

インド出張報告（11/30-12/7）：成長は加速・安定化、リスクは選挙と財政

- インドは2022年に独立75周年を迎えるため、多くの計画のゴールが2022年に設定されている。13億人超の人口は現在も年率1%以上のペースで増加している。2019年5月までに総選挙が実施される予定だが、仮に政権交代が起きても、過去の政権交代から類推する限り大きな政策変更はないとの見方が優勢。
- 外交ではエネルギー安全保障が重要（産業政策など内政にも影響を及ぼす）。対米関係では通商・ビザの問題はあるが、中国を意識した安全保障協力がそれを上回る。対中関係では中印両国とも他に重要課題を抱えるため（中国は対米問題、インドは2019年の選挙）、双方とも2国間関係の安定に努めざるを得ない状況。
- 経済成長は加速・安定化。目下の課題は不良債権処理。米国との摩擦を抱える中国からの産業シフトは現時点では限定的（中国とインドでは輸出の自由度をはじめ環境が違い過ぎるため）。インドは海外ショックに強い閉鎖型経済だが、貿易戦争については企業・消費者景況感の悪化といった間接的影響に注意。
- 内需向けに特化した低付加価値・低価格の産業構造がインドの特徴。この産業構造がインド内需を狙って進出する外資企業の強力な競争相手となり、その台頭を阻んできた。閉鎖型経済ゆえ外資企業は輸出に活路を見出すこともできず。これがインド経済と中国経済の大きな違いと考えられる。
- 食料価格安定・インフレ目標導入で物価は安定するも、足元では物価上昇の兆しあり、インド準備銀行は2018年6月、8月と2回の利上げを実施。人口ボーナスを活かすべく、雇用創出はインドの最重要課題のひとつに。農林水産業従事者のシェアは全労働者の5割以下まで低下。
- 財政はせい弱な徵税基盤（課税対象は生産年齢人口の約2%）に問題。その結果、政府債務残高は60%超とインドの経済発展水準を考えればやや高水準にある。インド準備銀行とインド政府の摩擦はトルコのそれとは異質。不良債権問題は予断許さず、注意深い観察が必要。
- 慢性的な財政赤字で経常赤字も続く。貿易自由化は国内関係者の利害を最優先して漸進しよう。米国はインドの為替介入を警戒しているが、経常赤字国であるインドを為替操作国に指定する可能性は低い。豊富な外貨準備もありルピー暴落の可能性は低い。対内直接投資の自由化は進むが、Make in India政策は投資インセンティブを伴わないことに注意。
- 経常赤字ゆえ今後も対外債務残高は増加するとみられるが、GDPも同様に増加しているため、対GDP比でみた対外債務残高は概ね安定的に推移すると予想される。
- 短期的には下方リスクが上方リスクを上回る。具体的には2019年の総選挙・税収減少（物品サービス税=GST導入後の混乱、不良債権処理など）・油価上昇・国際金融環境引き締まり・貿易戦争・地政学リスク（パキスタン・中国）などが挙げられる。

1. 国土・政治・社会：安定した民主主義。政権交代が起きてても大きな政策変更はないと見方が優勢。

(1) 基礎項目：13億人超の人口は現在も年率1%以上のペースで増加。2022年に独立75周年を迎える。

図表1 インドの基礎項目

地理	面積：328.7万km ² （日本の約9倍）
気候	温暖期（11～2月）、暑熱期（3～6月）、降雨期（7～10月）
首都	デリー（人口2,495万人、14年）、都市人口比率は33.1%
人口	13億2,417万人（16年）、年平均増加率+1.3%（07～16年）、16年増加率+1.15%（世銀）
民族	インド・アーリア系72%、ドラビダ系25%など
宗教	ヒンドゥー教80.5%、イスラム教13.4%、キリスト教2.3%、シーカ教1.9%、仏教0.8%、ジャイナ教0.4%（01年国勢調査）
言語	ヒンディー語（連邦公用語）、英語（準公用語）、タミル語など21の地方言語、その他に数百の方言語が存在
独立	1947年8月15日（英國より独立）
現憲法	1950年公布（世俗主義）
政体	連邦共和制（29州および7連邦直轄領からなる）
元首	ラーム・ナート・コヴィンド大統領（17年7月就任、任期5年）
行政責任者	ナレンドラ・モディ首相（14年5月就任、任期5年）
政党	<与党>インド人民党（BJP）（上院73議席、下院272議席）を中心とした与党連合・国民民主連合（NDA）全体で上院97議席、下院312議席 <野党> コングレス党（上院50議席、下院48議席）を中心とした野党連合・統一進歩連合（UPA）全体で上院62議席、下院63議席、その他（上院85議席、下院156議席）、いずれも18年11月時点
議会	上院（245議席、任期6年）、下院（545議席、任期5年）
軍事	総兵力139.5万人（陸軍120万人、海軍5.8万人、空軍12.7万人、国境警備1.0万人、17年）、国防支出GDP比2.15%（17年）
外交	伝統的には非同盟路線。近年は米国をはじめとする先進国との関係が深まる。アジア諸国との関係も重視。
加盟国際機関	国連、IMF、世銀（IBRD、IFC、IDA）、ADB、WTO、英連邦、AIIB等
義務教育	初等教育8年（就学率91%、09年）、中等教育4年（就学率54%、06年）

（出所）国際金融情報センター、外務省

(2) 内政：安定した民主主義。政権交代が起きてても大きな政策変更はないと見方が優勢。

インド内政の最大の特徴は安定した民主主義にある。文民統制の徹底や、中央と州での権力分散といった構造が安定した民主主義を支えている。

与党・インド人民党¹が総じて優勢を維持している。モディ首相に対しては、2002年のグジャラート州首相時

¹ 与党インド人民党は現在大統領・副大統領・首相・下院議長という4つの要職を占めている。コヴィンド大統領は前ビハール州知事で、ダリット（アンタッチャブル）の指導者でもある。

代の同州での暴動（イスラム教徒 1,000 人以上が虐殺された）に対する責任を問う声がある²。またインド人民党は歴史的にヒンドゥー教色が濃く、インド人民党政権下でヒンドゥー至上主義が勢いを増している³という弊害もみられ、最下層カースト⁴への差別過激化や女性への凶悪犯罪が続発しているという。しかしそれ以上に野党・コングレス党政権時代のインフレ・汚職・低成長に対する不満は大きい模様で、コングレス党の党勢建て直しが遅れる中、インド人民党の優位が続いている。

2019年5月までに総選挙（下院選挙）が実施される予定であり、政府は（新政策の導入ではなく）既存政策の強化と財政出動に傾きがちである。一例として 2018 年度予算では農村への支援策が拡充された。しかし足元では高額紙幣廃止・物品サービス税（以下 GST）導入やガソリン価格高騰に対して民衆、特に農民の不満が高まっており、2019年の総選挙でインド人民党が楽に勝てるという観測は少なく、議席を減らす可能性⁵が高い。（米国のラストベルトに似て）農村票は読みにくく⁶、選挙の波乱要因になり得る。実際、2018年 12 月に実施されたインド 5 州の州議会選挙のうち 3 州でインド人民党は敗れ、州政権を失った⁷。

しかし 2019 年の総選挙の結果政権交代が実現したとしても、大きな政策変更はなく、対日関係も変わらないという見方が優勢である。理由として安定した民主主義、豊富な政権交代の経験が挙げられる。敢えてリスクを挙げるとすれば、日本も協力している高速鉄道案件⁸への影響だ（既に州議会選挙などで野党から批判が上がっている）。

尚、現在与党・インド人民党は上院では過半数を割っており、同党は上院での議席積み上げを目指す。そのためには与党・インド人民党の州議会での躍進が必要⁹だが、同党が上院でも過半数を獲得するには最短でも 2 年程度を要するという。

(3) 社会：都市部では大気汚染が深刻

火力発電所の排煙、自動車の排気ガス、道路の粉塵、農業廃棄物の焼却煙、花火・爆竹、工場排煙などにより、近年インド都市部では大気汚染が深刻である。これを受け、2017年5月ゴヤル電力相（当時）が 2030 年以降国内の新車販売は電気自動車（EV）に限定すると発表したものの、2018年2月ガドカリ道路交通相が同政策の撤回を発表するなど、環境改善に向けた歩みは進んでいない模様。

2. 外交：エネルギー安全保障が重要。対米・対外交は問題抱えるも、概ね安定。

インド外交は伝統的に非同盟路線であるが、伝統的に近隣諸国を重視する外交を展開してきた。また近年は米

² このため米国は長らくモディ氏の入国を拒否していた。

³ 2017 年には水牛のと殺目的での市場取引禁止令が出された（最高裁判断によりこの禁止令は一時差し止め中）。因みにインド憲法は世俗主義を原則としている。

⁴ いわゆる「アンタッチャブル」には「指定カースト」として「指定部族（先住民族）」「その他後進階級（OBC）」とともに、国会議席・教育・公的雇用などの優先枠が設けられている。但しこれらの優遇措置に不満を抱く中位カーストも存在するという。2011 年の国勢調査によれば、指定カーストの人口は 2 億 140 万人でこれは当時の人口の 16.6%。

⁵ 前回の総選挙でインド人民党が勝ちすぎた反動減という側面もある。

⁶ インドをよく知りたければ、農民のスマホにどんなアプリが入っているか見るとよい、といった指摘も聞かれる。

⁷ インド人民党はラジャスタン州・マドヤプラデシュ州・チャッティスガル州の 3 州で敗北。但しこれは得票率と議席数に開きが出やすい小選挙区制の特徴が顕在化したためとも考えられ、今回の結果をもってインド人民党が劣勢であると言う事はできない。

⁸ ムンバイ・アーメダバード（モディ首相の出身地であるグジャラート州の主要都市）間に建設予定。インド政府は 2022 年の独立 75 周年までに部分的にでも開通させたい模様。

⁹ 上院は任期 6 年で 2 年ごとに約 1/3 ずつ改選。州議会議員による間接選挙。大統領による任命も最大 12 名まで可能。

国など先進国との関係を強化している。アジア諸国との関係も重視しており、AIIB¹⁰(アジアインフラ投資銀行)にも加盟している。因みにミャンマーには多数の印僑¹¹が居住している。また近年のインド外交の特徴は全方位外交であり、特定国との関係だけを深化させることはないとされる。尚、インドは自国のエネルギー対外依存体质を強く意識しており、内政・外交ともエネルギー安全保障の文脈の中で決定されることが多いことに留意する必要がある。

(1) 米国：通商・ビザの問題はあるが、中国を意識した安全保障協力がそれを上回る

米国との関係は深化しており、安全保障面では中国を意識した協力が目立つ一方、通商面ではインドと米国の摩擦が目立つ。但し、安全保障問題に比べれば通商問題は相対的に小さな問題であり、一連の通商問題やビザ問題（後述）が米印関係全体を悪化させるとの見方は限定的である。

米国による鉄鋼・アルミ関税率引き上げに対し、インドはWTOへの提訴を準備するとともに、報復関税リスト（大豆油・アーモンド¹²・リンゴ・カシューナッツ等）をWTOに提出した。一方、2018年3月、米国はインドの輸出補助金制度はWTO違反であるとして、インド政府に協議を申し入れた。協議が不調に終われば、米国はWTOにパネル設置を要請するとみられる。またインドはイランから大量の原油を輸入しているが¹³、米国はこれを阻止すべくインドに圧力をかけている。

また年間8.5万件の発給件数のうち7割をインド人が占めるという滞在ビザ（H1-B）の規制強化も米印関係の懸念材料である。

(2) 中国：中印両国とも他に重要課題を抱えるため、双方とも2国間関係の安定に努めている

中印関係は様々な問題を抱えているものの、中国は対米摩擦の激化、インドは2019年の総選挙とそれぞれ他に重要課題を抱えているため、双方とも2国間関係の安定に注力し、現時点での関係は安定化に向かっている。

インドはAIIBに加盟しているものの、一带一路構想には反発し（特にカシミール地方を通る中パ経済回廊）、2017年5月に北京で開催された一带一路国際協力フォーラムへの招待は断った。背景にはエネルギー安全保障に対する脅威（特に中国がインド周辺国の港湾に対する影響力を強化する「真珠の首飾り戦略」）があるとみられる。また2017年6月にはブータンのドクラムで中印両軍が長期にわたってにらみ合った。また中国とは領土問題（中国が国境問題を抱えるのはインド・ブータンの2カ国）も抱えている。

またインドの原子力供給グループ（NSG）加盟を中国が阻害しているという見方もあり、このことも中印関係を複雑にしている。

3. 経済：経済成長は加速・安定化。目下の課題は不良債権処理。中国からの産業シフトは限定的。

IMFはインド経済改善のための方策として、供給側改革を中心に以下の6つを提言している。①GSTの簡素化・効率化による財政規律向上。②需給ギャップ縮小に伴う利上げ。③外的ショックに対して為替の柔軟性を維持。④為替介入は極力慎み、介入に際してはルピー安/ルピー高どちらか一方に偏らない。⑤不良債権処理のため政府系銀行¹⁴への資本注入。⑥労働市場改革、土地改革、製品市場改革を通じた投資¹⁵¹⁶・雇用増加と生産性向上。

¹⁰ 2017年8月、グジャラート州道路建設3.3億ドル融資契約に調印。

¹¹ インド政府資料によれば、2016年度時点の在外インド人数は約3,000万人。

¹² 2017年の米国のアーモンド輸出の5割超はインド向け。

¹³ インドはイランのチャバハール港開発にも深く関与している。

¹⁴ 同時に政府系銀行のガバナンス強化、不良債権処理における倒産法（Insolvency and Bankruptcy Code）の活用も強調している。

¹⁵ Project Monitoring Groupがインフラ建設の許認可を担当しているが遅れが目立つ。特に環境保護・土地収用の許認可が遅れがちである。

¹⁶ G20の中でインドは最高レベルの成長率を誇るが、投資伸び率は平均レベルに甘んじている。

(1) 国内経済：海外ショックに強い経済構造。経済成長は加速・安定化。目下の課題は不良債権処理。

インドの潜在成長率は徐々に高まっており、IMFによれば2017年度は7.3%とされる。そして潜在成長率上昇の多くはTFP（全要素生産性）の寄与による。中期的にはIMFはインドの潜在成長率が7.8%まで上昇するとしている。もし土地・労働法改革で投資が増えれば、潜在成長率が8%を超えることもあり得るとIMFはみている。

図表2 加速・安定化するインドの経済成長（出所：IMF）



内需依存の経済構造ゆえ、海外ショックには相対的に強く、急成長はないが大きな落ち込みも少ない。近年は2016年11月の高額紙幣廃止¹⁷、2017年7月のGST改革¹⁸で経済は一旦混乱したものの、最近は改革の成果が出始め、堅調な投資・消費¹⁹に支えられて短期的な経済見通しは良好である。中期的にも銀行健全化・経済改革・GST改革による生産性向上で更なる高成長が期待される。一方、インドは潜在的には年10%以上の経済成長が可能だが、その潜在力を活かしきれていないという見方もある。問題のひとつとして、政策実行能力の低さが挙げられている。

図表3 短期的には安定成長

	財政年度（4月～3月）					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
実質GDP（前年度比%）	8.2	7.1	6.7	7.3	7.4	7.7
消費者物価（前年度比%）	4.9	4.5	3.6	4.7	4.9	4.6
一般政府財政収支（対GDP比%）	-7.2	-7.2	-7.2	-6.6	-6.5	-6.3
一般政府債務残高（対GDP比%）	70.0	69.5	71.2	69.6	68.1	66.5
経常収支（対GDP比%）	-1.1	-0.6	-1.9	-3.0	-2.5	-2.4
純対内直接投資（億ドル）	360.0	356.0	303.0	387.0	471.0	520.0
外貨準備（輸入月数）	8.9	7.6	7.5	6.8	6.5	6.3
対外債務（対GDP比%）	23.1	20.8	19.8	20.2	20.0	19.9
うち短期（対GDP比%）	9.1	9.1	8.4	9.0	9.2	9.4

（出所）IMF

¹⁷ 旧500/1,000ルピー紙幣の廃止。ブラックマネー対策、デジタル決済の促進が目的とされる。

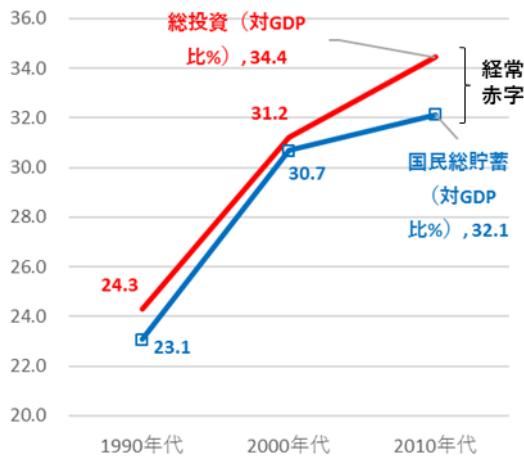
¹⁸ 諸間接税を一本化する措置。零細事業者を中心に多大な負担を強いたが、中期的には税収基盤強化、税制簡素化、州をまたいだ取引活性化（国内物流改善・国内共通市場創出）につながることが期待されている。

¹⁹ 都市部では公務員の住宅手当引き上げによる消費活性化もみられる。

所得水準は依然低いものの、生活必需品を買いそろえられる程度まで所得は増えており、今後生活必需品以外の消費が急激に増える可能性がある。

G20 の中でインドは最高レベルの成長率を誇るが、投資伸び率は平均レベルに甘んじており、税収拡大とそれを用いたインフラ等供給力拡大がインド経済の長期的課題だ。

図表 4 財政健全化による貯蓄増加が必要（出所：IMF）

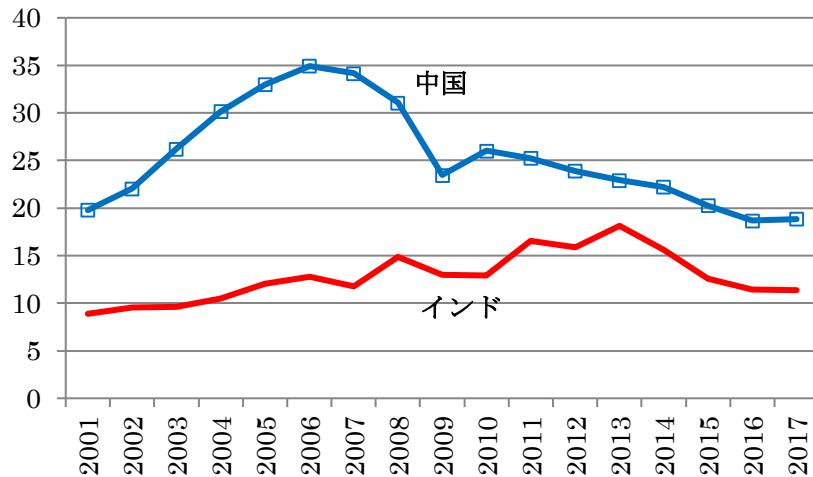


近年のインド経済の課題は不良債権問題である。IMF は 2019 年央までに不良債権比率はピークを迎えると予想している。2016 年 5 月には Insolvency and Bankruptcy Code (IBC、以下「倒産法」)²⁰が成立し、不良債権処理の進展が期待されている。短期的な優先課題は、双子（銀行・企業）のバランスシート問題解消による与信回復と、政府系銀行のガバナンス強化である。

(2) 中国との比較：グローバリゼーションの活用でインドに先んじた中国

インドと中国の経済発展を比較した場合、中国がインドに先んじた理由は大きく以下の 3 点に集約される。① 中国はグローバリゼーションを巧みに活用。② 中国の高貯蓄率（これは経常黒字の源泉）と為替の低め誘導。③ 中国の高い政策実行能力。またインドは中国よりも低賃金だが、高金利や非効率な物流なども含めれば、決して低コスト国ではないという見方もある。

図表 5 インドと中国の輸出対 GDP 比%（出所：IMF、International Trade Centre）



²⁰ 2017 年 6 月、インド準備銀行は第 1 次リストとして計 12 社の破産手続きを開始するよう銀行に指示。同年 8 月にはさらに 28 社の破産手続き開始を銀行に指示した。これらを合計すると政府系銀行の不良債権残高の 40% にあたる。尚、IMF は倒産法を「裁判手続きを経ない柔軟なプロセス」として評価している。

(3) 貿易戦争の影響：直接的な影響よりも投資家センチメントの悪化に注意。中国からの産業シフトは限定的。

インドは国際市場への包摂度が低い閉鎖的な経済体制であるため、貿易戦争の直接的なマイナスの影響は相対的に小さいと考えられる。また場合によってはサプライチェーン組み換えの恩恵から、プラスの影響を受ける可能性もある。但し、貿易戦争激化に伴い国内外投資家のセンチメントが悪化すれば、インド経済にもマイナスの影響が生じる。

尚、足元では小米（シャオミー）など中国の携帯メーカーがインドに生産拠点を移す動きがみられる。但し印度経済の閉鎖性や産業集積の小ささを考えれば、中国製造業のインドシフトは容易ではなく、中国製造業のシフトがあるとしたら、それは印度国内市场狙いであると思われる。また中印の産業は強みが似ており（低価格）、棲み分けが難しいことも中國製造業のインドシフトを困難にしている。

因みに一部日本企業において、中国での機密保持の難しさから、印度に生産をシフトした事例がある。

4. 産業：内需向けに特化した低付加価値・低価格の産業構造

産業構造は総じて規制が多くかつ閉鎖的。閉鎖的経済体制の中、低い要求水準に見合った製品を安く作り続けてきた結果、内需向けに特化した産業構造が温存された。そしてこの内需に特化した産業構造は、印度国内市場を狙って進出してきた外資（そもそも印度は閉鎖型経済ゆえ輸出目的での外資進出は少なかった）の強力な競争相手となり（国内では品質競争よりも価格競争が中心）、外資企業の台頭を阻んできた。但し、印度でも重工業は比較的対外開放的であり、国際競争力を持ちうるのでは、という見方もある。

尚、産業の根幹をなす電力産業につき、2018年3月時点の発電設備容量は340GW（前年比+4.4%）、燃料別シェアは石炭火力が6割弱、再生可能エネルギーが2割、水力発電が1割超、ガス火力が1割弱、原子力が2%、となっている。発電主体別シェアは州政府が4割、中央政府が3割、独立発電事業体が3割となっている。電力販売価格は州が規制し、電力仕入価格との間に逆ざやが生じているため、州営配電会社は計画停電等により供給を制限してきたことが頻繁な停電の原因²¹となっている。また盜電や送電ロスで発電量の4割が失われるという。尚、印度は原子力発電を行っている国としては例外的にNPTとCTBTに加盟していない²²。

印度政府はエネルギー政策として、石油依存を低下させ、石炭は現状維持、その他エネルギーへの依存を増やしたい意向である。

図表6 向上する自動車・医薬品の競争力（競争力順、輸出シェア>1%、出所：ITC）

2007年度				2017年度			
HS	品目	輸出シェア	貿易特化係数	HS	品目	輸出シェア	貿易特化係数
'61	衣類及び衣類附属品（メリヤス編み又はクロセ編みのものに限る。）	2.8	1.0	'02	肉及び食用のくず肉	1.5	1.0
'62	衣類及び衣類附属品（メリヤス編み又はクロセ編みのものを除く。）	3.6	1.0	'03	魚並びに甲殻類、軟体動物及びその他の水棲無脊椎動物	2.3	1.0
'03	魚並びに甲殻類、軟体動物及びその他の水棲無脊椎動物	1.1	1.0	'61	衣類及び衣類附属品（メリヤス編み又はクロセ編みのものに限る。）	2.8	0.9
'63	紡織用繊維のその他の製品、セット、中古の衣類、紡織用繊維の中古の物品及びぼろ	1.6	0.9	'62	衣類及び衣類附属品（メリヤス編み又はクロセ編みのものを除く。）	3.0	0.9
'23	食品工業において生ずる残留物及びくず並びに調製飼料	1.1	0.9	'63	紡織用繊維のその他の製品、セット、中古の衣類、紡織用繊維の中古の物品及びぼろ	1.7	0.8
'52	綿及び綿織物	3.0	0.8	'30	医療用品	4.4	0.8
'30	医療用品	2.6	0.7	'52	綿及び綿織物	2.3	0.7
'87	鉄道用及び軌道用以外の車両並びにその部分品及び附属品	2.8	0.4	'10	穀物	2.5	0.7
'10	穀物	1.9	0.4	'09	コーヒー、茶、マテ及び香辛料	1.1	0.6
'74	銅及びその製品	2.0	0.4	'87	鉄道用及び軌道用以外の車両並びにその部分品及び附属品	5.5	0.5

²¹ 燃料不足も原因のひとつ。最近は需給緩和を受け、2016年度のピーク時の電力不足は0.6%まで低下した。

²² 2008年9月、原子力供給国グループ（NSG）が、核燃料および技術の印度への輸出を例外的に認めた。

5. 物価・雇用：足元では物価上昇の兆し。人口ボーナスを活かすべく雇用創出は最重要課題に。

(1) 物価：食料価格安定・インフレ目標で物価安定も、足元では物価上昇の兆し

最近の物価は約 20 年ぶりの低水準で推移している。背景には農業改革²³、安定した降雨、弱い需要、ルピー高などによる食料価格²⁴安定がある。またインド準備銀行が 2016 年に導入したインフレ目標（前年比+4±2%²⁵）も効いている模様。しかし足元では原油高²⁶や需要回復による需給ギャップ縮小、ルピー安、家賃高（住宅手当引き上げ）や食糧買上最低価格（MSP²⁷）引き上げ²⁸、輸入関税引き上げでインフレ率上昇の兆しがみられる。

(2) 雇用：農林水産業従事者のシェアは 5 割以下に。人口ボーナスを活かすべく雇用創出は最重要課題に。

雇用統計の整備が遅れており、2010 年に開始された家計調査などしかない。2015 年に実施された第 5 回労働雇用省労働局の家計調査（2016 年 9 月発表）によれば、労働力化率は 50.3%（男性 75.0%、女性²⁹23.7%）、失業率は全国 5%（都市部 4.9%、農村部 5.1%）、農林水産業従事者のシェアは初めて 5 割を切り 46.1%となった。

労働法や労働規制の近代化によるインフォーマルセクターの縮小が求められる。これにより生産性が向上し、雇用も増加することで、インドは人口ボーナスの恩恵を受けられる。加えて徵稅基盤も拡大する。

教育水準の低さ³⁰も問題である。教育水準が低いがゆえにインフォーマルな職業にしか就けず、その結果然るべき職業訓練を受けられず労働生産性が伸び悩む、といった悪循環が指摘される。

人口ボーナス期が続く³¹インドにとって雇用創出は最重要課題のひとつであり、モディ政権が掲げる Make in India の根底思想も雇用創出である。

6. 財政・金融：せい弱な徵稅基盤に問題。インド準備銀行と政府の摩擦はトルコとは異質。

(1) 財政：課税対象は生産年齢人口の約 2%とせい弱な徵稅基盤。政府債務残高は 60%超とやや高水準。

インドでは個人所得税の課税最低所得が相対的に高く、その結果 15 歳以上人口の約 2%にあたる 1,200 万人しか課税対象となっていない。また農業所得は非課税とされるなど徵稅基盤がせい弱で、稅収が少なくかつ伸びにくい構造となっている。その結果、間接稅が稅収に占める割合が 2007 年度以降約 6 割と高止まりしている。2017 年 7 月 GST³²が導入され、これまで重複して課税された間接稅が一本化された³³。GST によるコンプライアンス³⁴向上や、記録保存による直接稅収増加をインド政府は期待しているが、それゆえに失敗した場合のダメージは

²³ Pulses buffer stock/National agriculture market/Crop insurance/Irrigation など。

²⁴ 消費者物価指数の約 4 割を占める。

²⁵ このインフレ目標はインド政府によって決定され、2021 年 3 月末まで維持される。

²⁶ 物価や経常収支の観点から、インド経済が耐えうる原油価格の上限は US\$70/b 程度。原油価格は低ければ低いほどインド経済にとって好都合とみられる。

²⁷ インフレ要因・財政赤字要因になるとともに、農民の生産判断（何を作るべきか）も歪めている。

²⁸ これらは財政悪化要因にもなっている。

²⁹ 1976 年の男女平等報酬法により男女間の賃金格差は認められていない。

³⁰ 2011 年国勢調査によれば、識字率は 74%。

³¹ 農村で飲料水の質が改善され、子供の生存率が上がり、人口増加率が高まっていることも雇用創出の必要性を高めているという。WHO によれば、2016 年のインドの平均寿命は 68.8 歳。またユニセフによれば 2016 年の乳児（満 1 歳未満）死亡率は 1,000 人あたり 35 人（日本は同 2 人）。

³² 標準稅率（12% と 18%）と輕減稅率（5%）、加重稅率（28%。対象品目当初 226⇒18 年 7 月 35）の 3 種類。GST 導入にあたって、州歳入が前年度比+14% に達しない場合、連邦政府は 5 年間稅収を補てんすることを約束。そのための財源として特別加算稅がタバコなど一部ぜいたく品に導入された。尚、一部の石油・同製品、酒類、電力、不動産取引は GST 課稅対象外とされている。

³³ 具体的にはこれまでの連邦税（物品税・加算物品税・サービス税・加算關稅・特別加算關稅）と州税（付加値稅・娛樂稅・入境稅・購入稅・賭博稅）が一本化された。

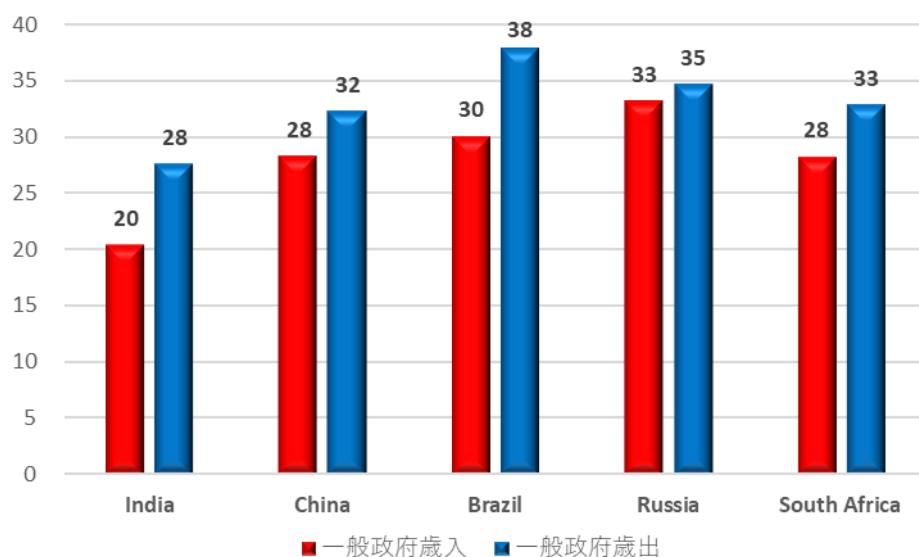
³⁴ 州間の物品取引（50,000 ルピー以上）は e-way bill で管理されている。これは 2018 年 4 月導入の電子運送

大きい。

歳出に占める経常的支出の割合が高い上に上昇しており、歳出の硬直化を招いている。利払い費・国防費・補助金（食料・肥料・石油製品³⁵の価格を一部統制することによる損失補てん、輸出産業や農業の金利負担）が中央政府歳出の約5割を占めている。今後は国民ID制度により、貧困層に直接交付することで効率化を図ろうとしている。ただし選挙を前に財政規律の弛緩がみられ、食糧買上最低価格は生産コストの1.5倍に引き上げられた（但し財源が確定していない）。また5億人をカバーするという国民皆保険制度も財源が見通せない状況である。

2017年度は財政収支目標³⁶対GDP比▲3.2%に対し実績は同▲3.5%と目標を守れなかった³⁷。これはGST導入に伴う混乱が原因とされている。2018年度の中央政府の財政赤字目標は▲3.3%（IMF定義では▲3.6%）。また2023年度の公的債務対GDP比60%³⁸達成を目指している。そのためには各種補助金の削減が待たれる。一方、今後2年間はGST効果で年平均対GDP比+0.5%税収が増える見通しである。

図表7 インドの一般政府歳入（2017年対GDP比%）は相対的に少ない（出所：IMF）



証明書である。しかし準備期間が短く、中小零細企業には納税申告や税還付制度などの負担が大きい。

³⁵ 特にLPGと灯油は生活必需品とされている。

³⁶ 每年予算案は2月1日に公表され、3月末までの成立を目指す。インドでは下院が可決すれば予算は成立する。2015年1月1日計画委員会は廃止され、インド行政委員会（NITI Aayog）という提言組織に改組された。その結果、2016年度予算を最後に計画支出と非計画支出の分類は廃止された。

³⁷ 2017年11月、ムーディーズはインド国債格上げ。

³⁸ インドの発展段階を考えると、公的債務残高対GDP比60%はやや高水準である。

図表8 インドの財政概況（対GDP比%）

	2016年度	2017年度		2018年度
	実績	予算	実績	予算
歳入	9.3	9.3	8.8	9.4
税収	7.3	7.4	7.4	7.9
税外収入	2.0	1.9	1.4	1.5
歳出	13.0	12.9	12.8	13.0
経常支出	11.1	11.0	11.2	11.4
投資支出	1.9	1.8	1.6	1.6
中央政府収支	-3.7	-3.5	-4.0	-3.6
<インド政府定義>	-3.5	-3.2	-3.5	-3.3
一般政府収支	-6.7	-6.5	-7.0	-6.6
公的債務残高	68.9		70.4	68.7

(出所) IMF

図表9 インド中期財政見通し（対GDP比%）

	実績/見込み		予算	ベースライン				改善シナリオ			
	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度	23年度	20年度	21年度	22年度	23年度
歳入	20.9	20.5	21.3	21.3	21.3	21.3	21.4	21.4	21.6	21.8	22.0
税収	17.7	17.9	18.6	18.6	18.6	18.7	18.7	18.8	19.0	19.2	19.4
歳出	27.5	27.5	27.9	27.8	27.7	27.5	27.4	27.5	27.3	26.9	26.8
中央政府補助金	1.3	1.1	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.1	1.0	0.9	0.9
一般政府収支	-6.7	-7.0	-6.6	-6.5	-6.4	-6.2	-6.0	-6.1	-5.6	-5.1	-4.7
基礎的財政収支	-1.8	-1.9	-1.6	-1.6	-1.6	-1.5	-1.5	-1.1	-0.9	-0.6	-0.3
一般政府債務残高	68.9	70.4	68.7	67.2	65.7	64.4	63.1	66.7	64.5	62.3	60.0
GDP成長率	7.1	6.7	7.3	7.5	7.7	7.7	7.7	7.4	7.7	7.6	7.7
インフレ率	4.5	3.6	5.2	4.8	4.5	4.2	4.1	4.8	4.4	4.1	4.0

(出所) IMF

(2) 金融：インド準備銀行と政府の摩擦はトルコとは異なる性質の問題。不良債権問題は予断許さず。

i) 金融政策：利上げに転じる。インド準備銀行と政府の摩擦はトルコとは異なる性質の問題。

インフレ目標はインド準備銀行と協議の上、インド政府が5年に1回決定する。そしてインフレ目標よりも実績値が3四半期連続して上限・下限を超過した場合、インド準備銀行は政府に対し説明を行う。インドには3種類の消費者物価指数（都市部・農村部・総合）があるが、インド準備銀行が重視するのは総合である。

2018年6月6日³⁹、8月1日にインド準備銀行は物価上昇を受けて利上げを実施した（レポレートを6.0%から6.5%に）。尚、6月6日、8月1日とも政策スタンスは「中立⁴⁰」を維持した。因みにインド準備銀行が適切と考える実質中立金利は1.25-1.75%とされる。

インド準備銀行のパテル総裁の突然の辞任に象徴される最近のインド政府とインド準備銀行の摩擦は政治的介入というよりは、経済観の違いによるものと考えられる。ノンバンク問題による流動性枯渇を憂慮した産業界がインド政府を動かしたとの見方もある一方、インド大企業からは懸念の声は聞かれないと意見もある。但しそもそも構造的問題を抱えていたトルコとは問題の性質が異なるという見方が優勢である⁴¹。

ii) 不良債権問題：政府系銀行の問題。不透明感が高く日々の報道に注目すべき。

双子（銀行・企業）のバランスシート問題に対して重要な一步が踏み出された。具体的にはインド準備銀行がAsset Quality Reviewを2015年に導入したこと、特に政府系銀行（店舗数、総資産、預金量ともに金融機関全体の約7割）において不良債権の認識が明確になった。また政府系銀行は全21行中11行が早期是正措置（2017

³⁹ これはモディ政権下では初の利上げ。

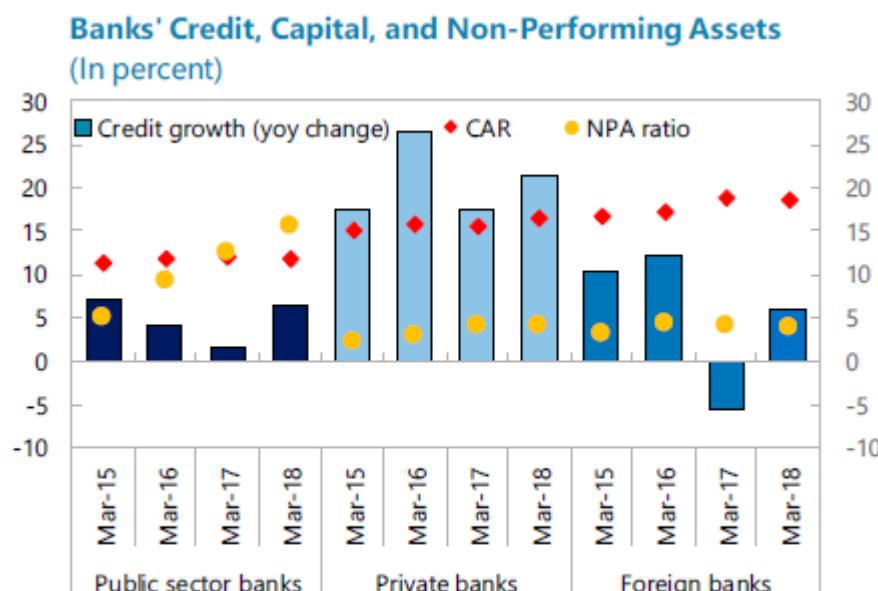
⁴⁰ その後、10月の金融政策委員会で政策スタンスは「中立的」から「調整された引き締め」に転じた。

⁴¹ パテル総裁が辞任した2018年12月10日、インドルピーは終値比で1.6%減価するにとどまった。

年4月創設)下に入っている。政府系銀行は低収益なうえ不良債権比率も高く、引当金増加が融資を抑制している。問題債権⁴²の借り手は、電力・道路・通信をはじめとするインフラ(問題債権の3割)、鉄鋼(1割)が多い。

不良債権問題の先行きについては「わからない」との見方が大宗を占めた。不良債権比率に注目すべしとの見解もあったが、そもそも不良債権比率を信用できないとの意見もあり、不良債権問題については日々の報道を見守ることが重要であると思われる。

図表 10 インドの不良債権 (出所 : IMF、CAR=Risk Weighted Capital Adequacy Rate)



Source: Reserve Bank of India, and IMF Staff estimates.

7. 国際収支と貿易・為替政策：貿易自由化は国内関係者の利害を最優先して漸進。進む FDI 自由化。

(1) 国際収支：財政赤字で経常赤字に。貿易自由化は国内関係者の利害を最優先して漸進。

近年、経常赤字⁴³は輸入増加と石油価格上昇で拡大している。

結果、外貨準備は足元で減少している。金を資産保有する伝統があり、国内でインフレが進行すると金輸入が増える傾向がある。これが経常収支赤字要因となるため、インド政府は輸入関税引き上げ等を通じて、金輸入抑制を図っている。

貯蓄・投資バランスからみると、政府財政赤字に加え、若年人口比率の高さによる家計貯蓄率の低さが経常赤字を生んでいるとの見方もある。これらのうち、家計貯蓄率は中期的には上昇するといった観測もある。

貿易自由化はこれまでも、そして今後も国内関係者の利害を最優先して緩やかに進められる見通し。現在は行き場をなくした中国製品が急激にインドに向かっており、貿易を自由化するには非常に悪いタイミングである。

第二次所得収支は、出稼ぎ送金と非居住インド人(NRI)名義の国内ルピー建て預金口座からの国内での資金引き出しで、黒字推移している。因みに出稼ぎ送金はインドが世界第1位の690億ドルである(世界銀行、2018年4月)。尚、出稼ぎ送金の約半分が中東産油国からであり、原油価格下落時には出稼ぎ送金が伸び悩む傾向もある。この傾向は湾岸戦争時にもみられた。

⁴² 問題債権(Stressed Assets)とは不良債権と貸し出し条件緩和債権(Restructured Loan)をあわせたもの。2017年9月末時点で、政府系銀行の不良債権比率は10.2%、貸出条件緩和債権2.0%で問題債権比率は12.2%。

⁴³ 経常赤字が縮小しすぎるとルピー高圧力という問題が生じるため、インド政府は経常赤字2%程度が理想的な水準と考えている。

(2) 為替：米国がインドを為替操作国に指定する可能性は低い。豊富な外準もあり暴落の可能性は低い。

インド準備銀行はルピーを2017年度平均から実質実効/名目実効でそれぞれ+3.1%/+1.4%以下に抑制すべく介入を行っている⁴⁴⁴⁵。米国財務省は2018年4月の議会に向け、インドを「為替監視リスト」に追加した。2017年のドル買い額が560億ドルと監視対象の基準である対GDP比2.0%を超える同2.2%に達したためである。しかしインドは経常赤字国であるため、為替操作国に認定される可能性は極めて低いと考えられる。

現在のインドの為替水準は、実質実効レートでみれば妥当な水準であるとの見方が優勢であった。相対的に大きい外貨準備や日本とのスワップ再開など、通貨防衛手段は豊富である。また原油価格変動による経常収支拡大・縮小の影響を受けやすいのもルピーの特徴である。

図表 11 油価上昇がインド経済に与えるインパクト

		2017年度	2018年度	2019年度
原油価格 (US\$/b)	ベースライン	52.8	71.8	67.5
	IMF 2018年4月	52.8	62.3	58.2
	変化		9.5	9.3
実質GDP成長率 (%)	ベースライン	6.7	7.3	7.5
	IMF 2018年4月	6.7	7.4	7.8
	変化		-0.1	-0.3
インフレ率 (%)	ベースライン	3.6	5.2	4.8
	IMF 2018年4月	3.6	5.0	5.0
	変化		0.3	-0.1
経常収支 (GDP比%)	ベースライン	-1.9	-2.6	-2.2
	IMF 2018年4月	-2.0	-2.3	-2.1
	変化		-0.2	-0.1

(出所) IMF

(3) 対内直接投資⁴⁶：進む自由化。但し Make in India は投資インセンティブを伴わないことに注意。

対内直接投資の自由化は進んでいる。投資環境改善も続いている。サービス業への外資規制は依然強いが、保険・通信・建設・小売り⁴⁷は魅力的である。尚、500億ルピー(約8億ドル)以上の案件は、内閣経済委員会(CCEA)の認可が必要である。

モディ政権はMake in India⁴⁸キャンペーンを実施しているが、この政策は投資インセンティブがほとんど用意されていない点には注意が必要である。これは新工場にインセンティブを付与することで、旧工場が駆逐されるという「閉じた経済」インドならではの懸念に基づく。

尚、米中貿易戦争の激化に伴い、中国の携帯メーカーが生産を中国からインドに移転したという報告があるが、それ以外の中国からインドへの製造業移転は今のところ聞かれない。中国の携帯メーカーの移転にしても、純粋にインド国内市場を狙っているだけとの見方もある。

⁴⁴ 但し、介入の目的はあくまでもインド国内物価の安定のため、というのがインド準備銀行の方針である。

⁴⁵ 行き過ぎたインドルピー高抑制は、為替ヘッジなどの外貨市場育成を阻害する恐れがある。

⁴⁶ 外資が100%出資可能な分野のうち、自動認可制は製造、貿易・卸売、物流、電力など。事前認可（規模・ライセンスなどを検討）が必要なのはノンバンク、サービス、建設、通信、単一ブランド小売りなど。外資規制分野のうち、禁止は農林水産、不動産、原子力、賭博、たばこ、宝くじなど。出資制限があるのは、保険（26%⇒49%まで引き上げ）、航空、印刷、防衛、銀行、複数ブランド小売り（12州・連邦直轄地では51%まで開放）など。但し防衛については、技術移転を条件に外資100%も認められた。

⁴⁷ モディ首相率いる現政権は小売りの外資開放には消極的とみられる。

⁴⁸ 2022年までに製造業の対GDP比を15%(2014年)⇒25%まで引き上げる目標。それ以外にもDigital India、Startup India、Skill India、Clean India、金融包摂（農村や貧困層を含む全国民に銀行口座を開設）といった政策を進めている。

8. 対外債務：経常赤字ゆえ今後も対外債務残高は増加するとみられるが、対GDP比では安定的に推移

2017年になり外債の起債が活発化し、輸入増加に伴い貿易信用（短期債務）も増加している。しかし対外債務残高は依然低水準にとどまっている。経常赤字ゆえ今後も対外債務残高は増加するとみられるが、対GDP比では安定的に推移するとみられる。

国際決済銀行によれば、インドに対する国際与信残高は2016年末を底に増加し、2017年末には2,811億ドルとなった。このうち邦銀シェアは16.5%を占め、米国、英国に次ぐ第3位を占めている。一方、対外債務管理の観点から、債務性資金の流入（対内貸付、対内債券投資）については規制されている。加えて居住者による対外証券投資も制限されている。インド政府は現在国際金融市場で起債しておらず、かつ2018年3月より非居住者によるインド国債の保有は発行残高の5%までと規制された。

9. リスク：油価上昇・国際金融環境引き締まり・貿易戦争・地政学リスク・税収減少など

短期的には下方リスクが上方リスクを上回る。具体的には、①石油価格上昇、②国際金融環境の引き締まりと海外調達コスト上昇、③貿易戦争（但しインドは国際市場への包摂度が低い閉鎖型市場なので直接的影響は限定的）、④地政学リスク（中国・パキスタンとの摩擦）、⑤税収減少（GSTの影響と双子のバランスシート問題解決の遅れ）、⑥改革遅れ（土地・労働法⁴⁹）が投資家センチメントや成長に悪影響、⑦不良債権処理に伴う雇用悪化、⑧内需の急激な悪化（例：不良債権に対する懸念の急拡大）、などが挙げられる。

以上

担当	丸紅経済研究所 経済調査チーム 榎本裕洋(えのもとやすひろ)	TEL:03-3282-3790 E-mail:Enomoto-Y@marubeni.com
住所	〒103-6060 東京都中央区日本橋2丁目7番1号 東京日本橋タワー21階 丸紅経済研究所	
WEB	https://www.marubeni.co.jp/research/	

(注記)

- 本資料は丸紅グループ内の利用を目的としたものであり、対外的な利用に関しては担当までご連絡願います。
- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。

⁴⁹ 現行労働法では労働者の権利が守られすぎ、ストライキの頻発を招いている、という見方もある。