

インド経済：秋にはコロナ前の水準回帰、ワクチン国内製造動向を注視

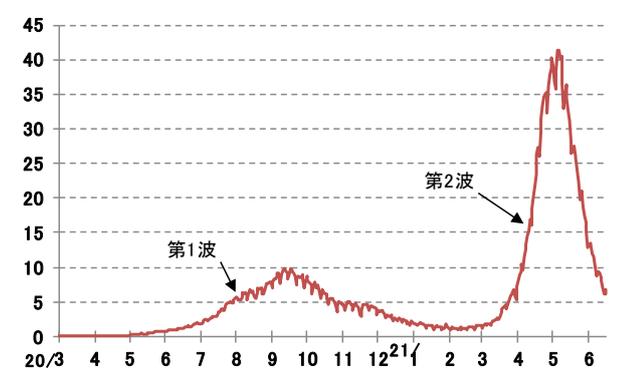
インドでは、4～5月にかけて新型コロナ感染拡大第2波が発生。昨年の全土都市封鎖と比べると緩やかな活動・移動制限の実施となったが、それでも人流は大幅に抑制され、回復基調にあった個人消費は再び低迷した。第2波は既に収束傾向にあることから、今後、個人消費は緩やかに回復に向かい、政府によるインフラ整備と底堅さを維持する企業の設備投資が景気回復を支えるだろう。この間、金融当局による各種施策やバッドバンク構想の進展により、金融環境の悪化には引き続き歯止めが掛かることが期待される。2021年秋にはコロナ前の経済水準に再び回帰し、2021年度(2021年4月～2022年3月)の成長率は、2020年度の落ち込み(前年比▲7.3%)をカバーする、前年比で+9%程度で着地すると見込む。ただし、インド政府の意欲的なコロナワクチン接種計画とそれを支えるワクチンの国内製造動向には不確実性が残り、当面は感染拡大第3波のリスクが残存することには注意が必要である。

新型コロナ状況：感染拡大第2波により、活動・移動制限が再び強化

インドでは、地方選挙などのイベント開催や感染力の高い新型コロナウイルス変異株の発生等を背景に、2021年3月頃から新型コロナの感染拡大第2波が発生。その後、5月初には1日当たりの新規感染者数が40万人を超える水準に達し、昨夏の第1波をはるかに超える感染拡大となった。

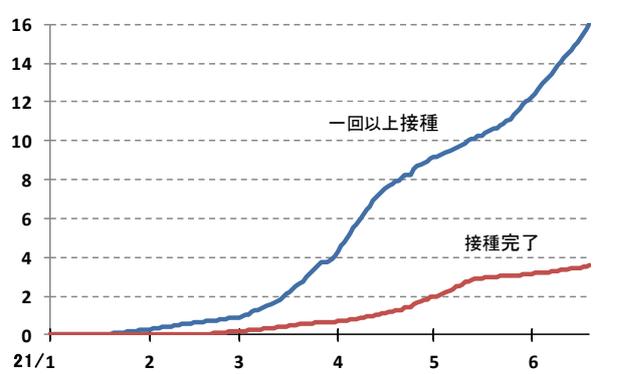
こうした状況を受けて、4月中旬の首都ニューデリーや最大都市ムンバイを起点に、各地で外出禁止措置などの活動・移動制限が再強化された。インド政府は、昨年のような全土の都市封鎖の発動には消極的ながら、経済活動優先の方針を一時的に修正せざるを得ない形となった。また、これに先立つ3月下旬には、インドが製造する新型コロナワクチンの輸出¹を一時停止し、国内への供給を優先することでワクチン接種を加速した。こうした措置が奏功したこともあり、5月初に感染拡大はピークアウトし、6月中旬には1日当たりの新規感染者数が5万人程度まで急速に減少した。足元では、活動・移動制限は段階的に緩和されつつある。

新型コロナ新規感染者数(万人/日)



(出所)CEIC

インドのコロナワクチン接種率(%)



(出所)Our World in Data

¹ インドは2021年3月中旬ごろまで76か国に6000万回分を超えるコロナワクチンを輸出。大半がセラム・インスティテュート・オブ・インディア(SII)で製造された英製薬大手アストラゼネカのワクチン。

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。

景気の現状:1~3 月期までは緩やかな景気回復が持続

2021年1~3月期の実質GDP成長率は、経済活動の正常化に向けた動きが一層進んだことに加え、昨年1~3月期の景気減速の反動から、前年同期比+1.6%と前期(2020年10~12月期)の+0.5%からプラス幅が幾分拡大した。

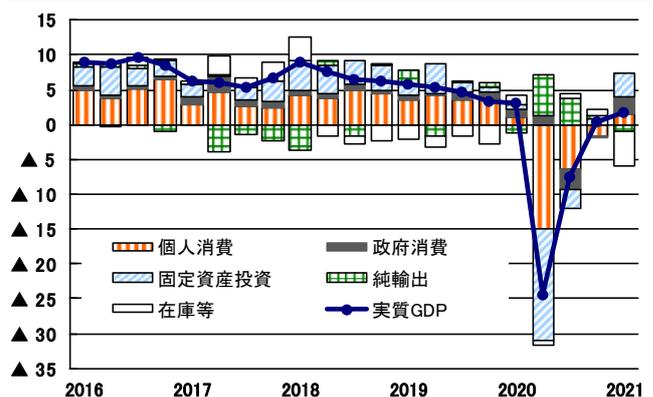
主な需要項目の動向をみると、個人消費(2020年10~12月期前年同期比▲2.8%→2021年1~3月期+2.7%)が前年比でプラスに転化。緩和的な金融環境を背景に、企業の設備投資意欲は引き続き改善し、固定資産投資(+2.6%→+10.9%)はプラス幅が拡大した。また、政府消費(▲1.0%→+28.3%)が大幅に増加したことも景気を押し上げた。他方、海外需要の持ち直しを受けて、輸出(▲3.5%→+8.8%)が前年比プラスに転じたが、内需の持ち直しにより輸入(▲5.0%→+12.3%)も増加したことから、輸出から輸入を減じた純輸出で見ればおおむね横ばいとなった。

産業別では、農林水産業(2020年シェア16%、+4.5%→+3.1%)は、豊作であった昨年の反動から幾分プラス幅が縮小した。一方、第2次産業は、生産活動が正常化に向かう中で、製造業(シェア17%、+1.7%→+6.9%)と建設業(シェア8%、+6.5%→+14.5%)が、いずれも前年比でプラス幅を拡大。第3次産業は、金融・保健・不動産(シェア23%、+6.7%→+5.4%)など一部業種で鈍化したものの、商業・ホテル・運輸・通信(シェア18%、▲7.9%→▲2.3%)など改善した業種が目立った。

個人消費:4 月以降は雇用情勢が悪化し、耐久財中心に減速

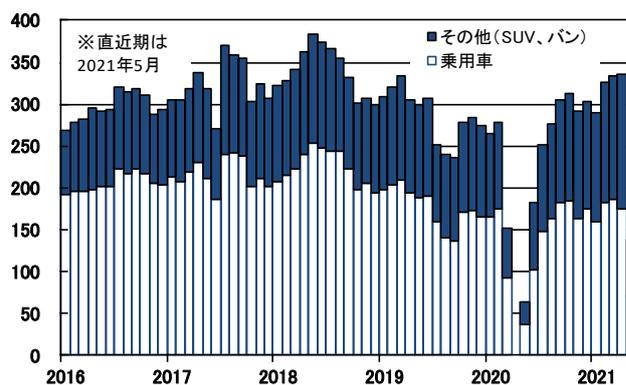
しかしながら、個人消費は、感染拡大第2波の影響で、4月以降に再び低迷している。4月の消費財生産指数をみると、非耐久消費財(当社試算季節調整値、1~3月期前期比+5.5%→4月前月比+1.4%)は、食品や生活必需品に対する底堅い需要を背景に3月対比で増加したものの、これまで堅調に回復してきた耐久消費財(+0.7%→▲2.3%)が減少に転じた。特に、代表的な耐久消費財である四輪車は、個人向けローン市場改善の後押しも受けて、繰越需要の発現で力強く回復してきたが、5月には感染拡大第2波の影響が直撃し、4月対比で約6割の大幅減となった。

実質GDP成長率(前年同期比、%)



(出所) Central Statistics Office (CEIC)

四輪車販売台数(季節調整値、年率、万台)



(出所) CEIC

(注) 季節調整値は伊藤忠総研試算。

耐久消費財を中心とした個人消費の減速には、商業施設の営業制限に加え、コロナ感染拡大第2波を受けた雇用情勢の悪化が寄与しているとみられる。失業率（シンクタンク CMIE²による試算）をみると、第1波が収まった昨秋以降は7%程度で安定して推移してきたが、第2波発生により13%程度まで急上昇した。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、将来についての判断（2021年3月108.8→5月96.4）が大幅に悪化しており、人々の中で不安心理が再び優勢となったことが窺える。

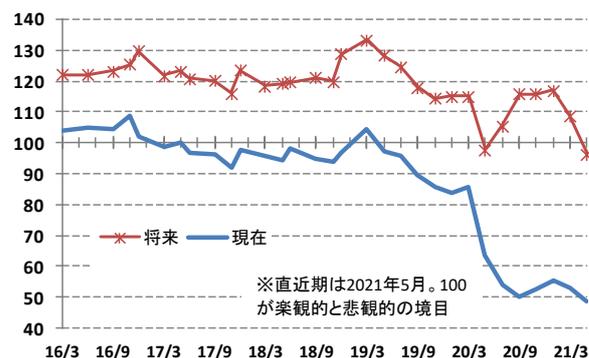
固定資産投資：設備投資は底堅い動きが続く

消費者と同様に、企業のマインドも足元で悪化している。企業マインドを表すPMI（Purchasing Manager's Index、購買担当者景気指数）³をみると、製造業（3月55.4→4月55.5→5月50.8）とサービス業（54.6→54.0→46.4）は、いずれも低下した。ただし、緩和的な金融環境や後述する堅調な輸出を背景に、昨春のコロナ感染拡大第1波発生時と比較すると小幅な低下に止まっており、今後速やかな改善が見込まれる。

こうした中、企業の設備投資は比較的底堅い動きを見せている。設備投資に関係の深い資本財の生産指数（1～3月期前期比+6.7%→4月前月比+1.1%）は4月も増加を続けた。一方で、建設投資関連財であるインフラ・建設用品の生産指数（+6.2%→▲4.6%）は、これまで急増からの一服感がみられた。ただ、政府の2021年度予算では、道路や鉄道などの交通、農村開発などのインフラ関連が前年度比で+35%と大幅に増加しており、建設投資需要は今後再び増加に転じることが見込まれる。

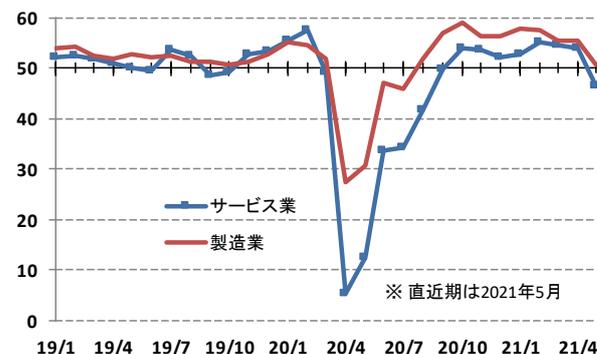
海外からの直接投資は、2021年1～3月期には81億ドルと、四半期ベースでは過去最高水準の200億ドル程度であった前2四半期（2020年7～9月期、10～12月期）から減少した。もっとも、インドが昨年開始した「生

消費者信頼感指数(ポイント)



(出所)CEIC

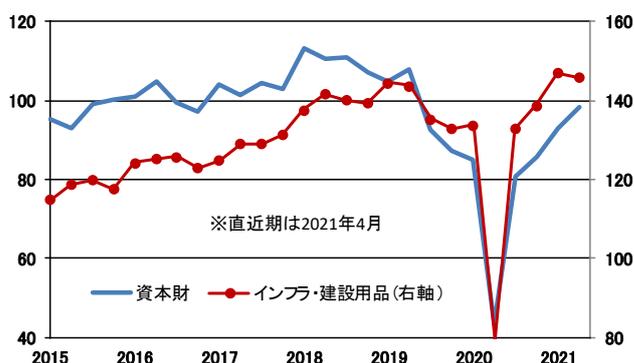
製造業・サービス業PMI(ポイント)



(出所)CEIC、IHSマークイ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

固定資産投資関連・生産指数(季調済、2011年度=100)



(出所)Department of Statistics (CEIC)

(注)季節調整値は伊藤忠総研試算。

² 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。

³ 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。

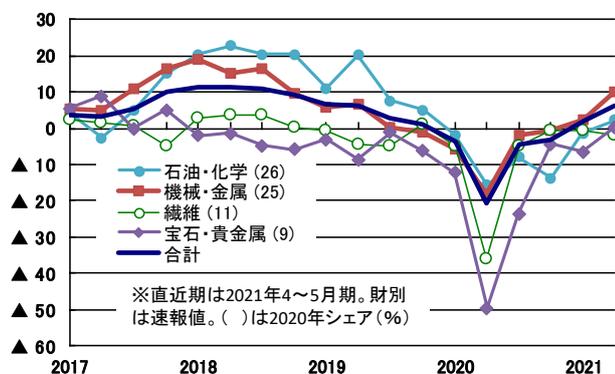
産連動型奨励制度（PLI、Production Linked Incentive Scheme）」⁴を受けて、台湾の鴻海やウィストロンなどの電子機器 EMS（受託製造サービス）が同制度に基づく生産拡大計画を進める⁵など、海外企業の活用意欲は引き続き強い。また、インド政府もその他分野も含めた投資計画の承認を加速、外資企業誘致に積極的なスタンスを崩していない。海外からの直接投資は、コロナ感染拡大第2波の収束に伴って、コンピュータ分野を中心に底堅く推移するとみられる。

貿易・通貨：財輸出は好調、貿易赤字縮小により通貨下落リスク和らぐ

輸出は大幅な増加が続いている。コロナによる歪みを排除するため、財輸出（通関ベース、ドル建て、名目）の動きを2年前からの年平均変化率でみると、2021年4～5月は+6.0%と前期（1～3月期）の+2.0%からプラス幅が拡大した。財別には、繊維（シェア11%、1～3月期2年前比年平均変化率▲0.4%→4～5月期▲1.9%）が減少幅を広げたが、機械・金属（シェア25%、+2.5%→+10.0%）のプラス幅が拡大し、石油・化学（シェア26%、▲1.3%→+2.3%）と宝石・貴金属（シェア9%、▲6.5%→+0.4%）は増加に転じた。

こうした中で、感染拡大第2波による個人消費の減少に伴い、4～5月期の輸入は前期（1～3月期）から幾分減少。上記の通り輸出は増加したことから、貿易赤字は縮小した。今後も個人消費が本格的に回復し始めるまでは、貿易赤字が比較的低位に抑えられることが見込まれる。このため、前述した海外企業の投資意欲が続いていることも加わり、当面は通貨ルピー安が進みづらい展開が続くだろう。

財別の輸出動向(2年前比年平均変化率、%)



(出所)CEIC

貿易収支(季節調整値、年率、億ドル)



(出所)CEIC

金融環境：金融当局による各種措置で悪化に歯止め

インド経済の重石となっている不良債権については、金融当局が経済への悪影響を軽減するために緩和的な政策をとったこともあり、2020年中はコロナ禍にもかかわらず概ね横ばいで推移した⁶。ただし、今後

⁴ 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。

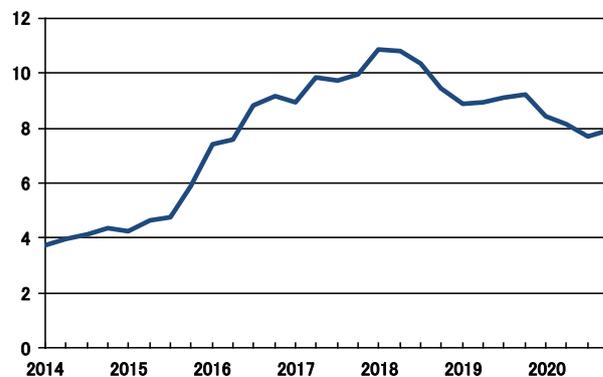
⁵ 台湾の鴻海精密工業／フォックスコン、ウィストロンはPLIの2020年10月に対象企業に選ばれ、合わせて2万人を新たに雇用した模様。また、同時に選ばれたペガトロンは2021年度に工場を稼働して、最大7000人を雇用する見通し。

⁶ 2020年中に不良債権が増加しなかったことの要因として、RBIの5月のアニュアルレポートでは資産区分が緩和されたことを挙げている。また、インドの地場格付け機関「CAREレーティング」は、5月に公表したレポートで金融機関のリストラや不

は、感染拡大第2波の影響も加わり、中小企業を中心とした経営悪化の増加は避けられない。2021年央にかけて不良債権は再び積み上がることで、貸し渋りなどの金融環境の悪化が再燃しやすい状況になる。

こうした中で、中央銀行は、中小企業向けの新たな融資救済措置に動いたほか、厳しい負担がかかっている医療産業向けの緊急資金供給を実施するなど、再び金融環境の緩和に動いている。さらに、不良債権の受け皿となる資産再建会社、いわゆる「バッドバンク」構想の動きも加速している。国営・民間銀行を中心とした金融機関が出資してバッドバンクを設立したうえで、まずは第1段階として金融機関が保有する約9,000億ルピー（1.3兆円、不良債権全体の10%程度）を移管する方向。一旦は身軽になった銀行による貸出態度の改善が期待される。ここで、バッドバンクが不良債権買い取る際、買い取り額の85%に対して発行する担保証券には政府保証が付与されており、必要に応じて不良債権売却損は財政支出で負担されることとなる。このほか、銀行への資本注入と国有銀行民営化などの各種措置も並行して進められる見込みである。金融システム動向は引き続き注視が必要ながら、政府・中銀は警戒感を持って機動的に各種措置を実施していることから、金融環境の悪化は歯止めが掛かることが期待できる。

不良債権比率(%)

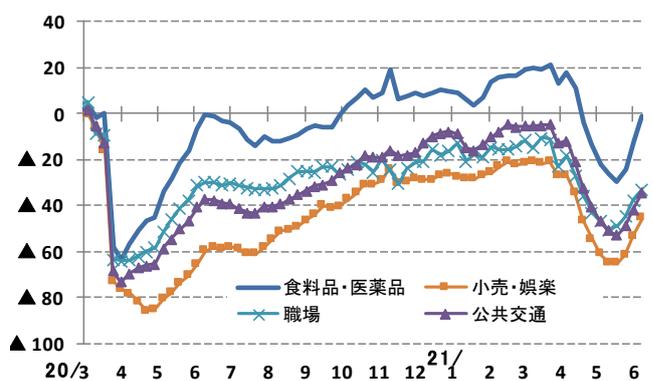


(出所)CEIC

景気見通し: 秋にはコロナ前の経済水準に達する見込み、ワクチン接種加速の実現性を注視

新型コロナの感染拡大第2波は5月以降に収束し、活動制限も解除されつつあることから、国内の経済活動は回復傾向にある。Google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、食料品・医薬品店への訪問数は既に概ね回復。小売・娯楽店訪問数も増加しており、制限解除が進むことで、夏場には感染第2波の前の水準に戻ることが見込まれる。また、職場への訪問数や公共交通の利用数も同様に回復傾向。2020年に在宅勤務の割合が増加したことを鑑みると、企業活動はより早く正常化するとみられる。

インド国内の出入(平時からの増減率、%)



(出所)Googleのデータをもとに伊藤忠総研作成

(注)2020年1月3日～2月6日の訪問・利用数の中央値を平時の活動量としている

今後は、国内の経済活動が正常化に向かう中で、当面の間は、個人消費も同様のペースで回復することが見込まれる。その後、秋口にはコロナ感染拡大への不安感が薄れ、消費者マインドが改善することで、耐久消費財への繰越需要が再び強まり、個人消費の回復に弾みがつくだろう。こうした中、政府によるインフラ整備が景気を支え、中央銀行による緩和的な金融環境も企業の設備投資を押し上げるとみられる。ただし、感染第2波による4～6月期の経済の落ち込みは大きく、コロナ前(2019年)の経済水準に再び達

良債権償却の進捗により不良債権が減少しているとしている。

するのは、2021年の秋ごろになる可能性が高い。これらを踏まえると、2021年度（2021年4月～2022年3月）の成長率は、2020年度の落ち込み（前年比▲7.3%）をカバーし、前年比で+9%程度で着地すると見込む。

以上は標準的なシナリオに沿ったインド経済の見通しだが、今後注意すべき最も大きなリスクとして、コロナ感染拡大第3波の発生が挙げられる。インド政府は、感染再拡大を防ぐためにワクチン接種を加速させている。5月には18歳以上の国民全員を対象とするワクチン接種プログラムを開始し、7月以降は1日あたりの接種回数を1000万回まで急増させていく方針である。このペースが達成できれば、2回のワクチン接種完了の人口割合は毎月10%程度増加する。既に相当の人々がコロナウイルス抗体を保有しているとみられる（インド政府は人口全体で20%程度と推計）ことも踏まえると、年内には集団免疫を獲得する計算となる。他方、この接種ペースを実現するためには毎月約3億回分、半年で約18億回分のワクチンが必要となる中で、インド政府は、ロシアを中心とした海外からのワクチン確保に加え、国内の製薬会社に8月から12月の間に約20億回分のワクチンを製造させる計画を立てている。しかしながら、同計画の主な担い役である「セラム・インスティテュート・オブ・インディア（SII）」と「バーラト・バイオテック（Bharat Biotech）」は、製造能力を現状の数倍増強させることが必要⁷となり、その実現性は未知数である。また、新たに登場

する複数のワクチンは、治験終了までにまだ相応の時間がかかるとの見方が多い。当面は、ワクチンの在庫不足により接種ペースが抑制され、感染再拡大リスクが残存する時期が続くと見ておくべきであろう。

ワクチン製造計画(8-12月)

企業名	ワクチン名	数量(億回分)	備考
SII	Covishield	7.5	5-7月中に1.1億回分製造
	Novavax	2	承認待ち
Bharat Biotech	Covaxin	5.5	5-7月中に0.5億回分製造
	BB Nasal	1	治験1-2段階目
Bio E	-	3	治験3段階目
Zydus Cadila	- (DNA vaccine)	0.5	治験3段階目
Gennova	- (mRNA vaccine)	0.6	治験1-2段階目
合計		20.1	

(出所)インド政府、各種メディアをもとに伊藤忠総研作成

⁷ メディア情報を基にすると、6月時点の1月当たりのワクチン製造能力は、SIIが6500万回分、Bharat Biotechが2000万回分とみられる。政府の求めるワクチン製造計画達成のためには、それぞれ2億回分、1.3億回分の製造能力が必要となる。