

インド「投資適格級」を維持出来るか否かは新型肺炎の動向次第

～感染拡大が続くなかで政府は経済活動再開に動かざるを得ず、インド経済は厳しい岐路に立たされる～

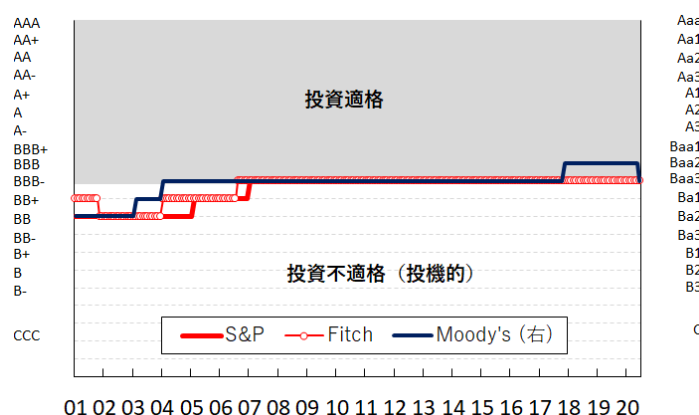
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 今月1日、ムーディーズ社はインドの長期信用格付を「投資適格級」のうち最も低い Baa3 に引き下げるとともに、見通しを「ネガティブ」に維持するなどさらなる格下げに含みを持たせた。同社は一昨年モディ政権の構造改革を期待して格上げしたが、昨年の総選挙を前に期待が剥落し、足下の新型肺炎を巡る状況を受けて格下げに踏み切った。同社は将来的なインドの成長力低下を追加格下げに含みを持たせる理由としている。
- 他方、S&P社は BBB マイナスに据え置くとともに、見通しも「安定的」を維持した。短期的な景気及び財政動向についてはムーディーズ社ともそんな色ない程度の悪化を見通す一方、来年度以降の景気回復と長期的なインド経済の優位性の高さを信頼して格付を据え置く姿勢をみせた。ただし、その前提は新型肺炎の早期収束による経済活動の再開であることを勘案すれば、新型肺炎の動向がカギを握る重要なポイントと言える。
- インド国内の新型肺炎の感染者数は累計で 27 万人を上回るなどアジア新興国のなかで図抜けている。他方、長期に亘る外出禁止令を受けた景気減速に直面しており、モディ政権は感染収束の見通しが立たないなかで経済活動の再開に動いている。WHO は足下の状況は感染爆発ではないとするもその可能性を否定しない困難な事態にあるなか、インド経済は極めて厳しい岐路に立たされていると判断することが出来よう。

今月1日、米格付機関のムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ社」）は、インドの外貨建及び内貨建の長期信用格付を1ノッチ引き下げ、「投資適格級」のなかで最も低い「B a a 3」とする決定を行ったほか、先行きの見通しについて「ネガティブ」を維持するなど、さらなる格下げ実施の可能性に含みを持たせる姿勢を示した。ムーディーズ社を巡っては、2017年にモディ政権による構造改革の取り組みを評価して約14年ぶりとなる格上げを実施し、主要格付機関のうち唯一「投資適格級」のなかで下から2ノッチ目とするなど高評価を与えていた（詳細は2017年11月20日付レポート「[ムーディーズが約14年ぶりにインドの格上げを決定](#)」をご参照下さい）。しかし、その後のモディ政権の政策運営は昨春の総選挙を前に『バラ撒き』姿勢を強めたことに加え、構造改革が行き詰まるなかで銀行セクターを巡る不良債権問題が同国経済の足かせとなる動きが一段と深刻化するなど、ムーディーズ社による期待に反する展開が続いてきた。

図1 主要格付機関のインドの外貨建長期信用格付の推移



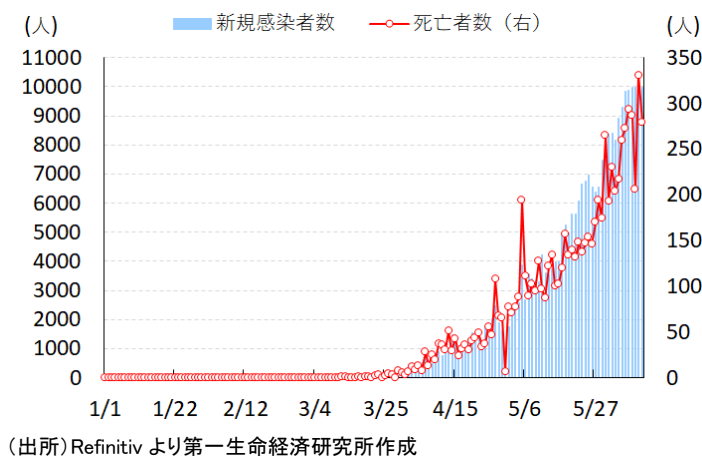
(出所) 各社ホームページなどより第一生命経済研究所作成

こうした事態を受けて、昨秋にムーディーズ社は将来的な格下げ実施を意味する見直し引き下げ（「安定的」→「ネガティブ」）を行っており（詳細は昨年11月8日付レポート「[ムーディーズ、インドの格付見直しを「ネガティブ」に引き下げ](#)」をご参照下さい）、いつ格下げが実施されてもおかしくない状況となっていた。なお、今回の格下げについてムーディーズ社は「政策当局によるによる構造改革の実現が厳しくなっているほか、著しい財政状態の悪化と金融セクターを取り巻く状況を反映したもの」としたほか、「景気減速リスクの低減に向けた効果的な政策対応が困難になっている」との見方を示すなど、同国経済が厳しい状況に置かれていることを理由に挙げた。その上で、先行きの景気及び財政状況について「新型肺炎の感染拡大に伴う都市封鎖措置の影響で今年度(2020-21年度)の経済成長率は▲4.0%、年度末時点の公的債務残高はGDP比84%になる」との見通しを示した。さらに、中長期的な動向について「金融セクターのリスクなどが潜在成長率の足かせとなり、民間投資の低迷や雇用創出力の低下などを受けて成長率は以前に比べて低調な推移が続く」とするなど、先行きのインド経済の成長力の低下を懸念する考えをみせた。

一方、10日に米格付機関のスタンダード・アンド・プアーズ・グローバル・レーティング（以下「S & P社」）は、インドの外貨建及び内貨建長期信用格付を「投資適格級」のなかで最も低い「BBBマイナス」に据え置くとともに、見通しも「安定的」に維持するなど、将来的な格下げ実施の可能性を否定した格好である。今回の決定についてS & P社は「長期的な経済成長を巡るリスクは高まっているが、現在進行中の構造改革が進捗すれば成長率は他国に先駆けて維持される」との見方を示したほか、「来年以降には経済及び財政状況が回復に向かう」との先行きの回復期待を織り込んだものと判断出来る。その上で、当面の景気及び財政状況については「今年度の経済成長率は▲5.0%、年度末時点の公的債務残高はGDP比80%以上になる」などムーディーズ社同様に厳しい見方を示したものの、「来年度の経済成長率は+8.5%に回復する」と早期の景気回復を前提に見通しを据え置いたと考えられる。さらに、「法人税減税のほか、財政及び金融政策対応により経済成長は下支えされ、長期的なインド経済の優位性は変わらない」としつつ、「インド政府の政策対応による即効性は限定的」とするなど、短期的な景気下振れは仕方ないとの見方を示している。ただし、「来年以降の景気回復のシナリオが崩れる、ないし財政状況が想定を上回るペースで悪化すれば向こう1～2年のうちに格下げリスクが高まる」とするなど、モディ政権の対応を手離して称賛している訳ではないとみられる。その意味では、昨年総選挙を前にモディ政権が『バラ撒き』姿勢を強めたほか、足下の新型コロナウイルス対応でも様々な景気刺激策を打ち出しているが、これらの効果が早期に発現出来るか否か、さらには景気の減速感が強まるなかで折からの銀行セクターを巡る脆弱性を抑えられるか否かが重要と言える。さらに、その前提としては足下で感染拡大が続く新型コロナウイルスを如何に早期に収束させることが出来るか否かがカギを握ると判断出来る。

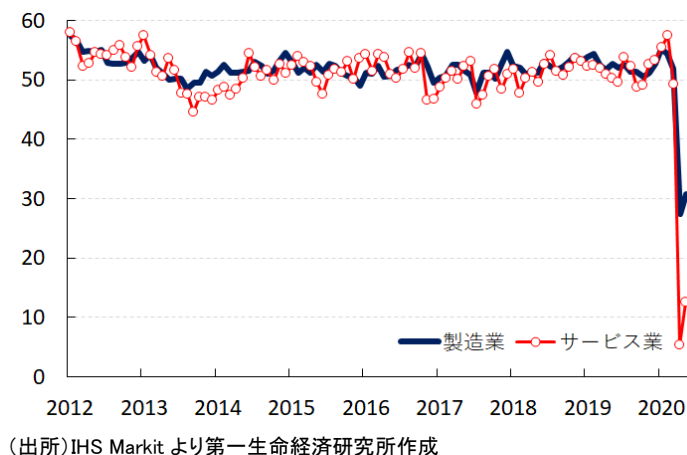
なお、インド国内での新型コロナウイルスの感染者数は累計 27 万人を上回る水準となるなど、アジア新興国のなかで最も多くなっており、足下では新規の感染者数が 1 日当たり 1 万人程度のペースで増加が続いている。一方、死者数は累計で 8000 人弱と同程度の感染者数が発生している主要国などと比較して低水準ではあるものの、医療インフラが脆弱な上、感染拡大の動きがスラムなど貧困層を中心に進んでいる上、足下では雇用・所得環境の悪化を受けた出稼ぎ労働者の帰省に伴い地方にも広がりを見せるなど感染収束の見通しが立たない状況にある。こうした状況にも拘らず、モディ政権は外出禁止令の長期化に伴う景気の急速な悪化を警戒して 4 月末以降に

図 2 新型コロナウイルスの感染者数及び死者数の推移



感染リスクが低い地域を対象に制限緩和に動いており、今月以降は感染者が多い『封じ込め地区』を除いて州政府の制限がなければ州を跨ぐ移動制限が解除されるなど、感染防止対策を前提に経済活動が再開されている。WHO（世界保健機関）は足下のインドの状況について「人口規模を勘案すれば感染爆発状態とは言えない」との見方を示す一方、「そうなるリスクは常にある」との見方を示すなど予断を許さない状況にあることは間違いない。今後はこうした状況下で経済活動の再開に踏み切ったことから、感染収束の道筋はこれまで以上に描きにくくなることは避けられず、医療インフラが脆弱ななかで仮に医療崩壊状態に陥れば翻って経済活動にも打撃を与えることも考えられる。足下で過去最低水準に落ち込んでいる企業マインドについては、経済活動の再開を受けて徐々に回復する可能性はあるものの、大都市部を中心に事実上の制限措置が課されていることを勘案すれば早期の回復は見通しにくく、そうした状況が長期化する可能性もあるなどインド経済は大きな岐路に立たされていると言えよう。

図 3 製造業・サービス業 PMI の推移



以上

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。