

インド経済：コロナ感染再拡大とインフレ圧力の強まりが重石

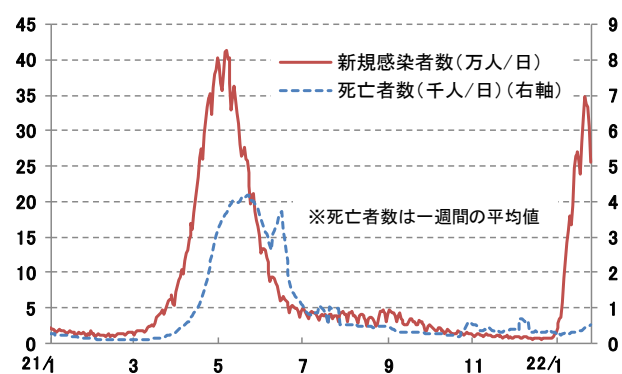
インドでは、2021 年末以降にコロナの感染が再拡大した。活動・移動制限の強化によって国内の人出は減少しており、景気回復の重石となっている。ただ、感染者は軽症である場合が多く、昨年と比べると国内の混乱は小さいとみられる。消費者マインドへの影響が大きい雇用情勢もさほど悪化しておらず、感染収束に伴って個人消費は回復基調を取り戻すだろう。また、政府による積極的な投資誘致とインフラ投資により、固定資産投資への需要が高まることも期待できる。一方で、需要の高まりと国内外での供給制約、商品価格の上昇が相まって、インフレ圧力が強まりつつある。このため、インド準銀(RBI)は 2022 年前半にも利上げに踏み切ることとなり、秋口には内需拡大に減速感が出始めると予想する。これらを踏まえると、2022 年度(2022 年 4 月～2023 年 3 月)の実質 GDP 成長率は、年度前半に前年比+10%台半ばまで高まった後、年度後半には+5%程度まで減速し、年度を通じては+8%台後半で着地する見通しである。

新型コロナ状況：感染急拡大で人出減少、国内混乱は昨年より小さい

インドでは、2021 年末以降、オミクロン株を中心に新型コロナの感染が再拡大した。足元では 1 日当たりの新規感染者数は 30 万人超となり、昨年のデルタ株による感染拡大時に迫る勢いである。こうした状況を受けて、インドの各州では、夜間外出禁止や各種施設の一時閉鎖などの活動・移動制限措置が再開。デリーでは、週末の外出禁止や民間企業に対するオフィスの一時閉鎖指示を出すなど、活動規制が一層強化されている。ワクチン接種完了率はまだ 50%程度と十分でないもとで、2 月以降の地方選挙が感染拡大のきっかけになるリスクがあり予断を許さない状況にある。

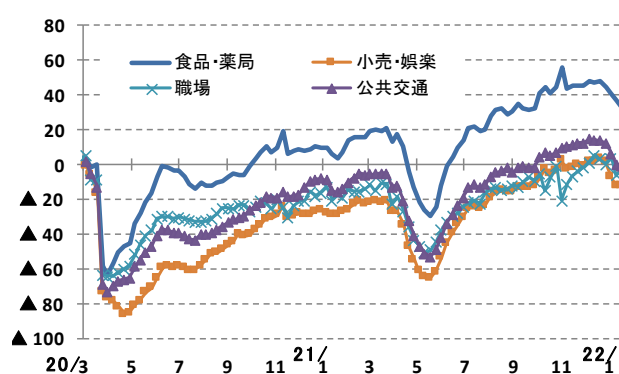
ただ、感染者の多くは自宅療養で回復しているとされ、国内の混乱は昨年の感染拡大時と比べると小さい。小売・娯楽施設や職場への訪問数などの人出をみても、昨年 12 月対比で概ね 15%程度減少しているが、昨年 5 月の減少幅と比べると小さい。また、新規感染者数の増加は首都圏を中心にピークアウトの兆しがあり、2 月には感染拡大が収束するとの見方も出始めている。

新型コロナの新規感染者数と死亡者数



(出所)CEIC

インド国内の人出(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

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:経済水準は2021年7～9月に概ねコロナ前へ回帰

現時点で最新となる2021年7～9月期の実質GDP成長率を振り返ると、コロナ・ショックによる歪みを除いた2年前との比較では、年平均で+0.2%となった。デルタ株感染拡大で大幅なマイナスとなった前期(4～6月期)の▲4.7%から持ち直し、概ねコロナ前の経済水準に回帰した。

主な需要の動向をみると、個人消費(2年前比:2021年4～6月期▲11.9%→7～9月期▲3.5%)のマイナス幅が大きく縮小したほか、固定資産投資(▲17.1%→+1.5%)は増加に転じ、輸出(+8.7%→+17.2%)の拡大は加速した。ただし、内需の持ち直しにより輸入(▲5.3%→+15.5%)が輸出の増加を上回るペースで回復したことから、輸出から輸入を減じた純輸出は成長率にマイナス寄与となった。

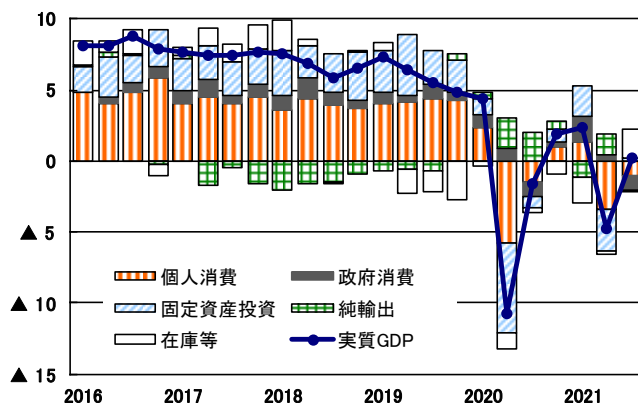
産業別では、国内需要の回復と活動制限の緩和を背景に、製造業(シェア17%、▲2.1%→+1.9%)と建設業(シェア8%、▲7.8%→▲0.1%)が改善。第3次産業は、金融・保健・不動産(シェア23%、▲0.8%→▲1.0%)の回復が遅れているものの、商業・ホテル・運輸・通信(シェア18%、▲16.5%→▲4.7%)や地域・社会・個人サービス(シェア18%、▲2.5%→+3.2%)など多くの業種が持ち直した。

個人消費:10月以降も消費者マインドは改善方向

2021年10月から12月にかけても、個人消費は回復を続けたとみられる。個人消費と関係が深い小売・娯楽施設への訪問数は、10～12月の平均では7～9月平均から20%ポイント近く改善した。また、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が楽観的と悲観的な境目である100を上回り、現在についての判断(2021年9月57.7→11月62.3)も上昇基調にある。内訳項目である「収入状況」の上昇が目立ち、雇用情勢の改善が寄与していると考えられる。

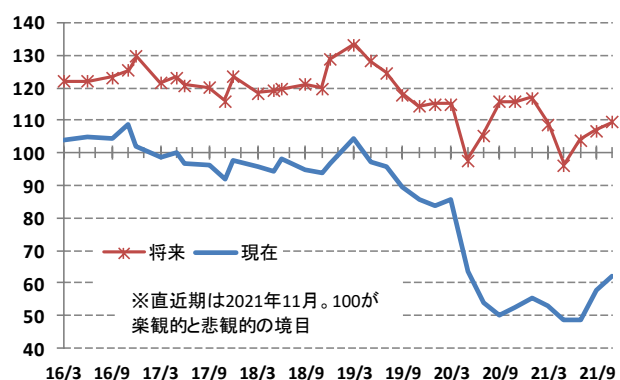
2022年入り後は、前述の通り、国内の人出が再び減少しており、個人消費は抑制されている可能性が高い。しかしながら、失業率(シンクタンクCMIE¹による試算)は、2021年のデルタ株による感染拡大時に13%程度まで急上昇したが、その後7%程度まで低下、2022年1月下旬でも同水準で安定推移している。後述する通り、企業マインドも良好であることから、雇用情勢はさほど悪化しておらず、消費者マインドの悪化には至っていないと期待される。そうであれば、感染収束後の消費の立ち直りは早いだろう。

実質GDP成長率(2年前比、年平均%)



(出所)Central Statistics Office (CEIC)

消費者信頼感指数(ポイント)



(出所)CEIC

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。

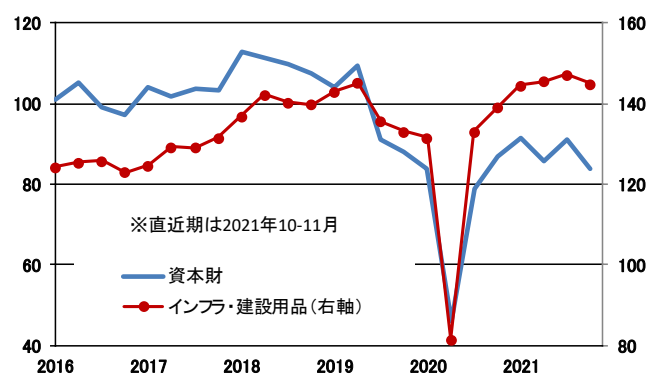
固定資産投資：一服感あるも、今後の投資増につながる動きが目立つ

固定資産投資は、2021年10月以降は回復に一服感がみられた。企業の設備投資に関係の深い資本財の生産指数は、10～11月が83.7と、7～9月の91.2からやや大きく低下した。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（7～9月147.3→10～11月145.0）も幾分低下しており、回復の勢いが鈍化する様子が確認できた。

しかしながら、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（7～9月53.8→10～12月56.3）とサービス業（52.4→57.3）は、いずれも10月以降は上昇傾向にあ

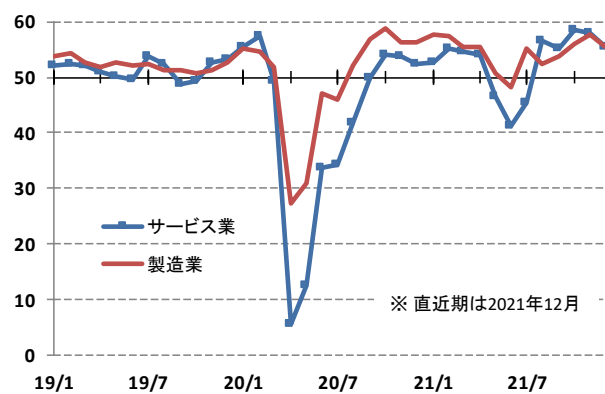
り、企業の設備投資が期待できる状況にある。また、海外からの直接投資は、2021年7～9月期には136億ドルと、前期（4～6月期）の176億ドルからは減少したものの、政府が推進するコンピュータ分野への投資は底堅く推移しており、今後も海外からの資金流入が続き、設備投資の底堅さにつながる事が期待できる。インド政府は「生産連動型奨励制度（PLI、Production Linked Incentive Scheme）」³を制定、台湾の鴻海やウィストロン、ペガトロンなどの電子機器EMS（受託製造サービス）が同制度を用いて最終的に3社合計で約650億ルピー（900億ドル程度）の投資を計画するなど、電子機器への投資を喚起している。さらに、インド政府は、電子機器以外でもPLIを進めている⁴ほか、半導体やディスプレイの産業誘致・育成計画⁵を7600億ルピーの予算規模で発表している。

固定資産投資関連・生産指数（季調済、2011年度=100）



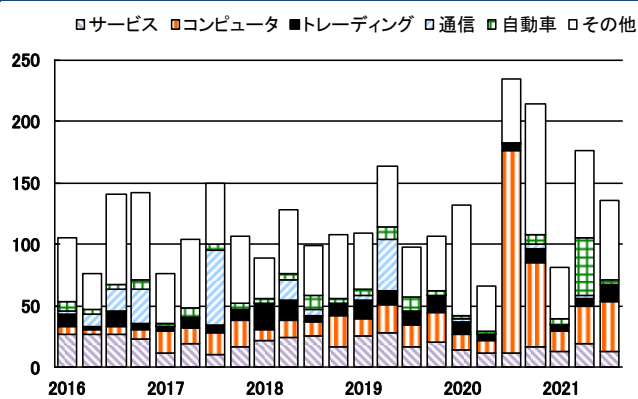
（出所）Department of Statistics (CEIC)
（注）季節調整値は伊藤忠総研試算。

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

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 同制度は、2020年4月に電子情報技術省から発表され、同年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。

⁴ 2021年11月には白物家電分野について42社の申請を承認したほか、自動車・同部品（5年間の予算総額約2600億ルピー）でも申請受付を開始。

⁵ PLIとは別に、半導体・ディスプレイ工場新設の投資コストの財政支援（50%上限）、半導体設計会社の順売上高の4～6%の奨励金供与（対象経費の50%上限）などのプログラムが実施される計画。

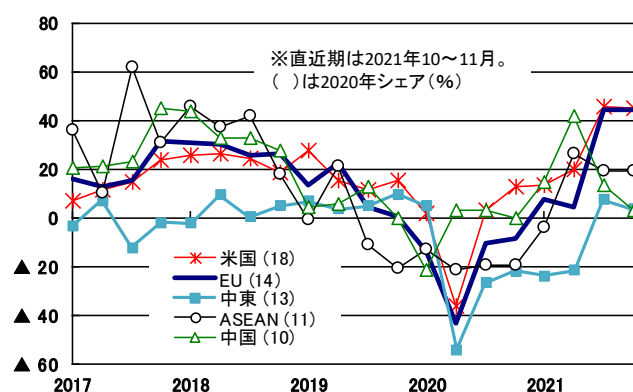
建設投資については、土地取得の滞りなどにより政府のインフラプロジェクトの遂行が遅れている⁶ことが回復鈍化の主因とみられる。ただ、モディ首相は2021年夏に100兆ルピー（1.35兆ドル）規模の国家インフラ計画⁷を打ち出す考えを表明している。2022年2月に発表予定の2022年度（2022年4月～2023年3月）暫定予算でも、高速道路インフラ向け予算などが増額される期待が高まる。また、国内外の民間企業からは、先行きの再生エネルギーや国内需要拡大を見込んで、発電所や製鉄所への投資計画が立て続けに発表されている⁸。引き続き土地取得の問題などは見込まれるが、堅調な需要を背景に回復基調は維持されるだろう。

輸出：米欧向けがけん引し財輸出の拡大続く

財（モノ）の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10～12月は+14.4%と、7～9月の+14.6%から概ね横ばいとなった。

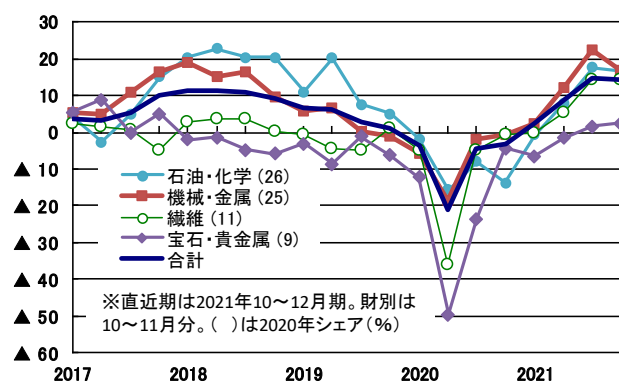
仕向け地別には、中国（2020年シェア10%、2年前比：2021年7～9月期+6.4%→10～11月+1.4%）の勢いが夏場以降落ちてきているものの、米国（シェア18%、+20.8%→+20.5%）とEU（シェア14%、+20.2%→+20.2%）が好調を維持して全体を押し上げている。財別には、機械・金属（シェア25%、+22.4%→+17.0%）が減速したが、石油・化学（シェア26%、+17.7%→+16.7%）と繊維（シェア11%、+14.2%→+14.3%）は好調を維持するなど、幅広い財での増加基調が続いている。

仕向け地別の輸出動向（2年前比、年平均%）



（出所）CEIC

財別の輸出動向（2年前比、年平均%）



（出所）CEIC

金融政策：先行きの利上げ観測高まる

インドではインフレ圧力が再び強まっている。2021年12月の消費者物価指数（CPI）は、前年同月比+5.6%と3か月連続でプラス幅が拡大し、インド準備銀行（RBI）の目標レンジ（+4%±2%）の上限に近づいた。さらに、変動が大きい生鮮食品とエネルギーを除いたベースでは、引き続き+6.0%前後の高水準

⁶ インド政府による2021年10月のレポートでも、1690プロジェクト中で539のプロジェクトが遅延しているとの報告。

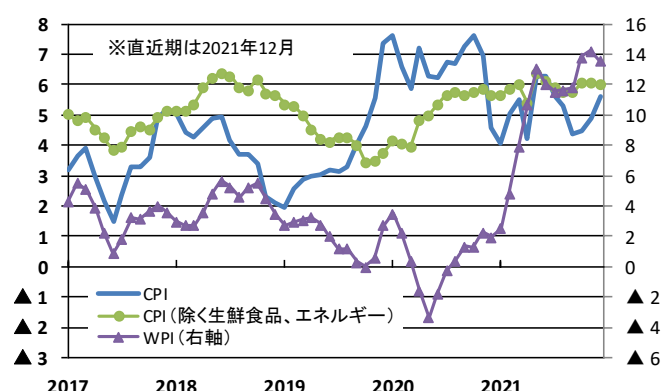
⁷ 8月15日の独立記念日の祝賀スピーチで表明。計画の詳細は明かさなかったものの、「インフラ基盤の構築により経済成長に道筋をつけ、雇用機会も生み出す」とした。

⁸ 大手財閥リライアンスが、1月に今後10年～15年間で5兆ルピーを再生エネルギーによる発電所建設と関連事業に投じる計画を発表した。海外企業では、日本製鉄がインド東部における製鉄所建設に1兆ルピー程度、ポスコが西部の製鉄所建設に3700億ルピーを投資する見込みである。

で推移している。そのうえ、卸売物価指数（WPI）は、工業製品と食品を中心に前年比で+15%近くまで上昇している。内需回復につれて、企業の商品価格への転嫁が一層進むことが見込まれる。

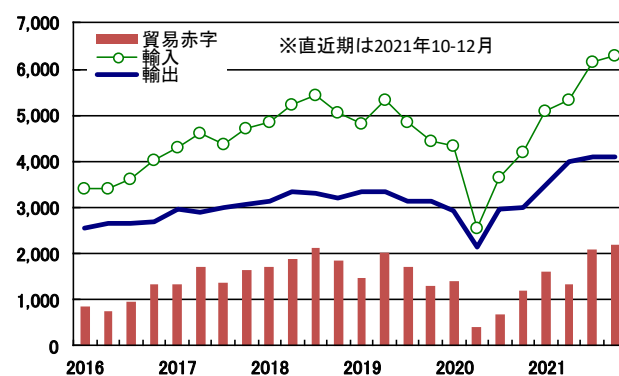
加えて、米国の金融引き締め観測が強まり、新興国からの資本流出が起りやすい状況のなかで、インドの貿易赤字は主要輸入品目である原油の価格上昇を主因に拡大、通貨ルピーの下落圧力は高まっている。インドの外貨準備高は財輸入額の10か月分超、短期対外債務の6倍弱に相当し、通貨急落への耐性は十分であとはいえ、RBIはルピー相場にも一層注意を払う必要があるだろう。このため、このままインフレ圧力が落ち着かない状況が続けば、RBIは2022年前半にも利上げを始めると予想する。

インドの物価(前年比、%)



(出所) CEIC

貿易収支(季節調整値、年率、億ドル)



(出所) CEIC

景気見通し: 22年度前半は高成長、金融引き締めにより秋口から内需拡大ペース鈍化

先行きのインド経済は、コロナ感染再拡大の強まり次第といえる。ただ、感染が集中してきた首都圏を中心に新規感染者数はピークアウトの兆しがあり、2月には感染拡大が収束する可能性が十分にある。このシナリオを前提とすると、足元で新規感染者は軽症の場合が多く、失業率等も上昇していないことから、景況感は今後も大きくは悪化しないと考えられる。

それでも2022年1～3月期の経済は、行動制限に伴う人出の減少により、個人消費を中心に前期（2021年10～12月期）から▲1%～▲2%程度の縮小を余儀なくされる見通しである。その結果、2021年度（2021年4月～2022年3月）の実質GDP成長率は前年比で+8%台後半で着地するだろう。

2022年度は、消費者マインドの改善と自動車などの供給制約の和らぎを受けて、個人消費は回復の勢いを取り戻す可能性が高い。また、インド政府の投資喚起策を背景にした海外企業による資金流入、政府による積極的なインフラ投資などにより、企業の設備投資と建設投資は底堅く推移するだろう。依然残る不良債権問題については、政府・中銀が注意深く対応することで金融環境の悪化につながらず、内需回復の足を引っ張ることはないと思込む。ただ、インフレ圧力の燦りを受けてRBIによる金融引き締めが実施されることにより、2022年度後半頃から2023年度にかけて内需の拡大ペースは緩やかに鈍化する見通しである。これらを踏まえると、2022年度前半は前年の反動もあって前年比+10%台前半まで成長率を高めた後、年度後半には+5%程度まで減速し、年度を通じては前年度に続いて+8%台後半の成長率になると予想する。

上記は標準的なシナリオに沿った見通しであるが、コロナ感染拡大が長期化するリスクに加え、インフレ圧力が想定以上に強まる可能性があることにも注意が必要である。インドは資源だけでなく多くの原材料を輸入していることから、商品価格の上昇には影響を受けやすい。また、コロナ禍で設備投資やインフラ投資が進んでこなかったことから、財に対する繰越需要が発生した際にすぐには供給を増やせないことが見込まれる。景気回復の途上にあるインドで、RBI がすぐにインフレ抑制に本腰を入れることが出来るかも不確実である。2022 年度のインド経済を見るうえで、インフレ圧力が長期化し、消費者マインドの悪化につながらないかは大きな注目点となるだろう。