

2023年3月15日

## 経済レポート

## インドの経済動向(2022年10~12月期)

～ 原材料価格高騰と利上げの影響で、成長率は前期よりも減速 ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

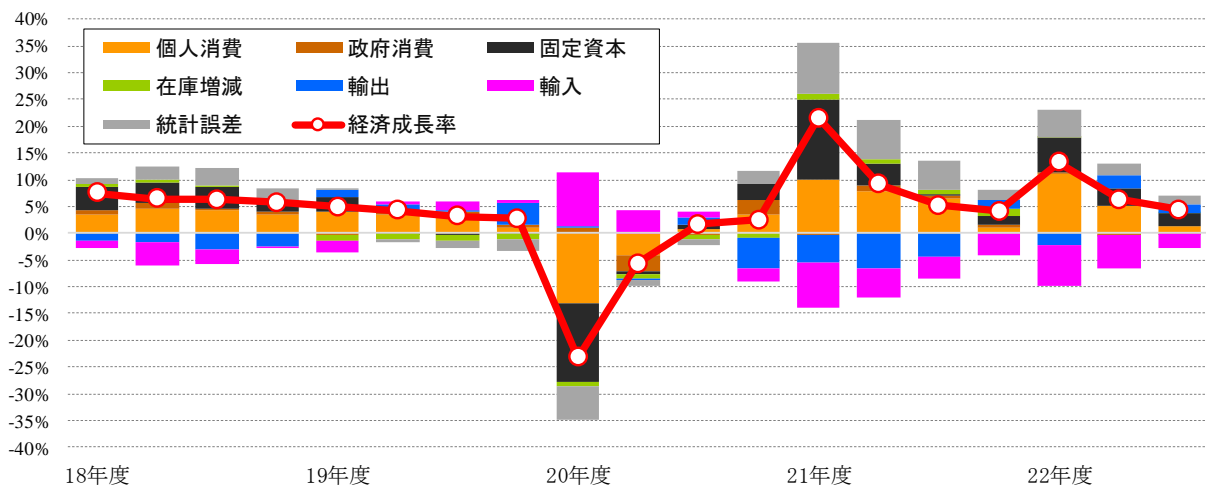
- インドの2022年10~12月期(2022年度第3四半期)の経済成長率は、前年同期比4.4%と、2022年7~9月期(同6.3%)よりも減速した。今期の成長率減速は個人消費の鈍化が主因であった。原材料価格上昇やインフレ対策としての中銀利上げによる影響で、コロナ禍からの回復の勢いが鈍ったものと見られる。ただ、主要な新興経済大国の2022年10~12月期の経済成長率を比較すると、インドが、中国(2.9%)、ブラジル(1.9%)を上回っており、インド経済の堅調さが印象付けられた。
- 中銀は、2022年1月以降のインフレ率急上昇を受け、5月に40bpsの利上げを実施し、さらに、6月にも50bps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月と9月の金融政策決定会合でも、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、35bpsの利上げを決定し、2023年2月にも25bpsの利上げを決めた。ただ、足元でインフレ率上昇に鈍化の兆しが見られるため、今後、利上げモードが終焉に向かう可能性も出てきた。
- 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、利上げによる影響などもあって低調に推移している。
- 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、その後急回復した。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、10月以降は一進一退であり、原材料価格高騰などによる製造業の停滞感が示される形となった。
- 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、欧米での利上げモードが長引けば、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10~12月期(2022年度第3四半期)の経済成長率は、前年同期比4.4%と、2022年7~9月期(同6.3%)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、特に個人消費の鈍化が大きく影響したことが読み取れる。これについては、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などにより、コロナ禍で抑圧されていた需要の拡大(いわゆるpent-upデマンド)の勢いが鈍ってしまったことが影響したと見られる。ただ、2022年10~12月期の経済成長率をみると、インドは中国(2.9%)やブラジル(1.9%)を上回っており、新興経済大国の中でインドの経済の底堅さが印象付けられた。インド統計・計画実施省は、2022年度通年の経済成長率を7.0%と、前年度(9.1%)よりも鈍化するとの見通しを明らかにしている。

一方、今期の主要産業部門別の成長率を見ると、製造業だけがマイナス成長となっており、原材料価格高騰によって苦境に立たされている製造業の姿が浮き彫りになった形である。他方、サービス部門は、伸びが鈍化しているものの、マイナス成長にはなっておらず、インドの足元の景気回復がサービス部門主導であることが読み取れる。

今後については、海外景気の悪化で、インドの輸出と製造業がダメージを受けるとの懸念が浮上しており、そうしたダウンサイドリスクに注意する必要がある。ただ、足元では、インフレ率の上昇が一段落しピークアウトしそうな兆候が見えており、インド中銀による利上げが打ち止めとなる可能性も見えている。利上げモードが終焉ということになれば、それによって、今後、内需が上振れし、景気のさらなる減速が食い止められるというシナリオも期待できそうだ。

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

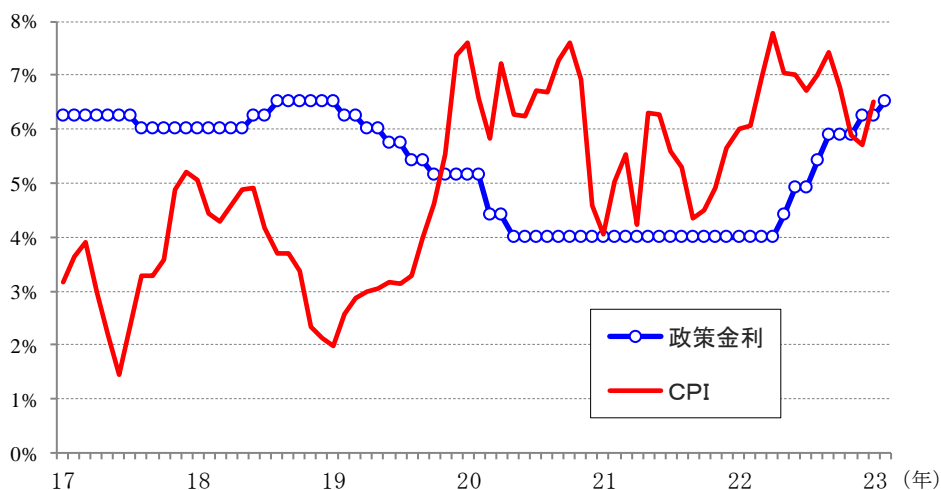
(注) 上記GDP統計における年度は、4月1日から翌年3月31日まで

インド金融政策は、2016年5月の中銀法改正によって、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。

インドでは、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か月連続で6%を上回る急上昇となった。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の利上げを決定した。インフレ率は、2022年11月と12月に2か月連続でターゲットレンジ上限の6%を下回り、インフレ圧力がピークアウトの兆しも見えた。しかし、中銀は、引き続き物価抑制措置の継続が必要だとして、2023年2月の金融政策決定会合でも、25bpsの利上げを決定した。

図表 2. インドのインフレ率と政策金利の推移



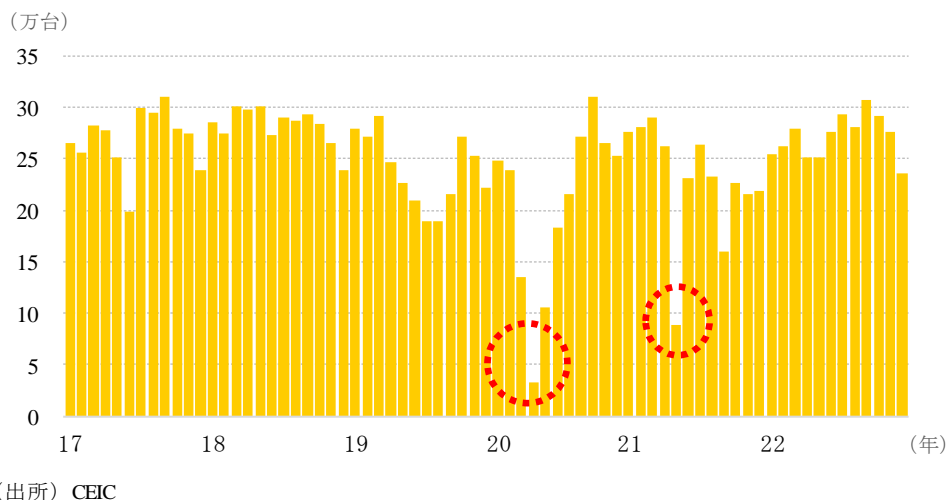
(出所) CEIC

コロナ禍のため、インドの個人消費は大きな打撃を受け、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台数を見ても、コロナショック直後に激減している。乗用車年間販売台数は、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、コロナウィルスの変異種 デルタ株による感染拡大が発生、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、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し、4月に若干減少したが、その後再び増加し、2022年通年ベースでは、379万台と過去最高を記録した。ただ、インド中銀の金融政策決定会合における相次ぐ利上げで、販売が足元で低調となっていることから、利上げによる個人消費下押しの可能性に対しては今後注意が必要だ。

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に寄与したと見られる。しかし、7~9月は伸び率が低下し、10月以降も一進一退であり、原材料価格高騰などを背景とする製造業の停滞感が示される形となった。

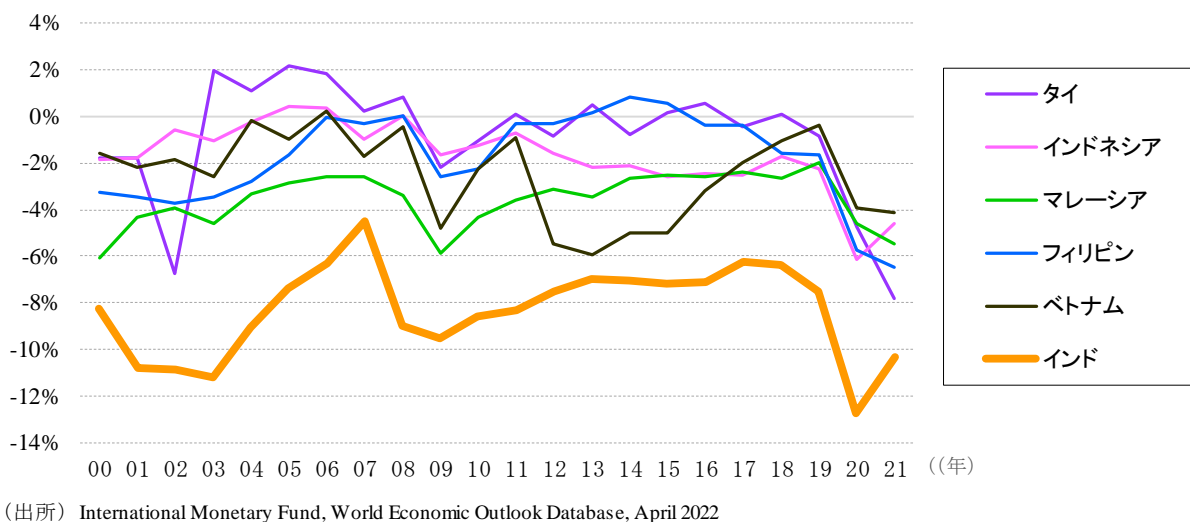
図表 4. インドの工業生産指数伸び率（前年同月比）の推移



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。

図表 5. 一般政府部門財政収支対 GDP 比率の推移



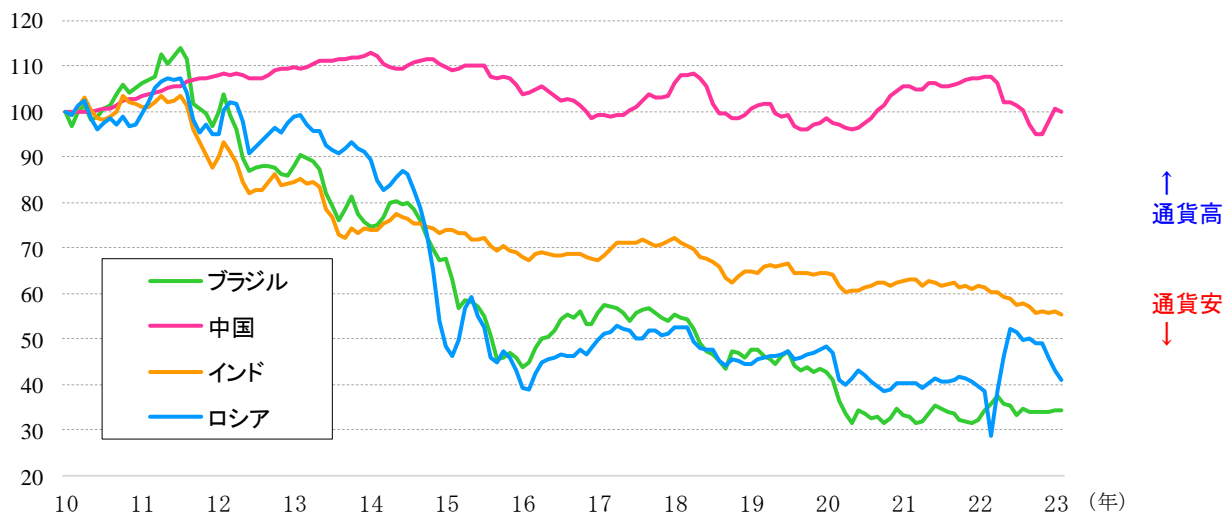
財政赤字が大規模かつ慢性化しているため、インド政府は、インフラ整備支出を捻出できず、それがインド経済の供給サイドの脆弱さをもたらす一因となっていた。また、大幅な財政赤字が慢性化していることは、インフレ圧力や経常赤字拡大圧力を高めるなど、健全なマクロ経済運営を妨げる要因にもなってきた。このようにインド経済にとって大きなボトルネックになってきた財政赤字が、コロナショックの影響でさらに拡大したことは、イ

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、選挙前年には政権与党が人気取りのため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年までだろうというのが一般的な見方だった。しかし、政府は、コロナ対策支出を増額せざるを得なかったため2022年に財政改革を実施することはできなかった。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する必要がある。

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

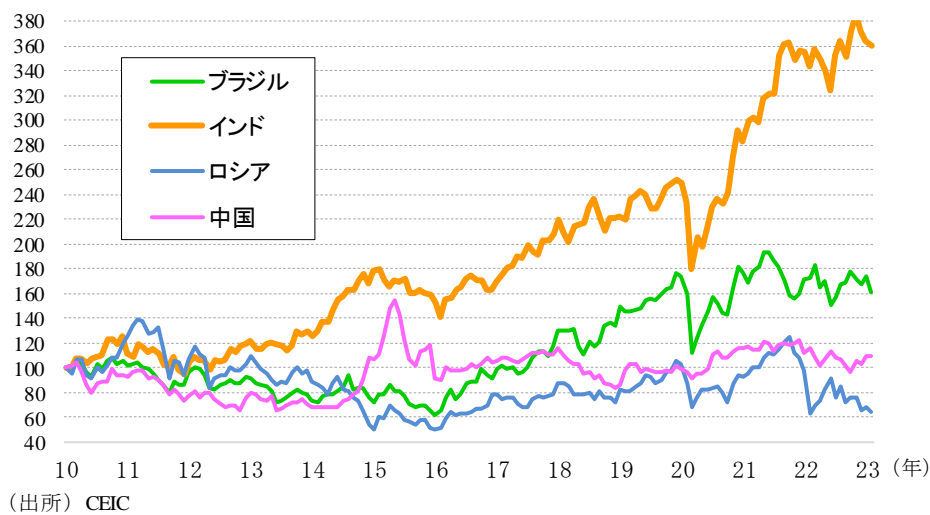
一方、インドの株価の動きを主要新興国の株価の動きと比較して見ると、2010年代は、インドがBRICsの中で「独り勝ち」状態であった。特に、モディ現首相の率いるインド人民党(BJP)政権が発足した2014年以降、モディ政権の自由化・成長を重視する経済政策に対する投資家の期待感が高まり、それがインドの株価の中長期的な上昇を支える形になってきた。

2020年代に入っても、インドの株価上昇率が抜きんでき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の感染拡大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による金利上昇への懸念が高まるなど、インド以外の国々では政治情勢の混迷状態が深まり、株価も弱含んでいる。こうした状況を背景に、投資資金が他の新興国からインドへシフトする可能性もあると見られる。

今後も、経済成長ポテンシャルの大きさを背景に、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見込まれる。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。