

インド中銀、先行きの景気回復の後押しに向けて政策ツールを温存

～今年度の成長率は▲9.5%と想定、金利据え置き一方で流動性供給へ「財政ファイナンス」に動く～

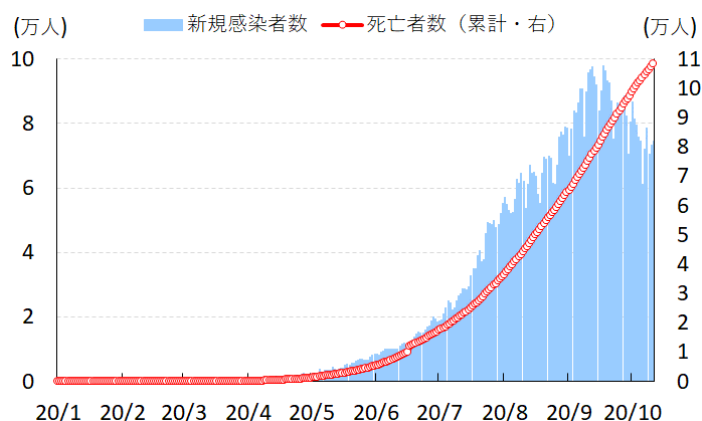
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- インドでは、当初は新型コロナウイルスの感染封じ込めが進んだかにみられたが、その後は感染拡大を受けて3月末に外出禁止令に踏み切った。その後の景気減速を受けて政府は外出禁止の解除に転じたが、感染拡大の中心地となるなど厳しい状況が続く。他方、経済活動の再開に伴い企業マインドは底入れするなど外出禁止を受けて落ち込んだ景気は底打ちが期待されるが、依然見通しが立ちにくい状況は変わっていない。
- 足下のインフレ率は供給要因などを理由に上振れが続くなか、中銀は9日に開催した定例会合で政策金利を2会合連続で据え置いた。中銀は今年度の経済成長率が▲9.5%になるとし、インフレを理由に政策金利を据え置くも、先行きの利下げに含みを持たせた。他方、景気下支えに向けて流動性拡充に動き、その一環として財政ファイナンスを進める姿勢を示した。足下の金融市場は落ち着いているが、今後は異例の対応を如何に終わられるかが焦点になろう。また、景気下振れを反映して当研究所は景気見通しを下方修正する。

インドでは、他のアジア新興国に比べて新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）の感染確認が遅かったため、当初は感染封じ込めに成功していたようにみられたが、3月後半にかけて感染が急拡大したために政府は3月末に全土を対象に外出禁止令を発動した。しかし、外出禁止令の発動が唐突であったことに加え、ここ数年の景気減速に伴い都市部の雇用環境が悪化していたことで都市部から地方部へのヒトの移動を喚起する事態を招いた。よって、その後は新型コロナウイルスの感染拡大は都市部から地方部にも広がりを見せたほか、外出禁止令の発動後も宗教行事や大都市周辺のスラムなどでクラスターが発生する状況が続き、結果的に政府は外出禁止令の強化及び延長に追い込まれた。他方、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による世界経済の減速のほか、外出禁止令の長期化により幅広い分野で企業マインドが急激に悪化するなど景気の失速が懸念される事態となったため、政府は4月末に一転して感染リスクが低い地域を対象に制限を

図1 新型コロナの新規感染者数と死者数(累計)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

解除し、6月には全土での外出禁止令を解除した。しかし、その後も州レベルでは州を跨ぐ移動が制限されるなど一貫性を欠く状況が続いたほか、外出禁止令の解除を受けて都市部に滞留した出稼ぎ労働者が大挙して帰省した。結果、足下では累計の感染者数は700万人を上回り米国に次ぐ水準にある上、死

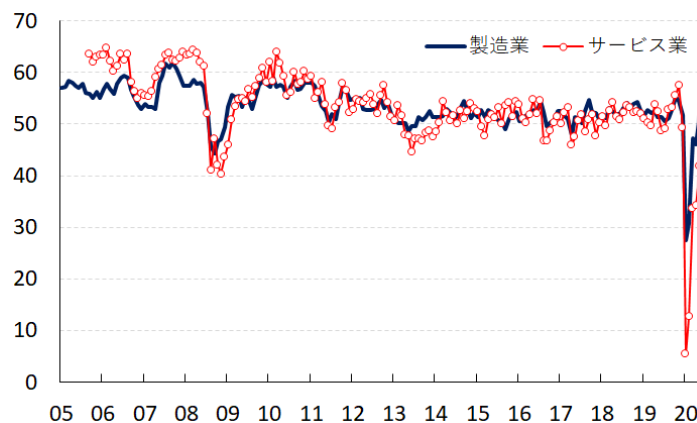
亡者数も 11 万人弱と米国、ブラジルに次ぐ水準となるなど、インドは新型コロナウイルスの感染拡大の中心地となっている。ただし、感染対策を巡っては、商都ムンバイのスラム街で発生したクラスターで封じ込めが進むなど一定の効果が出ているほか、拡大傾向を強めてきた新規感染者数は徐々にピークアウトしており、感染者数も頭打ちするも水準は高原状態が続くなど依然として予断を許さない状況が続いている。他方、ここ数年のインド経済は国有銀行を中心とする銀行セクターの不良債権問題が足かせとなる形で景気は減速傾向を強める展開が続いてきたが、外出禁止令の影響が直撃する格好となり今年 4-6 月の実質 GDP 成長率は前年比 ▲23.9% と四半期ベースで初めてのマイナス成長となるなど、景気に急ブレーキが掛かった（詳細は 9 月 1 日付レポート「[インド、新型コロナの直撃を受けて成長率は史上最悪の水準に](#)」をご参照下さい）。しかし、上述のように足下の新型コロナウイルスを巡る状況は依然不透明な展開が続いているものの、外出禁止

令の解除による経済活動の再開のほか、主要国での経済活動正常化に伴う世界経済の回復期待を追い風に製造業を中心に企業マインドは大きく改善している。なお、インドは経済構造の上でサービス業の割合が大きく景気を左右しやすい上、その回復の遅れは景気の足かせとなることが懸念されるなか、直近のサービス業 PMI は依然として好不況の分かれ目の 50 を下回る展開が続いている。よって、足下のインド経済については当面の最悪期を過ぎていると捉えることが出来るものの、新型コロナウイルスを巡る状況にも不透明感がくすぶるなかで依然として見通しが立ちにくい状況にあると判断することが出来る。

なお、春先以降の国際金融市場の動揺に際してインドでは、慢性的な経常赤字と財政赤字の『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）の脆弱さを理由に資金流出圧力が強まり、通貨ルピー相場は一時最安値を更新するなど輸入物価を通じてインフレ圧力が昂進する可能性が懸念された。しかし、その後は全世界的な金融緩和による『カネ余り』の動きが進んだことに加え、主要国での経済活動再開を背景とする世界経済の回復期待の高まりを受けてルピー相場は落ち着きを取り戻しているほか、8 月以降は新型コロナウイルスを巡る不透明感にも拘らず一転して底入れの動きを強めている。他方、足下のインフレ率は外出禁

止令の解除による経済活動の再開のほか、主要国での経済活動正常化に伴う世界経済の回復期待を追い風に製造業を中心に企業マインドは大きく改善している。なお、インドは経済構造の上でサービス業の割合が大きく景気を左右しやすい上、その回復の遅れは景気の足かせとなることが懸念されるなか、直近のサービス業 PMI は依然として好不況の分かれ目の 50 を下回る展開が続いている。よって、足下のインド経済については当面の最悪期を過ぎていると捉えることが出来るものの、新型コロナウイルスを巡る状況にも不透明感がくすぶるなかで依然として見通しが立ちにくい状況にあると判断することが出来る。

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

図 3 インフレ率の推移

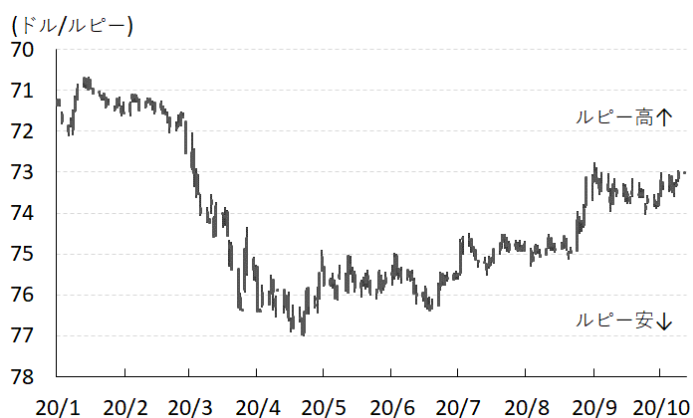


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

止令を受けた国内の輸送インフラを巡る混乱に加え、アフリカで大量発生したサバクトビバッタが同国西部などで大量発生するなど食害被害が顕在化している影響で食料品を中心にインフレ圧力が強まるなか、足下のインフレ率は中銀が定めるインフレ目標を上回る水準で推移しており、新型コロナウイルスによる景気への悪影響が懸念されるにも拘らず金融緩和に動くことが困難な状況が続いている。こうしたなか、中銀は当初先月 29 日～今月 1 日に定例の金融政策委員会の開催を予定するも、政策委員のうち 3 名の外部委員の任期が先月末で満了することを理由に直前に開催が延期されたものの、今月 5 日に新たな外部委員が任命されたことで 7～9 日の日程で改めて金融政策委員会が開催された。会合では政策金利を 2 会合連続で据え置いた上で、先行きについて「少なくとも今年度中、来年度にかけて必要な限りインフレ率を目標域に抑えつつ景気の持続的回復や新型コロナウイルスの経済への影響を緩和すべく緩和的なスタンスを継続する」との姿勢を示すなど、緩和スタンスを引き続き維持する姿勢を示した。会合後に公表された声明文では、世界経済について「多くの国で下振れリスクは高まっているが、経済活動の回復が示唆される」との見方を示す一方、同国経済についても「安定化が示唆される」との認識を示し、先行きについて「インフレ率はカリブ期の主要穀物の良好な作柄を受けて改善が期待される」とした上で、景気動向についても「地方で回復の動きが強まる一方、新型コロナウイルスの影響で都市部の回復は遅れており、今年度（2020-21 年度）の経済成長率は▲9.5%と見通すが下振れリスクがある」との見通しを示した。その上で、金融政策について「新型コロナウイルスによる未曾有の景気減速からの回復が最優先事項である」とした上で、「足下のインフレ率は供給要因により上振れしているが、経済活動の正常化に伴い解消が進むと見込まれる」とし、「インフレ圧力が緩和した後に成長加速に向けた政策余地を残した」とするなど、将来的な追加緩和に含みを持たせた格好である。会合後にオンライン会見に臨んだ同行のダス (Das) 総裁は、足下のインド経済について「新型コロナウイルスの感染再拡大に向けて決定的な段階にある」との認識を示す一方、「景気回復期に入りつつあり、今後は 3 段階で景気回復を歩む」としつつ、「必要に応じてさらなる政策対応を講じる準備は出来ている」と述べるなど、先行きの追加利下げを示唆する姿勢をみせた。なお、「国内のムードは恐怖や絶望から自信と希望にシフトしている」との見方を示したものの、先行きの景気回復については「K字型になる」とし、「農業関連などが先に回復した後に他のセクターが続く段階的なものになる」との見通しを示した。その上で、

流動性供給策として貸出条件付きの流動性供給オペ (TLTRO) の導入、法定流動性比率 (SLR) の規制緩和、州開発融資 (SDL) を対象に公開市場操作を実施するなど、流動性供給を図るとともに事実上の『財政ファイナンス』の強化に動く方針が示された。足下の金融市場は全世界的な金融緩和を背景とする『カネ余り』も追い風に落ち着いており、通貨ルピー相場も比較的安定した動きをみせているものの、今後は新型コロナウイルスを巡る動向に

図 4 ルピー相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

加え、財政ファイナンスなど『異例の対応』がいつまで継続されるかに注目が集まるとともに、その動向を注視する必要性は高まろう。なお、当研究所は先月、4-6月のGDP統計公表に併せて景気見通しを改定したが、足下の動向は想定を大きく下回る展開が続いていることを理由に、2020年通年の経済成長率は▲10.1%、2020-21年度を▲10.6%にそれぞれ下方修正する。

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。

