

2021年6月23日

経済レポート

インドの経済動向(2021年1~3月期)

～ コロナ・ウィルス感染急拡大で、景気の先行きへの懸念が高まるインド ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

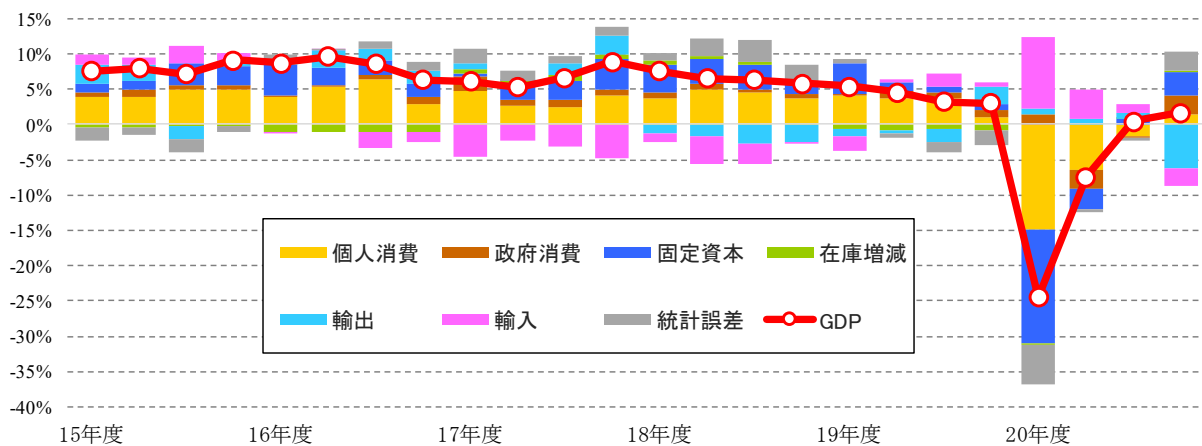
- インドの2021年1~3月期(2020年度第4四半期)の経済成長率は、前年同期比1.6%となり、2020年10~12月期(0.5%)よりもやや加速した。1~3月期の成長率がプラスになったのは、政府消費と投資の拡大に負うところが大きく、個人消費も1年ぶりにプラス成長に復帰した。内需がようやくプラス成長に戻ったことで、インドの今後の景気加速が期待できそうな状況になった。
- ところが、今年春に、インドは、コロナ・ウィルス感染拡大の第二波に襲われた。インドにおけるコロナ・ウィルス新規感染者数は、2020年6月頃から増加し、2020年9月をピークに減少傾向となり、その後、横這い状態だったが、2021年3月から5月にかけて変異種ウィルスによる爆発的な第二波の感染拡大が発生した。この感染拡大が、2021年4~6月期以降の景気に打撃を与える可能性が高まっており、これまで回復を続けてきたインドの景気の先行きに不透明感が漂ってきた。
- 昨年春のコロナ禍発生を受け、中銀は、昨年3月と5月に利下げを実施し景気の下支えを図ったが、その後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4月にはインフレ率が4.3%まで下がり、実質金利の大幅なマイナス状態は、ひとまず解消された。
- 乗用車の月間販売台数は、コロナ・ショックで、昨年4月に3万台まで激減したが、昨年夏以降持ち直し、2020年9月には31万台まで回復した。その後は、概ね月間25万台のペースで推移していたが、今年5月には、コロナ・ウィルスの第二波感染拡大の影響で8.8万台へ急減した。
- 工業生産指数伸び率は、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、ロックダウン終了後に急回復した。しかし、コロナ・ウィルスの第二波感染拡大の影響で、今年5月以降は再び大幅に落ち込むと見られる。
- インドの経常収支は、サービス収支と第二次所得収支の黒字額を貿易収支赤字額が上回るという構造のもとで、慢性的な赤字が続いていた。しかし、コロナ禍による景気悪化で輸入が減少し、貿易赤字が縮小したため、2020年の経常収支は黒字化した。ただ、今後、景気が回復して輸入が拡大すれば、経常収支は再び赤字に転落する可能性が高い。
- 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、ルピーの為替相場は安定している。巨大市場であるインドには、成長ポテンシャルに魅かれて世界中から資金が流入し、資本純流入額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、ルピーの相場が安定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更新、その後も上昇し続けている。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の高さを反映するものと言えよう。ポスト・コロナの新興国株式市場の中でも、インドは、成長市場として大きな存在感を示し続けそうである。

インドの2021年1~3月期(2020年度第4四半期)の経済成長率は、前年同期比1.6%と、2020年10~12月期(0.5%)よりもやや加速し、2四半期連続のプラス成長となった。2020年度通年の経済成長率は、▲7.3%となった。インド経済が年度通算でマイナス成長となるのは、第二次オイルショック直後の1979年度(▲5.2%)以来、41年ぶりである。

2021年1~3月期の成長率がプラスになったのは、政府消費と投資の拡大に負うところが大きく、個人消費も1年ぶりにプラス成長に復帰した。内需がようやくプラス成長に戻ったことで、インドの今後の景気加速が期待できそうな状況になってきた。

しかし、2021年3月にはコロナ・ウィルス変異種の感染が発生、4月以降は感染が爆発的に拡大し、これによって、4~6月期以降の景気が大きく押し下げられるとの危惧が高まっている。

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

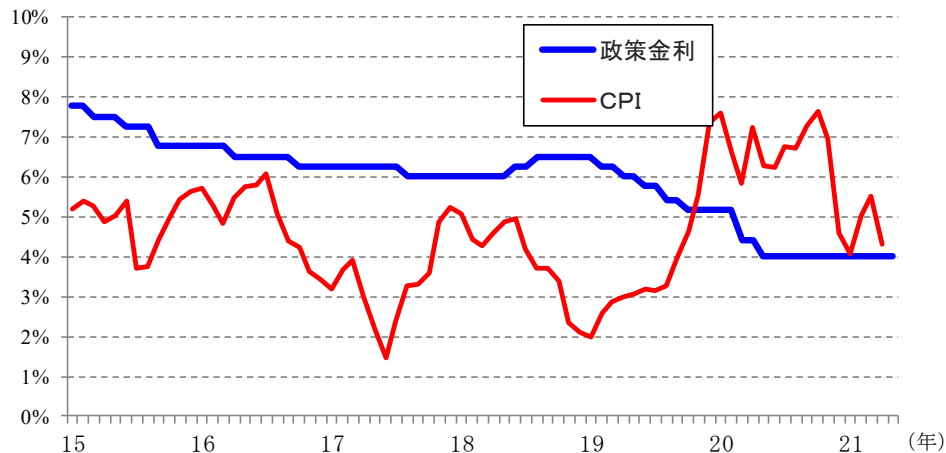
(注) 上記GDP統計における年度は、4月1日から翌年3月31日まで

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か月連続で目標レンジの上限を超え、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年には、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%まで低下した。その後のインフレ率は一進一退の動きとなっているが、2021年4月のインフレ率は4.3%であり、実質金利の大幅なマイナス状態は、ひとまず解消されている。

図表 2. インドのインフレ率と政策金利の推移

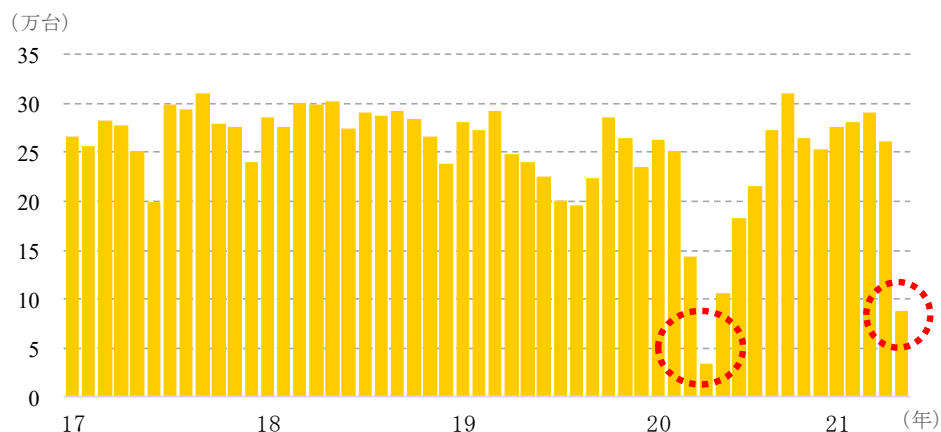


(出所) CEIC

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は大きな打撃を受けた。乗用車月間販売台数は、2020年3月にコロナ・ショック発生のため大幅減少し、昨年5月にはさらに落ち込んだ。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、雇用への影響も広がり、景気の悪化が深刻化した。その後、乗用車販売台数は、ロックダウン終了後の2020年6月以降持ち直し、昨年9月には、30万台を超え、2020年10月以降は、概ね25万台以上というコロナ・ショック以前と同程度のレベルで推移していた。

しかし、2021年3月に、コロナ・ウィルスの感染が再拡大、4月には拡大の勢いが爆発的に加速し、5月には、1日の新規感染者数が40万人を超えた。この影響で、5月の乗用車販売台数は、8.8万台へ激減した。こうした動きによって、今年4~6月期以降の景気が下押しされる懸念が高まっている。

図表 3. 乗用車の月間販売台数の推移

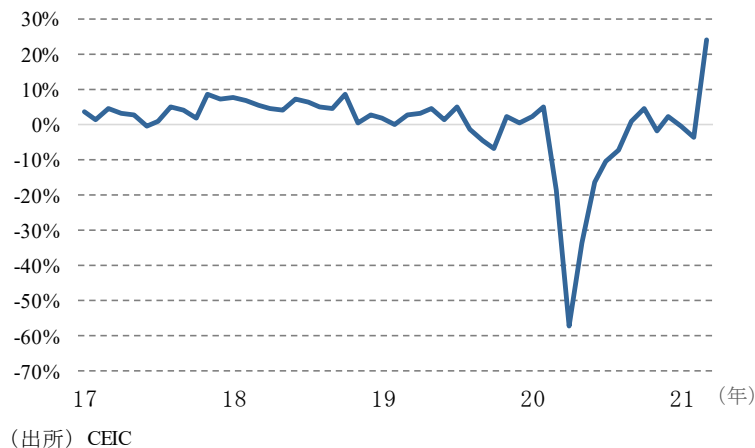


(出所) CEIC

生産面の指標を見ると、昨年夏以降の復活ぶりが顕著であった。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伸び率は、2020年3月に▲18.7%とマイナス転落し、昨年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、昨年5月末でロックダウンは終了し、昨年7月には、大部分の工業施設で生産が再開、工業生産指数の伸び率は▲10.5%まで回復した。昨年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▲7.1%と前月よりもさらに回復、昨年9月には同指数の伸び率が7か月ぶりにプラス(1.0%)となった。その後の伸びは一進一退であったが、今年3月には22.4%という高い伸びとなった。ただ、これは、前年の大幅な落ち込みの反動であり、また、今年5月以降は、コロナ・ウィルス感染拡大第二波の影響で再び急落すると予想される。

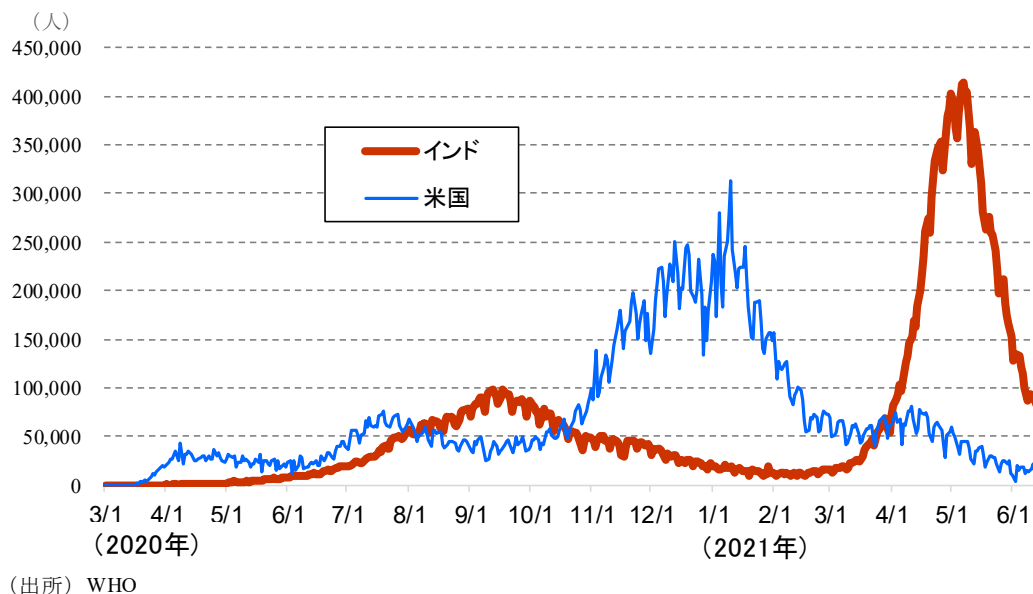
図表 4. インドの工業生産指数伸び率（前年同月比）



インドにおけるコロナ・ウィルス新規感染者数は、2020年3～5月のロックダウン期間中は抑え込まれていたが、ロックダウン終了後に増加し、その後、2020年9月をピークに減少に転じていた。

しかし、2021年3月に変異種ウィルスによる第二波の感染拡大が発生、4月には感染者数が爆発的に増加し、5月には1日当たり新規感染者数が40万人を超え、それまでの世界記録(米国の30万人)を上回った。感染拡大を受けて、インド各地で、外出制限やオフィス・工場の閉鎖などが相次ぎ、経済活動は大幅な縮小を余儀なくされた。こうしたロックダウン措置によって、感染者数は足元で減少しているが、感染拡大とロックダウンによって、昨年夏以降回復を続けてきたインドの景気の先行きに対する不安感が高まっている。

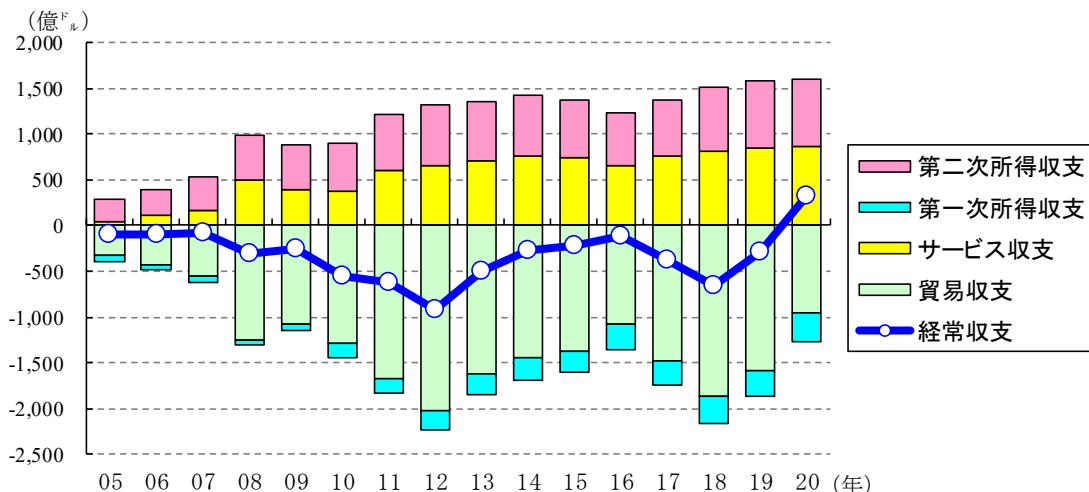
図表 5. インドと米国における1日あたりコロナ・ウィルス新規感染者数の推移



インドの経常収支は、慢性的な赤字が続いてきたが、コロナ・ショックの発生した2020年は黒字に転じた。インドの経常収支は、第二次所得収支とサービス収支が黒字だが、それを上回る大幅な貿易赤字のために、経常収支トータルでは赤字という構造になっていた。経常収支は、2007年頃までは小さかったが、2010年以降、貿易赤字の急拡大を背景に、年々拡大した。貿易赤字拡大の理由については、国内消費増加や外国からの直接投資に伴う資本財輸入増加などを背景に輸入が急増したことに加え、2010年代前半の原油価格上昇も影響したと見られる。他方、欧米市場向けを中心とするITサービス輸出の拡大を背景にサービス収支は黒字を維持し、また、第二次所得収支は、在外インド人労働者の本国送金が増加したため、黒字基調で推移してきた。その経常収支が、2020年にはコロナ・ショックによる輸入減で貿易赤字が減ったために、黒字化した。

インドは、経常赤字が大きい新興国として、米国金利上昇の際などに通貨が売られて下落しやすい傾向があった。その点では、経常収支黒字化はルピー安圧力を低下させると言える。ただ、景気が上振れして輸入が増えれば経常収支は再び赤字化すると見られ、経常黒字は一時的なものになりそうである。

図表 6. インドの経常収支の推移



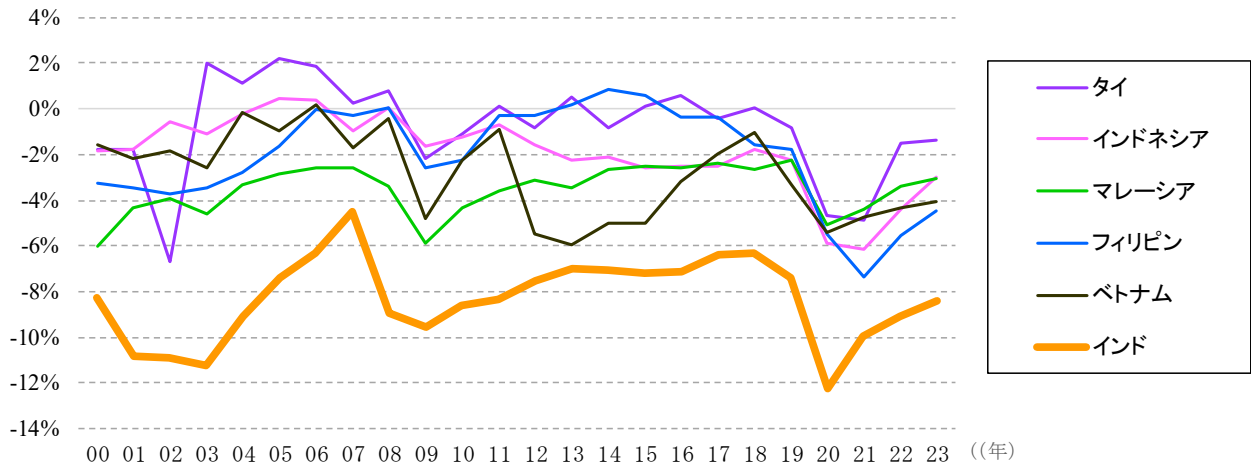
(出所) IMF, International Financial Statistics

インド経済の抱える深刻な問題のひとつが、慢性的な財政赤字であるが、コロナ・ショックによる歳入減少や景気対策支出増加などのため、財政赤字が足元でさらに拡大してしまった。国際通貨基金(IMF)のデータによると、インドの財政赤字は、2020年には17年ぶりにGDPの10%を超える規模となった。

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、インフラ整備のための十分な資金を捻出できず、それがインド経済の供給サイドの脆弱さをもたらしていた。また、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になってきた。

その財政赤字が、コロナ・ショックの影響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。

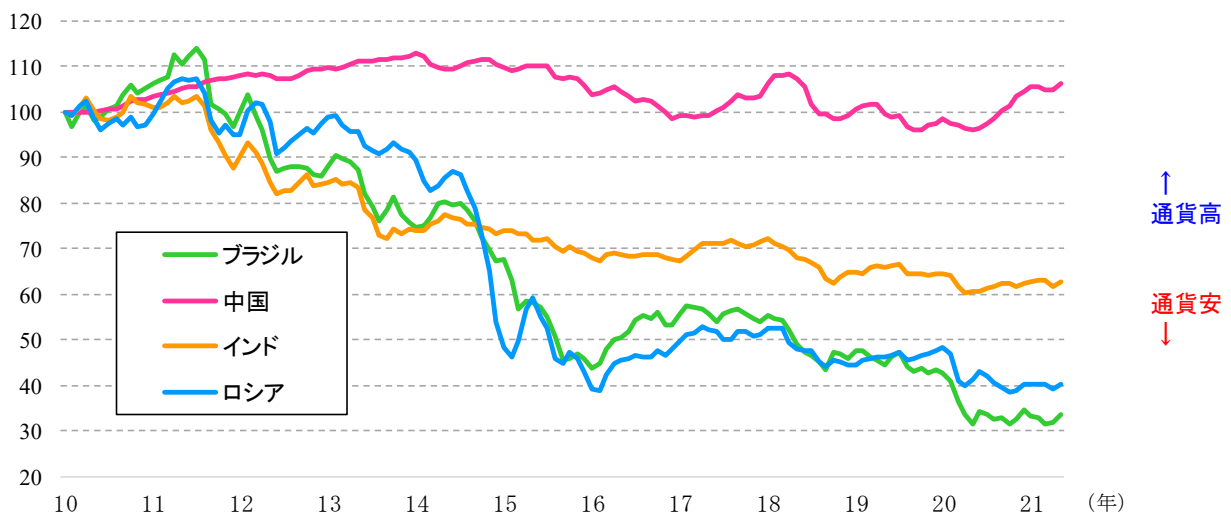
図表 7. アジア各国の財政収支対 GDP 比率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2021

一方、四大新興経済大国 BRICs (ブラジル、ロシア、インド、中国) の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か国の中で、インド・ルピーが比較的安定している。インドは、財政赤字と経常赤字の慢性化という「基礎疾患」を抱えているが、それにも拘わらず、為替相場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、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 8. BRICs 各国通貨の対米ドル為替相場の推移 (2010年1月=100)



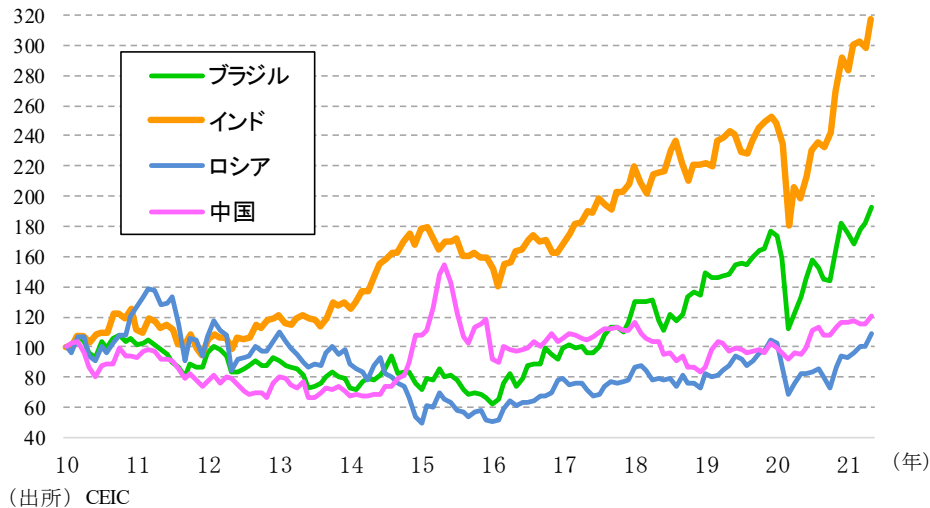
(出所) CEIC

他方、インドの株価動向を見ると、2010年代は、BRICsの中でインドの「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を見せている。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勢いがついてきているが、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

の投資家の期待感が非常に強いことの現れと言えよう。

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上昇し、過去最高値を更新し続けている。今後、コロナ・ウィルスの感染拡大が景気と企業業績を押し下げ、株価を下落させるリスクはあるものの、ポスト・コロナ時代の新興国株式市場では、インド株の上昇が目立つという展開が続きそうな気配である。

図表 9. BRICs 各国株価指数の推移 (2010年1月=100)



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、当社の統一した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。