

経済レポート

インドの経済動向(2022年1~3月期)

～ オミクロン・ショックによる景気腰折れを免れたが、成長率は減速 ～

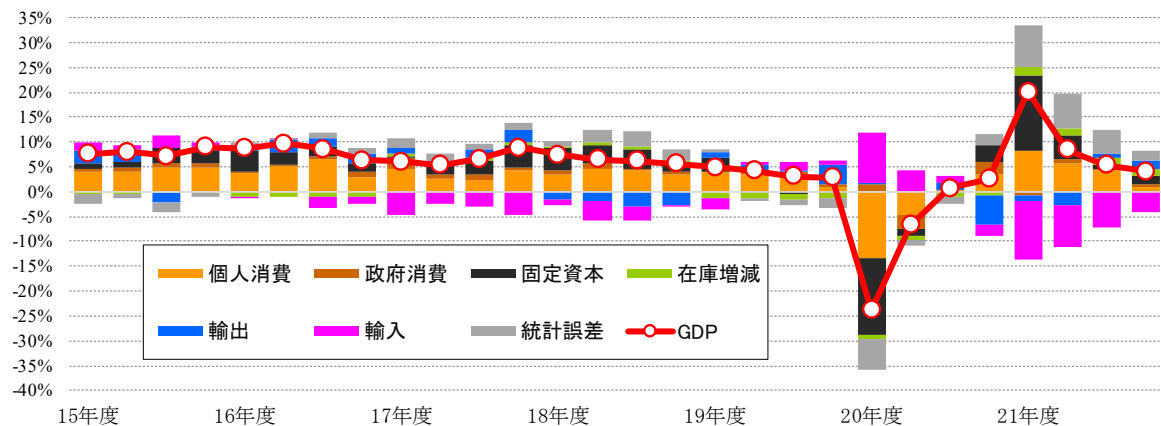
調査部 主任研究員 堀江 正人

- インドの2022年1~3月期(2021年度第4四半期)の経済成長率は、前年同期比4.1%と、2021年10~12月期(同5.4%)よりも減速した。今期の成長率減速は、主に個人消費鈍化の影響を受けたものである。投資(固定資本形成)については、若干加速したものの、まだ本調子とは言えない状況である。なお、2021年度通年ベースの経済成長率は8.7%となり、2020年度のマイナス経済成長率(▲6.6%)をオフセットし、経済規模がコロナショック前を上回る水準まで回復したことが明らかとなった。
- インドにおけるコロナウィルス新規感染者数は、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。2022年1月には、新型変異種オミクロン株の感染が急拡大したが、2月に入ると感染者数は急速に減少した。
- 中銀は、2022年1月以降のインフレ率が急上昇したことを受け、5月に40bpsの利上げを実施し、さらに、6月にも50bpsの追加利上げを実施した。中銀は、インフレ率がインフレターゲットの上限(6%)を超える状況が長期化することを警戒し、金融引き締め姿勢を強めたものと見られる。
- 乗用車の月間販売台数は、コロナショック発生直後に激減したが、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)の特需期の販売は低調で、その後の販売も一進一退である。
- 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、半導体不足や原材料価格高騰などで自動車関連業種が生産減となった影響を受け、伸びが鈍化している。
- インドは、経常赤字が慢性化していたが、2020年は景気悪化で輸入が減ったため、貿易収支が改善し、経常収支も黒字化した。しかし、2021年には、景気回復で輸入が増え、貿易赤字が拡大し経常収支も赤字に戻ってしまった。今後、世界的なコモディティ価格上昇がインドの経常赤字を拡大させ、それが為替下落圧力やインフレ圧力を高める可能性がある点には注意が必要だ。
- 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が反映されたものである。ただ、ウクライナ危機によるコモディティ価格高騰が、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は懸念材料である。

インドの2022年1~3月期(2021年度第4四半期)の経済成長率は、前年同期比4.1%と、2021年10~12月期(同5.4%)よりも減速した。需要項目別に見ると、今期の成長率減速は、主に個人消費の鈍化に影響されたことが読み取れる。個人消費鈍化の主な背景として、オミクロン・ショックによる影響があったと見られる。一方、投資(固定資本形成)については若干加速したが本調子とは言えない状況である。他方、産業部門別成長率に関しては、製造業が若干のマイナス成長となったが、他の主要セクターは全てプラス成長であった。一方、2021年度通年の経済成長率は8.7%となり、コロナ禍で落ち込んだ2020年度のマイナス成長率(▲6.6%)をオフセットして、GDPベースの経済規模がコロナ前のレベルを超えるまで回復したことが明らかになった。

2022年度の経済成長率について、インド政府は7.2%と予測している。ただし、コモディティ価格上昇によるインフレ圧力の持続的な高まりと、海外諸国での金融引き締めが、インド経済を脅かす大きな不安要因として浮上しているため、今後も景気拡大を持続できるかどうかは、予断を許さない。

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

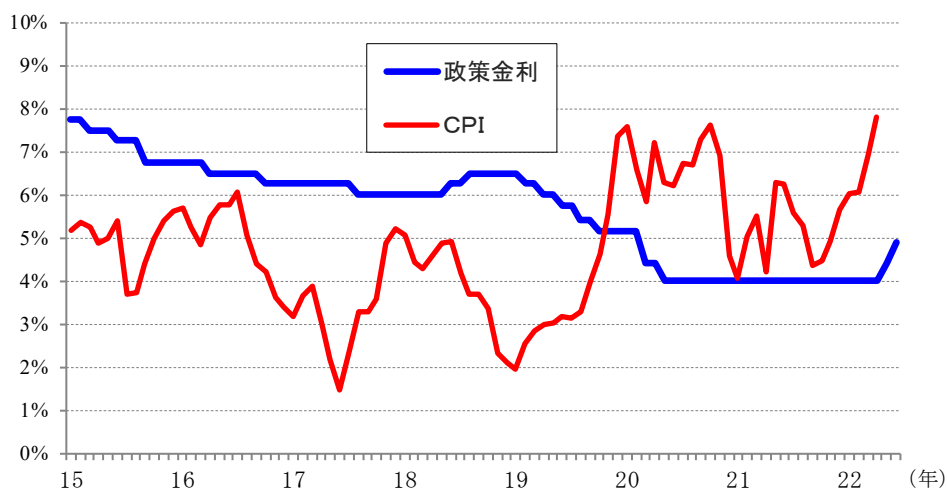
インドでは、2016年5月の中銀法改正によって、中銀の金融政策はインフレターゲット制が基軸となり、金融政策の主目的が物価の安定であることが明確化された。それ以降、インフレ目標は、前値同月比CPI上昇率4%±2%というレンジに定められている。

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、インフレ率が目標レンジには収まっているものの原油国際価格の上昇などにより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、2022年1月からは、4カ月連続で6%を上回り急上昇した。これを受けて、中銀は、2022年5月4日に緊急の金融政策決定会合を開催し、政策金利を40bps引き上げて4.4%とした。米国や豪州の中銀が利上げを発表したのとほぼ同じタイミングでの利上げ発表であった。さらに、中銀は、6月5日に開催された金融政策決定会合でも、政策金利を50bps引き上げて4.9%とした。2カ月連続の利上げは、中銀が、ウクライナ危機等に起因する世界的なインフレ圧力の上昇や、インド北西部・中部での記録的な猛暑による小麦収穫減少などの要因を考慮した上で、インフレ率がターゲットの上限（6%）を超える状態が当面続く恐れがあると判断し、インフレ抑制の姿勢を一段と強化したことを示したものと考えられる。

図表 2. インドのインフレ率と政策金利の推移

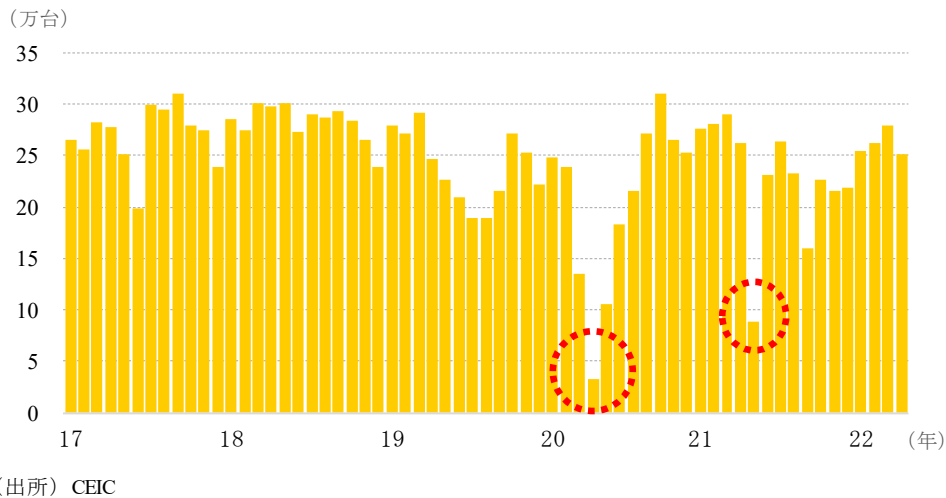


(出所) CEIC

コロナ禍のために、個人消費は大きな打撃を受け、代表的なバロメーターである乗用車の販売台数を見ても、コロナショックによる影響の大きさは甚大であった。乗用車月間販売台数は、2020年3月のコロナショック発生時に大幅な落ち込みとなり、同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。

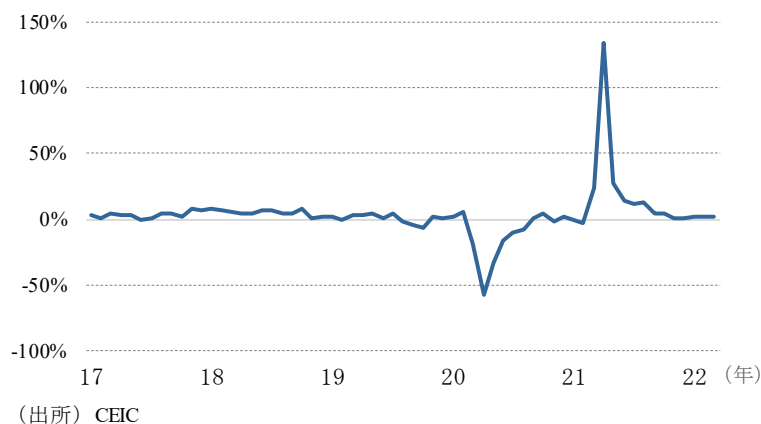
しかし、2021年3月に、コロナウイルスの感染拡大が発生、4月には感染拡大の勢いが爆発的に加速し、5月には、1日の新規感染者数が40万人を超えた。この影響で、5月の乗用車販売台数は、8.8万台へ激減した。こうした乗用車販売不振による景気下押しへの懸念が高まったが、その後の販売台数は、6月には20万台を超え、7月には25万台を超えるという急回復を見せ、個人消費の盛り返しに期待が持てる状況となったが、9月には、半導体不足や原材料価格高騰の影響で、16万台へと減少した。2021年の祝祭シーズン（10～12月）の特需期にどれだけ販売を盛り返せるか期待されたが、20万台を少し超える程度にとどまった。2022年1～3月の販売台数はやや増加したが、4月は若干減少するなど、一進一退の状況が続いている。

図表 3. インドの乗用車月間販売台数の推移



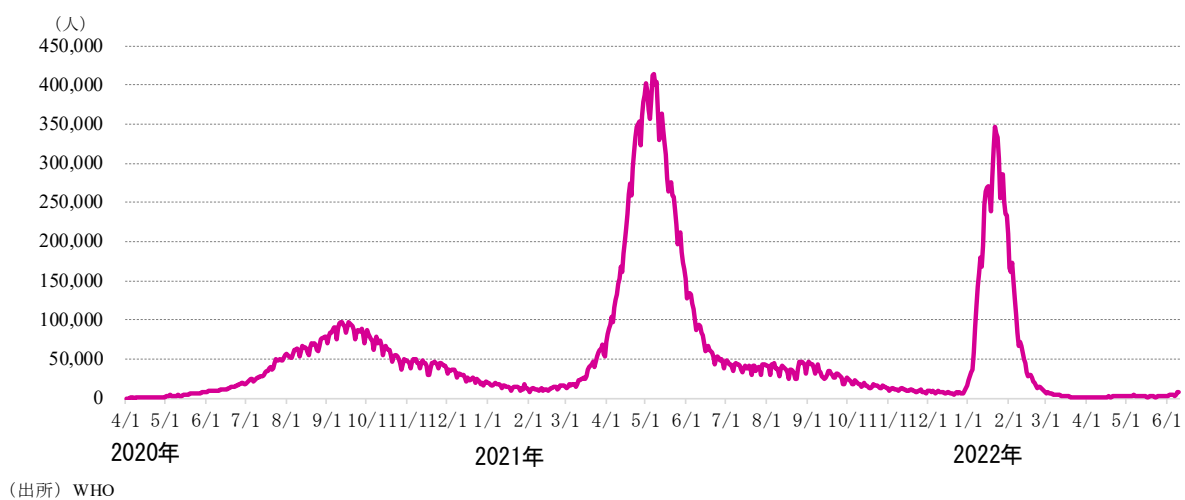
インドの工業生産指数の前年同月比伸び率は、コロナショック発生時の2020年3月に▲18.7%と大幅なマイナスに転落、同年4月には▲57.3%という著しく大きなマイナスに陥った。これは、インド全土で実施されたロックダウンにより工業施設の大半が操業停止したためであった。しかし、同年5月末でロックダウンは終了し、工業施設の活動が順次再開されたことを受け、同年7月には、大部分の工業施設で生産活動が再開され、工業生産指数の伸び率は▲10.5%まで回復した。同年8月には、製造業の一部業種で伸び率がプラスになり、工業生産指数の伸び率は▲7.1%と前月よりもさらに回復、同年9月には同指数の伸び率が7ヵ月ぶりにプラス(1.0%)となった。その後の伸びは一進一退であったが、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。同年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。同年10月以降も、自動車関連業種の低調に影響されたと見られる鈍化傾向が続いている。2022年に入っても、工業生産指数の伸び率は1%台と低調に推移している。

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、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、その後は低水準のまま推移している。なお、インドのコロナワクチン接種完了率は、今年6月13日時点で64.59%と、世界平均(60.63%)を上回っており、接種完了のひとつの目安とされる70%まであと一歩という段階まで来ている。こうした点から、インドにおけるコロナウィルス拡大のリスクは、かなり低下しているものと見られる。これは、今後の景気拡大を後押しする要因になると期待される。

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

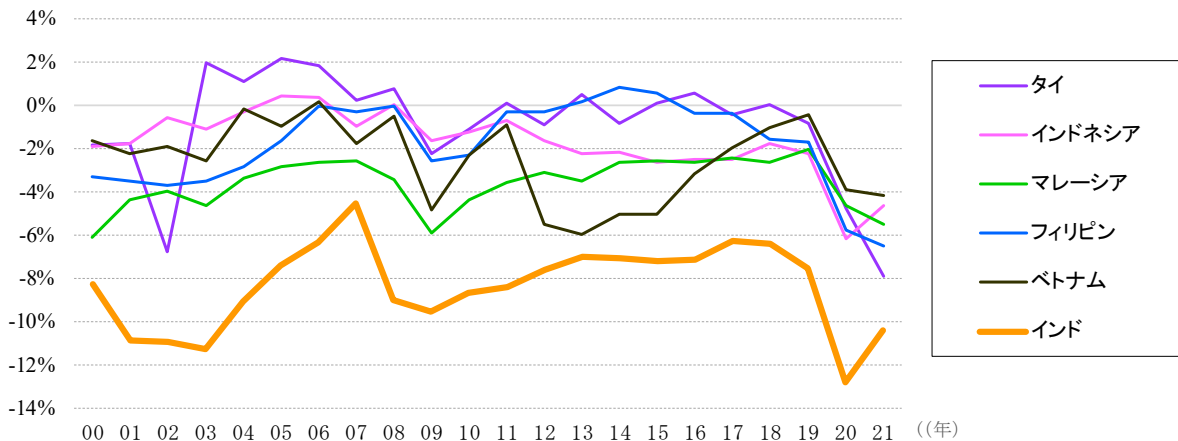


インド経済の抱える深刻な問題のひとつが慢性的な財政赤字であるが、その財政赤字が、コロナショックによる歳入減少や景気対策支出増加などのため、さらに拡大した。IMFのデータによると、インドの(一般政府部門の)財政赤字は、2020年には17年ぶりにGDPの10%を超えており、2021年は若干改善したものの、依然として大幅赤字という状況は変わっていない。

インドは、国民の大半が低所得層であるため、そもそも十分な税収を確保するのが難しく、他方で、多数の貧困層の生活支援のために電力をはじめとする各種補助金などの政府支出が膨らみがちである。こうした背景から、インドの財政収支は、慢性的な大幅赤字に陥っており、インドの財政赤字の対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いる。

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、インフラ整備を推進することができず、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原因にもなり、健全なマクロ経済運営を妨げてきた。このようにインド経済にとって大きなボトルネックになってきた財政赤字が、コロナショックの影響でさらに拡大したことは、インドの今後の経済成長を脅かす懸念要因と言える。

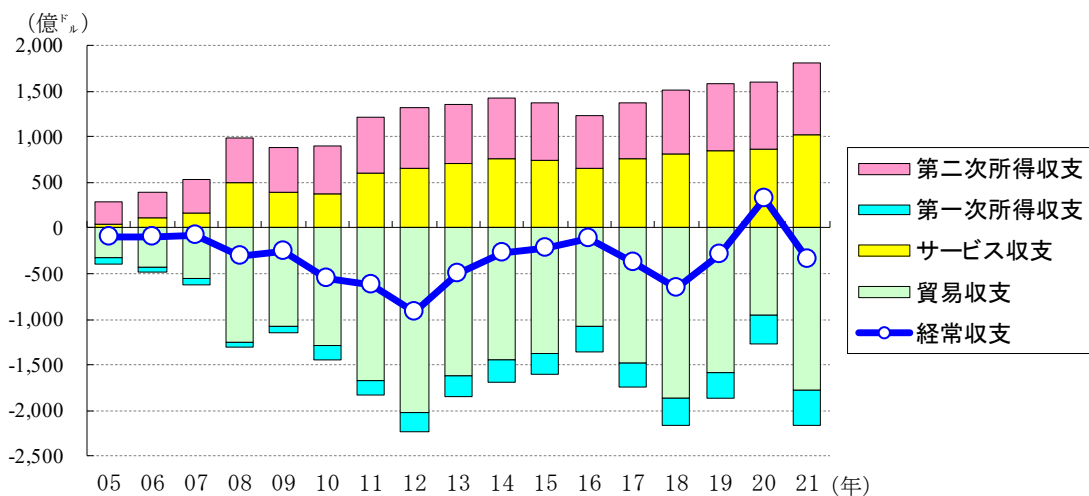
図表 6. 一般政府部門財政赤字対 GDP 比率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2022

インドの経常収支は、慢性的な赤字が続いてきたが、2007年頃までは赤字規模は限定的だった。しかし、2010年頃から、貿易赤字の急拡大を背景に、経常赤字も膨らんでいった。貿易赤字拡大については、国内消費増加や外国からの直接投資流入に伴う資本財輸入増加などのため輸入が急増したことに加え、原油価格が上昇したことも影響したと見られる。原油価格が下落し低迷した2014～2016年には、貿易赤字と経常赤字が縮小している。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からの本国送金に支えられて、黒字基調で推移してきた。しかし、第二次所得収支とサービス収支の黒字の合計は、大幅な貿易赤字をオフセットすることができず、経常収支トータルでは赤字になるというのが、インドの経常収支の基本構造である。その経常収支が、コロナショックに伴う景気悪化で輸入が縮小したことから貿易赤字が急減した影響で、2020年に黒字化した。

図表 7. インドの経常収支



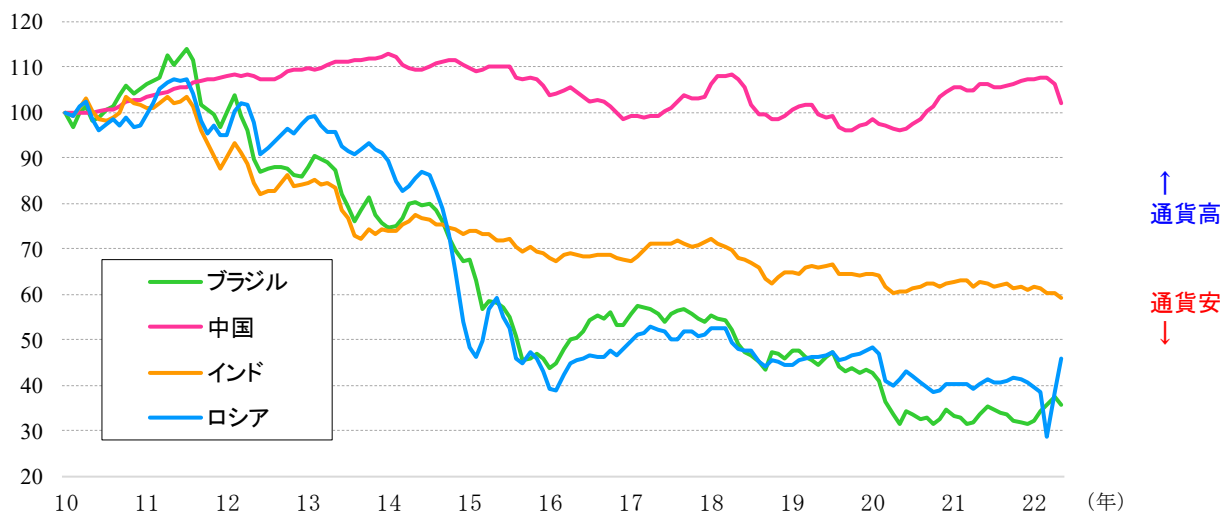
(出所) IMF, International Financial Statistics

インドは、2013年に米国金融緩和終了の観測が強まった際に、国際金融市場で経常赤字の大きさが問題視されて、通貨が売られて下落するなど、経常赤字が通貨売りの材料となりやすい傾向があった、

その点では、2020年の経常収支黒字化はルピー下落圧力を低下させたと言える。しかし、2021年は、景気が回復して輸入が増えた影響で貿易赤字が拡大し経常収支は再び赤字化した。今後、コモディティ価格の上昇が持続すれば、インドの経常赤字がさらに拡大し、それによって、ルピー安圧力や物価上昇圧力が高まる恐れがある。

インドの通貨ルピーの対米ドル為替相場は、足元で史上最安値となっている。ただ、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・ルピーが比較的安定している。インドは、変異種デルタ株による甚大な感染被害を受けたことに加えて、慢性的な財政赤字と経常赤字という為替下落要因を抱えており、それらの点から考えて、為替相場が大きく下落してもおかしくはなかった。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きた。ただ、今後、ウクライナ危機に起因する各種コモディティ価格の高騰がインドの経常収支をさらに悪化させ、欧米を中心にインフレ抑止のための金融引き締めがさらに強化されれば、それらの要因がインドを含む新興国通貨の為替相場下落を加速させる可能性があることに注意が必要であろう。

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として指数表示）



(出所) CEIC

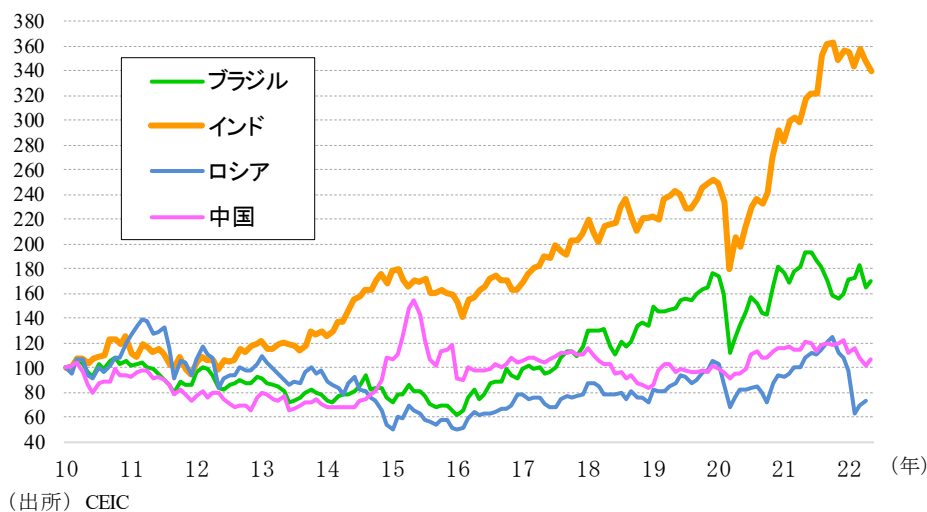
一方、インドの株価の動きを主要新興国の株価の動きと比較して見ると、2010年代は、インドが BRICs の中で「独り勝ち」状態であった。特に、モディ現首相が率いるインド人民党 (BJP) 政権が発足した 2014 年以降、インドの株価上昇に勢いがついており、モディ政権の経済政策がインドの経済成長を後押しするとの投資家の期待感が高まったことがうかがえる。

2020 年代に入ってもインドの株価の上昇率が飛び抜けて高いという展開が続いている。これは、インドの経済成長ポテンシャルへの投資家の期待感の高さが反映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、コロナウイ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、コロナウイルス変異種オミクロン株出現のショックで下落した。株価は、いったん回復した後、2022年1月中旬からは、米国の金利上昇への警戒感などから、下落に転じた。また、2022年2月末にロシアのウクライナ侵攻が開始され、投資家のリスク回避的な傾向が強まったことが、株価をさらに下落させた。原油など一次製品の価格高騰でコスト上昇圧力が高まり、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、それに呼応した利上げによって景気が押し下げられるとの懸念も高まっている。こうしたことから、足元では、株価が上昇しにくい状況となっている。

今後、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引き続きインド株がリードすると期待できよう。ただ、今般のウクライナ危機によるコモディティ価格高騰が、企業収益を悪化させ、世界各国でのインフレ加速と利上げを誘発すれば、それがインドを含む新興国の株価下落圧力を高めることに対しては注意が必要であろう。

図表 9. BRICs 各国株価の推移（2010年1月=100として指数表示）



以上

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できるとさ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。