

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

公益財団法人 国際通貨研究所

インド経済の現状と注意点 ～構造改革と原油安の効果から経済は7%成長～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 副部長

中村 明

akira_nakamura@iima.or.jp

<要旨>

1. 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、2014年が前年比+7.2%、2015年が同+7.6%といずれも高成長を遂げた。また、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。
2. 2016年7-9月期の実質GDP成長率は前年比7.3%と、2015年のペースからは幾分低下したものの、依然として底堅さを維持した。個人消費と政府消費が堅調に推移したことが主因である。一方、設備投資を含む総公的資本形成は減少を続けたほか、輸出も伸び悩んだ。
3. 景気は、高額紙幣廃止による経済の混乱を主因に、この先短期的には減速する見通しである。ただし、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、景気はその後回復に向かい、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。
4. 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。原油安が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。

5. 2014年5月に誕生したモディ政権は、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。総じてみれば、モディ政権での構造改革は一定の成果を上げており、2014年、2015年と2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るのではないかと。
6. 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り、とくに状況が悪化しているのが公営銀行である。ただし、銀行セクターの規模がいまだ小さいため、公営銀行への公的資金の注入により銀行の健全性の維持は可能と考えられる。
7. リスク要因として、①不良債権問題の顕在化、②高額紙幣廃止による経済への悪影響の拡大、③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があげられる。不良債権処理と高額紙幣の廃止は、経済が好調に推移するなかで行われており、マイナスの影響は高成長で吸収できる可能性が高い。リスクが現実になるとすれば、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、価格が上昇を鮮明にすることであろう。ただし、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。

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、2014年が前年比+7.2%、2015年が同+7.6%といずれも高成長を遂げた。2015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に転じ、中国も成長率が前年から低下し同7%割れとなる一方で、インドは前年から景気拡大ペースが加速し、実質GDP成長率は同7%を上回った。また、長年の懸念材料である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ナンスへのリスクの縮小もあり、通貨ルピーの相場は比較的安定している。11月に入り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。

2016年7-9月期の実質GDP成長率は前年比7.3%と、2015年のペースからは幾分低下したものの、依然として底堅さを維持した。個人消費と政府消費が堅調に推移したことが主因である。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。中央銀行の段階的な金利引き下げも消費の押し上げに寄与したとみられる。また、政府消費は公務員給料の増加により押し上げられた模様である。一方、設備投資を含む総公的資本形成は減少を続けたほか、輸出も伸び悩んだ。

景気は、高額紙幣廃止による経済の混乱を主因に、この先短期的には減速する見通しである。ただし、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、景気はその後回復に向かい、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。中央銀行はインドの潜在成長率を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^{1 2}。

原油価格の軟調地合いは当面続くとみられるほか、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の不足も見込みづらいため、物価の安定は続く公算が大きい³。

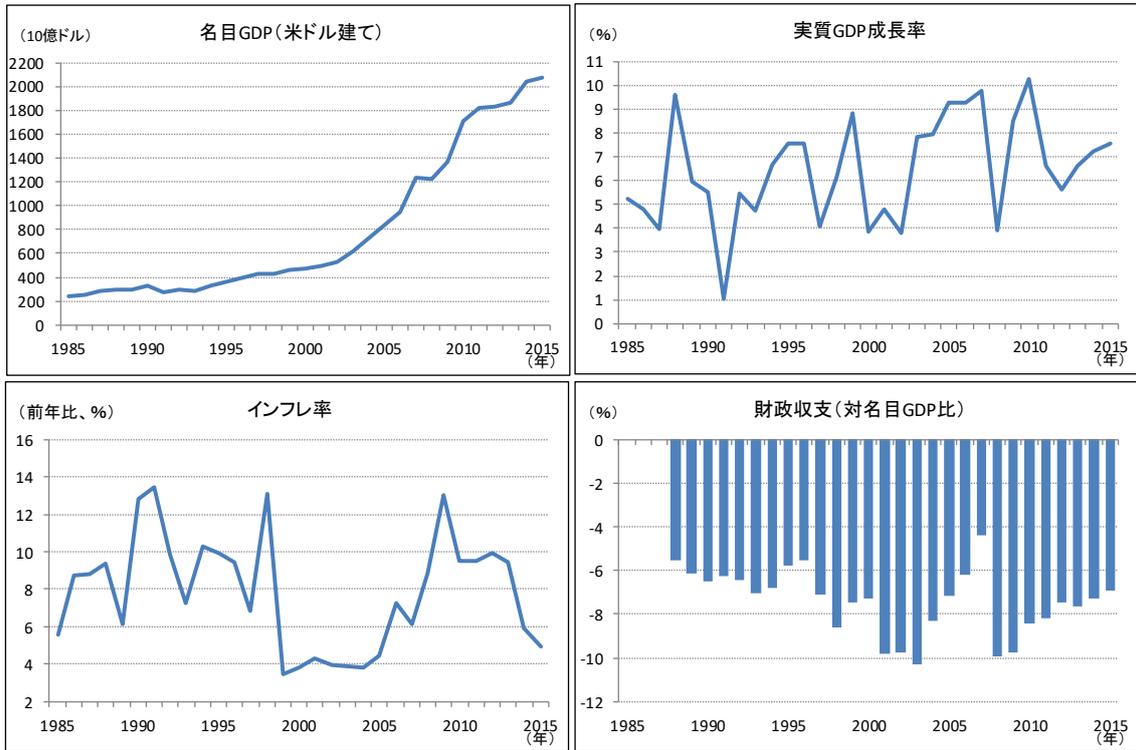
リスク要因として、①不良債権問題の顕在化、②高額紙幣廃止による経済への悪影響の拡大、③原油価格の再上昇によるインフレ加速と経常赤字の拡大があげられる。

¹ Reserve Bank of India Working Paper Series No.5/2016 “India’s Potential Output Revised” 2016年4月発表

² IMFはインドの実質GDP成長率を2017年が7.2%、2018年が7.7%、その後2020年にかけて8%まで高まると予測しているが、潜在成長率（6.8%）から判断すると、より慎重な見方をすべきであろう。

³ 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5.2%と5.3%と予想している。

図表 1：最近のインドのマクロ経済状況



(資料) IMF・インド準備銀行データより作成

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解消へ

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。

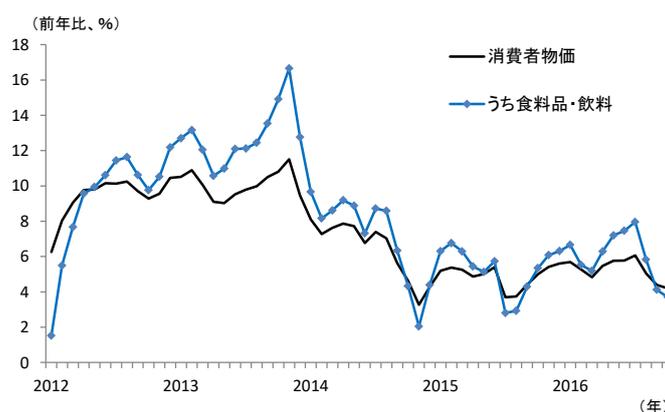
(1) 安定に向かう物価

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 10 月に上昇率が前年比 4.2%にまで低下した (図表 2)。

順調な降雨に支えられ農産物価格は安定が見込まれる。原油価格は、11 月 30 日に石

油輸出国機構（OPEC）が8年振りの減産で合意をした後に幾分値を戻している。ただし、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。また、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。

図表 2：消費者物価上昇率の推移

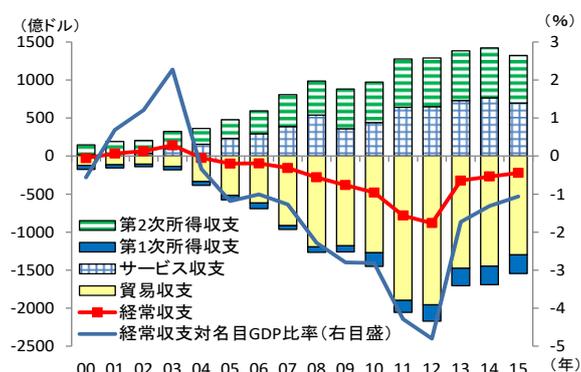


(資料) インド準備銀行データより作成

(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年以降赤字に転じた。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)。

図表 3：インドの経常収支の推移



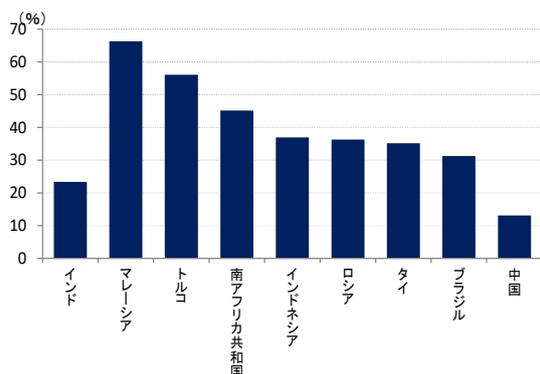
(資料) インド準備銀行データより作成

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

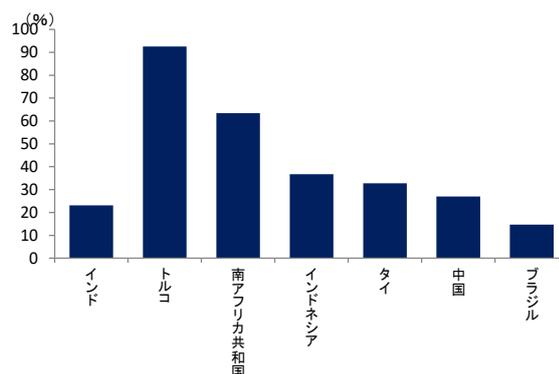
支が増加傾向を辿る一方で、貿易赤字が縮小傾向で推移したため、経常赤字は縮小を続け、2015年には対名目GDP比率が1.1%にまで低下した。この間の貿易赤字の縮小は、2013年は関税率の引き上げを中心とした金の輸入抑制措置により金の輸入額が、また2014年以降は原油価格の下落傾向により原油・石油製品の輸入額が、それぞれ減少傾向で推移したことが主因である。この先も世界景気の緩やかな回復に伴い輸出が増加傾向を辿り、また、原油価格の低位安定により輸入の減少傾向は持続する可能性が高いため、貿易・経常赤字が目立って拡大する展開は想定しづらい。

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、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



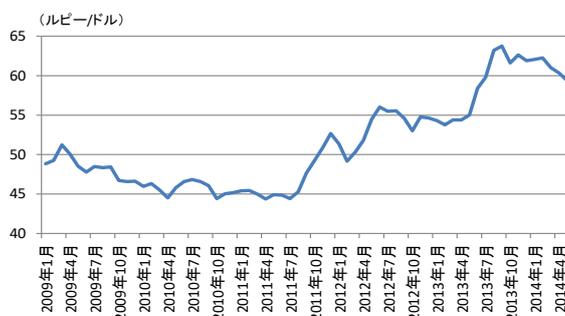
図表5：新興国の短期対外債務残高対外貨準備比率



(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

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

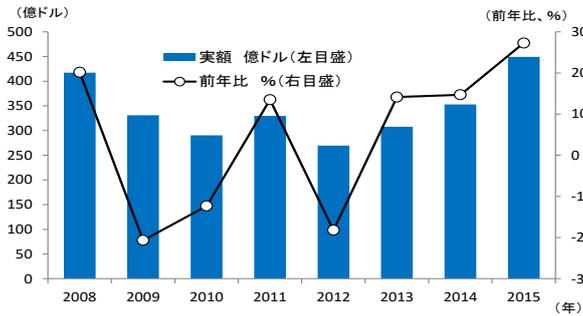
3. 就任後2年が経過したモディ首相の構造改革

2014年5月にモディ首相が就任してから2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の決定が閣議決定され、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、物品・サービス税（GST）の導入は、必要な憲法改正案が2016年7月に上下両院で可決されるなど一定の進捗があった。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り、日本をはじめ海外の企業からの要望が極めて強いため、その進捗は改革の成否に大きな意味合いを持つ。

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窺える。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）。

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

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定の成果を上げており、2014年、2015年と2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. 高額紙幣廃止の影響

2016年11月8日、政府は、突如として高額2紙幣（500ルピー紙幣と1000ルピー紙幣）の使用禁止を発表した。地下資金の捕捉や汚職への対策が目的である。11月10日には、新デザインの500ルピー紙幣と、新たに導入された2000ルピー紙幣が発行された。旧紙幣は11月10日から12月30日までに新紙幣と交換するか、銀行に預金する必要が生じた。廃止された高額2紙幣の流通額は14兆ルピーと国内流通紙幣総額の90%弱に達していたため、対応に追われた人が銀行の窓口に殺到し、また、インドではクレジットカードや電子マネーの普及が遅れ現金決済率が98%と非常に高いことから、個人の消費活動を中心に経済は混乱した。

高額紙幣の廃止について、国民の多くは、経済活動や日常生活の混乱にもかかわらず一定の理解を示している。これは、国内の富の偏在によるもので、一部の富裕層が脱税や不正資金の運用などによってさらに私腹を肥やす構造に、庶民からの不満が大きかつ

たためである⁴。他方で、野党は国民の生活の混乱を招いたとして与党 BJP を批判している。

今回の措置により、市民の雑貨店での日常品の購入が滞り、また自動車などの耐久消費財の売れ行きが鈍っているため、個人消費は一時的に停滞を余儀なくされよう。また、中小企業、個人事業主、零細農家など現金の使用頻度の高い事業主体の活動も影響を受けることが予想される。さらに、インドでは現金での購入が多い不動産取引も不活発になっている模様である。これらにより、高額紙幣の廃止は、短期的に経済に悪影響を及ぼすため、2017年1-3月まで経済成長を押し下げるとの見方が多数を占めており、通年で実質 GDP を 0.5%程度押し下げると見込まれている⁵。仮に、今後の議会における GST 関連法案の審議で野党の協力が得られないなどの事態になれば成長率の一段の下押しにつながる。

他方で、中期的には預金取引やキャッシュレス取引の普及を促し経済効率の上昇につながるるとともに、課税基盤の拡大により財政の安定化が期待される。

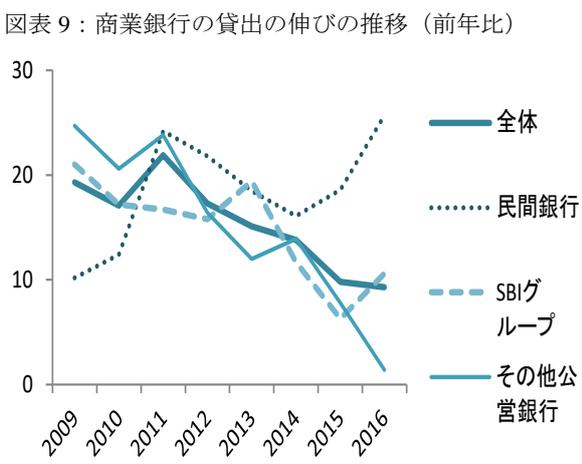
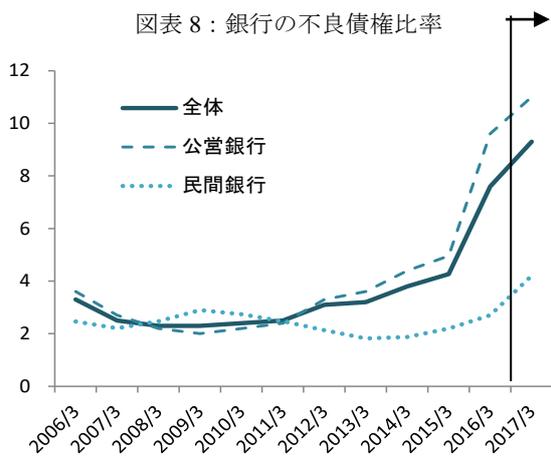
5. 銀行の不良債権問題

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7.6%の高水準にあり、民間銀行が2.7%にとどまる一方、公営銀行は9.6%に達している。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、貸出の増勢が拡大している（図表9）。

⁴ 不正資金の総額は名目 GDP の 2 割相当額ともいわれる。

⁵ インド準備銀行（中央銀行）は、こうした効果を主因に 2016 年度（2017 年 3 月まで 1 年間）の成長予想を従来の 7.6% から 7.1% まで引き下げた。



(資料) インド準備銀行データより作成

中央銀行の資産によれば、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6月の金融安定報告では、不良債権比率は、最も厳しいシナリオのもと2017年3月時点で9.3%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。

不良債権問題は過去最悪の水準にあるが、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。

6. 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。発表された声明によると、高額紙幣廃止後の混乱はあるものの、米国の早期の利上げの可能性と国内の物価上昇への警戒から、金利の据え置きが妥当との決定に至ったとされている。中央銀行のこうした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。パテル総裁下の中銀のスタンスを見極めるには、あと数回の決定会合の結果を踏まえる必要があるが、現時点では、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。

7. 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する可能性が高まった。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、実際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、230億ドルと対中赤字（3,193億ドル）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⁶。

また、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。

一方、米国は環太平洋パートナーシップ（TPP）協定の交渉から撤退するとみられる。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

⁶ 2016年の対日赤字は624億ドル。

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 交渉離脱はインドにとってプラスとなる可能性が大きい。

今後、米国政府からインドに打撃がおよぶ政策が発動される可能性が無いとは言い切れないため、動向を注視する必要があるが、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。

8. 総括

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。公的資金注入による不良債権処理や高額紙幣の廃止といった痛みを伴う政策は、成長率が 7% を上回るなど経済が好調に推移するなかで行われており、マイナスの影響は高成長で吸収できる可能性が高い。

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見れば小さく、進捗が滞る可能性は小さい。また、高額紙幣の廃止は、一部経済の混乱にもかかわらず国民の支持が高いため、その後に実施された西インド地域諸州の地方選挙や州議会・連邦議会補欠選挙において、与党 BJP の勝利が相次いでいる。したがって、仮に野党による議案審議への抵抗があったとしても、その効果は限定的にとどまる公算が大きい。

加えて、これら政策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ヤン前総裁の政策スタンスを継承するとみられるため、マイナス要素となる確度は小さい。銀行の不良債権問題が深刻な信用収縮につながるリスクや、高額紙幣廃止による経済への悪影響の拡大のリスクが自発的に顕在化する可能性は大きくないといえよう。

そうしたリスクが現実になるとすれば、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、原油価格は、2016 年 11 月 30 日の OPEC の減産合意後に 1 バレル当たり 50 ドル程度まで値を戻しているものの、2011 年から 2014 年半ばに至るまでの 1 バレル 90 から 100 ドルには遠く及ばない。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。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2017 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>