

## 経済レポート

## インドの経済動向(2021年4~6月期)

### ～ コロナウィルス変異種デルタ株による感染拡大は一旦沈静化 ～

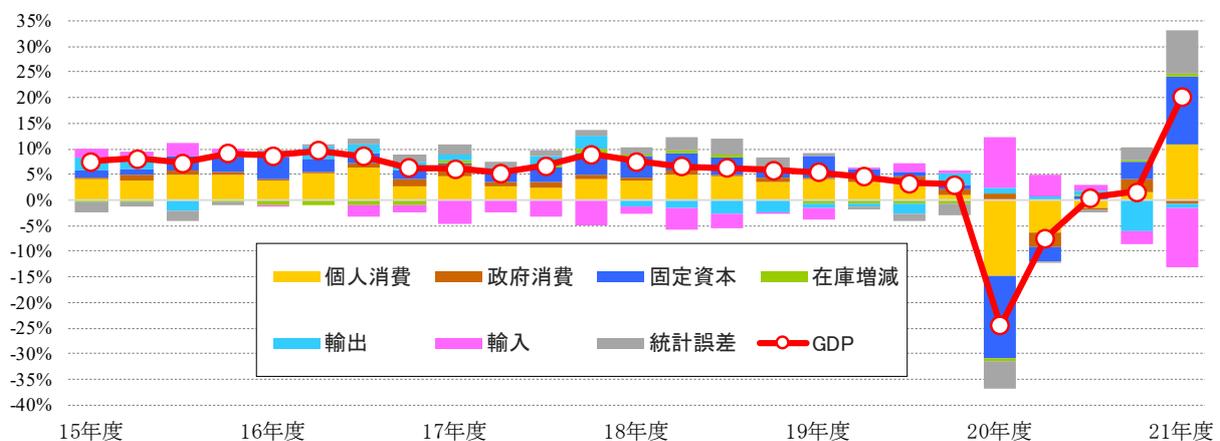
調査部 主任研究員 堀江 正人

- インドの2021年4~6月期(2021年度第1四半期)の経済成長率は、前年同期比20.1%となり、2021年1~3月期(1.6%)よりも大幅に加速した。成長を支えたのは、個人消費と投資という内需の二本柱であった。ただし、今期の高い成長率は、コロナショックで大幅に落ち込んだ前年同期と比較されて、見かけ上、成長率が高くなるというテクニカルな要因に負うところが大きい。
- インドにおけるコロナウィルス新規感染者数は、2020年6月頃から増加傾向となったが、2020年9月をピークに減少に向かい、その後、横這い状態となった。しかし、2021年3月から5月にかけて変異種デルタ株による第二波の感染増加が爆発的に拡大した。この感染拡大が、2021年4~6月期以降の景気に打撃を与える可能性が危惧されたが、感染拡大の勢いは、その後ひとまず弱まり、コロナウィルスの直接的な影響という意味での景気後退リスクは一旦低下した。
- 昨年春のコロナ禍発生を受け、中銀は、昨年3月と5月に利下げを実施し景気の下支えを図ったが、その後インフレ率が上昇しインフレターゲットの上限である6%を超える状態が続いた。2021年7月のインフレ率は5%台まで下がり、金融緩和の持続を狙う中銀にとっては、一息つける状況となった。
- 乗用車の月間販売台数は、コロナショックで、昨年4月に3万台まで激減したが、昨年夏以降持ち直し、昨年9月には31万台まで回復した。その後、今年5月には、コロナウィルスの第二波感染拡大の影響で8.8万台へ急減したが、6月以降は20万台を超える水準まで急回復している。
- 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、昨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。今年4月には、昨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。
- 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。大規模な財政赤字の慢性化は、インフレ圧力や経常赤字拡大圧力を高め、健全なマクロ経済運営を妨げ、インド経済の大きなボトルネックになってきた。その財政赤字が、コロナショックの影響で拡大しており、インドの今後の経済成長を制約しかねない状況となっている。
- インド経済が、慢性的な財政赤字・経常赤字という「基礎疾患」を抱えているにも拘わらず、ルピーの為替相場は安定している。巨大市場であるインドには、成長ポテンシャルに魅かれて世界中から資金が流入し、資本純流入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、コロナ禍による大きな被害を受けたロシアやブラジルと同様、2020年3月に急落した。しかし、その後、インドの株価は、ロシアやブラジルを上回る勢いで急速に回復しており、過去最高値を更新しながら上昇し続けている。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たものと言えよう。ポスト・コロナ時代も、新興国株式市場の中で、インドは、成長市場として大きな存在感を示し続けそうである。

インドの2021年4~6月期（2021年度第1四半期）の経済成長率は、前年同期比20.1%と、2021年1~3月期よりも大幅に加速した。ただ、今期の高い成長率は、コロナショックで大きく落ち込んだ前年同期との比較によって、見かけ上、伸び率が大きく出してしまうというテクニカルな要因（いわゆる「発射台効果」）に影響されたものである。

インドでは、2021年3月にコロナウイルス変異種デルタ株による感染が増加し、4月以降は爆発的に拡大したが、これによって、2021年4~6月期の景気が後退しなかったのは、上記の「発射台効果」による影響が大きかったためと言えよう。需要項目別に見ると、今期の成長率を押し上げたのは、個人消費と投資（固定資本形成）という内需の二本柱に負うところが大きく、内需がこのまま回復軌道に乗れば、本格的な景気拡大が期待できそうな状況になってきた。

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

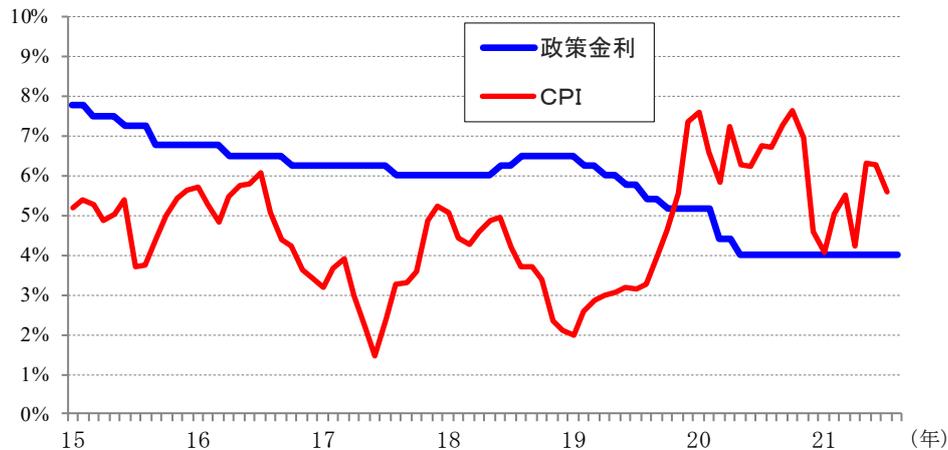
（注）上記GDP統計における年度は、4月1日から翌年3月31日まで

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インフレ率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か月連続で目標レンジの上限を超え、物価上昇圧力が高まったとの判断から、政策金利を25bps引上げ、同年8月には、政策金利をさらに25bps引上げた。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、景気回復支援に重点を置かざるを得なくな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%を超えたが、7月には5%台に低下した。中銀は、この先1年間の平均インフレ率が5%台に収まるものと予測しており、当面、政策金利を引き上げる可能性は低い。

図表 2. インドのインフレ率と政策金利の推移

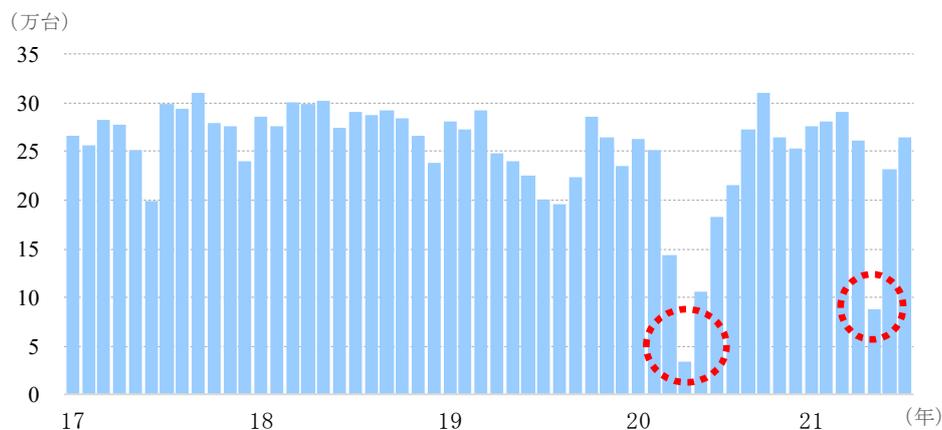


(出所) CEIC

コロナ禍のため、個人消費の代表的なバロメーターである乗用車の販売は大きな打撃を受けた。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、景気悪化に拍車をかけた。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、コロナウィルスの感染拡大が発生、4月には感染者数が爆発的に増加し、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。

図表 3. インドの乗用車月間販売台数の推移

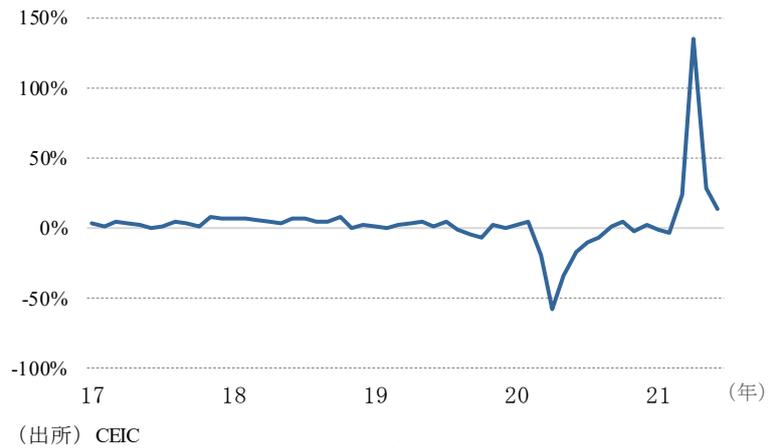


(出所) CEIC

生産面の指標を見ても、昨年夏以降、回復傾向が見られる。インドの工業生産指数の伸び率は、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 ヶ月ぶりにプラス (1.0%) となった。その後の伸びは一進一退であったが、今年 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、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。

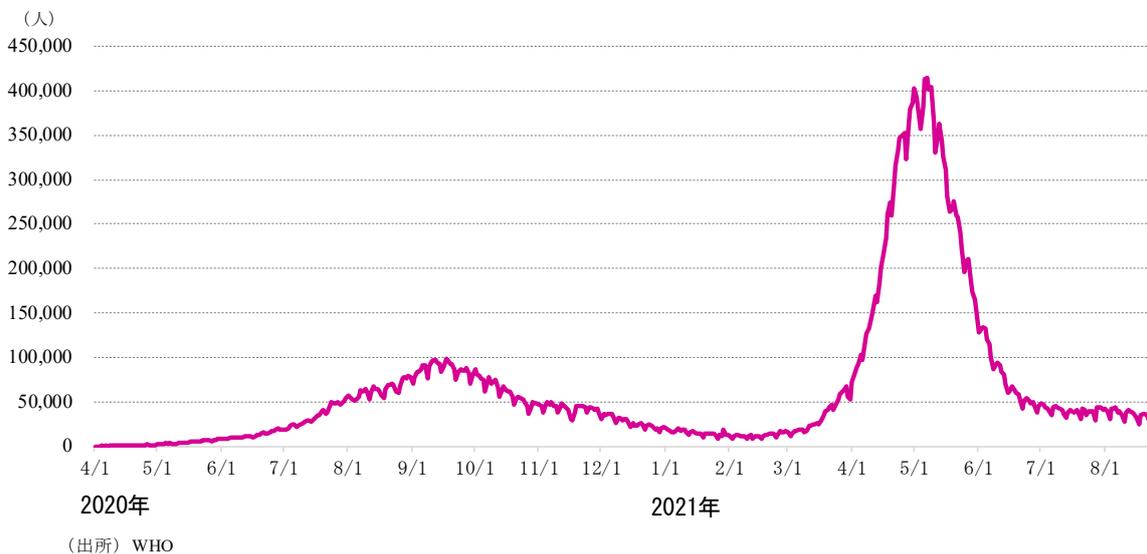
図表 4. インドの工業生産指数伸び率 (前年同月比) の推移



インドにおけるコロナウィルス新規感染者数は、2020 年 3~5 月のロックダウン期間中は抑え込まれていたが、ロックダウン終了後に増加し、その後、2020 年 9 月をピークに減少に転じていた。

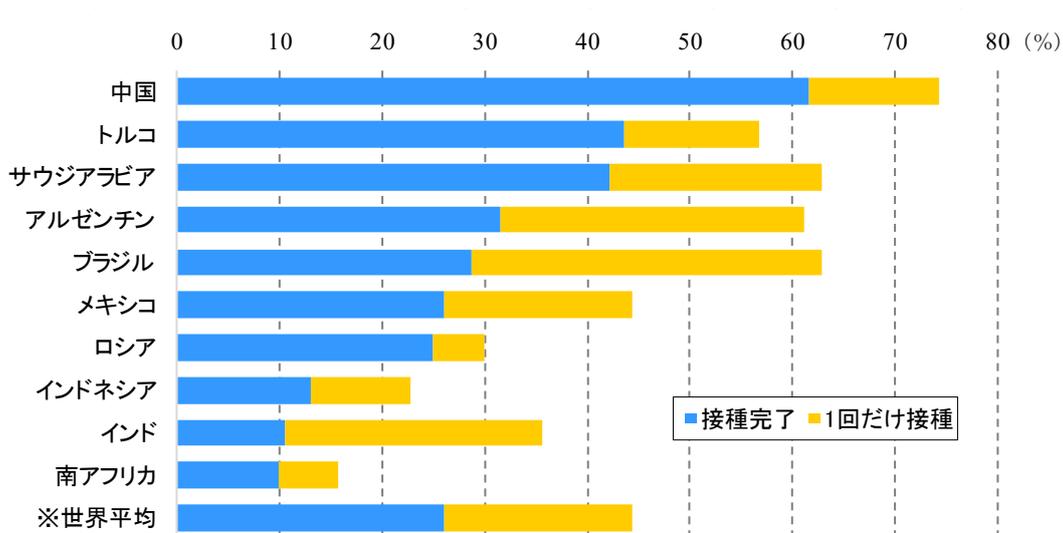
しかし、2021 年 3 月に変異種デルタ株による第二波の感染拡大が発生、4 月には感染者数が爆発的に増加し、5 月には 1 日当たり新規感染者数が 40 万人を超え、それまでの世界記録 (米国の 30 万人) を上回った。感染拡大を受けて、インド各地で、外出制限やオフィス・工場の閉鎖などが相次ぎ、経済活動は大幅な縮小を余儀なくされた。こうしたロックダウン措置によって、感染者数は足元で減少しているが、感染拡大とロックダウンによって、昨年夏以降回復を続けてきたインドの景気の先行きに対する不安感が高まっている。

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



インドのワクチン接種完了率は、足元で 10%程度と、G20 のメンバーに入っている主要新興国 10 カ国の中では、南アフリカと並んで最低レベルである。ただ、1 回だけ接種した人も加えた接種率で比較すると、インドは、インドネシアやロシアを上回っている。コロナウィルス感染被害を抑止するには、接種完了率を早急に引き上げることがカギとなるが、財政面で脆弱なインド政府が、14 億人もの国民に接種を実施するのは容易ではなく、その意味で、今後も、コロナウィルス感染再拡大というリスクを払拭できない状況が続きそうである。

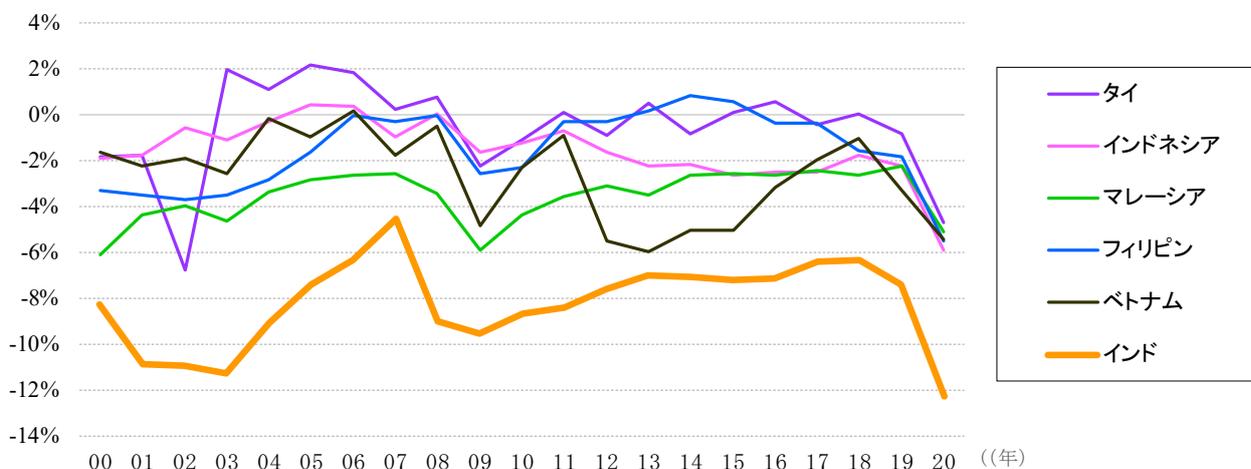
図表 6. 主要な新興国のワクチン接種率 (2021. 8. 31 時点)



(出所) Our World in Data

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、さらに拡大している。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%を超えた。

図表 7. アジア各国の財政収支対 GDP 比率の推移

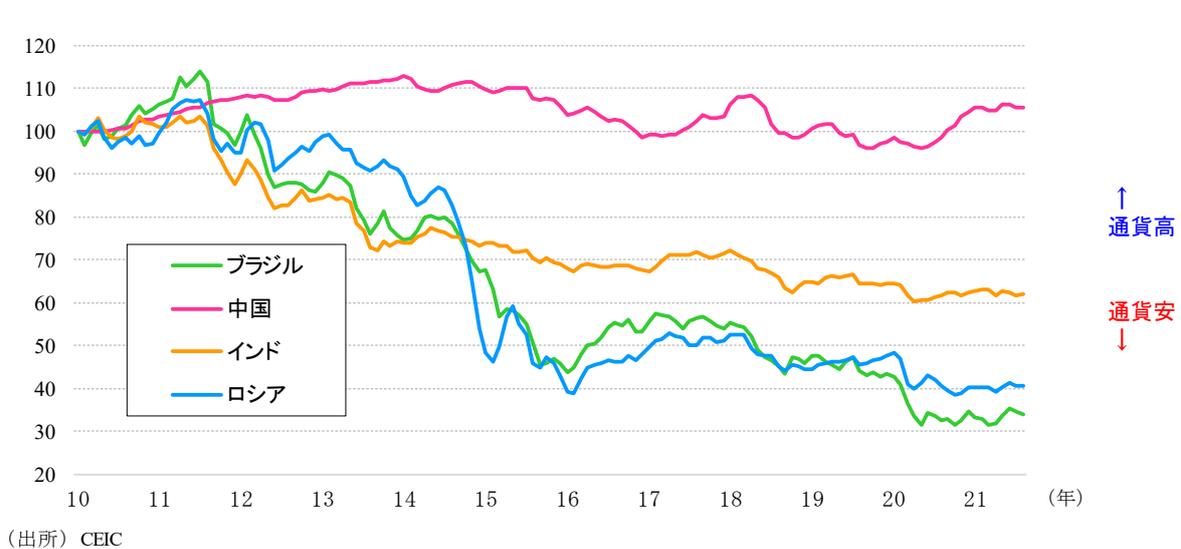


(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2021

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、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きた。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、インフラ整備を進められず、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で、インドの今後の経済成長が制約されかねない状況となっている。

上記のような財政面の脆弱さを抱えているにもかかわらず、インドの通貨ルピーの為替相場は、新興国の中では安定的に推移している。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、財政赤字と経常赤字の慢性化という「基礎疾患」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にも拘わらず、為替相場が安定しているのは、一見すると意外な感じも受ける。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いると言えるだろう。

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）

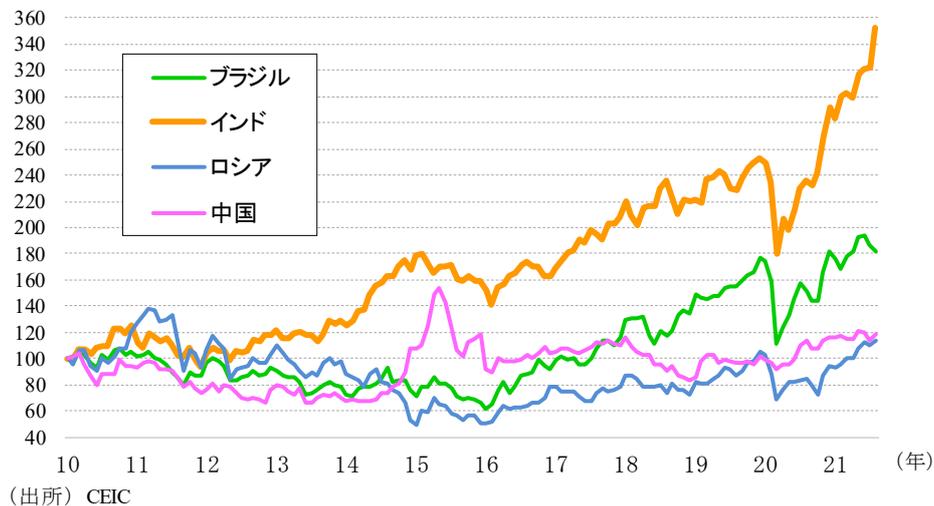


一方、株価の動きを見ると、2010年代は、インドが BRICs の中で「独り勝ち」状態であったが、2020年代に入っても、インドの株価上昇率の高さが飛び抜けている。これは、インドの今後の経済成長に対する投資家の期待感の高さが如実に表れたものと言えよう。モディ政権が発足した 2014 年以降、インドの株価の上昇に勢いがついており、経済自由化・成長を重視するモディ政権の経済政策がインド経済の成長を後押しするとの投資家の期待感が非常に強いことの現れと言えよう。

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。しかし、その後、インドの株価は、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。今後、コロナウィルスの新たな変異種による感染爆発が景気と企業業績を押し

下げ株価を下落させるというリスクも考えられるが、基本的シナリオとして、新興国株式市場では、ポスト・コロナ時代でも、インド株の力強さが際立つ状況が続きそうである。

図表 9. BRICs 各国株価指数の推移 (2010年1月=100)



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。