

みずほレポート

2020年3月18日

辛うじて成長軌道に復帰するインド経済

—新型コロナウイルス問題が最大のリスク

- ◆民主主義国のインドでは、有権者に人気がない規制緩和などがなかなか進まず、非効率な企業・金融部門が過剰な不採算投資を行うなど、様々な構造問題が生じている。
- ◆足元の景気減速の主因は、ノンバンクの経営不安である。この背景には、デベロッパー向けを中心とした、不採算投資の焦げ付きがある。
- ◆2020年の経済は、新型コロナウイルスの感染がインド国内でも拡大すれば、大きな下押し圧力となるリスクがある。
- ◆インバウンドへの依存が小さいことなどから、新型コロナウイルス問題の悪影響が限定的となれば、景気は下げ止まると予測するが、構造問題は残っている。
- ◆潜在成長率は6%台との見方が強まっており、引き上げるには構造改革が不可欠。もっとも、6%台の安定成長を実現できる国は必ずしも多くなく、インドは引き続き魅力的な投資先といえる。

アジア調査部主任研究員 稲垣博史
03-3591-1369 hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。

目 次

I. はじめに～脆弱な経済構造	1
II. 景気減速の要因～主因はノンバンク問題	3
1. ノンバンク問題の深刻化	3
(1) ノンバンク問題の概要	3
(2) ノンバンク問題の背景	3
2. 天候不順	5
3. その他の要因	6
(1) 輸出低迷	6
(2) 利上げ	7
(3) 自動車の排ガス規制強化など	7
(4) 総選挙での与党敗北観測の高まり	7
III. 短期見通し～景気下げ止まりを見込むがリスクも	8
1. 新型コロナウイルス問題が最大のリスク要因	8
2. メインシナリオは景気下げ止まり	9
3. リスク要因と金融部門への波及	11
(1) 新型コロナウイルス以外のリスク要因	11
(2) 金融部門への飛び火に要注意	12
IV. 中長期見通し～改革なくして高成長は困難	13
1. 持続可能な成長率は6%台との見方が有力	13
2. おわりに～インドは引き続き魅力的な投資先	14

1. はじめに～脆弱な経済構造

2019年においては、インドの景気減速に対する注目が高まった。2018年に前年比+6.7%であった実質GDP成長率は、同+5.3%となった（図表1）。本稿では、景気減速の要因と今後の経済見通しについて次章以降で詳しく論じるが、議論をより理解しやすくするため、そうした経済動向の前提となる構造的な脆弱性についてあらかじめ説明しておきたい。

インドは民主主義国であり、選挙対策として、有権者に不人気の政策が避けられ、人気のある政策が採用されがちである（図表2）。この結果、経常収支赤字の常態化や、成長産業の投資不足による輸出競争力の弱さ、農業依存の高さ、非効率な企業・金融部門による過剰な不採算投資といった問題が生じている。

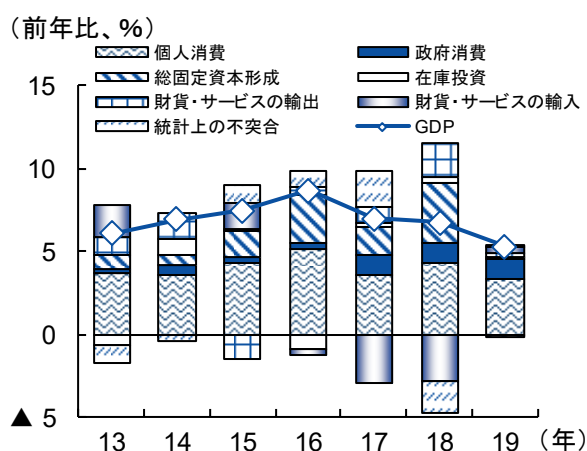
とくに、非効率な企業・金融部門の問題は深刻であり、今回の景気減速の主因である信用収縮は、ノンバンクによるデベロッパー等に対する融資が焦げ付いたことにより引き起こされた。金融機関の経営問題が起こるのは1990年代後半以降3度目だが、このように頻発する背景には、上述のような構造的な脆弱性が存在している。ノンバンクやデベロッパーに対する監視は強化され、また必要に応じて今後さらに強化されるだろうが、成長産業の投資が活発化するような施策が打ち出されない限り、再び資金が不採算な投資に向かう可能性は高い。

第2の要因である天候不順に伴う農業生産の低迷に関しても、構造的な脆弱性とのかかわりが指摘できる。インド経済はいぜん農業に強く依存しており、また農業インフラは脆弱であるため、天候不順が景気に及ぼす影響がかなり大きい。こうした構造が残されている以上、何年かおきに天候不順を起点とする景気減速が起こることになる。

新型コロナウイルス問題の悪影響が限定的であるということを前提とすれば、インド経済の減速はおそらく間もなく終わり、2020年に景気は下げ止まるとみている。しかし、こうした経済構造の脆弱性が大きく変わるわけではない。以上を前提に、本稿での議論を進めていきたい。

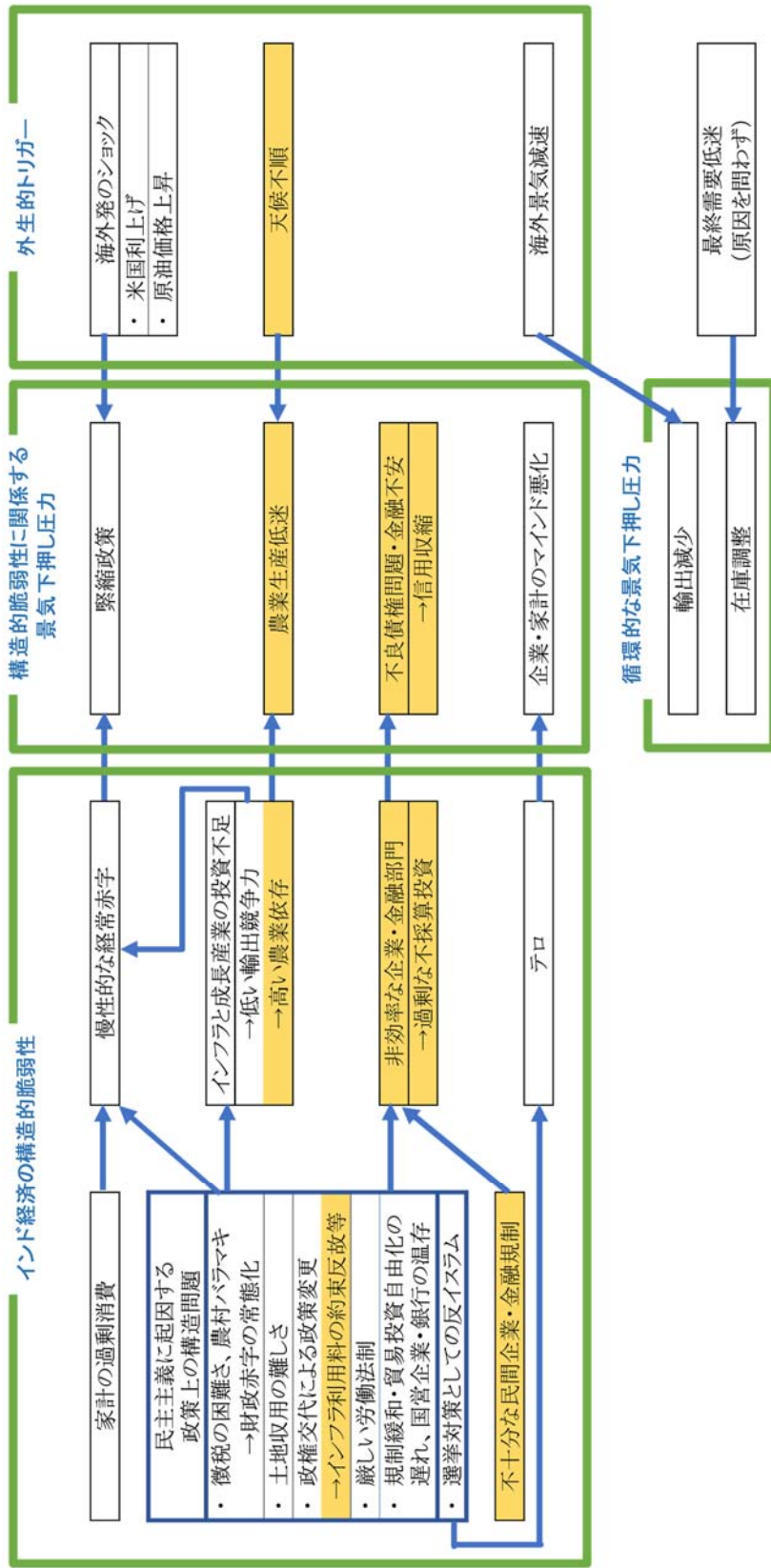
なおインドには、ノンバンクの業態としてNBFC（Non-Banking Financial Company）とHFC（Housing Finance Company）がある。簡単にいえば、HFCは住宅ローン専門会社であり、NBFCはそれ以外である。本稿でノンバンクといった場合、双方を含むこととする。

図表1 需要項目別年次GDP



（出所）インド統計計画実行省より、みずほ総合研究所作成

図表2 インド経済の構造的脆弱性と景気下押し圧力に関する整理



(注) 1. 網掛け部分は、今回の景気減速をもたらした主因に関わる要素

2. 「家計の過剰消費」は、アジアの中では相対的に過剰という意味である。インドの総貯蓄率は、世界的に見れば必ずしも低くない(出所) みずほ総合研究所作成

II. 景気減速の要因～主因はノンバンク問題

実質GDP成長率は、2018年以降に低下傾向となり、2019年10～12月期には同+4.7%となった（図表3）。以下、重要な順に低下要因を挙げていきたい。

1. ノンバンク問題の深刻化

（1）ノンバンク問題の概要

すでに述べたとおり、今回の景気減速の主因とされているのがノンバンク問題である。

まず2018年8月に、インフラ向け融資を手掛けるNBFCのIL&FS社（Infrastructure Leasing & Financial Services Limited）が、コマーシャルペーパー（CP）や社債で唐突に債務不履行を引き起こすと、信用収縮が発生した（図表4）。幅広いノンバンクの資金調達に悪影響が及び、自動車や住宅などの需要に大きな下押し圧力が発生したとされている。

2019年に入ると、CP市場はいったん落ち着きを取り戻した。しかし、同年6月にHFCのDHFL社（Dewan Housing Finance Corporation Limited）が債務不履行を引き起こすと、資金調達環境が極度に悪化し（図表5）、自動車取得や住宅投資などに再度大きな下押し圧力が加わった。

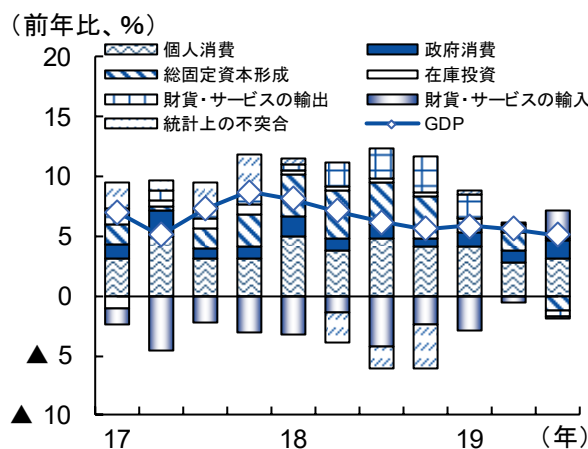
（2）ノンバンク問題の背景

では、両社の破綻にはどのような背景があったのだろうか。筆者は2020年1月にインドを訪問し、多数の現地専門家にヒアリングを行ったが、その結果を踏まえて解説したい。

ノンバンク問題の発端とされるのが、現金で保有されていたブラックマネーをあぶり出すために実施された、2016年11月の高額紙幣廃止・新紙幣への移行である。この際、旧紙幣の交換に銀行口座を作ることを要求した結果、預金が増加した（図表6）。運用先を求めて銀行はノンバンク向け融資を強化し、資金繰りが改善したノンバンクは与信を拡大した。

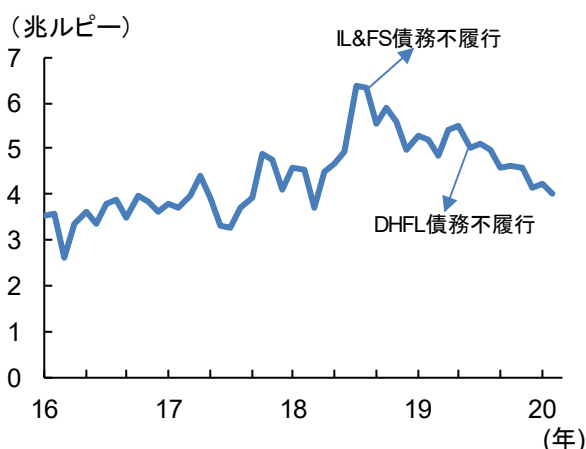
ノンバンクに総じて共通する問題は、基本的に短期で調達した資金を、長期運用に回していたことである。こうした長短のミスマッチが生じた理由としては、低利の預金で資金を調達できる銀行との

図表3 需要項目別四半期 GDP



(出所) インド統計計画実行省より、みずほ総合研究所作成

図表4 CP 発行残高



(出所) インド準備銀行より、みずほ総合研究所作成

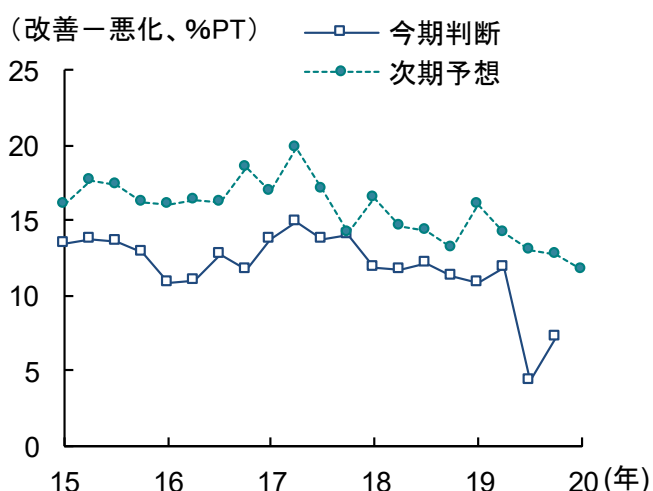
競争や、信用の低さから長期資金を借りられなかったことなどが挙げられていた。ところが、長期プロジェクトは基本的に収益予想が難しい。ノンバンクは十分なノウハウを持たないままに与信を拡大していった。

DHFLの債務不履行は、デベロッパー向け融資の失敗という文脈で説明できる。ノンバンクがとりわけ拡大したのは、デベロッパーを中心とする不動産会社向けの与信である(図表7)。特にHFCは、同与信におけるシェアを大きく伸ばした。現地ヒアリングによると、デベロッパーは一般に過小自己資本であり、住宅販売の前受金を他プロジェクトに流用したり、あるいは私的に流用したりするなど、もともと自転車操業状態だったという。こうした状況は不健全であるとして、2017年5月に政府は、既存のものを含めすべての不動産開発プロジェクトとそのデベロッパーを登録制とすることや、前受金の各プロジェクト専用の監査付き銀行口座での管理を義務付けることなどを規定する不動産開発規制法を本格施行させた。すると上記のような流用が明るみに出て、多くのデベロッパーが経営状態の悪化から資金不足に陥っていることが判明した。自転車操業を続けられなくなったデベロッパーの資金繰りが悪化した結果、不動産担保融資の延滞債権比率が上昇し(図表8)、ノンバンクの経営に打撃が及んだ。

一方、先に債務不履行に陥ったIL&FS社の主たる融資先はインフラプロジェクトであり、デベロッパー向け融資に比べればずっと公共的な色彩が濃い。しかし、プロジェクトが長期にわたるため不確実性が高いという点においては、不動産開発と似ている。現地ヒアリングでは、「地方政府の政権交代で、電力プロジェクトにおいて電気料金の約束が反故になったことがある。インフラプロジェクトへの融資はリスクが高い」との見方が出されていた。

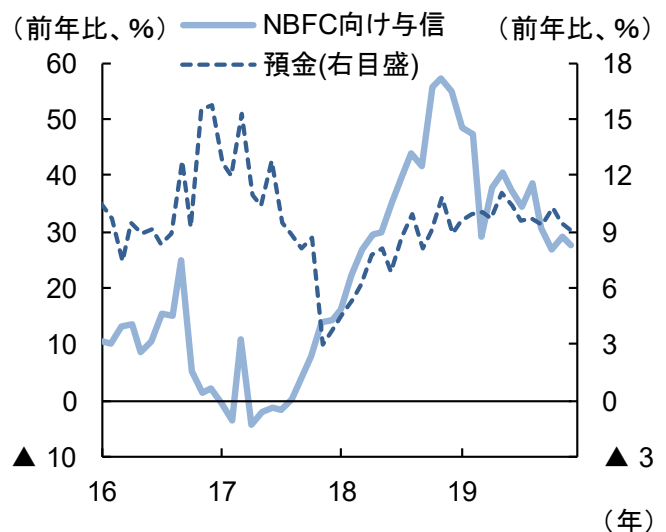
現地ヒアリングによると、IL&FS社のようなインフラ融資特化型ノンバンクはそもそも数が少ないが、デベロッパー向けに問題のある与信を抱えたノンバンクは他にもあるという。こうした状況下、ノンバンクの資金調達環境は現在に至るまで厳しく、調達できる場合でも高い金利支払いを余儀なく

図表5 企業の借り入れのしやすさ D.I.



(出所) インド準備銀行より、みずほ総合研究所作成

図表6 指定商業銀行の預金とNBFC向け与信



(出所) インド準備銀行より、みずほ総合研究所作成

されている。

ちなみに、2019年3月時点で与信が大きく鈍化していたのはNBFCであり（図表9）、HFCはCP発行が困難化した後も銀行借入で資金調達し、高い与信の伸びを維持していた（図表10）。それまでの景気減速をもたらしたのは、主としてNBFCの信用収縮であることがわかる。NBFCの与信は2019年9月時点でさらに鈍化した。統計上の制約から、2019年9月時点のHFCの与信の推移はわからないが、DHFLの債務不履行を受けて鈍化したとみられる。

2. 天候不順

エルニーニョ現象が発生するとインドでは干ばつが発生することが多い。2018年後半から2019年前半にかけて発生した同現象も例外ではなく、降水量は平年を下回った（図表11）。その結果、農業生

図表7 不動産会社向けエクスポージャーの業態別シェア

(単位: %)

	HFC	NBFC	国営銀行	民間銀行	外資銀行	その他
16年6月	12.2	6.4	48.6	23.6	8.5	0.8
17年6月	18.1	9.6	40.7	26.0	5.2	0.4
18年6月	20.6	10.8	29.8	28.0	10.5	0.4
19年6月	23.8	9.5	24.3	30.4	11.6	0.3

(注) エクスポージャーは運転資金と外貨建てを含む中長期貸付。調査対象は不動産会社310社向け

(出所) インド準備銀行より、みずほ総合研究所作成

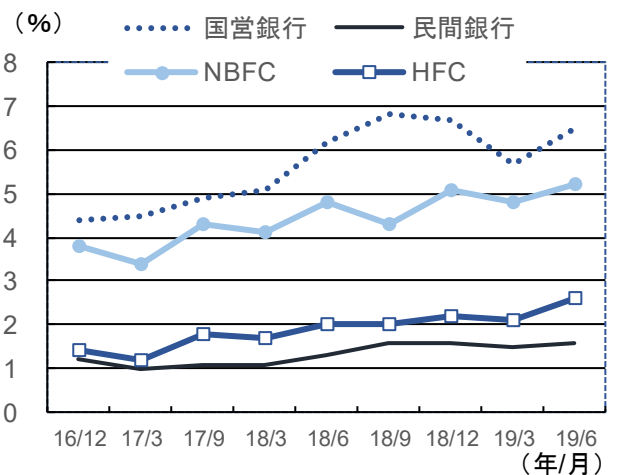
図表9 NBFCのバランスシート

(前年比: %)

	18/3	19/3	19/9
社債	33.1	1.8	7.7
銀行借入	33.4	44.9	21.2
CP	13.4	4.6	▲ 31.2
その他負債	22.0	22.1	19.7
総資産	26.8	17.9	13.2
与信	31.8	16.0	9.9
その他資産	13.9	23.4	22.8

(出所) インド準備銀行より、みずほ総合研究所作成

図表8 不動産担保融資の延滞債権比率



(出所) インド準備銀行より、みずほ総合研究所作成

図表10 HFCのバランスシート

(前年比: %)

	17/3	18/3	19/3
社債	29.9	22.0	15.8
銀行借入	0.2	32.7	38.8
CP	41.8	43.4	▲ 18.0
その他負債	27.2	27.7	12.3
総資産	22.8	27.7	16.4
与信	20.4	28.2	26.1
その他資産	34.2	25.9	▲ 26.1

(出所) インド準備銀行より、みずほ総合研究所作成

産が不振に陥り、経済成長を下押しする要因となった（図表12）。

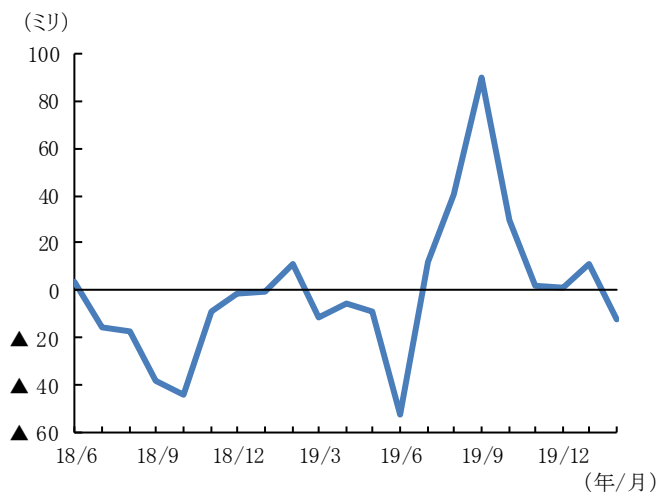
同現象終了後の2019年7～9月期、干ばつが終了することにより農業生産が正常化することが期待されたが、今度は大規模な水害が発生し、農業生産は再度下押しされることとなった。タマネギなどの野菜を中心に不作の影響は長引いており、消費者物価指数（CPI）が大きく上昇している（図表13）。実質所得に対する下押しを通じて個人消費を抑制し、またインド準備銀行による利下げを中断させる要因にもなるなど、CPI上昇による景気への悪影響は長引いている。

3. その他の要因

（1）輸出低迷

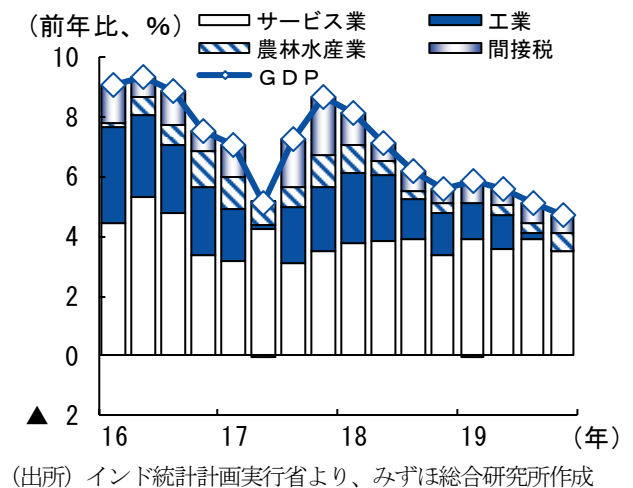
輸出は、2018年から2019年前半にかけては総じて好調だったが、海外経済の低迷等に伴い2019年後半以降は減速が目立った（図表14）。すなわち、輸出の低迷は、2018年に始まった景気減速をもたら

図表 11 平年差でみた降水量



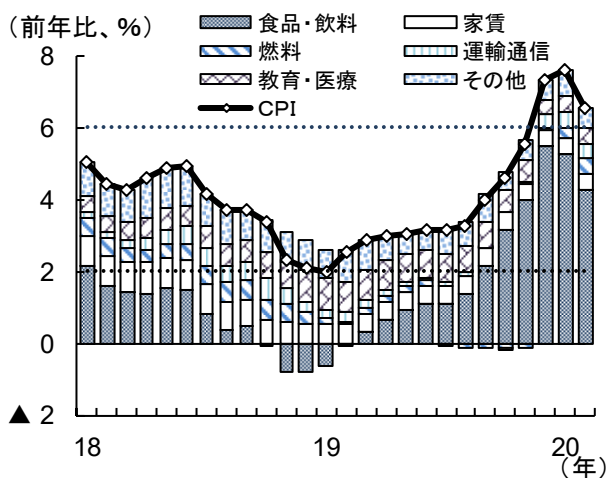
（出所）インド気象局より、みずほ総合研究所作成

図表 12 産業別四半期 GDP



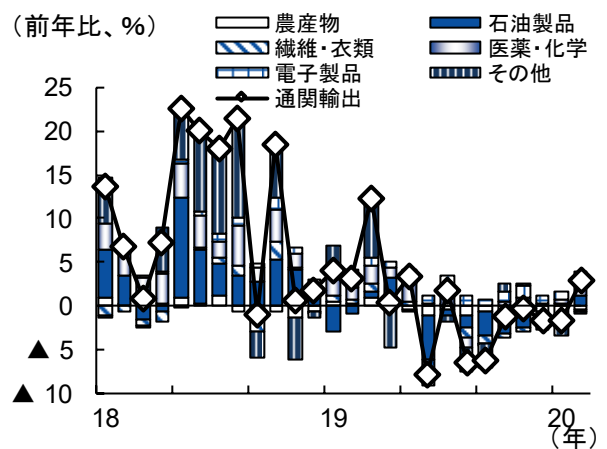
（出所）インド統計計画実行省より、みずほ総合研究所作成

図表 13 消費者物価指数



（注）点線はインフレターゲット
（出所）インド統計計画実行省より、みずほ総合研究所作成

図表 14 通関輸出



（出所）インド商工省より、みずほ総合研究所作成

したのではなく、長引かせた要因と位置付けられる。

(2) 利上げ

「はじめに」で述べたとおり、2018年6月以降、米国に追随する形で2度の利上げが実施された。輸出とは逆に、景気減速をもたらした要因の1つである。ただし、利上げ回数・利上げ幅とも小さく、主たる要因ではない。

(3) 自動車の排ガス規制強化など

自動車販売を押し下げた要因としては、すでにみたとおりノンバンクの信用収縮が最も重要だが、他にもいくつか指摘されている。

とりわけ重要なのは排ガス規制の強化である。2020年4月以降、新規制のバーラト・ステージ6 (BS6) に対応した自動車でなければ新車として販売できなくなり (図表15)、旧規制のバーラト・ステージ4 (BS4) 対応車は販売できなくなる。このため、「2020年4月を前に、BS4対応車が投げ売りされるのではないか」との観測が台頭し、買い控えが生じたという。現地ヒアリングによると、2019年12月に最大手マルチスズキ社のBS4対応車が、実際に大幅割引で販売されていたとのことである。

また、インド自動車工業会が求めていた自動車にかかる物品・サービス税率の引き下げを期待して、2019年4月頃から買い控えが生じていたとされる。

(4) 総選挙での与党敗北観測の高まり

2019年5月の総選挙を前に、企業活動の自由化・活性化を重視する与党連合・国民民主同盟 (インド人民党が中核) が過半数割れに追い込まれることを示す世論調査が続いた時期があった。これに伴う企業マインドの悪化が、景気減速の主たる要因であるとの見方が一時出されていた。実際には国民民主同盟は地滑りの大勝を収めたものの、その後の景気はさらに悪化したことから、結果的にこの要因は重要ではなかった。

図表 15 BS6 と BS4 の排ガス制限比較

(単位 : mg/km)

ガソリン		
排ガス成分	BS4上限	BS6上限
一酸化炭素 (CO)	1,000	1,000
炭化水素 (HC)	100	100
窒素化合物 (NOx)	80	60
粒子状物質 (PM)	-	4.5
軽油		
排ガス成分	BS4上限	BS6上限
一酸化炭素 (CO)	500	500
炭化水素 (HC)	300	170
窒素化合物 (NOx)	250	80
粒子状物質 (PM)	25	4.5

(注) ガソリンの PM 規制対象は直噴エンジンのみ
(出所) 稲垣 (2019)

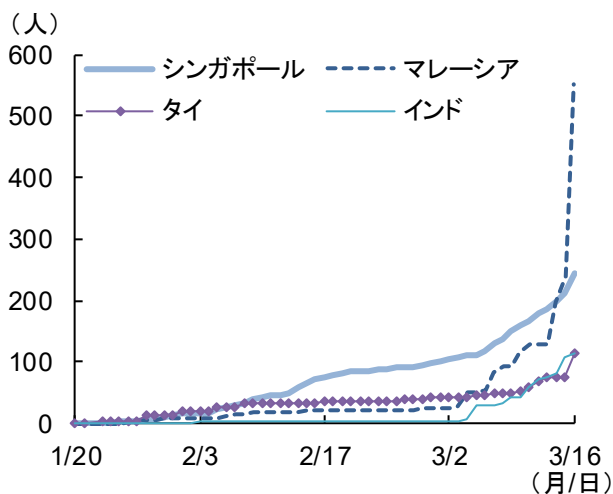
III. 短期見通し～景気下げ止まりを見込むがリスクも

1. 新型コロナウイルス問題が最大のリスク要因

新型コロナウイルス問題は、当初はインド経済への影響は限定的とみられていた。その理由は第1に、流行が中国をはじめとする東アジア・東南アジアにおおむね限定されており、2月末時点でインド国内の感染者数は3人とどまっていた（図表16）。第2に、感染症の拡大時に悪影響を受けやすい旅行サービスの輸出（インバウンド）に対する依存度は低い（図表17）。旅行サービスの輸入（アウトバウンド）も減少すると予想されるが、収支はGDP比+0.1%とわずかな輸出超過に過ぎないため、GDPへの直接的な影響はゼロ近傍であろう¹。第3に、中国・ASEANといった景気減速が見込まれるアジア諸国への輸出依存度²は非常に低い（図表18）。第4に、中国経済の混乱に伴う部材供給途絶の影響は、二輪車などで多少出ているが、みずほ総合研究所の試算によると全体としては極めて小さい。

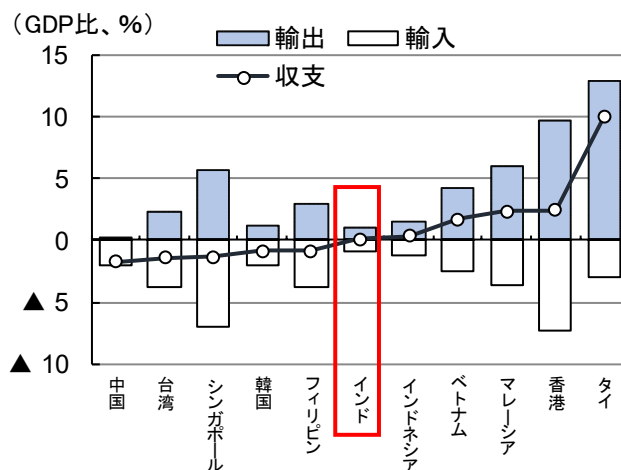
しかし、足元で感染が欧米主要国を含む世界中に拡大しており、輸出環境は明らかに悪化している。輸出依存度が15%強程度と相対的に低いとはいえ、輸出減少によるGDPの下押し圧力は相当大きくなった。部材供給途絶の問題も、より大きくなっているだろう。インド国内の感染者数も増加しており、感染者数が多い北部と南部でショッピングモールを訪れる人の数が減っていることが報じられるなど、国内経済活動にも悪影響が及びつつある。一方で、世界経済の減速でエネルギー需要低迷が見込まれる中、3月に原油の主要輸出国（OPECプラス）が協調減産に失敗したことから、原油価格

図表16 新型コロナウイルス感染者数



(出所) WHOより、みずほ総合研究所作成

図表17 旅行サービスの貿易



(注) 中国、香港、シンガポールは旅行サービスのみ。それ以外は付随する運輸サービスを含む。

(出所) 世界観光機関、IMFより、みずほ総合研究所作成

¹ インバウンドが減れば観光関連産業において雇用や所得への悪影響は避けられないが、一方でアウトバウンドを取りやめた個人がインド国内での消費支出を増やす可能性もあり、このような間接的な効果を含めて考えてもGDPにはあまり影響しないだろう。

² 統計上の制約から旅行サービスを含む。

(WTI) は急落して一時1 バレル=30 米ドルを割り込んだ。インド経済は、石油を輸入に強く依存していることから(図表19)、この点は追い風となる。

みずほ総合研究所では3月、こうした状況を踏まえ、2020年のインド経済見通しを引き下げた。景気は、新型コロナウイルス問題により下押しされるものの、年前半に下げ止まるとみている。詳しくは次節のメインシナリオを参照されたい。

ただし、中国、イタリア、イラン、韓国のように、新型コロナウイルスの国内感染が本格化することまでは織り込んでいない。インドは衛生状態があまり良くない国だけに、本格化への懸念は決して小さくない。インドの財政余力は小さいこともあり、もしこのような事態に至れば、景気は大きく下振れするリスクがあるという点に注意が必要だろう。

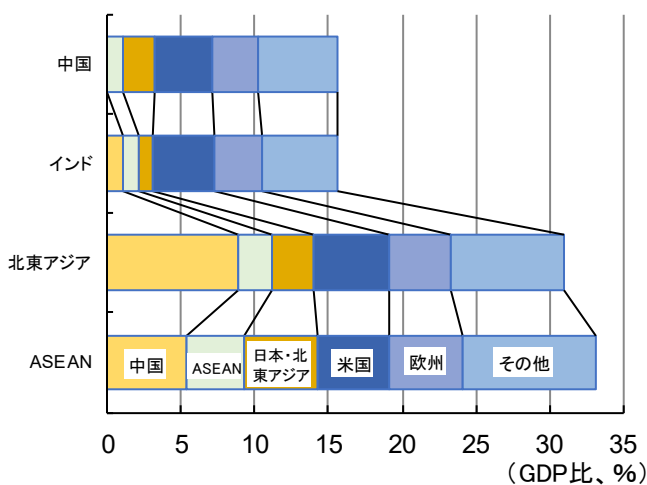
2. メインシナリオは景気下げ止まり

2020年の実質GDP成長率は、新型コロナウイルスの国内感染が本格化しないことを前提に、2019年の+5.3%から低下し、4%台後半になると予測する。ただし、通年の成長率は低下するものの、年後半の成長率は上向くとみている。

2019年においては干ばつの後に深刻な水害が続いたが、2020年においては天候が正常化することがこのシナリオの前提である。過去を振り返ると、実質GDP成長率に対する農林水産業の寄与度は、エルニーニョ現象が全く発生しなかった2013年は0.75%PT、同じく2017年は0.88%PTであった(図表20)。一方で2019年は+0.31%PTであったから、天候が正常化するだけで、成長率を0.4~0.6%PT程度押し上げる要因になると期待される。

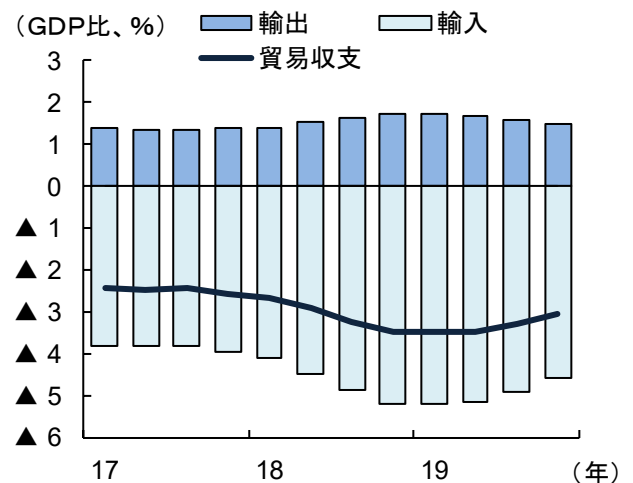
天候正常化以外の要因をみると、製造業の持ち直しが見込まれる。製造業PMIは2019年11月から2020年1月まで3カ月連続で改善しており(図表21)、同年2月は低下したものの高水準を維持している。また鉱工業生産は、2019年10月に▲6.6%となった後、2020年1月まで3カ月連続で増加した(図表22)。

図表18 財貨・サービスの輸出依存度



(注) 2015年、付加価値ベース。北東アジアは韓国、台湾、香港
(出所) OECD、IMFより、みずほ総合研究所作成

図表19 原油+石油製品の貿易



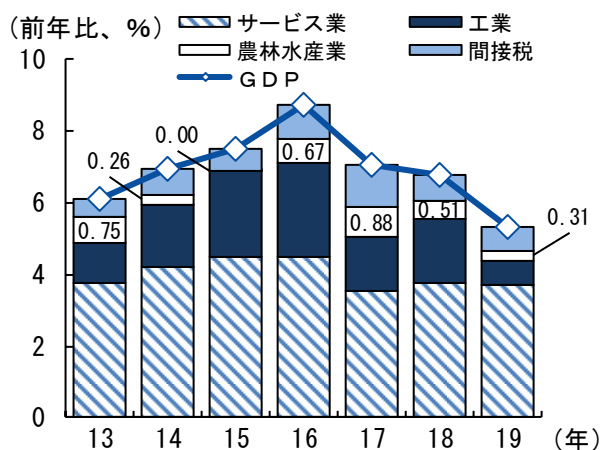
(出所) インド商工省より、みずほ総合研究所作成

現地ヒアリングによると、この背景には在庫調整の進展があるという。実際、製造業の在庫判断D. I. は、2019年末に大きく改善した(図表23)。新型コロナウイルス問題から2020年前半の景気はやや低迷するものの、年後半に在庫投資が循環的に上向くことが、天候正常化と並んで景気下げ止まりをもたらす主たる要因となるだろう。

また2019年以降、計5回・1.35%PTの利下げが実施されたことも、企業部門の下支え要因となるだろう(図表24)。2019年後半にCPIが加速したことを受けて利下げは打ち止めとなったが、すでにみたとおりこの加速は天候不順による一時的なものだ。CPI伸び率は2月に低下に転じており、今後さらなる利下げ余地が出てくるとみている。

今回の景気減速の主因と目されるノンバンク問題については、現在は小康状態ではあるものの、火種は残されたままである。ただし現地ヒアリングによると、足元の景気減速により資金需要が大きく

図表20 産業別年次 GDP



(出所) インド統計計画実行省より、みずほ総合研究所作成

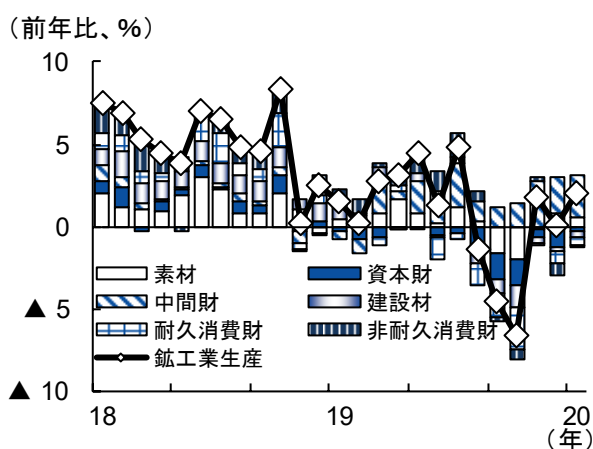
図表21 製造業 PMI



(注) 2017年7月の悪化は GST 導入に伴う一時的な混乱を反映したとみられる

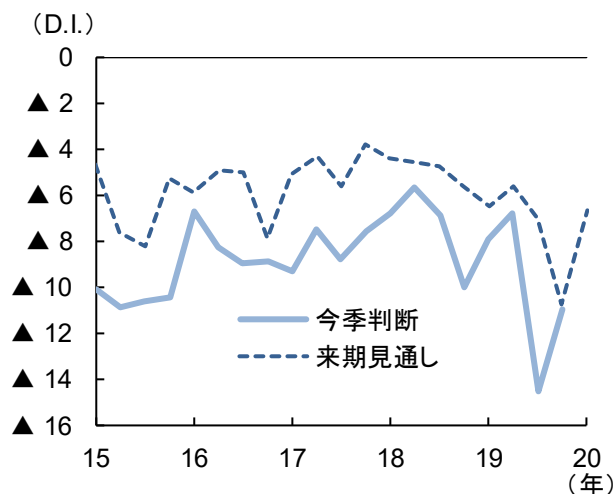
(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表22 鉱工業生産



(出所) インド統計計画実行省より、みずほ総合研究所作成

図表23 製造業在庫判断D. I.



(注) 回答社数に占める「平均以上-平均以下」の割合

(出所) インド準備銀行より、みずほ総合研究所作成

減っており、また銀行には貸出余力がある。このため、中長期的にはともかく、資金調達の難しさが短期的な景気下げ止まりを妨げることはないだろう。

なお、2月に発表された2020年度（2020年4月～2021年3月）予算案によると、財政赤字と、投資に近い概念の資本支出は、いずれもGDP比で低下している（図表25）。このため、財政政策による景気下支えにはあまり期待できない。現地ヒアリングによると、長引く景気減速下においても、国債消化のためには健全財政を維持せざるを得ない模様だ。

3. リスク要因と金融部門への波及

(1) 新型コロナウイルス以外のリスク要因

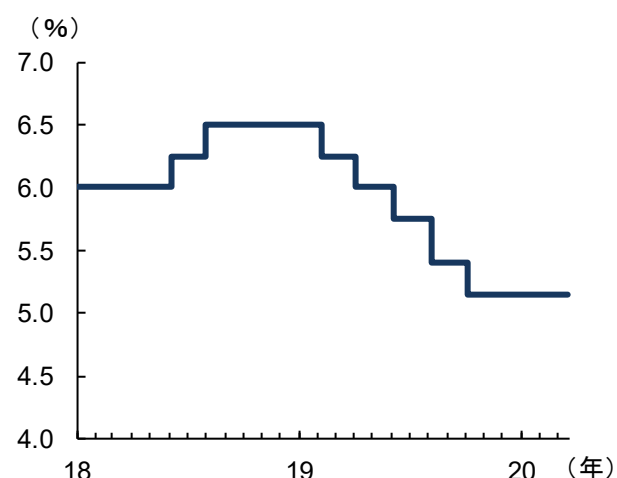
景気が下げ止まるという以上のメインシナリオに対し、景気を下振れさせるリスクとしては、新型コロナウイルス問題以外にどのようなものが考えられるだろうか。

第1に、現政権が対イスラム強硬姿勢を強めているため（図表26）、もはやいつ大規模テロが起こってもおかしくないとの見方が、インド現地では非常に多く聞かれた。政府がこうした姿勢を取るのには、景気減速に対する有権者の不満をそらす意図があるのかもしれない。しかしその結果として、ムンバイ同時多発テロ（2008年11月）のような大規模テロが起これば、企業、消費者、投資家、外国人などのマインドは悪化し、設備投資、個人消費、インバウンド、対内直接投資・証券投資などが大きな下押し圧力を受けるだろう。

第2に、天候が正常化しなかった場合である。軽微な天候不順であればともかく、2019年並み、あるいはそれ以上の深刻なものであれば、景気下げ止まりは期待しにくい。

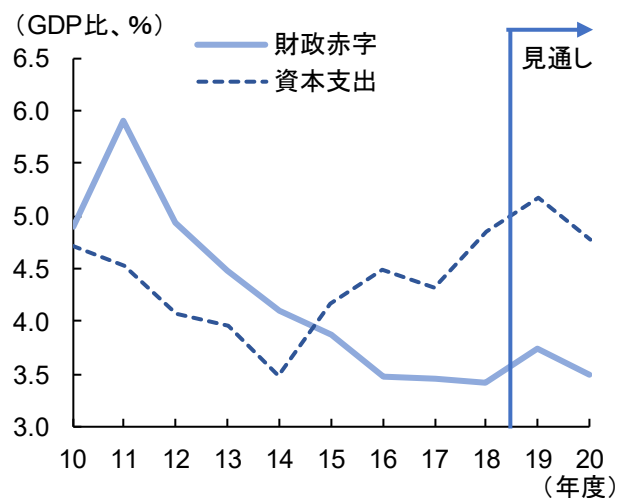
なお、原油価格上昇は常にインド経済にとりリスクだが、先述のとおり2020年についてはむしろ下落する可能性の方が高いため、足元でこのリスクは小さい。

図表24 レポレート（政策金利）



(出所) インド準備銀行より、みずほ総合研究所作成

図表25 財政赤字と資本支出



(出所) インド財務省より、みずほ総合研究所作成

(2) 金融部門への飛び火に要注意

新型コロナウイルスの本格的な国内感染拡大を含め、これらの景気下振れリスクが現実化した場合、その悪影響が金融部門に波及する可能性がある。

景気が減速する中で、ノンバンクの主たる融資先であるデベロッパーの経営環境は厳しさが増しており、上昇が続いてきた住宅価格はムンバイやデリーなどで頭打ち感が強まってきた（図表27）。ノンバンクは、高い調達金利の支払いを余儀なくされる中で、リスクシナリオの元ではデベロッパー向け融資のさらなる焦げ付き増加に直面することになるだろう。インド準備銀行が監視を強めているとはいえ、再度のノンバンク大型破綻が起こる可能性はいぜん残されている、というのが現地の有力な見方である。

インド準備銀行は、HFCやNBFCの個社が倒産した場合の銀行部門への影響について、最悪の場合を想定してシミュレーションを行っている。これによると、あるHFC（HFC-3）が倒産した場合、銀行部門全体の自己資本の2.9%が毀損され、銀行2行が債務不履行に陥る（図表28）。あるNBFC（NBFC-1）が倒産した場合、同じく2.7%が毀損され、1行が債務不履行に陥るといふ。

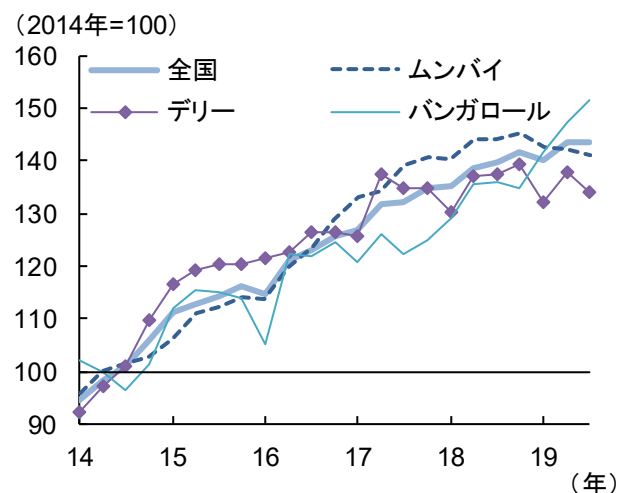
国営銀行はもともと不良債権比率が高いだけに（図表29）、ノンバンクの経営破綻が、銀行部門の信用収縮にまで波及するのが最悪のシナリオである。無論、そうした事態に至らぬよう、政府とインド準備銀行は全力で取り組むはずだ。

図表 26 政府・司法の対イスラム強硬姿勢

2019年2月	自爆テロへの報復として、パキスタン領内のイスラム過激派「ジェイシモハメド」の拠点を空爆
2019年8月	イスラム教徒が多数を占めるジャンム・カシミール州の自治権を停止。10月に連邦直轄地とした 1971年のバングラデシュ独立戦争時に流入した不法移民を取り締まるため、アッサム州住民を対象に国民登録簿を作成。主としてイスラム教徒190万人を除外
2019年11月	インド最高裁は、アヨディアの土地をめぐるイスラム教徒とヒンズー教徒の争いについて、ヒンズー教徒側勝訴の判決。モディ首相は2014年の選挙公約で、ヒンズー教寺院を建設するとしていた
2019年12月	国籍法改正により、2015年以前にアフガニスタン、パキスタン、バングラデシュからインドに不法入国したヒンズー教徒、キリスト教徒、シーク教徒、ジャイナ教徒、ゾロアスター教徒、仏教徒に国籍を付与。イスラム教徒を対象から除外

(出所) 各種報道より、みずほ総合研究所作成

図表 27 住宅価格



(出所) インド準備銀行より、みずほ総合研究所作成

IV. 中長期見通し～改革なくして高成長は困難

1. 持続可能な成長率は6%台との見方が有力

インド経済の潜在成長率については、これまで明確なコンセンサスがあったわけではないが、7%未満との意見はあまり目にすることがなかった。現行統計で把握できる2013年以降、2018年までの6年間の平均成長率が+7.2%に達していたうえ、さらに成長率を高めるべくモディ政権の経済改革が続いていたためだ（図表30）。とりわけ、州によって異なっていた複雑な間接税が2017年7月に物品・サービス税（GST）として一本化されたことは高い評価を受けている。IMF（2018）は、2017年度時点の潜在成長率を7.3%としたうえで、GST導入を評価し、中長期的に7.75%まで上昇するとしていた。世界銀行が発表する「ビジネスのしやすさ指数」の世界順位が大幅に上昇したことも、モディ政権のもう1つの象徴的な改革実績として挙げられよう（図表31）。

しかし、図表2で見たような経済構造ゆえに、高い経済成長の裏で多くの不採算投資が行われており、結果的にノンバンク問題が表面化した。GST導入などが経済を効率化し、成長率を高める要因となるのは事実だろうが、平均成長率の+7.2%がそもそも実力を超えており、そこからさらに上昇すると考えるのは妥当ではなかったということだろう。

現地国際機関のエコノミストは、「人口動態の追い風を踏まえると、平均6%の成長であれば実現は難しくはないが、+7%を実現しようとするのであれば、それなりの改革が必要」との見方を示している。また、インド経済諮問委員会のメンバーは、潜在成長率が+6～7%であるとの見方を示している³。潜在成長率は+6%台との見方が徐々に増えているのではないかと。今後も7%台、あるいは8%台の

図表 28 ノンバンク個社の倒産が
銀行部門に及ぼす影響

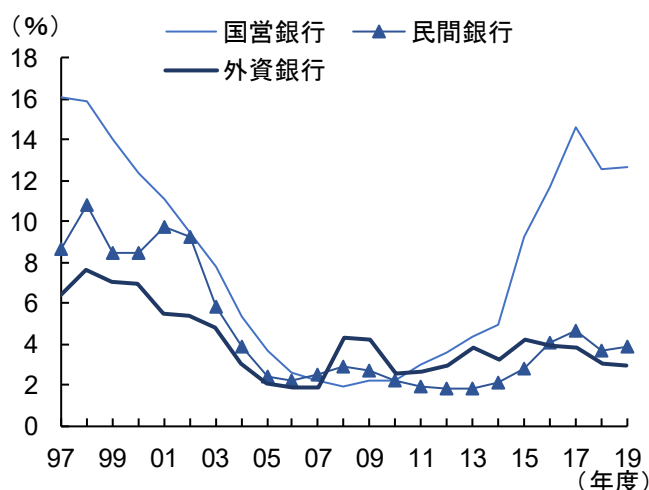
(単位: %・行)

	HFC-1	HFC-2	HFC-3	HFC-4	HFC-5
自己資本 毀損率	5.8	3.1	2.9	2.3	1.5
債務不履行 銀行数	1	0	2	1	0

	NBFC-1	NBFC-2	NBFC-3	NBFC-4	NBFC-5
自己資本 毀損率	2.7	1.9	1.8	1.7	1.5
債務不履行 銀行数	1	1	0	0	0

(注) 2019年3月時点のデータを前提とした、インド準備銀行による試算。自己資本毀損率の分母は中核的自己資本
(出所) インド準備銀行より、みずほ総合研究所作成

図表 29 銀行の不良債権比率



(注) 2017年度まではCEIC Data、2018・2019年度はインド準備銀行の金融安定化報告から引用。2019年度は上半期の数値
(出所) インド準備銀行より、みずほ総合研究所作成

³ “India’s Sustainable GDP Growth Rate May Be Between 6% And 7%: V Anantha Nageswaran”, Bloomberg, 12 February 2020

成長率を一時的に実現することはあり得るが、持続可能かは別問題だ。

潜在成長率を高めるためには、改革が必要だ（図表32）。これまでの経緯を振り返ると、とりわけ金融部門の強化は避けて通れず、まずはこれを実現できるかが当面の焦点である。国営銀行に続きノンバンクまで不良債権問題を招いた中、民間銀行の経営は比較的健全とされている。したがって、国営銀行を効率化した上で民営化したり、外資に売却したりするのが最もわかりやすい手法である。しかし現状、国営銀行の人員整理は進んでおらず、民営化実現への道筋は見えていない。今後1年や2年で実現できるとは考えにくい。

その次の段階としては、徴税能力を高めるなど、より不人気な改革まで踏み込む必要があるが、容易でないことはいまでもない。

こうした状況を踏まえると、モディ政権は改革志向ではあるものの、無理に改革を押し進めるよりも当面は安定成長を目指すことになりそうだ。実際、東アジア地域包括的経済連携（RCEP）については、交渉からの離脱を打ち出した。持続可能な平均成長率は、しばらく6%台にとどまるだろう。

2. おわりに～インドは引き続き魅力的な投資先

インドの経済成長について過度な期待は禁物である。もともと、中国経済の減速基調が鮮明となる中、平均6%台以上の成長を続けている国は、東アジアと東南アジアではあまり見当たらなくなってきたのも事実である。主要国ではフィリピンとベトナムぐらいだろう。

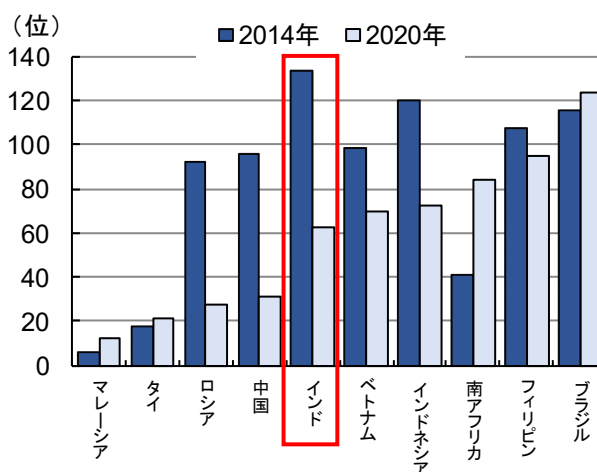
しかもインドは、13億人以上という、けた違いに多い人口を抱えている。巨大市場としての魅力が大きく損なわれたわけではない。息の長い成長が見込まれる大国として、投資先としての重要性は引き続き高いとみるのが妥当だろう。

図表 30 モディ政権の主な経済政策の実績

- インド準備銀行法改正で、金融政策の決定を金融政策委員会による合議制に移行（2016年）
- ブラックマネーあぶり出しのため、高額紙幣を廃止して新紙幣に移行（2016年）
- 州により異なっていた間接税を、物品・サービス税（GST）として一本化（2017年）
- 保険、防衛、鉄道、航空、電力取引所、不動産、小売の分野で外資規制を緩和
- 世界銀行「ビジネスのしやすさ指数」を大幅に改善

（出所）各種資料より、みずほ総合研究所作成

図表 31 「ビジネスのしやすさ指数」の世界順位



（注） 1. 2014年版は189カ国、2020年版は190カ国が対象
 2. 図表にはASEAN5とBRICSを掲載した
 （出所）世界銀行より、みずほ総合研究所作成

図表 32 今後の主要政策課題

- ノンバンクを含めた金融部門の能力向上や財務基盤の強化など
- 土地収用法の改正による土地取得に要する時間の短縮など
- 労働市場の規制緩和による解雇規制の緩和など
- RCEP 加盟など市場開放を通じた輸出競争力向上、国際サプライチェーンへの参加
- 税捕捉率の向上を通じたインフラ等の財源確保
- 人員削減まで踏み込んだ国営企業の抜本的な経営改善、民間への売却

(出所) 各種資料より、みずほ総合研究所作成

[参考文献]

稲垣博史 (2019) 「インド経済、減速から持ち直しへ」 (みずほ総合研究所『みずほインサイト』2019年9月24日)

小林公司 (2018) 『インド経済およびマクロ経済の現状と展望』みずほ総合研究所

IMF (2018), “India Staff Report for the 2018 Article IV Consultation”, IMF Country Report No. 18/254