

## 経済レポート

## インドの経済動向(2020年10~12月期)

### ～ コロナ・ショックからのV字型回復を遂げるインド経済 ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

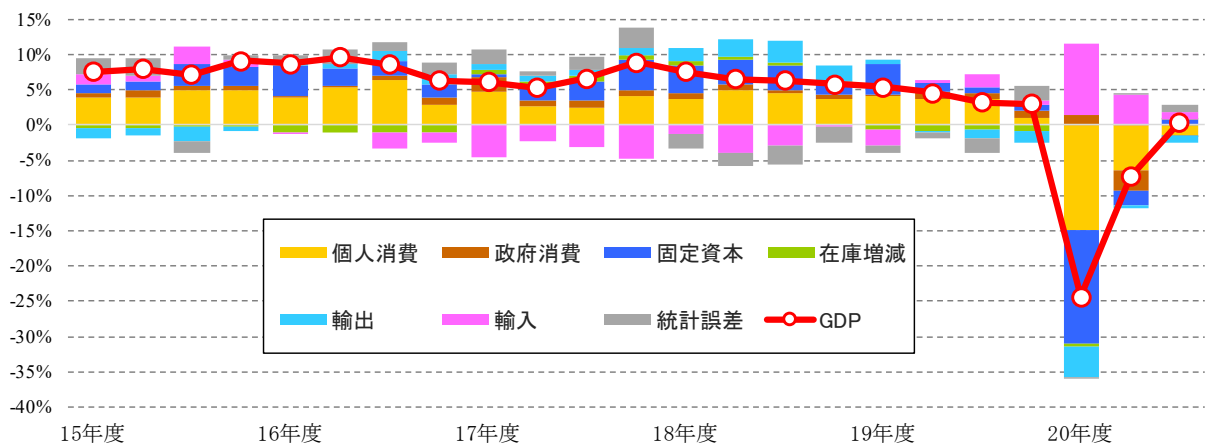
- インドの2020年10~12月期(2020年度第3四半期)の経済成長率は、前年同期比0.4%となり、3四半期ぶりにプラス成長に回復した。10~12月期は、タイやインドネシアなどでは経済成長率がマイナスであり、これと比べれば、インド経済はV字型回復を遂げたと言ってよく、成長力の強さが示された。
- 2020年3月25日から5月31日までインド全土で実施されたロックダウンによって、政府や企業の活動がほぼ機能麻痺状態に陥り、4~6月期の経済成長率は大幅に落ち込んだが、7~9月期以降は、行動規制が緩和され経済活動が正常化に向かったことを反映し、景気が回復した。
- コロナ禍の発生を受け、中銀は、2020年3月と5月に利下げを実施し景気の下支えを図ったが、インフレ率が上昇し政策金利を超えるという中銀にとって苦しい状態が続いた。しかし、2021年1月にはインフレ率が4.1%まで下がり、政策金利をインフレ率が大幅に上回る状態は解消された。
- 乗用車販売は6月以降持ち直し、2020年6月の伸び率は▲56%だったが、8月にはプラスに転じ、9月は20%を超える伸び率となり、10月以降も前年同月比プラス成長が続いている。これは、ロックダウン期間中のペントアップ・デマンドが一気に表出したためと見られる。
- インドにおけるコロナウィルス新規感染者数は、2020年9月をピークに減少に向かい、足元では横這い状態だが増加に転じる兆しもうかがえる。インドでは、2021年3月1日から高齢者へのコロナウィルスのワクチン接種が開始されており、ワクチン投与の効果でコロナウィルス感染がこのまま収束に向かえば、経済活動の正常化と景気回復が期待できるが、第2波の感染拡大発生の可能性には要注意である。
- インドの産業の中で、コロナ禍のなかでも堅調な業績を示したのがITソフトウェア業界である。インドは、財(モノ)の輸出は振るわないが、ITをベースとする各種サービスの輸出は成長著しく、それによるサービス収支黒字が貿易収支赤字をある程度オフセットすることでインドの経常赤字拡大を食い止めるのに重要な役割を果たしている。
- 工業生産指数は、インド全土で実施されたロックダウンのため、2020年4月には前年同月比▲57.3%という大幅な落ち込みとなったが、ロックダウンが終了後は急回復し、9月にはプラス(1.0%)となった。その後の伸びは一進一退であるが、生産活動は、コロナ以前の水準まで短期間で戻ったと言えるだろう。
- 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、為替相場はルピー高傾向が目立っている。インドには、巨大な市場の成長ポテンシャル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、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、ルピーの相場が増価し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、2020年11月には過去最高値を記録するほどまで上昇し、その後も最高値を更新している。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。ポスト・コロナの新興国株式市場の中で、インドの独り勝ち状態が続きそうな気配である。

インドの2020年10~12月期（2020年度第3四半期）の経済成長率は、前年同期比0.4%となり、7~9月期（▲7.3%）よりも大幅に改善、3四半期ぶりにプラス成長に回復した。10~12月期は、ASEANのタイやインドネシアなどでは経済成長率がいまだにマイナスであり、これと対比すれば、インド経済はV字型回復を遂げたと言ってよく、あらためてインド経済の成長力の強さが示された。

コロナウイルス感染拡大防止策として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り、4~6月期は、政府や企業がほぼ機能麻痺状態に陥ったため経済成長率は▲24.4%と大幅に落ち込んでしまった。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、それによって、個人消費や投資が回復した。10~12月期は、政府の方針が「景気より命」から「景気も命」へ転換し景気刺激のための財政支援が本格化したことなどから、景気がさらに回復、SNAベースで見た経済活動規模は、プレ・コロナの水準まで戻った。

ただ、需要項目別に見ると、個人消費は若干ではあるがまだマイナス成長であり、投資（固定資本形成）についても、プラス成長ではあるが、これは政府によるインフラ投資の拡大などが寄与したためと見られる。すなわち、10~12月期には、民間部門が完全には回復しきっていないことが示唆される形となった。国家統計局は、2020年度の通年経済成長率について▲8%と予想している。

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

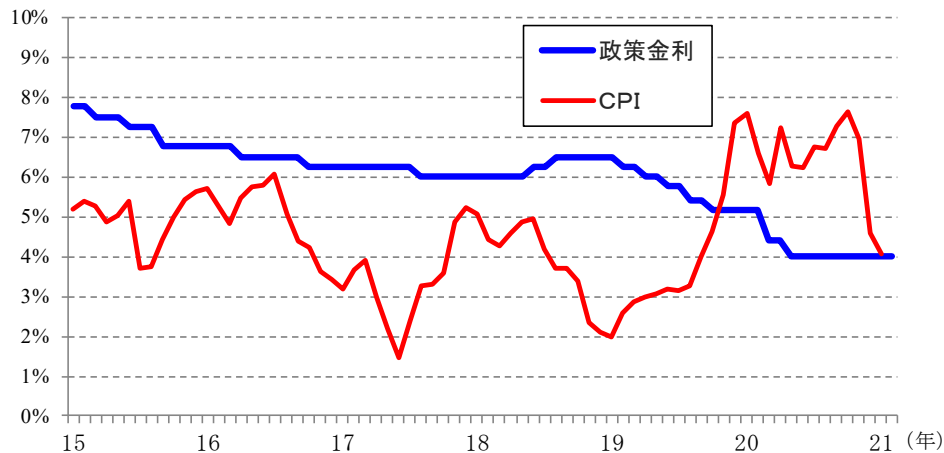
インドでは、2016年5月の中銀法改正によって、中銀の金融政策はインフレターゲット制が基軸となり、金融政策の主目的がインフレ率の安定であることが明確化された。それ以降、インフレ目標は、前年同月比CPI上昇率4%±2%というレンジに定められている。

中銀は、インフレ率が2017年11月から2018年4月まで6か月連続で目標レンジの上限を超えて物価上昇圧力が高まったとの判断から、2018年6月には政策金利を25bps引上げ、同年8月には政策金利をさらに25bps引上げた。2019年2月になると、中銀は、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で、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。目標レ

ンジを超えるインフレ率が続く中、中銀は、本来の目標であるインフレのコントロールを中断し、景気回復支援に傾注することを余儀なくされるという苦しい展開になっていたが、2021年1月にはインフレ率が4.1%まで下がり、政策金利をインフレ率が大幅に上回る状態は解消された。

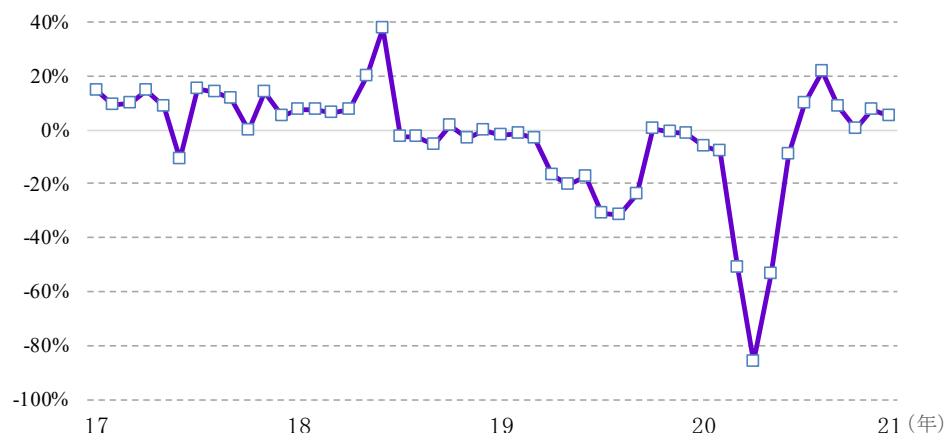
図表2. インドのインフレ率と政策金利の推移



(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月には前年同月比▲51%の大幅なマイナス伸び率となり、同5月には▲86%とさらに激しく落ち込んだ。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、雇用への影響も広がり、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、6月の伸び率は▲56%だったが、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月は20%を超える伸び率となった。さらに、2020年10月以降も前年同月比プラス成長が続いている。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)が噴出したものと見られ、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。この流れが維持されれば、2021年1~3月期も個人消費の回復が続き、景気拡大が後押しされると期待できそうだ

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

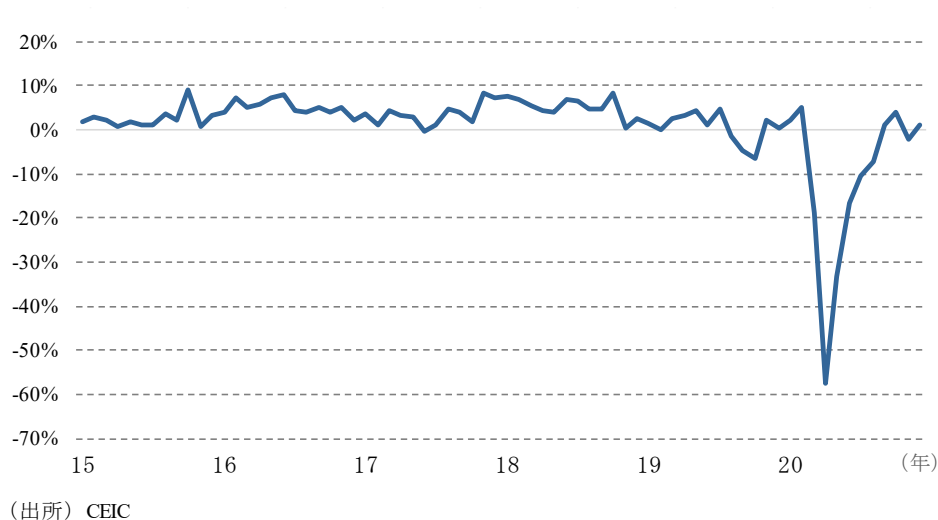


(出所) CEIC

生産面の指標を見ても、インド経済の昨年半ば以降の復活ぶりが顕著である。

インド全土で実施されたロックダウンにより工業施設の大半が操業停止したため、工業生産指数の前年同月比の伸び率は、2020年3月に▲18.7%とマイナスに転落、4月には▲57.3%という著しく大きなマイナスに陥った。しかし、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、工業生産指数伸び率は急回復し、7月には、大部分の工業施設で生産活動が再開されたことを受けて▲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7ヵ月ぶりにプラス（1.0%）となった。その後の伸びは一進一退であるが、生産活動は、コロナ以前の水準まで短期間で戻ったという意味でV字型回復を遂げたと言えるだろう。

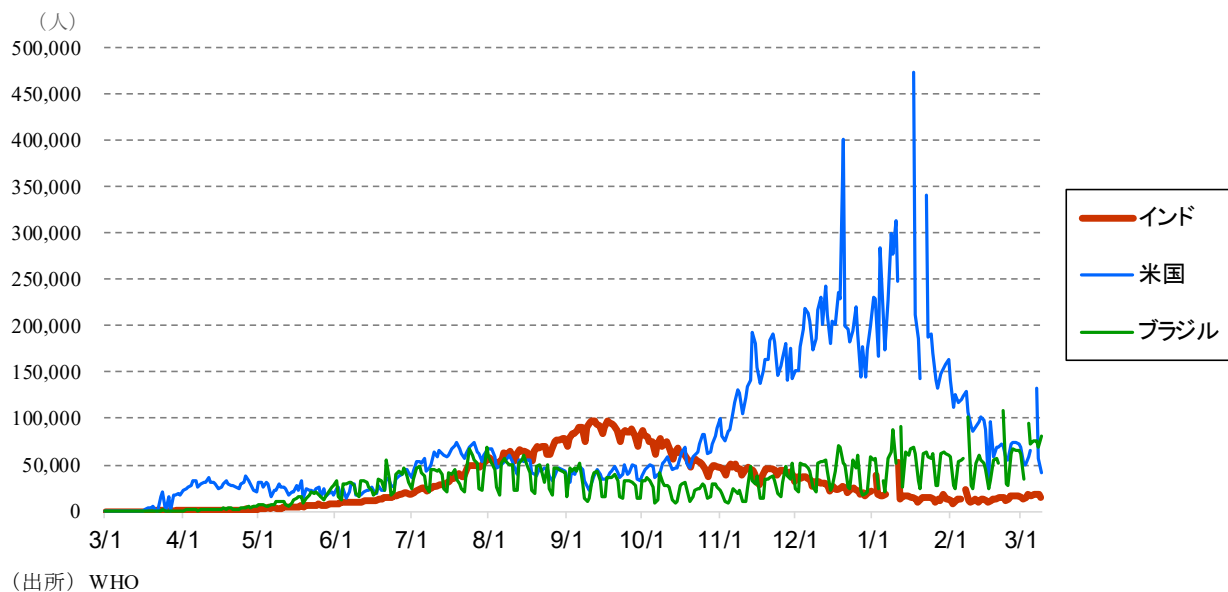
図表4. インドの工業生産伸び率（前年同月比）



インドにおけるコロナウィルス新規感染者数は、2020年9月をピークに減少し、足元では概ね横這い状態である。コロナウィルスの1日当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、その後減り続け、2020年1月以降は1万人台となって横ばいで推移してきたが、足元で増加に転じるような兆候もみられる。他方、米国は、2020年11月以降、爆発的な感染拡大が発生し、12月には一日40万人を突破、その後急減したものの、足元の感染者数は、インドの2～3倍である。

インドでは、3月1日から高齢者へのコロナウィルスのワクチン接種が開始されており、ワクチン投与の効果によってインドのコロナウィルス感染がこのまま収束に向かえば、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と期待される。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、インド経済を低迷させるリスクがある点には注意が必要だろう。

図表5. 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

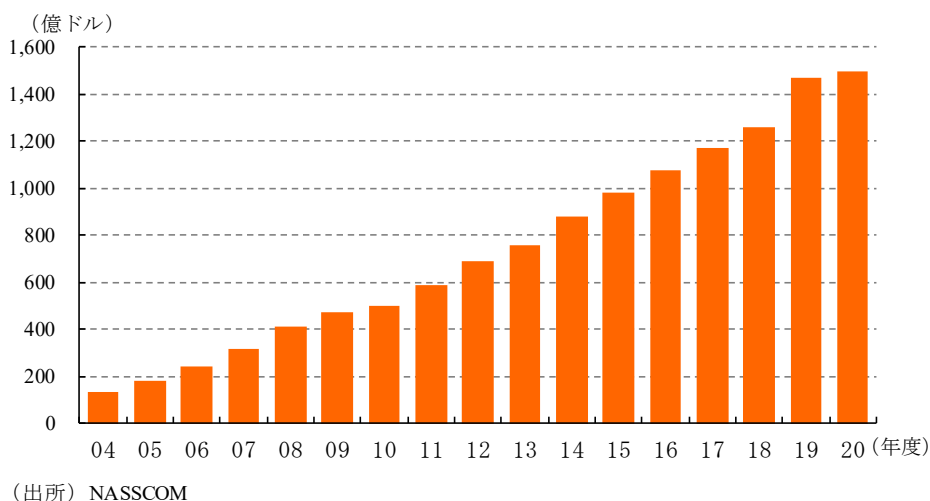


インドの産業の中で、コロナ禍のなかでも堅調な業績を示したのが IT ソフトウェア業界である。

インドは、財（モノ）の輸出は振るわないが、サービスの輸出については、特に、IT をベースとする各種サービスのアウトソーシングへの対応である IT-BPM (Business Process Management) 輸出が、2000 年代以降成長著しく、この分野でインドは世界最大級の輸出国に成長した。この IT-BPM 輸出が、サービス収支黒字をもたらし、それが貿易収支赤字をある程度オフセットすることによって、インドの経常赤字拡大を食い止めるのに重要な役割を果たしている。インドの IT-BPM 輸出は、2004 年から 2019 年までの 15 年間で 11 倍に増加しており、2020 年も僅かながら前年比増加となった。近年、インドの IT ソフトウェア業界は、金融・保険向けサービスからクラウド・コンピューティングや AI 関連に至るまで新しい受注分野を開拓してきたが、今後も、全世界的なデジタル・トランスフォーメーション (DX) の加速を背景にビジネスを拡大できそうであり、インドの有望産業の代表格であり続けるだろう。

ただ、インドの輸出向け IT-BPM 部門の雇用規模は 300 万人にも満たないと見られ、この部門だけでインド全体の所得拡大を牽引するのは難しいことも事実である。

図表6. インドの IT-BPM 輸出の推移

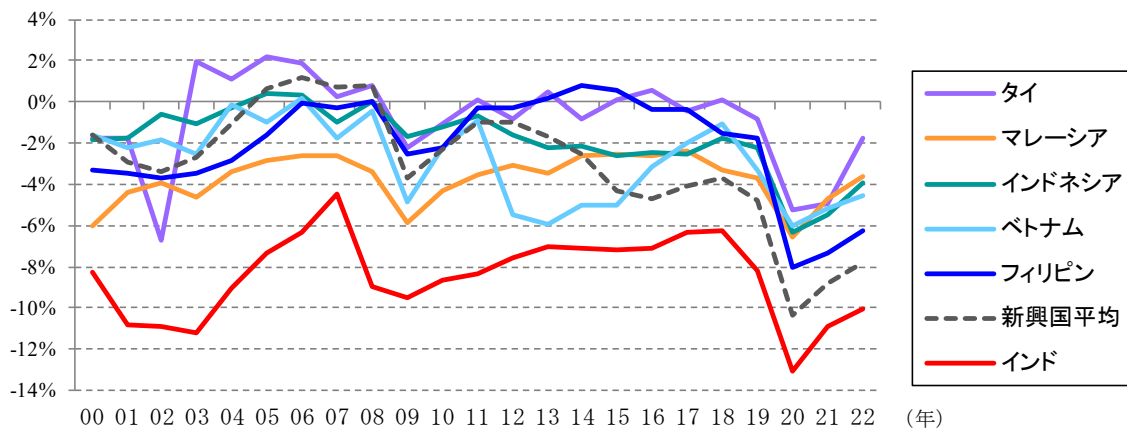


インド経済の抱える深刻な問題のひとつが、財政赤字である。

インドの財政収支は、長期にわたって大幅な赤字が続いており、財政赤字の対GDP比率を見ると、タイやインドネシアといった東南アジア諸国をかなり大きく上回り、新興国平均をも上回っている。このように財政赤字が大規模かつ慢性化しているため、インド政府は、必要なインフラ整備を進められず、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、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されてきた。

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。この財政赤字は、インド経済のリスクファクターとして注意する必要があるだろう。

図表 7. アジア各国の財政収支対GDP比率の推移

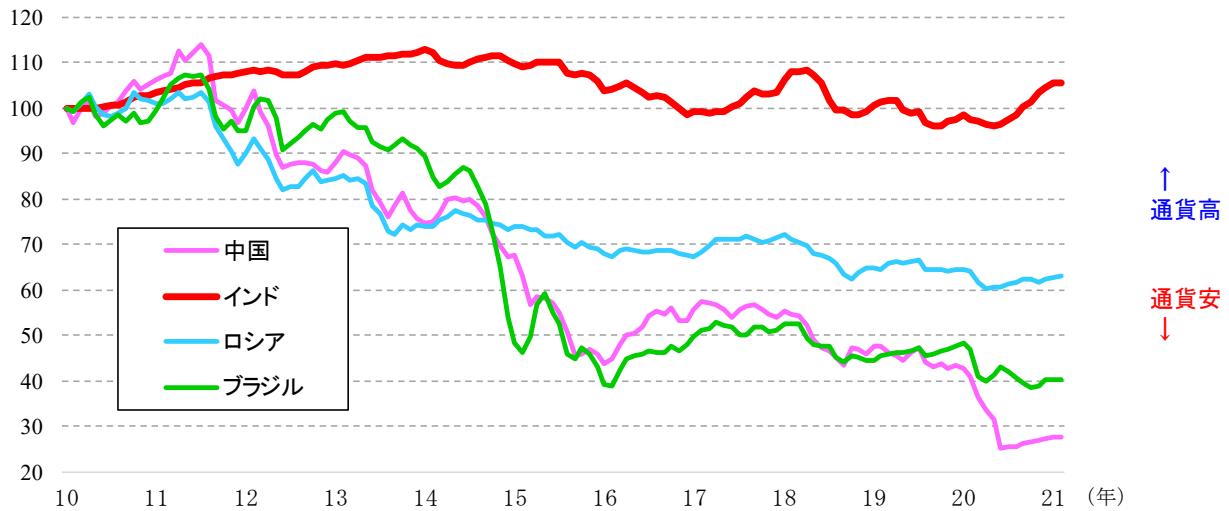


(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2020

(注) 2020~2022年の数値はIMFの予測値

一方、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3カ国の中で、インドの通貨ルピーが強くなっているのが目立つ。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、為替が強いのは、一見すると意外な感じを受ける。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、ルピーの相場が強含みで推移していると言えるだろう。

図表 8. BRICs 各国通貨の対米ドル為替相場の推移 (2010年1月=100)

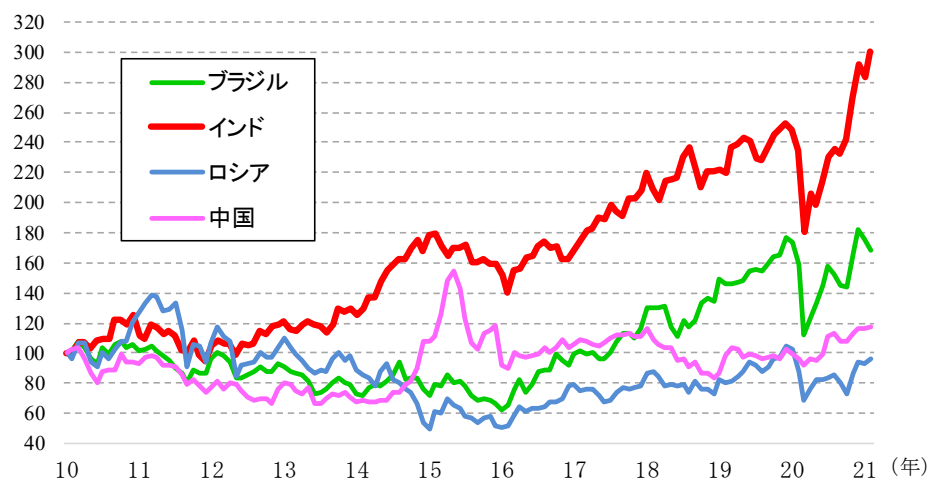


(出所) CEIC

他方、BRICsの株価動向を見ると、2010年代は、インドの「独り勝ち」状態であったが、2020年代もインドが独走しそうな勢いである。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の高さに裏付けられたものと言えよう。モディ政権が発足した2014年以降、インドの株価の上昇に弾みがついており、これは、モディ政権の自由化を軸とする経済政策がインドの経済成長を後押しするとの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、コロナ禍によるショックで、ロシアやブラジルと同様に、2020年3月に急落した。しかし、その後のインドの株価は、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までに上昇、その後も最高値を更新している。ポスト・コロナの新興国株式市場でも、インド株の強さが目立つという展開が続きそうである。

図表 9. 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。