

経済レポート

インドの経済動向(2023年1~3月期)

～ 成長率は前期よりも加速、インフレ鎮静化で利上げ打ち止めの可能性 ～

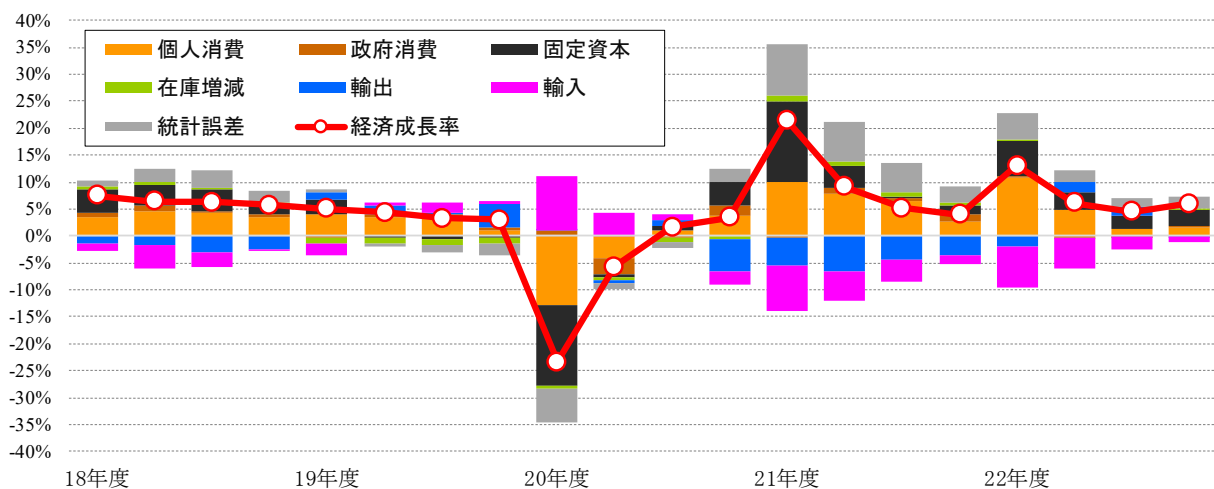
調査部 主任研究員 堀江 正人

- インドの2023年1~3月期(2022年度第4四半期)の経済成長率は、前年同期比6.1%と、2022年10~12月期(同4.5%)よりも加速し、予想外の堅調さが示された。個人消費は底堅く推移しており、今期は、特に、都市住民の所得増加が高額商品の販売増加につながったことなどで、前期よりも伸びがやや加速した。また、投資(固定資本形成)についても、今期は苦戦が予想されていたが、前期より伸びが加速しており、これが経済成長率加速に大きく寄与する形となった。
- 中銀は、2022年1月以降のインフレ率急上昇を受け、2022年5月と6月に利上げを実施し、その後、8月と9月の金融政策決定会合でも、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て利上げを決め、さらに12月の金融政策決定会合でも、利上げを実施した。2023年に入ると、2月に利上げを実施したが、6月の金融政策決定会合では、4月のインフレ率が17ヵ月ぶりに4%台まで低下したことなどを勘案して金利を据え置いており、利上げが打ち止めとなる可能性が見えてきた。
- 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。販売台数は、2022年4月に若干減少した後、盛り返し、2023年4月には、33万台と、7ヵ月ぶりに30万台を超えた。中銀の利上げモード終焉の兆しが見られることから、今後の販売増加に期待が持てる状況となってきた。
- インドのマクロ経済における大きな問題のひとつが、慢性的な経常赤字である。コロナショックによる輸入減で貿易赤字が減ったため、経常収支は2020年に黒字化した。しかし、2021年は、景気回復による輸入増のため経常収支は再び赤字化し、2022年は、コモディティ価格上昇で貿易赤字が増加したため経常赤字はさらに拡大した。インドは、財(モノ)の輸出は振るわないが、サービスの輸出は好調であり特に、ITをベースとする各種サービスのアウトソーシング受注であるIT-BPM(Business Process Management)輸出が、インドの貿易赤字をある程度オフセットするのに重要な役割を果たしている。
- 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、足元では史上最安値レベルで推移している。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を反映している。今後も、経済成長ポテンシャルの大きさを背景に、新興国株式市場をインド株がリードすると見込まれる。ただし、コモディティ価格高騰による企業収益悪化や、インフレ率上昇による利上げ、といった要因の沈静化が今後も続くことが前提である。

インドの2023年1~3月期(2022年度第4四半期)の経済成長率は、前年同期比6.1%と、2022年10~12月期(同4.5%)よりも加速し、また、事前のロイター予測(5.0%)を上回り、予想外の堅調さが示された。なお、2022年度通年ベースでのインドの経済成長率は、7.2%となり、中国やブラジルなど他の主要な新興国を大きく上回るペースで景気拡大が続いている。需要項目別に見ると、個人消費は底堅く推移しており、今期は、特に、都市住民の所得増加が高額商品の販売増加につながったことなどから、前期よりも伸びがやや加速した模様である。また、投資(固定資本形成)についても、今期は苦戦が予想されていたが前期より伸びが加速しており、これが経済成長率加速に大きく寄与する形となった。産業セクター別では、前期にマイナス成長(▲1.4%)を記録した製造業が今期はプラス成長(4.5%)に復帰したのが注目される。全体としては、コロナ禍の期間中に封印されていた需要(ペントアップディマンド)の顕在化に加えて、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といったネガティブな要因が沈静化の方向に向かっていることが、インド経済の堅調さを支えているという構図になっている。

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ダウンサイドリスクとして浮上しており、注意する必要がある。ただ、足元では、インフレ率の上昇に一段落の兆候が見えており、インド中銀による利上げモード終焉の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、内需が上振れす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

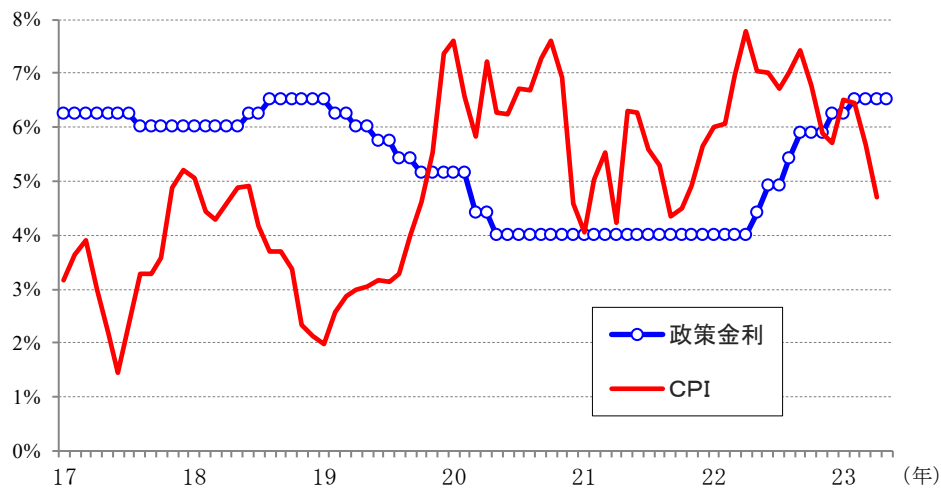
(注) 上記GDP統計における年度は、4月1日から翌年3月31日まで

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ヵ月連続で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ヵ月連続で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ヵ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する兆しも見えた。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25bpsの利上げを決定したが、6月の同会合では、4月のインフレ率が17ヵ月ぶりに4%台まで低下したことなどを勘案して金利を据え置いた。これによって、利上げが打ち止めとなる可能性が見えてきたと言える。

図表 2. インドのインフレ率と政策金利の推移



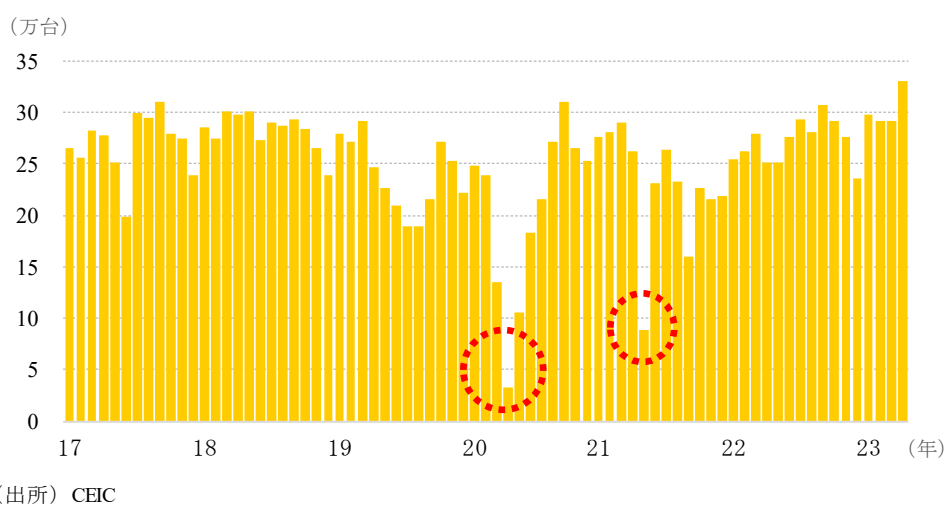
(出所) CEIC

コロナ禍のため、インドの個人消費は大きな打撃を受け、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もコロナショックの直撃を受けた。乗用車年間販売台数は、コロナショック発生直後の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、コロナウィルスのデルタ株による感染拡大が発生、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し、4月に若干減少したが、その後再び増加し、2023年4月には、33万台と、7ヵ月ぶりに30万台を超えた。中銀の利上げモードが終焉の兆しを見せていることから、今後の販売増加に期待が持てる状況となってきた。

図表 3. インドの乗用車月間販売台数の推移



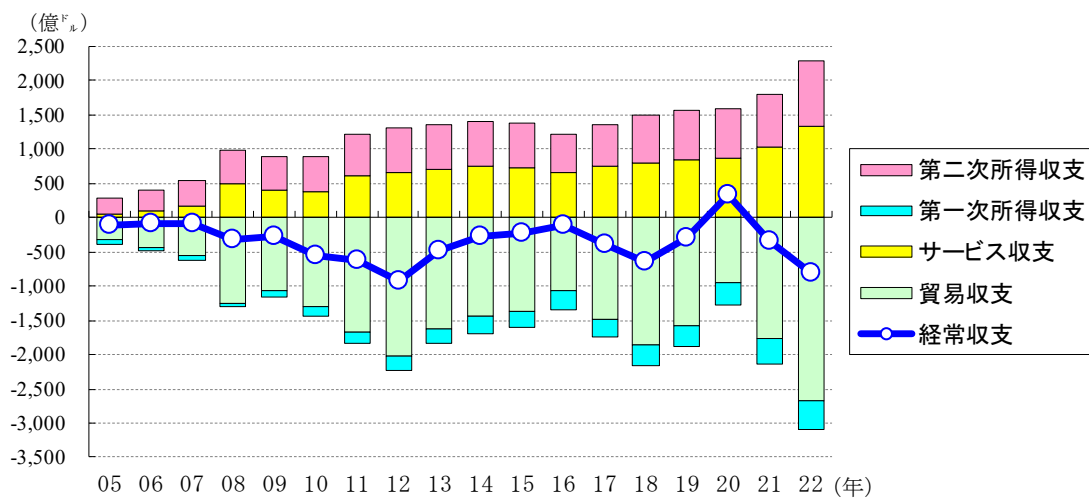
インドの工業生産指数の前年同月比伸び率は、コロナショック発生直後の2020年3月に▲18.7%とマイナスに転落、同年4月には▲57.3%という著しく大きなマイナスに陥った。これは、インド全土で実施されたロックダウンにより工業施設の大半が操業停止したためであった。しかし、同年5月末でロックダウンは終了し、工業施設の活動が順次再開されたことを受け、同年7月には、大部分の工業施設で生産活動が再開され、工業生産指数の伸び率は▲10.5%まで回復した。同年8月には、製造業の一部業種で伸び率がプラスになり、工業生産指数の伸び率は▲7.1%と前月よりもさらに回復、同年9月には同指数の伸び率が7ヵ月ぶりにプラス(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月以降は一進一退が続いたが、2023年3月の伸び率は1.1%と大きく鈍化した。

図表 4. インドの工業生産指数伸び率(前年同月比)の推移



インドのマクロ経済における大きな問題とされているのが、双子の赤字(財政赤字と経常赤字)である。このうち、経常収支は、2007年頃までは赤字規模は限定的だった。しかし、2010年以降、貿易赤字の急拡大を背景に、経常赤字が膨張した。貿易赤字拡大の理由については、国内消費増加や外国からの直接投資に伴う資本財輸入増加などに加え、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の本国送金が増加したため、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、大幅な貿易赤字をカバーすることができず、経常収支トータルでは赤字という構造が定着している。その経常収支が、2020年にはコロナショックによる輸入減で貿易赤字が急減したために、黒字化した。しかし、2021年は、景気が回復して輸入が増えたため、貿易赤字が増え経常収支は再び赤字化し、2022年は、コモディティ価格の上昇によって貿易赤字が増加したため、経常赤字はさらに拡大した。2022年の貿易赤字は、2005年以降で最大規模となった。こうした経常赤字の拡大は、ルピー安圧力や物価上昇圧力を高める恐れがあるため、注意を要する。

図表 5. インドの経常収支の推移



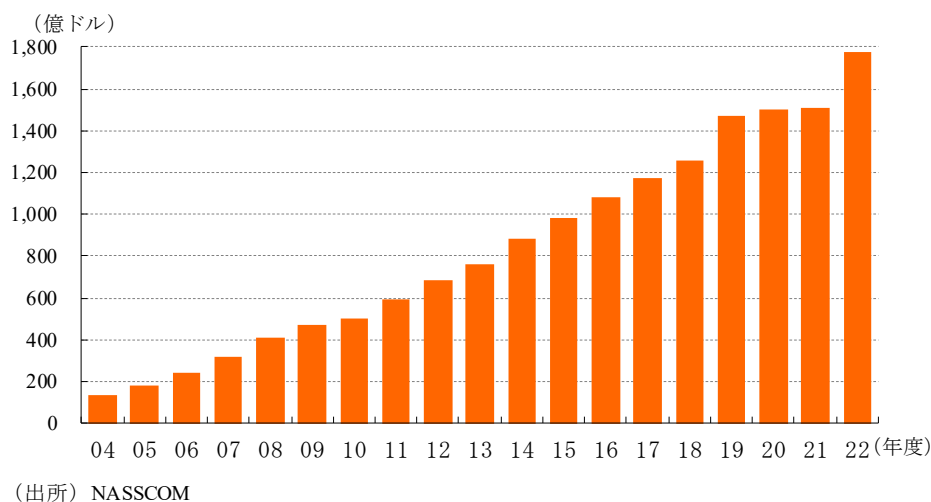
(出所) IMF, International Financial Statistics

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受注である IT-BPM (Business Process Management) 輸出においては、世界最大級の輸出国となった。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に歯止めをかけるという点で、重要な役割を果たしている。

インドの IT-BPM 輸出は、2004 年度から 2019 年度までの 15 年間で 11 倍に増加し、その後、やや頭打ちとなったが、2022 年度は再び大きく増加した。

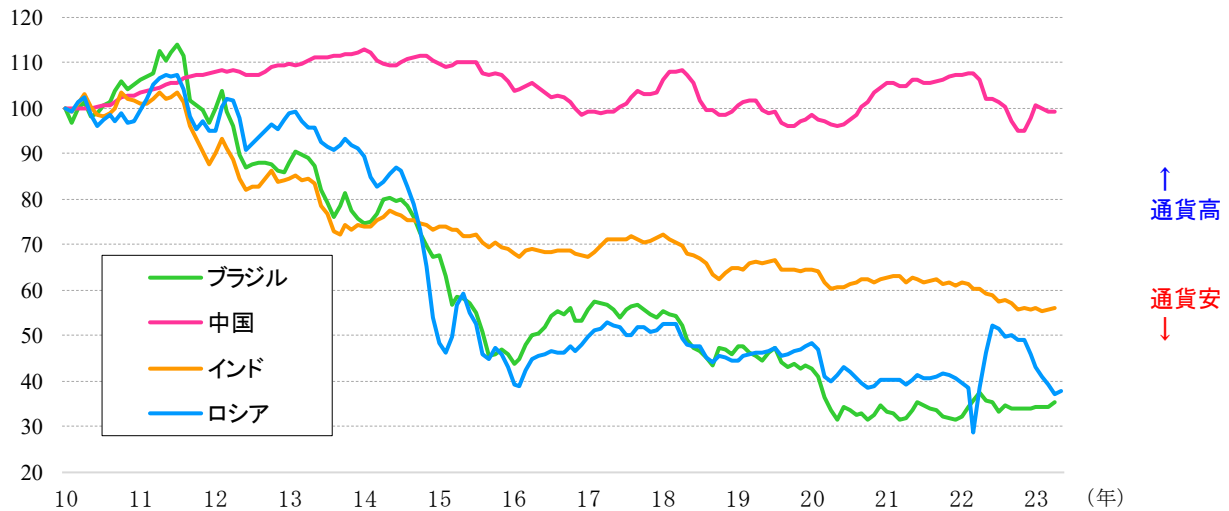
インドの IT ソフトウェア業界は、かつては、コンピューター・プログラムのデバッグなど付加価値の低い業務の低コスト受注をメインにしていたが、近年は業務内容が大幅に多様化・高度化しており、金融・保険向けサービスからクラウド・コンピューティングや AI 関連に至るまで新しい受注分野を開拓してきた。今後も、全世界的なデジタル・トランスフォーメーション (DX) の加速や、ブロックチェーン技術に関連する業務の需要増加などによって、ビジネスを拡大できそうであり、インドにおける有望産業の代表格であり続けるだろう。ただ、インドの輸出向け IT-BPM 部門の雇用規模は 500 万人を下回ると見られ、この部門だけによってインド全体の所得水準底上げを実現するのは無理であることも事実である。

図表 6. インドの IT-BPM 輸出の推移



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、足元では史上最安値水準で変動している。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、ウクライナ危機の長期化などで各種コモディティ価格が再び騰勢を強めたり、欧米でインフレ抑止のための金融引き締めが長期化したりすれば、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つながるため、警戒が必要になるだろう。

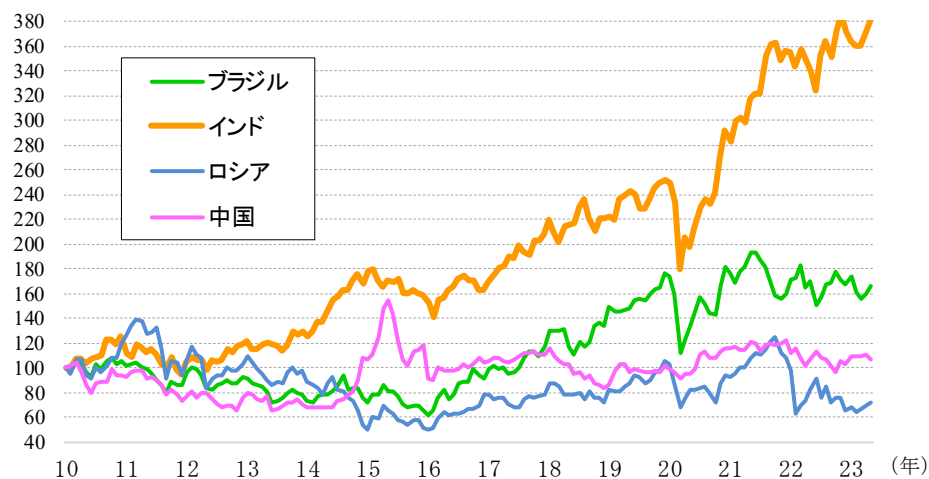
図表 7. BRICs 各国通貨の対米ドル為替相場の推移(2010年1月=100として指数表示)



(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、モディ政権の経済自由化・成長を重視する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。

図表 8. BRICs 各国株価の推移(2010年1月=100として指数表示)



(出所) CEIC

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って経済活動が停滞状態に陥っており、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経済情勢の不透明感が強まり、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。ただし、そのためには、コモディティ価格高騰による企業収益悪化や、インフレ率上昇による利上げ、といった要因の沈静化が今後も続いていくことが前提となる。

以上

— ご利用に際して —

- 本資料は、執筆時点で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さまの決定、行為、およ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、お客さま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。