

インド経済：活動制限と金融環境の緩和が内需主導の回復を後押し

インド経済は、活動制限の緩和が進むもとで、夏場以降は回復を続けている。景気回復の主因となる内需の持ち直しには、金融緩和やローン返済猶予措置などの各種政策により、金融環境の悪化が食い止められていることも大きいと考えられる。今後は、祭事需要の剥落などから、回復ペースが一旦鈍化すると見込むが、新型コロナウイルス感染拡大収束とワクチン接種への期待感を背景に、消費者マインドや企業マインドの改善は腰折れしないだろう。2021 年後半には、不良債権処理の進捗などに伴って、再び景気回復が加速すると見込む。こうした中、モディ首相は、労務コスト低下につながる法律を成立させるなど構造改革を着実に進めている。今後も、高い支持率の維持に注意を払いながら、中長期的な産業育成につながる動きを続けるとみられる。

新型コロナ状況：感染拡大は落ち着き、活動制限は概ね解除

インドでは、新型コロナの感染拡大は落ち着きを見せつつある。2020 年 9 月には 1 日当たりの新規感染者数が 10 万人に迫り、米国を抜いて世界で最も新規感染者数が多い国となったが、その後は頭打ちとなり、12 月中旬には 2 万人台まで減少した。

こうした中で、インド政府は、3 月から実施した厳格な活動制限（「ロックダウン」と呼称）に伴う急速な景気悪化と社会不安への懸念を強め、6 月以降は活動制限を段階的に解除してきた。具体的には、感染者が特に多い地域を除き、商業施設の営業制限などを約 1 か月ごとに緩和。10 月 15 日には、映画館や劇場などの営業再開が許可したことで、活動制限が概ね解除されることとなった。

新型コロナ新規感染者数(万人/日)

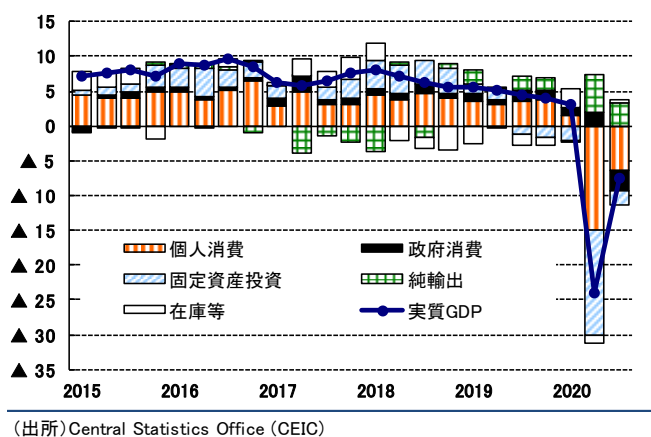


景気の現状：活動制限と金融環境の緩和により急回復

2020 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、活動制限の緩和と金融緩和等の政策に支えられ、前年同期比▲7.5%と前期（2020 年 4～6 月期）の▲23.9%から大幅にマイナス幅を縮めた。

主な需要項目の動向をみると、個人の外出制限や店舗の営業制限の緩和が進み、個人向けローンの環境の悪化に歯止めが掛かったことを受けて、個人消費（2020 年 4～6 月期前年同期比▲26.7%→7～9 月期▲11.3%）は大幅に持ち直した。内外最終需要の回復に加え、緩和的な金融政策の後押しを受けて、企業の設

実質GDP成長率(前年同期比、%)



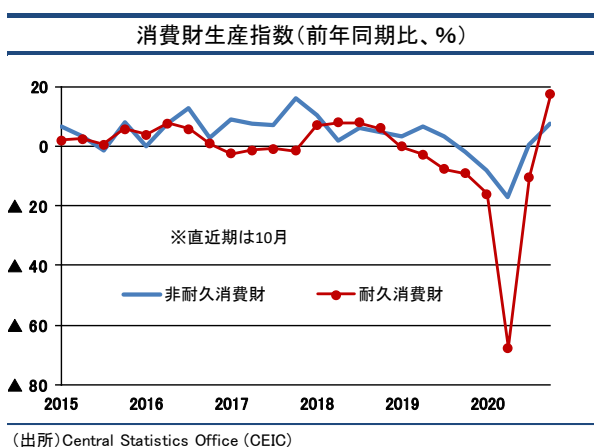
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

備投資意欲も改善し、固定資産投資（▲47.1%→▲7.3%）はマイナス幅を大きく縮小した。また、海外経済の回復を背景に、輸出（▲19.8%→▲1.5%）はほぼ前年並みまで回復した。一方で、政府消費（+16.4%→▲22.2%）は、急速に進む財政悪化を懸念して抑制された。

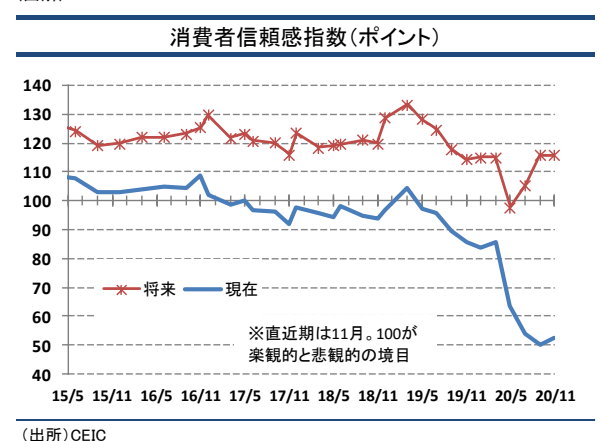
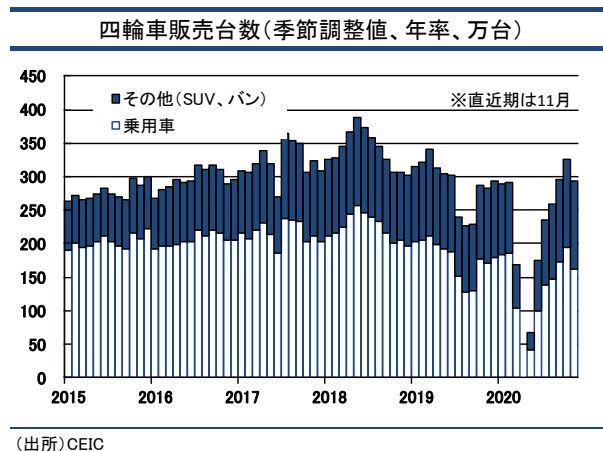
産業別では、新型コロナの悪影響が軽微であった農林水産業（2019年シェア15%、+3.4%→+3.4%）は、豊作にも恵まれ前年比プラスを維持。第2次産業は、製造業（シェア18%、▲39.3%→+0.6%）が前年比プラスとなるまで急回復したほか、建設業（シェア8%、▲50.3%→▲8.6%）も大幅に持ち直した。他方、第3次産業は、活動制限の悪影響が大きかった商業・ホテル・運輸・通信（シェア19%、▲47.0%→▲15.6%）が改善した一方で、金融・保健・不動産（シェア22%、▲5.3%→▲8.1%）や地域・社会・個人サービス（シェア14%、▲10.3%→▲12.2%）は幾分悪化するなど、その動向はまだら模様となった。

個人消費:消費者マインド底打ちで繰越需要が顕在化

個人消費は、活動制限が概ね解除されたもとで、10月以降も改善が続いている。消費財生産指数をみると、非耐久消費財（7~9月期前年同期比+0.7%→10月+7.5%）がプラス幅を拡大したことに加え、消費者マインドの影響を強く受ける耐久消費財（▲10.2%→+17.6%）は前年比で大幅なプラスとなった。夏場までの個人消費大幅減の反動を差し引いても、足元の回復が示唆される動きといえる。特に、代表的な耐久消費財である四輪車は、後述する個人向けローン市場の改善も追い風に、11月まで4か月連続で販売台数が前年比プラスとなり、11月14日のヒンズー教最大の祭りである「ディワリ」にかけて、祭事需要が喚起された形となった。



個人消費持ち直しの背景には、消費者マインド底打ちを背景に、活動制限下で抑制されていた需要の顕在化、いわゆる繰越需要（ペントアップディマンド）が出始めたことが大きいだろう。雇用情勢は、失業率（シンクタンクCMIE¹による試算）が6月に20%超まで急上昇した後、7%程度まで下落するなど、足元で改善傾向にある。こうしたもとで、消費者マインドを表す消費者信頼感指数は、現在についての判断（7月53.8→9月49.9→11月52.3）が底打ちし、将来についての判断（105.4→115.9→115.9）



¹ 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。

は、はっきりと上向きとなっており、人々の中で不安心理が和らいでいることが窺える。

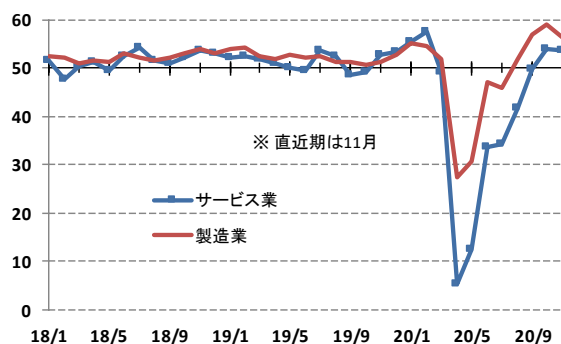
固定資産投資:最終需要回復と金融緩和から、設備投資意欲が改善

企業マインドは、個人消費などの最終需要の持ち直しを受けて回復傾向にある。企業マインドを表す PMI (Purchasing Manager's Index、購買担当者景気指数)² をみると、製造業 (8月 52.0→9月 56.8→10月 58.9→11月 56.3) が 8月に拡大と悪化の分かれ目となる 50 に達し、サービス業 (41.8→49.8→54.1→53.7) も 10月には 50 を超えるなど急速に改善した。

こうした、企業マインドの持ち直しを反映して、緩和的な金融環境も背景に、企業の設備投資意欲は持ち直しているとみられる。設備投資に関係の深い資本財の生産指数 (7~9月期前年同期比▲12.9%→10月+3.3%) は、10月には前年比プラスとなった。また、建設投資関連財であるインフラ・建設用品の生産指数 (▲2.6%→+7.8%) も、前年を上回る水準に回復した。政府のインフラ投資は、財政規律を重視するスタンス³から、新規案件による大幅な押し上げを中々期待しづらいが、企業や家計による建設投資需要は、ロックダウン措置の解除により建設作業が再開されたもとで、大幅に持ち直しているとみられる。

さらに、海外からの直接投資も、7~9月期には 2.3 兆ドルと四半期ベースでは過去最高水準に達した。その多くはコンピュータのソフトウェア・ハードウェア向けであり、国別では米国とシンガポールからの投資が太宗を占めた。米 IT 企業は、ライバルである中国企業に対するインドの経済制裁を好機ととらえてインドへの投資意欲を示してきた⁴が、活動制限緩和に伴い実際の投資案件が進捗し始めたとみられる。また、シンガポールによる直接投資は、シンガポール企業・投資機関以外にも、シンガポールに拠点を置く欧米 IT 企業のものも多く含まれていると

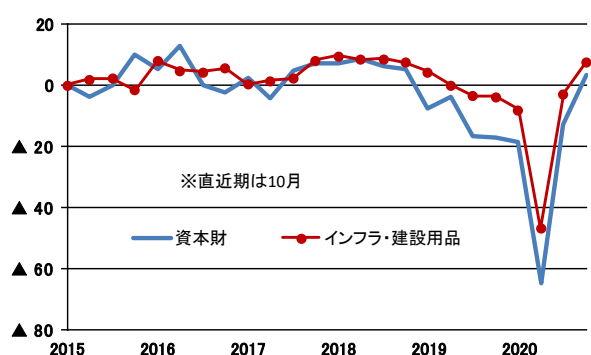
製造業・サービス業PMI(ポイント)



(出所)CEIC、IHSマーカーキットをもとに伊藤忠総研作成

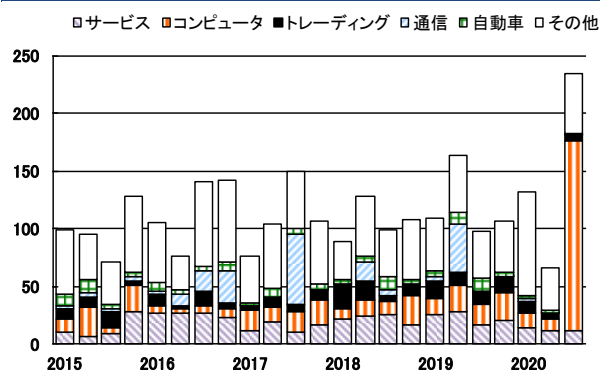
(注)PMIは50を超えると前月より改善、50未満で前月より悪化

資本財とインフラ・建設用品生産指数(前年同期比、%)



(出所)Central Statistics Office (CEIC)

対内直接投資(セクター別、億ドル)



(出所)Department of Industrial Policy and Promotion (CEIC)

² 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。

³ インド政府は、新型コロナ対策として、中小企業支援や雇用対策などを中心に、事業規模で GDP 比 15% 相当の経済対策経 (貧困層向け支援策及び、経済対策第 1 弾~3 弾合計) を打ち出している。しかしながら、財政悪化とそれに伴う通貨安への警戒感から、融資支援や政府保証などが多く、実際の財政出動は他国対比抑制されている。

⁴ 2020 年 6 月に発生した中印軍事衝突をきっかけに、インドが中国製アプリの国内使用を禁止にするなどの経済制裁を実施。こうした状況のもと、グーグルによる大型投資計画や米ベンチャー・キャピタルによるファンドの立ち上げ計画などが立て続けに発表。詳細は、2020 年 7 月 27 日付「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」を参照。

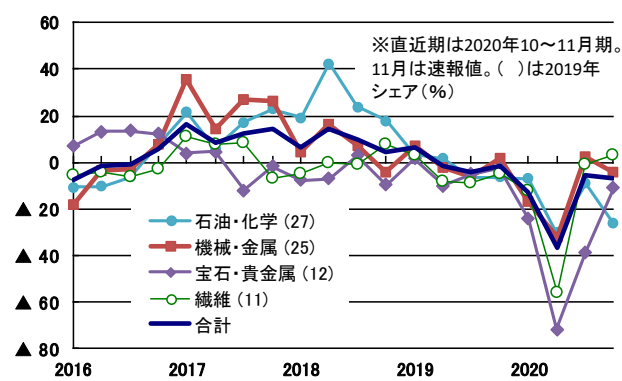
いわれる⁵。さらに、足元では、台湾や韓国の IT 企業もシンガポール経由で投資した可能性がある。実際、台湾の鴻海を中心とした電子機器の EMS（受託製造サービス）や韓国のサムソンは、インドが 6 月から携帯電話・特定電子部品製造企業向けに開始した「生産連動型奨励制度 (PLI、Production Linked Incentive Scheme)」⁶の活用に関心を示し、今後 5 年間で 15 億ドルの投資を表明している。

貿易・通貨：貿易赤字は依然低水準

輸出は足元で回復が一服している。財の輸出を通関ベース（ドル建て、名目）（7～9 月期前年同期比▲5.3%→10～11 月▲7.1%）で見ると、宝石・貴金属（2019 年シェア 12%、▲38.5%→▲10.8%）や繊維（シェア 11%、▲1.0%→+2.8%）で持ち直しが続く一方で、石油・化学（シェア 27%、▲9.1%→▲26.1%）が減少幅を広げたことなどから、全体では幾分マイナス幅が拡大した。仕向け地別には、米国（シェア 17%、7～9 月期前年同期比+3.2%→10 月+5.1%）や中国（シェア 9%、+1.7%→+5.6%）がプラス幅を広げる一方、EU（シェア 17%、▲4.2%→▲4.5%）がマイナス幅を広げ、中東（シェア 16%、▲27.1%→▲25.8%）では改善しながらも前年対比 3 割近い減少幅が続くなど、各国の経済回復度合いによる違いが生じている。

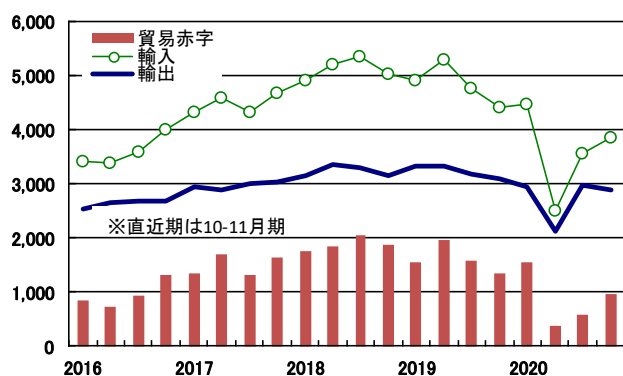
こうした中で、内需回復を背景に、輸入（7～9 月期前年同期比▲25.2%→10～11 月▲12.4%）はマイナス幅を縮め、貿易赤字は幾分拡大し始めている。ただ、輸出が輸入に先行して持ち直していることから、2020 年度を通じて見れば貿易収支は昨年度より改善することは確実である。また、前述した通り、海外からの資本流入が途切れておらず、外貨準備高も、財輸入額の約 18 か月分、短期対外債務⁷の 5.2 倍に相当し為

財別の輸出動向（前年同期比、%）



(出所) CEIC

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

⁵ シンガポールは、インドとの間の租税条約（2017 年に改正）や包括的経済協力協定を背景に、英国や米国などの IT 企業、日本の自動車等の製造業を中心とした迂回投資が多いといわれる。こうした中で、アジアの IT 企業の中では、台湾の鴻海が、2019 年ごろからシンガポール経由でインド投資を拡充しているとみられている。

⁶ 同制度は、2020 年 4 月に電子情報技術省から発表され、6 月から始動。対象産業に属する企業に対して、売上高の増加額（基準年比）の 4～6%を基準年から 5 年間に渡り奨励金として支給するもの。11 月には、新たに自動車や食品、特殊鋼などの 10 分野が対象に加わった。

⁷ 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。

替急落への耐性があることから、通貨ルピーの下落リスクは低下していると考えられる。

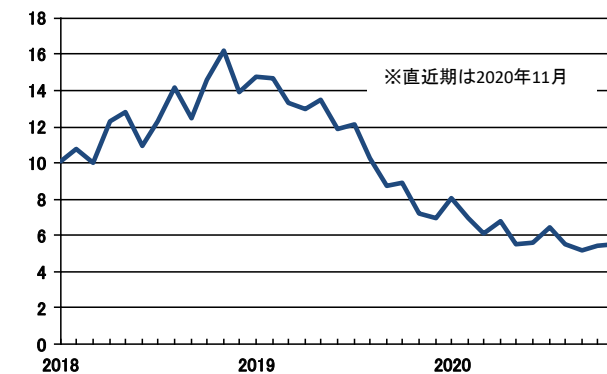
金融政策・金融環境: 各種政策が奏功し金融環境は緩和

インド経済の重石となってきた不良債権問題とそれに伴う貸し渋りなどの金融環境の悪化は、インド準備銀行（RBI、中央銀行）による金融緩和と各種政策を受けて、足元で食い止められている。RBIは、5月の臨時会合で政策金利を過去最低水準となる4.0%まで引き下げ、その後は、消費者物価上昇率が目標レンジ（+4%±2%）を超えてプラス幅を拡大する中でも低金利政策を維持している。また、RBIは3月以降、大量の流動性供給とローン返済猶予措置（3～8月の期間）⁸を実施。これらの措置により、銀行は不良債権処理の手を一旦緩めることが出来、2019年以降続いてきた貸出残高増加ペースの鈍化は底打ちした。

さらに、金融環境の緩和は、個人向けローン市場にも波及した。2019年下旬、経営悪化を背景にしたノンバンクの貸し渋りにより自動車ローンや住宅ローンの市場環境が悪化したが、足元では銀行が前向きな貸し出し姿勢を取り始めている⁹。個人向けローンの金利も、過去最低水準の政策金利を背景に、数年来の低水準まで引き下げられており¹⁰、自動車などの耐久財消費や住宅投資の押し上げにつながったとみられる。

ただし、10月以降はローン返済猶予措置が終わり、中小企業を中心とした経営悪化や倒産が増加することが避けられないだろう。その結果、銀行の総資産対比の不良債権比率は4～6月期の8.2%（約1,200億ドル）から再び上昇し、地場格付け会社CAREレーティングによると2021年3月末には11.0～11.5%（約1,600億ドル）まで積み上がる見込み¹¹である。当面は、銀行の貸し渋りの再燃を抑えるために、中央銀行による流動性供給に加えて、政府が資本注入を断続的に実施して不良債権処理を進めさせる必要があり、財政支出が圧迫される可能性があることには注意が必要である。

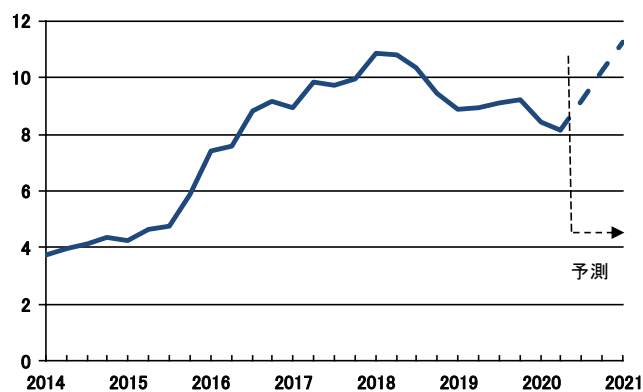
銀行貸出残高(前年比、%)



(出所) CEIC

(注) 指定商業銀行（一部地域銀行等を除く公的銀行および民間銀行）が対象

不良債権比率(%)



(出所) CEIC、CAREレーティング

⁸ 3月27日、RBIは、3月1日時点で残高のある銀行、ノンバンクによる融資のすべての元利支払いを3か月間（3月～5月）猶予すると発表。猶予期間はその後延長され、3月～8月の6か月間となった。

⁹ 2020年4月にかけて統廃合が進みスリム化した国有銀行を中心に、ノンバンクの貸し出し減を補っている状況。

¹⁰ メディア情報によると、自動車ローン金利は8年ぶり、住宅ローン金利も15年ぶりの低金利水準となっている模様である。

¹¹ RBIが7月に公表した金融安定報告書（FSR）では、不良債権比率は2021年3月末に12.5%に達すると予測。CAREレーティングの10月のレポートでは、RBIの足元の各種政策が奏功していることを評価し、11.0～11.5%に止まると予測している。

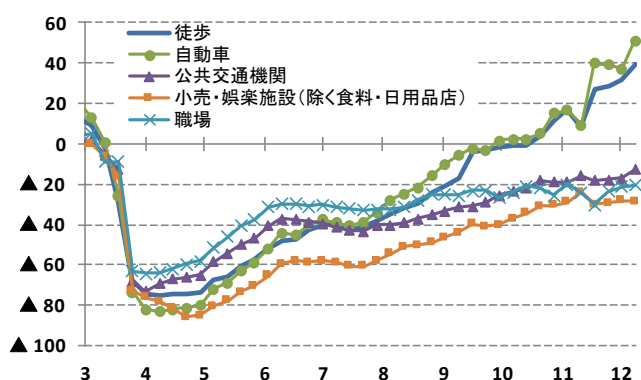
景気見通し: 2021 年初旬にかけて回復ペースは一旦鈍化し、21 年後半には再び加速

新型コロナの新規感染者数が足元で減少傾向となり、活動制限も概ね解除されたことを背景に、国内の活動量は確実に増加している。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ると、徒歩や自動車による移動量は、10 月以降にはコロナ前の水準を大幅に上回っており、人々の外出意欲の強さが窺われる。一方で、都市部などでは感染者が特に多い地域が残ることから、小売店や職場などへの訪問数の回復は緩やかである。ただ、店頭販売の減少をネット通販の増加¹²などが補い、また、足元の好調なパソコンの出荷台数¹³が示唆するように在宅勤務が普及率している現状を踏まえると、個人消費や企業活動は活動量のデータで示される以上に正常化しつつあると考えられる。2020 年 10～12 月期は、引き続き個人消費や固定資産投資などの内需主導で景気回復が続いたとみられる。

今後、2021 年初旬にかけては、2020 年 11 月のディワリをピークとする祭事需要の剥落から、回復ペースが一旦鈍化することが見込まれる。また、不良債権比率が上昇するもとで銀行の貸し出し抑制が再燃し、内需に対する重石となる可能性も残る。しかしながら、新型コロナの新規感染者数が減少傾向にあり、新型コロナワクチン接種への期待感¹⁴も高まっていることから、消費者マインドや企業マインドの回復が腰折れすることはないだろう。また、2016 年に成立した破産法では、不良債権処理に要する期間は原則 180 日（約

6 か月）とされており、2020 年度末にかけて積み上がると見込まれる不良債権は 2021 年央にはピークアウトするとみられる。さらに、政府・中銀が不良債権問題に十分注意を払っている現状を見る限り、必要に応じて資本注入や預金保護などが実施され、金融危機を起こさない方策も取られるだろう。そのため、ワクチンの普及時期という大きな不確定要素があるものの、不良債権問題があく抜けする過程で、2021 年後半には再び回復ペースが加速することを見込む。これらを踏まえて、2020 年度（2020 年 4 月～2021 年 3 月）は▲8.1%の大幅なマイナス成長となるが、2021 年度は+8.2%と内需主導で急速に持ち直すと予想する。

インド国内の活動量（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

インド経済の推移と予測（年度）

前年比、%、Pt	2018 実績	2019 実績	2020 予測	2021 予測	2022 予測
実質GDP	6.1	4.2	▲ 8.1	8.2	7.7
個人消費	7.2	5.3	▲ 10.7	9.0	7.9
固定資産投資	9.8	▲ 2.8	▲ 12.0	14.9	7.3
政府消費	10.1	11.8	▲ 3.9	15.1	12.7
純輸出（寄与度）	(0.4)	(0.9)	(3.0)	(▲ 2.2)	(▲ 0.5)
輸出	12.3	▲ 3.6	▲ 4.1	11.1	6.1
輸入	8.6	▲ 6.8	▲ 17.9	23.0	8.3

（出所）Central Statistics Office (CEIC)、伊藤忠総研

¹² 米調査会社フォレストーによると、インドのネット通販業界は夏場以降に急増し、2020 年の販売は前年比+7～8%で着地する見通し。

¹³ 米調査会社 IDC によると、2020 年 7～9 月期のインドのパソコン出荷台数は前年同期比+9.2%（340 万台）、特に個人向けは+41.7%（200 万台）の大幅増となり過去最多を記録した。

¹⁴ インド政府は 2021 年 7 月までに 2.5 億人分のワクチンを提供する計画としている。

中長期的には、国内の産業育成に向けて、モディ政権は、新型コロナ禍においても構造改革を着々と進めている。産業育成のための生産連動型奨励制度（PLI）が導入（前述）されたことに加え、9月には、解雇規制の緩和や労働組合の活動制限強化などを盛り込んだ「労働法改正」¹⁵が成立し、産業界を長年悩ませてきた労務コストが低下する見込みとなった。さらに、農産物取引の自由化を含む「農業関連法改正」¹⁶が成立したほか、国鉄の一部路線の民営化計画¹⁷に沿った入札が始まるなど、農業や国有企業の生産性向上が進む動き¹⁸もある。このように、モディ首相は、未だ高い支持率のもと、インドが抱えていた課題に取り組むことで、2014年から掲げてきた製造業促進策である「メイク・イン・インド」¹⁹と、その推進のために2020年5月に打ち出した「自立したインド」（自立した経済圏をつくる構想）²⁰の実現に近づこうとしている。なお、高支持率の維持には、関係が悪化する中国への経済制裁²¹や、国内産業保護を理由としたRCEP不参加²²なども寄与していると考えられる。これらの保護主義的とも捉えられるスタンスは、短期的には、東アジアの製造業サプライチェーンへの組み込みの遅れにつながる可能性と隣り合わせではある。しかしながら、中長期的には、国内の構造改革を着実に実行することができれば、国内産業の成長を促進するだけでなく、海外企業の生産拠点としてのインドの魅力が向上するという利点がある。今後も、国内世論の形成と米国や日本を中心とした先進国との関係維持に注意を払いながら、中長期的な産業育成につながる動きが続けるとみられる。

¹⁵ 労働改正法では、解雇や工場閉鎖に際して州政府の承認が必要な事業所や事業部門の規模が「100人以上」から「300人以上」に引き上げられたほか、企業の全従業員の少なくとも51%以上が加入していない労働組合は経営側に発言することが出来なくなった。

¹⁶ 9月に成立した農業関連法改正では、農産物取引の販路の限定が取り払われたほか、政府が最低保証価格を決定してきた販売価格は農家と買い取り事業者間で決定することとなった。

¹⁷ インド国鉄は7月に、乗客が多い首都ニューデリー、ムンバイ、ベンガルールなどの路線の運営を民間企業に委託する計画を正式に表明、10月から入札が開始されている。

¹⁸ これらの構造改革は、工場などの労働者や農業従事者などからの反発が大きく、一部では抗議デモも発生している。貧富の差の拡大などにつながる可能性もあることから、今後は社会保障制度の拡充などに取り組むことで、新たな国内不安を抑える必要性が生じるだろう。

¹⁹ 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。

²⁰ モディ首相は2020年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。

²¹ 2020年6月に発生した中国との軍事衝突をきっかけに、多くの中国製アプリがインド国内で使用禁止となった。その後も、中国との関係悪化は続き、追加の経済制裁として9月と11月に使用禁止のアプリを追加している。

²² インドは、国内の農業や製造業保護の観点から2019年にRCEP交渉から離脱し、2020年11月にはインド抜きで15か国でRCEP合意に至った。ただ、インドはいつでも加入できると特別に規定されており、今後の動向が注目されている。