

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

～モディ新政権誕生に伴う景気浮揚期待は現実となるか～

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、物価高騰や高金利、輸出の伸び悩みなどの影響から低成長を続けてきた。過去 10 年を振り返ると、2003 年以後、BRICs に対する人々の期待の上昇とともに、対内直接投資の増加を主因に、消費・投資主導で成長ペースが拡大したが、2011 年以降は、インフレの進行に加え、財政収支および貿易・経常収支の赤字基調など長年の課題が制約となり、経済の拡大スピードは大幅に低下した。
2. これら経済の不振の原因は、グローバル金融危機以降の海外景気の停滞に加え、前政権下でのインド国内の経済改革の遅れである。前政権においては、与党国民会議派（INC）を中心とする統一進歩同盟（UPA）の議席が下院の過半数に届いておらず、脆弱な政治基盤と与党内部の対立が経済構造改革の進捗の遅れにつながった。
3. そうしたなか、5 月 16 日に開票された下院総選挙では、最大野党のインド人民党（BJP）が大勝、過半数を上回る議席を獲得し、10 年ぶりの政権交代が実現した。BJP を中心とする国民民主同盟（NDA）の獲得議席は、下院議会の総議席数 543 の 6 割を超える 339 議席に達した。
4. BJP は選挙公約として経済再生や産業競争力強化などの政策を掲げており、また、

グジャラート州知事として同州の経済底上げに手腕を発揮したナレンドラ・モディ氏が首相に就任したことから、経済活性化による景気浮揚への期待が内外から高まっている。政権交代が視野に入った春先以降、株価は上昇基調を強め、2011年半ばより下落傾向を続けてきた通貨インドルピーの対ドル相場も上昇に転じた。

5. BJPの選挙公約や、その後新政権から発表された優先課題によると、今後の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る。
6. 新政権の政治基盤は前政権に比べ強固であり、経済構造改革は進捗する可能性が高い。経済成長の阻害要因となってきたインフレや財政赤字などは次第に改善に向かうとみられるため、景気は緩やかな持ち直しが見込まれる。2011年以降の経済停滞期に比べれば、インド経済の評価は上方修正すべきであろう。
7. ただし、過度の楽観は禁物である。海外経済の回復ペースは先進地域および新興・途上地域ともに緩慢なことから、国際通貨基金（IMF）の予想や強気派の経済見通しにみられるような、インド経済の実質GDP成長率がこの先2015年度にかけ6%台半ばまで加速するとの見通しは割り引いてみる必要がある。
8. リスク要因は、(1) 政治・政策リスク（モディ氏の経済改革が頓挫し、現在の経済停滞が持続するケース）、(2) 地政学リスク（イラク情勢の混迷持続に伴う原油価格の上昇からエネルギーインフレが加速するケース）(3) 天候リスク（エルニーニョ現象などによりモンスーンで想定通りの降雨が得られず、食料インフレが加速するケース）の3点である。

1. 景気低迷下での下院総選挙～モディ政権誕生で高まる景気浮揚期待

インド経済は、物価高騰や高金利、輸出の伸び悩みなどの影響から低成長を続けてきた。過去10年を振り返ると、2003年以後、BRICsに対する人々の期待の上昇とともに、対内直接投資の増加を主因に、消費・投資主導で成長ペースが拡大した。通年の実質GDPが8%程度もしくはそれ以上の伸びを示す高成長期が続き、この時期にインドの国際社会・経済における存在感が高まった。

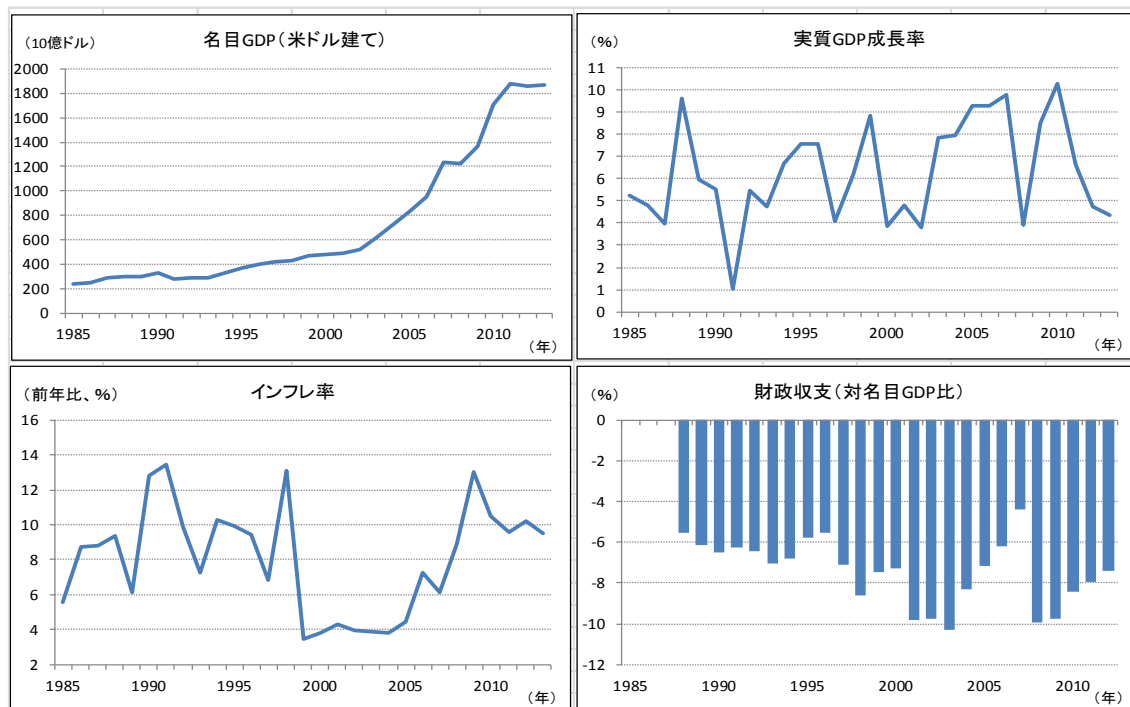
しかし、2011年以降は、インフレの進行に加え、財政収支および貿易・経常収支の赤字基調など長年の課題が制約となり、経済の拡大スピードは大幅に低下した。2012

年から 2013 年にかけての 2 年間は、実質 GDP 成長率は 4% 台と低迷している (図表 1)。景気は 2014 年に入ってからでも低迷を続け、春先以降は鉱工業生産や輸出に持ち直しの兆しがみられるなど一部に明るい兆しがみられるものの、引き続き予断を許さない。一方、IMF は 2014 年と 2015 年の実質 GDP 成長率をそれぞれ 5.4%、6.4% と、今後景気が回復傾向を鮮明にすることを予想している。

こうしたなか、4 月上旬より 1 カ月かけ実施され、5 月 16 日に開票された下院総選挙では、最大野党のインド人民党 (BJP) が大勝、過半数を上回る議席を獲得し、10 年ぶりの政権交代が実現した。BJP は選挙公約として経済再生や産業競争力強化などの政策を掲げ、グジャラート州知事として同州の経済底上げに手腕を発揮したナレンドラ・モディ氏が首相に就任したことから、経済活性化による景気浮揚への期待が内外から高まっている。政権交代が視野に入った春先以降、株価は上昇基調を強め、2011 年半ばより下落傾向を続けてきた通貨インドルピーの対ドル相場も上昇に転じた。

インド経済の停滞はグローバル金融危機後の世界経済の不振という外部環境以上に、実行力に欠けた前政権下での改革の行き詰まりや、高水準の公的債務残高や財政基盤の脆弱性など国内要因に負う要素が大きい。この点から、モディ首相率いる新政権による経済構造改革が公約通り実行されるか否かが最大の焦点となろう。

図表 1：最近のインドのマクロ経済状況



(資料) IMF・インド準備銀行他データより作成

2. インド経済の問題点～前政権下での改革の停滞によりインフレ体質と双子の赤字が続く

2009年以降の国民会議派（INC）による第2期マンモハン・シン内閣の下では、経済成長率が低下傾向を辿ったことに加え、長年の課題となってきたインフレ体質と、財政収支・経常収支の双子の赤字の解消も目途が立たなかった。

これらの経済停滞の原因の一つは、前政権下での構造改革の遅れや、農村部への給付や補助金の支給などポピュリズム政策の実施である。インド国内の経済改革の遅れが、グローバル金融危機後の世界経済の不振という外部環境の悪化とともに、経済の不振を長引かせたといえる。また、従来から問題となっている食料品を中心とする物価の上昇基調や、財政・対外バランスの赤字にも目立った改善はみられない。

前政権においては、与党国民会議派を中心とする統一進歩同盟（UPA）の議席が下院の過半数に届いておらず、こうした脆弱な政治基盤と与党内部の対立が経済構造改革の進捗の遅れにつながったとみられる。加えて、政権トップであったマンモハン・シン前首相は、経済に明るく聡明な人物である一方で、口数が少なくコミュニケーション能力やリーダーシップ面で劣っていたことが、必要な経済問題への対応の遅れにつながったとの見方もある。

(1) インフレの高進

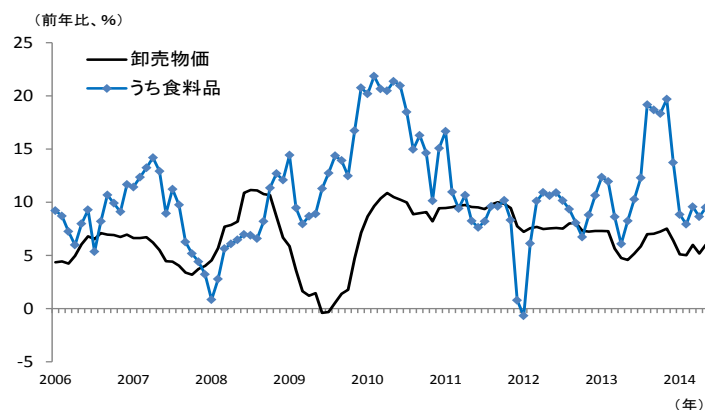
インフレ率は、消費者物価と卸売物価いずれにおいても2008年以降上昇し、2010年以降は2桁台の上昇を示す局面もみられた（図表2）。その後、中央銀行による政策金利の引き上げの影響などから上昇の加速に歯止めがかかり、伸びは徐々に低下したものの、依然として比較的高水準にとどまっている。

インフレの高止まりには、通貨ルピー安や国際商品市況の上昇に伴う輸入物価の上昇が影響しているほか、インド国内の要因に端を発する食料品価格の高騰が原因となっている。国内の食品価格の上昇には、需要・供給両サイドの要因が影響を及ぼしてきた。需要面では、所得水準の上昇に伴い、食品需要の中身が穀物から野菜・果物、卵・肉・魚などへと急速に変化したため、多数の品目で供給が需要に追い付かない状況となったことが一因である。一方、供給面では、2009年度に、モンスーン（季節風）期の降水量不足に起因する干ばつの発生によって農業生産量が減少し食料価格が急騰すると、そ

の後降水量が回復しても食料インフレは鎮静化せず、価格の高止まりが続いてきた。

これらの要因とともに生産・流通価格の上昇を通じて農産品価格の上昇をもたらしたのが、農業・農村に施されてきた政策である。インド政府は「全国農村雇用保障法」により、農村部の失業者に対して単純作業を中心とした雇用機会を提供し、不定期労働者が受け取る日当を上回る高めの手当てを支給してきた。また、農産物（主として穀物）を買い取る際の最低支持価格（MPS）を引き上げた。これらが生産・流通コストの上昇を通じ食料品価格の高騰の一因となったことが指摘されている。

図表 2：卸売物価上昇率の推移



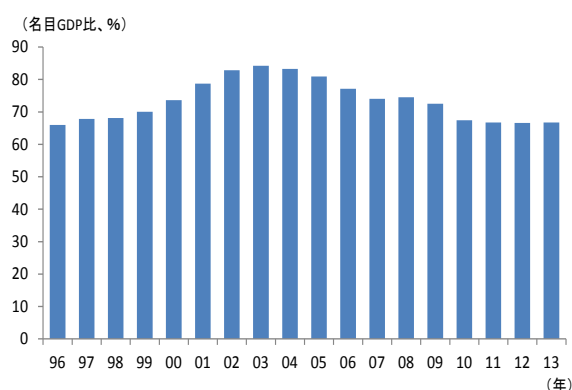
(資料) インド準備銀行データより作成

(2) 財政赤字の増加

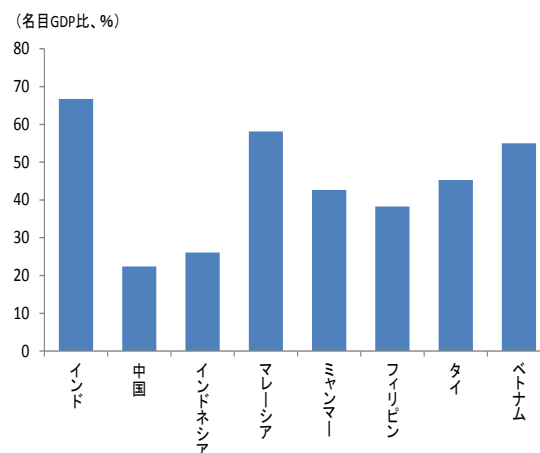
財政収支は慢性的な赤字基調にあり、赤字額の対名目 GDP 比は過去 20 年間平均 8% 弱の高水準で推移している（一般政府ベース、前掲第 1 図）。財政赤字の名目 GDP 比は、2009 年度以降、徐々に縮小しつつあるが、2013 年度も 7.3% と水準は依然として高い。歳出は、政府の補助金支給や農村部への所得補償政策などから増加傾向を辿る一方、歳入は経済成長率の低下を主因に伸び悩みを続けてきた。

このため、政府債務残高の対名目 GDP 比は 60% 台後半と高水準を続けている。アジアの新興・途上国のなかでも特に高い水準にあり、国債の利払いの増加や財源不足に伴うインフラ整備の遅れなどの問題をもたらした（図表 3、図表 4）。

図表 3：政府債務残高対名目 GDP 比の推移



図表 4：新興国の政府債務残高対名目 GDP 比率 (2013 年)

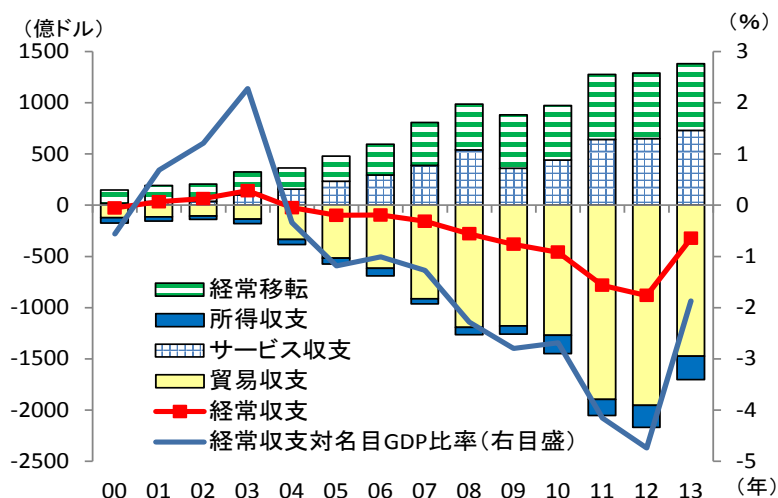


(資料) IMF データより作成

(3) 経常収支の赤字傾向

経常収支は 2004 年以降赤字に転じ、その後赤字幅は拡大傾向を辿ってきた(図表 5)。主因は貿易収支が赤字基調で推移したことである。経常赤字は、2013 年こそ経済成長の低下に伴う輸入の伸び悩みを主因に縮小に転じたが、巨額の貿易赤字がサービス収支と経常移転収支の黒字を上回る構造に変化はない。貿易収支の赤字傾向の原因は、もとより輸入に占める割合の大きい原油・石油製品の輸入金額が、国際商品市況の上昇とルピー安による輸入価格の上昇と、インド国内における補助金の支給による輸入数量の高止まりにより増勢を続けたことなどである。

図表 5：インドの経常収支の推移

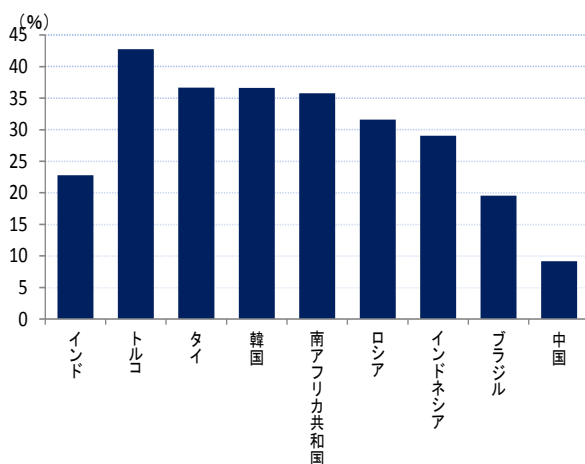


(資料) インド準備銀行データより作成

経常赤字拡大の結果、対外債務残高は拡大し 2013 年末時点で 4,260 億ドルに達した。もともと、対名目 GDP 比で見ると 22.8% と他の新興国に比べ低い水準にある (図表 6)。短期対外債務残高 (2013 年末時点 929 億ドル) も外貨準備に対する比率が 34.7% と比較的 low 水準にあり、対外的な短期債務の支払い能力は、大きな懸念がある状況にはない。

ただし、資本収支の内訳をみると、全体に占める証券投資や短期借入れなど変動の大きい資本の割合が大きく、経常赤字のファイナンスが安定的とはいえない (図表 7)。

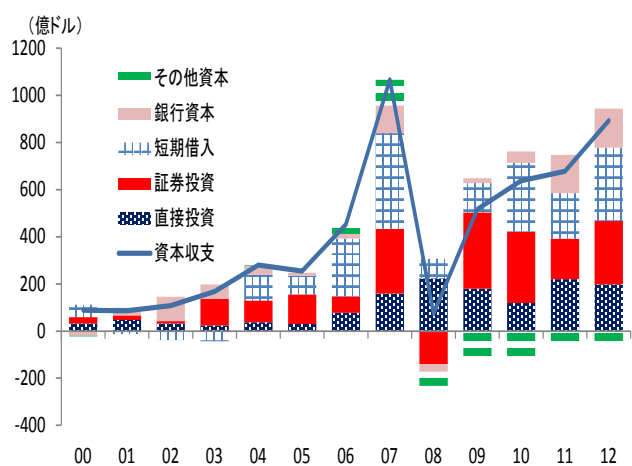
図表 6：新興国の対外債務残高対名目 GDP 比率



(注) インドは 2013 年末、その他の国は 2012 年末。

(資料) インド準備銀行、世界銀行データより作成

図表 7：インドの資本収支の推移

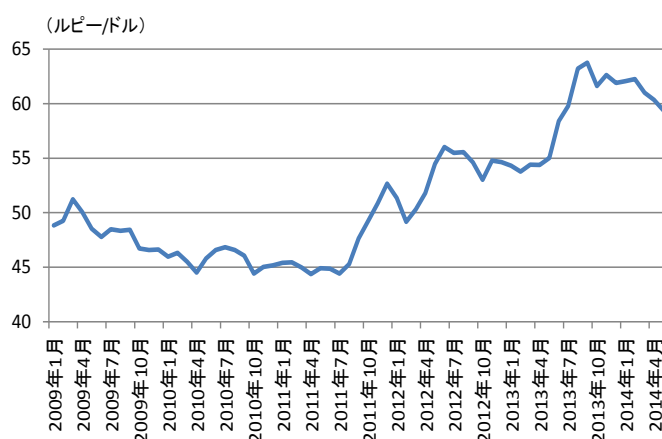


(資料) インド準備銀行データより作成

(4) 通貨ルピーの対ドル相場

高インフレと巨額の経常赤字は投資家から不安視され、インドルピーの対ドル相場は 2011 年以降下落基調を辿った (図表 8)。特に米国の金融緩和の縮小が金融市場で強く意識され始めた 2013 年前半は、インドと同様に高インフレと経常赤字を抱えた他の新興国とともに、投資資金の国外流出が進み相場下落ペースが加速した。2014 年に入ると、経済指標の一部が予想を上回ったことや、総選挙による政権交代への期待などから、ルピー相場は緩やかながら上昇に転じた。ただし、水準は 1 ドル=60 ルピー程度と過去 10 年間の最安値圏にある (2014 年 6 月末時点)。

図表 8：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. 政権交代の持つ意味とモディ新政権の経済政策

5月の下院総選挙で大勝し、単独過半数の議席を獲得したインド人民党（BJP）は、ナレンドラ・モディ氏を首相とし、連立内閣の国民民主同盟（NDA）を発足させた。これにより、下院の改選対象の543議席のうちの62%に相当する339議席を占める安定的な連立内閣が誕生したことになる。新政権は、小さな政府による効率的な政策運営を目指し、早速、閣僚の数を45人に削減した（2009年の前内閣発足時の閣僚の数は79人）。一方、注目される経済政策では、経済再生を目指し、改革路線を打ち出している。BJPの選挙公約や、その後新政権から発表された優先課題によると、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る（図表9）。

新政権の政治基盤は前政権に比べ強固であり、経済構造改革は進捗する可能性が高い。事実、農業分野の改革に関しては、6月25日に、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、今後、国内の食料価格高騰に徐々に歯止めをかける効果が期待される。

図表 9：モディ新政権の経済課題への対応策

農業分野の改革による 食料インフレの抑制	<ul style="list-style-type: none"> ・農産物の公的配給の改革 ・農産物の買い占め・闇取引の禁止 ・農業部門の生産性向上 ・農産物価格制度の見直し
ビジネス環境の改善	<ul style="list-style-type: none"> ・税制の簡素化 ・物品サービス税(GST)の導入 ・雇用関連法の見直し
インフラの整備	<ul style="list-style-type: none"> ・高速鉄道網・貨物鉄道網の構築 ・官民パートナーシップ(PPP)の活用 ・風力・原子力などエネルギー政策の推進
対内直接投資の推進	<ul style="list-style-type: none"> ・雇用創出型の投資を積極的に受入れ (ただし小売業を除く) ・国防産業への直接投資を許可
製造業分野	<ul style="list-style-type: none"> ・直接投資の推進により世界の製造ハブへ ・ソフトウェア、ハードウェアの開発・製造拠点 の設立を推進
IT分野	<ul style="list-style-type: none"> ・ITの導入により電子ガバナンスシステムを 構築

(資料) 各種報道より作成

7月10日には、注目された2014年度予算案が発表された。懸案の対内直接投資の促進については、物流や農業分野のインフラ整備のための支出拡大や、保険産業への出資規制の緩和などへの予算計上がみられ、政府の意図がより具体的となった。一方で、歳出抑制と歳入基盤の拡大に関しては、補助金削減および物品・サービス税(GST)導入の具体策のいずれも明示されていない。にもかかわらず、2014年度の税収は前年度比20%増の楽観的な見通しとなっており、これを前提に同年度の財政赤字は名目GDP比で4.1%への縮小が見込まれている(図表10)。

図表 10：インドの財政収支(対名目GDP比)

	(%)							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
財政赤字(中央政府)	▲ 6.0	▲ 6.5	▲ 4.8	▲ 5.7	▲ 4.9	▲ 4.5	▲ 4.1	▲ 3.6
財政赤字(一般政府)	▲ 10.0	▲ 9.8	▲ 8.4	▲ 8.0	▲ 7.4	▲ 7.3	-	-

(注) 2014年度および2015年度はインド財務省の予測。

(資料) インド財務相およびIMFデータより作成

このように、今回発表された予算案は、歳出抑制と歳入基盤の拡大に関して具体策に乏しく、改革手腕が高く評価されていたモディ新政権によるものとしては、やや期待外れの感がある。経済成長の阻害要因となってきたインフレや財政赤字などは次第に改善

に向かうとみられるがそのペースは必ずしも速くなくさそうである。これら要因が解消することの景気の持ち直しに対するプラス効果の顕現も緩やかにとどまるとみるべきであろう。

4. 製造業の対内直接投資拡大に向けて

政府は、経済課題への対応策のうち、④対内直接投資の促進、⑤製造業分野の活性化について積極姿勢を示している。ただし、実際に投資が拡大するかどうかは、現地市場での販売拡大と第3国への輸出拠点構築の両方を、インドへの進出目的とする企業をどれだけ取り込めるかが鍵となろう。

年平均でみたインドへの直接投資の流入額は、2010年から2013年までの4年間に、それ以前の10年間に比べ1.7倍の規模に拡大した。全体の拡大に大きく寄与したのはアジアからの投資で、この間に3.3倍の規模へ増加した（次頁図表11）。なお、アジアからの投資のなかで大きなシェアを占めているのは、シンガポールと日本であり、この2カ国でアジアからの投資全体の約9割を占める（2010年から2013年までの4年間の平均）。

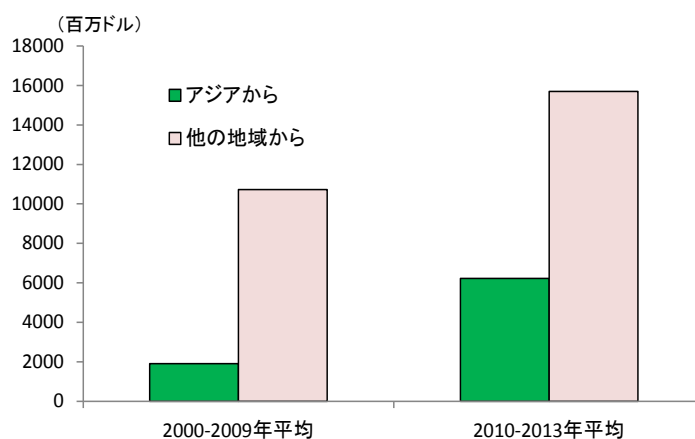
国際協力銀行の製造業に対する聞き取り調査によれば、インドを有望な投資・進出先とみなしている日本企業にとって、その理由の第1位は現地マーケットの成長性、すなわちインドの内需であるが、他方で、第3国への輸出拠点としてインドを有望視している企業も増えつつある。中国進出企業が人件費の上昇による生産コストの増高に悩まされつつあるなか、人口が豊富かつ人件費はいまだ低水準にあるインドを次の生産拠点として意識する企業が増えていることを反映したものであろう。ただし、国内の労働力の質が比較的均質な中国と異なり、インドでは州や地域ごとに文化・風習・言語などが多様であり、利用可能な労働力の確保は容易ではない。

一方、現段階で、経済課題への対応策のうち、④対内直接投資の促進、⑤製造業分野の活性化については、大方針や目指す姿が明らかにされているのみである。インドにおける労働力確保の難しさという欠点を補い、日本をはじめとするアジア企業のインドへの投資を増やすために、政府がどんな具体策を用意できるかを速やかに提示すべきであろう。

また、東アジア諸国と比べた場合、インドからの輸出における地理的なメリットは、成長が期待される中近東・アフリカへのアクセスが良いことである。したがって、いま

が目立った成果がみられないこれら地域との自由貿易協定（FTA）締結の交渉を進めることも必要といえるのではないか。

図表 11：インドの対内直接投資の推移（年平均額）



(資料) インド準備銀行データより作成

5. 総括

以上を総括すると、経済改革が進みにくかった前政権に代わり、基盤の強固な新政権が誕生したことにより、経済課題の克服を梃子に、インド経済は持ち直しに転じる可能性が大きい。このため、2011年以降の経済停滞期に比べれば、経済の評価は上方修正すべきと判断する。ただし、過度の楽観は禁物である。海外経済の回復ペースは先進地域および新興・途上地域ともに緩慢なことから、IMFの予想や強気派の経済見通しにみられるような、インド経済の実質GDP成長率がこの先2015年度にかけ6%台半ばまで加速するとの見通しは割り引いてみる必要があるだろう。

なお、リスク要因として、(1) 政治・政策リスク（モディ氏の経済改革が頓挫し、現在の経済停滞が持続するケース）、(2) 地政学リスク（イラク情勢の混迷持続に伴う原油価格の上昇からエネルギーインフレが加速するケース）(3) 天候リスク（エルニーニョ現象などによりモンスーンで想定通りの降雨が得られず、食料インフレが加速するケース）の3点があげられる。特に、(1) 政治・政策リスクに関しては、①上院議会においては、与党BJPが率いるNDAは多数党でないこと、②モディ首相は、グジャラート州知事としては改革の実績があるものの、分権的で州ごとに多様な連邦共和制国家であるインドの中央政府においては、同様の手腕が発揮できるとは限らないことなどから特に注視を要する。

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。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 2014 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>