

2021年12月16日

経済レポート

インドの経済動向(2021年7~9月期)

～ デルタ株の影響は沈静化したが、新たにオミクロン株発生で警戒感高まる ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

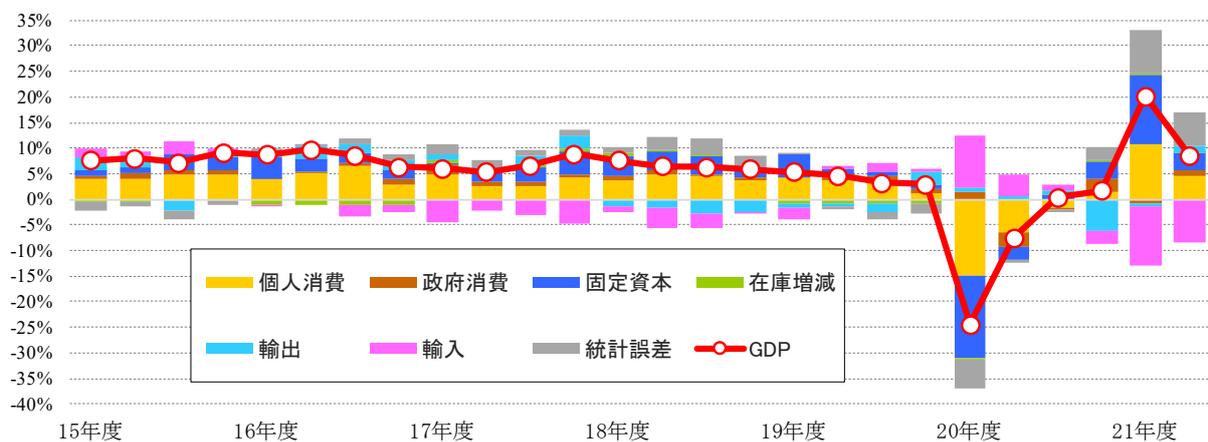
- インドの2021年7~9月期(2021年度第2四半期)の経済成長率は、前年同期比8.4%となり、2021年4~6月期(20.1%)よりも大幅に減速した。ただし、前期については、コロナショックで大幅に落ち込んだ前年同期と比較されて、見かけ上、成長率が著しく高まったというテクニカルな要因を考慮する必要がある。今期の成長を支えたのは、個人消費と投資という内需の二本柱であった。
- インドにおけるコロナウィルス新規感染者数は、2020年6月に第一波の増加が発生したが、同年9月をピークに減少、その後、横這い状態となった。しかし、2021年3月から5月にかけて、変異種デルタ株による爆発的な第二波の感染増加が発生した。この感染拡大による景気への打撃が危惧されたが、感染者数は、その後、急速に減少した。しかし、2021年11月には、南アフリカで新たな変異種オミクロン株の発生が判明し、インドでもオミクロン株による感染拡大への警戒感が高まっている。
- 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、インフレ率が上昇しインフレターゲットの上限である6%を超える状態が続いた。しかし、その後、インフレ率は低下し、足元では4%台まで下がっている。中銀は、当面、金融緩和持続を狙うと見られる。
- 乗用車の月間販売台数は、コロナショックが勃発した昨年4月に3万台まで激減したが、昨年夏以降持ち直し、昨年9月には31万台まで回復した。その後、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が、6月以降は20万台を超える水準まで急回復した。しかし、今年9月は、半導体不足や原材料価格高騰を受けてメーカー側が生産体制を一時的に縮小させた影響で、16万台へと減少した。
- 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、昨年春には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。今年4月には、昨年春の落ち込みからの戻りというテクニカルな要因に影響されて、著しく高い伸び率となった。
- 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。大規模な財政赤字の慢性化は、インフレ圧力や経常赤字拡大圧力を高め、インド経済の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。
- 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他の主要新興国よりも安定している。巨大市場であるインドは、成長ポテンシャルに魅かれて世界中から流入した資本の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、2020年春のコロナショック勃発時に大きく下落したが、その後、ロシアやブラジルを上回る勢いで急速に回復し、過去最高値を更新しながら上昇した。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の高さを反映したものと見えよう。ポスト・コロナ時代も、新興国株式市場の中で、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。ただ、足元では変異種オミクロン株発生のニュースに影響されて下落している。

インドの2021年7~9月期(2021年度第2四半期)の経済成長率は、前年同期比8.4%と、2021年4~6月期(同20.1%)よりも大きく減速した。

ただ、今期の減速は、前期の成長率がテクニカルな要因によって大幅に高くなったことを考慮する必要がある。すなわち、前期の成長率は、コロナショックで大きく落ち込んだ前年同期との比較によって、見かけ上、伸び率が大きく出てしまうという、いわゆる「発射台効果」によるものだった。

需要項目別に見ると、今期の成長は、個人消費と投資(固定資本形成)という内需の2本柱が支えたと言える。ただし、民間消費は、コロナショック以前の規模にまで戻っていないと見られ、また、投資の伸びについても、その多くは、政府投資の拡大によるもので、民間投資は本格回復していないと見られている。このため、景気が民間の内需主導による回復軌道に乗ったかどうかについては、懐疑的な見方も多い。なお、産業セクター別では、サービス部門が不振で成長にブレーキをかける主因となった。これは、宿泊や旅客輸送などの業種で、コロナ禍による行動規制の影響が他業種よりも長引いたことが響いたためと見られている。

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

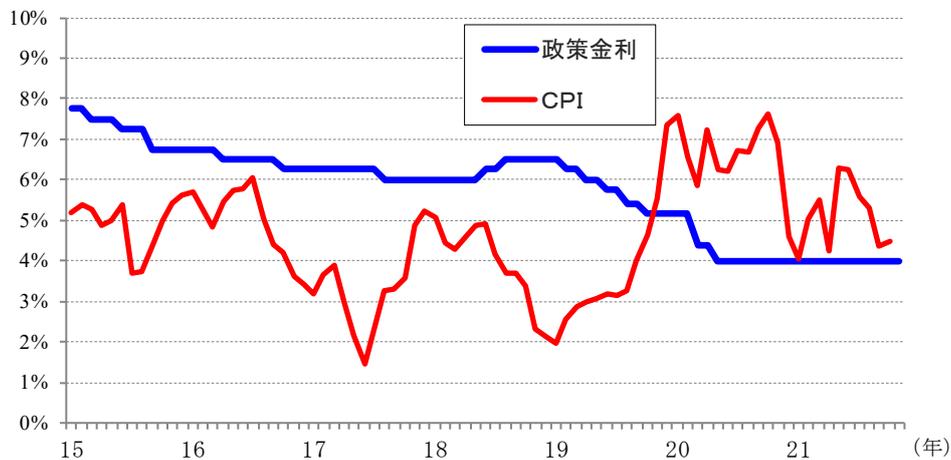
(注) 上記GDP統計における年度は、4月1日から翌年3月31日まで

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月に政策金利を25bps引上げ、同年8月にはさらに25bps引上げた。これは、インフレ率が2017年11月から2018年4月まで6カ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によるものだった。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、インフレ率は、5月と6月にターゲットレンジの上限である6%を超えたが、足元では4%台まで低下した。

中銀は、高止まりする原油価格、金属価格の上昇、農産品の供給不安定などインフレリスク要因を挙げつつも、2021年度通年のインフレ率を5.3%と予測、2022年度上半期のインフレ率も5%にとどまると予測しており、当面、金融緩和継続を狙うものと見られる。

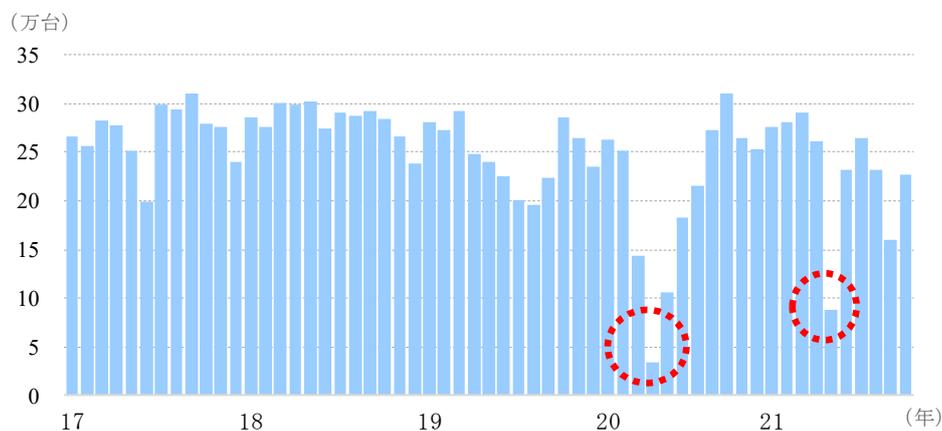
図表 2. インドのインフレ率と政策金利の推移



(出所) CEIC

インドの個人消費は、コロナ禍で大きな打撃を受けており、代表的なバロメーターである乗用車販売台数を見ても、コロナショックによって多大な影響を被っている。乗用車月間販売台数は、2020年3月にコロナショック発生で大幅な落ち込みとなり、同5月にはさらに落ち込んだ。その後、乗用車販売は、ロックダウン終了後の2020年6月以降持ち直し、同年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再拡大が発生、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。その後の販売台数は、6月、7月と急回復を見せたが、9月には、半導体不足や原材料価格高騰を受けてメーカーが生産を一時的に縮小した影響で、16万台へと減少した。今後については、祝祭シーズン(10~12月)の特需期を迎えようとする中、一部の人気モデルが納車待ち状態だと言われており、この時期にどれだけ販売を盛り返せるかが乗用車市場の焦点となっている。

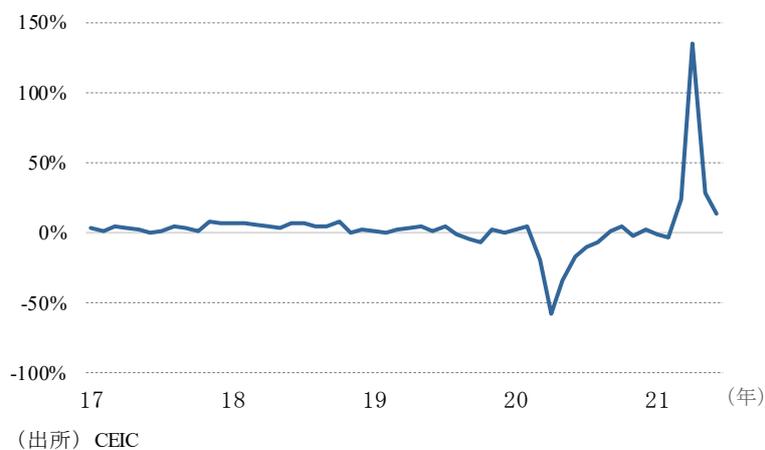
図表 3. インドの乗用車月間販売台数の推移



(出所) CEIC

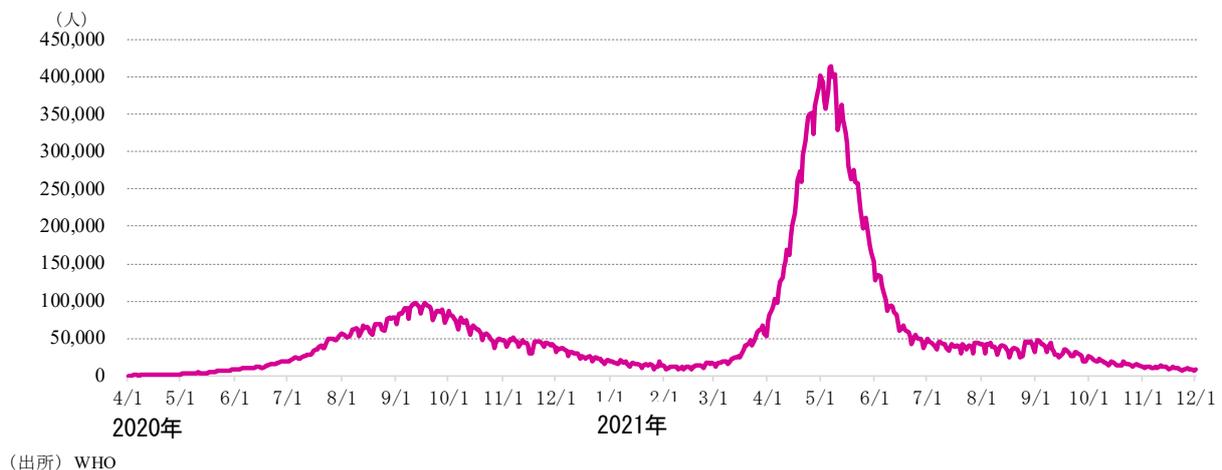
インドの工業生産指数の伸び率は、2020年3月と4月に著しく大きなマイナスに陥った。これは、インド全土で実施されたロックダウンにより工業施設の大半が操業停止したためである。しかし、ロックダウン終了と工業施設活動再開を受け、同年7月には、工業生産指数の伸び率は▲10.5%まで回復した。同年8月には、製造業の一部業種で伸び率がプラスになり、工業生産指数の伸び率は▲7.1%と前月よりもさらに回復、同年9月には同指数の伸び率が7ヵ月ぶりにプラス（1.0%）となった。その後の伸びは一進一退であったが、今年3月には22.4%という高い伸びとなった。ただ、これは、前年の落ち込みの反動であり、4月の134.6%という著しく高い伸び率も、同じ理由によるものである。6～8月は、10%強の伸び率であったが、9月の伸び率は、3.1%と減速した。これは、自動車関連業種が、半導体不足や原材料価格高騰などのため、生産計画を下方修正した影響が大きかったと見られる。

図表 4. インドの工業生産指数伸び率（前年同月比）の推移



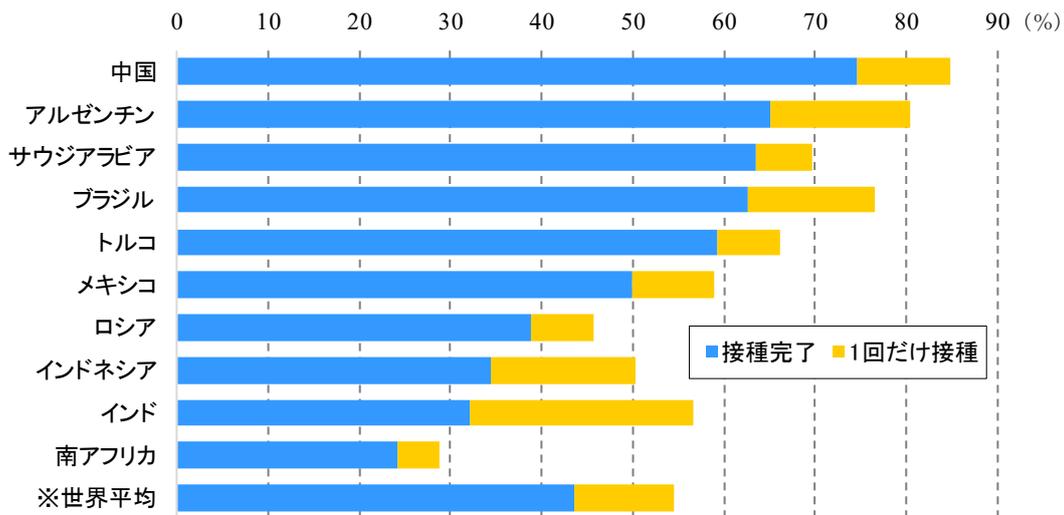
インドにおけるコロナウィルス新規感染者数は、第一波の感染拡大が2020年9月をピークに減少へ転じていたが、2021年3月に変異種デルタ株による第二波の爆発的な感染拡大が発生、5月には1日当たり新規感染者数が40万人を超え、それまでの世界記録（米国の30万人）を上回った。感染拡大を受け、インド各地で、外出制限やオフィス・工場の閉鎖などが相次ぎ、経済活動は大幅な縮小を余儀なくされた。こうしたロックダウン措置の効果で、感染者数は足元で減少している。しかし、2021年11月には南アフリカで新たな変異種オミクロン株の発生が判明したため、インドでもオミクロン株による今後の感染拡大への警戒感が高まっている。

図表 5. インドにおける1日あたりコロナウィルス新規感染者数の推移



コロナ禍克服のカギはワクチン接種であるが、インドのワクチン接種完了率は、足元で30%程度と、世界平均よりも低く、G20のメンバーに入っている主要新興国10カ国の中では、南アフリカに次いで低い。ただ、1回だけ接種した人も加えた接種率で比較すると、インドは、インドネシアやロシアを上回っている。コロナウイルス感染再発を防ぐには、接種完了率を早急に引き上げることが重要であるが、財政力の低いインド政府が、14億人も国民に接種を実施するのは容易ではなく、今後も、コロナウイルス感染再拡大というリスクに対して脆弱な状況が続くそうである。

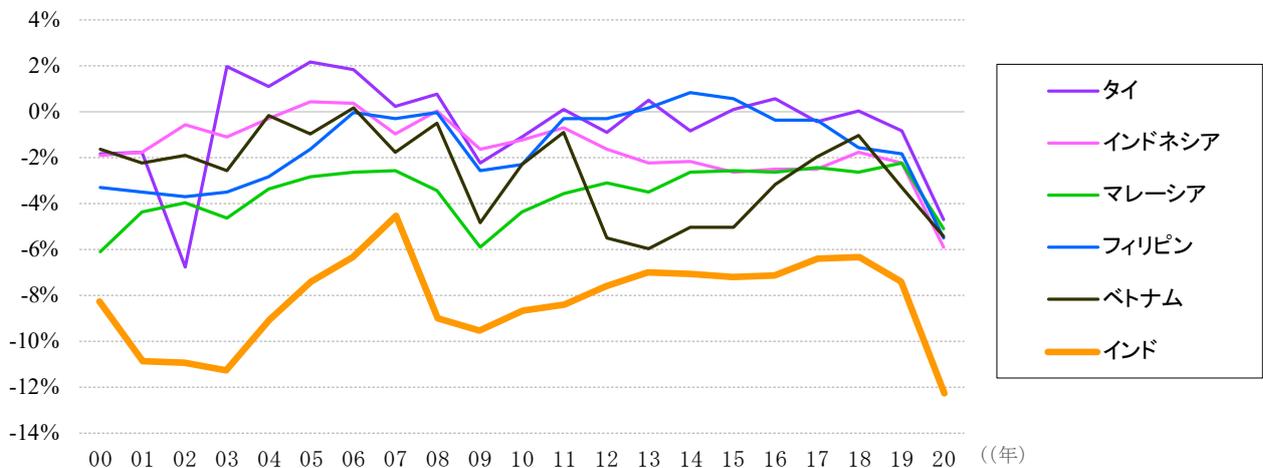
図表 6. 主要な新興国のワクチン接種率 (2021.11.30 時点)



(出所) Our World in Data

インド経済の抱える深刻な問題のひとつである慢性的な財政赤字が、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、さらに拡大している。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%を超えた。

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

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 比率は、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きた。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、インフラ整備を進められず、それがインド経済の供給サイドの脆弱さの一因となっていた。また、大幅な財政赤字が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。さらに、脆弱な財政状態は、今後、新種の変異ウイルスによる感染拡大が発生した場合に、経済的被害をカバーするための政府支出確保という観点からも大きなボトルネックになりかねないと言える。

上記のような財政面の脆弱さを抱えているにもかかわらず、インドの通貨ルピーの為替相場は、中長期的傾向を見ると、主要新興国の中では安定的に推移している。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、多数のコロナウイ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・ルピーが最も安定している。インドは、財政赤字と経常赤字の慢性化という「基礎疾患」を抱えており、しかも、変異種デルタ株による甚大な感染被害を受けたにも拘わらず、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）



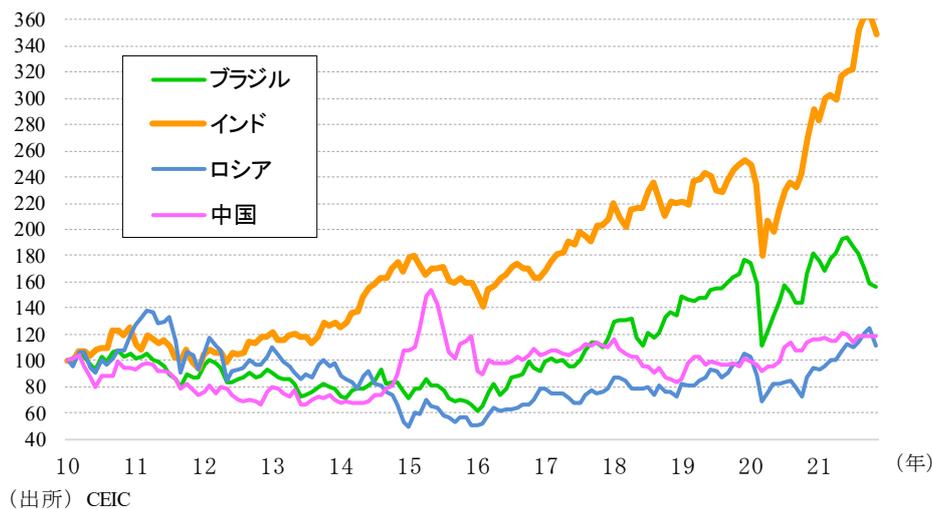
(出所) CEIC

一方、インドの株価の動きを主要新興国の株価の動きと比較して見ると、2010年代は、インドが BRICs の中で「独り勝ち」状態であったが、2020年代に入ってもインドの株価（SENSEX 指数）の上昇率の高さが飛び抜けた状態となっている。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が如実に表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おり、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表れと言えよう。インドの株価は、ロシアやブラジルと同様、最初のコロナショックに見舞われた2020年3月に急落したが、その後は、ロシアやブラジルを大きく上回る勢いで急速に上昇し、過去最高値を更新し続けた。2021年3月には、コロナウイルス変異種デルタ株による新規感染者

数が急激に増加したため弱含んだが、コロナウィルス感染拡大の動きがピークアウトした5月中旬からは上昇に転じた。しかし、11月末には、コロナウィルス変異種オミクロン株出現のショックで下落した。足元では、原油など一次産品の価格高騰でコスト上昇圧力が高まっており、IT等を除く多くの業種で企業損益悪化への懸念が高まっている。また、原油価格の高止まりで、インフレ率上昇が続くとの見方が強まり、それに呼応して金利が上昇し、景気が押し下げられるとの懸念も浮上している。こうしたことから、株価が上昇しにくい環境となっている。一方、インドのコロナウィルス新規感染者数は、前述のように今年5月中旬以降減少が続き、感染が鎮静化すれば、景気回復による株価上昇が期待できると見られていた。しかし、今般の変異種オミクロン株の出現により、インドで再び大規模な感染拡大が発生する可能性を否定できなくなり、先行きの不透明感が増した。

ただ、今後、コロナウィルスの新たな変異種による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というリスクはあるものの、中長期的には、インド経済の大きな成長ポテンシャルを背景に、ポスト・コロナ時代の新興国株式市場をインド株がリードするという状況が続きそうである。

図表 9. BRICs 各国株価指数の推移 (2010年1月=100)



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。