

経済レポート

インドの経済動向(2021年10~12月期)

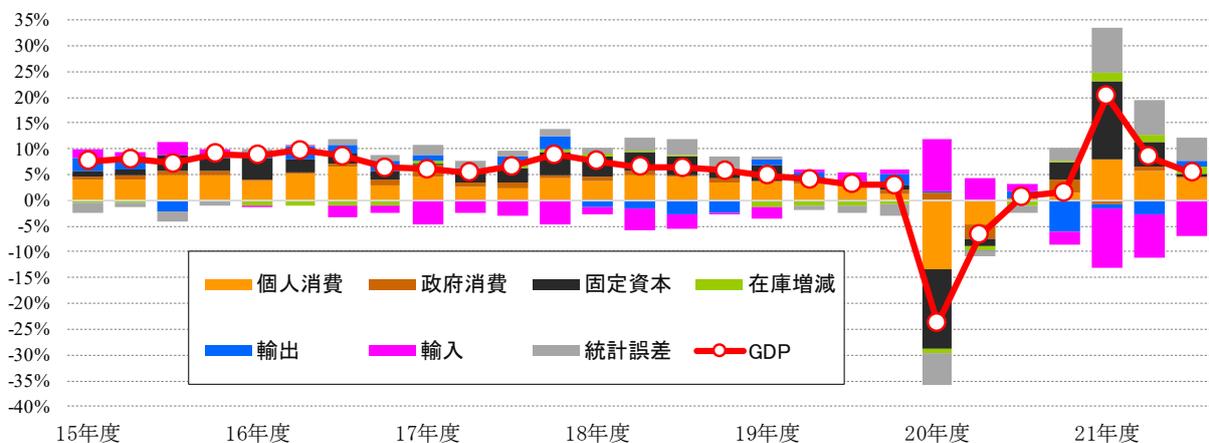
～ デルタ株ショックから回復したが、景気拡大の勢いは予想外の弱さ ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

- インドの2021年10~12月期(2021年度第3四半期)の経済成長率は、前年同期比5.4%と、2021年7~9月期(同6.5%)よりも減速した。需要項目別に見ると、今期の成長は、主に個人消費によって支えられたもので、投資(固定資本形成)は伸び悩んだ。また、産業部門別では、製造業がほぼゼロ成長で、建設業がマイナス成長となるなど、一部セクターの予想外の不調が景気拡大の勢いを削いだ。
- 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た後、2021年3月には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した。2021年11月には、南アフリカで新たな変異種オミクロン株が発生、その影響で、インドでも2022年1月に感染が急拡大した。しかし、2月に入ると感染は急速に鎮静化した。
- 2020年春のコロナ禍発生を受け、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インフレターゲットの上限(6%)を超えた。その後、インフレ率は低下したが、足元では再び6%台まで上昇している。ただ、中銀は、今のところ、金融緩和を維持する意向と見られる。
- 乗用車の月間販売台数は、コロナショックで激減したが、2020年夏以降持ち直した。2021年5月には、コロナウィルスの第二波感染拡大の影響で急減したが、6月以降は急回復した。しかし、2021年9月は、半導体不足や原材料価格高騰による生産体制縮小の影響もあって減少した。2021年の祝祭シーズン(10~12月)の特需期も、期待を下回る規模にとどまった。
- 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。2021年4月には、前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。2021年9月以降は、自動車関連業種が、半導体不足や原材料価格などで生産減となった影響を受け、伸びが鈍化した。
- インドは、財(モノ)の輸出は振るわないが、サービスの輸出は2000年代以降著しく拡大しており、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では、世界最大級の輸出国となった。この輸出が、近年、高水準で推移しており、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。
- インド経済が、慢性的な財政赤字・経常赤字という問題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発生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てきた。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。ただ、ウクライナ危機による原油価格高騰が、企業収益を悪化させ、今後、インドを含む新興国の株価下落圧力を高める可能性がある点には注意が必要である。

インドの2021年10~12月期（2021年度第3四半期）の経済成長率は、前年同期比5.4%と、2021年7~9月期（同6.5%）よりも減速した。需要項目別に見ると、今期の成長は、主に個人消費によって支えられたもので、投資（固定資本形成）は伸び悩んだ。また、産業部門別では、製造業がほぼゼロ成長で、建設業がマイナス成長となるなど、一部セクターの予想外の不調が景気拡大の足を引っ張った。来期（2022年1~3月期）の経済成長率については、コロナウィルス新規感染者数が今年2月に急減していることで、消費者マインドの好転が予想されるため、堅調が見込めるとの期待がある反面、コモディティ価格上昇による影響で景気拡大が抑制される可能性も指摘されており、予断を許さない状況である。一方、インド統計局は、2021年度の通年ベース経済成長率を8.9%と予測しており、コロナ禍で落ち込んだ2020年度の経済成長率（▲6.9%）をオフセットして、経済規模がコロナ前のレベルまで回復すると見込んでいる。

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

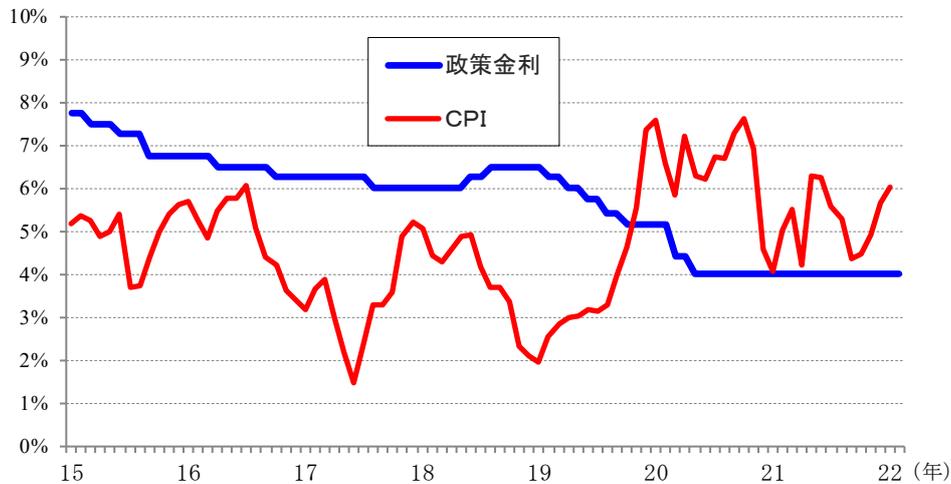
（注）上記GDP統計における年度は、4月1日から翌年3月31日まで

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、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、一旦4%台まで低下したが、足元では再び6%を超えている。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、2022年度上半期のインフレ率が5%にとどまると予測しているこ

とから、当面、政策金利を引き上げる可能性は低いと見られる。

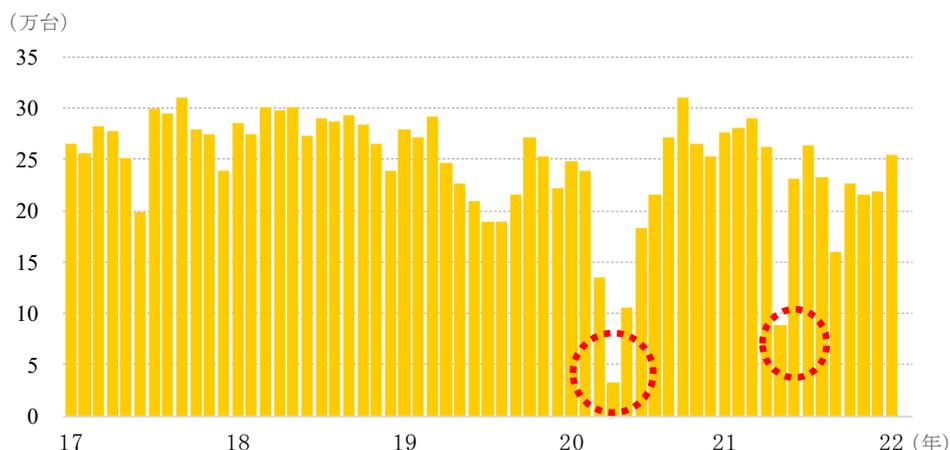
図表 2. インドのインフレ率と政策金利の推移



(出所) CEIC

コロナ禍のため、インドの個人消費は大きな打撃を受けた。個人消費の代表的なバロメーターである乗用車の販売はコロナショックの直撃により大きく落ち込んだ。乗用車年間販売台数は、2020年3月にコロナショック発生のため大幅な落ち込みとなり、同5月にはさらに落ち込んだ。これにより、自動車メーカー、自動車部品サプライヤー、自動車販売店が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月には感染拡大が爆発的に加速し、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。こうした乗用車販売不振による景気下押しへの懸念が高まったが、その後の販売台数は、6月には20万台を超え、7月には25万台を超えるという急回復を見せ、今後の個人消費の盛り返しに期待が持てる状況となったが、9月には、半導体不足や原材料価格高騰の影響で、16万台へと減少した。2021年の祝祭シーズン(10~12月)の特需期にどれだけ販売を盛り返せるか期待されたが、20万台を少し超える程度にとどまった。

図表 3. インドの乗用車年間販売台数の推移



(出所) CEIC

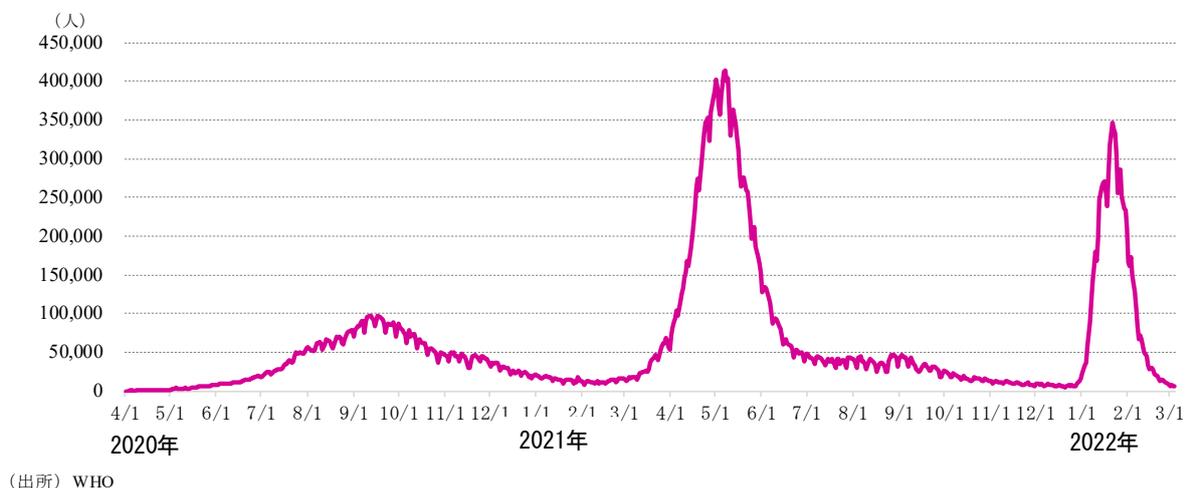
コロナショック発生直後にインド全土で実施されたロックダウンにより工業施設の大半が操業停止したため、インドの工業生産指数の伸び率は、2020年3月に▲18.7%とマイナスに転落、同年4月には▲57.3%という著しく大きなマイナスに陥った。しかし、同年5月末でロックダウンは終了し、工業施設の活動が順次再開されたことを受け、同年7月には、大部分の工業施設で生産活動が再開され、工業生産指数の伸び率は▲10.5%まで回復した。同年8月には、工業生産指数の伸び率は▲7.1%と前月よりもさらに回復、同年9月には同指数の伸び率が7ヵ月ぶりにプラス（1.0%）となった。その後の伸びは一進一退であったが、2021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、同年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。2021年6～8月は、10%強の伸び率であったが、9月の伸び率は、4.4%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で生産計画を下方修正したためと見られる。10月以降も、伸び率鈍化傾向が続いているが、自動車関連業種の低調による影響が続いているためと見られる。

図表 4. インドの工業生産指数伸び率（前年同月比）の推移



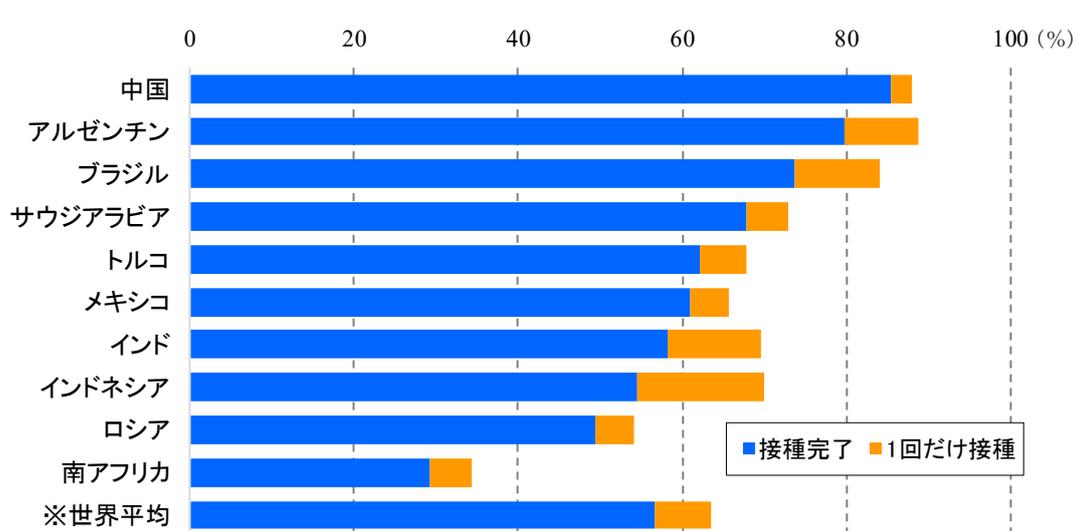
インドにおけるコロナウイルス新規感染者数は、第一波の感染拡大が2020年9月をピークに減少へ転じていたが、2021年3月に変異種デルタ株による第二波の爆発的な感染拡大が発生、感染拡大を受け、インド各地で、外出制限やオフィス・工場の閉鎖などが相次ぎ、経済活動は大幅な縮小を余儀なくされた。こうしたロックダウン措置の効果で、感染者数は減少したが、2021年11月には南アフリカで新たな変異種オミクロン株が発生し、その影響で、インドでも2022年1月に感染が急拡大した。しかし、2月に入ると感染は急速に鎮静化した。

図表 5. インドにおける1日あたりコロナウイ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58%程度と、世界平均とほぼ同じであり、G20のメンバーである主要新興国10カ国の中では、インドネシア、ロシア、南アフリカよりも高い。今後、コロナウィルス感染再拡大を防ぐには、接種完了率をさらに引き上げることが重要であるが、財政余力に乏しいインド政府が、14億人もの国民全てに接種を実施するのは容易ではなく、今後も、コロナウィルス感染再拡大リスクに対する警戒が必要であろう。

図表 6. 主要な新興国のワクチン接種率（2022.3.12 時点）

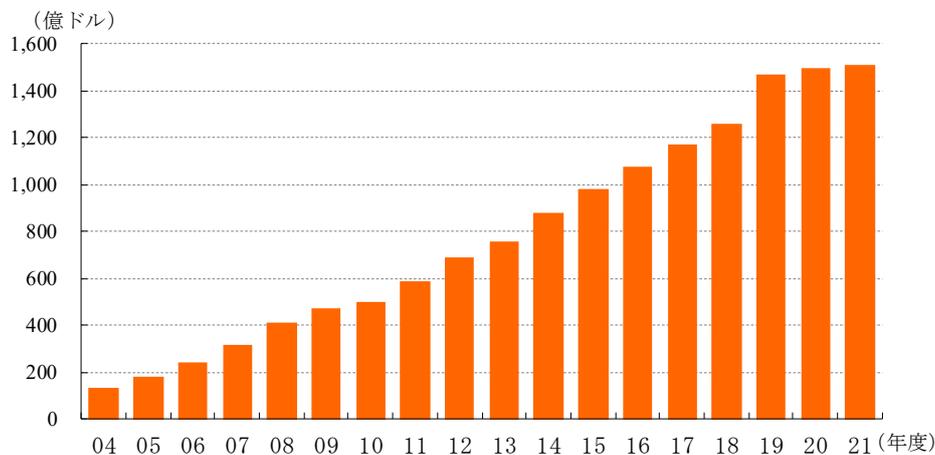


(出所) Our World in Data

インドは、財（モノ）の輸出は振るわないが、サービスの輸出は2000年代以降著しく拡大しており、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) 輸出においては、世界最大級の輸出国に成長した。このIT-BPM 輸出が、貿易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。

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、その後、やや頭打ち傾向ながらも高水準で推移している。

図表 7. インドのIT-BPM 輸出の推移

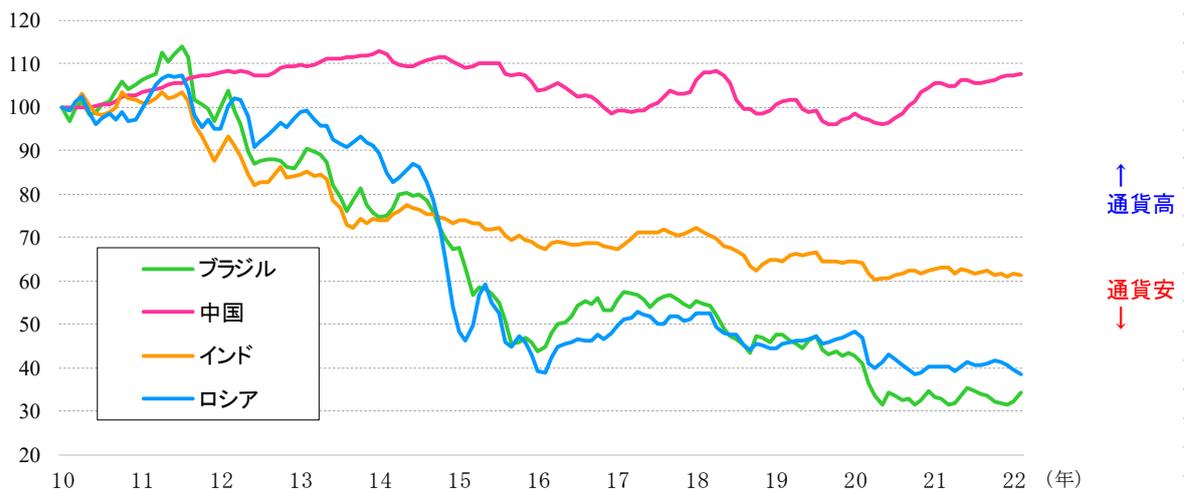


(出所) NASSCOM

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) の加速によって、ビジネスを拡大できそうであり、インドにおける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と経済成長を牽引するのは難しい。

インドの通貨ルピーの為替相場は、中長期的に見て、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・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、コロナウィルス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)

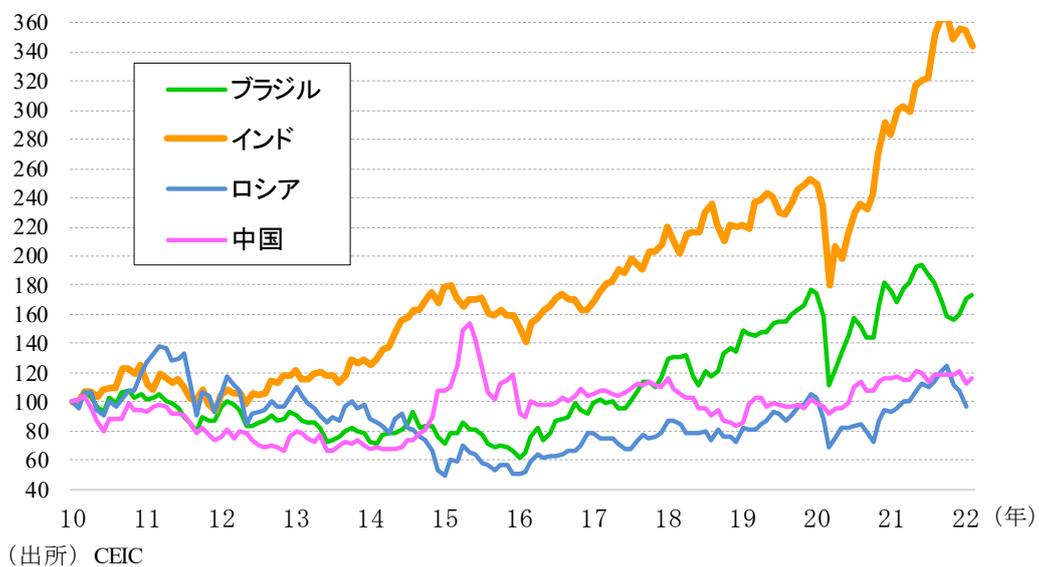


(注) 上記グラフは2022年2月までの月間平均値の推移であり、ロシア・ルーブルは2022年3月に急落している
(出所) CEIC

一方、インドの株価の動きを主要新興国の中で比較して見ると、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の上昇率の高さが飛び抜けた状態が続いた。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の勢いが加速しているが、この点については、モディ政権の成長重視の経済政策に対する投資家の期待感が非常に強いことが示されたものと言えよう。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、コロナウィ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、ウ

クライナ危機による原油価格高騰など一次製品の値上がり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増している。また、インフレ率上昇に呼応して金利が上昇するなどして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、目先、株価が上昇にくい環境となっている。一方、インドのコロナウィルス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の見方もあったが、今般の変異種オミクロン株の出現により、今後もインドで再び大規模な感染拡大が発生する可能性が否定できなくなり、先行きの不透明感が増した。ただ、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基調は続きそうである。ただ、前述のように、今般のウクライナ危機による原油価格高騰がインドを含む新興国の景気や株価を押し下げるリスクについては注意が必要であろう。

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。