

## インド: 新型肺炎による経済下振れは極めて深刻、不確実性も高い

～銀行部門の不良債権問題が先行きの景気回復の足かせとなる可能性は高いと見込まれる～

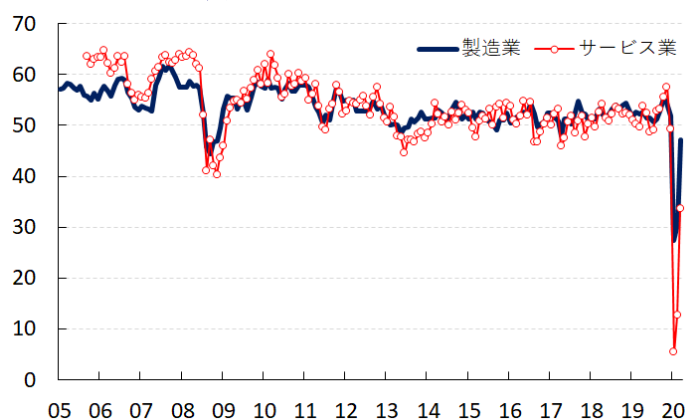
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 新型コロナウイルスは感染拡大の中心地が新興国にシフトするなど事態収束は困難になっている。インドでは感染拡大を受けて政府が外出制限に動くも、想定以上の景気下振れを受けて先月以降は制限解除に動いた。結果、足下の企業マインドは底打ちする一方、足下では感染拡大が収まらない状況が続く。医療インフラが脆弱ななかで感染者、死亡者数ともに拡大が続くなど、インド経済を取り巻く環境は厳しさを増している。
- 主要格付機関は新型肺炎の動向が格付に影響を与える考えを示唆するなか、中銀のダス総裁は講演で先行きの景気に対する不透明さを懸念する一方、中長期的な景気回復には楽観視する姿勢をみせた。他方、金融セクターには資本増強を促すなど新型肺炎の影響による耐性強化を促した。当研究所は今年度のインドはマイナス成長と予想しているが、足下及び先行きに対する厳しさをを受けて▲4.4%に下方修正する。

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、感染拡大の中心地が新興国にシフトしており、医療インフラが脆弱な新興国での感染拡大の動きは事態収束を困難にすることが懸念される。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発見が比較的遅かったほか、当初の段階ではインド政府が公表する感染者数の動向も緩やかな推移が続いたため、感染の『封じ込め』に成功しているようにみられた。しかし、3月後半以降に感染者数が急拡大したため、政府は3月25日から全土を対象に自宅待機を要請する事実上の外出禁止令の発動に踏み切ったが、折からの景気減速に伴う雇用悪化に加え、唐突な政策発表を受けて地方への人口移動が加速した結果、新型肺炎が地方に拡散する事態を招いた。また、その後も宗教行事や大都市周辺のスラム街などがクラスター化する形で感染拡大の動きが一段と強まり、政府は度々外出禁止令の延長に動かざるを得ない事態となった。ただし、外出禁止令の長期化を受けて企業マインドが急速に悪化するなど、急激な景気悪化が懸念されたことから、政府は4月末以降に感染リスクが低い地域で制限緩和に動き、先月初めからは全土を対象とした外出禁止令も解除した。なお、連邦政府レベルでは夜間の外出禁止措置は時間を短縮して継続するも、感染者が多い『封じ込め地区』では外出制限を厳しく制限する一方、それ以外の地域では経済活動の再開を目指すとしたものの、州政府レベルでは依然として州

図1 製造業・サービス業 PMI の推移

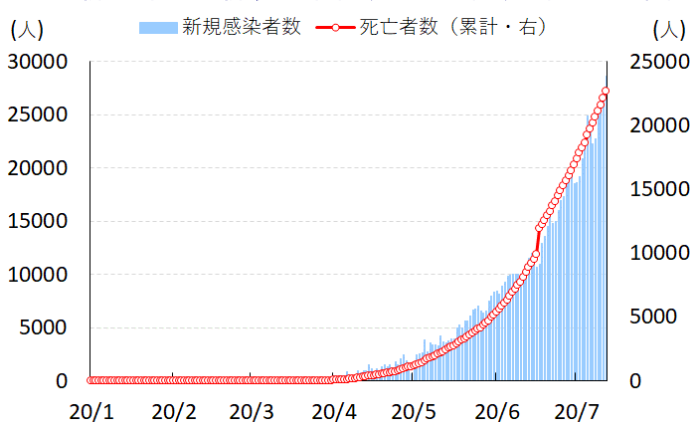


(出所) IHS Markit より第一生命経済研究所作成

を跨ぐ移動を規制する動きがみられるなど、ちぐはぐな対応がみられる。結果、外出禁止令の影響で4月の企業マインドは製造業、サービス業問わず過去に例をみない水準に大きく落ち込み、その後は制限解除などを受けて底入れするなどマインド

が改善する動きがみられるものの、サービス業についてはいわゆる『リーマン・ショック』直後を下回る水準に留まるなど厳しい状況を脱していない。他方、移動制限が解除されたことを受けて、それまでは新型コロナウイルスの感染拡大の動きは都市部が中心であったものの、地方部にも改めて広がる事態となり、足下では新規の感染者数は拡大ペースを強めているほか、累計の感染者数は約85万人に達している上、累計の死者数も2.2万人を上回

図2 新型コロナウイルス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

る水準となっている。足下におけるインド国内の累計ベースの感染者数は米国、ブラジルに次ぐ水準であり、死亡者数も米国、ブラジル、英国、イタリア、フランス、スペインに次ぐ水準となっており、インドの医療インフラの脆弱さを勘案すれば今後はさらなる悪化が懸念される状況にある。なお、インド政府は足下の感染者数の拡大の動きは検査件数の拡大に拠るものと説明する一方、すでに感染者数の6割が回復しているとしているが、それでも現時点における感染者数は29万人を上回るなど医療現場は極めて厳しい状況に直面しており、感染拡大の動きが収まる見通しは立っていない。その意味では、先行きについても景気の底入れに時間を要する可能性は高く、インド経済を取り巻く環境は厳しい展開が続くと見込まれる。

なお、先月初めに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長期信用格付を1ノッチ引き下げて「投資適格級」のなかで最も低い水準にするとともに（Baa2→Baa3）、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に含みを持たせる姿勢を示した（詳細は6月11日付レポート「[インド：「投資適格級」を維持出来るか否かは新型コロナウイルスの動向次第](#)」をご参照下さい）。なお、ムーディーズ社が見通しをネガティブに維持した理由として、政策当局の構造改革意欲の後退に加え、著しい財政状況の悪化と銀行部門を中心とする金融セクターを取り巻く状況を勘案し、景気減速に対する効果的な政策対応が困難になっていることを指摘したほか、中長期的な成長力の低下を懸念するなど厳しい見方を示した。他方、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」）は先月の格付見直しに際して、「投資適格級」のなかで最も低い水準（BBBマイナス）で据え置くとともに、先行きの見通しは「安定的」で維持するなど将来的な格下げ実施の可能性を否定している。S&P社が見通しを「安定的」とした理由は、モディ政権が実施した法人税減税や財政及び金融政策を通じて経済成長は下支えされるとともに、長期的にインド経済が有する優位性は変わらないことを挙げる一方、景気回復シナリオが崩れるないし財政状況の想定以上の悪化が進めば先行きの格下げリスクが高まるとするなど、政府及び中銀の対応に警鐘を鳴らしている。こうしたなか、11日に中銀のダス（Das）総裁は国有

銀行であるインドステイト銀行が主催する講演会に登壇し（演題は「岐路に立つインド経済～金融安定化の視点～」）、足下のインド経済について「政策効果が現れつつある上、行動制限の緩和を受けて正常化の兆候がみえはじめているが、サプライチェーンがいつ完全に回復出来るかは見通しが立たず、需要の正常化に要する時間も不透明」との見方を示した。その上で、先行きについて「新型コロナウイルスのパンデミック（大流行）が潜在成長力にどれほど持

続的な悪影響を与えるかも不透明である」

との認識を示す一方、「一旦経済活動の回復が進めば、投資活動は活発化する」ほか、

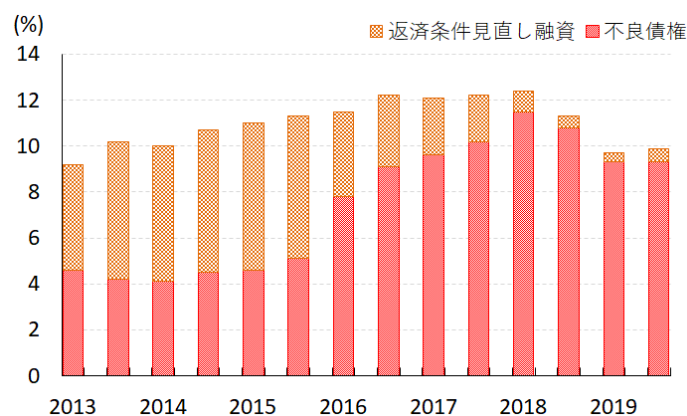
「投資活動の回復を楽観視しており、あとは時間の問題である」との見方を示した。

その一方で、金融機関に対しては「ストレステストの実施により必要な資本増強を行うことが不可欠」としたほか、「シャドールバンキングや投資信託に対する償還圧力を注視する必要がある」と述べるなど、こ

こ数年のインド経済の足かせとなっている銀行セクターを中心とする資金繰り問題や資本を巡る状況を注視する姿勢を示した。中銀は5月末に緊急利下げを実施するとともに、企業部門に対して返済猶予（モラトリアム）期間の延長などを通じた資金繰り支援を実施しているが（詳細は5月26日付レポート「[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](#)」をご参照下さい）、こうした対応は只でさえ景気減速により銀行セクターの不良債権問題が深刻な状況にあるなかで一段と悪化することも懸念される。中銀は「金融安定化報告」を通じて不良債権の動向を公表するが、例年は6月末に公表される筈の最新レポートの公表が遅れるなど新型コロナウイルスの感染拡大が影響しているとみられるなか、足下の実態は厳しさを増している可能性がある。当研究所は先月、1-3月の実質GDP成長率が前年比+3.1%と11年ぶりの低い伸びとなったことを受け、2020-21年度の経済成長率を▲3.0%とする見通しを示したが（詳細は6月1日付レポート「[インド、2020-21年度は久々のマイナス成長が不可避の見通し](#)」をご参照下さい）、足下の景気動向は想定以上に厳しくなっている上、先行きについても銀行セクターの不良債権問題が景気回復の足かせになると見込まれるため、成長率見通しを▲4.4%に下方修正して1979-80年度（▲5.2%）以来のマイナス成長になると予想する。

以上

図3 銀行セクターの不良債権比率の推移



(出所)インド準備銀行公表資料より第一生命経済研究所作成

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。見通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。