

Economic Monitor

持続的な高成長への期待が高まるインド経済

インドでは、モディ政権発足後3年を経て一連の構造改革の成果が徐々に現れ、経済のファンダメンタルズが着実に改善。今春実施された主要な地方議会選挙における与党 BJP の相次ぐ勝利をテコに政権基盤が安定感を増す中、今後、長期政権として改革をさらに推進し、成長を阻む障害を克服できれば、インド経済は総人口の増加といった潜在力を発揮して、本格的に高度経済成長期入りする可能性が高まっている。国内の投資不足を補う直接投資の流入拡大が重要なカギとなる一方で、留意すべき最大のリスク要因は原油価格の高騰。

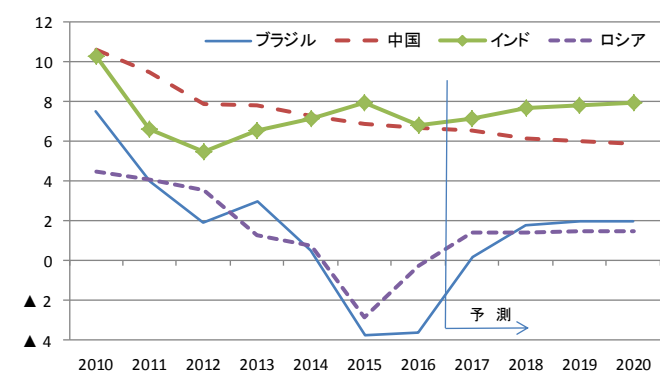
かつて成長著しい新興国の代名詞であった BRICs の現在の経済状況を見ると、資源価格低迷によってブラジル、ロシアは失速し、サービス経済化への転換期に差し掛かる中国も徐々に成長率が鈍化している。そうした中、インドは7%超の高成長を続けており、今や主要新興国の中で最も高い成長率を誇っている。これまで幾度となく期待を裏切り続けてきたインドであるが、今度こそ“ひと皮剥けて”本格的に高度経済成長期入りし、中国に代わる世界経済のけん引役へと躍り出る可能性が高まってきた。

新興国の中でも際立つパフォーマンス

国際通貨基金（IMF）が4月18日に発表した世界経済見通し（World Economic Outlook, April 2017）によると、インドの実質GDP成長率は2016年実績の前年比+6.8%から、17年は同+7.2%、18年には同+7.7%と、この先さらに成長ペースが加速すると予測されている。7%超というハイスピード成長は、減速基調にある中国（同+6.6%、+6.2%）を上回るだけでなく、ASEAN 諸国の中でも相対的に好調なフィリピン（同+6.8%、+6.9%）やベトナム（同+6.5%、+6.3%）をも凌駕し、世界の成長センターであるアジアの中でもひと際目立つ存在となっている。

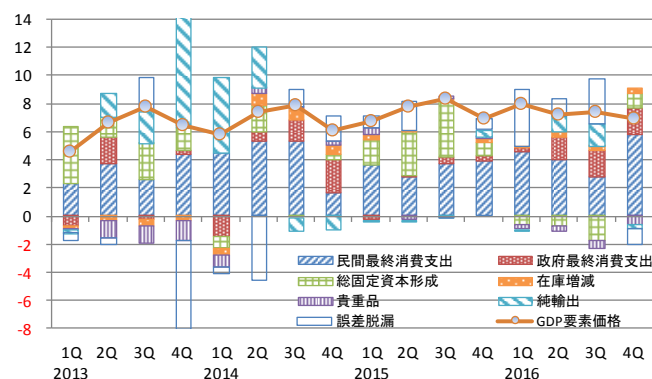
まず、足元までの経済情勢を振り返って見ると、2016年10～12月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.0%と、前期の同+7.4%よりは鈍化したものの、11月の高額紙幣廃止という大きな負のショックがあったにもかかわらず、失速することなく7%台の高成長を続けている。

BRICs諸国の実質GDP成長率の推移(%)



(出所)IMF, "World Economic Outlook April 2017"

実質GDP(支出側)成長率の推移(前年同期比、寄与度、%)



(出所)Central Statistics Office (CEIO)

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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

大方の予想を上回る高成長となった要因について需要面から見ると、民間消費が同+10.1%と、前期の同+5.1%から大きく加速したことが効いている。インフレの落ち着きによる実質購買力の向上や、6~9月のモンスーン期の降雨量回復がもたらした収穫増による農家所得の持ち直しといったプラス要因が、高額紙幣廃止に伴う現金不足等のマイナス要因を凌いだ形となった。高額紙幣廃止のタイミングが、1年で最も消費活動が活発となるディワリ¹の期間の後だったことも、悪影響が軽微にとどまった理由と考えられる。

また、固定資本投資が同+3.5%と、前期の同▲5.3%から4期ぶりにプラスに転じたほか、政府消費が同+19.9%と、前期(+15.2%)に続いて高い伸びとなるなど内需の堅調さが目立った。他方で、外需については、輸出が同+3.4%と、前期の同▲0.9%からプラスに転じたものの、輸入も同+4.5%と、旺盛な内需を映じて前期の同▲7.4%から一気にプラスに反転した。輸入の伸びが輸出の伸びを上回った結果、純輸出の寄与度は▲0.3%Ptと、前期の+1.6%Ptから、3期ぶりにマイナスに転じ、成長率を押し下げた。

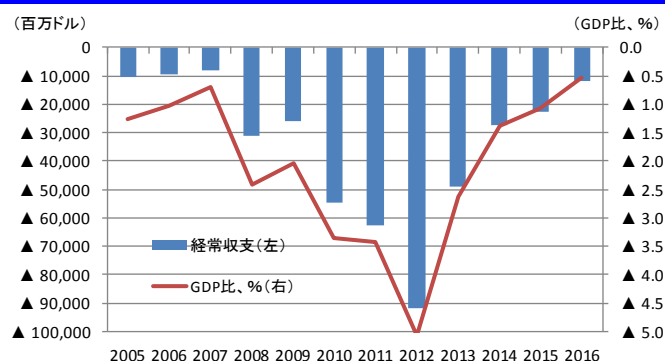
改善する経済ファンダメンタルズ

10~12月期のGDPについては、統計の不備等から実態を十分に反映できていないとの一部批判が出ているように、やや出来過ぎという印象もあるものの、モディノミクスによる一連の構造改革の成果として、経済のファンダメンタルズが着実に改善に向かっていることは事実である。

国民会議派(INC)による前政権では、補助金によって燃料や食料の価格を低く抑える一方で、農村等低所得者向けに現金給付を施したため、民間消費は慢性的に過熱気味で推移した。そうした状況は、国内産業に供給制約がある下で、輸入増から貿易収支の赤字が拡大すると同時に、高インフレを招いた。2014年春の総選挙におけるインド人民党(BJP)の勝利によって発足したモディ現政権は、既得権化していた補助金や現金給付にメスを入れるなど、経済構造改革に着手。経常収支赤字の縮小、財政赤字の削減、インフレ率の低下といった経済のファンダメンタルズの改善は、政権交代後の一連の取り組みが良い方向に作用した結果と言える。

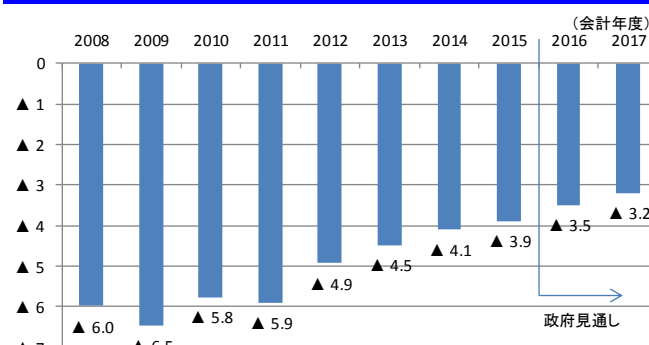
実際、経常収支赤字は2012年のピーク時には▲915億ドル、GDP比で▲5.1%まで赤字幅が拡大したが、国際商品市況における原油価格下落に伴い貿易収支が改善するとともに、インフレヘッジを目的に急増していた金の輸入抑制措置(関税引き上げ、後に引き下げ)が奏功し、2016年には同▲119億ドル、▲0.5%まで縮小した。また、財政収支赤字も最悪期の2009年にはGDP比▲6.5%まで膨れ上がったが、補助金や

経常収支の推移(百万ドル、GDP比%)



(出所) Reserve Bank of India (CEIC)

財政収支の推移(GDP比、%)



(出所) Controller General of Accounts (CEIC)

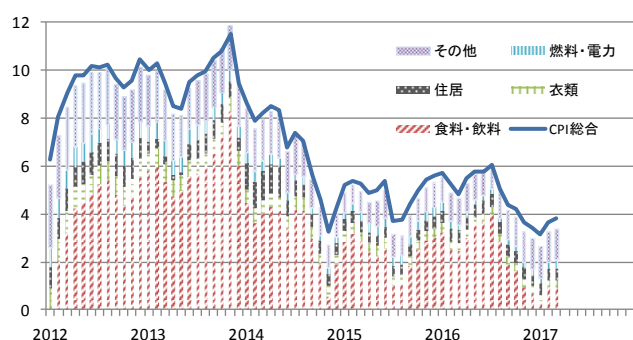
¹ ヒンドゥー教の新年のお祝いで、昨年は10月28日からの5日間。インド政府はもちろん、その時期を避けたと見られる。

給付金等の歳出抑制により着実に赤字削減を進めた結果、▲3%台まで圧縮。最新の 2017/18 年度予算²でも同▲3.2%と、改善傾向が続く計画となっている。

前政権時代には 2 ケタ近い高インフレが常態化していたが、現政権は補助金に頼らず食品価格の高騰を防ぐことに尽力し、インフレ沈静化に成功。消費者物価上昇率は、インド準備銀行（RBI）の目標レンジである 4%±2%の範囲内で安定推移している。

金融市場でもこうしたインド経済のパフォーマンス向上を高く評価している。実際、株価は好調を維持。代表的な株価指数である SENSEX 指数は 4 月 5 日に 29,974 と、既往最高値を更新。初の 30,000 超えを目指す勢いで最高値圏での推移が続いている。

消費者物価指数の推移(前年同月比、寄与度、%)



(出所) Central Statistics Office (CEIC)

SENSEX 指数の推移(1978-1979年=100)



(出所) Central Statistics Office (CEIC)

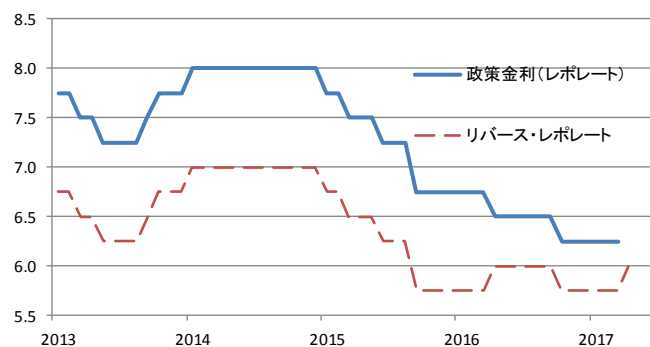
通貨ルピーは昨年 11 月の米大統領選挙の直後こそ、他の多くの新興国通貨と同様にいったんは下落し、既往最安値を更新したもの、年明け以降は上昇に転じ、底堅く推移している。そうした中、RBI は 4 月 6 日開催した金融政策決定会合において、政策金利は 6.25% のまま据え置いたものの、インターバンク金利（翌日物）の下限となるリバース・レポレートを 5.75% から 6.0% に引き上げた。前回 2 月に、政策スタンスの「緩和」から「中立」への変更をすでに表明しており、市場では事実上の引き締め開始と捉えられている。

対ドル ルピーレートの推移(ルピー/ドル)



(出所) Reserve Bank of India (CEIC)

政策金利の推移(%)



(出所) Reserve Bank of India (CEIC)

²インドでは財政予算の年度は 4 月から翌年 3 月。2017 年 4 月から 2018 年 3 月までを 2017/18 年度と表記する。

高まる持続的な高度経済成長への期待

インドでは 2050 年まで総人口の拡大が続く うえ、若年人口の割合が高く、労働力人口の拡大も当分の間、続く ことが見込まれる。いわゆる “人口ボーナス” を享受出来る ため、そこで経済成長に弾みがつけば、いずれはポスト中国として世界経済の中心的プレイヤーになることが期待される。ポテンシャルの大きさを高く評価されつつ、これまで幾度となくその期待を裏切ってきた経緯があるものの、以下に挙げる理由から、今度こそ高度経済成長が持続する可能性は高まっている と考えられる。

第 1 に、政権基盤が徐々に安定感を増してきた ことである。今春、人口規模最大のウッタル・プラデシュ (UP) 州における議会選挙において BJP が勝利したことによって、上下院のねじれ解消にめど³がついた。それはすなわち、モディ首相の再選 (次回下院選は 2019 年) 可能性が高まった ことを意味するばかりか、改革の実績を着実に積み上げ続けることでさらに 3 期目 (次々回は 2024 年) も視野に入ってくる ことになる⁴。その場合は 3 期目が終わる 2029 年まで、この先 10 年以上にわたり、現政権の下で経済構造改革を継続して取り組むことが可能 になる。掛け声倒れに終わったこれまでとは大きく状況が異なり、インドが根底から生まれ変わる、まさしく千載一遇のチャンスである。

第 2 に、モディノミクスの具体的な成果が徐々に表れてきた ことである。政権発足から 3 年近くが経過して、土地収用法の改正や労働法の改正など未だ手付かずの課題は残るものの、構造改革の既往取り組みは着実に進展したと評価できる。

改革進展の象徴と言えるのは、与野党問わず悲願であった財・サービス税 (GST) の導入 であろう。関連法案はすでに承認済みで、順調に行けばこの 7 月より適用が始まる。GST 導入後は、従来は州ごとに求められていた煩雑な申告・納税手続きが大幅に簡素化されることになる。事業環境の改善によって対内直接投資 (FDI) の流入拡大が期待 され、中長期的に経済成長率を押し上げる要因 となる⁵。

また、不正資金撲滅を目的とした高額 2 紙幣 (500 ルピーと 1,000 ルピー) の廃止 も、モディ首相に対する国民の高い支持なしには成し得なかった荒療治である。昨年 11 月 8 日夜に急遽、流通する紙幣の 9 割弱 (金額ベース) に当たる 200 億枚の使用禁止措置を発表。未だ現金決済が主流のインドでは、当初、新紙幣が不足したことによって一時的に国民生活の混乱を招いた。その影響は自動車販売、特に現金購入者が多い二輪車に顕著に現れた。二輪車の販売台数は、12 月に前年比 22.0%減の大幅減を記録するなど 11 月から翌 2 月まで 4 か月連続で前年割れ。直近 3 月も同 0.3%増にとどまっており、なお余波が残っていると見られる。他方で、乗用車は購入時のローン割合を引き上げるなど販売店側の営業努力も奏功し、直後の 12 月こそ同 1.4%減とマイナスに落ち込んだものの、翌 1 月には同 14.4%増と早々に回復している。

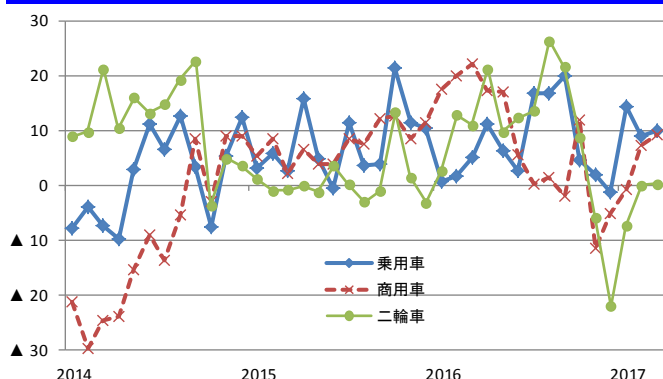
3 月 13 日に預金の引き出し制限が解除されるなど、高額紙幣廃止に伴う混乱はおおむね終息し、現在までに経済は正常化しつつある。中長期的には、キャッシュレス化が促進されることで、関連ビジネスの発展や、税収確保・汚職撲滅などプラスの効果が現れる と考えられている。

³ インド連邦議会は上下院の二院制。直接選挙の下院は BJP と友党が 6 割を占める一方、各州議会による間接選挙により選出される上院では BJP 及び友党は約 2 割にとどまる。ねじれ解消には、各州議会で多数派となる必要があるが、特に UP 州のような議席数の多い州での勝利が重要となる。

⁴ 歴代首相では、初代ネルー (1947/8~1964/5) を除くと、アタル・ビハリー・ヴァージペーイー (1998/5~2004/5) が最長。

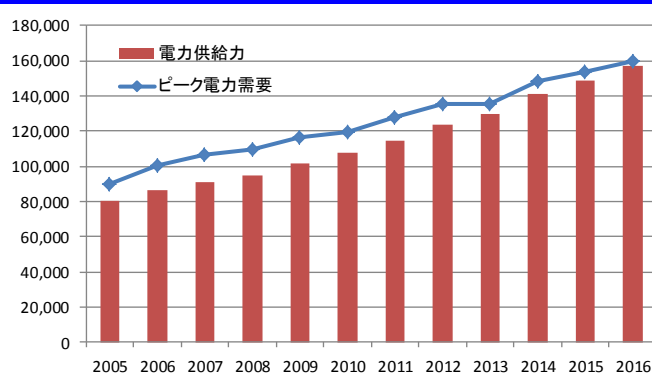
⁵ 財・サービスに対して、連邦政府と州政府がそれぞれ課税できるが、GST 導入を機に、連邦税 (物品税、加算物品税、サービス税、加算関税、特別加算関税) と州税 (付加価値税、娯楽税、入境税、購入税、贅沢税、賭博税) を一本化。同措置により GDP を +1.5~2%押し上げるとの試算もある。

自動車販売台数の推移(前年同月比、%)



(出所) Society of Indian Automobile Manufacturers (CEIC)

ピーク電力需要と電力供給力の推移(MW)



(出所) Central Electricity Authority (CEIC)

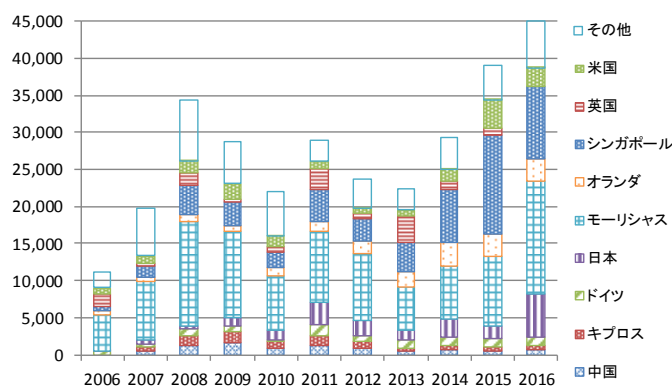
さらに、インフラ整備の進展もモディノミクスの成果である⁶。貧弱なインフラは外国企業進出の大きな障害となるばかりでなく、経済全体の生産性向上を妨げ、これまでインド発展のボトルネックとなってきた。モディ首相は、自身がかつて知事を務めたグジャラート州の成功モデルに沿って、外国企業誘致を促進するために道路や港湾などのインフラ整備を推進しているが、政権発足後3年を経て、徐々にその軌跡が明らかになってきた。例えば、深刻な電力不足も近年は徐々に改善へと向かいつつある。グジャラート州など一部の先進的な地域を除き、ピーク電力需要に対する供給力は大きくかい離、慢性的な電力不足の状態にあったが、近年では各州ともかなりの改善を見せている⁷。また、デリー・ムンバイ間産業大動脈(DMIC)構想の実現に向けた動きも、貨物専用鉄道建設計画(DFC)案件が始動し、日本企業が軌道工事等を受注するなど具体的進展を見せている。

第3には、一連の改革進展に伴い、海外からの評価が高まっていることである。インドにおける事業環境の改善が中長期的に展望できるようになったことなどを反映して、FDIの流入が拡大している。2016年実績は総額464億ドルと、現行統計で遡れる2005年以降で最も多い金額となった。国籍別に見ると、日本からインドへのFDIは既往最大となる58億ドルに上り、インドとの二国間投資協定が締結されているため、拠点を置くことが有利なモーリシャス(151億ドル)とシンガポール(98億ドル)に次ぐ、第3位の座を占めている。

メインシナリオ：7%超の高度経済成長期の到来

前述のように、高額紙幣廃止の悪影響は存外早く終息。2017から18年にかけての景気見通しとしては、モンスーン期の雨量が平年並みの予測が発表され、食料品価格と農家所得の安定が見込まれることから、民間消費を中心に旺盛な内需が堅調に拡大を続け、7%を超える高い成長ペースを持続する公算が大きい。

国別対内直接投資の推移(百万ドル)



(出所) Department of Industrial Policy and Promotion (CEIC)

⁶ 2017/18年度予算でも公共投資を表す「資本的支出」は前年度比10.7%増と、歳出全体の伸びを上回る高い伸びを確保し、引き続き公共投資の拡大を図る方針を示している。

⁷ ただし、依然十分な余力はなく、実際の運用では停電の不安が解消されないため、発電機を設置している。

さらに、中長期的には、以下の理由により、本格的に高度経済成長期に入る可能性が高まってきた。

第1に、インドの1人当たりGDPは2016年時点で約1,700ドルに過ぎず、伸びしろが十分に大きいことを指摘できる。この先3,000ドルに達する辺りから、経験則上、モータリゼーションが本格化すると考えられ、人口ボーナスとも相俟って、高成長に一段と弾みがつくというシナリオを描くことができる。同8,000ドル台の中国や、5,000ドル台のタイのように、いわゆる「中所得国の罫」によって成長スピードが鈍化する局面に到達するのは当分先のことである。

第2に、RBIによると、インドの潜在成長率は6.8%と試算されており、7%程度の成長スピードならば、供給面の制約をさほど受けることなく十分達成可能と考えられる。さらに、モディノミクスによる経済構造改革を向こう10年にわたって着実に推進することによって、内外需の堅調な拡大とともに、供給制約の解消による潜在成長率の底上げも見込まれる。

以上を勘案すると、後述のリスク要因さえ顕在化しなければ、インドは高度経済成長を謳歌し始め、近い将来に世界有数の経済大国となる道が開けてきた。

ここで、モディ政権が3期15年続くと仮定し、3期目が終了する2029年までのインド経済に関して、ラフなシミュレーションを試みた。その結果によると、今年から2029年までの13年間、実質GDP成長率が年平均+7.2%で推移した場合、物価・為替の変動を考慮しない2016年価格の比較で、経済規模は現在の2.2兆ドルから2029年には5.6兆ドルへと、約2.5倍に膨らむことになる。その際、総人口の伸びを年平均+1.2%とすれば、2029年時点の1人当たりGDPは約2倍超の3,600ドル（同じく2016年価格）にまで上昇する計算となる。もとより、大雑把なシミュレーションであり、相当の幅を持って見る必要があるものの、3,600ドルとは現在のインドネシアと同レベルの所得水準であり、しかも人口規模は約15億人に上る、8~9年ほど前の中国に匹敵する巨大な成長市場が誕生することになる。

アジア主要国の1人当たりGDP (2016年価格、ドル)		
	2016年	
マレーシア	9,360	<インド2029年試算>
中国	8,113	
タイ	5,899	
		← 3,644 ← メインシナリオ (+7.2%成長)
インドネシア	3,604	← 2,852 ← リスクシナリオ (+5.2%成長)
フィリピン	2,924	
ベトナム	2,173	
インド	1,723	
ミャンマー	1,269	

(注) インド2029年試算は、総人口の伸びを年平均+1.2%と仮定し、実質GDP成長率をメインシナリオ(同+7.2%/年)とリスクシナリオ(同+5.2%/年)の2通りについて、1人当たりGDPを計算したもの。すべて同期間中の物価上昇、為替変動の影響を考慮しない2016年価格

(出所) IMF・WEO (Sep2017) より伊藤忠経済研究所作成

リスクシナリオ：リスク要因が高成長を阻害し、5%程度の成長率にとどまる

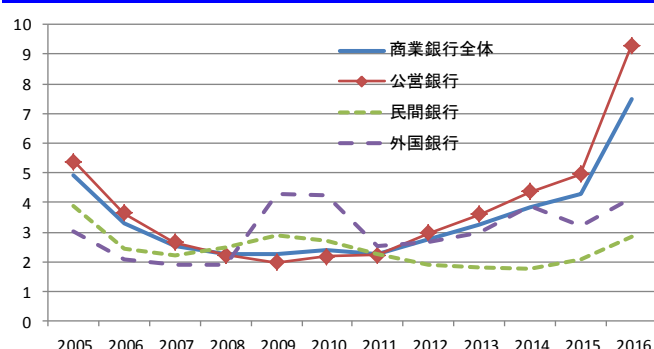
メインシナリオでは明るい将来像が描かれたとはいえ、今なお克服すべき課題も数多く残されており、それらは高成長を阻害する要因となり得る。

第1のリスク要因は、銀行が抱える不良債権問題である。リーマンショック以降の景気減速等を背景に、インフラ分野を中心に貸出が不良債権化した。もっとも、その一部は特例措置により正常債権として計上されていたが、2015年4月以降、債権分類基準が厳格化されたため、貸出全体に占める不良債権の比率が急上昇した。民間銀行や外国銀行ではなお低位にとどまっているものの、銀行セクターの約3分の2を

占める公営銀行では、審査体制が不十分なことなどから、同比率が 2016 年 3 月末時点で 9.3%と、2 ケタ近くにまで上昇している。

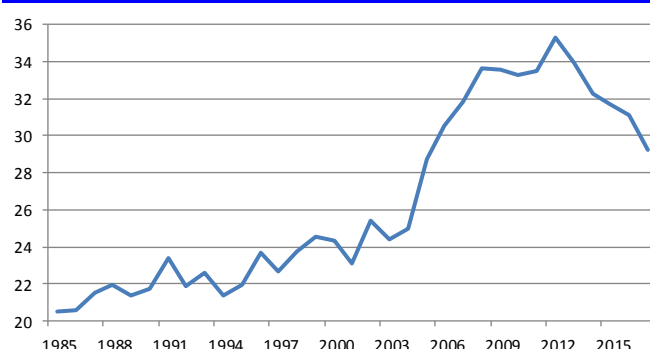
RBI は、2013 年 9 月のラジャン前総裁の就任以来、不良債権処理に対する取組みを本格化させており、政府もまた、厳格な自己資本規制⁸に対応するため、公的資金の注入を実施してきた。インドでは GDP に占める銀行セクターのシェアが小さく、その分、必要な公的資金も経済規模に比べて大きくはないことから、今のところ大きな問題とは捉えられていない。しかしながら、最近では、財務体質の悪化などから銀行貸出の伸びが急速に鈍化しつつあるなど、一部でその影響が現れ始めていると見られる。不良債権のスムーズな処理が進まなければ、信用創造など本来の金融機能が十分発揮できず、成長の足かせとなる懸念があることには留意すべきであろう。

不良債権比率の推移 (%)



(出所) Reserve Bank of India 〈CEIG〉

投資比率の推移 (総固定資本形成 ÷ GDP、%)



(出所) Central Statistics Office 〈CEIG〉

第 2 に、国内の供給力不足・投資不足の解消の遅れである。インドでは、新興国の一般的な水準と比べて GDP 全体に占める設備投資の割合 (総固定資本形成 / GDP 比率) が低く、これが国内の供給力不足の解消が進まない要因となっている。同比率は 2000 年代に 20% 台半ばから 35% まで上昇したものの、近年は再び 30% 割れの水準に低下している。

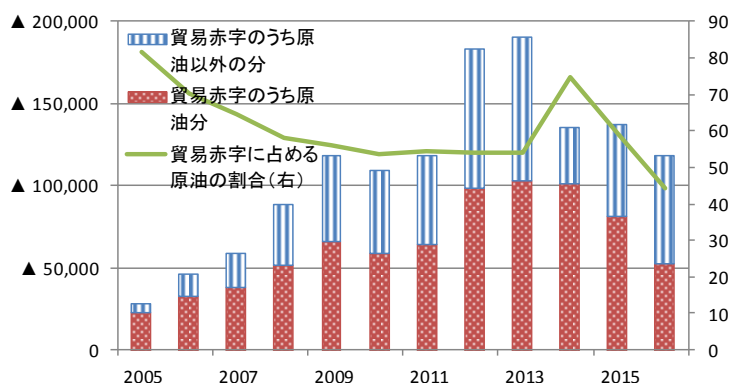
国内の供給力不足が経済成長の天井になっている現状を打開するには、とりわけ弱点である製造業の強化が不可欠である。インド政府は GDP に占める製造業の割合を現在の 16% から 2022 年までに 25% に引き上げることを目標に各種振興策を打ち出しており、モディ首相も “Make in India” という分かり易いキャッチフレーズを掲げ、外国企業の誘致を積極的に推進しようとしている。インドでは金融システムの発達の遅れから、国内の貯蓄が金融資産でなく、金などの実物資産に向かう傾向があり、その意味でも FDI の流入拡大が投資不足解消の重要なカギを握っている。

第 3 には、原油価格の高騰である。原油価格は近年、世界経済の減速などを背景に 50 ドル/バレルを大きく上回ることなく低位安定して推移しているが、油価の低下は、前述の通り、インド経済のパフォーマンス改善にひと役買っている。しかしながら、ひとたび原油価格が上昇に転じれば、貿易赤字の拡大、インフレの高進、実質購買力の低下と、経済のバランスは一気に崩れる可能性が高い。 エネルギーを輸入で賄わざるを得ないインド経済にとって、原油価格はまさしくアキレス腱である。

⁸ 2019 年 (3 月) からバーゼルⅢが全面適用される見込み。

ここで、中東の地政学リスクの高まりなどを背景に、原油価格が100ドル/バレル超まで上昇し、2029年までその水準で定着した場合を想定し、同様にラフなシミュレーションを試みた。原油価格が30ドル/バレル変動すると、実質GDP成長率が1%Pt影響を受けると仮定すると、同期間の実質GDP成長率は年平均2%Pt程度押し下げられ、5%程度にまでスローダウンする可能性がある。その場合は、2029年時点の1人当たりGDPは約2,800ドル（2016年価格）にとどまり、現時点のフィリピンの水準にすら届かない。5%程度の成長率にとどまれば、2029年になっても経済大国にはなり得ず、またしても期待外れに終わることになる。

貿易収支赤字の推移(百万ドル、%)



(出所) Ministry of Commerce and Industry <CEIC>