

# インド経済は再び高成長路線に復帰出来るか

## 調査部

副主任研究員 熊谷 章太郎

(kumagai.shotaro@jri.co.jp)

## 要 旨

1. インド経済は2019年後半に急減速し、2019年度（2019年4月～2020年3月）の実質GDP成長率は約10年振りの低い伸び率となる見込みである。景気急減速の主因としては、大手ノンバンクのデフォルトをきっかけとした信用不安や販売制度変更を受けた自動車販売の不振を指摘出来る。また、財政赤字削減に向けた引き締め気味の財政政策、世界景気の減速を受けた輸出低迷、失業率上昇に伴う消費低迷、政治の不安定化による消費・投資マインドの悪化なども景気下押し圧力となった。
2. 政府は消費・投資のテコ入れに向けて様々な経済対策を打ち出しており、2020年初には一部の経済指標に底打ちの兆しがみられた。しかし、2020年2月以降、大手民間銀行の経営難を受けた信用不安の再燃、新型コロナウイルスの拡大を受けた世界景気的大幅悪化やインド国内の感染拡大防止に向けたロックダウン（都市封鎖）などにより、景気は二番底に向かいつつある。一段の財政・金融政策の拡大余地が限られることを踏まえると、新型コロナウイルス終息後の景気底入れ後の持ち直しペースは緩慢なものとなる公算が大きい。
3. インド経済が再び高成長路線に復帰するためには、経済構造改革をこれまで以上に加速させることが不可欠である。インフラ整備を通じた製造業振興およびそれに伴う雇用創出や生産性向上などを目指すうえで必要となるのが、第1次モディ政権下で停滞していた土地収用法と労働法制の改革である。これまでは上院・下院間の「ねじれ」が解消するなかでこれらの分野の改革にむけた機運が高まっていくと予想されていたが、上院の議席を左右する州議会における与党連合のプレゼンスは後退しつつあり、現状は予断を許さない状況にある。
4. 金融面では、国営銀行の経営効率改善やノンバンクの財務体質の健全化につながる取り組みを着実に実行していく必要がある。ただし、貸出抑制につながる規制厳格化は資金供給面から成長を制約するとともに、相対的に規制が緩い金融セクターへの与信依存の増大シフトを通じて別の金融リスクを生じさせる恐れがあるため、それらに配慮しながら改革を進めることが肝要である。

## 目次

### はじめに

#### 1. 急速に冷え込むインド経済

#### 2. なぜ景気は急減速したのか

- (1) 信用不安の拡大
- (2) 自動車販売関連制度の変更
- (3) ベース効果
- (4) その他の要因

#### 3. 高成長路線に復帰出来るか

- (1) 景気回復に腐心する政府
- (2) 財政・金融の拡大余地は限定的
- (3) 経済改革はこれからが正念場

### おわりに

### はじめに

2019年4～5月の下院総選挙を経て第2次モディ政権が発足してから約1年が経過しようとしている。与党BJP（Bharatiya Janata Party、インド人民党）は下院総選挙で前回を上回る大勝を記録し、良好なスタートを切った。しかし、その1年目は経済・政治両面で逆風に見舞われる試練の年となった。

インドの名目GDP規模（ドルベース）は2019年にフランス、イギリスを追い越し、アメリカ、中国、日本、ドイツに次ぐ世界第5位の経済国に台頭している。そのため、インド経済の減速は世界経済に少なからぬ影響を及ぼす問題になりつつある。IMFは2020年1月に公表した改定世界経済見通しで、2020年と2021年の実質GDP見通しを2019年10月時点の予測からそれぞれ1%ポイント下方修正したが、その約8割がインド経済の減速によるものであると報告した（注1）。

本稿は、インド経済の減速状況やその背景を確認したうえで、景気の先行きを展望する。

### 1. 急速に冷え込むインド経済

まず、インド経済がどの程度減速しているかを確認する。実質GDPをみると、2018年1～3月期の前年同期比+8.1%をピークに鈍化傾向に転じ、2019年10～12月の成長率は同+4.7%と2013年1～3月期以来の低成長

となった（図表1）。需要側からみた成長鈍化の主因は総固定資本形成と個人消費の急減速にあり、供給側からみれば製造業、農林水産業、サービス業の減速が主因である。2019年度（2019年4月～2020年3月）通年の成長率は世界金融危機が発生した2008年度以来の低い伸び率になると見込まれている。

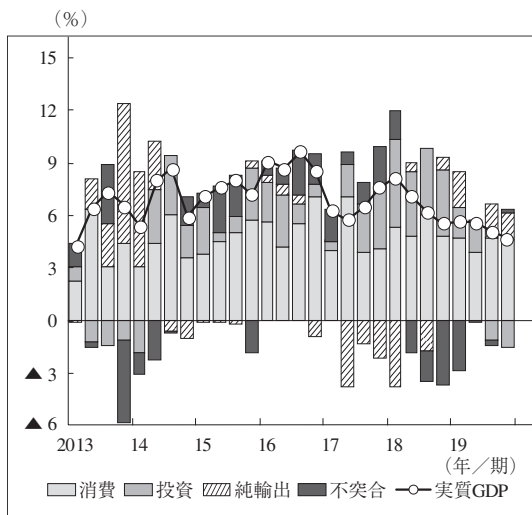
また、基礎統計が限られることや改定幅が大きいことなどを理由に、インドのGDP統計の正確性には以前から疑問が呈されている。学術方面からも統計の質の改善を求める声が出ており、2019年にノーベル経済学賞を受賞したAbhijit V. Banerjee氏とEsther Duflo氏を含む108名は連名で2019年3月にインドの著名経済学術誌に「Economic Statistics in a

Shambles（滅茶苦茶な経済統計）」という声明を発表している。

このため、景気はGDP統計が示すよりも悪化しているとの見方が根強い。実際、幾つかの経済指標は過去の景気悪化局面を上回る落ち込みを示している。例えば、電力生産は2019年後半に前年比二桁減少と、過去40年で最も大きな落ち込みを記録した（図表2）。また、農村部・低所得者層の消費動向の分析に用いられる二輪車販売台数も、リーマン・ショック時よりも大幅な落ち込みを示している（図表3）。

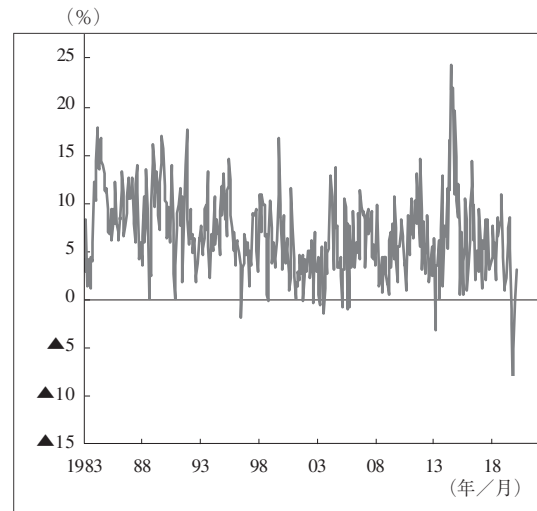
このような状況下、第1次モディ政権下で主席経済顧問を務めていたArvind Subramanian氏は2019年12月に「India's Great

図表1 実質GDP（前年同期比）



（資料） Ministry of Statistics and Programme Implementation

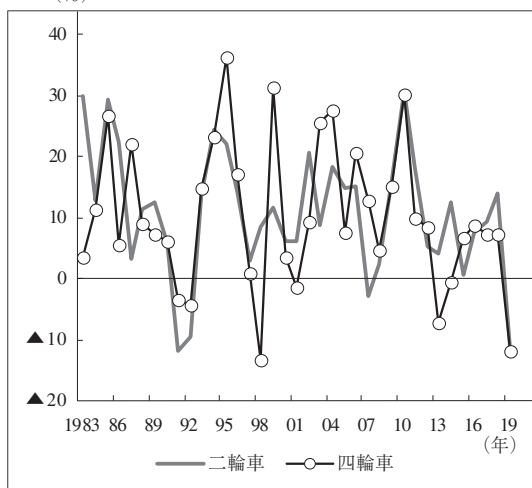
図表2 電力生産（前年同月比）



（注）2013年4月以前は旧基準。

（資料） Central Statistics Office

図表3 自動車販売台数（前年同月比）  
（％）



（資料） Society of Indian Automobile Manufacturers

Slowdown」と題する論文を発表し、今回の景気減速はこれまでのものと性質が大きく異なる可能性を指摘している。

これまでインド内外の経済予測機関は、短期的な経済変動にかかわらず、中長期的にはインド経済は実質ベースで7%を上回る底堅い成長が続くとの見通しを示していた。しかし、本稿で後述する今回の景気の落ち込みの背景や政策対応余力の小ささを踏まえると、それを下回る可能性もあるだろう。

ちなみに、インドと同様に高成長が期待された新興国の2010年代後半の実質GDP成長率を2015年時点のIMF予測値と比べてみると、労働集約的な産業で中国からの生産シフトが進んだベトナムやバングラデシュでは予測を上回る高成長が続いた一方、インドネシア、

ミャンマー、南アフリカ、ブラジルの成長率は経済改革の停滞や資源価格の下落などを背景に予測対比は低い伸びにとどまった（図表4）。インドは2018年度までは概ねIMFの予測と同程度の成長が続いたが、対外開放の遅れなどで共通点が多いインドネシアやミャンマーにおける成長伸び悩みを踏まえると、2020年代のインドの経済成長率は従来の想定よりも数%ポイント下振れし続ける可能性がある。

（注1）世界経済成長率の計算においては購買力平価のGDPがウエイトとして用いられているため、市場価格ベースよりもインド経済の変動を大きく受ける。

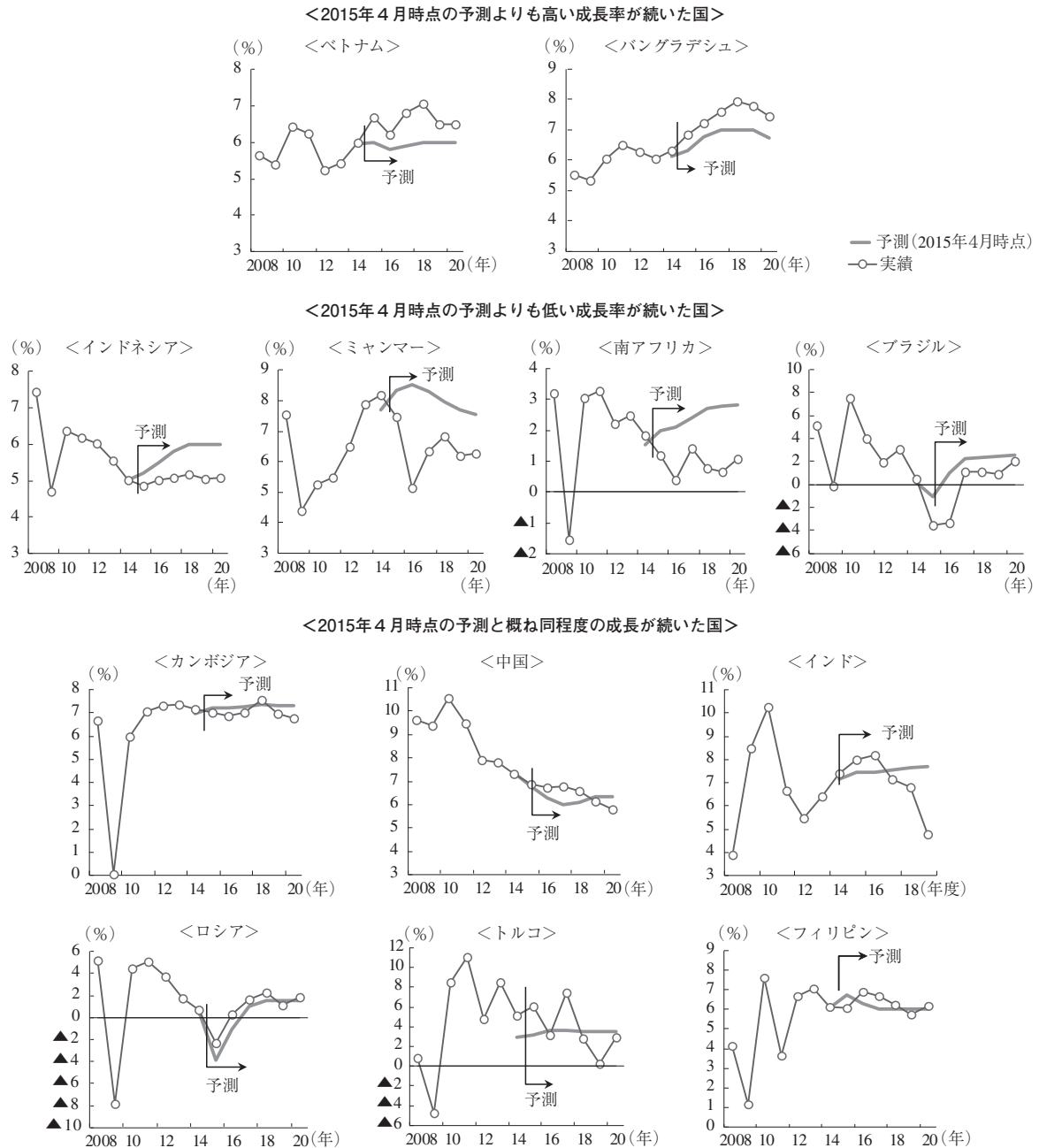
## 2. なぜ景気は急減速したのか

続いて、2019年後半にインド経済が急減速した背景を整理する（注2）。現地の報道・経済レポートなどでは今回の景気減速の背景を循環的要因と構造的要因に分けて議論したものが散見される。しかし、循環的要因と構造的要因の厳密な峻別は困難である（注3）。そのため、以下では景気減速の主因と副因に分けて整理する。

### (1) 信用不安の拡大

今回の景気減速の最大の要因としては、IL&FS（Infrastructure Leasing & Financial Services）社のデフォルトをきっかけとした信用不安の拡大を指摘出来る。同社はインフラ部門への資金供給を目的にインド準備銀行

図表4 新興国各国の実質GDP（前年比）：IMFの2010年代後半の予測値と実績



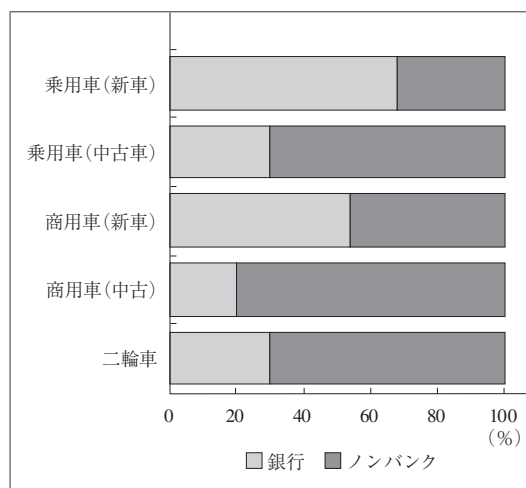
(注) 2020年（インドは2019年度）実績は2019年10月時点のIMF見込み値。  
 (資料) IMF

や国営金融機関によって1987年に設立された特殊金融機関であり、現在は同国最大の国営保険会社LIC (Life Insurance Corporation of India)、日本のORIX、アブダビ投資庁が主要株主となっている。

同社は、短期社債の発行を通じて投資信託会社や銀行から調達した資金を返済期間の長いインフラ関連プロジェクトへの融資に充てるなど、調達・運用の期間ミスマッチに伴う資金流動性リスクをかねてから抱えていた。こうしたなか、同社が資金を提供するインフラプロジェクトが遅延し、2018年8月以降に複数のデフォルトが発生した。

政府は同社の経営に介入し取締役を刷新するなど、早い段階から信用不安拡大の防止を図った。インド準備銀行は、公開市場操作を通じて金融市場への資金供給を拡大する一方で、ノンバンクの規制強化に乗り出した。しかし、インド準備銀行が厳格な流動性規制を導入するのではないかという観測が広がり、短期の流動性に対する不安がむしろ強まることとなった。その後も住宅金融大手DHFL (Dewan Housing Finance Corporation Ltd) や、オルタナティブ投資を手掛けるAltico Capitalなどがデフォルトを起こし、信用不安が続いたため、資金流動性リスクを抱えるノンバンクを中心に各種金融機関は貸出を大幅に抑制した。ノンバンクは中古車を中心に自動車ローンで高いシェアを占めていたため(図表5)、耐久財消費・投資は落ち込むこと

図表5 自動車ローンのセグメント別シェア



(資料) CRISIL “NBFC Report August 2018” を基に日本総合研究所作成

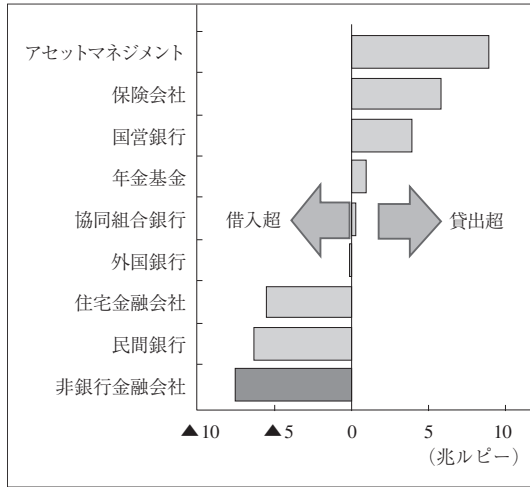
となった。

ノンバンクは保険会社や国営銀行による融資や社債購入に資金調達の多くを依存していたため(図表6)、信用不安は金融市場全体に波及し、商業銀行の貸出態度も厳格化した。そのため、インド準備銀行が2019年中に累計1.35%ポイントの利下げを実施したにもかかわらず大手商業銀行の基準貸出金利は高止まりし(図表7)、耐久財消費や投資の下押し圧力となった。

## (2) 自動車販売関連制度の変更

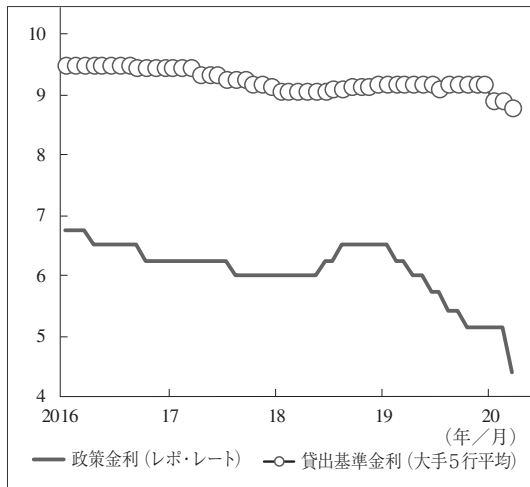
金融機関の貸出態度の厳格化や金利高止まりに加えて、販売制度変更を受けた自動車販売の急減も2019年後半の景気悪化の主因と

図表6 金融機関間の資金純貸出・借入状況 (2019年9月)



(資料) Reserve Bank of India

図表7 政策金利と商業銀行の基準貸出金利 (%)



(資料) Reserve Bank of India

なった。

特に大きなマイナス影響をもたらしたのは排ガス規制の変更である。政府は深刻な大気汚染に対応するため、欧州の「ユーロ5」に相当する厳格な排ガス規制「BS6 (Baharat Stage 6)」を従来計画よりも前倒しで2020年4月から導入することを予定していた。これを受けて最高裁判所は、2020年4月以降、BS6に対応しない車両の生産・購入を禁止する判断を示したものの、BS6導入以前に購入された車両がいつまで使用出来るかについては判断を示さなかった。このため、BS6未対応車の使用が禁止される可能性があるのではないかとの懸念が広がり、消費者はBS6に準拠していない自動車の購入を手控えた。

また、①強制加入の自賠責保険の加入期間の延長や保険料の引き上げにより初期コストが大幅に上昇したこと (図表8)、②ルピー安の影響を受けてガソリン・ディーゼル価格が高止まりしたこと、③運転席のエアバッグや速度警告システムなどの安全装置の義務化に伴う車体価格の上昇、なども相まって自動車販売を下押しした。その結果、四輪車の販売台数は2019年7～9月期に前年同期比約3割減少した (図表9)。

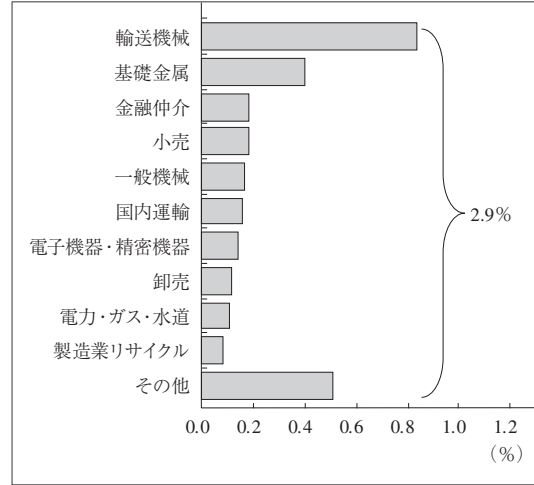
輸送機械産業が生み出す付加価値は単体ではGDPの2%にも満たないが、同産業は裾野が広く関連産業を含めるとマクロ経済に無視出来ないマイナス影響をもたらす。2017年の産業連関表の投入係数・輸入係数を用いて波

図表8 自動車保有コスト増加につながる制度変更

項目	変更／報道時期	内容
自賠責保険の加入期間延長、保険料引き上げ	2018年4月	保険料を引き上げ <主な引き上げ例> ・二輪車(350cc超) 1,114ルピー⇒2,323ルピー
	2018年9月	車両購入時の加入期間を延長(初期コストが増加) ・四輪車:1年⇒3年 ・二輪車:1年⇒5年
	2019年6月	保険料を引き上げ <引き上げ例> ・乗用車(1,000~1,500cc) 2,863ルピー/年⇒3,221ルピー/年 ・二輪車(150~350cc) 985ルピー/年⇒1,193ルピー/年
車両登録料の引き上げ	2019年7月	車両登録料の大幅引き上げを検討(*その後2020年6月まで延期すると発表) ・乗用車:600ルピー⇒5,000ルピー ・商用車:1,000ルピー⇒10,000ルピー ・二輪車:50ルピー⇒1,000ルピー

(資料) Insurance Regulatory & Development Authority of India、各種報道を基に日本総合研究所作成

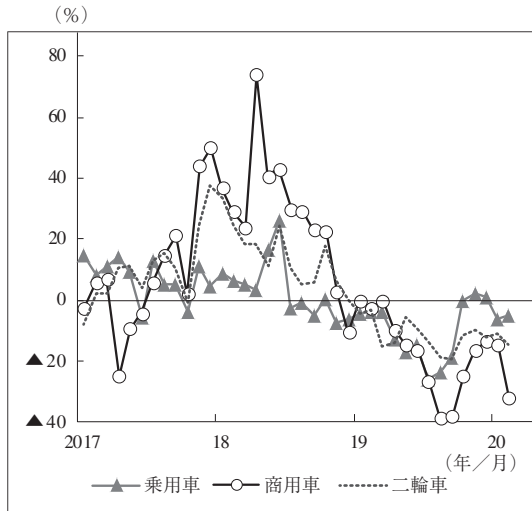
図表10 自動車生産が3割減少した場合のGDPへのマイナス寄与度



(注) 2017年の産業連関表を基に直接効果と第1~20次波及効果の合計を計算(\*それ以降の波及効果はほぼゼロ)。

(資料) ADB India: Input-Output Economic Indicatorsを基に日本総合研究所作成

図表9 自動車販売台数(前年同月比)



(資料) Society of Indian Automobile Manufacturers

及効果を含めたマイナス影響を試算すると、自動車生産の3割の減少は輸送機械や基礎金属などに波及し、GDPを2.9%下押しする(図表10)。

### (3) ベース効果

このような要因の他、2016~2017年にインド経済・社会が一時的に大きく混乱した後の2018年にかけての景気持ち直しの一巡もその後の見た目上の景気減速感を強める一因となっている。

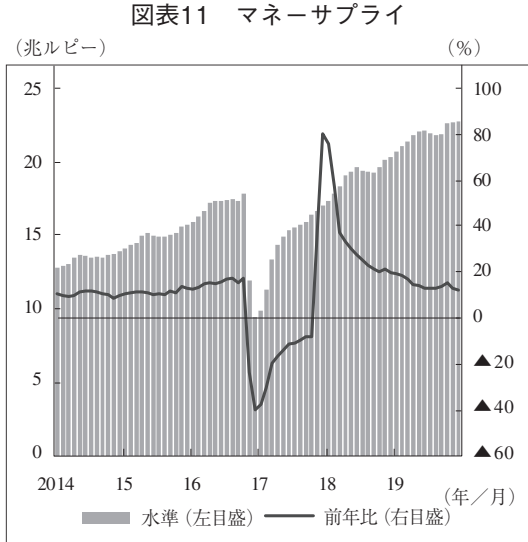
2016年11月4日に流通現金の8割強を占める500・1,000ルピー紙幣が突如廃止される一方、新紙幣の供給が遅れたことを理由に経済・



社会に大きな混乱が生じた。また、2017年7月のGST（Goods and Services Tax、財・サービス税）の導入も、標準税率が決定されてから導入されるまでの準備期間が限られ、中小企業を中心にITシステム導入への対応が遅れたことから経済活動に大きな混乱をもたらした。加えて、税率変更を見越した駆け込み消費や買い控えも一時的な景気変動の要因となった。

これらの景気下押し要因の解消により景気は持ち直しに転じたが、その動きが一巡すると前年比でみた各種経済指標の伸び率は鈍化した。こうした動きを端的に表す経済指標としてはマネーサプライを挙げられる。高額紙幣の廃止によりマネーサプライは2016年末に急減し、その後新紙幣の供給が進んだことを受けて2017年末に前年同月比は約8割増となった（図表11）。2018年以降も金額ベースでは増加する一方、前年同月比は鈍化が続いたため変化率で捉えた景気の拡大ペースは緩やかになった印象を受けるのである。

同様に自動車販売台数の前年比の悪化も、ベース効果の影響を強く受けている。①2017年4月に排ガス規制「BS4」が導入されたことに伴う車体価格の上昇、②2017年7月からのGSTの導入による大型車の税率低下を見越した買い控え、などにより、商用車を中心に自動車販売台数は2017年前半にかけて一時的に落ち込んだ。その後、ペントアップデマンド（繰越需要）の発現により、商用車の販売



(資料) Reserve Bank of India

は2018年半ばにかけて前年比2割を上回るペースで増加が続いた。こうした局面が一巡したことが前年比でみた景気減速の一因となっている。

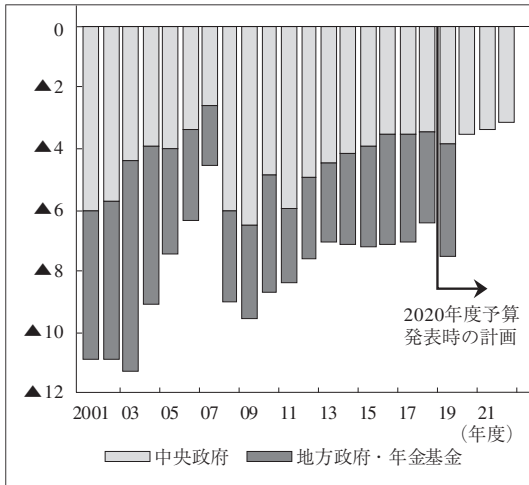
#### (4) その他の要因

上記3要因以外にも様々な要因が景気減速の要因として挙げられる。

例えば、モディ政権下の引き締め気味の財政政策は財政赤字の縮小を通じて中長期の経済の安定性を向上させたが（図表12）、短期的には景気の下押し圧力となった。

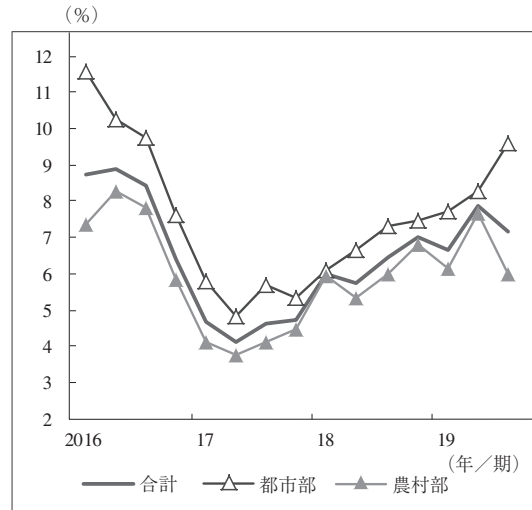
また、米中貿易戦争の深刻化や主要輸出先であるアメリカとの通商摩擦（注4）などを背景とした輸出減少も景気にマイナス影響をもたらしている。財輸出は2018年に前年比

図表12 一般政府の財政収支（対名目GDP比）  
（%）



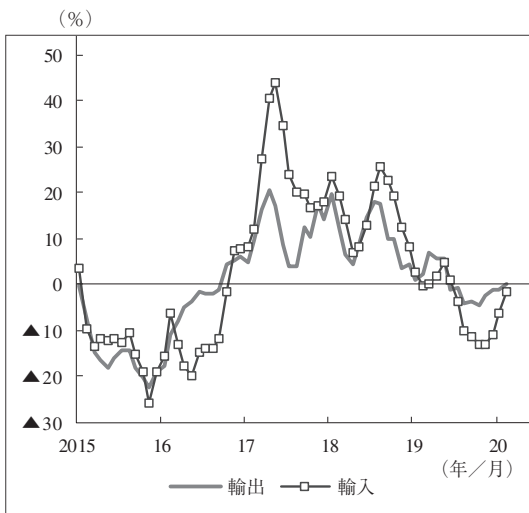
（資料）IMF、Ministry of Financeを基に日本総合研究所作成

図表14 失業率



（資料）Centre for Monitoring Indian Economy

図表13 財輸出入（前年同月比）



（資料）Ministry of Commerce and Industry

+10%前後のペースで増加が続いたが、2019年半ばに前年比マイナスに転じている（図表13）。

さらに、失業率の高止まりも消費に対してマイナス影響をもたらしている。インドでは包括的な労働力統計が5年に一度しか作成されないため、短期的な失業率の変化を分析することは困難であるが、民間シンクタンクCMIE（Center for Monitoring Indian Economy）が独自に推計した失業率は2017年後半から都市部を中心に急速に悪化しており（図表14）、GDPの5割強を占める消費の下押し圧力となっている。

この他、政治の不安定化も消費・投資マインドを悪化させる一因となっている。近年の景気減速などを背景に、第2次モディ政権発足以後に行われたマハラシュトラ州、ジャールカンド州、ハリヤナ州、デリー準州における議会選挙で与党連合は惨敗した。また、

2019年12月にCAA（Citizenship Amendment Act、改正国籍法）が上院を通過するとそれに反対するデモが各地で展開され（図表15）、政府は想定外のデモへの対応に追われることとなった。CAAは宗教的迫害などを理由にインド周辺国からインドに逃れてきた難民に対してインド国籍を付与する措置であるが、①イスラム教徒が対象となっていないこと、②インドへの流入が多いネパールからの難民が含まれていないこと、などが差別的であるとされている。モディ政権に対するこれらの批判は今後の経済改革に対する期待の後退を通じて、対内直接・間接投資に悪影響をもたらしている。

ただし、「その他」に分類した一連の要因

はあくまでも景気減速の副因に過ぎないと判断される。

緊縮財政については、モディ政権発足直後から続いており、2018～2019年度にかけて政府が急激に歳出を縮小させたわけではない。

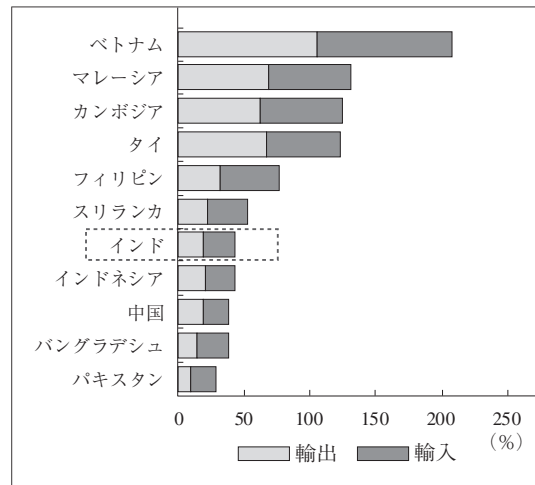
輸出減少については、2019年入り後から増勢が悪化するなど、実質GDP成長率との高い連動性がみられる。ただし、インドの財輸出の対名目GDP比は2割以下と他のアジア新興国よりも低く（図表16）、かつ主要輸出品である石油製品や貴金属などをはじめ多くの製品の中間財を輸入に依存していることを踏まえると、輸出悪化によるマクロ経済への下押し影響は限られる。

図表15 第2次モディ政権発足以降の政治イベント

年月	出来事
2019年	5月 下院総選挙でBJPが前回の議席を上回る大勝
	8月 ジャンム・カシミール州に対して広範な自治権を認める憲法370条を廃止
	10月 ハリヤナ州の州議会選挙でBJPは前回に引き続き第一党となったものの、議席数は減少
	10月 マハラシュトラ州の州議会選挙でBJPの議席数は減少し、連立を組むシプセナ党の党首が州首相に就任
	12月 ジャールカンド州の州議会選挙でBJPの議席は減少し、野党連合UPAが過半数の議席を獲得
2020年	改正国籍法が下院・上院を通過したことを受けて各地でデモが拡大
	2月 デリー準州の州議会選挙でAAP（庶民党）が前回に続き圧勝

（資料）Election Commission of India、各種報道を基に日本総合研究所作成

図表16 財・サービス輸出・輸入（対名目GDP比、2018年）



（資料）World Bank

失業率の上昇についても、生産年齢人口が年間1,000万人弱増加するなど、雇用創出を上回るペースで労働力供給が増加し続けたことが影響している（注5）。

政治要因については、①BJPは2019・2020年の州議会選挙で惨敗したものの、全国レベルではモディ首相に匹敵する対抗馬が不在なこともあり、依然として高い支持率が続いていること（注6）、②CAAに関連するデモが拡大したのは景気が急減速した後であることを踏まえると、景気減速の主因ではないと考えられる。

そのため、あくまでも今回の景気減速は信用不安の拡大や販売制度変更などを受けた自動車販売の不振による面が大きいと判断される。

（注2） 2019年後半の景気減速の背景については、熊谷[2019a]を参照。

（注3） 例えば、Arvind Subramanian and Josh Felman [2019]では足元の輸出減少を景気循環的要因として挙げているが、米中貿易戦争や印米通商対立など構造変化による影響も無視出来ないため、構造要因として捉えることも出来る。

（注4） アメリカとの間の通商摩擦については熊谷[2020]を参照。

（注5） また、CMIE推計の失業率は、高額紙幣の廃止やGST導入にかかわる一時的な景気減速下で失業率が大きく改善する一方、マイナス影響が一巡し景気が持ち直す中で悪化しており、統計が実態を正確に捉えられていない可能性がある。

（注6） India Today誌が2020年1月に発表した歴代の首相ランキングでは、インディラ・ガンジー元首相や、バジパイ元首相を抑えてモディ首相は最も優れた首相に選出された。

### 3. 高成長路線に復帰出来るか

政府は景気テコ入れに向けた様々な経済対策を打ち出しており、2020年初頭にかけて景気回復の兆しがみられた。しかし、その後の国内大手民間銀行であるイエス銀行の経営難に伴う信用不安の広がり、各国での新型コロナウイルスの感染拡大を受けた世界景気の大規模悪化やインド国内の感染拡大防止に向けたロックダウン（都市封鎖）などにより、景気は二番底に向かいつつある。

これまでの経済対策の概要を確認した後、今後の景気動向や高成長路線に復帰するために求められる構造改革を考察する。

#### (1) 景気回復に腐心する政府

政府は景気へのテコ入れに向けて、第2次モディ政権発足後の2019年度修正予算案や2020年2月公表の2020年度予算案などで様々な経済対策を打ち出した（図表17）。

金融面では、2019年7月に高格付けを有するノンバンクへの国営銀行の投資にかかわる損失を最大10%まで補填するとともに、国営銀行に対して7,000億ルピーの公的資金を注入する方針を発表した。さらに、インド準備銀行は、貸出金利の引き下げに向けて、同年10月より商業銀行の個人・中小企業向け貸出金利を政策金利や短期国債金利を連動させることを義務付ける方針を示した。また、2020年2月に総額5,000億ルピーの長期資金供給

図表17 景気持ち直し・金融安定に向けた経済対策

項目	発表時期	内容
金融安定・金融緩和	2019年7月	国営銀行の高格付けノンバンクへの投資にかかわる損失を最大10%まで補填
	2019年8月	国営銀行への7,000億ルピーの公的資金注入を発表（2019年7月の予算案で示した方針について改めて言及）
	2019年9月	2019年10月より商業銀行の個人・中小企業向け貸出金利を政策金利などと連動させることを義務付け
	2020年2月	SARFAESI法（金融機関の債権回収法）のノンバンクの適用範囲を拡大 預金保険の対象となる預金額を引き上げ
家計支援（消費促進）	2019年8月	2019年7月の予算案で示していた海外投資家のキャピタルゲインに対する増税案の撤回（*課税所得2,000～5,000万ルピー未満と5,000万ルピー以上への税率をそれぞれ15%から25%、15%から37%へ引き上げる方針を提示）
	2020年2月	個人所得税の税率引き下げ 住宅購入にかかわる税制優遇措置の期間延長
企業支援（投資促進）	2019年9月	法人実効税率を現行の約30%から25%に引き下げ
	2020年2月	配当支払い企業へのDDT（Dividend Distribution Tax、配当支払税）の廃止 * 今後はこれまで非課税であった受取側が支払いを実施 2019年10月以降に新規設立される製造業企業の最低代替率を引き下げ 免税措置となるスタートアップ企業の対象売上高・設立年数を拡大
自動車販売対策	2019年8月	消費者の購入不安払拭に向けて、2020年4月以降も購入済みのBS6非対応車を継続使用出来ることを言明
		車両登録料の引き上げ時期を2020年6月まで延期
		2020年3月までに購入される車両の減価償却率を15%から30%に引き上げ 公的機関の自動車買い替え促進（これまでは財政支出抑制に向けて、老朽化した場合はレンタカーで代替）
その他	2020年2月	政府保有株式の売却目標額倍増
		政府系投資ファンドによるインフラプロジェクトの投資収益への課税免除

（資料） Reserve Bank of India, Ministry of Finance、各種報道を基に日本総合研究所作成

オペ：LTRO（Long Term Repo Operation）を実施するなど、非伝統的な金融政策にも着手した。

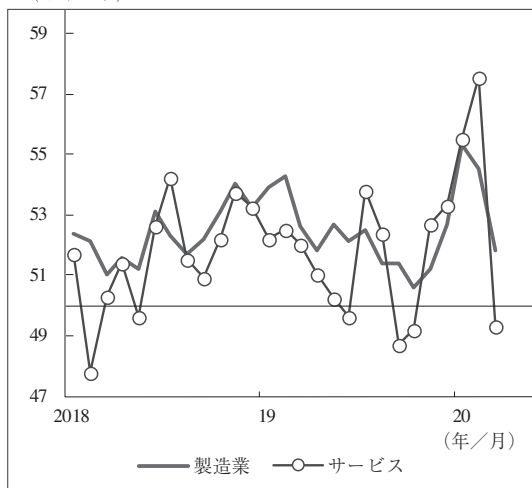
税制面では、2019年9月に標準実効税率を現行の30%から22%に引き下げる方針を示すとともに、2020年度予算案で個人所得税の引き下げを発表するなど、企業・家計双方に配慮する姿勢を示した。ただし、財政の安定性にも配慮し、政府保有株式の売却などによる税収外の歳入増加により、景気下支えと財政赤字縮小の両立を目指している。

自動車販売については、BS6導入後もそれ

以前に購入されたBS6非適合車を継続して利用出来ると明言することで消費者の不安解消を図った。また、車両登録料の引き上げ時期の延期や2020年3月までに購入される車両の減価償却率の引き上げに加え、これまで財政支出抑制の観点から禁止してきた公的機関の自動車買い替えを認めた。

このような取り組みを受けて、一部の経済指標は2020年初頭にかけて持ち直した。例えばPMI（Purchasing Managers' Index、購買担当者指数）は製造業・サービス業ともに2020年1月に急上昇しており（図表18）、自動車

図表18 PMI指数（購買担当者指数）  
（ポイント）



（資料）Markit

販売台数の前年比伸び率も2019年末にかけてマイナス幅が縮小した。

## (2) 財政・金融の拡大余地は限定的

しかし、①国内外の両面から景気の下押し圧力が続くこと、②財政・金融政策の拡大余地が限られること、を踏まえると当面景気回復は期待出来そうにない。

国内要因の景気下振れリスクとしては、信用不安の持続があげられる。2020年3月に民間銀行で資産規模第5位のイエス銀行が経営難を理由に政府の管理下に入ったことを受けて預金の引き出しが相次ぐなど、新たな信用不安が生じている。政府は事態の早期収拾に向けて預金引き出し額の制限や国営SBI（State Bank of India）の出資を通じた再建案

を発表したが、同行の経営立て直しが円滑に進むか否かは依然として予断を許さない。

また、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う世界経済の下振れも様々な経路からインド経済にマイナス影響を及ぼす。まず、観光サービス輸出についてみると、感染拡大地域・国での出国制限・自粛やインドによるビザの無効化により訪印外人観光客数は大幅に減少し始めている。ただし、観光サービス輸出のGDPシェアは1%程度に過ぎず、観光産業の悪化による直接的なマイナス影響は北東・東南アジアと比べると小幅なものになる。

より深刻なのは、サプライチェーンの寸断と国内の感染拡大防止に向けたロックダウン（都市封鎖）による経済活動の停止である。

前者については、スマートフォン、家電、自動車などをはじめとする様々な中間財を中国からの輸入に依存しているため（図表19）、中国の生産活動の停滞はインドの生産活動にも悪影響を及ぼす。加えて、世界各国の景気の大規模悪化もインドの輸出減少や株価の悪化などを通じて景気を下押しする。

後者については、諸外国と比べたインド国内の感染者数・死者数は少なく、2020年3月中旬まではイベントの自粛などの動きは限られた。しかし、同月下旬、政府は新型コロナウイルスの感染拡大に向けてインド全土をロックダウンすることを発表した。同措置の実施期間は3週間を予定しているが、本稿執筆時点では感染者の増加ペースは鈍化しておらず

図表19 インドの中国・香港からの主要輸入品のシェア（2018年）

HSコード	品目名	①世界からの輸入（100万ドル）				中国・香港の輸入 シェア （②÷①、%）
			②中国・香港からの輸入			
			うち中国	うち香港		
8517	電話機	18,723	12,535	9,520	3,014	66.9
8542	集積回路	7,254	4,815	2,378	2,437	66.4
8471	パソコン、記憶装置	6,304	3,808	3,223	586	60.4
7102	ダイヤモンド	26,587	3,388	10	3,378	12.7
8541	光電性半導体	3,525	2,617	2,468	149	74.2
3105	肥料成分	3,151	1,447	1,447	0	45.9
2933	複素環式化合物	2,013	1,409	1,392	17	70.0
7106	銀	3,854	1,368	291	1,077	35.5
8507	蓄電池	1,674	1,295	1,038	257	77.4
2941	抗生物質	1,444	1,159	1,117	43	80.3
8528	モニター、プロジェクタ	2,031	982	915	67	48.4
8504	整流器	2,146	945	807	138	44.0
8708	自動車部品	4,792	879	860	20	18.4
8525	ラジオ・テレビ送信機器	1,608	835	638	197	51.9
8529	ラジオ・テレビ関連部品	1,276	821	710	111	64.4
8473	パソコン関連部品	1,572	790	595	195	50.3
8414	気体ポンプ	1,786	788	778	11	44.1
2704	コークス	1,792	776	772	4	43.3
3808	仕上材	1,340	754	751	2	56.3
8415	エアコン	1,306	726	703	24	55.6
7108	金	31,756	689	25	664	2.2
7304	鉄鋼製パイプ	910	592	591	1	65.1
8518	イヤホン、マイク	899	580	476	104	64.6
8714	自動車部品	680	575	573	2	84.6
9999	分類不明	2,391	574	572	2	24.0
2915	飽和非環式モノカルボン酸	1,573	565	549	16	36.0
9405	照明器具	665	557	531	26	83.6
3920	プラスチック製シート	1,135	538	476	61	47.4
2922	酸素官能のアミノ化合物	753	534	532	2	71.0
8482	玉軸受	1,235	526	522	3	42.6
上位30品目合計		136,176	47,869	35,262	12,607	35.2

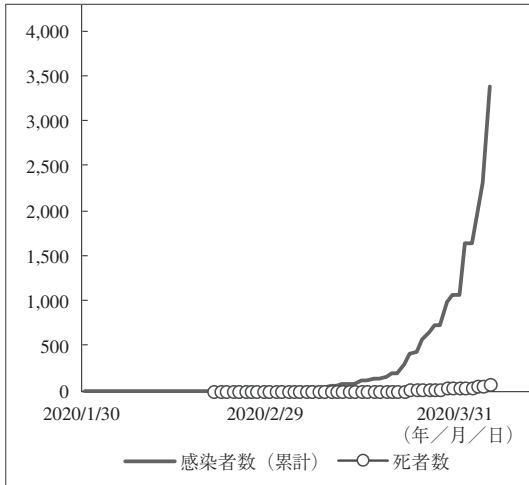
(資料) United Nations

(図表20)、実施期間の延長により消費が急減速する可能性がある。

ちなみに、新型コロナウイルスの感染拡大のマイナス影響を大きく受けている中国、アメリカ、欧州などの各国・地域の景気はリーマン・ショックが発生した局面と同等かそれ以上に悪化すると予想されている。2008年度

のインドの実質GDP成長率が前年度から約6%ポイント急落したことを踏まえると、2020年度のインドの実質GDP成長率が0%前後まで悪化することも想定される。その場合、景気悪化と金融システムの不安定化の悪循環により景気はさらなる悪化のスパイラルに陥るリスクもある。

図表20 インドの新型コロナウイルスの拡大状況  
(人)

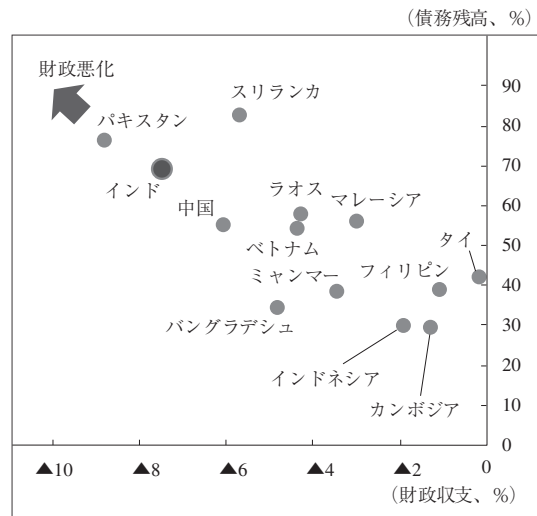


(資料) World Health Organization

そのため、一段の景気悪化阻止に向けて大規模な財政出動と金融緩和を求める声も出ているが、両者ともに制約を抱えている。まず財政政策についてみると、一般政府の財政収支は▲7%弱とアジア新興国のなかでも高く(図表21)、一段の拡張余地はほとんどない。2020年度の予算案公表時にも2022年度にかけて財政健全化に配慮した政策運営を続ける方針を示しており、財政による景気底上げ余力は限られる。

2020年度予算案で特に注目度が高かった個人所得税の引き下げについても、生命保険などの支払いによる税額控除が適用されなくなるため、税率引き下げの影響は限られる。また、自動車業界から要望が出ていた自動車のGST税率の引き下げや廃車政策が盛り込まれ

図表21 アジア新興国の財政収支と債務残高  
(2019年、対名目GDP比)



(資料) IMF World Economic Outlook 2019 Oct

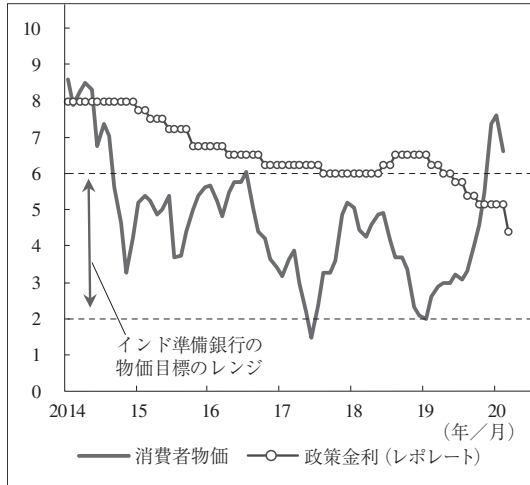
なかったこともあり、業界団体からは力不足との批判が出ている。

金融政策については、インフレ率が目標(前年比+4±2%)の上限を上回る高い伸び率を示していることから政策金利の据え置きが続くと見込まれていたが(図表22)、①2020年3月にアメリカをはじめ各国が緊急利下げを実施したこと、②原油価格が同月下旬に一時1バレル=20ドルを割り込む水準に下落したことなどを背景に、インド準備銀行は3月下旬に0.75%の緊急利下げを実施した。

原油価格の急落を受けて今後インフレ率は物価目標のレンジ内に鈍化すると見込まれる。しかし、資本流出に伴うルーピー安圧力が続いていることに加え、年央以降のインフレ

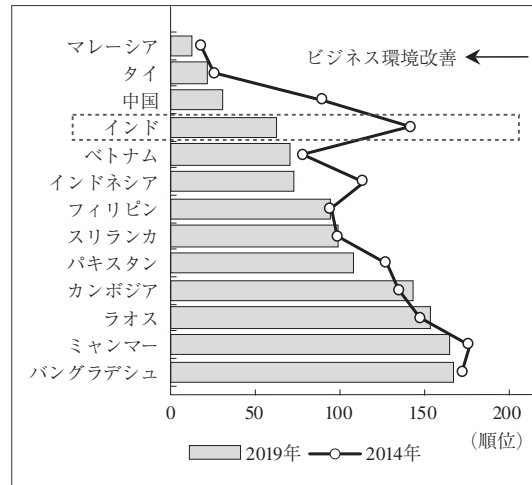


図表22 消費者物価（前年同月比）と政策金利（%）



(資料) Reserve Bank of India

図表23 ビジネス環境ランキング（2019年）



(注) 2014年調査は189カ国・地域を、2019年調査は190カ国・地域を対象。  
(資料) World Bank

率はモンスーン期（6～9月）の天候要因を受けた食料価格の変動にも大きく左右されるため、インド準備銀行は慎重な姿勢で追加利下げに臨むと予想される（注7）。

### (3) 経済改革はこれからが正念場

景気下振れリスクが大きい一方で財政・金融の拡大余地が限られる状況下、インドが高成長路線に復帰するには、経済構造改革を加速させることが不可欠である。

第1次モディ政権下では様々な分野で経済改革が進展し（注8）、2014年に142位だった世界銀行のビジネス環境ランキングは2019年に63位に急上昇した（図表23）。しかし、実現に向けたハードルが高い重要分野の改革は

進んでおらず、経済改革が正念場を迎えるのはこれからといえよう。

まず、インフラ整備を通じた製造業の対内投資により雇用創出や生産性向上などを図る必要がある。その最大の障害は土地収用問題である。土地収用が事業のボトルネックとなっている例は枚挙に暇がない。日本の新幹線方式を導入するデリー・ムンバイ間的高速鉄道プロジェクトをみても、2017年9月の起工式後の1年間で収容された土地面積はわずか0.9ヘクタールと必要面積1,400ヘクタールの0.1%にも満たず（注9）、日印両政府は2023年の開業計画を5年程度延長する方向で協議している（注10）。また、土地収用の遅れを理由に建設業者が高速道路整備事業から

撤退する事例も相次いで発生している（注11）。

土地収用が困難な理由としては、中央政府と州政府が共同で土地を管理していることに加え、マンモハン・シン前政権下で土地収用法が改正されたことの影響を指摘出来る。2014年1月に施行された改正土地収用法は、これまで曖昧であった収用の必要条件を明確化する一方、高い合意率や住民への高額な補償を規定するとともに、社会的評価アセスメントの導入などを義務化したため、土地の収用はむしろ困難になった。

そのため、モディ政権は2014～2015年に同法の再改正に取り組んだものの、与党連合の議席数が過半数を下回る上院での審議が難

航したため、改正は実現しなかった（図表24）。大統領令の公布といった迂回ルートで同法を一時的に改正したものの、2015年8月に同令は失効した。その後、改革の機運は高まっておらず、2019年の下院総選挙のマニフェストでも土地収用についての言及はなく、土地収用が円滑化される目途は立っていない。

土地収用の困難さとともに、厳格な解雇規制や州間で異なる複雑な労働法制も製造業のインド進出の阻害要因となっている。ラジャスタン州など、一部の州では改革の動きがみられるが、多くの州では100人以上の雇用者を有する事業所の閉鎖や従業員の解雇には州政府の許可が必要となる状況が続いている。

図表24 土地収用法を巡る動き

年月	出来事	概要
2014年	1月 改正土地収用法施行	従前は規定がなかった土地収用の合意率を、民間プロジェクトでは土地所有者の80%、PPP（官民連携）方式では70%に規定。また、従前は市場価格の130%であった補償額を都市部では市場価格の2倍、農村部では4倍に引き上げ
	4月 BJP、下院総選挙に向けたマニフェストで土地収用に関する方針について言及	円滑な収用に向けて「National Land Use Policy」を採用することを明記
	12月 大統領令で土地収用法を改正	国家安全保障、地方のインフラ、産業動脈、低所得者住宅などについて同意取り付け義務や社会的影響評価義務を免除
2015年	2月 政府、改正案を下院に提出	2014年12月に制定された大統領令を国会で審議し、同年3月に下院を通過するも上院を通過する前に上院が閉会
	4月 土地収用法の大統領令を再公布	2014年12月に制定された大統領令が失効する前に再公布
	5月 土地収用法の大統領令を再々公布	2015年4月に公布された大統領令が失効する前に再公布
	8月 土地収用法の大統領令失効	モディ首相、大統領令に関する誤情報やそれによる混乱などを理由に大統領令の再々公布を断念
2019年	4月 BJP、下院総選挙に向けたマニフェストを発表	土地の収用についてマニフェストでは言及なし

（注）インドでは国会閉会中に即時対応が必要と認められる事態に対して大統領令の交付権が認められている。ただし、国会再開日から6週間以内に両議院で承認を受ける必要があり、承認が得られない場合は自動的に失効する。

（資料）JETRO「インド法務・労務アップデートレポート（2014年12月）」、BJP「Election Manifesto 2014」、各種報道を基に日本総合研究所作成

同規制は工場の規模拡大を通じたコスト低下を阻害しており、その結果単位労働コストが35%程度押し上げられているといった研究結果が示されている（Amrit Amirapu and Michael Gechter [2017]）。

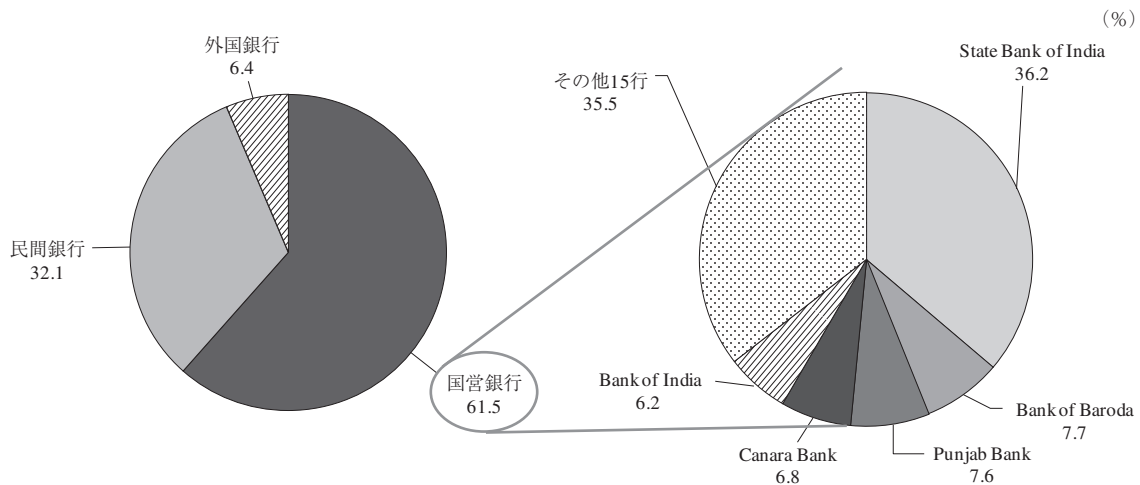
インドの上院は漸次的に議席が改選され、州議会を通じて議員が選出される制度を有しているが、これまでは2020年頃に上院・下院間の「ねじれ」が解消され、土地収用や労働法制に関する改革が進展し始めると予想されていた。しかし、与党連合が過半数を占める州が減少するなか、ねじれが解消される時期が後ずれする、もしくは一度解消されたとしてもその後再びねじれが生じる可能性が高まりつつある。GSTのように、地域政党からの

協力を取り付けることで上院における与党連合の議席が過半数に満たないなかで抜本的な改革を実現した事例もあるものの、同様に土地や労働に関する改革を成し遂げられるかは定かではない。

他方、金融面でも様々な課題が残されている。特に重要なのは総資産規模で6割を占める一方、民間銀行に比べ収益性や財務健全性が大きく見劣りする国営銀行の改革である（図表25・26）。

これまで政府は、①倒産・破産法の制定などを通じた不良債権の早期処理促進、②大手行による小規模行の吸収合併（図表27）、③自己資本比率の低い銀行への大規模な公的資金の注入、④収益が低迷する銀行の株主への

図表25 商業銀行の総資産シェア（2019年3月）



(資料) Reserve Bank of India

図表26 商業銀行の財務指標 (2018年度)

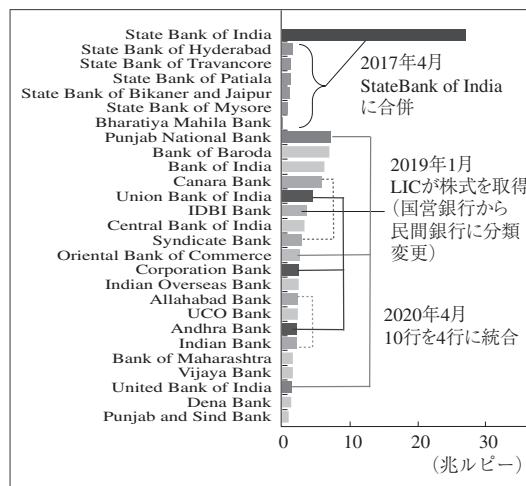
				合計
	国営銀行	民間銀行	外国銀行	
優先貸出業種への融資比率	32.51	30.21	27.16	31.73
営業経費に占める人件費率	16.12	11.51	15.00	14.63
ROA (Return on Assets)	▲0.65	0.63	1.53	▲0.09
ROE (Return on Equity)	▲11.44	5.45	8.77	▲1.85
資金調達コスト	4.99	5.40	3.61	5.06
運用利回り	8.05	9.78	8.17	8.68
不良債権比率	15.60	4.60	3.80	9.10

(資料) Reserve Bank of India

配当支払いの制限、引当率の引き上げ、役員報酬の制限などを含むPCA (Prompt Corrective Action、早期是正措置) の発動、⑤厳格な自己資本規制「バーゼルⅢ」の段階的導入、などにより、国営銀行の財務体質の強化を進めてきた。政府は、国営銀行のさらなる合併、銀行サービスのデジタル化などを通じて経営効率の改善を図る方針を示している。

国営銀行の営業経費に占める人件費率が民間銀行よりも高いことなどを踏まえると、上記の取り組みに加えて民営化を通じた人員削減や収益に基づく賃金システムの導入など、大胆な改革も検討すべきである。国営銀行の労働組合は民営化の反対や一段の賃上げを求めて大規模なストライキを定期的実施しており、こうした反発を抑えられるかが改革の焦点となる。

図表27 国営銀行の総資産 (2017年3月末) と経営統合の状況



(資料) Reserve Bank of India

また、国営銀行に加え、今回の景気急減速の主因となったノンバンクについても財務体質の健全化につながる取り組みを強化していく必要がある。

インド準備銀行は、流動性リスクの抑制に向けて2019年11月に今後30日間の想定資金流出額に対する適格流動資産額の割合を示すLCR (Liquidity Coverage Ratio、流動性カバレッジ比率) を2024年までに対象ノンバンクについて100%に引き上げる方針を示している。また、SEBI (Securities and Exchange Board of India、インド証券取引委員会) も社債発行にかかわる規制の見直しを検討し始めている (注12)。その他、商業銀行に対して行った厳格な資産査定: AQR (Asset Quality

Review) をノンバンクに対しても実施すべきとする提言もある。

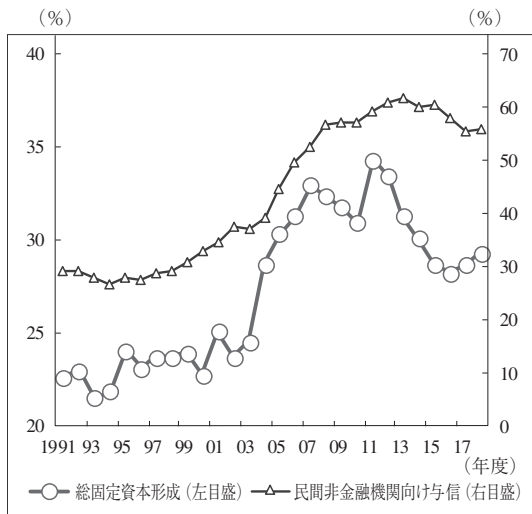
ノンバンクを巡る金融リスク抑制に向けた取り組みは極めて重要である。しかし、これまでのインドにおける金融セクターの発展の経緯を踏まえると、規制厳格化の副作用にも留意すべきである。

過去20年程度のインド経済と金融セクターの発展を簡単に振り返ると、インドではいわゆる「新興国ブーム（注13）」の結果、2000年代前半に総固定資本形成や企業向け銀行貸出の名目GDP比率が上昇した（図表28）。しかし、インフラプロジェクトの停滞や2010年代入り後の成長鈍化などを受けて、それらは

不良債権や貸出条件緩和債権と呼ばれるリスクの高い債権を増やす要因になった（図表29）。

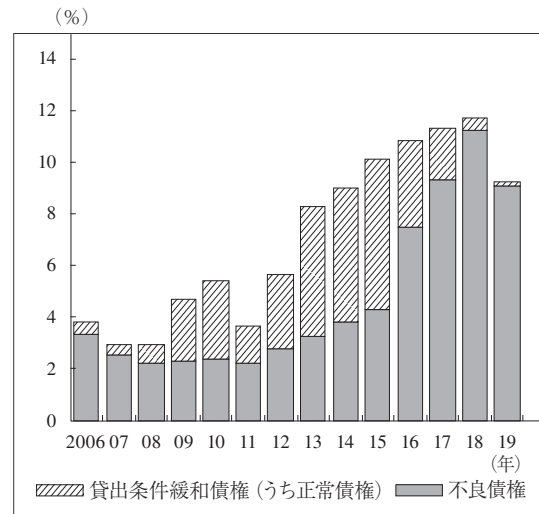
インド準備銀行は、当初、経済成長を通じて不良債権問題を解消させることを企図し、商業銀行に時間的猶予を与えるスタンス（「Regulatory Forbearance」）を採っていた。しかし、不良債権・貸出条件緩和債権比率が低下しないなか、2013年9月に元IMFチーフエコノミストのラジャン氏が総裁に就任するとインド準備銀行は積極的に不良債権の洗い出し・処理を進める方針に転換した。こうした政策転換により貸出条件緩和債権は大幅に減少したものの、商業銀行の追加的な貸出余

図表28 総固定資本形成と非金融機関向け与信 (対名目GDP比)



(資料) Central Statistical Office, BIS

図表29 商業銀行の不良債権・貸出条件緩和債権比率



(注) 3月末値。

(資料) Reserve Bank of India

力は低下し、それが金利高止まりの一因となった。また、相対的に規制の緩いノンバンク経由の融資が急増し、ノンバンクのデフォルトが金融セクター全体に波及する原因にもなった。

脆弱な経済構造を有するインドでノンバンクに対して厳しい金融規制が実施されれば資金供給面から経済成長が制約されるとともに、相対的に規制が緩くインド準備銀行の監督が及びにくい小規模金融機関への与信依存の高まりを通じて別の金融リスクが生じる可能性がある。インドのノンバンクセクターには、金融システム上重要と位置付けられるノンバンクだけでも300社が存在し、その他の零細企業も含めると9,000社が存在している(RBI [2019])。そのため、インド準備銀行は小規模ノンバンクも含めて金融機関の健全性をモニタリングする能力増強などを進める必要がある。

(注7) なお、ダス総裁は金利引き下げを通じた景気浮揚効果は限られており、財政政策の拡大や構造改革による需要創出がより重要・効果的であるとの見解を示している。

(注8) 第1次モディ政権下の経済改革については熊谷[2019b]・[2019c]を参照。

(注9) Economic Times 2018年10月17日 “India’s 200 miles per hour bullet train has starting trouble”

(注10) Sankei Biz 2020年2月18日「インド高速鉄道の開業を5年延期 日本政府と協議、土地収用遅れ」

(注11) Business Standards 2020年1月29日「Five firms exit highway projects as NHA faces delay in land acquisition」

(注12) ノンバンクが提供するローンの担保に関する情報を明確化させることを検討している(2020年3月9日 Live Mint 紙「Default by some NBFCs on secured debentures pushes SEBI to introduce reforms」)。なお、高格付けを取得していたノンバンクが相次いでデフォルト

トを起こしたことを踏まえると、格付け機関の格付けの在り方などについても見直しが必要であろう。

(注13) Jim O’Neill [2001] などをはじめ、多くの証券会社が新興国の中長期的な経済成長に注目したレポートを公表し、機関投資家などによる新興国への投資が急増した。

## おわりに

インド経済の持ち直しが遅ればわが国企業のインド進出に対するマインド悪化も避けられないだろう。

しかし、仮にインド経済の成長率がこれまで見込まれているものよりも低調にとどまったとしても、同国の成長率はアジア新興国のなかで相対的に高く、中長期的に市場拡大が続くといった見方は崩れない。

明確な持ち直しに転じていない自動車販売市場についても、人口増加・中間所得層の拡大などを受けて中長期的な拡大が続くと見込まれている(野木森 [2020])。また、土地収用や解雇規制の影響を受けないデジタル関連産業やスタートアップなどに代表されるように、マクロ経済の低迷が続くなかでも急拡大が続いている分野は数多く存在するため、こういった業種では引き続き前向きにインド進出を検討していくべきである。

インド経済には常に将来への期待と不安が入り混じっているが、一側面だけに注目するのではなく、マクロの視点からリスクとチャンスを見定める重要性がこれまで以上に高まっている。

## 参考文献

(日本語)

1. 熊谷章太郎 [2019a] 「自動車販売の不振が続くインド経済の行方」日本総合研究所 Research Focus No.2019-021  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/11329.pdf>
2. ——— [2019b] 「モディ政権5年間の評価とインド経済の行方」日本総合研究所 Research Report No.2018-013  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/11329.pdf>
3. ——— [2019c] 「2020年代のインド経済の課題」日本総合研究所 環太平洋ビジネス情報 RIM 2019 Vol.19 No.74  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/11268.pdf>
4. ——— [2020] 「世界経済の潮流を左右するインドの対米・対中経済関係」日本総合研究所 JRI レビュー 2020  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/11573.pdf>
5. 野木森稔 [2020] 「アジア自動車需要の短期・長期展望—所得増と人口増を背景に市場規模は今後30年で3倍に—」日本総合研究所 Research Focus No.2019-034  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/11523.pdf>

(英語)

6. Amrit Amirapu and Michael Gechter [2017] “Labor Regulations and the Cost of Corruption: Evidence from the Indian Firm Size Distribution” Review of Economics and Statistics  
[https://www.mitpressjournals.org/doi/abs/10.1162/rest\\_a\\_00837?mobileUi=0&](https://www.mitpressjournals.org/doi/abs/10.1162/rest_a_00837?mobileUi=0&)
7. Arvind Subramanian and Josh Felman [2019] “India’s Great Slowdown: What Happened? What’s the Way Out?” CID Faculty Working Paper No.370, Center for International Development at Harvard University  
<https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/cid/files/publications/faculty-working-papers/2019-12-cid-wp-369-indian-growth-diagnosis-remedies-final.pdf>
8. Jim O’Neill [2001] “Building Better Global Economic BRICs” Goldman Sachs Global Economics Paper No: 66  
<https://www.goldmansachs.com/insights/archive/archive-pdfs/build-better-brics.pdf>
9. Reserve Bank of India [2019] Financial Stability Report, Issue No.20  
<https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs//PublicationReport/Pdfs/0FSRDECEMBER20198C840246658946159CB3B94E8516F2EC.PDF>

本誌は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。

本誌は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。