迫っていた感染者数は、12月上旬には3万人台まで減少し、ブラジルよりも少なくなっている。他方、米国は、11月以降、爆発的に感染拡大が発生しており、足元の感染者数は、インドの5倍以上となっている。インドのコロナウィルス感染拡大の勢いがこのまま鈍化し続ければ、各種行動制限が解除されて経済活動の正常化が進み、それによって景気回復が後押しされることが期待できる。しかし、今後、もしも第2波の感染拡大が発生した場合には、再び経済活動が停滞してしまう可能性もあることには注意が必要だろう。

図表4. インド、米国、ブラジルにおける1日あたりコロナウィルス新規感染者数の推移



(出所) WHO

インド全土で実施されたロックダウンのため、工業施設の大半が操業を停止したことから、工業生産指数は急激に落ち込み、前年同月比の伸び率は、2020年3月が▲18.7%となり、4月には▲57.3%という著しく大きな落ち込みとなった。しかし、2020年5月末でロックダウンは終了し、工業施設の活動が順次再開されたことを受け、5月以降は急回復している。7月には、大部分の工業施設で生産活動が再開されており、同月の工業生産指数の伸び率は▲10.8%まで回復した。

8月には、製造業の一部業種で伸び率がプラスになり、工業生産指数の伸び率は▲7.4%と前月よりもさらに回復、9月には同指数の伸び率が僅かながらもプラス(0.2%)となった。

図表5. インドの工業生産伸び率（前年同月比）

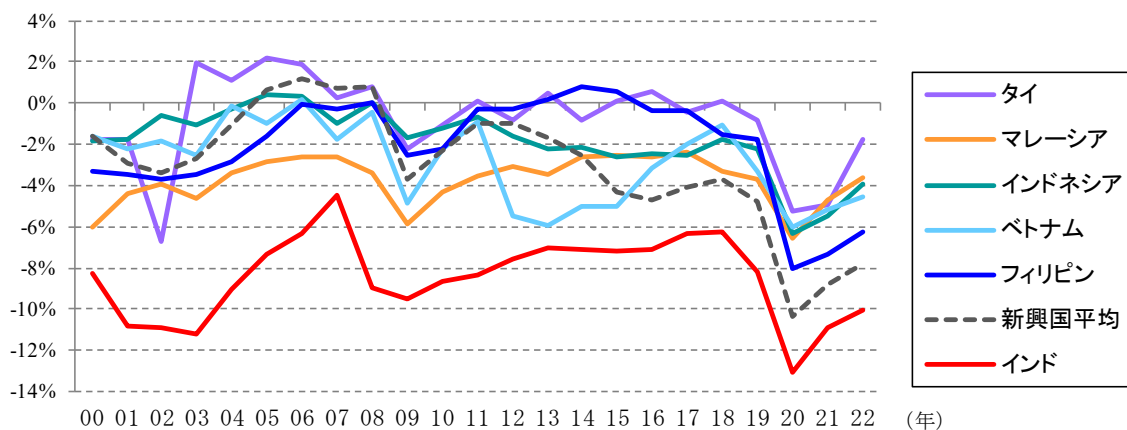


(出所) CEIC

一方、コロナ禍によって、インド経済の抱える大問題である財政赤字が、さらに深刻化することが危惧されている。インドの財政収支は、長期にわたり大幅な赤字が続いている。財政赤字の対GDP比率を見ると、インドは、東南アジア諸国はもとより、新興国平均よりもかなり大きい。このような大規模な財政赤字の慢性化は、インフラ整備を阻害し、それが、インド経済の供給サイドの脆弱さをもたらし、また、外資系製造業のインド進出を躊躇させる原因になってきた。さらに、財政赤字が大規模かつ慢性化していることは、恒常的にインフレ圧力や経常赤字拡大圧力を高めるなど、健全なマクロ経済運営を妨げる要因にもなってきた。このように、財政赤字は、インド経済にとって大きなボトルネックとなってきた。

その財政赤字がコロナ・ショックの影響（歳入減少と景気対策支出増加）で一層拡大しており、インドの今後の経済成長を制約しかねない状況となっていることには注意を要する。

図表6. アジア各国の財政収支対GDP比率の推移



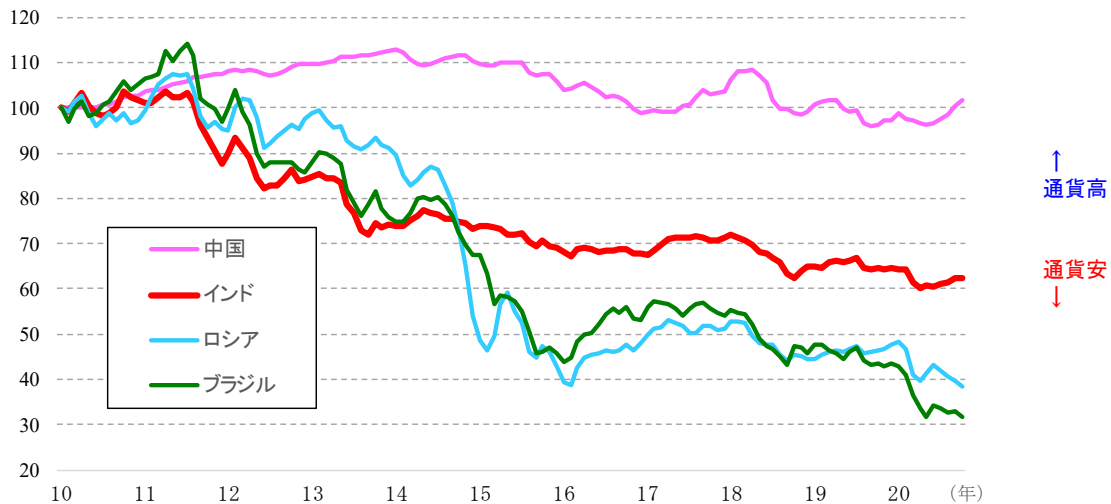
(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2020

(注) 2020~2022年の数値はIMFの予測値

他方、四大新興経済大国 BRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）の各国通貨の対米ドル為替相場の動きを見ると、多数のコロナウィルス感染者が発生しコロナ禍の被害が大きかったロシア、ブラジル、インドの三カ国の中で、インドの通貨ルピーの為替相場が比較的安定しているのが目立つ。インドは、前述のように財政赤字と経常赤字の慢性化という「基礎疾患」を抱えているにも拘わらず、為替が

安定しているのは、一見すると意外な感じも受ける。しかし、インドには、巨大な人口と経済成長ポテンシャルの高さに魅かれて世界中から資金が流入しており、資本流入超過が経常赤字をオフセットするというパターンが定着している。それによってもたらされる国際収支面でのソルベンシー・リスクの低さを背景に、ルピーの相場が安定的に維持されていると言えるだろう。

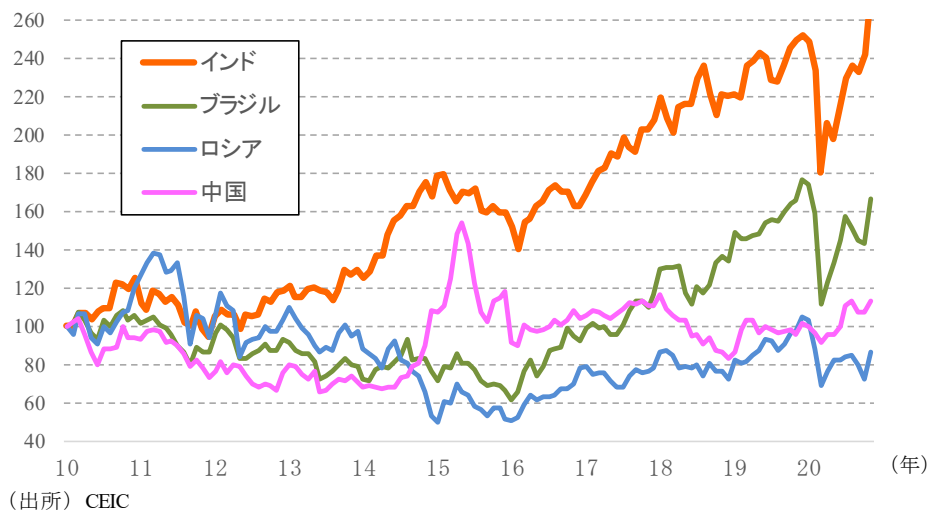
図表 7. BRICs 各国通貨の対米ドル為替相場の推移 (2010年1月=100)



(出所) CEIC

さらに、BRICsの株価動向を見ると、2010年代は、インドの「独り勝ち」状態であったことがうかがえる。これは、インドの今後の経済成長に対する投資家の期待感が非常に高いことに裏付けられたものと言えよう。特に、2014年のモディ政権発足以降の株価の伸び方が顕著であり、これは、モディ政権の経済政策がインドの経済成長を後押しすると投資家の期待感が非常に強いことの現れであると言えよう。インドの株価は、コロナ禍による大きな被害を受けたロシアやブラジルと同様、2020年3月に急落した。しかし、その後、インドの株価は、ロシアやブラジルを上回る勢いで急速に回復し、11月には過去最高値を記録するほどまでに上昇した。ポスト・コロナの新興国株式市場でも、インド株の独り勝ち状態が続きそうな気配である。

図表 8. BRICs 各国株価指数の推移 (2010年1月=100)



(出所) CEIC

以上

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。