



インド経済好調の背景と リスク要因について

中 村 明

はじめに

インド経済が好調である。ここ数年の堅調さは新興国のなかで際立っており、世界のなかでも速いペースで成長を続けている。2017年1-3月期の実質 GDP 成長率は、前年比 6.1%と2016年10-12月期の同 7.0%から低下したが、4-6月以降は景気の再加速が見込まれるなど、懸念された2016年11月の高額紙幣廃止の悪影響は、比較的短時間で終息した模様である。政治・政局においても、与党のインド人民党（BJP）が盤石な基盤を維持しつつ安定した政策運営を行っている。長年の課題であった、州ごとに異なる間接税を一本化する物品サービス税（GST）の導入にも目途がつき、外国企業に評判の悪かった税制の簡素化も進んできた。本稿では、こうしたインド経済の好調の背景と、今後の持続性を見極めるうえでのリスク要因について考えてみたい。

1. 経済は底堅く推移し、新興国のなかでも力強さを維持

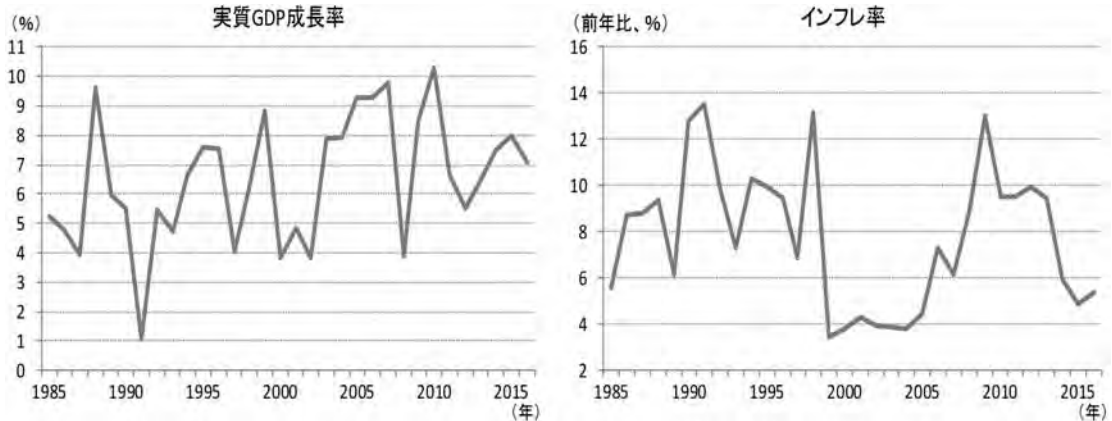
インド経済は、2014年以降、原油安による物価の安定と金利の低下傾向により、個人消費や設備投資が堅調に推移したことを主因に好調

を続けてきた。実質 GDP は、2015年が前年比 8.0%、2016年が同 7.1%といずれも高成長を遂げた^①。2016年は、BRICS 諸国のなかで、資源国のブラジルとロシアが一次産品価格の低迷によりマイナス成長を続け、中国も成長率が2年連続で同 7%割れとなる一方で、インドの実質 GDP 成長率は同 7%を上回った。また、懸念材料であった経常赤字は縮小傾向を辿り、2015年には対名目 GDP 比率が 1.1%にまで低下した。

こうした経済の底堅さや経常赤字のファインダンスへのリスクの縮小もあり、通貨インドルピーの相場は比較的安定している。2016年11月の米国大統領選挙で共和党のトランプ候補が勝利した後は、次期政権下での公共投資や減税による米国経済の高成長・高金利への期待から世界的に資金が米国へと向かった。このため、新興国・途上国の通貨が対ドルで値を下げたが、インドルピーの下落幅は比較的小幅にとどまった。その後2017年に入り、ルピー相場は引き続き底固く推移している。

2016年の実質 GDP 成長率が2015年から低下しつつも高水準を維持した主因は、個人消費と政府消費が堅調に推移したことである。個人消費は、物価の落ち着きに伴う購買力の増加と農村所得の回復により伸びを高めた。また、政府消費は公務員給料の増加により押し上げられ

図表1 インドの実質 GDP 成長率と消費者物価上昇率



(資料) IMF・インド準備銀行データより作成

た模様である。一方、設備投資も比較的底固く推移するなど、内需は総じて堅調に推移した。実質 GDP は、2017 年 1-3 月期に同 6.1%と、個人消費の伸びの鈍化を主因に 2016 年 10-12 月期の同 7.0%から低下した。ただし、4-6 月以降は再加速が見込まれるなど、2016 年 11 月の高額紙幣廃止の悪影響は、一時的かつ比較的軽微にとどまったとみられる。

また、消費者物価は落ち着いた動きを続けている。2016 年は、雨季に相当する 6 月から 9 月にかけての降雨量が十分だったことから、農作物に目立った不足はみられなかったほか、原油価格の軟調地合いは当面続くとみられるため、物価の安定は続く公算が大きい⁽²⁾。経済は、物価の落ち着きおよびこれに伴う金融緩和の効果の持続から、2017 年から 2018 年にかけては 7%程度の成長ペースを維持しよう。その後も外生的なショック等が無ければ同程度の成長が続く可能性が高い。インド中央銀行は同国の潜在成長率を 6.8%と推定しており、この点から判断しても持続可能な水準と考えられる⁽³⁾。

2. 経済成長の制約要因となってきたインフレと経常赤字は改善へ

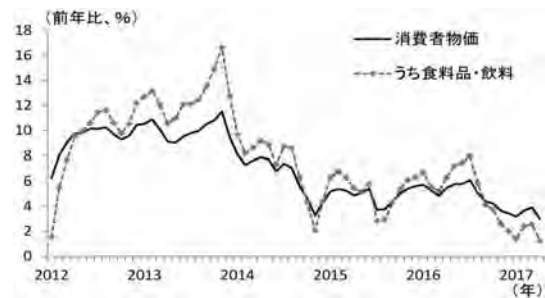
長年の課題となってきたインフレ体質と規模の大きい経常赤字は、いずれも 2014 年以降徐々に改善に向かった。物価は、原油価格の低迷に

加え、このところの食料品価格の落ち着きにより、消費者物価、卸売物価いずれも安定基調で推移している。一方、経常赤字は、主として原油価格の低迷に伴い、同品目を中心に輸入が大きく減少を続けたことから縮小傾向で推移した。原油安は原油の輸入国であるインドに対して、物価の落ち着きと経常赤字の縮小の両面で恩恵をもたらしている。

(1) 安定に転じた物価

消費者物価は、2013 年まで 10%に迫る勢いでの上昇を続けていたが、2014 年以降は原油価格の低迷により伸びが低下した。2016 年は雨季である 6-9 月の降雨量が十分で、8 月以降、野菜や果物の価格が安定し食品価格が落ち着きを示したため、消費者物価は低下傾向で推移した。消費者物価の安定傾向は、2017 年に入っても概ね続いており、4 月には前年比の上昇率が 3.0%にまで低下した (図表 2)。

図表 2 消費者物価上昇率の推移



(資料) インド準備銀行データより作成

2016年の順調な降雨に支えられ農産物価格は安定が見込まれる。また、原油価格は、この先持続的な上昇は見込みづらいため、石油関連品目をはじめ一次産品の国際商品市況の低水準での推移も物価の安定に寄与しよう。通貨ルピーの下落が比較的小幅となっていることも輸入物価の落ち着きにつながると見込まれる。物価は当面安定基調を維持する見通しである。

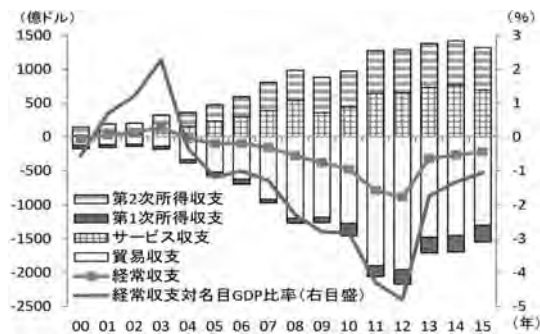
(2) 経常赤字の縮小

経常収支は、貿易赤字の拡大を主因に2004年に赤字に転じた。赤字幅はその後拡大傾向を辿り、2012年には名目GDPに対する比率が5%近くにまで拡大した(図表3)。

ただし、2013年以降は、サービス収支と海外労働者送金を中心とする第2次所得収支が増加傾向を辿る一方で、貿易赤字が縮小傾向で推移したため、経常赤字は縮小を続け、2015年には対名目GDP比率が1.1%にまで低下した。この間の貿易赤字の縮小は、2013年は関税率の引き上げを中心とした金の輸入抑制措置により同品目の輸入額が、また2014年以降は原油価格の下落傾向により原油・石油製品の輸入額が、それぞれ減少傾向で推移したことが主因である。この先も世界景気の緩やかな回復に伴い輸出が増加傾向を辿り、また、原油価格の低位安定により輸入の減少傾向は持続する可能性が高いため、貿易・経常赤字が目立って拡大する展開は想定しづらい。

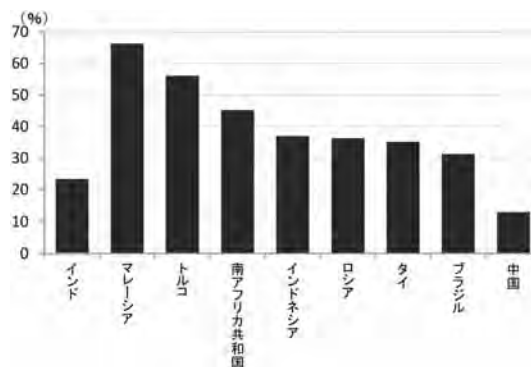
なお、対外債務は緩やかな拡大を続けている

図表3 インドの経常収支の推移

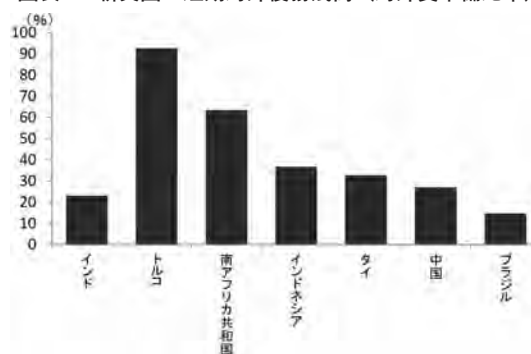


(資料) インド準備銀行データより作成

図表4 新興国の対外債務残高(対名目GDP比率)



図表5 新興国の短期対外債務残高(対外貨準備比率)

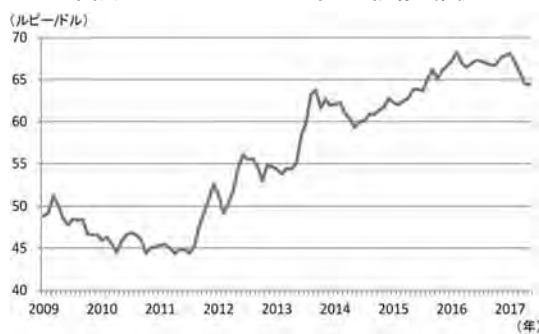


(注) 2015年末時点の実績。短期対外債務残高(対外貨準備比率)は比率が大きいほど外貨資金繰りの不安が大きいことを示す。

(資料) 世界銀行データより作成

ものの、債務残高全体の名目GDPに対する比率と短期債務の外貨準備に対する比率は、ともに他の新興国との比較でみると低水準となっており、こうした点が市場参加者から一定の信任を得ていることが、新興国のなかでの最近のルピー相場の底堅さにつながっていると考えられる。

図表6 インドルピーの対ドル相場の推移



(資料) インド準備銀行データより作成

3. 就任後3年が経過したモディ首相の構造改革

2014年5月にモディ首相が就任してから3年が経過した。モディ首相とインド人民党(BJP)は、小さな政府による効率的な政策運営を目指し、経済再生へ向けた構造改革を打ち出した。経済政策における重点分野は、①農業分野の改革による食料インフレの抑制、②税制・労働法などビジネス環境の改善、③インフラの整備、④対内直接投資の促進、⑤製造業分野の活性化などであった。これらのうち、⑤製造業の活性化以外のすべての項目に加え、汚職撲滅などで進捗がみられ、総じて改革の成果は上がっていると評価されている模様である。

まず、①農業分野の改革については、政権発足直後の2014年6月に、穀物買い上げ価格の最低価格の引き上げ幅圧縮が閣議決定され、その後国内の食料価格高騰を抑制し、現在の物価安定の土台となったと考えられる。また、2016年度の予算案には、農業開発のための課税が盛り込まれた。

②のうち税制については、長年の課題であった物品・サービス税(GST)の導入に目途がついた。GSTは連邦政府と地方政府の間で間接税を一本化し、複雑な税体系を簡素化するうえで不可欠な施策である。日本をはじめ海外の企業からの要望が極めて強かったため、その進捗は改革の成否に大きな影響を及ぼす。当初計画された単一税率に代わり5%から28%までの異なる4段階の税率が採用される予定となるなど、税率の一元化は見送られたが、15種類を超える税構造が一本化されるといった簡素化は実現する。このため、企業の納税事務コストを減らす効果は期待でき、外資系企業にとって

インドの投資環境はより改善しそうである。また、土地収用法と労働法の改正は実現していないが、2016年5月には破産・倒産法が成立し、重要な法制度の整備も徐々に進んでいる。

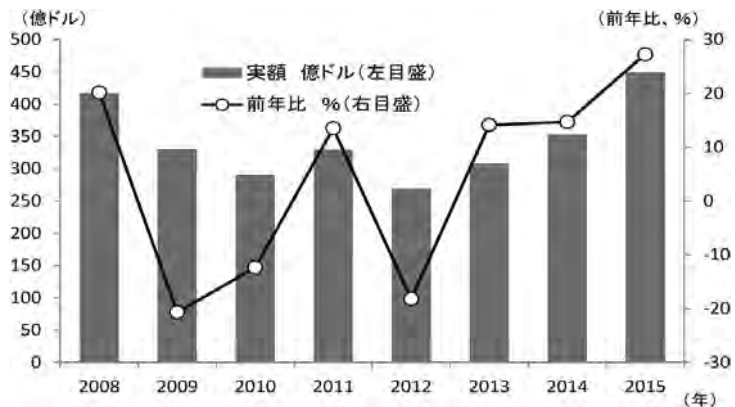
③インフラの整備も、幹線道路の建設や既存の道路の延伸をはじめ、進捗が評価されている。2016年度の予算案では、官民共同プロジェクトに契約見直しの基準を導入するなど、インフラ整備の活性化に向けた施策が掲げられた。なお、複数のインフラプロジェクトのうち、高速鉄道分野は日本と中国がともに受注を目指し、インド政府に働きかけている。

④対内直接投資は過去2年間増加を続け、インフラ整備による外国資本の呼び込みに効果が出ている様子がうかがえる。2015年は、金額で449億ドル、増加率は前年比27.3%といずれも2008年の世界金融危機後最大となった。二国間租税条約によりキャピタルゲイン送金に非課税措置が適用されるシンガポールやモーリシャスからの投資が大きく増加した(図表7)。

他方で、⑤製造業分野の活性化について、政府は「メイク・イン・インド」プロジェクトを掲げ、GDPに占める製造業の割合を現在の16%から2022年までに25%に引き上げる目標を設定したものの、新たな産業振興策などは発表されておらず、具体的な成果はみられないと指摘されている。

総じてみれば、モディ政権での構造改革は一

図表7 インドの対内直接投資の推移



(資料) インド準備銀行データより作成

定の成果を上げており、2014年から2016年まで3年連続で実質GDP成長率が7%を上回る好調な経済の基盤作りに寄与してきたと評価できそうである。

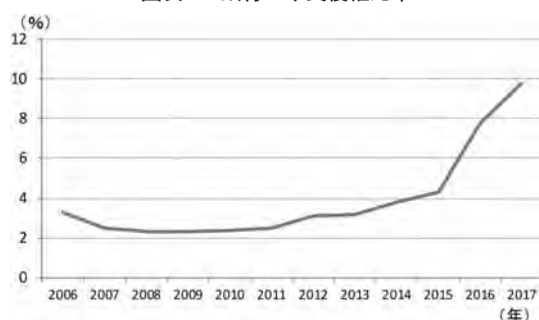
4. 銀行の不良債権問題

インドでは銀行の不良債権が増加し、一部の産業や企業への融資に滞りが生じるなど問題になりつつある。とくに状況が悪化しているのが公営銀行で、大企業向けの貸出の低迷が顕著である。中央銀行の資産査定によれば、商業銀行の不良債権比率は2016年3月時点で7.8%の高水準にあり、原因は、公営銀行の融資の審査、および信用リスクの管理の甘さにあるとされている（図表8）。

銀行の財務体質を反映し、公営銀行と民間銀行の貸出の増加ペースに差が生じている。公営銀行は、不良債権比率が高いなど財務体質の悪化が目立ち、かつ貸出の大半を資金需要の増勢が比較的緩やかな企業向けが占めることから、貸出全体の伸びが鈍化しつつある。一方で、民間銀行は、財務体質が健全なうえ、需要が底堅いリテール向けの比率が大きいことから、貸出の増勢が強まっている。

インド中央銀行の試算によれば、不良債権比率はしばらく上昇を続ける見通しである。2016年12月の同行の金融安定報告では、不良債権比率は、2017年3月時点で9.8%となったあと、

図表8 銀行の不良債権比率



(注) 貸出に占める不良債権の比率。毎年3月時点の実績。2017年は見込み値。

(資料) インド準備銀行データより作成

2018年3月には10.1%にまで上昇するとの予測が示された。産業別にみると、鉄鋼、エンジニアリング、インフラなど、政府のインフラ整備の方針を受け、積極的な融資を受けていたセクターで不良債権比率が高水準に達すると予想されている。

不良債権は過去最悪の状況にあるが、現在インド経済が個人消費を中心に高成長を続けているうえ、銀行セクターの規模がまだまだ小さいことから、政府による早期の公的資金の注入によって克服可能とみられる。政府は、公営銀行に対して、2015年から2018年に1.8兆ルピーの資本増強が必要との判断のもと、銀行による自主調達額1.1兆ルピーを除いた0.7兆ルピーをすでに段階的に注入してきた。政府による注入額0.7兆ルピーは名目GDPの0.4%に過ぎないため、今後の注入への障害は小さいと考えられる。

5. ラジャン前総裁の退任

2016年9月4日、中央銀行のラジャン総裁が退任し、副総裁であったパテル氏が総裁に就任した。ラジャン氏は、インフレファイターとして成長加速のための利下げには慎重で、市場の信任が厚かった。このため、ラジャン氏に代わって、モディ首相と近いとされるパテル氏が就任したことに対し、市場参加者の一部からは、中銀の独立性やそれまでのインフレ抑制的なスタンスが変わる可能性を危惧する声があがっていた。10月4日の金融政策決定会合で、市場の多くが政策金利の据え置きを予想するなかで利下げが実施されると、そうした見方は強まった。

ただし、パテル総裁は、ラジャン前総裁の下で副総裁として金融政策を担当し、金融改革や不良債権処理に取り組んでおり、安易にハト派に転じ成長下支えを狙った利下げを続けるとは考えにくい。事実、12月7日の金融政策決定会合で、中央銀行は、大方の市場参加者が利下げを予想するなかで、政策金利の据え置きを決

定した。その後2月には、政策金利を据え置きつつ、金融政策のスタンスを緩和から中立に戻した。中央銀行のこうした金融緩和に慎重なスタンスを受けて、パテル総裁への不安感は徐々に修正されつつある。中央銀行がラジャン氏時代のインフレ抑制的なスタンスから転換する、あるいは独立性を損なうような運営を行うリスクは大きくないと判断できそうである。

6. 米国のトランプ政権による経済への影響

2017年1月20日に発足したトランプ新政権のもと、米国は、保護主義的な通商政策を採用しつつある。トランプ大統領は、これまでの自由貿易により失った貿易黒字と雇用を取り戻すと公言してきた。ただし、最終的にどの程度まで保護主義政策を実施できるか現時点では定かでない。また、これまでのトランプ大統領の発言によれば、保護主義政策の対象国は、現時点で中国と日本が中心のようであり、インドに関する具体的な話は聞こえてこない。米国の対印貿易赤字は他国との比較で見れば小さくなく、2016年は243億ドルと、対中赤字(3,470億ドル)の10分の1以下であることを考えると、目立った制裁の対象になるとは考えにくい⁽⁴⁾。

一方、大手自動車会社などメキシコに生産拠点をもち、北米自由貿易協定(NAFTA)を利用して米国に製品を輸出している製造業は、米国企業も含めて各社の対応如何で、高関税による制裁の対象になるようである。ただし、大手自動車会社をはじめとする米国や日本の巨大メーカーと異なり、メキシコに生産拠点をもちインド企業の数に限られるため、仮に制裁があったとしても影響は軽微にとどまろう。

なお、米国は、すでに大筋合意に達していた、環太平洋パートナーシップ(TPP)協定からの撤退を表明した。インドはTPPの交渉に参加していないため、米国参加のもとでTPPが発効すれば、対米輸出におけるインド製品の競

争力の低下が懸念された。したがって、米国のTPP協定からの離脱はインドにとってプラスとなる可能性が大きい。

こうしたなかで、米国新政権による政策のうち、インドへ及ぶ影響が大きいとみられるのは、専門技術を持つ外国人を対象としたH-1Bビザの発給条件の厳格化であろう。インド人による同ビザの利用は発給数全体の過半を占める。米国IT企業がインド人技術者を雇えなくなることによって事業に支障が生じた場合、インドの米国向けIT関連輸出にマイナスの影響が及ぶ可能性がある。

総じてみれば、現時点で米国のトランプ政権の経済政策によるインド経済への影響は小さいといえそうであるが、専門技術者へのビザ発給に関する動きは、今後も注意を要する。

7. 国内における所得格差の拡大

インドでは、マクロ経済の高成長が必ずしも貧困の解消や、低所得層の収入改善に結びついていないことが指摘されている。経済の好調を脅かすリスクとして、この点も注意する必要がある。

南アジアは、サハラ以南のアフリカと並び貧困層の多い地域だが、インドはそのなかでも貧困率が高い。特筆すべきは、インドは、バングラディッシュ、パキスタン、ネパールよりも一人当たりGDPが大きいにもかかわらず、これら3ヵ国よりも貧困率が高いことである。経済発展が貧困の解決に対して寄与する度合いが小さい様子が窺える(図表9)。

インドを代表する経済学者アマルティア・セン教授らによれば、インドでは、経済成長が社会的厚生に及ぼす影響が非常に限られており、また、高技能労働者を除く多くの労働者の賃金・所得の伸びは緩慢である⁽⁵⁾。また、セン教授らは、途上国において重要なのは、学校教育、保健医療、安全な水の供給などの公共サービスの発達であると説く。

図表9 南アジア諸国の所得水準と貧困率

	一人当り GDP 2015年、ドル	貧困率	
		%	対象年
南アジア	1,538.45	15.1	2013
インド	1,593.26	21.2	2011
バングラディッシュ	1,211.70	18.5	2010
ネパール	743.32	15.0	2010
パキスタン	1,434.70	6.1	2013
スリランカ	3,926.17	2%未満	2012

(注) 貧困率は1日1.9ドル(購買力平価ベース)未満で生活する人の全人口に対する比率。

(資料) 世界銀行“World Development Indicators”より作成

おわりに

インドでは、インフラの整備や税制の簡素化など外資の呼び込みにつながる施策をはじめ、モディ政権の構造改革が着実に進捗している。これらの効果などから、経済は今後も基調としては堅調に推移すると考えられる。一方、リスク要因としては、①不良債権問題の顕在化、②原油価格の再上昇によるインフレ加速と経常赤字の拡大、③所得格差解消の遅れがあげられる。

不良債権処理は、銀行部門の規模が小さいこともあり、公的資金の注入額は経済規模との対比でみれば小さく、進捗が滞る可能性は小さい。また、不良債権処理の遂行に重要な役割を担う中央銀行は、パテル新総裁の下でラジャン前総裁の政策スタンスを継承するとみられることも勘案すると、銀行の不良債権問題が深刻な信用収縮につながる可能性は大きくないといえよう。

より注意すべきは、これまで構造改革の進捗とともに、インド経済の好調に寄与してきた原油安が終焉し、国際商品市場で原油価格が上昇を鮮明にすること、および所得格差の解消が遅れることであろう。

原油価格は、過去2年間低位安定を続けており、物価の落ち着きや経常赤字の縮小を通じてインド経済に好影響をもたらしてきた。原油価格が目立って上昇に転じれば、物価上昇と経常赤字拡大の両面から景気の減速が見込まれるため、国民の不満が高まり政策の継続が難しくな

るおそれもある。ただし、原油の需給は、引き続き石油輸出機構(OPEC)の協調減産にもかかわらず、北米のシェールオイルの増産により、世界的な供給過剰に解消はみられない。原油価格は引き続き低水準での推移が続き、今後2017年末にかけては1バレル50ドル台での推移が予測のコンセンサスであることを踏まえれば、その確度を大きく見積もる必要があるようには思えない。

一方、所得格差の解消は目立って進んでいないようである。モディ政権の構造改革の進捗は、外資を含めたインド国内の企業の事業環境を改善し、経済の成長と発展に寄与してきた。しかし、こうした経済好調の恩恵を受けるのが一部の主体に限られ、社会の隅々まで行き渡らなければ、貧困は解消せず所得格差は拡大する。格差の広がりが限度を超えると、社会は分断され自己中心主義が台頭し、個人や企業など主体間で各種の衝突が生じる可能性が高まる。それが現実となれば、経済成長に悪影響が及ぶこととなる。こうしたリスクの顕在化を防ぐためにも、成長促進のための経済政策の実施と同時に、高成長から取り残された多くの低所得層を対象とした、所得再分配政策に対する議論の活発化が待たれる。

《注》

- (1) いずれも4月から翌3月にかけての年度ベース。以下も同様。
- (2) IMFはインドの2017年と2018年の消費者物価上昇率を、それぞれ4.8%と5.0%と予想している。
- (3) Reserve Bank of India Working Paper Series No.5/2016 “India’s Potential Output Revised” 2016年4月発表
- (4) 2016年の対日赤字は689億ドル。
- (5) Jean Drèze & Amartya Sen (2013) An Uncertain Glory: India and its Contradictions, Princeton University Press、アマルティア・セン、ジャン・ドレーズ著「開発なき成長の限界」湊一樹訳 明石書房 2015年