

経済レポート

インドの経済動向(2022年4~6月期)

～ コロナ禍収束で好調に推移するも、インフレと利上げで先行きには懸念 ～

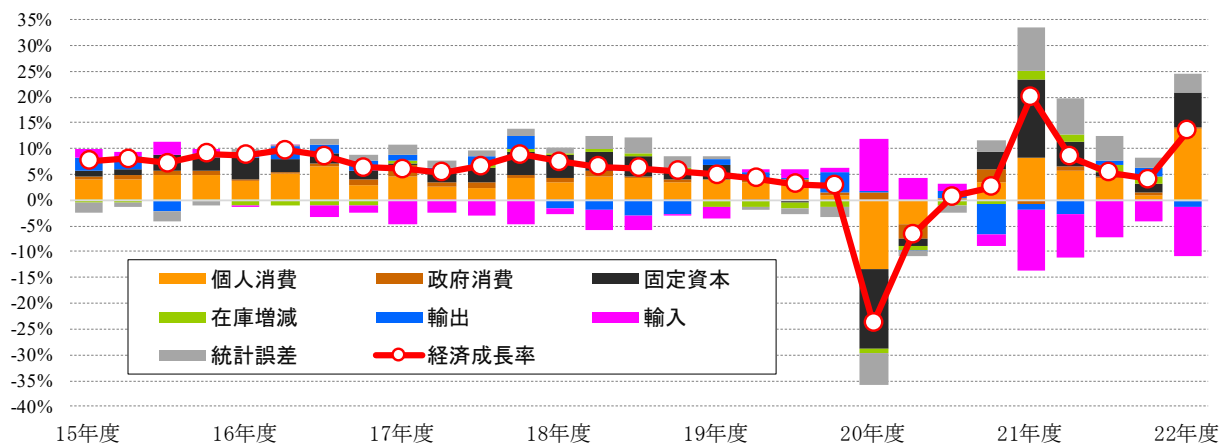
調査部 主任研究員 堀江 正人

- インドの2022年4~6月期(2022年度第1四半期)の経済成長率は、前年同期比13.5%と、2022年1~3月期(同4.1%)よりも大幅に加速した。今期の成長率加速は、個人消費の急拡大が主因であった。個人消費の急拡大は、コロナ禍のために抑えられてきた潜在的消費需要(ペントアップ・ディマンド)がコロナ禍収束によって一気に顕在化したためと見られる。投資(固定資本形成)についても、前期より大幅に加速しており、個人消費拡大を受けて民間設備投資が盛り上がっていることを示唆する動きとなった。
- インドにおけるコロナウィルス新規感染者数は、第1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よる第2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月には急激に減少し、その後は低位で横ばいである。
- 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、8月の金融政策決定会合でも50bpsの利上げを決め、3会合連続の利上げとなった。今後、利上げによる景気下振れリスクに注意が必要だ。
- 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2波感染拡大の影響で急減したが、6月以降は急回復した。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が、その後回復し、足元の販売は増加基調である。ただ、今後、利上げによる影響が懸念される。
- 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年春に大幅に落ち込んだが、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、伸びが鈍化した。その後、2022年4月には7%台となり、5月は19.6%と大きく加速、6月も12.3%と2桁台の伸び率となった。経済活動の正常化に伴う電力生産増加や日用品を中心とする工業製品の増産が、工業生産指数の伸び率加速の背景と見られる。
- インド通貨ルピーの対米ドル為替相場は、米FRBの利上げや、コモディティ価格上昇などを背景に、足元で史上最安値となっている。ただ、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。巨大市場インドの成長ポテンシャルに魅かれて海外から流入した資本額が経常赤字をオフセットしているため、国際収支面でのソルベンシー・リスクが低く、これを背景に、為替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たり、欧米での利上げの動きが加速したりすれば、今後、インドを含む新興国の株価下落圧力が高まる可能性がある点には要注意である。

インドの2022年4~6月期（2022年度第1四半期）の経済成長率は、前年同期比13.5%と、2022年1~3月期（同4.1%）よりも大幅に加速した。需要項目別に見ると、今期の成長率加速は、個人消費の拡大に支えられたことが読み取れる。一方、投資（固定資本形成）についても、前期に比べて大幅に加速しており、個人消費拡大を受けて民間設備投資も盛り上がっていることを示唆する動きとなった。個人消費の急拡大は、コロナ禍のために抑えられてきた潜在的消費需要（いわゆるペントアップ・デマンド）がコロナ禍収束によって一気に顕在化したことが主因と見られる。また、産業部門別の前年同期比成長率を見ると、製造業が4.8%と低い伸びであったが、商業・ホテル・運輸・通信が25.7%と高い伸びを示しており、サービス部門主導で景気回復を遂げていることが読み取れる。

このように、インドの景気が、内需主導・サービス業主導で力強い回復を遂げていることが鮮明になっているが、一方で、今後については、ダウンサイドリスクに注意する必要があるようだ。インド中銀の金融政策決定会合は、今年5月以降、3会合連続で利上げを決めており、今後、利上げによる国内景気下振れの可能性が高まると見られる。インド経済は、コロナ禍からは立ち直ったものの、今後は、コモディティ価格上昇などによるインフレ圧力の高まりと、それに対応するための金融引き締めが、景気下振れリスク要因として顕在化していくものと見られ、景気が好調を持続できるかどうかは、予断を許さない状況である。

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

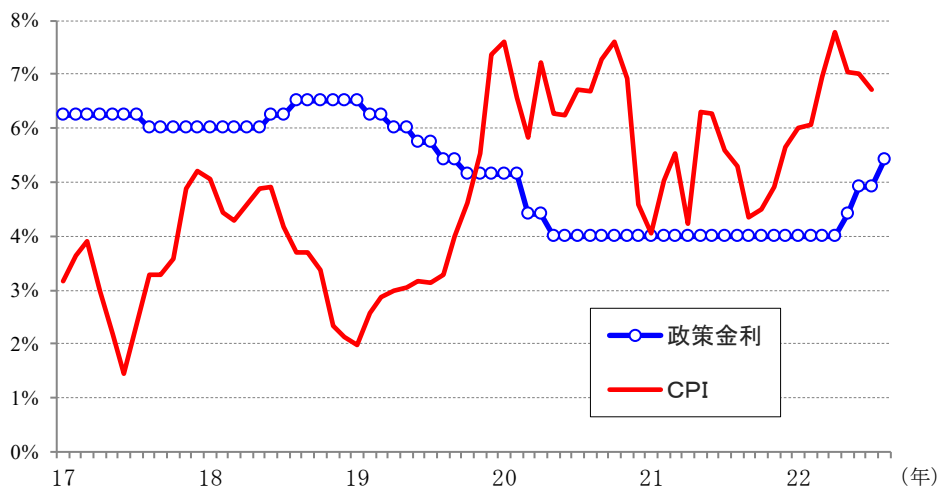
（注）上記GDP統計における年度は、4月1日から翌年3月31日まで

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%というレンジに設定されている。

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4%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。インフレが加速していたにもかかわらず、2020年に入ってコロナショックが発生したため、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、一旦は4%台まで低下したが、2022年1月からは、4か月連続で6%を上回り急上昇した。これを受けて、中銀は、2022年5月に40bpsの利上げに踏み切り、政策金利を4.4%とした。中銀は、高止まりするコモディティ価格などインフレリスク要因を挙げつつも、降雨が順調で農産物の豊作が期待できる点などインフレ緩和要因があることにも期待を示した。しかし、中銀は、6月の金融政策決定会合で、さらに50bpsの利上げを実施した。これは、インフレ率がターゲットの上限である6%を超える状態が当面続く恐れがあるとの判断から、インフレ抑制の姿勢を一段と強化したためと見られる。中銀は、8月の金融政策決定会合でも50bpsの利上げを決め、3会合連続の利上げとなった。この利上げについて、中銀は、米ドル高で新興国からの資金流出の危惧が高まっていることに対応するとともに、経済成長を安定的に持続するため、インフレ率をターゲットレンジ内に抑える必要があると説明している。今後、利上げが景気を下押しするリスクに注意が必要である。

図表 2. インドのインフレ率と政策金利の推移



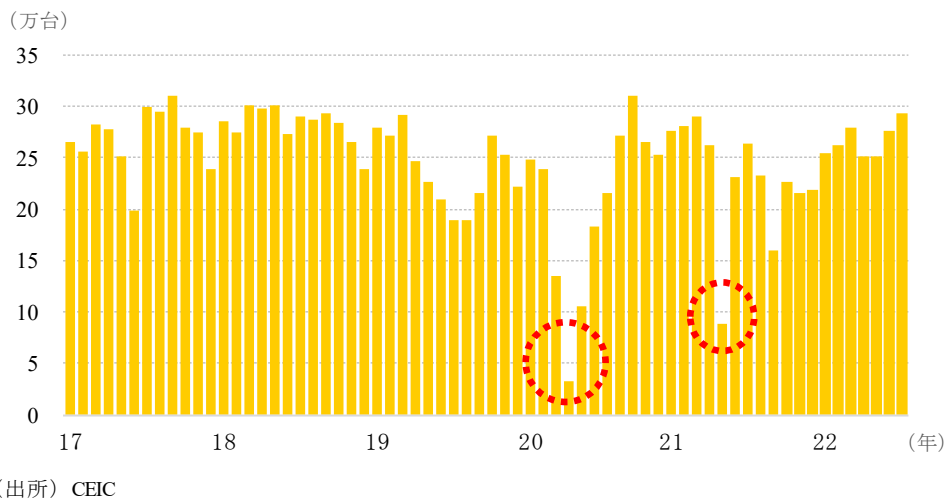
(出所) CEIC

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。耐久消費財需要の代表的なバロメーターである乗用車の月間販売台数は、コロナショックの直撃を受け、コロナ禍発生直後の2020年3月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、コロナウィルスの第2波の感染拡大が発生、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。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

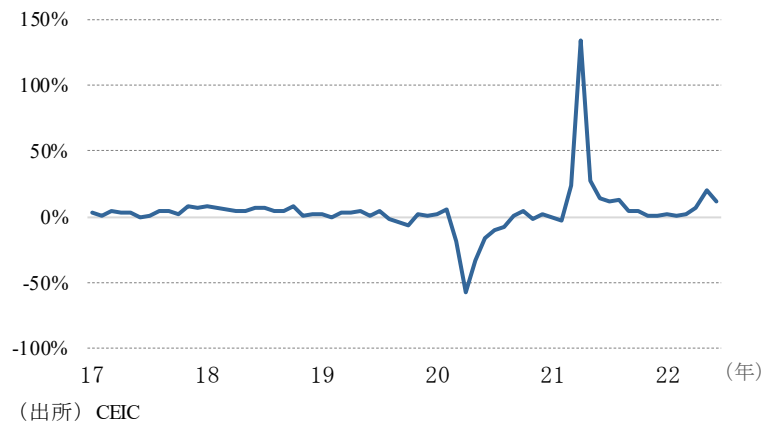
後の販売台数は、6月には20万台を超え、7月には25万台を超えるという急回復を見せ、今後の個人消費の盛り返しに期待が持てる状況となったが、9月には、半導体不足や原材料価格高騰の影響で、16万台へと減少した。2021年の祝祭シーズン（10～12月）の特需期にどれだけ販売を盛り返せるか期待されたが、20万台を少し超える程度にとどまった。2022年1～3月の販売台数は盛り返す兆候も見え、4月は若干減少したものの、足元の販売台数は再び増加している。ただ、インド中銀の金融政策決定会合における3回連続の利上げが、今後の販売動向にマイナス影響を与える可能性が高まっており、利上げによる個人消費下押しの動きには注意が必要だ。

図表 3. インドの乗用車月間販売台数の推移



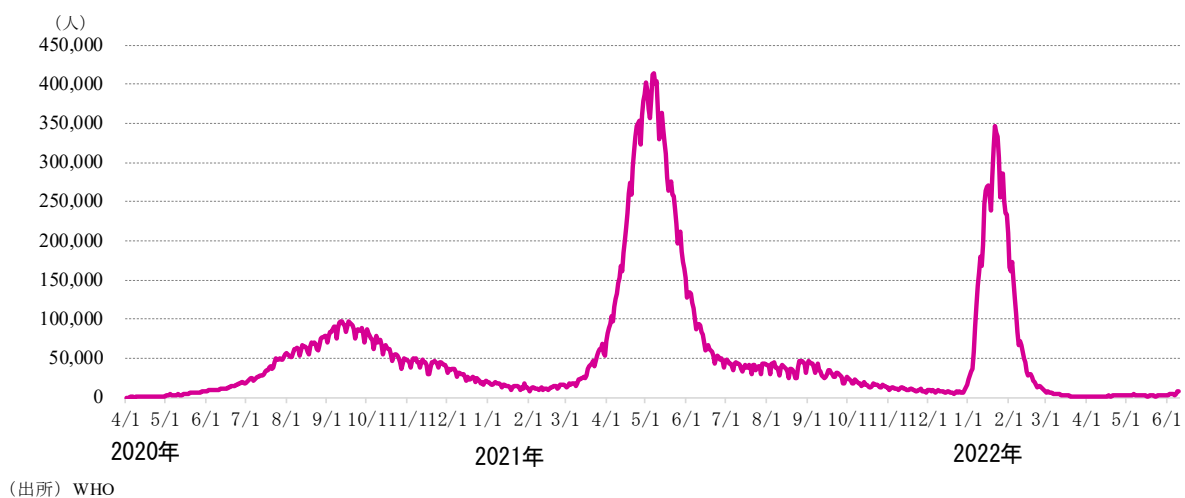
インドの工業生産指数の前年同月比伸び率は、コロナショック発生直後の2020年3月に▲18.7%とマイナスに転落、同年4月には▲57.3%という著しく大きなマイナスに陥った。これは、インド全土で実施されたロックダウンにより工業施設の大半が操業停止したためであった。しかし、同年5月末でロックダウンは終了し、工業施設の活動が順次再開されたことを受け、同年7月には、大部分の工業施設で生産活動が再開され、工業生産指数の伸び率は▲10.5%まで回復した。同年8月には、製造業の一部業種で伸び率がプラスになり、工業生産指数の伸び率は▲7.1%と前月よりもさらに回復、同年9月には同指数の伸び率が7ヵ月ぶりにプラス(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た。2022年に入っても、1～3月の工業生産指数の伸び率は3%以下で低調に推移していたが、4月には7%台となり、5月は19.6%と伸びが大きく加速、6月も12.3%と2桁台の伸び率となった。経済活動の正常化に伴う電力生産増加や日用品を中心とする工業製品の増産が、工業生産指数の伸び率加速の背景になっていると見られる。

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1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2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月に第3波の感染急拡大が起きた。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9月3日時点で67%と、世界平均(62.2%)を上回っており、接種完了のひとつの目安とされる70%まで届きそうな段階まで来ている。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

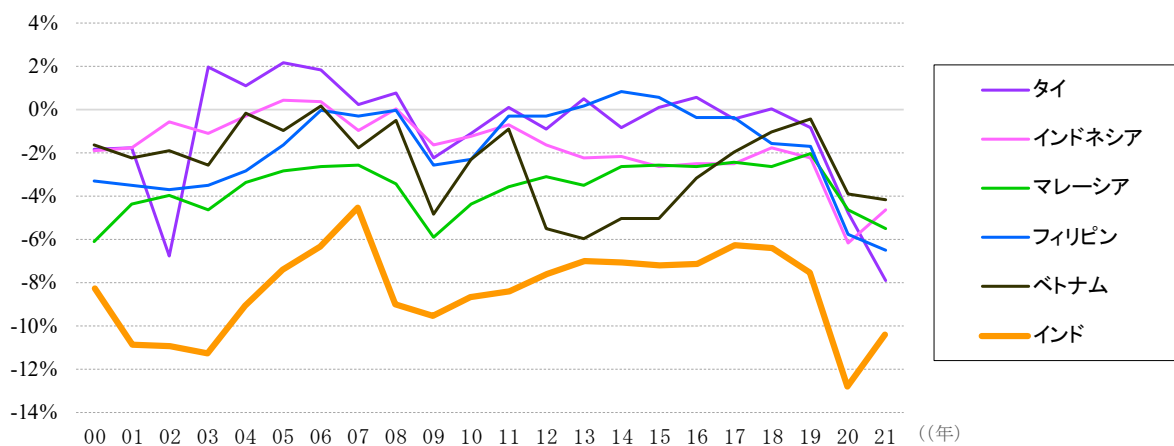


インド経済の抱える深刻な問題のひとつである慢性的な財政赤字は、コロナショックによる歳入減少や景気対策支出増加などのため、さらに拡大した。IMFのデータによると、インドの財政赤字は、2020年には17年ぶりにGDPの10%を超え、2021年は若干改善したが、依然として大幅赤字という

状況は変わっていない。

インドは、国民の大半が低所得層という事情もあって、そもそも税収が少なく、一方で、多数の貧困層を支援するため各種補助金などの政府支出は膨らみがちである。このような構造的な理由から、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、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、インフラ整備支出を捻出できず、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。このようにインド経済における大きなボトルネックである財政赤字が、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にとっての懸念要因となっている。コロナ禍で経済的打撃を受けた貧困層への財政支援拡充の必要性が指摘されている反面で、財政のサステナビリティ確保にも努めなければならないという二律背反的な難しい課題が、インド政府当局を悩ませることになりそうだ。

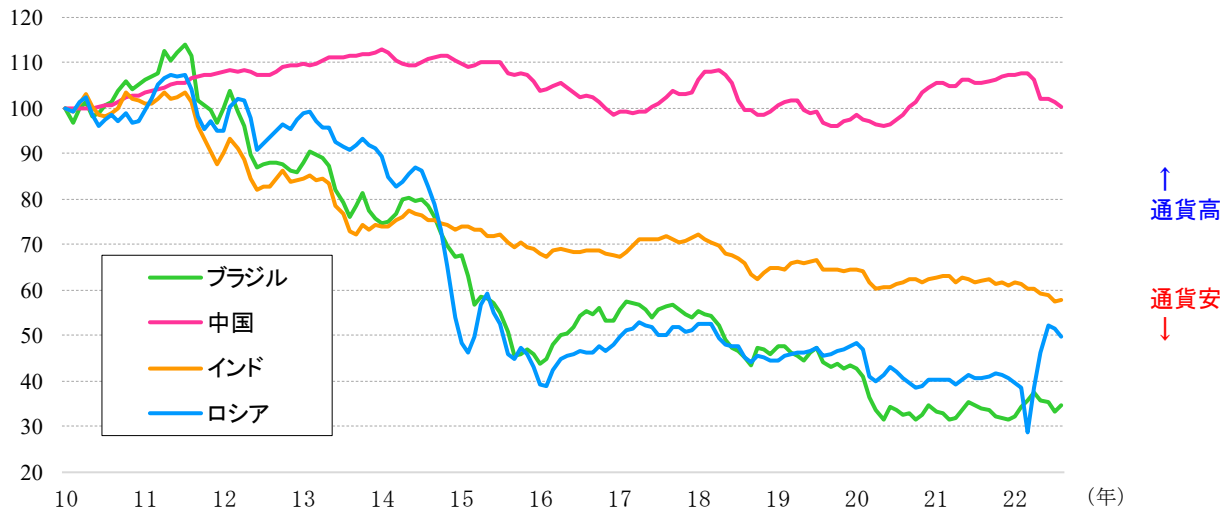
図表 6. 一般政府部門財政収支対 GDP 比率の推移



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

インドの通貨ルピーの対米ドル為替相場は、米 FRB によるインフレ抑制のための利上げや、ウクライナ戦争等によるコモディティ価格上昇の進展などを背景に、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・ルピーは比較的安定している。インドは、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、しかも、変異種デルタ株による甚大な感染被害を受けたことから考えて、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高騰が加速してインドの経常収支をさらに悪化させたり、米 FRB 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たりすれば、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一層加速させることに対して警戒が必要になるだろう。

図表 7. 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)



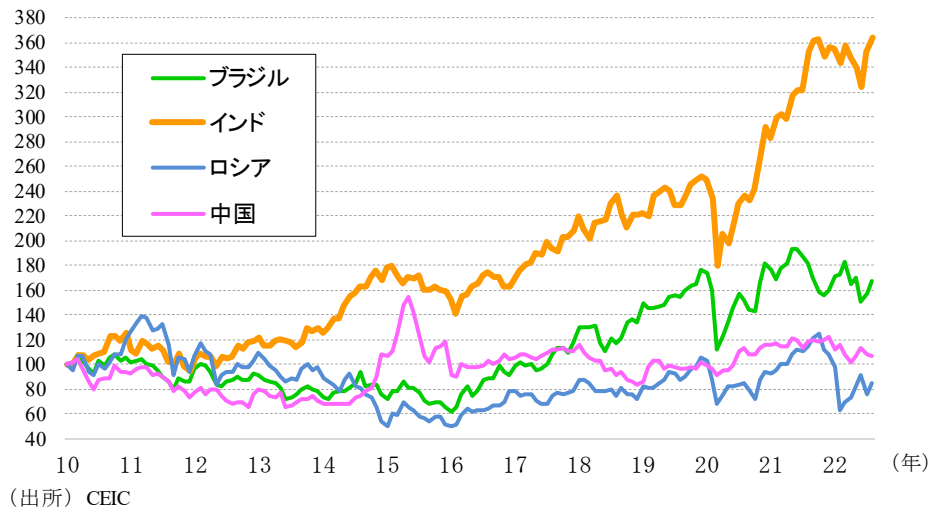
(出所) CEIC

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た。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。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。原油など一次産品の価格高騰でコスト上昇圧力が強まり、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た。また、エネルギー価格や各種コモディティ価格の高止まりで、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広まりつつある。こうしたことから、中期的なスパンで見れば、株価が上昇しにくい状況となっている。ただ、短期的には、原油価格の一時的な下落などを材料に若干値を戻す局面もあると見られる。

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可能性はあるだろう。ただ、ウクライナ戦争によるコモディティ価格高騰が企業収益を一層悪化させたり、欧米などでインフレ率上昇が加速してさらなる利上げを誘発したりすれば、インドを含む新興国の株価下落圧力が一段と高まるリスクがある点には要注意であろう。

図表 8. 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。