

## インド、感染爆発のなかで政府・中銀は景気下支え強化も、行方は不透明

～財政、金融面でのリスク抑制には早期の事態収束の可否がカギを握るが、見通しは立ちにくい～

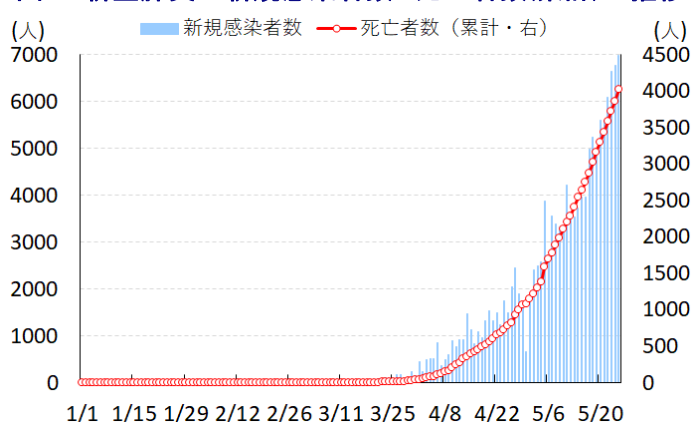
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 昨年末に中国で発見された新型コロナウイルスはパンデミックとなり、世界経済の減速は不可避である。インドは当初感染封じ込めに成功したかにみられたが、3月後半以降感染が拡大し、政府は全土での外出禁止令発動に動いた。しかし、強硬策にも拘らず感染は収まらず感染者数及び死者数はアジア最大となるなど感染爆発に直面している。政府は一部で規制緩和に動いているが、事態収束は大きく遠のいた状況にある。
- 外出禁止令の発動が3月末であり、1-3月の景気への影響は限定的とみられたが、3月は需給両面で大きく下押し圧力が掛かるなど、すでに景気は悪化していた。さらに、外出禁止令を受けて4月の企業マインドは急激に悪化した。制限延長により景気の底は見えなくなっている。当研究所は今年度のマイナス成長を予想したが、マイナス幅の拡大も懸念されるなど、モディ政権を取り巻く状況は一段と厳しさを増している。
- インドは双子の赤字を抱えるなど経済のファンダメンタルズが脆弱であるものの、政府及び中銀は様々な景気下支え策に動いており、一連の対策はGDP比で1割に達する。中銀は22日にも追加で緊急利下げに加え、債務モラトリアムの延長を決定した。財政状況の急速な悪化が懸念されるなか、先行きのインドには早期の事態収束に目途を立てると共に、景気下支え策の効果発現に向けた取り組みが求められる状況にある。

昨年末に中国で発見された新型コロナウイルス (SARS-CoV-2) を巡っては、パンデミック (世界的大流行) 状態となるなど世界的にヒトの移動を制限する動きが広がった結果、世界経済の減速が避けられなくなっている。他方、中国の後に感染拡大の中心地となった欧米先進国においては新型肺炎の感染拡大の動きがピークアウトを迎えており、足下では経済活動の再開など正常化に向けた動きが前進しつつある一方、感染拡大の中心地は新興国にシフトしている。医療インフラが脆弱であるなど感染爆発による医療崩壊に陥る可能性が高い上、今後季節が冬に移行する南半球の新興国における感染拡大は、感染収束を難しくさせることが懸念される。なお、インドについてはアジア新興国のなかでは新型肺炎の感染者の発見が比較的遅かったことに加え、政府が公表する感染拡大の動きも緩やかに推移していたため、初期の段階では感染封じ込めに成功しているようにみられた。しかし、3月末以降に感染者数が拡大傾向を強めたことを受けて、政府は3月25日から全土で

図1 新型肺炎の新規感染者数と死亡者数(累計)の推移

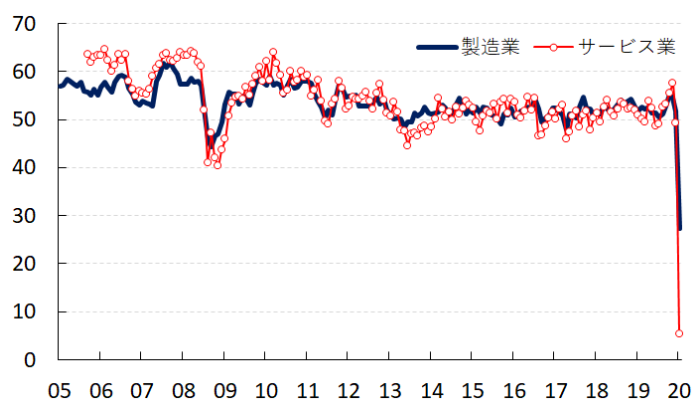


(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

3週間の自宅待機を要請する事実上の外出禁止令を発動したものの、折からの景気減速による都市部での失業拡大に加え、事前予告なしの唐突な発動を受けて地方への人口移動が加速したため、結果的に感染拡大を招いた。その後も宗教行事や大都市周辺のスラムなどがクラスター化して感染が拡大しており、政府は外出禁止令を度々延長する事態に追い込まれた。なお、4月末以降は感染リスクが低い地域を対象に制限を緩和する一方、その後も首都ニューデリーや最大都市ムンバイなど大都市を対象とする外出制限は今月末まで延長されるなど、2ヶ月以上に亘って封鎖が実施される展開となっている。こうした対応にも拘らず足下の感染者数は拡大傾向を強めており、累計の感染者数は14万人弱に達するほか、死亡者数も4000人を上回りともにアジア新興国で最大となるなど感染爆発状態となっている。他方、外出禁止令の長期化による経済への悪影響が顕在化していることを受けて、25日には一部で国内線の旅客航空便の運航が2ヶ月ぶりに再開されたほか、一部の工場で生産が再開されるなど経済活動の正常化に向けた動きが進みつつある。ただし、足下の状況は規制緩和による感染拡大の『第2波』に直面しているとみられるなか、事態収束は大きく遠のいていると捉えることも出来よう。

なお、上述のように事実上の外出禁止令は3月末に実施されたほか、3月後半までは政府公表ベースの感染者数の動向も落ち着いた推移をみせていたため、新型コロナウイルスに伴う1-3月の景気動向への影響は限定的なものとみられた。しかし、3月の鉱工業生産は前年比▲16.7%と大幅マイナスとなるなど急速に下押し圧力が掛かっており、基準年変更など諸要因があるため単純比較は難しいものの、過去に遡って最も大きいマイナス幅となるなど3月の生産活動には過去に例をみない下押し圧力が掛かった様子がうかがえる。さらに、昨年はノンバンクセクターを中心に金融セクター全体で流動性を巡る懸念をきっかけに自動車販売に大きく下押し圧力が掛かる一方、年明け直後にかけて底入れが進む動きがみられたものの、3月の自動車販売台数は前年比▲61.1%、二輪車販売台数も同▲39.8%とともに再び下押し圧力が強まっている。よって、政府及び中銀（インド準備銀行）は1-3月の実質GDP成長率について比較的底堅い動きが続いたとの見方を示していたものの、現実には需給両面で大きく下振れしたと判断することが出来る。さらに、3月末以降の全土での外出禁止令を受けて幅広い分野で経済活動が停止状態に追い込まれたことを受けて、4月の企業マインドは総じて悪化して過去に類をみない水準に落ち込んでいる上、なかでもサービス業PMIは5.4とい

図2 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

う『とんでもない』水準となっている。上述のように政府は4月末に感染リスクの低い地域を対象に規制を緩和するなど、経済活動の一律停止といった措置の解除に動いているものの、一方で感染収束の見通しが立たない事態に陥っており、結果的に経済活動もままならない状況となるなど、足下においても景気の『底』がみえない展開となっている可能性は高い。なお、当研究所は今月に定例の経済見通しの改定を実施しており、インドの今年の経済成長率が前年比▲3.3%と約40年ぶりのマイナス成長に陥る

と予想している（詳細は20日付レポート「[グローバル経済見通し](#)」をご参照下さい）。しかし、足下では想定以上に景気の底が深くなる可能性が高まっていることに加え、その後の回復の足取りも見通しが立ちにくい状況にあることを勘案すれば、マイナス幅が一段と下振れすることも懸念される。年明け直後に米調査会社のユーラシア・グループが発表した2020年版の「世界10大リスク」では、インドが「モディ化されたインド (India gets Modi-fied)」として取り上げられるなど、政治・経済の両面で困難が待ち受ける可能性が指摘されたが（詳細は1月7日付レポート「[今年のリスク](#)」に挙げられたインド・モディ政権が直面する内憂外患」をご参照下さい）、新型コロナウイルスの感染拡大を受けた経済状況の急速な悪化を受けてモディ政権は極めて厳しい立場に立たされていると言えよう。

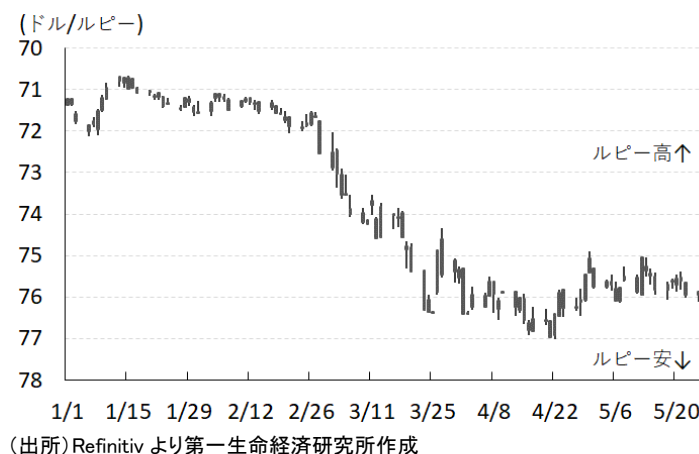
インドを巡っては、慢性的な財政赤字と経常赤字の『双子の赤字』を抱えるなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱である問題を抱えるが、モディ政権は全土での外出禁止令の発動に併せる形で感染予防と貧困層支援を目的に総額1.7兆ルピー（GDP比0.8%）規模の景気刺激策の実施を発表した。その後も新型コロナウイルスの感染拡大を受けて経済状況が一段と悪化したことを受けて、ここ数年は国営銀行を中心とする銀行セクターの不良債権問題を理由に資金繰りに窮する展開が続いてきた中小・零細企業を支援する観点から、無担保融資の拡充や一部の減税などを実施する方針を明らかにした。また、中銀は3月末に政府による外出禁止令発表に歩を併せる形で緊急利下げを実施したほか、企業の資金繰り支援の観点から流動性供給を拡大する方針を打ち出した（詳細は3月27日付レポート「[インド中銀、新型コロナウイルス対応で緊急利下げを実施](#)」をご参照下さい）。その後も先月17日には、銀行が抱える余剰資金の掃き出しによる融資促進を目的に短期金利の下限に当たるリバース・レポ金利のみを25bp引き下げたほか、『的を絞った対策』として各金融機関が投資適格債やコマーシャルペーパー（CP）などを購入することを条件に長期のレポオペなどを通じて最大5000億ルピー相当の流動性を金融市場に供給する決定を行った。さらに、先月27日には投資信託を巡る資金繰りを支援する観点から、最大5000億ルピー規模の特別流動性ファシリティを創設することを発表するなど、資金繰り支援に万全を期す構えをみせた。結果、政府及び中銀による一連の景気下支え策を併せると総額で20兆ルピー（GDP比10%）に及んでおり、財政状況の急速な悪化は避けられなくなっている。こうしたなか、中銀は来月初めに予定されていた定例の金融政策委員会を22日に前倒しで実施するとともに、政策金利であるレポ金利を40bp引き下げて4.00%と過去最低水準としたほか、リバース・レポ金利も40bp引き下げて3.35%とする緊急利下げに踏み切った。会合後に記者会見に臨んだ同行のダス総裁は、同国経済について「需要鈍化と供給混乱が重なり上半期の経済活動は抑制される」とした上で、「様々な不透明要因を勘案すれば2020-21年度の経済成長率はマイナスとなる」とマイナス成長になるとの見通しを示す一方、「年度後半以降は成長の勢いがやや増す」との見方を示した。その上で、先行きの政策運営については「成長見通しにはリスクが最も深刻になるとの認識を織り込んでおり、インフレ率が年内に中期目標（4%）を下回る水準に鈍化すれば対応余地が広がる」との見方を示すなど、追加利下げに動く可能性に含みを持たせた。また、3月の緊急利下げの際に打ち出された企業部門による運転資金借入などのローンの返済及び利払いの3ヶ月間のモラトリアム（返済猶予）について、当該措置を3ヶ月延長（計6ヶ月）することを決定した。こうした対応は資金繰りに苦しむ企業部門には救いとなる一方、現時点では新型コロナウイルスの収束の目途が立たないなかで事態が一段と悪化すればさらなる対応を求められる可能性があるほか、不

良債権問題が一段と深刻化することも懸念される。なお、中銀による利下げ及び流動性供給による資金繰り支援などを受けて、足下の長期金利は低下傾向を強めるなど一定の効果を挙げている一方、通貨ルピー相場は先月末に最安値を更新した後は底入れしたものの、安値圏で推移するなど資金流出圧力がくすぶる展開が続いている。先月末には英米系格付機関のフィッチ・レーティングスが財政状況の急速な悪化を理由に将来的な格下げ実施を警告する動きもみら

れ、仮に同社が格下げを実施すれば「投資不適格（投機的水準）」となるなど海外投資家からの評価に影響を与える可能性もある。足下の国際金融市場では、米F R B（連邦準備制度理事会）を中心とする全世界的な量的緩和政策を背景とする『カネ余り』に加え、主要国による経済活動の再開への期待も重なり活況を取り戻す動きもみられるが、新興国を巡る問題の行方は新たなリスク要因となり得る。インドについては、如何に早期に感染収束の目途を立てられるか否か、その上で供給サイドに偏る景気下支え策の対象を需要サイドにも広げられるかが今後の景気動向のカギを握ると言えよう。

以 上

図3 ルピー相場(対ドル)の推移



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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。