

## インド経済：コロナ早期封じ込めを断念し、共存しつつ景気回復を選択

インドでは、新型コロナウイルスに対する早期かつ厳格な感染防止策が奏功せず、貧困層の集団感染などを起点に感染が爆発的に拡大した。3月下旬に実施されたロックダウンの影響から、5月にかけて経済活動は大きく抑制。ロックダウンの段階的緩和が開始された6月以降も、景気低迷や雇用情勢の悪化による消費者と企業のマインドの冷え込みから、内需中心に景気回復の勢いは鈍い。新型コロナの感染収束が見通せるまでにはまだ数か月単位必要とみられ、財政逼迫の中で更なる大規模な景気浮揚策を実施することも難しいことから、内需がコロナ前の水準に戻るのには2020年冬頃になることが見込まれる。ただし、この間に米IT関連企業などの投資の動きも出てきており、デジタル関連を中心に産業の高度化に弾みがつく可能性がある。

## 新型コロナ対策：早期かつ厳格な感染防止策が奏功せず、景気回復に配慮した政策に舵

インドでは、4月頃から新型コロナウイルスの感染拡大が本格化したが、それに先んじて入国制限は勿論、全土ロックダウン措置<sup>1</sup>が開始されていた。ロックダウン措置は事実上の外出禁止令を意味する大変厳しいもので、オックスフォード大学がコロナ対策の厳格さを数値化した「厳格度指数」<sup>2</sup>をみても、右下図表に示される通り最大値の100ポイントとの評価。コロナ封じ込めに成功しつつあるベトナム等の他の新興アジア諸国に、対策の早さと厳しさで引けを取るものではなかった。

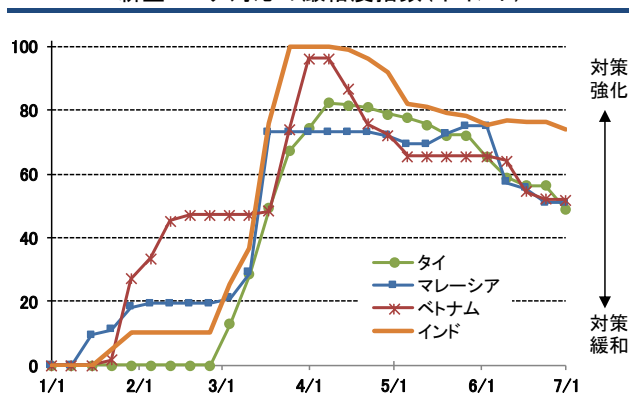
しかしながら、衛生環境が悪く、ソーシャルディスタンスも確保出来ない都市部の貧困層住居などで感染拡大を防ぐことが出来ず、出稼ぎ労働者の地方への移動などに伴って感染が全土に拡散した。その間、中小企業支援や雇用対策などを中心に景気対策<sup>3</sup>が実施されたものの、企業の経営状況の悪化と失業の急増など、景気の底割れと社会不安への懸念が高まった。そのため、感染拡大の収束が見通せない中で、厳格

新型コロナウイルス新規感染者数(人)



(出所)CEIC

新型コロナ対応の厳格度指数(ポイント)



(出所)University of Oxfordより伊藤忠総研作成

<sup>1</sup> 州ベースでは3月以降徐々に外出制限が実施。3月25日には、個人に対する事実上の外出禁止令となるロックダウン措置が全土で正式に開始。営業・生産活動も、人々の生活に必要な食料品や医薬品のみが維持された。

<sup>2</sup> 新型コロナ対策として、①学校の休校、②職場の閉鎖、③公共イベントの中止、④公共交通機関の停止、⑤国民への啓蒙活動、⑥国内の移動制限、⑦海外の渡航制限の7項目について、実施/不実施、義務/要請、全国/地域限定などによって0～100のスコアリング。7項目のスコアの平均値をとったものが厳格度指数となる。

<sup>3</sup> ①中小企業支援(約8兆円)、②出稼ぎ労働者・農家等支援(約4兆円)、③貧困層支援等(約3兆円)を中心に、総額30兆円(GDP比10%)の景気対策を実施。ただし、財政出動が伴うものはそのうち3兆円程度とみられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

度指数の低下が示す通り、4月半ばから段階的な農業・企業の生産活動再開や移動制限の緩和、6月からは段階的な商業施設の営業再開（インド政府は「ロックダウン段階的解除」と呼称）に踏み切ることとなった。

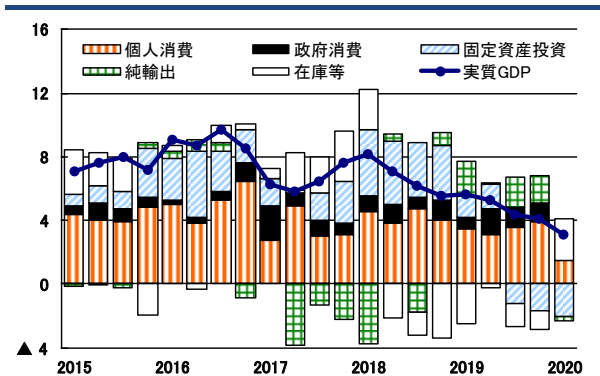
### 景気の現状: ロックダウンにより内需中心に減速、農業除く多くの産業が悪化

2020年1~3月期の実質GDP成長率は、3月下旬より実施されたロックダウンにより内需が抑制され、前年同期比+3.1%と前期（2019年10~12月期）の+4.1%から減速。リーマンショック後の2009年1~3月期以来の低い伸びとなった。

主な需要項目の動向をみると、個人の外出制限を受けて、個人消費（2019年10~12月期前年同期比+6.6%→2020年1~3月期+2.7%）が大幅に減速。企業の設備投資意欲の減退から、固定資産投資（▲5.2%→▲6.5%）も前年比でマイナス幅を広げるなど、民間内需の悪化が全体を大きく押し下げた。また、海外経済の落ち込みから、輸出（▲6.1%→▲8.5%）も一段と減少した。

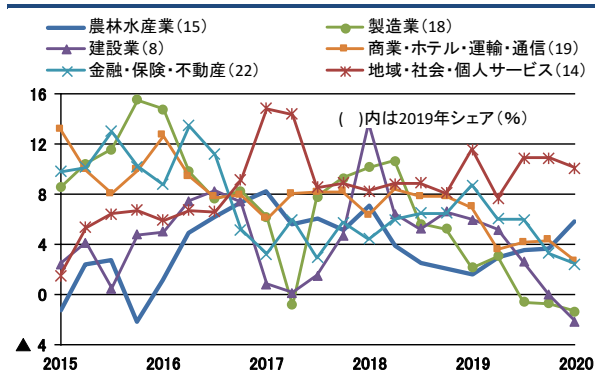
産業別では、天候改善に伴い収穫量が拡大した農林水産業（+3.6%→+5.9%）を除き、第2次産業、第3次産業のほぼ全ての業種が悪化した。特に、建設業（+0.0%→▲2.2%）は前年比マイナスに落ち込み、活動制限の悪影響が顕著に出る形となった。

実質GDP成長率（前年同期比、%）



(出所) Central Statistics Office (CEIC)

産業別実質GDP成長率（前年同期比、%）



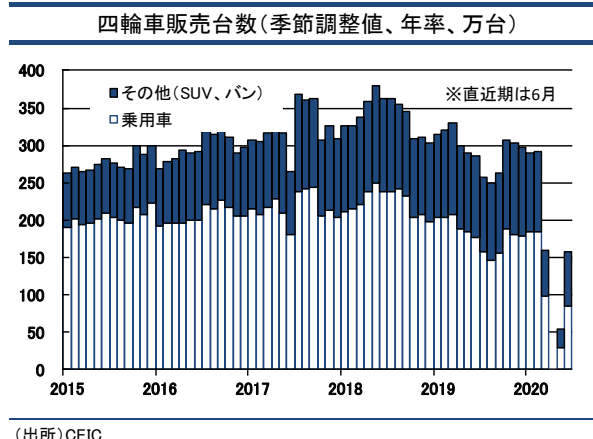
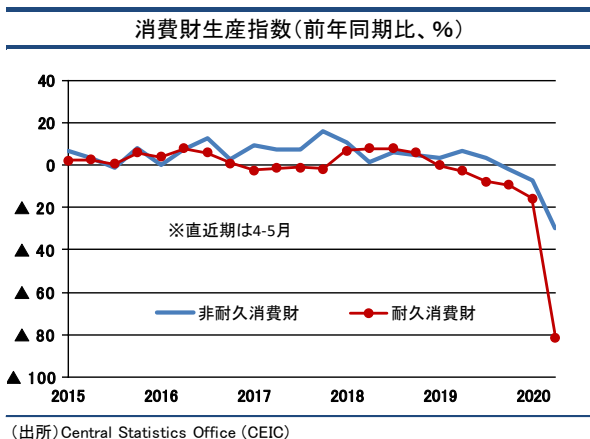
(出所) Central Statistics Office (CEIC)

### 個人消費: 耐久消費財は壊滅的、夏場の繰越し需要は見込みづらい状況

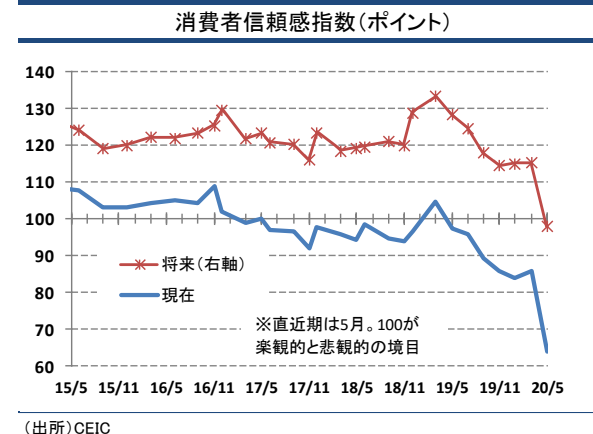
個人消費は、厳格なロックダウン措置期間である4~5月には一段と悪化した。消費財生産指数をみると、消費マインド落ち込みの影響を強く受ける耐久消費財（1~3月前年同期比▲22.1%→4~5月▲79.7%）の大幅な減少に加え、外出制限により非耐久消費財（▲7.0%→▲29.6%）も大きな落ち込みとなった。代表的な耐久消費財である四輪車は、4月には工場・販売店の休止を背景に「0台」<sup>4</sup>と記録的な販売台数となり、生産・営業活動が再開された5月以降も、都市部での需要減退が継続していることを受けて前年比

<sup>4</sup> インドの四輪車販売台数で首位のタタ・モーターズは4月の販売台数を発表していないが、メディア等の情報からは他社同様4月の販売台数は0台だったとみられる。

▲50%超と改善は限定的である。

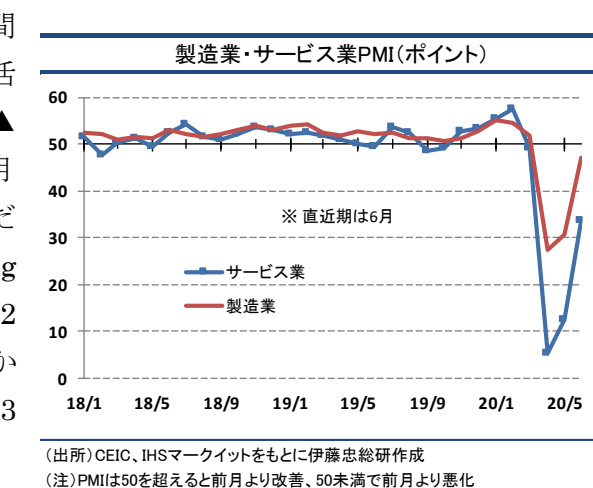


景気悪化と新型コロナ感染拡大の長期化を受けて、消費マインドを表す消費者信頼感指数は、現在（1月 83.7→3月 85.6→5月 63.7）と将来（115.1→115.2→97.9）のいずれも足元で大幅に低下。また、失業率（シンクタンク CMIE<sup>5</sup>による試算）は 6 月に 20%程度まで急上昇するなど、雇用情勢も悪化した。一旦大きく悪化した消費マインドが本格的に改善するには時間がかかると考えられることから、個人消費の繰越需要（ペントアップデマンド）の発現は当面見込みづらい状況といえる。



## 固定資産投資:企業の設備投資意欲改善には時間が必要

固定資産投資は、設備投資と建設投資のいずれも当面の間は低迷することが見込まれる。確かに、製造業等の生産活動を表す鉱工業生産指数（3 月前年比▲18.3%→4 月▲57.6%→5 月▲34.7%）は、工場再開などに伴って、4 月を底に前年からのマイナス幅を徐々に縮めている。ただし、企業マインドを表す製造業 PMI（Purchasing Manager's Index、購買担当者景気指数）<sup>6</sup>は、6 月には 47.2 と、5 月の 30.8 からは上昇したものの、拡大と悪化の分かれ目となる 50 を割り込む水準が継続。サービス業 PMI（3 月 49.3→4 月 5.4→5 月 12.6→6 月 33.7）も同様である。企業の設備投資意欲は 4~6 月に大きく悪化し、7 月以降



<sup>5</sup> CMIE（Centre for Monitoring Indian Economy）はインドの地場の独立系シンクタンクで、失業率、消費者マインドなど家計を中心とした経済統計発表や調査を実施。

<sup>6</sup> 購買担当者を対象にアンケート調査や聞き取りなどを行い、新規受注や生産高、受注残、価格、雇用、購買数量などの指数に一定のウェイトを掛けて算出する指数。調査対象業種の景況感を正確に映し出しやすい特徴があるとされる。

の回復にも時間がかかることが見込まれる。

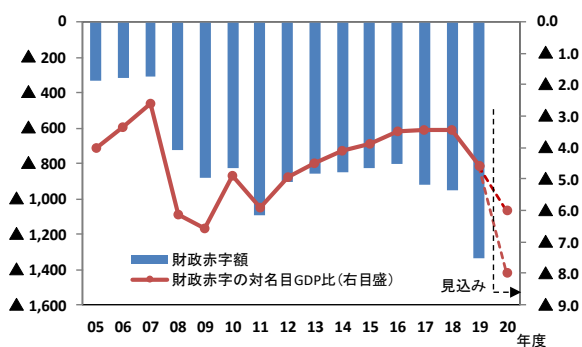
建設投資は、ロックダウン措置により建設作業が実施できないなどの供給制約を主因に、4～6月には大幅に落ち込むことが確実視される。7月以降も、金融環境の改善が進んでいない（後述）ことも背景に、民間の建設投資は抑制されるだろう。また、政府のインフラ整備も、新型コロナ対策による財政支出拡大と景気減速による税収減により、2020年度（2020年4月～2021年3月）の財政収支は大幅に悪化する見込みであるも、さらなる財政支出を伴う新規案件が全体を押し上げることは期待しづらいだろう。

他方で、海外からの直接投資は、2019年のサービス業向け規制緩和を受けて、2020年3月までは比較的堅調に推移した。もっとも、4月以降は、入国制限やインドの感染拡大への懸念を背景に、投資先送りや投資決定の遅延が本格化しているとみられる。また、RCEP交渉への後ろ向きのスタンスや、4月に投資規制が強化<sup>8</sup>されるなど、保護主義スタンスが強められていることは多少なりともマイナス材料である。後述する通り、米国のIT企業などの投資が先々活発化する期待はあるが、当面は海外からの直接投資は低調な状況が続くことが予想される。

### 貿易・通貨：輸入減で経常収支バランスが改善し、通貨は一旦安定

財の輸出を通関ベース（ドル建て、名目）（1～3月期前年同期比▲12.9%→4～5月▲47.4%）で見ると、4～5月はほぼ全ての財が前年対比4割超減少し、特に宝石・貴金属（▲24.3%→▲82.5%）と繊維（▲12.3%→▲73.2%）の減少幅が大きい。仕向け地別には、ASEAN（2019年シェア10%、3月前年比▲55.6%→4月▲39.9%）や中国（同5%、▲36.7%→▲19.7%）で減少幅を縮めつつある一方、先進国や中東向けは前年対比6割超の減少幅が続くなど、各国の経済回復度合いによる違いが出始めている。

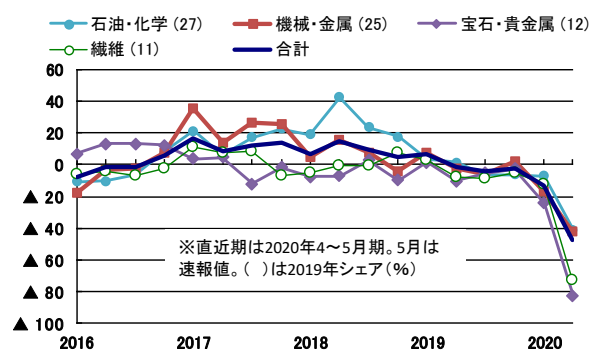
財政収支(億ドル、%)



(出所)CEIC

(注)年度ベース(2020年度は2020年4月～2021年3月)

財別の輸出動向(前年同期比、%)



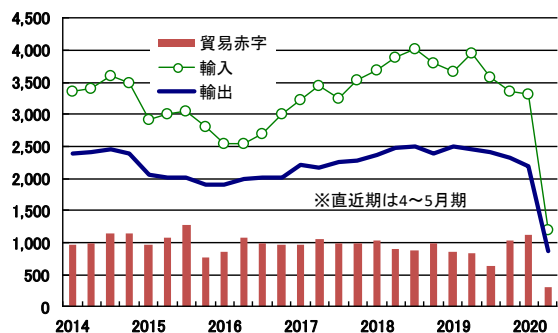
(出所)CEIC

<sup>7</sup> 財政赤字は2020年4～5月だけで600億ドル程度（2019年度対名目GDP比2.5%）とみられ、2020年度の財政赤字GDP比は6～8%程度まで増加するとの見方。

<sup>8</sup> 4月中旬、「インドと国境を接する国の企業や投資家がインドに投資する場合は政府認可が必要」との通達が発出。「新型コロナの影響で価値が下がったインド企業を買収されることを阻止するため」との説明で、対立するパキスタンなどは元々政府認可が必要であったことから、中国を対象にした通達との見方も。

他方で、内需低迷と原油価格の下落を背景に、輸入（1～3月期前年同期比▲9.8%→4～5月▲55.9%）は輸出を上回る減少幅となり、貿易赤字は大幅に縮小した。今後も、外需持ち直しが内需回復に先行することから、当面この傾向は続き、出稼ぎ労働者等からの海外送金受取が減少することを踏まえても、2020年の経常収支バランスは改善する見込み。また、外貨準備高は財輸入額の約1年分、短期対外債務<sup>9</sup>の4.6倍に相当し、為替急落への耐性もある。為替市場ではこうした点を好感し、インドの成長率が大きく低迷している中でも、ルピーは5月以降安定して推移している。

貿易収支(季節調整値、年率、億ドル)



(出所)CEIC

為替相場(ルピー/ドル)



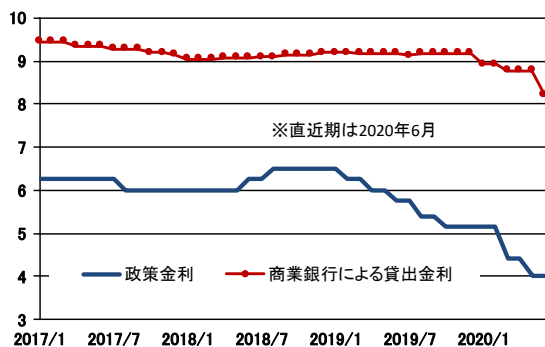
(出所)CEIC

### 金融政策・金融環境: 金融緩和による景気下支えも、信用不安が景気回復の勢いを抑える

景気の急減速する中で、インド準備銀行（RBI）は金融緩和によって景気を支えようとしている。通貨下落懸念の後退に加え、消費者物価上昇率（総合、4月前年比+7.2%→5月+6.3%→6月+6.1%）もRBIの目標レンジ（+4%±2%）の上限近くまで鈍化したことから、RBIは5月22日の臨時会合で、政策金利を4.4%から4.0%に引き下げた<sup>10</sup>。RBIのダス総裁は、物価が安定的に推移すれば更なる金融緩和余地が生まれるとも発言しており、2020年内の追加利下げの可能性は高いだろう。

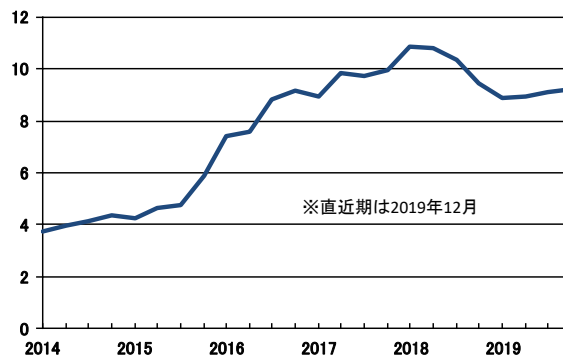
ただし、インドで熾り続ける金融セクターの信用不安を背景に、商業銀行による貸出金利は高止まっており、利下げの効果が十分に浸透していない状況といえる。信用不安の払しょくには、金融機関の不良債権処理を着実に進める必要があるが、不良債権額は2019年末時点で1,200億ドル（総資産対比約9%）に

政策金利と貸出金利(%)



(出所)CEIC

不良債権比率(%)



(出所)CEIC

<sup>9</sup> 国債市場における他国対比厳格な投資規制から、外国人による国債保有比率は3%程度と限定的。

<sup>10</sup> 3月27日の臨時会合での利下げ（政策金利：5.15%→4.4%）に続く緊急利下げ。

上り、中小企業を中心とした経営悪化や倒産増加から、今後一段と増加する可能性が高い。インド政府による金融機関への資本注入額は、当初予算の33億ドルから最大200億ドルまで引き上げられる方針だが、不良債権問題の解決には不十分とみられ、財政ひっ迫により更なる資本注入にも限界がある。信用不安の解消には時間がかかり、企業の設備投資や建設投資等の内需持ち直しの勢いを抑制する状況が続くだろう。

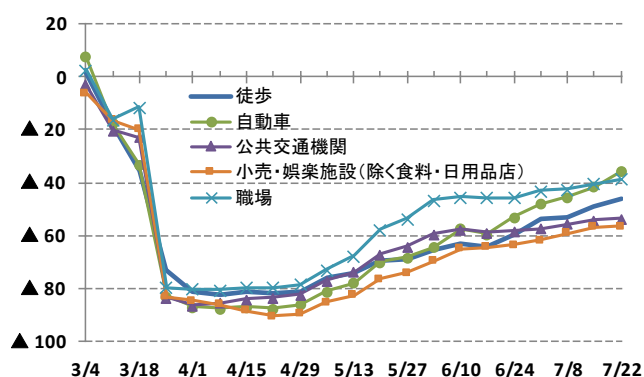
### 景気見通し: 内需正常化はロックダウン完全解除後の冬頃と予想

3月下旬から開始した厳しいロックダウン措置の経済へのインパクトが大きかったことを受けて、インド政府は、4月半ばから段階的な農業・企業の生産活動再開や移動制限の緩和、6月からは段階的な商業施設の営業再開を進める方針をとった(前述)。さらに7月中旬には、米欧との国際線の一部再開を検討する動き<sup>11</sup>も出てきている。こうした各種制限の緩和を背景に、足許では工場は相次いで再開され、製造業を中心とした生産活動は正常化に向かっている。ただ、感染者がとりわけ多い地域は「封じ込め地区(Containment Zone)」と分類され、引き続き厳しい移動・活動制限が継続。特に、巨大な消費地であるデリー、ムンバイなどの大都市<sup>12</sup>は、多くの場所が「封じ込め地区」となっており、経済活動は停滞している状況である。

実際、アップルやグーグルが地図アプリの使用状況などから算出したデータを見ても、デリー市内の活動・移動量は新型コロナの問題が起こる前と比べて半分程度水準に止まっている。新規感染者の増加がピークアウトしていない現状を踏まえると、個人消費への寄与が大きい都市部で移動・活動制限が完全に解除されるには数か月単位の時間が必要だろう。また、2018年以降の経済減速の主因とされる金融セクターの信用不安も、前述の通り大きな改善は期待しづらい。2020年冬に感染収束の見通しが立つという想定の下で、内需がコロナ前の水準に戻るのには早くても2020年10～12月期になると予想する。

中長期的なインド経済の成長を実現するために、モディ首相は2014年の就任以来、製造業を中心とした産業促進策である「メイク・イン・インド」<sup>13</sup>を推進してきた。新型コロナ感染拡大の最中である5月にも、国民向けの演説<sup>14</sup>で改めてその重要性が強調された。ただ、モディ政権は、景気底割れ回避や金融問題への対応を最優先せざるを得ず、2020年は、製造業の基盤になるインフラ整備の大規模な推進や、積み残した課題である土地収用法改正や労働規制改革などに着手するのは難しい状況である。上下院のねじ

デリー市内の活動量(平時からの増減率、%)



(出所) Apple、Googleのデータをもとに伊藤忠総研作成  
(注) 徒歩、自動車は1/13の移動量、その他の場所は1/3～2/6の訪問数口の中央値を平時の活動量としている

<sup>11</sup> 7月16日、インドの民間航空相が米国とフランスとの国際線を期間限定で再開することを表明し、英独とも運航再開に向けて協議しているとの報道。

<sup>12</sup> 新型コロナの感染拡大は大都市がある州に集中し、デリー連邦直轄地、マハラシュトラ州(州都:ムンバイ)、タミルナドゥ州(州都:チェンナイ)だけで、国全体の累計感染者の約6割を占める。

<sup>13</sup> 第1次モディ政権下の2014年9月に発表された製造業振興策。インドを世界の研究開発・製造業のハブとすることを目標とし、外資誘致などを通じて、GDPに占める製造業割合を2022年までに25%に引き上げること、5年間で1億人の新規雇用を創出する等の定量目標が掲げられた。

<sup>14</sup> モディ首相は5月12日に国民に向けた演説の中で、コロナ危機を乗り切るためには「自立したインド」となることが唯一の道であると主張。同時に、ビジネス環境の整備を通じた「メイク・イン・インド」推進への決意を改めて表明した。

れが早ければ 2020 年中にも一旦解消<sup>15</sup>する好機を逃さずに構造改革を進めるためには、コロナ禍でも高い支持率を誇るモディ首相の安定した政権基盤を、2021 年以降も維持し続ける必要があるだろう。

他方、インドでは、同国の強みである IT セクターをさらに伸ばすことも重要である。インドの IT 産業は、①技術向上が期待できる IT 産業集積地<sup>16</sup>を持つことに加え、②多くのエンジニア人材とそれを支える教育機関、海外 IT 企業経営層との人的コネクション<sup>17</sup>を保持するという、他の新興国が簡単には持ちえない特徴がある。また、③インドの国内市場はまだ多くの成長余地があることは疑いようがない。インドの IT 企業は、国内外の市場で展開していくために必要な資金と熟練した技術・ノウハウを待つだけの状態であり、それらを提供してビジネスをリードできる海外の IT 企業にとっては魅力的な投資先であろう。ただ、投資の際に障害となってきたのは、インド政府の市場開放スタンスに不透明感が残ることであった。2019 年 2 月にも、地場企業保護のために外資企業のネット通販に対する規制が強化<sup>18</sup>され、米アマゾンなどが対応の検討に迫られた。もっとも、足元では、小売業に関する外資規制が一部緩和<sup>19</sup>されて、米アップルの直営店開業につながるなど、流れが変わりつつある。また、米企業にとってのライバルである中国企業には、2020 年 6 月に発生した中印軍事衝突<sup>20</sup>をきっかけに、多くの中国製アプリがインド国内で使用禁止とされるなど逆風が吹いている。こうした状況を好機ととらえ、米 IT 企業は投資活動を活発化させているとみられる。7 月には、グーグルが今後 5~7 年間でインド企業やインターネット関連のインフラ整備に 100 億ドル（約 1 兆円）の投資を実施すると表明<sup>21</sup>。また、米国のベンチャー・キャピタルのセコイア<sup>22</sup>もインド等のスタートアップ向けに約 14 億ドルのファンド立ち上げを計画するなど、多くの米企業・ファンドが投資意欲を見せ始めている<sup>23</sup>。インドにとっては、前述した「メイク・イン・インディア」の推進でインドの潤沢な労働力人口を活かしつつ、米 IT 企業などの海外のノウハウ・知見を取り込むことで産業の高度化に弾みをつけることが出来るかが、同国経済の中長期的な成長のカギとなる。

<sup>15</sup> モディ首相を支える国民民主同盟（NDA）は、現在下院では過半数を保持。NDA は、州議会の議席数を反映して改選（2 年毎に 3 分の 1 ずつ）される上院でも、既存議員の NDA への移籍などから議席数を伸ばし、早ければ 2020 年中に過半数を獲得する可能性がある。

<sup>16</sup> 同国の IT 産業集積地である南部のバンガロールには、インドを代表する IT 企業であるインフォシスとウィプロに加え、マイクロソフト、グーグル、アマゾン、オラクル、IBM、インテル、シスコシステムズなど多くの外資 IT 企業が開発拠点を持つ。また、中南部のハイデラバードも、アップル、アマゾン、グーグルなど多くの外資企業が開発拠点を設けている。

<sup>17</sup> 例えば、グーグル、マイクロソフト、IBM、アドビシステムズの CEO はいずれもインド出身のインド人である。

<sup>18</sup> 米アマゾンやウォルマート傘下のフリップカートなど、外資のネット通販が商品の仕入れ先と独占契約を結ぶのを禁止。

<sup>19</sup> インドでは外資が過半を出資する小売業に対し商品の 30%を現地調達する必要があるが、特別経済特区（SEZ）での生産品も国内生産品とみなすよう規制が緩和された。SEZ で iPhone などを組み立てているアップルは、同規制緩和で小売市場参入の道が開かれ、2021 年予定の直営店開業につながった。米トランプ大統領が 2 月のインド訪問時に働きかけたとの見方も。

<sup>20</sup> 6 月 15 日夜~16 日未明、中国との国境係争地であるインド北部ラダック地方でインド軍と中国軍が衝突。6 月 6 日に平和的解決を目指す方針で一致していたが、現場に方針が行き届かず、インド側は死者 20 人超、中国側も死傷者を出すなど、45 年ぶりの死者を出す衝突に発展した。両軍の緊張関係は継続するも、6 月 22 日には係争地域から引き揚げることで合意との報道。

<sup>21</sup> その直後に、グーグルは、インド最大のコングロマリットであるリライアンス・インダストリーズ傘下の通信会社ジオ・プラットフォームズに対して 45 億ドルの出資を発表。ジオは、2020 年 4 月に米フェイスブックから 57 億ドルの出資、7 月にインテルから約 3 億ドルの出資を受けることが決定している。

<sup>22</sup> アップル、グーグルなど多くの IT 企業への投資を手掛けてきた世界最大のベンチャー・キャピタル。

<sup>23</sup> その他、2020 年 1 月と 6 月にはアマゾンがインド事業に計 7 億ドル程度の増資を実行したほか、7 月にはインド EC フリップカートに対し米小売りウォルマートなどが増資を発表。