

2022年12月14日

## 経済レポート

## インドの経済動向(2022年7~9月期)

～ 経済成長率は前期よりも減速、原材料価格高騰と利上げで先行きに懸念 ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

- インドの2022年7~9月期(2022年度第2四半期)の経済成長率は、前年同期比6.3%と、2022年4~6月期(同13.5%)よりも大幅に減速した。今期の成長率減速は内需の鈍化が主因であった。内需鈍化は、原材料価格値上がりやインフレ対策としての中銀利上げによる影響と見られる。ただ、新興経済大国BRICsの2022年7~9月期の経済成長率を比較すると、インドが、中国(3.9%)、ロシア(▲4.0%)、ブラジル(3.0%)を上回っており、インド経済がBRICsの中では最も堅調であることが印象付けられた。
- 中銀は、2022年1月以降のインフレ率急上昇を受け、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%)を超える状況の長期化を警戒し、8月の金融政策決定会合でも50bpsの利上げを決め、9月の金融政策決定会合でも、米FRBの大幅な利上げに対応することを目的に50bpsの利上げを決めた。その後、12月の金融政策決定会合でもインフレ率を中長期的にターゲットレンジ内に収めるため、35bpsの利上げを決定し、5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、同年6月以降は急回復した。同年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もあって減少したが、その後回復した。2022年1~3月の販売台数は盛り返す兆候も見えたが、同年4月は若干減少し、その後再び増加したが足元では足踏み状態である。今後は、利上げによるマイナス影響が懸念される。
- 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。同年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。しかし、7~9月は伸び率が低下し、原材料価格高騰などを背景とする製造業の苦境が反映される形となった。
- 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。

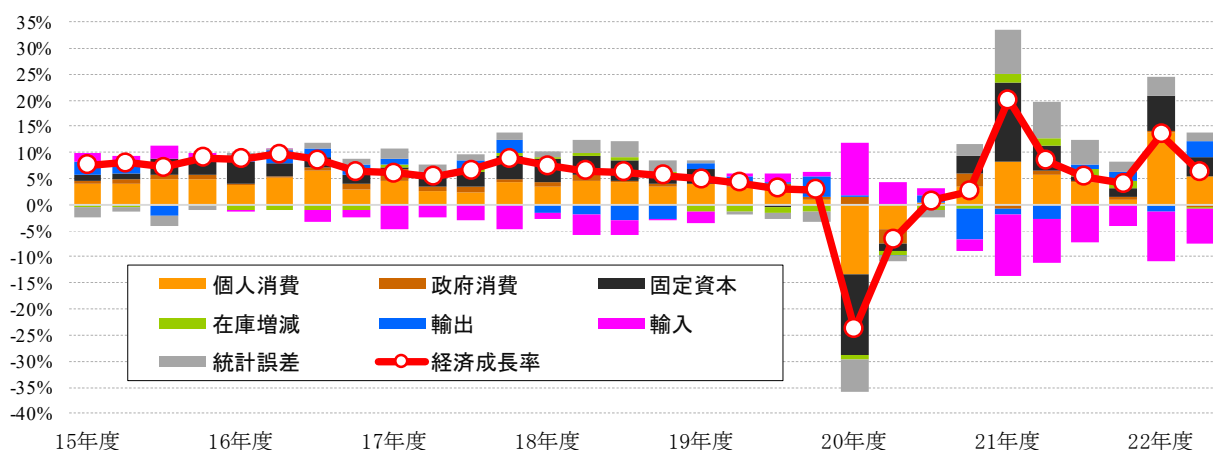
インドの2022年7~9月期（2022年度第2四半期）の経済成長率は、前年同期比6.3%と、2022年4~6月期（同13.5%）よりも大きく減速した。需要項目別に見ると、今期の成長率減速は、個人消費と投資（固定資本形成）という内需の二本柱の鈍化が大きく影響したことが読み取れる。内需の鈍化は、原材料価格の値上がりやインフレ対策としての中銀利上げが影響したものと見られている。

ただ、新興経済大国 BRICs の2022年7~9月期の経済成長率を比較してみると、インドが、中国（3.9%）、ロシア（▲4.0%）、ブラジル（3.0%）を上回っており、インド経済が BRICs の中では最も堅調であることが印象付けられた。

一方、インドの今期の成長率減速については、テクニカルな要因についても考慮する必要がある。すなわち、2022年4~6月期は、デルタ株感染拡大で行動制限が実施された2021年4~6月期からの回復という事情から見かけ上伸び率が高くなったのだが、そうした要因が今期は剥落したのである。なお、行動制限が実施された2021年4~6月期の成長率が高いのは、前年の2020年4~6月期がインド全土のロックダウンによって経済活動が著しく落ち込んだため、ロックダウンがなくなったことによる見かけ上の経済成長率押し上げ効果が大きかったからである。

今期の産業部門別の成長率を見ると、製造業が4.3%と低い伸びであったが、商業・ホテル・運輸・通信が14.7%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。一方、原材料価格高騰などによって製造業が低迷していることに対しては、市場で懸念が高まっている。今後の景気については、ダウンサイドリスクに注意する必要があるようだ。インド中銀は、利上げモードを維持しており、今後、金利高止まり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、コモディティ価格上昇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おり、景気が堅調さを持続できるかどうかは不透明な状況である。

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

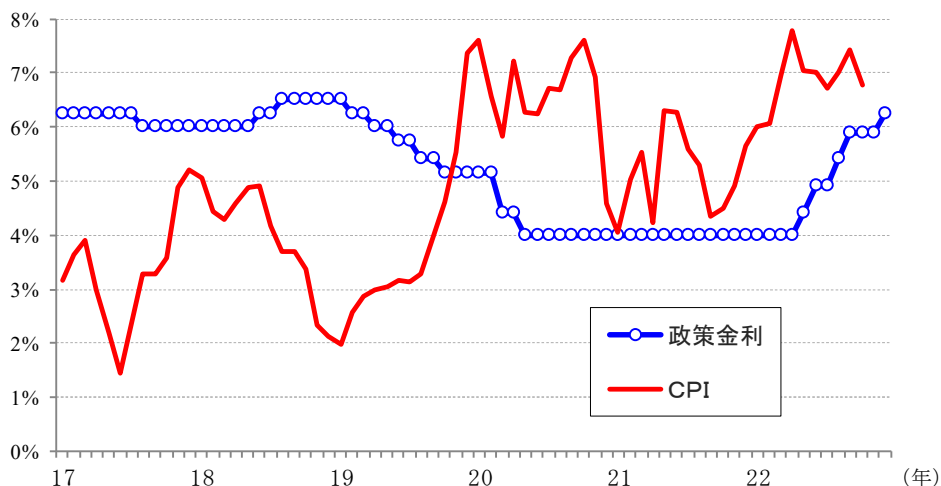
インドでは、2016年5月の中銀法改正によって、中銀の金融政策はインフレターゲット制が基軸となり、金融政策の主目的が物価の安定であることが明確化された。それ以降、インフレ目標は、前年同月比CPI上昇率4%±2%というレンジに設定されている。

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。

インフレが加速する中、2020年に入って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、景気回復支援に取り組む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、6%を上回る状態が続いている。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ことなどを目的に50bpsの利上げを決め、9月の金融政策決定会合でも、米FRBの大幅な利上げに対応することを目的に50bpsの利上げを決めた。さらに、12月の金融政策決定会合でも、インフレ率を中長期的にターゲットレンジ内に収めるため、35bpsの利上げを決定し、5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が高まる可能性があること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



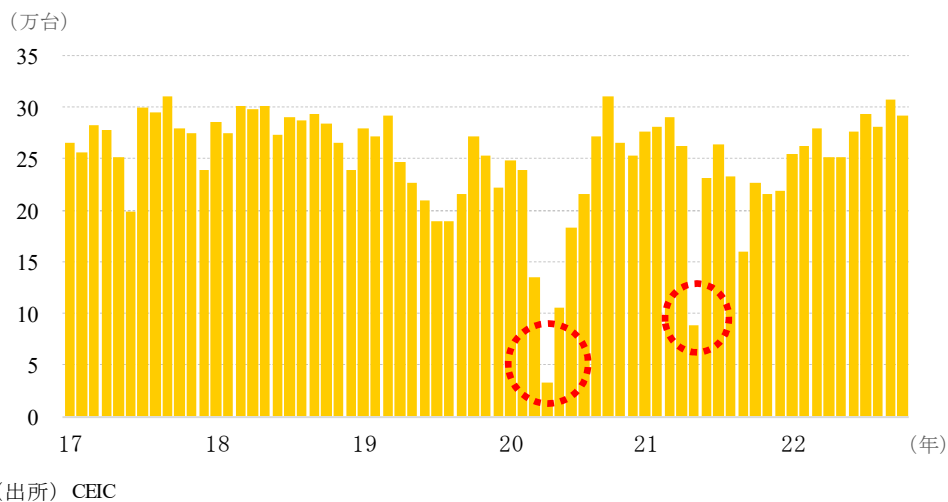
(出所) CEIC

インドの個人消費はコロナ禍のために大打撃を受け、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販売はコロナショックで激減する事態に陥った。乗用車月間販売台数は、2020年3月にコロナショック発生により大幅な落ち込みとなり、同年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、同年月以降は、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、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たが、4月は若干減少し、その後は再び増加したが、足元では足踏み状態である。今後については、インド中銀の金融政策決定会合における5回連続の利上げが、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、同年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に寄与したと見られる。しかし、7~9月は伸び率が低下し、原材料価格高騰などを背景とする製造業の苦境が反映される形となった。

図表 4. インドの工業生産指数伸び率（前年同月比）の推移

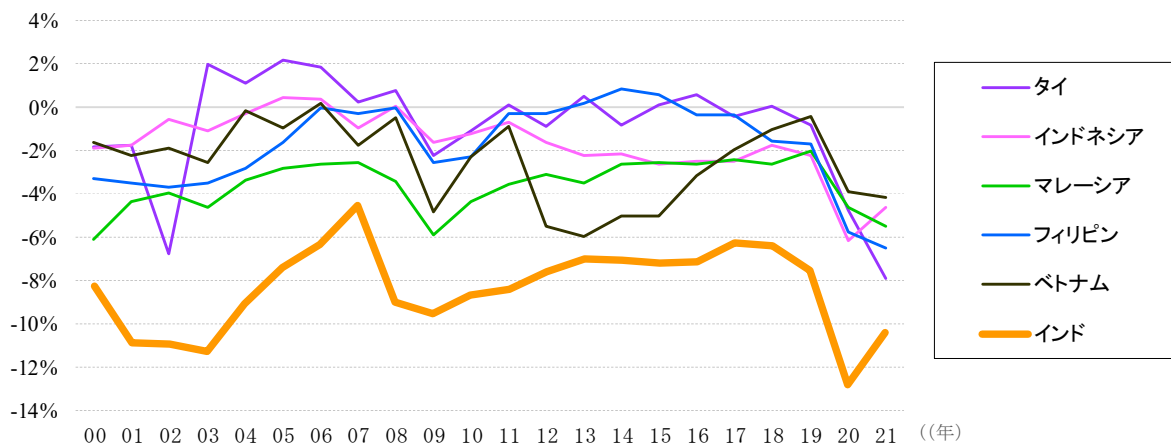


インド経済の抱える深刻な問題のひとつである慢性的な財政赤字は、コロナショックによる歳入減少や景気対策支出増加などのためさらに拡大した。IMFのデータによると、インドの財政赤字は、2020年には17年ぶりにGDPの10%を超えており、2021年は若干改善したが、依然として大幅赤字という状況は変わっていない。

インドは、国民の大半が低所得層という事情もあって、税収を増やすのが難しく、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をもたらす一因となっていた。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にとっての懸念要因となっている。今後、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。

インドでは、2024年に総選挙が実施される予定であり、政権与党は選挙前年に拡張的な財政運営に走りがちであることから、財政再建をやるなら2022年までというのが一般的に考えられるシナリオであった。しかし、コロナ対策支出を増額せざるを得なかったため2022年までに財政改革というシナリオは実現できなかった。これが、今後のインド経済に負の影響を与える可能性については注意を要するだろう。

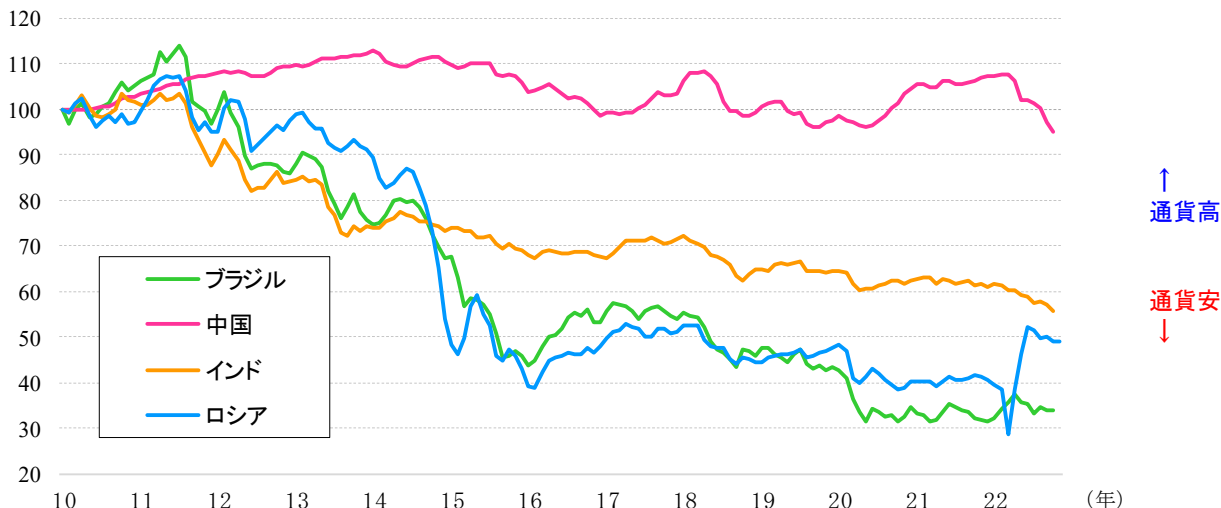
図表 5. 一般政府部門財政収支対 GDP 比率の推移



(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中長期的なトレンドで見ると、インド・ルピーは比較的安定している。特に、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・ルピーの安定感が目立っている。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インドの経常収支をさらに悪化させたり、欧米で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警戒が必要になる。

図表 6. 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）



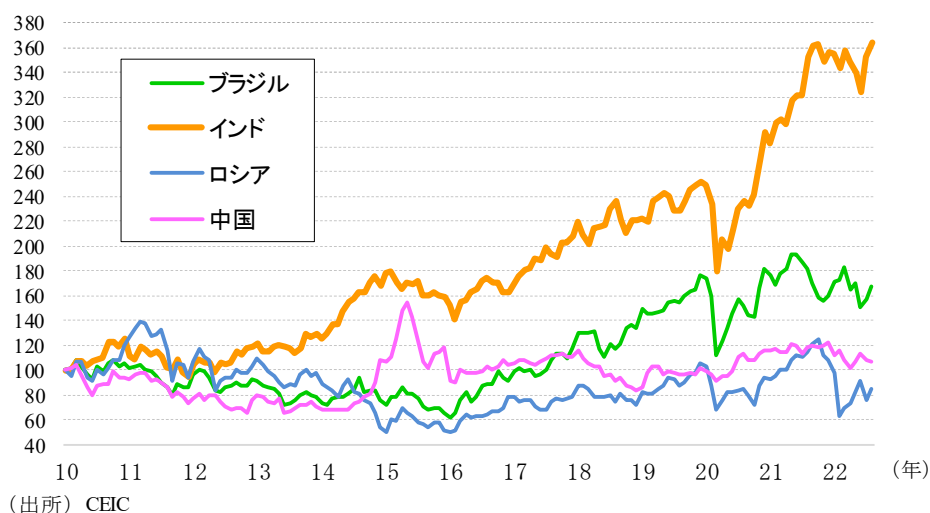
(出所) CEIC

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、モディ政権の自由化・成長志向の経済政策がインド経済の成長を後押しすると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。しかし、2022年6月以降は、原油価格下落などを好感した買いが増えた影響で、株価は上昇傾向となった。BRICs諸国の現状を見ると、ロシアはウクライナ侵攻作戦が泥沼化したうえ欧米による制裁の影響で経済的な苦境が深まっており、また、中国はゼロコロナ政策による経済活動停滞で景気が失速状態に陥っており、さらに、ブラジルは大統領選挙で左派のルーラ元大統領が勝利したことで財政規律低下などによる経済状況悪化への懸念が広まるなど、インド以外の国々では経済が混迷状態に陥っており、株価も弱含んでいる。こうした状況から、投資家の「やはりインドしかない」とのセンチメントが高まり、投資資金がインドへシフトする可能性も出てきている。

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公算が高いと言えよう。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、世界各国でのインフレ率上昇が加速してさらなる利上げを誘発すれば、インドを含む新興国の株価への逆風となり下落圧力が一段と高まるリスクがある点には注意が必要であろう。

図表 7. 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。