

# 経済レビュー

## インド経済の中長期展望～構造改革が持続成長のカギ～

### 【要旨】

- ◇ アジア経済に持ち直しの動きが広がるなか、インド経済は低迷が続いている。2012 年度の実質 GDP 成長率は前年比 5.0%と 10 年ぶりの低成長にとどまった模様である。内需型のインド経済は、グローバル金融危機による海外経済減速の影響は相対的に小さかったが、インフレや双子の赤字（経常赤字、財政赤字）が成長の重石となっている。
- ◇ 需要面からみると、人口増加や所得拡大に伴う中間層の拡大などインド経済の成長余地は大きい。他方、供給面からみると、拡大する需要に見合った投資が十分ではないため、インフレや経常赤字を誘発しやすい構造となっている。インド経済は供給制約が成長のボトルネックといえる。
- ◇ 供給制約をもたらしている主因は、補助金や農村の雇用対策など投資よりも消費を重視する政策にある。利払い負担などを含めた経常支出が増大した結果、投資を中心とした資本支出が圧迫されている。
- ◇ こうした状況を打破するために、シン政権は昨年 9 月以降、補助金の削減や外資導入の積極化など経済・財政改革を矢継ぎ早に打ち出している。目下のところ、シン政権が打ち出した改革に対する海外投資家の評価は概ね良好であり、政府の改革進展を受けマインドは上向きつつある。改革の進捗を受け、インド経済は中期的に 7%台半ばと目される潜在成長率近辺の成長は可能とみるが、投資拡大による供給制約の改善が実現できない場合は、成長ペースが一段と低下する可能性もありうる。構造改革のモメンタムを維持することがシン政権の最優先課題といえる。

## はじめに

アジア経済に持ち直しの動きが広がるなか、インド経済は低迷が続いている。内需型のインド経済は、グローバル金融危機による海外経済減速の影響は相対的に小さかったが、インフレや双子の赤字（経常赤字、財政赤字）が成長の重石となっている。

中国が高成長から安定成長への移行期に差しかかるなか、インドは中国に代わる世界経済の牽引役として期待が高まっているが、果たしてインド経済は足元の低迷を脱し成長路線へ回帰できるのか。本稿ではインド経済を振り返り、構造的な問題を明らかにした上で、今後10年間の成長シナリオを展望する。

## 1. インド経済の振り返り

### (1) 80年以降の部分的な経済自由化期（81～90年度）

インドは1947年の独立以降、混合経済体制<sup>(注1)</sup>下で国家主導の輸入代替工業化による経済開発を進めてきたが、60年代には食糧危機や印パ戦争、70年代は石油ショックなどにより低成長が続き、51～80年度の平均成長率は3.6%にとどまった（第1表）。

80年代に入り、ASEAN諸国が積極的な外資導入による輸出主導の成長を目指すなか、インドは混合経済体制を維持しつつも、81年に国際通貨基金(IMF)の構造調整プログラム導入に伴い部分的な経済自由化に踏み切った。具体的には、輸入ライセンス制度が緩和されたほか、原材料や資本財など輸入品の一部が自由化された。また、自動車及び電子を重点産業とする方針が打ち出された。部分的ながらも経済自由化に踏み切ったことで、80年代(81～90年度)の平均成長率は5.4%へ加速したが、同時に双子の赤字(財政赤字、貿易赤字)が拡大した。

(注1)混合経済体制とは計画経済と市場経済の混合システムであり、公共部門、民間部門、両者が関与する共通部門の3部門からなる経済体制。

第1表:インドの実質GDP成長率(産業別寄与度)

	(%)				
	混合経済期	部分的な経済自由化期	本格的な経済自由化期	高成長期	グローバル金融危機
	51～80	81～90	91～02	03～07	08～11
実質GDP成長率	3.6	5.4	5.5	8.7	7.7
農林水産業	1.1	1.1	0.6	0.9	0.5
工業	1.1	1.6	1.5	2.7	1.9
（製造業）	0.6	0.9	0.9	1.5	1.1
サービス業	1.4	2.7	3.4	5.0	5.4

(注)年度ベース(4月～翌年3月)

(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 91年以降の本格的な経済自由化期(91~2002年度)

インド経済の転機となったのは、90年の湾岸戦争を契機に陥った91年の国際収支危機である。原油価格の高騰により輸入が急増したことに加え、中東からの海外労働者送金の急減を受け経常赤字が大幅に拡大、外貨準備高は輸入月額2週間分まで減少した<sup>(注2)</sup>。政府はIMFへ緊急融資を要請、財政緊縮や金融引き締め、為替レートの切り下げを実施したほか、外資の上限出資比率の引き上げや産業許可制の廃止など本格的な経済自由化に踏み切った。こうした政策が奏功し、翌92年には経済は安定に向かった。また、外資企業への門戸を解放したことから、90年代半ばにかけては対内直接投資(FDI)の流入ペースが加速、96年度の成長率は前年比8.0%に達した。その後、97年から98年にかけてのアジア通貨危機や深刻な旱魃により景気は減速したことから、91~2002年度の平均成長率は5.5%と80年代並のペースにとどまった。

(注2)外貨準備高の安全水準は、輸入月額の3カ月分以上と目されている。

## (3) 高成長期(2003~2007年度)

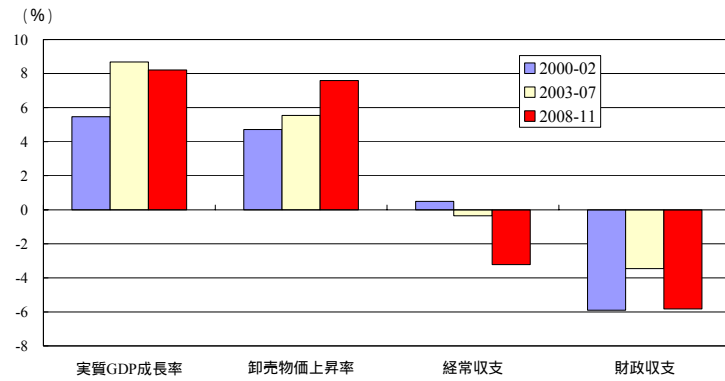
2003年以降は、いわゆる「BRICsブーム」が勃興し、インドは有望な投資先としてFDIが流入、投資・消費主導の高成長を享受した。2005年度以降の成長率は3年連続で9%台に達し、2003~2007年度の平均成長率は8.7%とアジア域内では中国に次ぐ高成長国となった。原油価格の大幅な上昇がみられなかったこと、名目GDPの約15%を占め、天候に左右されやすい農業生産が順調に拡大したこともインド経済の追い風となった。この時期は、インドは中国と並ぶ世界経済の牽引役として存在感が高まった。

## (4) グローバル金融危機(2008~2011年度)

2008年から2009年にかけては、グローバル金融危機の影響を余儀なくされたが、政府・中銀の積極的な財政・金融政策が奏功し景気は急回復した。2009年度の実質GDP成長率は前年比8.6%、2010年度は同9.3%とグローバル金融危機前の高成長へ回帰した。もっとも、グローバル金融危機以降は、インフレが高進、双子の赤字が拡大しておりファンダメンタルズは悪化している(第1図)。欧州債務問題とインフレによる金融引き締めにより、2011年度は潜在成長率(約7%)を下回る6.5%へ減速した。

こうした状況を受け、昨年4月以降、大手格付機関S&P及びフィッチが外貨建て長期債格付の見通しを「ネガティブ」に変更、S&Pは2年以内に投機グレードへの格下げの可能性を示唆した(詳細は16頁「(6)格付け機関の見方」参照)。

第1図：インドの主要経済指標



(注) 実質GDP成長率、卸売物価上昇率は前年比、経常収支、財政収支はGDP比。年度(4月～翌年3月)ベース。  
 (資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

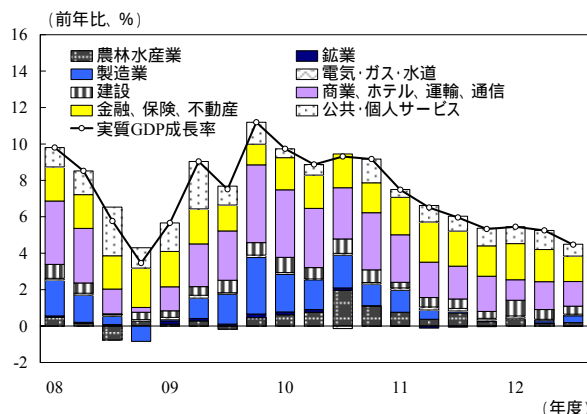
## 2. インド経済の現状

### (1) 成長率～成長ペースは減速、2012年度は10年ぶりの低成長

インド経済は2010年をピークに減速傾向が続いており、2012年10-12月期の実質GDP成長率は前年比4.5%（前期：同5.3%）と2009年1-3月期以来の5%割れとなった（第2図、第3図）。昨年9月以降の改革前進を受け株価が上昇に転じるなど、景況感は持ち直しの兆しが見られるものの、実体経済面では回復の動きは鈍く、2012年度通年では同5.0%と10年ぶりの低成長にとどまる公算が高い。

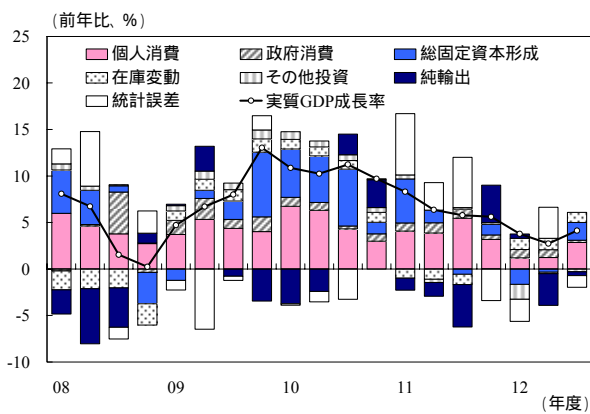
景気減速の要因としては、世界経済減速など外部環境の悪化以上に国内要因の影響が大きいと考えられる。民間消費はインフレによる実質所得の減少や金利の高止まり、景気の先行き不透明感などにより耐久消費財を中心に伸び悩んでいるほか、政府支出の抑制が足元一段の下押し要因となっている。さらに深刻なのは投資の落ち込みである。長期化するインフレと金利高に加え、事業許可の発給や環境面での審査・承認、土地収用手続きの遅れなど行政手続き上の問題で遅延・中断しているプロジェクトが少なくない。行政手続き上の問題は決して目新しいものではないが、2007年のコモンウェルス・ゲーム関連施設建設や2008年の第2世代携帯電話（2G）周波数入札に関わる汚職など相次ぐ政治スキャンダルの発覚を受け、2011年以降、反腐敗・汚職運動が盛り上がり、調査や責任追求に対する懸念から大規模プロジェクトの審査・承認が滞るようになった。さらに同年7月末に最高裁がカルナタカ州 Bellary 県における鉄鉱石の採掘について違法適法を問わず全て停止を命令（直接的な理由は環境保護）、ゴア州やオリッサ州など他の地域にも同様の禁止措置が広がり、鉄鉱石の生産・輸出にとどまらず鉄鋼業、建設業など他の生産活動にもマイナスの影響が波及した。遅延に伴うプロジェクト費用の増加で既存の投資計画の修正や新たな投資計画の見直しなどを余儀なくされたケースも少なくない。

第2図: 実質GDPの推移 (産業別)



(資料) インド中央統計機構より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 実質GDPの推移 (需要項目別)



(資料) インド中央統計機構より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 物価～長期化するインフレと金利高

インフレ率(卸売物価上昇率)は90年代後半から2007年度まで前年比4~6%台で比較的安定的に推移した。しかし2008年以降は上昇ペースが加速、2009年には一旦下落したものの、2010年以降2年間にわたり同9~10%台の高水準で推移した(第4図)。

長期化するインフレの主な要因としては、国内における食品価格の上昇や国際商品価格の上昇、ルピー安などが挙げられる。

まず需要面から見ると、インドでは都市化や農村部の所得水準の向上に伴い、これまでの菜食中心の食生活から、牛乳・卵・肉・魚など高タンパク食品への需要が急拡大し、食料品を中心に潜在的なインフレ圧力を強めている。農村部における所得水準向上の背景には、政府の農村部を対象とした雇用対策「全国農村雇用保障制度(National Rural Employment Guarantee Act: NREGA)」<sup>(注3)</sup>や政府が農産物を農家から買い上げる最低支持価格(Minimum Support Price: MSP)引き上げ<sup>(注4)</sup>なども影響している。MSP引き上げは農家の所得補償を通じた農業生産の拡大が狙いとされるが、中央放出価格の上昇を通じてインフレを悪化させた可能性が指摘されている。また経済活動の活発化に伴い、食料だけでなく原油をはじめとするエネルギー資源や金属などの原材料の需要が拡大している。

一方供給面では、2009年のモンスーン期の雨不足に伴う農作物の供給不足を受け、2010年前半にかけて国内の食品価格が高騰したほか、2010年後半以降は、国際商品価格が上昇(第5図)、企業が輸入原材料コストの価格転嫁を進めたため、工業製品価格の上昇ペースが加速した。なお発電用燃料の約7割を占める石炭については、石炭確認埋蔵量606億トン(2011年時点)と世界第5位の規模を誇るものの、近年は環境問題などを背景に生産が伸び悩み、電力不足の深刻化に伴い輸入炭への依存が高まりつつある。

2011年後半以降、国際商品価格はやや軟化したものの、大幅なルピー安によりイン

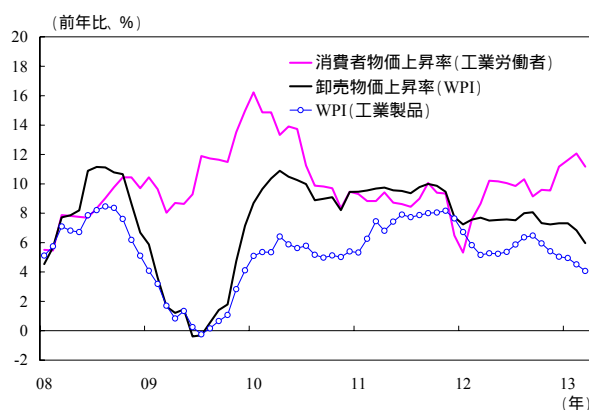


フレ率が高止まりする結果となった。インド準備銀行（中銀、以下 RBI）の試算によると、ルピーの対ドル相場 1%の変動がインフレ率に与える影響は 0.1%ポイント、ルピーは 2011 年度平均 1 ドル = 47.9 ルピーから 2012 年度は 54.4 ルピーと 12%減価したため、1.2%ポイント程度インフレ率が押し上げられた格好だ。

（注 3）「全国農村雇用保障制度」は農村部の失業者（希望者）に対し、道路工事や灌漑などの公共事業で年間最大 100 日間（1 世帯当たり 1 人のみ）の雇用を保証。労賃は当初（2006 年度）の 1 日 65 ルピー程度から 2013 年までに州毎に 135～214 ルピーまで引き上げられている。

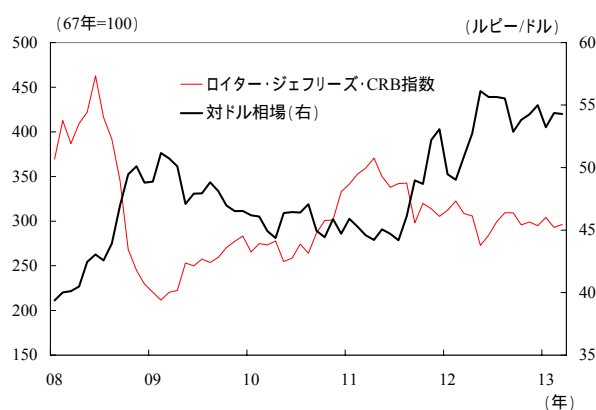
（注 4）2008 年初めの国際商品価格高騰を受け、政府は国内への供給を優先させるため、米（バスマティ米を除く）の輸出を全面禁止すると共に、米や小麦の MSP を大幅に引き上げた。

第4図：インフレ率の推移



（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：国際商品市況と為替相場

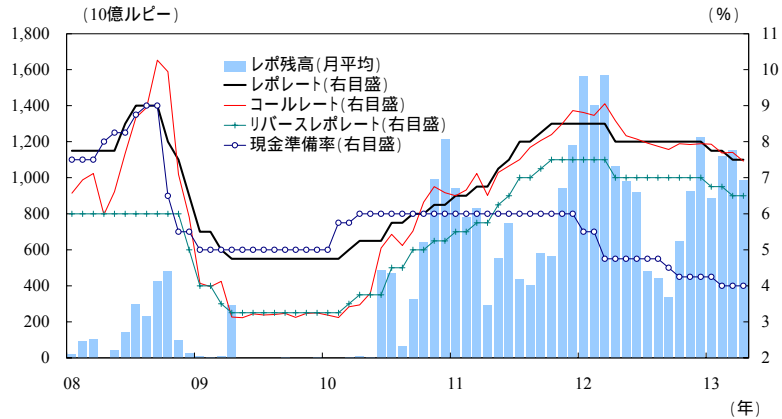


（資料）Bloombergデータを元に三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

RBI はインフレ抑制に向け金融引き締めを強化、2010 年 3 月から 2011 年 10 月にかけて主要政策金利であるレポレートを含め 350bps（5.0%～8.5%）引き上げた（第 6 図）。2012 年以降は景気減速を受け金融緩和に転換、現金準備率（Cash Reserve Ratio: CRR）の引き下げなどや流動性調整ファシリティ（レポによる資金供給）などを通じた流動性供給を強化したものの、インフレ圧力が根強いことから 2012 年 4 月の利下げ（50bps）以降は追加利下げには慎重なスタンスを維持、追加金融緩和の前提として政府に対しインフレ抑制に向けた財政・構造改革の必要性を主張した。

2012 年 9 月以降、コアインフレの代替指標とされる工業製品価格を中心にインフレ率が低下基調（7-9 月期：前年比 7.9%、10-12 月期：同 7.3%、1-3 月期：同 6.7%）を辿るなか、RBI は景気減速とインフレ鈍化、政府の改革姿勢を評価し、2013 年 1、3 月に合計 50bps の追加利下げを実施した（現行レポレート：7.5%）。もっとも食品価格の高騰、燃料価格の引き上げなどを背景に目先インフレ率は高止まりする公算が高く、利下げ余地は限定的とみられる。

第6図:金融政策



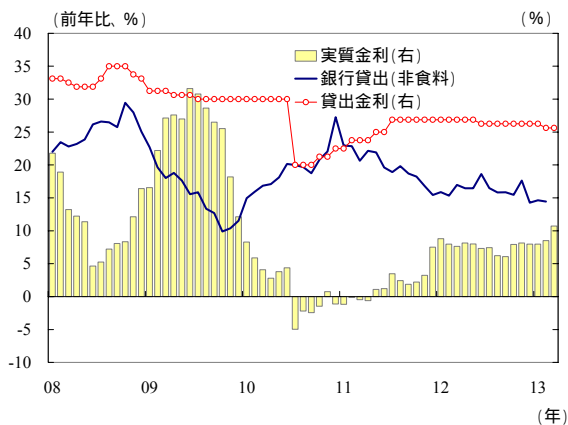
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 金融セクター～貸出伸び悩みも成長鈍化要因

商業銀行の貸出残高は、金融引き締めや景気減速などを背景に前年比+10%台半ばの相対的に低い伸びが続いている（第7図）。昨年以降、RBIが利下げに転じたものの、インフレ率の低下に伴い実質金利が高止まりしていることなども貸出が伸び悩む一因になっているとみられる。こうした中、商業銀行の不良債権比率は全体としてみると低水準ながらも、インフラ関連のほか建設、繊維などを中心にやや上昇傾向が見られる（2012年9月末時点：3.6%）（第8図）。

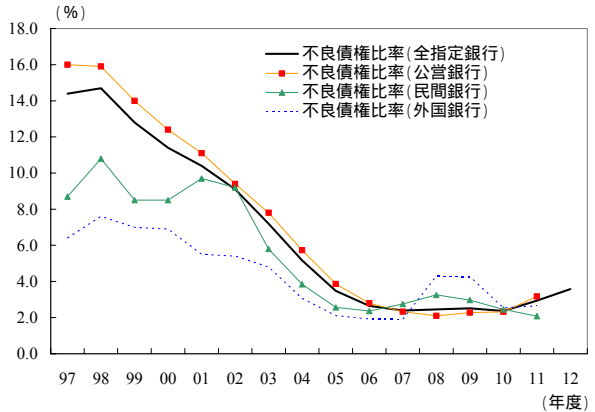
なお RBI は CRR や政策金利の引き下げに加え、2012年8月には法定流動性比率（Statutory Liquidity Ratio: SLR）（預金の一定割合を国債などの流動性の高い資産で保有する比率）を過去最低の23%へ引き下げたものの、商業銀行全体の預証率（預金に対する国債などの保有割合）は平均30%近辺とSLRを上回って推移している。自己資本比率規制の導入や銀行の不良債権比率の上昇に伴う銀行の貸出姿勢の慎重化などを背景に、商業銀行がリスク・ウェイトの低い国債などの資産の保有を継続しているとみられる。

第7図:金利と銀行貸出の推移



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図:不良債権比率



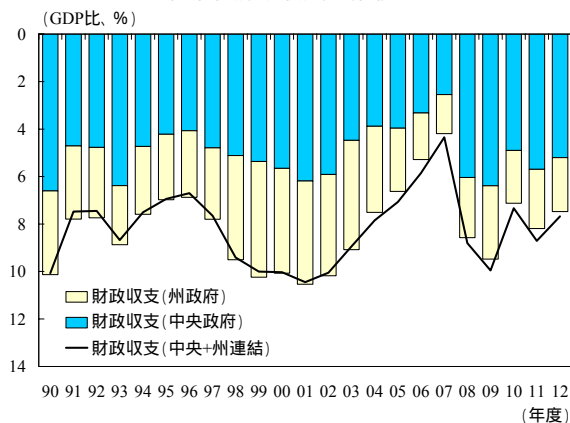
(注)直近は2012年9月末時点。  
(資料)RBI資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (4) 双子の赤字問題

### 財政赤字～慢性的な赤字基調

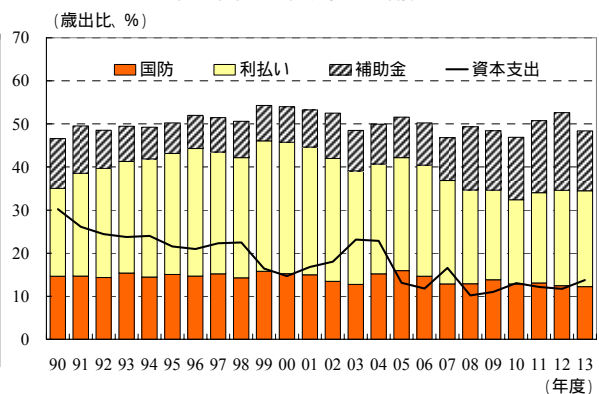
財政収支は慢性的に赤字基調で推移している(第9図)。財政赤字の要因としては、農業所得が非課税であるなど課税ベースの狭さに加え、利払い、補助金、国防費などが歳出全体の5割を占め硬直化している点などが挙げられる(第10図)。一方、インフラなど資本支出の割合は1割程度で低迷している。2000年代はじめの中央政府の財政赤字はGDP比6%前後、州政府を合わせた一般政府の財政赤字は同10%と高水準にあった。2004年度以降、「財政責任・予算管理法」(2003年制定)に基づき財政再建が進められ、高成長に伴う歳入増加も追い風となり2007年度には中央政府の財政赤字が同2.6%、一般政府については同4.3%と目標(2008年度までに中央政府が同3%以内、一般政府が同6%以下に削減)を達成した。なお州政府については、2005年度以降順次導入された付加価値税(VAT)に伴う増収、中央政府からの財源移転や債務再編、州毎の「財政責任・予算管理法」に基づく改革などが財政バランスの改善に結びついた。しかし2008年度以降は全体として悪化に転じている。

第9図: 財政収支の推移



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図: 連邦政府歳出構造



(注)2012年度は見込み、2013年度は予算案。  
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## イ) 中央政府

グローバル金融危機後の景気悪化に伴い歳入(税収、民営化収入)が伸び悩むなか、景気対策としての減税のほか、2009年の総選挙を睨んだ「全国農村雇用保障制度(NREGA)」の拡充や農民の債務救済措置、公務員給与の引き上げ、補助金支出の拡大などで歳出が拡大したため、2009年度の財政赤字は同6.4%に拡大、2011年度も石油関連の補助金支出が拡大したことなどから、同5.7%と目標(同4.6%)を大幅に上回った。2012年10月にチダンバラム財務相は「財政再建ロードマップ」を発表、財政赤字を2012年度の同5.2%(見込み)から2016年度までに段階的に同3.0%への削減を目指す方針を打ち出した。



## ロ) 州政府

州政府の財政状況は州毎に異なるが(注5)(第2表) 2008年以降は中央政府と同様、景気減速や公務員給与の引き上げ、食料や電力向け補助金支出の拡大などを受けやや悪化した。ただし2012年度の州政府(28州連結)の財政赤字は同2.1%(見込み)と相対的に低水準にとどまっており、2014年度までに全ての州でそれぞれ同3%以下の達成を目指している。

なお目先、州電力庁の債務再編に伴い州政府の債務負担が一時的に膨らむ可能性には留意する必要がある。中央政府が2012年9月に電力不足問題の打開策として発表した配電公社(DISCOMs)の財務改革パッケージによると、DISCOMsは中央政府と州政府による金融支援で債務を再編する代わりに、料金体系の見直しや監査の実施による財務改善、送電ロスや盗電ロスを減らすことが求められる。短期的にはDISCOMsを含む電力部門の経営・電力問題の改善が期待される一方、DISCOMsの債務の半分を肩代わりする州政府の財政悪化懸念などから、一部では債務交渉が難航している州もみられる。

(注5) 国境地域の小規模州は財政赤字の規模が大きく、「特別カテゴリー州」として中央政府からの財源移転制度において特別な取り扱いを受けている。

第2表: 州政府の財政状況

(州GDP比、%)

	主要財政指標(州GDP比、%)						主要経済指標(2011年度)			
	州独自の税収		財源移転		財政収支		政府債務 (13年3月末、 見込み)	人口 (100万人)	名目州内 総生産 (10億ドル)	1人当たり GDP (ドル)
	04-08年度 (平均)	11年度	04-08年度 (平均)	11年度	11年度	12年度 (予算案)				
非特別カテゴリー	7.0	7.5	4.9	5.6	▲2.7	▲2.5				
アンドラ・プラデーシュ	7.6	7.9	4.4	4.7	▲2.6	▲2.6	22.4	85.2	140.2	1,483
ビハール	4.2	5.3	17.2	18.0	▲5.4	▲2.9	28.4	98.5	52.4	486
チャットティスガル	7.2	7.7	6.9	9.4	▲2.8	▲2.8	13.4	25.5	28.1	966
ゴア	7.3	5.7	2.3	2.9	▲4.1	▲2.8	21.8	1.8	9.2	3,997
グジャラート	6.5	7.0	2.5	2.6	▲2.2	▲2.6	26.1	58.7	106.5	1,558
ハリヤナ	8.0	6.8	1.8	2.6	▲2.5	▲2.1	16.8	25.7	64.1	2,259
ジャルカンド	4.4	5.7	7.2	12.1	▲3.2	▲2.1	27.5	31.7	27.1	740
カルナータカ	9.8	10.5	4.1	4.5	▲2.9	▲2.9	22.3	59.8	95.2	1,419
ケララ	7.6	8.1	3.4	3.2	▲3.5	▲2.7	27.0	34.7	67.8	1,737
マディヤ・プラデーシュ	7.2	8.6	8.2	10.2	▲2.6	▲3.0	26.9	71.7	65.4	802
マハラシュトラ	7.1	7.2	2.0	2.4	▲1.7	▲1.7	21.0	112.0	259.0	2,102
オリッサ	5.7	5.9	9.1	9.6	▲0.9	▲1.8	19.5	42.2	46.9	958
パンジャブ	7.3	8.0	2.6	2.7	▲3.8	▲3.1	32.0	29.6	51.5	1,548
ラジャスタン	6.8	6.6	6.4	6.3	▲2.1	▲2.1	28.7	68.5	76.4	986
タミル・ナドゥ	8.8	10.3	3.4	3.5	▲2.9	▲2.9	21.7	67.7	132.6	1,753
ウッタル・プラデーシュ	6.5	8.0	8.3	11.5	▲2.9	▲3.0	37.2	202.8	142.7	624
西ベンガル	4.5	4.5	4.9	5.7	▲3.9	▲2.5	36.3	90.0	112.4	1,138
特別カテゴリー	5.0	6.0	19.3	22.5	▲4.5	▲3.1				
アルナーチャル・プラデーシュ	1.8	2.7	45.1	64.4	▲16.9	▲3.2	38.3	1.4	1.9	1,291
アッサム	5.2	6.3	12.7	19.7	▲3.9	▲3.0	22.6	30.8	23.9	698
ヒマーチャル・プラデーシュ	5.5	7.1	14.9	13.8	▲2.9	▲2.9	44.4	6.9	13.1	1,554
ジャム・カシミール	5.8	7.7	29.7	30.3	▲6.1	▲2.9	53.7	11.8	13.2	876
マニプル	1.8	2.9	39.7	49.9	▲15.5	▲4.2	60.3	2.8	2.1	670
メガラヤ	3.4	3.7	19.0	29.1	▲2.6	▲2.1	29.0	2.6	3.3	1,099
ミゾラム	1.9	2.6	50.8	53.0	▲7.0	▲3.3	65.9	1.1	1.3	1,008
ナガランド	1.6	2.2	32.4	44.8	▲5.8	▲3.5	48.2	2.0	2.5	1,175
シッキム	7.5	4.0	42.4	46.8	▲4.8	▲3.5	40.4	0.6	1.7	2,520
トリプラ	3.0	4.0	26.3	27.7	▲2.0	▲2.6	30.0	3.6	4.1	1,053
ウッタラーカンド	6.1	6.4	10.0	9.1	▲3.1	▲3.4	29.0	10.0	19.8	1,705
全州	5.7	6.2	4.7	5.5	▲2.3	▲2.1	21.9	1202.0	1708.1	1,421
<参考>										
デリー首都特別地域	7.4	6.4	0.6	0.6	▲1.0	▲0.7	7.6	16.9	65.1	3,648
ボンダイシェリ	6.6	12.8	9.5	8.4	▲4.9	▲4.8	40.5	1.3	2.8	1,987

(資料)インド準備銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 八) 補助金削減に向けた取り組み

石油、肥料、食品などを対象とする補助金は、農民や貧困層の保護など社会保障の目的で導入されたものであり、政治的にもセンシティブであるため、思い切った削減は難しいが、政府は漸進的な補助金削減と補助金支払いシステムの効率化を同時並行的に進めることで、全体として歳出の抑制・削減を目指している。

具体的な施策としては 2013 年 1 月から導入された補助金直接支払い制度 (Direct Benefits Transfer :DBT) が挙げられる。DBTは貧困ライン以下の貧困層 (約 3 億 6,000 万人) を対象に各種補助金を受益者の銀行口座に直接振り込む制度であり、既に導入が進められている固有識別番号 (Unique Identification : UID) <sup>(注<sup>6</sup>)</sup> で支払い管理を行い、偽造証明書等による不正な受取を防ぎ、貧困層など補助金を必要とする受益者に十分恩恵が行き渡っていないという“leakage”(漏れ)の問題の改善を図る。2013 年 4 月時点の対象地域 43 地域から年内に全国 120 地域へ、対象となるサービスも当初の 26 の社会保障プログラム (奨学金や年金を含む) から段階的に拡大を目指す。なお受給資格の付与が複雑との理由から、食品、肥料、灯油については現時点では対象には含まれていないが、政府の作業部会では段階的なDBT制度への移行を提言している。2012 年度の中央政府による補助金支出は約 2 兆 6,000 億ルピー (GDP比 2.7%) まで拡大したが (第 11 図) DBT導入により 2015 年度までに同 1.75%への抑制を見込む。

他方、政府は、燃料価格や電力料金・鉄道運賃の引き上げなど、漸進的ながらも補助金支出の抑制・削減に乗り出した。特に石油補助金の約 6 割を占めるディーゼルおよび約 2 割を占める LP ガス向け補助金の削減が重要なポイントとなる。ディーゼル価格については昨年 9 月の値上げ (1 リットル当たり 5 ルピー) に続き、今年から国営石油会社に対しディーゼル小売価格の段階的な引き上げを容認、同時に鉄道、国軍向けなど軽油需要全体の 18%を占めるバルク販売の価格統制を廃止した。LP ガスについては補助金付き LP ガスの購入に上限 (2013 年度は 1 世帯当たり年間 9 基) を設定、5 月 15 日から DBT 制度への移行が決定している (当初 20 地区)。国内の燃料小売価格 (4 月 17 日時点) は、既に自由化済みのガソリン価格については昨年末比 1.7% 下落したのに対し、ディーゼル価格は同+3.1%上昇 (第 12 図)。国営石油販売会社の回収不足額は、ディーゼルが 1 リットル当たり 6.42 ルピー (昨年 12 月末時点 : 9.28 ルピー) LP ガスが 1 基当たり 434.52 ルピー (同 520.5 ルピー) へそれぞれ縮小している。

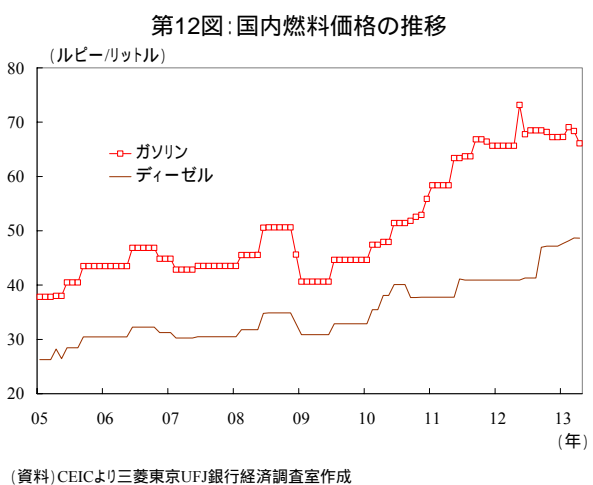
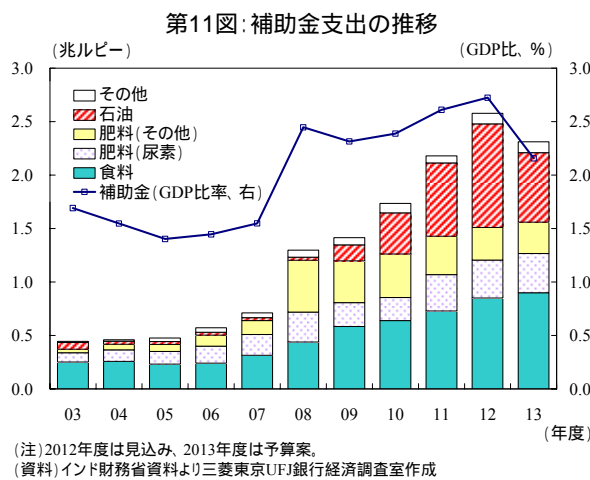
肥料についても従来は政府が全ての製品を対象にそれぞれ最高小売価格を設定していたが、2010 年以降、尿素肥料以外については肥料会社が独自に小売価格を設定、補助金単価も肥料に含まれる栄養素 (窒素、リン酸、カリウム、硫黄など) ベースで決定するシステムに移行した。実際、肥料向け補助金支出は 2008 年度の GDP 比 1.4% から 2012 年度には同 0.4%まで低下している。

食品については、貧困層向けの「公的分配システム (Public Distribution System : PDS)」 (対象は米、小麦) を拡充する動き <sup>(注<sup>7</sup>)</sup> もあり補助金の削減は容易ではないものの、2013 年 4 月から砂糖 (PDS対象者を除く) について完全自由化を決定するなど、部分

的な削減に取り組んでいる。

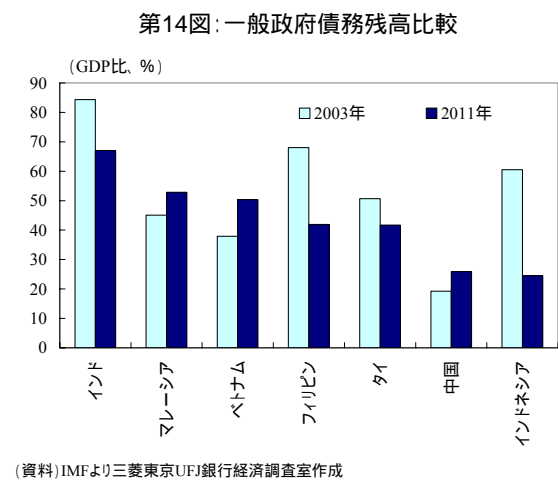
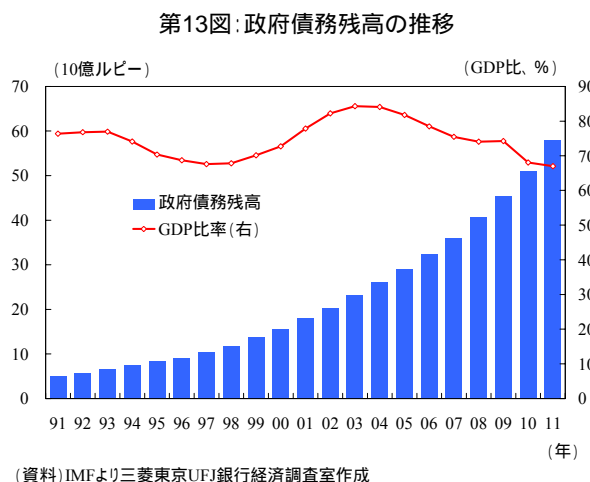
(注6) 固有識別番号 (Unique Identification : UID) (ヒンズー語で「基盤」を意味する“Aadhaar”とも呼ばれる) は、生体認証を用いた 12 桁の固有識別番号で、各個人の氏名、生年月日、性別、住所のほか、顔写真、10本の指の指紋、虹彩などの生体情報がデータベース化されている。全国民を対象 (番号申請は任意) とし、2013年4月時点での UID 登録者数は約 3 億 1,600 万人、2014 年までに登録者数を約 6 億人に拡大する計画。

(注7) 政府は穀類 (米、小麦、雑穀) の消費量が伸び悩んでいる実態を踏まえ、2013年3月に PDS の受益者層の拡大を内容とする「食糧安全保障法案 (NFSB)」(対象: 米、小麦、雑穀) を国会に提出した。



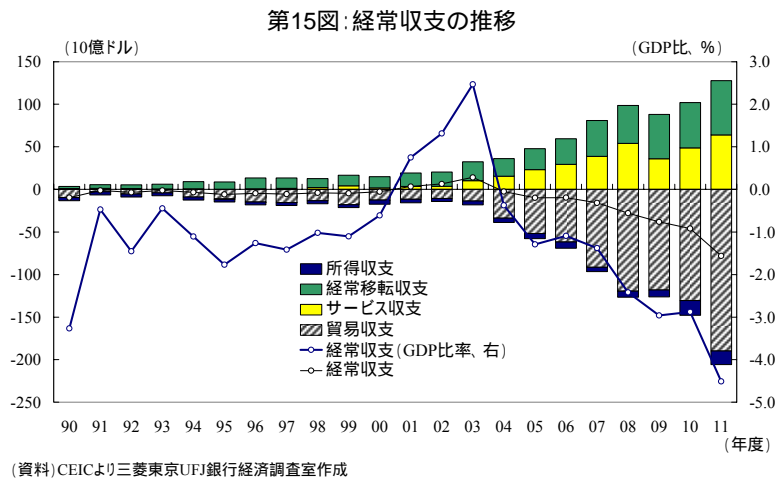
## 二) 政府債務残高

インドの一般政府債務残高は 2003 年の GDP 比 84.3% をピークに 2011 年には同 67.0% まで低下した (第 13 図)。もっとも他のアジア諸国に比べて依然高水準であり (第 14 図) 利払い費の増加を通じた財政の硬直化や、金利上昇を通じた民間投資の抑制 (クラウディングアウト) などが長年の課題となっている。



## 経常赤字～赤字幅が拡大

経常収支は貿易赤字を主因に赤字基調で推移している（第15図）。2000年代前半こそIT関連サービス輸出や海外労働者送金の拡大を追い風に一時的に黒字に転じたものの、2004年度には再び赤字に転換、2008年のグローバル危機後は世界景気低迷が続くなか、輸出を上回る輸入の拡大により貿易赤字、経常赤字とともに一段と拡大した。2012年10-12月期の経常赤字は325億ドル（GDP比6.7%）と四半期ベースで過去最大、2012年度通年では約800億ドル（同5%）程度への拡大が見込まれる。



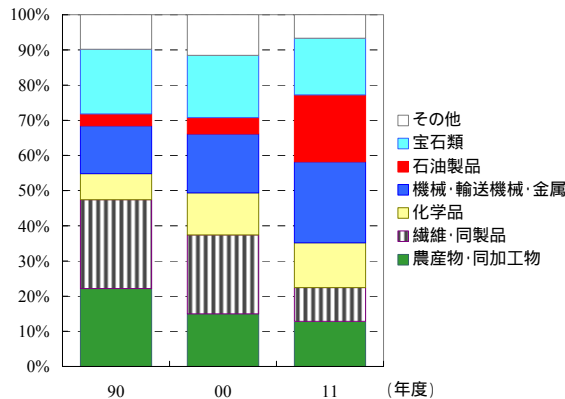
インドの貿易構造を概観すると、従来は石油、金、ダイヤモンド・貴石などを原材料として輸入し、石油製品、宝飾品などの加工品を輸出するという加工貿易が特徴とされてきた。しかし近年、輸出については品目および仕向地の両面から多様化がみられる。輸出品目別シェアの変化（2000年度 2011年度）を見ると、農産物・同加工品（14.0% 12.4%）や宝石類（16.6% 14.7%）、繊維製品（21.0% 9.2%）などが低下する一方、機械類・金属（15.7% 22.0%）、石油製品（4.3% 18.3%）が拡大した（第16図）。輸出先もEU（24.0% 17.9%）および米国（20.9% 10.9%）などの先進国が低下する一方、中東・アフリカ（15.5% 25.4%）、アジア（17.6% 25.8%）など新興国のシェア拡大が目立つ（第18図）。他方輸入品目については、石油関連が全体の3割強を占める最大の輸入品目であることに大きな変化はない。また経済活動の活発化に伴い金属、機械類などの資本財・中間財も拡大している（第17図）。輸入元としては中東に加え、アジアのシェア拡大が目立つ（第19図）。

昨年以降の貿易動向を振り返ってみると（第20図）、輸出は欧米の景気低迷に加え、中東・北アフリカ地域でも政変と欧州債務危機に伴う資本流入の減少の影響などで低成長に直面している国が少なくないことなどから、全般的に伸び悩みが見られた。一方輸入については、エネルギー需要の高まりに国内の供給が追いつかず、石油や石炭など輸入熱源への需要は高まる方向にある。特に石油については輸入依存度が約8割と高いにもかかわらず、補助金により国内の小売価格が低く抑えられているため、価

格変動による需給調整メカニズムが働き難い。またインフレ長期化に伴う投資目的の金需要の高まりのほか、ルピー安なども輸入額の増大に繋がった。

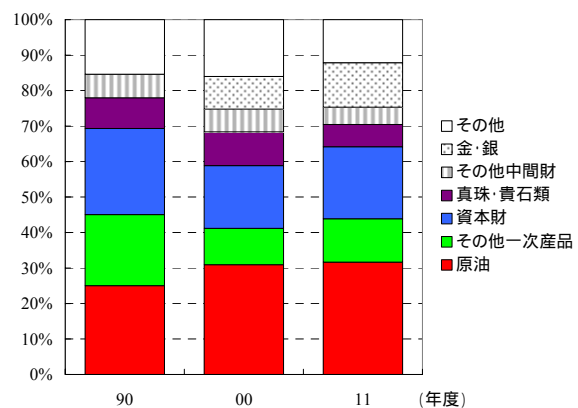
貿易赤字（通関統計ベース）を品目別に見ると、貿易赤字の約8割は石油関連、約1割は金で説明ができる（2012年実績）（第21図）。政府は貿易赤字抑制に向け、2012年度から金や石油に対する輸入関税率を引き上げたものの、中長期的にエネルギー需要が高まる方向に変わりはないため、供給能力の拡大に加え、エネルギー利用の効率化・過剰消費の抑制が不可欠である。この点で政府が2012年9月以降、既に自由化されているガソリンに加え、ディーゼルやLPガスについても段階的な自由化に着手した点は、過剰消費の抑制を通じた貿易赤字の縮小という点で前向きに評価できる。実際、2013年1-3月期の貿易動向を見ると、輸出がやや持ち直した一方、輸入は石油を中心に減速した結果、貿易赤字は461億ドル（前期：583億ドル）へ縮小した。

第16図：輸出品目別シェアの推移



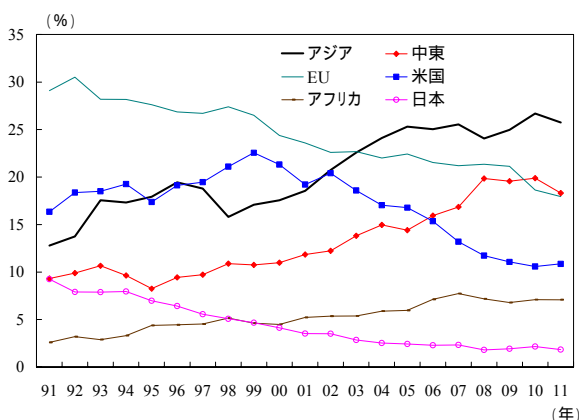
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：輸入品目別シェアの推移



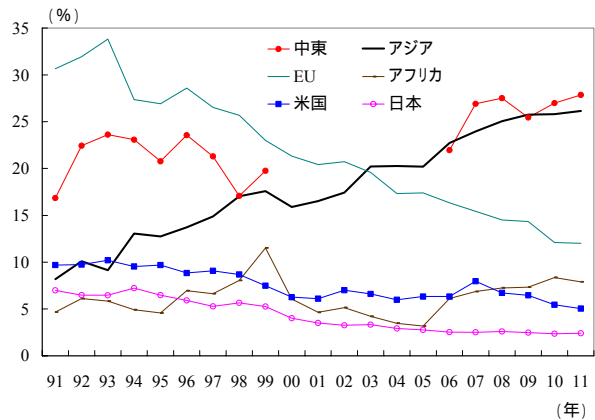
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第18図：輸出先シェアの推移



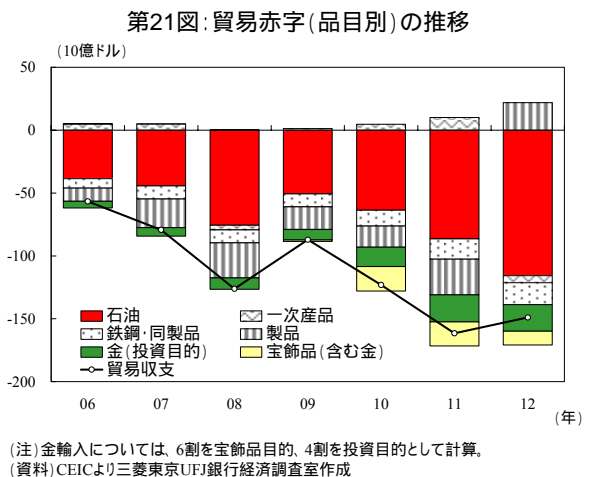
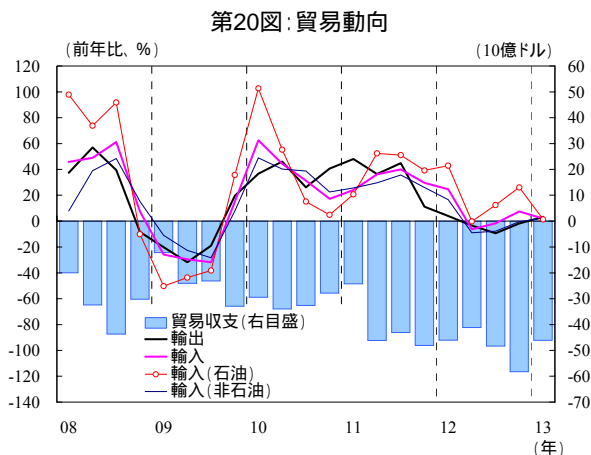
(資料) IMF資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：輸入元シェアの推移



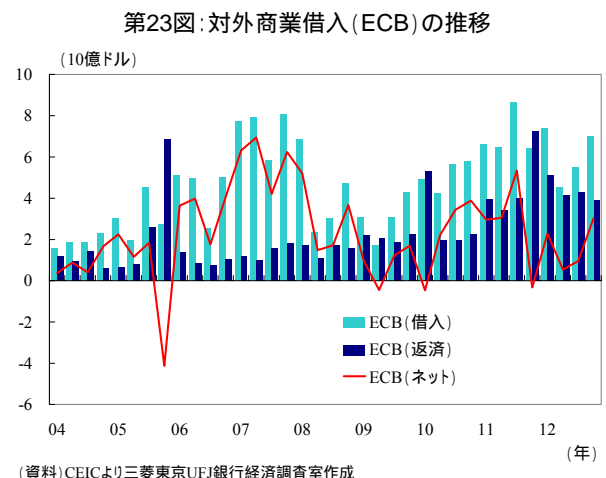
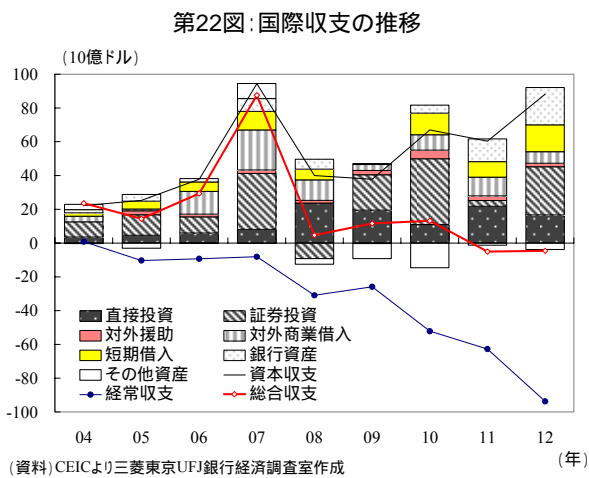
(資料) IMF資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成





### (5) 対外バランス～総じて安定的ながらも海外資金への依存の高まりには留意

こうしたなか資本収支は、直接投資や証券投資など海外からの資本流入を中心に黒字基調を維持している(第22図)。近年、政府が資本流入拡大に向けた措置を相次いで打ち出したことが一定の支えとなったとみられる(第3表)。具体的には、海外機関投資家(FII)による債券投資の上限額引き上げや海外個人投資家による株式・社債投資の解禁、対外商業借入(External Commercial Borrowing: ECB)に関わる規制緩和、非居住インド人(NRI)を対象とした預金金利引き上げなどである。投資家の懸念が強まっていた一般的租税回避防止規定(GAAR)の導入の3年延期を決定したことも心理面でプラスに働いたとみられる。なお対外商業借入については、グローバル金融危機前の借入の返済が2011年後半以降高水準で推移しているため、ネットで見ると低水準だが、国内金利高を背景に相対的に低コストの海外からの借入は高水準で推移している(第23図)。



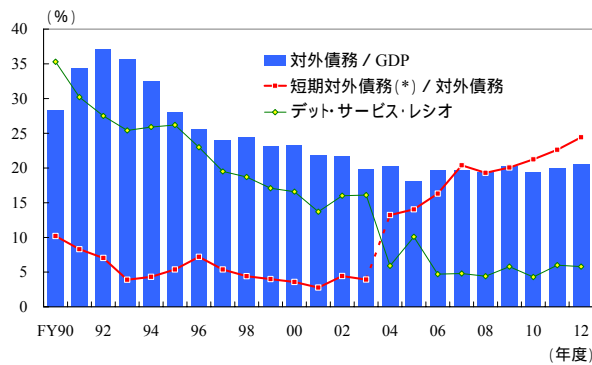
第3表: 資本流入拡大に向けた措置

日付	内容
2011年9月25日	政府、対外商業借入規制を緩和。実体部門、工業部門、インフラ部門の自動認可ルート適用限度額(年度当たり)引き上げ(5億ドル 7.5億ドル)など。
11月21日	財務省、外国機関投資家(FII)による債券投資上限額を引き上げ。新たな上限は社債が200億ドル(従来150億ドル)、政府債が150億ドル(同100億ドル)。
11月23日	政府、対外商業借入規制を緩和。借入金利の上限について、借入期間が3～5年の場合は6カ月LIBOR+350bps(現行同300bps)へ引き上げ(5年超の場合はLIBOR+500bpsで据え置き)。
	非居住者(NRI)による新規ルビー預金金利(1～3年定期)についてドルの同期間のLIBOR/SWAP+275bps(現行同175bps)へ引き上げ。NRI外貨預金の金利は同期間のLIBOR/SWAP+125bps(現行同100bps)へ引き上げ。
12月15日	インド準備銀行(RBI)、為替投機抑制策を発表。外国為替取引における銀行のO/Nポジション引き下げなど。
12月16日	NRIルビー預金金利のうち貯蓄預金および1年超の定期預金の金利を自由化。NRI普通預金の貯蓄預金の金利を自由化(定期預金の金利は自由化済み)。
12月29日	RBI、非居住者によるインドルビー建て対外商業借入の為替リスクヘッジを許容。
2012年1月2日	海外個人投資家による株式投資を解禁(実施は15日～)。
5月4日	非居住者(NRI)による外貨預金金利の上限をLIBOR/SWAP+125bpsから1～3年定期については+200bps、3～5年については+300bpsへ引き上げ。
	外貨建て輸出信用の貸出金利の上限を自由化。
5月7日	租税回避規定の導入を延期。
5月10日	輸出業者が輸出により獲得した外貨について、外貨獲得者外貨口座(EEFC)残高の50%をルビーに交換。
5月29日	海外個人投資家の社債投資(上限10億ドル)を解禁すると発表。
6月25日	外国機関投資家(FII)による債券投資上限額を200億ドル(従来150億ドル)へ引き上げたほか、一部政府債のロックイン規制の緩和および投資可能債券を拡大。
	政府、対外商業借入規制を緩和。製造業やインフラ関連企業による海外からの外貨借入について、ルビー建て借入の返済や設備投資に充てることを条件に100億ドルまで認める。
2013年1月7日	中銀、インフラ金融会社の海外からの借入規制を緩和。
1月14日	政府、一般的租税回避防止規定(GAAR)導入の3年延期を決定。
1月24日	外国機関投資家による債券への投資上限を引き上げ(国債:200 250億ドル、社債:450 500億ドル)。

(資料)インド財務省、RBIなどより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

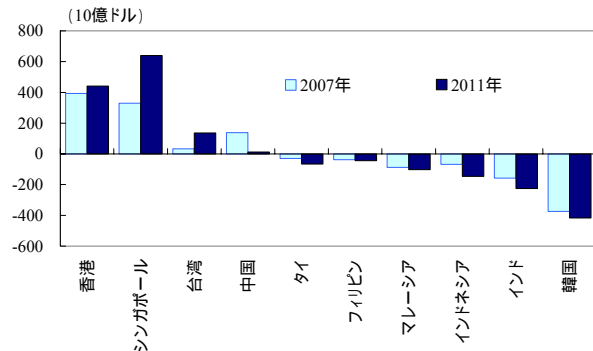
また対外債務残高はGDP比20.6%(2012年末時点)短期対外債務比率は同24.4%、2013年2月末の外貨準備高(除く金)は約2,600億ドル(輸入月額比6.5カ月分)と総じて対外バランス上の不安は低いと言える(第24図)。ただし短期貿易信用の拡大を背景に短期対外債務比率の上昇基調が続いているほか、インドの民間部門の対外資産負債バランスを見ると(第25図)、証券投資や非居住インド人(NRI)預金など海外民間資本の流入を背景に、グローバル金融危機前の2007年末に比べ足元(2012年末時点)マイナス幅がさらに拡大しており、国際的な金融市場の不安定化の影響を受け易くなっている点については留意する必要がある。

第24図: 対外債務



(注)1. 短期対外債務(\*)は2004年度から6カ月超1年未満の貿易信用を含む。  
2. 直近は2012年12月末時点。  
(資料)RBI資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第25図: 民間対外資産負債バランス



(注)1. 民間対外資産負債バランスは、資産(証券投資+その他投資のうち銀行)-負債(証券投資+その他投資のうち銀行)。  
2. インドのみ2012年末時点。  
(資料)IMF、IFSなどより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (6) 格付け機関の見方

こうしたファンダメンタルズの悪化を受け、2012年4月以降、大手格付け機関 S&P およびフィッチが相次いでインドの外貨建て長期債格付け見通しを「ネガティブ」に変更、1ノッチ格下げで投機的グレードとなるため、内外の懸念が強まった。一方、Moody's はインドの人口動態などに裏打ちされた長期的な潜在成長性をより高く評価し、「安定的」を維持している（第4表）。

いずれの格付け機関も昨年後半以降の政府の経済・財政改革については概ね前向きに評価しており、昨年前半に比べ格下げリスクは後退しつつあるとみられる（第5表）。ただし、高水準の財政赤字およびインフレなどが共通の懸念材料として指摘されており、これらの問題への取り組みがインドの持続成長およびソブリンリスクの双方にとって極めて重要な鍵を握ると考えられる。

第4表:主要格付け機関によるインド格付けの変遷

格付け機関	格付け (外貨建て 長期債)	見通し	変更日
Moody's	Baa3	安定的	2004年1月22日
	Ba1		2003年2月3日
	Ba2		2002年11月14日
	Ba2		1999年7月28日
S&P	BBB-	ネガティブ	2012年4月25日
	BBB-	安定的	2010年3月18日
	BBB-	ネガティブ	2009年2月24日
	BBB-		2007年1月30日
	BB+		2005年2月2日
	BB		1998年10月22日
	BB+		1992年12月7日
Fitch	BBB-	ネガティブ	2012年6月18日
	BBB-	安定的	2006年8月1日
	BB+	安定的	2004年1月21日
	BB	安定的	2001年11月21日
	BB+	ネガティブ	2001年5月31日
	BB+	安定的	2000年9月21日
	BB+		2000年3月8日

(資料) Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5表:主要格付け機関によるインドの評価

	Moody's	S&P	Fitch
強み	<ul style="list-style-type: none"> <li>・経済規模の大きさ、多様さ</li> <li>・力強い実質GDP成長率</li> <li>・新興国平均を上回る高い貯蓄・投資率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・経済上有利な人口構成と中間層の増加を背景にした長期的な成長見通し</li> <li>・比較的深い資本市場</li> <li>・高水準の外貨準備高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・高い国内貯蓄率・投資率に支えられた堅調な経済成長</li> <li>・良好な対外財務状況(健全な対外債務支払い比率、高い対外流動性比率)</li> <li>・高水準の外貨準備高</li> </ul>
弱み	<ul style="list-style-type: none"> <li>・脆弱なインフラ</li> <li>・高水準の財政赤字・公的債務比率</li> <li>・インフレ上昇圧力の再燃</li> <li>・不透明な政治状況</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・高水準の公的債務・財政赤字により財政の柔軟性に乏しいこと</li> <li>・低中所得国であること</li> <li>・高水準のインフレ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・高水準の財政赤字</li> <li>・高水準のインフレ</li> <li>・低い人間開発指数</li> <li>・一桁台後半での推移が予想される失業率</li> </ul>
足元の経済改革・財政再建	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2013年度予算案は現実的な財政再建を目指す内容となっており、プラス評価。</li> <li>・ただし、同予算案における歳入増加および実質GDP成長率見込みは楽観的。補助金も予算案想定を上回る見込み。</li> <li>・財政赤字削減は政府消費支出の抑制などから実質GDP成長率を押し下げる見通し。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・昨年9月からの経済改革は、プラス評価。格下げの可能性は依然として3分の1程度だが、格下げリスクは後退。</li> <li>・景気は減速しており、13年度予算における歳入見込みの達成は不可能ではないが厳しい状況。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・足元の経済改革および財政再建は高く評価。</li> <li>・2013年度予算は格付けには影響なし。ただし、財政赤字GDP比4.8%という目標の達成は厳しいだろう。</li> </ul>
格付けに影響を与える要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>&lt;格付け悪化要因&gt;</li> <li>・政治的混乱</li> <li>・世界経済の減速</li> <li>・財政状況の悪化</li> <li>・食料・商品価格の上昇</li> <li>&lt;格付け改善要因&gt;</li> <li>・景気回復</li> <li>・財政赤字と経常赤字の改善</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&lt;格付け悪化要因&gt;</li> <li>・景気減速、経常赤字の拡大、政治状況の悪化、財政改革の遅れなど。</li> <li>&lt;格付け改善要因&gt;</li> <li>・財政赤字削減(国内燃料・肥料価格の引き上げ、補助金の効率的利用、物品サービス税の導入など)。</li> <li>・投資環境の改善に向けた取り組みの強化。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&lt;格付け悪化要因&gt;</li> <li>・脆弱な財政基盤(拡張的財政政策による対GDP比財政赤字の上昇)</li> <li>・景気減速</li> <li>&lt;格付け改善要因&gt;</li> <li>・インフラ投資加速に向けた投資環境の改善</li> <li>・インフレ率の低下</li> </ul>

(資料) 格付け各社発表資料および各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. インド経済の中期展望

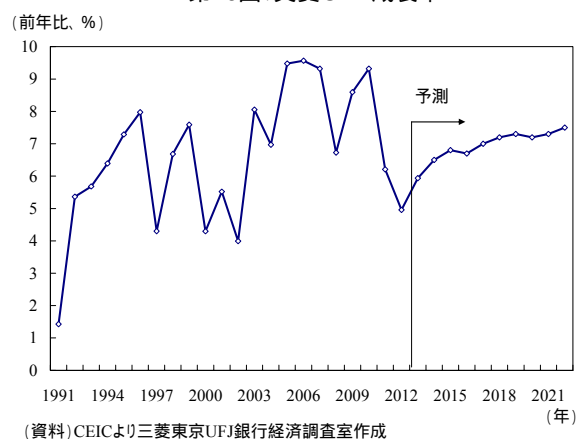
#### (1) 全体感～景気は回復に向かい、2010年代後半には潜在成長率近辺へ

今後10年間のインド経済を展望すると、2003～2007年度にかけて経験した8～9%台の高成長は見込みにくいものの、2012年度の5.0%（見込み）を底に緩やかな回復に向かい、2010年代後半には7%前後と目される潜在成長率近辺の成長ペースまで加速すると予想する（第26図）。

成長の源泉は消費と投資である。インドの生産年齢人口（15～64歳）は2050年頃まで増加が続くことに加え、中間層の持続的な拡大も見込まれる。他方、投資については、昨年9月以降の外資出資規制の緩和や大型投資の認可手続きの迅速化などにより、今後は流入増加が期待できる。

懸案の財政赤字については、補助金削減に向けた取り組みが進んでいることやGST（財・サービス税）導入に伴う歳入増加などを背景に、改善に向かう見込みである。もっとも、2014年に総選挙を控えていることから、GST導入などの抜本的な改革は総選挙後になる公算が大きい。総選挙後は改革が加速するとみるが、こうした成果がマクロ経済の不均衡の是正につながるのは2016年度以降と予想する。

第26図：実質GDP成長率



2022年度までの成長シナリオは下記の通りである。

2012～2014年度：平均成長率5%台後半

2012年度の成長率はインフレ高止まりに伴う金利高の影響で5.0%まで減速したとみられるが、2013年度以降は需要鈍化に伴いインフレが沈静化することから、景気は持ち直しへ向かうとみる。所得拡大や景況感の改善などが消費の下支えとなる一方、供給制約からインフレ圧力は根強く利下げ余地が限られることから、投資の回復ペースは緩やかにとどまる。

### 2015～2017 年度：平均成長率 6% 台後半

インフレ沈静化に伴い消費が拡大する。また、政府の補助金削減に向けた取り組みが奏功し、政府部門の投資支出が拡大することに加え、外資規制緩和に伴う民間投資の拡大も見込まれることから、成長率は 6% 台後半まで加速。2014 年の総選挙後の GST 導入に伴う歳入増加などを背景に財政赤字は改善に向かう。

### 2018～2022 年度：平均成長率 7% 台前半

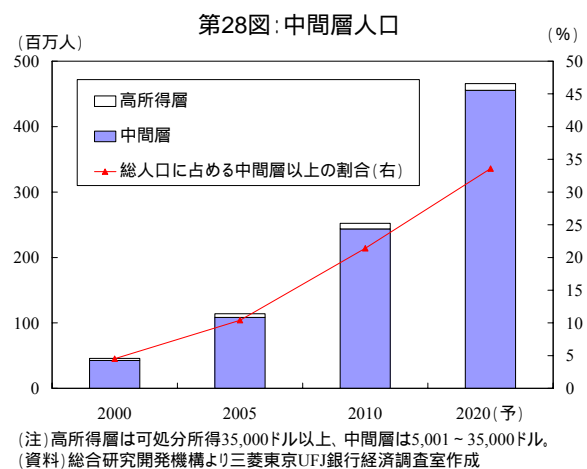
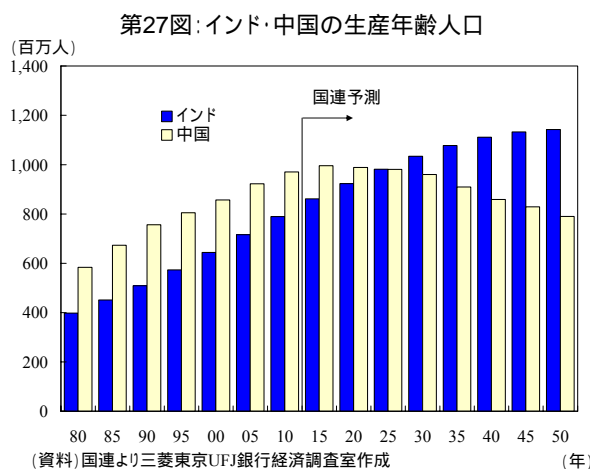
財政改革の一段の進展を受け投資が加速。供給制約は改善に向かいインフレ圧力は減退し、物価は 5% 台で安定推移。製造業のシェア拡大による雇用環境の安定化を背景に消費主導で加速。成長率は潜在成長率近辺である 7% 台前半に達する見込み。

## (2) 中期成長メカニズム

### 人口の持続的な増加

インド経済を需要サイド（人口動態）からみると中期的な成長余地は大きい。国連の人口予測によると、インドの生産年齢人口（15～64 歳）は 2050 年頃まで増加傾向が続き（第 27 図）、2025 年頃には総人口は中国を抜き世界一になることが見込まれている。また、所得水準の上昇に伴い中間層人口の持続的な拡大が期待できる（第 28 図）。総合研究開発機構（NIRA）によると、2020 年の中間層人口（年間可処分所得 5,001～35,000 ドル）は 4.6 億人と 2010 年の 2.5 億人からほぼ倍増し、中国（11.4 億人）に次ぐ規模となる見込みである（注<sup>8</sup>）。

（注<sup>8</sup>）2020 年のアジア主要国の中間層人口は 19.5 億人、2010 年（10.8 億人）から 80.5% 増加する見込み。国別にみると、中国（11.4 億人）、インド（4.6 億人）、インドネシア（1.1 億人）、フィリピン（0.6 億人）、タイ（0.5 億人）。



### 製造業強化による雇用・供給力の拡大

一般的な経済発展の過程では、一人当たりの所得水準が高まるにつれ、産業構造の

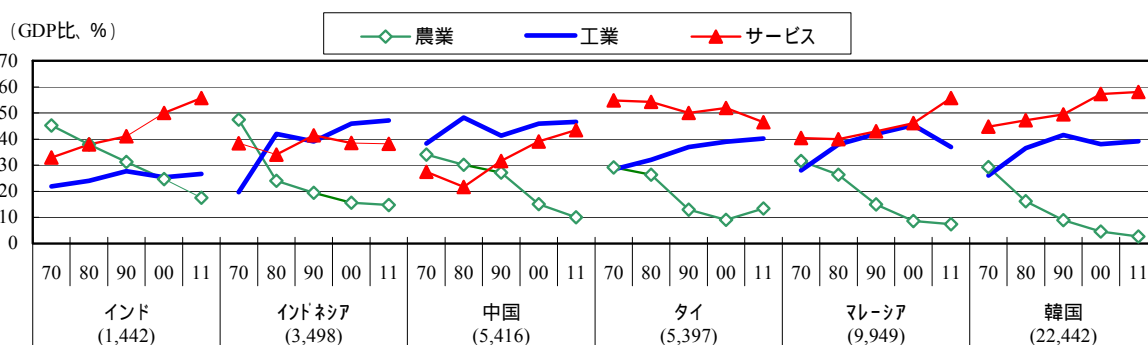


比重が第1次産業から第2次産業、第3次産業へとシフトする。インドの場合は、経済自由化後も第2次産業の比率が横ばいにとどまる一方、第3次産業の比率が高まっており、特異な構造といえる（第29図）。実際、インドのサービス業は名目GDPの約6割を占める産業の柱となっている。サービス業を支えているのは、全体の約3割を占める卸小売・ホテル・レストランや教育・医療などを含む社会・個人サービス、同1割強を占める運輸・ビジネスサービスなどである。

今後もサービス業が経済の柱であることに著変はないが、政府は製造業の育成強化を打ち出しており、今後は製造業比率が徐々に高まる見込みである。2011年11月に発表した国家製造業政策（National Manufacturing Policy：NMP）において、名目GDPに占める製造業比率を現在の15～16%から2022年までに25%へ引き上げる方針を打ち出した。製造業の強化は輸出拡大を狙った政策というよりは、雇用や国内供給力の拡大を主眼としたものと考えられる。

雇用については、NMPにおいて10年間で1億人の雇用創出を目指している。雇用創出産業として政府が重視しているのは、繊維・衣服、皮革・履物、宝石、食品加工などの労働集約型産業で、これらの産業を増加が続く労働者の受け皿とする考えである。また、国家投資・工業地区（NIMZ）と呼ばれる国内製造業向けの経済特区の開発や工作機械、重電機器、輸送機械などの資本財産業に重点を置くことで、国内供給力の拡大も狙っている。

第29図：アジア主要国の産業構造

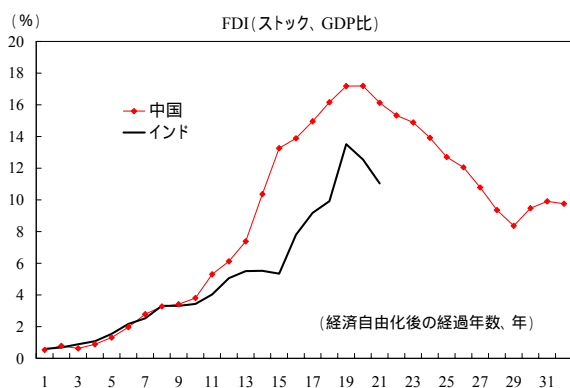


(注)国名下の( )は、2011年時点の1人当たり名目GDP(ドル)。  
 (資料)ADB、世銀、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 成長抑制要因（供給制約）

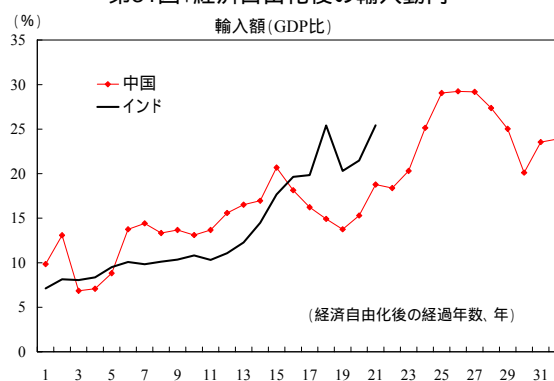
需要面からみたインドの成長性は高い半面、供給面からみると拡大する需要に見合った投資が十分ではなく、需要が供給を上回る構造にある。これがインフレや経常赤字をもたらす主因となっており、供給制約がインド経済のボトルネックといえる。91年の本格的な経済自由化以降のFDI受入額（ストックベース、対GDP比）をみると着実に積みあがっているが、先に経済自由化に踏み切った中国と比較すると低い水準にとどまっている（第30図）。他方、国内の供給力不足を輸入で補っていることもあり、輸入（対GDP比）は中国を上回っている（第31図）。

第30図：経済自由化後の対内直接投資



(注)インドは91年、中国は80年を起点。  
(資料)UNCTADより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第31図：経済自由化後の輸入動向

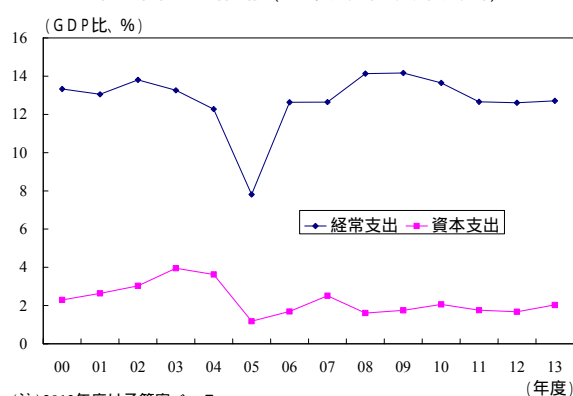


(注)インドは91年、中国は80年を起点。  
(資料)UNCTADより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

供給力不足をもたらしているのは、投資よりも消費を重視する政府の政策にある。具体的には、補助金（燃料、食料、肥料）や農村の雇用対策（NREGA）などであるが、利払いや国防費などを含めた経常歳出が硬直化した結果、投資を中心とした資本支出を圧迫している（第32図）。こうした政策は農村の所得拡大を通じ消費の底上げにつながる半面、インフレや慢性的な財政赤字及び経常赤字をもたらしている。

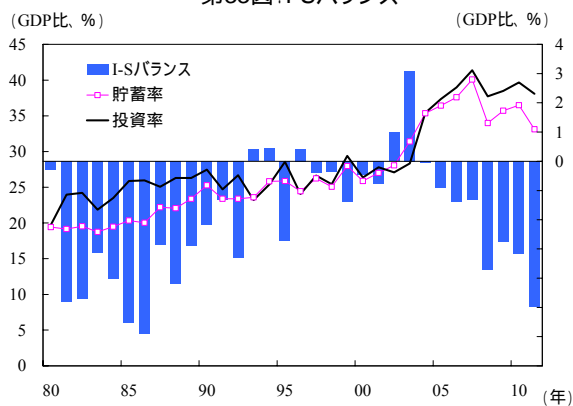
ISバランスをみると、インフレによる金利高止まりで投資は減少する一方、消費は相対的に堅調を維持した結果、投資率に比べ貯蓄率の低下幅が大きくISバランスは悪化（経常赤字は拡大）した（第33図）。また、貯蓄率をみると、家計部門は横ばい圏で推移しているが（第34図）、インフレ防衛を目的とした金などの物的資産の貯蓄率が上昇しており（第35図）、投資にマネーが回りにくい状況にある。

第32図：歳出内訳（経常支出と資本支出）



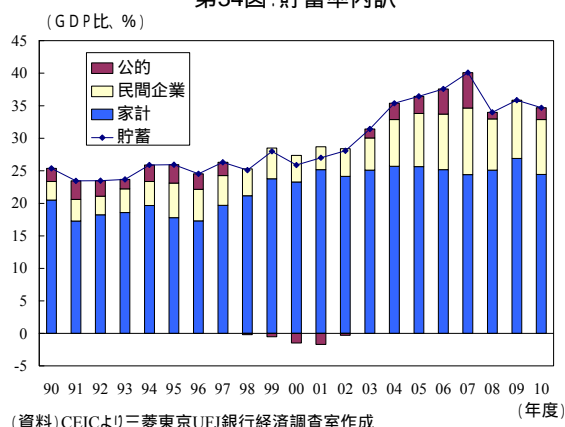
(注)2013年度は予算案ベース  
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第33図：I-Sバランス

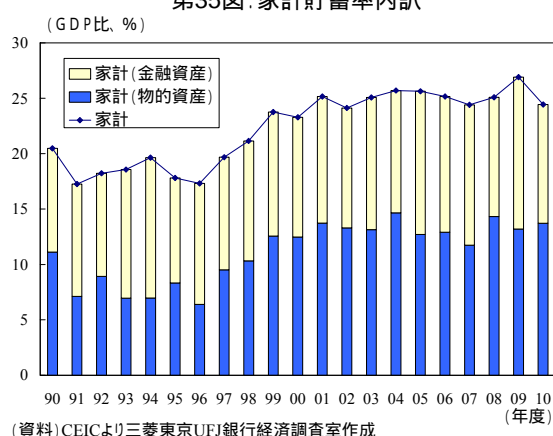


(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第34図：貯蓄率内訳



第35図：家計貯蓄率内訳



#### (4) リスクシナリオ

リスクシナリオは、経済・財政改革の遅延による投機グレードへの格下げが考えられる。実際、格下げとなった場合は通貨下落 インフレ 金利引き上げ 消費・投資低迷、という悪循環に陥る公算が大きい。

また、投機グレードの格下げには至らない場合でも、政局の混乱などにより<sup>(注9)</sup>、経済・財政改革の進捗が想定よりも遅い場合は、インフレ、双子の赤字拡大により中期的な成長を抑制しよう。この他、インドは原油関連の輸入依存度が約 3 割と高く、補助金の対象となっていることから、原油価格の高騰は貿易収支や財政収支の悪化につながるリスクがある。

(注9)昨年9月には軽油価格の値上げに反発して、地方政党の全インド・トリナムール会議派(草の根会議派)が最大与党・国民会議派率いる連立与党から離脱したのに続き、今年3月には、南部タミルナドゥ州の主要地域政党であるドラビダ進歩同盟(DMK)が、スリランカ内戦時の戦争犯罪に関する国連決議に対する政府の態度に抗議し、連立政権からの離脱を表明、同党の閣僚5名が辞職した。

#### おわりに

シン政権は昨年9月以降、補助金の削減や外資導入の積極化など構造改革を矢継ぎ早に打ち出した(第6表)。目下のところ、シン政権が打ち出した改革に対する海外投資家の評価は概ね良好であり、政府の改革進展を受けマインドは上向きつつある。改革が進展するにつれ、インド経済は7%台半ばと目される潜在成長率への回帰は可能とみるが、投資拡大による供給制約の改善が実現できない場合は、成長ペースが一段と低下する可能性もある。補助金の削減を巡っては国民の抵抗が根強いことに加え、2014年に総選挙を控え、政党間の駆け引きも活発化している。こうした中、中長期的な安定成長に向け構造改革のモメンタムを維持することがシン政権の最優先課題といえる。

第6表: 最近の主な経済構造改革

日付	内容	効果・影響	承認状況
2012年 9月13日	燃料補助金削減 ディーゼル小売価格を1リットル当たり5ルピー値上げ。 補助金つきLPガスの購入を1世帯当たり年間6基までに制限。	・2012年度におけるディーゼル販売に伴う損失を1,500億ルピー削減。 ・短期的には物価は上昇するものの中期的にはインフレ抑制が見込まれる。	承認済み
9月14日	外資規制緩和 総合小売業の外資出資比率規制を条件付きで51%まで認めることを決定。 単一ブランド小売業(12年1月に外資出資上限を51%・100%に引き上げ)の現地調達率の規制を緩和。 民間航空業(49%まで)、放送事業(衛星放送などに74%まで)、電力取引所(49%まで)の外資規制を緩和。	・今後1-3年における緩やかなFDI流入拡大。組織小売部門の普及によるサプライチェーンマネジメントの改善、価格低下による消費者利益の向上。 ・航空業へのFDIは企業改革、M&Aに左右される。 ・放送事業へのFDIによるデジタル化促進。	承認済み
9月14日	国営企業の株式放出 インド石油公社(Oil India)(株式10%)、ヒンダスタン・コッパー社(同9.59%)、アルミニウム公社(NALCO)(同12.15%)。	・2012年度予算における国営企業株式放出収益(3000億ルピー)のうち1500億ルピーを確保。 ・経営効率化、市場原理を通じた国営企業の株主説明責任、ガバナンス向上。	承認済み
9月21日	源泉税引き下げ 印企業の対外借入に伴う利子の源泉課税率を5%(従来20%)へ引き下げ、今年7月1日に遡及適用(3年間有効)。	・企業の対外借入コスト抑制。資本流入拡大。	承認済み
9月24日	配電公社(DISCOMs)の財務改革パッケージ	・2011年3月末時点の累積損失(1.9兆ルピー)。 ・短期的にはDISCOMを含む電力部門の経営、電力問題の改善や金融セクターの負担軽減。一方、DISCOMの債務を肩代わりする州政府の財政悪化懸念。	承認済み (各州政府との間で債務再編交渉中)
10月4日	外資規制緩和(保険・年金部門) 保険部門の外資出資比率の49%(現行26%)への引き上げ、年金基金の出資上限を26%(初めて開放)。	・膨大な世界貯蓄を活用したインドの長期的成長。当該分野におけるFDIを通じたより安定的な資金流入による為替相場の安定。	国会承認待ち
10月4日	12次5カ年計画(2012-16年度)を閣議決定。国家開発委員会(NDC)に提出。 成長率目標は5年平均8%。	・インフラ投資加速によるボトルネックの解消、雇用機会の創出。	NDC承認済み
10月5日	経済関連法整備(会社法改正(2011)、先物契約(規制)改正(2010)、独占禁止法(2002)の内閣経済問題委員会(CCEA)承認。	・法的枠組みの改善による多様な経済的利益享受。	会社法承認済み、 その他承認待ち
10月29日	5カ年の財政改革ロードマップを発表 今後5年間で財政赤字(GDP比)を3.0%(2016年度)まで削減する計画。	・財政改革による中長期的成長促進およびインフレ抑制。物品サービス税(GST)導入や国営企業株の放出などで歳入増を図る一方、補助金支出などを抑制し、インフラ投資拡大を目指す。	内閣承認済み
12月12日	土地収用・復旧・移住法案、閣議決定	・手続きの透明化による土地収用手続きの迅速化による投資加速。	承認待ち
12月20日	銀行法改正案 民間銀行における個人投資家の議決権比率の上限を26%(現行10%)に引き上げ、公営銀行については10%が上限。	・銀行セクターへの資金流入による経営効率化、競争力強化。	国会承認
2013年 1月1日	補助金直接支払い制度(Direct Benefits Transfer System: DTS)導入 当初20地区、26の社会保障プログラムを対象に実施。段階的に対象地域を拡大、2013年内に全国に展開予定。対象は貧困層(約3億6,000万人)。	・受益者の口座に現金が振り込まれる。生体認証を用いた固有識別番号(UIC)活用による不正受給防止等管理の徹底等による補助金削減。2015年度以降には補助金削減額がシステム導入に関わる費用を上回る計画。	承認済み (対象分野の拡充については順次承認)
1月2日	内閣投資委員会(CCI)設立 シン首相を議長とし、大型投資案件の審査・承認とプロジェクトの進捗管理を行う。	・大型投資案件の迅速な審査・承認、実行による投資加速。	承認済み
1月17日	燃料補助金削減 国営石油会社に対しディーゼル小売価格の段階的な引き上げを容認。同時に軽油需要全体の18%を占めるバルク販売の価格統制を廃止。 補助金付きLPガスの購入の上限を引き上げ(1世帯あたり年間6基・9基)。	・補助金を1リットル当たり5ルピー程度に抑えることで、財政赤字削減を図る。	承認済み
4月3日	砂糖業界の規制緩和 市場放出管理制度を即時撤廃。公的配給制度(PDS)を通じた小売価格は据え置き、製糖所の出荷価格と小売価格の差額に対する州政府への補助金制度は2014年9月まで維持。	・目先は中央政府の補助金負担が増えるものの、砂糖市場の効率化により中長期的には補助金負担の削減。	承認済み
4月5日	燃料補助金削減 LPガスに対する補助金支給をDTSを通じて行うと決定(5月13日から20地区で開始)。	・補助金支給メカニズムの効率化による財政赤字削減。	承認済み

(資料)インド政府、インド準備銀行、報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

以上

(H25.4.24 経済調査室 竹島 慎吾 shingo\_takeshima@mufg.jp  
シンガポール駐在 福地 亜希 fukuchi@sg.mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室  
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

以上

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、金融商品の売買や投資など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せよう、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、当室は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います。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。