

2021年4月28日 全8頁

インド経済：先行き不透明感が強まる

急回復から一転、内需の悪化が懸念される

経済調査部 エコノミスト 増川 智咲

[要約]

- 2020年後半のインド経済は、内需主導で目覚ましい回復を遂げた。新型コロナウイルス感染拡大の抑制と活動制限の緩和による人出の回復と、政府によるインフラ投資の加速が背景にある。しかし、2021年に入ってから景気回復の持続性に不透明感が強まっている。「繰越需要」が一段落したことで、所得・雇用環境の改善が足踏みしていることがその原因である。
- 2021-22年度（2021年4月-2022年3月）のインドの実質GDP成長率は、前年度の反動もあって前年度比+11.1%と予測しているが、コロナ禍の影響が出る直前の2019-20年度と比較すると、+2.5%の低い成長率にとどまる。景気回復の加速が見込めない背景には、感染の再拡大と財政拡大・金融緩和余地の乏しさが挙げられる。
- インドでは、2021年4月からそれまでを上回るスピードで感染が拡大している。ワクチンの普及は遅れており、活動制限の強化に乗りだす州も現れた。財政支援が期待される中、インド政府は2021-22年度予算の中で、所得支援効果を持つ補助金を削減するとともに、財政赤字削減の方針をも提示した。高水準の財政赤字と一般政府債務残高を背景に、財政拡大の余地が限られているためだ。また、インフレ圧力の高まりから、中銀も利下げに動けず、手詰まり感が強い。これらを背景に、少なくとも2021年4-6月期の内需の悪化は避けられず、その後の回復ペースも緩やかなものとなる見込みである。

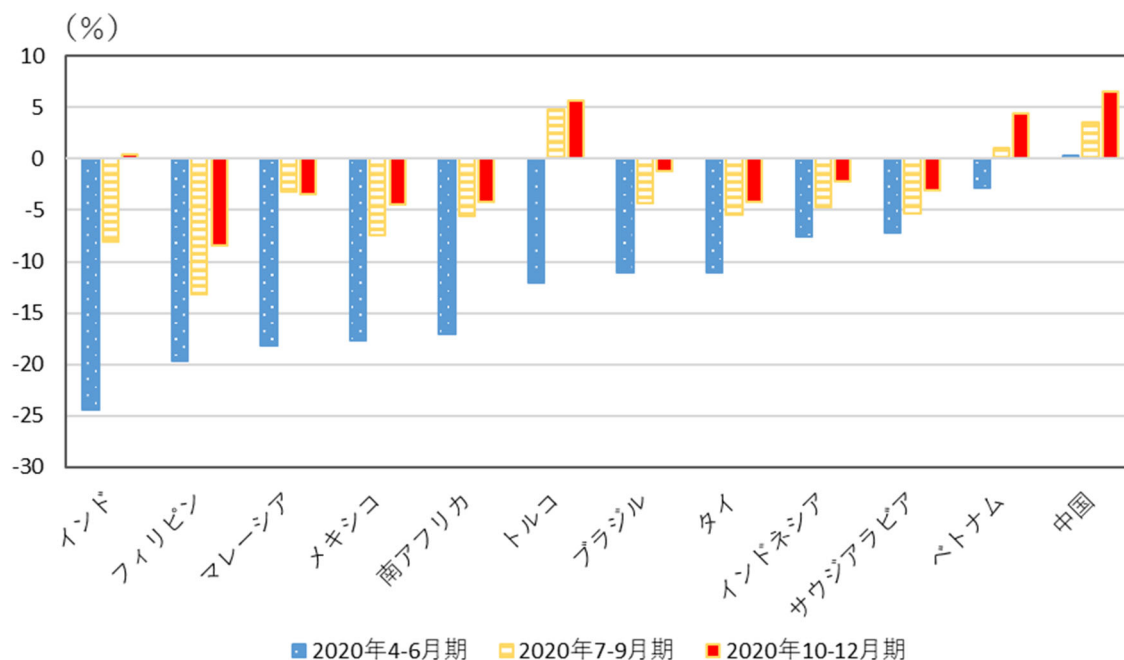
2020年後半のインド経済の目覚ましい回復

2020年後半のインド経済の回復は目覚ましかった。ロックダウン¹の影響を受けた2020年4-6月期の実質GDP成長率は、前年比▲24.4%と急落したが、7-9月期には同▲7.3%とマイナス幅が大きく縮小し、10-12月期には同+0.4%のプラス成長となった。図表1は、主要新興国の実質GDP（季節調整値）を新型コロナウイルス感染症拡大前の2019年10-12月期と比べたものである。主要新興国の中でも、2020年4-6月期のインド経済は大きく落ち込んだが、そこからの回復は目覚ましく、10-12月期にはコロナ前の実質GDPの水準を回復した数少ない国の一つと

¹ インドでは、2020年3月末から5月末までの約2カ月間にわたり全国規模のロックダウンが実施された。

なった。しかし、2021年3月半ば以降、インドでは感染が再び急拡大し、景気回復の持続性に対する不透明感が強まっている。本稿では、インド経済の急速な回復の背景と、その持続性について見ていきたい。なお、インドは4月から3月までの会計年度を採用しており、2020-21年度は2021年3月末で終了した。

図表1 主要新興国の実質 GDP 成長率（対 2019 年 10-12 月期）

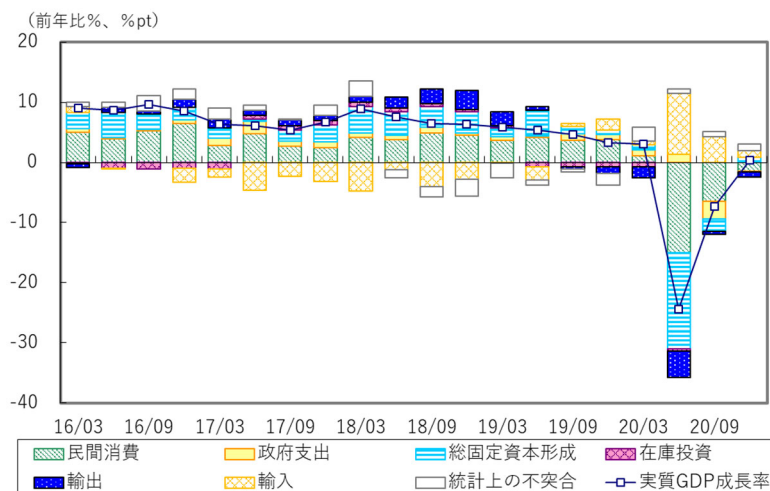


（出所）各国統計より大和総研作成

民間消費とインフラ投資が2020年後半の景気回復のドライバー

図表2は、インドの実質 GDP 成長率の需要項目別内訳である。ロックダウンが実施された2020年4-6月期、民間消費（前年比▲26.3%）と総固定資本形成（同▲46.4%）が主に成長率を押し下げた。しかし、10-12月期には民間消費（同▲2.4%）のマイナス幅は大きく縮小し、総固定資本形成に至っては同+2.6%とプラスに転じるなど大きく回復した。4-6月期に同▲22.0%と大きく減少した輸出も、10-12月期には同▲4.6%とマイナス幅が縮小したが、寄与度で見ると、内需の回復がより力強かったことが分かる。

図表2 インドの実質 GDP 成長率（需要項目別）



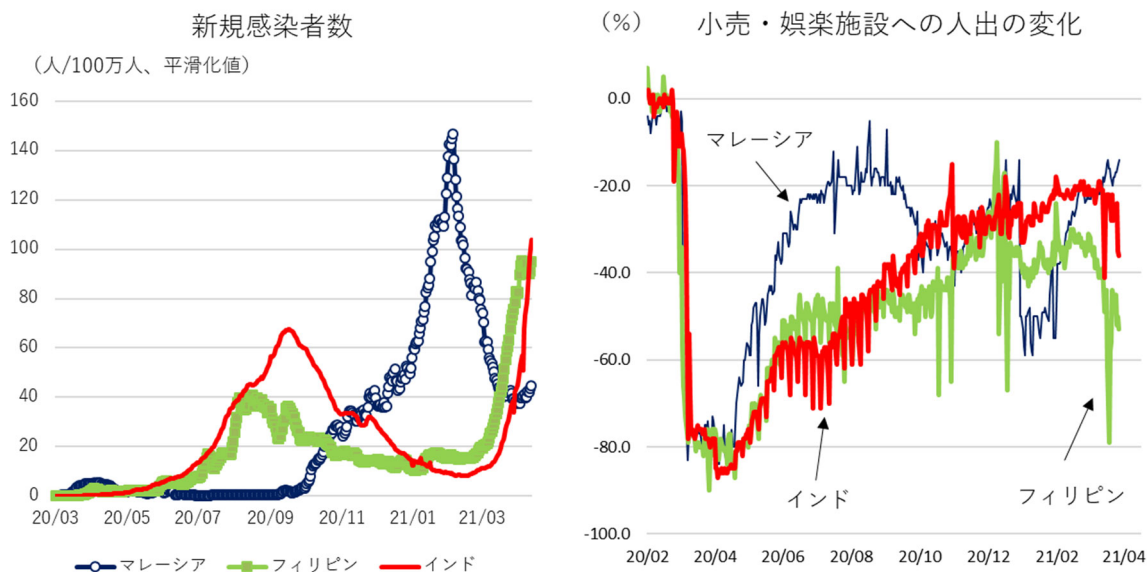
(出所) インド統計及び事業実施省より大和総研作成

内需の回復を後押ししたのは主に、感染症拡大ペースの鈍化と活動制限の緩和を背景とした人出の回復と、政府による積極的なインフラ投資であった。

まずは、新型コロナウイルス感染者数の推移を見ていきたい。人口密度の高さや公衆衛生の遅れから、インドでは2020年前半に感染が急拡大し、一時は世界でも最大規模の感染者数を抱える国の一つとなった。感染の拡大は、2020年6月に段階的な活動制限の緩和が実施された後も続き、経済コストに耐えきれず早期に活動制限の緩和に踏み切ったインド政府に批判が集まった。その後、2020年9月になると感染状況によりやく落ち着きが見られ始め、新規感染者数の増加ペースは年末にかけて鈍化した(図表3左)。この間、感染再拡大でロックダウンに踏み切る国々が世界中で増える中でも、インドは活動制限の大幅な強化を回避することができた。

図表3(右)は、インドの小売・娯楽施設への人出の変化を、フィリピン、マレーシアと比較したものである。フィリピン、マレーシアは、2020年3月にインドとほぼ同水準の厳格な活動制限を実施した国々である。その後、両国で制限の緩和が実施されたが、マレーシアでは2020年秋ごろから感染が再拡大したほか、フィリピンでも感染再拡大の兆候が見られたことで、活動制限の再強化を余儀なくされていた。これを見ると、秋以降、人出が落ち込んだフィリピン、マレーシアとは対照的に、インドでは緩やかながらも人出の回復が続いたことが分かる。活動制限のより一層の強化を回避できたことが、インドの人出の回復を後押しした。

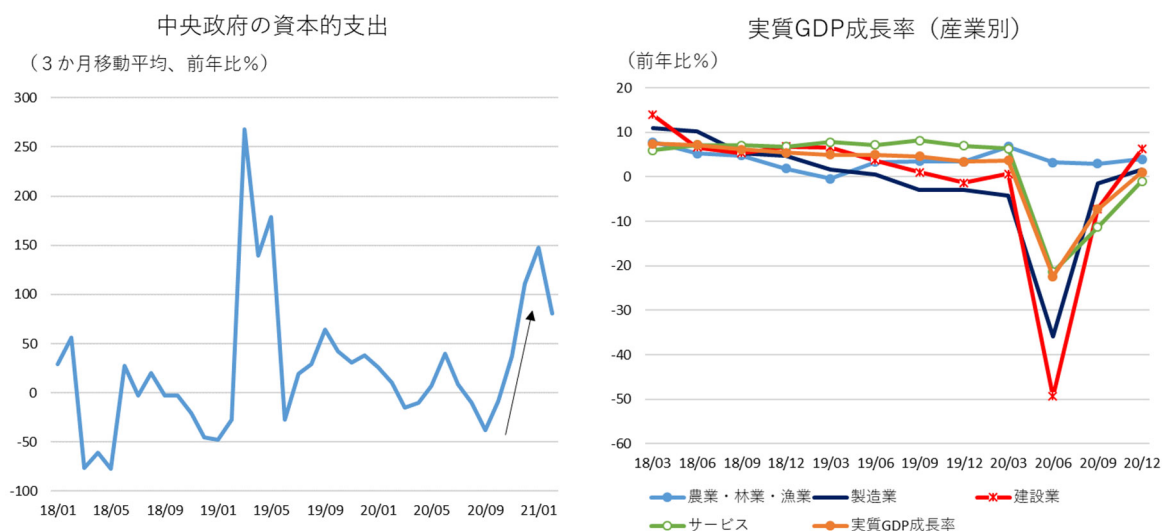
図表3 新型コロナウイルス新規感染者数（平滑化値）と小売・娯楽施設への人出の変化



(注) 右図は、小売・娯楽施設の利用者がコロナ禍前と比較してどの程度増減したかを表している。
(出所) Our World in Data、Google より大和総研作成

また、活動制限の緩和は、政府による積極的なインフラ投資も可能にした。2020年、インド政府は現金、食料給付といった緊急性の高い直接的な支援策に加え、インフラ支出を拡大させた。中央政府による資本的支出の伸び率を見ると、2020年9月から大きく上昇している（図表4左）。公共投資の増加は建設部門の回復を促し、成長率を押し上げた（図表4右）。

図表4 インド中央政府の資本的支出、インドの産業別実質GDP成長率



(出所) インド財務省、インド統計及び事業実施省より大和総研作成

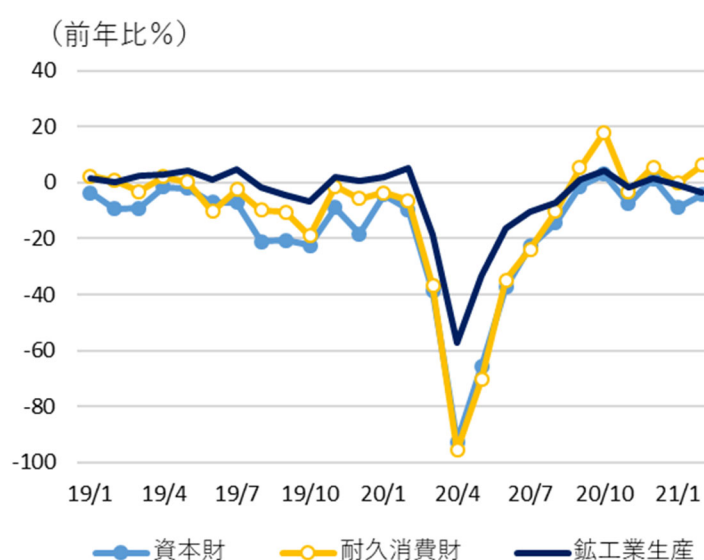
他方で、輸出依存度の低さから、外需回復がインド経済に与える影響は限定的であった。例えばインドは、国内産業保護や中国との政治的対立を背景に、中国を中心としたアジアのサプライチェーンに積極的に参加していない。そのため、いち早くコロナ禍からの回復を見せ始めた中国向けの輸出を伸ばすことで、製造業の回復につなげるシナリオが成立しにくかった。また、コロナ禍で在宅勤務の人口が増加したことで、世界的に需要の高まったコンピュータ等の電子機械の輸出シェアが小さい点も、インドが輸出主導の回復を遂げるのが難しかった背景の一つに挙げられる。

再び不透明感が強まったインド経済

2020 年後半に、内需主導でコロナ禍からの急回復を遂げてきたインド経済であったが、2021 年に入ると、その持続性に不透明感が強まり始めた。その理由として考えられるのは、繰越需要の一巡と、所得・雇用環境改善の足踏みである。

図表 5 は、インドの鉱工業生産統計を財別に見たものである。これによると、2020 年 4 月を底に耐久消費財と資本財は V 字回復を遂げたが、同年 11 月頃からその回復ペースに一服感が見られ、2020 年 11 月、2021 年 1 月の各指数は、前年比でマイナスの伸び率となった。これは、裁量的な消費の回復が調整局面に入り、企業の間で設備投資を手控える動きが強まり始めたことを示している。

図表 5 鉱工業生産（財別）



(出所) インド統計及び事業実施省より大和総研作成

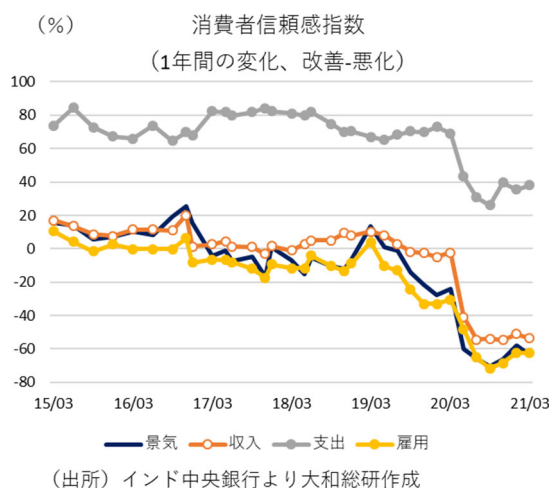
2020 年 6 月以降、活動制限が緩和される中で顕在化していた繰越需要は、年内にすでに一巡した可能性が高い。その後、旺盛な消費を維持することが困難であったのは、所得・雇用環境の

改善が進まなかった点が大きいと考えられる。インドでは人口の約 65%が農村で暮らしており、全労働者の約 40%が農業に従事している。農業従事者の大半が小規模の土地しか保有しておらず、一人当たりの生産性は低く、貧困層が多い。都市部に労働力を吸収する雇用の受け皿が不十分であるため、大量の労働力が生産性の低い農業セクターに滞留している形である。さらに、コロナ禍によって失職した都市部の出稼ぎ労働者が帰郷したことで、農村における困窮世帯は増加したものと推測される。また、都市部でも所得の回復がもたついている可能性が高い。インドでは非農業部門の雇用者の内、約 80%（2018 年）がインフォーマルセクターに属しているといわれている。インフォーマルセクターに従事する人々は社会的なセーフティーネットから漏れやすい。「雇用なき成長」といわれたインドにおける労働市場の硬直性が、コロナ禍からの所得・雇用環境の回復を妨げた要因と考えられる。

図表 6 は、インドの消費者信頼感指数で、1 年間前と比較して「景気」、「収入」、「支出」、「雇用」環境がどのように変化したのかを調査したものである。これを見ると、ロックダウンの影響で 2020 年春頃に急落した各指数は、感染拡大が一段落した 2020 年 9 月頃に下げ止まった後、ほぼ横ばいで推移していることが分かる。内需の急回復が見られた年後半も、消費者マインドの改善には至らなかった理由として、所得・雇用環境回復のもたつきが影響しているといえるだろう。

大和総研は、インドの 2020-21 年度の実質 GDP 成長率を前年比▲7.7%と推測している。活動制限の緩和後、景気の急回復が見られたことから、2020 年 10 月時点の予測（▲11.1%）から上方修正した。しかし、内需の完全復調にはまだ至っていない。

図表 6 消費者信頼感指数（改善－悪化）



2021-22 年度の見通し

2021-22 年度のインドの実質 GDP 成長率は、前年度比+11.1%と予測している。コロナ禍の影響が出る直前の 2019-20 年度と比較すると、+2.5%の成長率にとどまり、2015-16 年度からの 5 年間の年平均成長率が+6.4%であった点に鑑みると、非常に低い。2021-22 年度に、景気回復の加速が見込めない背景には、感染の再拡大と財政拡大・金融緩和余地の乏しさが挙げられる。

2021 年 4 月以降、インドでは再び感染拡大のペースが加速し、4 月 6 日には 100 万人当たりの新規感染者数が 2020 年 9 月のピークを超えた。これを受け、各州政府は相次いで夜間外出禁止令を発出したほか、感染拡大が深刻なマハーラシュトラ州政府は、週末のロックダウンに加え、製造業や生活必需品を取り扱う業種を除いて、営業の停止を命じた。感染状況は日を追うごとに悪化しており、今後、活動制限がさらに強化される可能性も否定できない。インド政府は、ワクチン生産と接種率の上昇に尽力しており、2021 年 4 月 19 日時点の接種率は 8.0%と他の新興アジア²と比較して高いが、同規模の感染者数を有するブラジル（同 11.7%）と比較すると決して高い接種率ではない。感染拡大の抑制と活動制限の大幅引き上げの回避が困難となれば、すでに弱含み始めていた所得・雇用環境をさらに悪化させ、内需を再び冷やすリスクがある。

このような中、政府による財政支援が期待されるころではあるが、民間消費を下支えするには力不足であるようだ。インド政府は 2 月に、大規模な財政出動が実施された前年度とほぼ同規模の 2021-22 年度予算を発表した。ただし支出の内訳を見ると、食料・肥料・燃料補助金が前年度比▲43.0%と大幅に減額された一方で、州政府への交付金（同+41.7%）やインフラ（道路・鉄道）投資（同+10.0%）が増額された。インド政府は、予算の柱としてインフラ投資やヘルスケア等を挙げており、それに沿った形となった。また政府は、2020-21 年度の財政赤字を GDP ▲9.5%、2021-22 年度には同▲6.8%と予測し、さらに 2025-26 年度までには財政赤字を同▲4.5%以下に縮小する計画を示した。

景気回復が力強さを欠く中で、政府が所得支援の規模を減らし、財政赤字削減の見通しを早期に提示しなければならなかったのは、インドの財政拡大余地が限定的である点が高い。インドは、他の主要新興国と比較して、高水準の財政赤字と一般政府債務残高を抱えている（図表 7 左）。政府債務の大半は国内で資金調達され、自国通貨建てであることから、為替レートの下落が実質的な債務返済負担を増加させる事態には陥りにくい。しかし、補助金といった形での支出増が、ポピュリズムに傾倒したバラマキと市場に認識され、財政赤字拡大の見通しが定着すれば、それが為替レートの下落につながり、輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力につながるリスクがある。

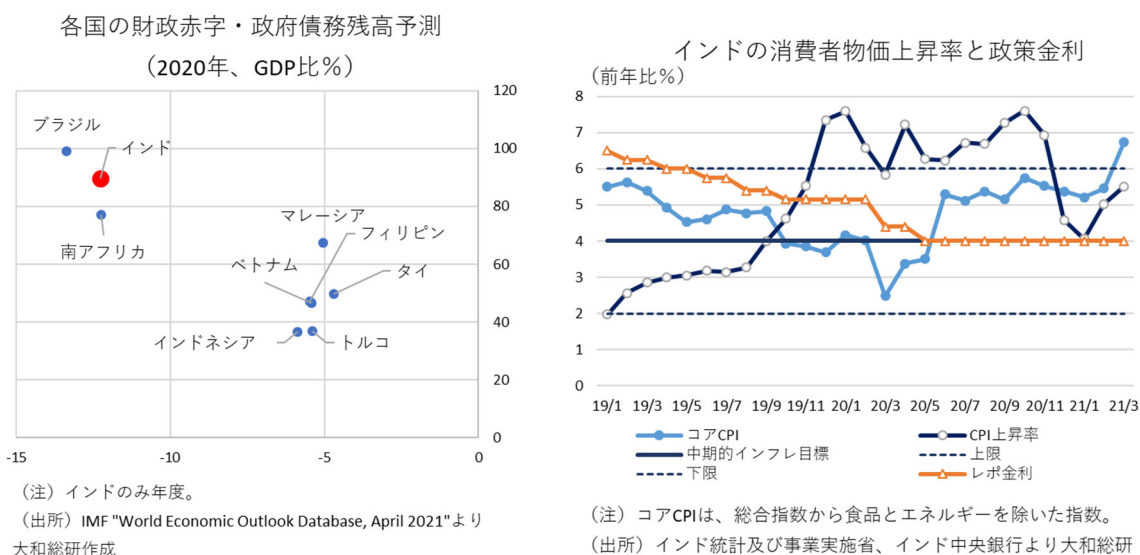
インドでは、2020 年以降、物価上昇圧力が高まっている。2020 年のインドの消費者物価上昇率は、食品を中心とした供給サイドの制約を背景に、中期的なインフレ目標（前年比 4%±2%）を上回って推移した（図表 7 右）。また、2021 年 2 月には、政府が国内産業保護を目的として、自動車・電子機器・家電製品の部品に対する関税率の引き上げを発表した。これが今後、最終財

² ワクチン接種率は、少なくとも 1 回ワクチンを接種した人が人口に占める割合。2021 年 4 月 19 日時点の各国公表値によると、インドネシアは 4.0%、マレーシアは 2.2%、フィリピンは 1.2%、タイは 0.8%。

の価格上昇につながる可能性が高く、2021年も引き続き物価上昇圧力が高まる見通しだ。中銀は利下げに動けない状況にあり、2020年5月に金融政策決定会合で緊急利下げを実施した後、5回連続で金利を据え置いた。今後も、物価の動向を注視していく模様で、金利は当面据え置かれる可能性が高い。今後もし、為替レートの下落による輸入物価の上昇で、利上げを迫られることとなれば、景気回復をさらに遅らせることとなる。

今後、予算の重点項目とされているインフラ投資に関しても、感染の再拡大と活動制限の引き上げが障害となり、執行が遅れる可能性がある。これらの点に鑑みると、政府による財政支援と中銀による金融緩和が、景気回復ペースを加速させる強力なドライバーとなる可能性は低い。

図表7 各国の財政赤字・政府債務残高予測と、インドの消費者物価上昇率



以上の通り、インド経済の先行きには不透明感が強まっている。インドでは、統計の整備が遅れていることから実体経済の状況をつかみにくい上、2021年4-6月期は前年度の反動で、発表される統計の数値は実体ほど悪くはならない可能性が高い。しかし、感染急拡大や活動制限の強化、ワクチン普及の遅れを背景として、特に2021年4-6月期は内需の悪化が進みそうだ。追加の景気対策や、中銀による利下げの可能性が低いことから、その後の回復も緩やかなものとなる公算が大きい。