

通貨ニュース(2015 年 3 月 4 日)

インド 2015 年度予算: RBI の反応に注目

- 2015/2016 年度予算は中期的な財政赤字目標の達成期限が 1 年先送りされる一方、インフラ投資を中心に歳出が大きく増額される成長重視の内容となったが、最終的な評価にはその他改革の進捗を待つ必要がある。
- 歳入の算出に楽観的な想定が残るが、一部で懸念された改革路線の後退やポピュリズムへの傾倒はみられなかった。
- 成長重視の予算を受けてインド中銀は金融緩和による景気サポート姿勢を緩める可能性。為替相場への影響に関して足許での判断は困難も政府は一段の INR 高を望んでいないとみられ、INR は当面 60 台前半で推移。

国際為替部
マーケット・エコノミスト
深谷 公勝
03-3242-7065
masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

インド政府は 2 月 28 日、モディ政権として初の通年予算となる 2015 年度（2015 年 4 月～2016 年 3 月）予算を議会に提出した。注目された財政収支見通しであるが、今年度については名目 GDP 比 4.1% の財政赤字目標が据え置かれたものの、来年度以降については、国内経済の回復により財政規律強化に対する圧力も緩和したとして、中期的目標である GDP 比 3% 達成の期限が 2016 年度から 2017 年度に 1 年先送りされた。この結果、2015 年度、2016 年度の目標はそれぞれ同 3.9%、同 3.5% となり、従前の同 3.6%、同 3.0% から上方修正された。このほか実質成長率見通しについては今年度が +7.5%、2015 年度は +8～8.5% とし、可能な限り早い段階で二けた成長を目指すと表明した。

歳出が大幅増加。歳入はやや楽観的か

市場は 2015 年度財政赤字を当初の目標であった GDP 比 3.6% に据え置くとみていたが、発表された来年度予算は予想以上に成長重視の内容となったと言える。まず全体の歳出は前年度比 +5.7% (9,632 億ルピー) 増加した。このうち半分の 4,905 億ルピーが公共投資等を含む資本支出である。こうした歳出の増加は主に税収の増加、国営企業の売却益、借入により賄われる。税収の増加分は州政府持ち分等を除いたネットで 1,138 億ルピー、グロスでは前年度比 +15.8% (1 兆 9,810 億ルピー) の伸びが見込まれているが、2014 年度当初予算にて +19.8% 増を見込んでいた税収が同 +9.9% に下振れていることを考えると依然としてやや楽観的か。同様に国営企業株の売却益による増収 (3,815 億ルピー) も今年度の実績 (目標の 50% 程度) を踏まえると楽観的な想定と言わざるを得ないだろう。一方で借入は 4,302 億ルピーの増加となったが、GDP 比でみた借入額は 3.9% と 2014 年度の 4.1%、2013 年度の 4.4% から低下しており、こちらは悲観する内容ではない。なお、来年度より税収の州政府持ち分が 32% から 42% に増額されている点には留意が必要である。これは「協調的な連邦制 (Cooperative Federalism)」の考えのもとに分権を進める試みであるが、グロスの税収増加にも拘わらず

図表 1: インド 2015 年度予算の概要 (中央政府)

	2013年度 実績	2014年度 当初予算	2014年度 修正予算	2015年度 当初予算	前年度から の変化	前年度から の変化 (%)
1 経常収入	10,147.2	11,897.6	11,262.9	11,415.8	152.8	1.4
2 税収(ネット)	8,158.5	9,772.6	9,084.6	9,198.4	113.8	1.3
3 税外収入	1,988.7	2,125.1	2,178.3	2,217.3	39.0	1.8
4 資本収入 (5+6+7)	5,447.2	6,051.3	5,548.6	6,359.0	810.4	14.6
5 ローン回収	125.0	105.3	108.9	107.5	▲ 1.3	▲ 1.2
6 その他収入	293.7	634.3	313.5	695.0	381.5	121.7
7 借入その他債務	5,028.6	5,311.8	5,126.3	5,556.5	430.2	8.4
8 収入計 (1+4)	15,594.5	17,948.9	16,811.6	17,774.8	963.2	5.7
9 非計画支出	11,061.2	12,198.9	12,132.2	13,122.0	989.8	8.2
10 経常支出	10,190.4	11,146.1	11,219.0	12,060.3	841.3	7.5
11 利払い	3,742.5	4,270.1	4,113.5	4,561.5	447.9	10.9
12 資本支出	870.8	1,052.8	913.3	1,061.7	148.5	16.3
13 計画支出	4,533.3	5,750.0	4,679.3	4,652.8	▲ 26.6	▲ 0.6
14 経常支出	3,527.3	4,535.0	3,668.8	3,300.2	▲ 368.6	▲ 10.0
15 資本支出	1,006.0	1,215.0	1,010.5	1,352.6	342.1	33.9
16 歳出計	15,594.5	17,948.9	16,811.6	17,774.8	963.2	5.7
17 経常支出 (10+14)	13,717.7	15,681.1	14,887.8	15,360.5	472.7	3.2
18 資本支出 (12+15)	1,876.8	2,267.8	1,923.8	2,414.3	490.5	25.5
19 経常赤字 (17-1)	3,570.5	3,783.5	3,624.9	3,944.7	319.9	8.8
(対名目GDP比 %)	(3.1)	(2.9)	(2.9)	(2.8)		
20 財政赤字 {16-(1+5+6)}	5,028.6	5,311.8	5,126.3	5,556.5	430.2	8.4
(対名目GDP比 %)	(4.4)	(4.1)	(4.1)	(3.9)		
21 基礎収支赤字 (20-11)	1,286.0	1,041.7	1,012.7	995.0	▲ 17.7	▲ 1.7
(対名目GDP比 %)	(1.1)	(0.8)	(0.8)	(0.7)		

(資料) インド政府 Union Budget 2015/2016、CEIC、※特に表記の無い場合、単位は 10 億ルピー

中央政府の財政赤字が改善していないのは、この地方持ち分増加によるところも大きい。財政赤字の評価にはこの点も加味する必要があるだろう。

歳出はインフラ投資に重点

歳出の内訳では、広く予想されていた通りインフラ関連支出の増大が目立った。中でも交通インフラの要である鉄道と道路関連予算はそれぞれ 1,005 億ルピー、1,403 億ルピー増額された。このほか電力については 4,000 メガワット規模の発電所が 5 つ新設される (プロジェクトの規模は 1 兆ルピア)。財源については予算の増額のほか、国家投資・インフラファンド (National Investment & Infrastructure Fund、NIIF) を創設し、年間 2,000 億ルピーのフローを見込むほか、税優遇のあるインフラ債発行や官民パートナーシップ (PPP) も推進する。ジャイトリー財務相によると 2015 年度インフラ投資の総額は前年度比 7,000 億ルピー増加する見込みだ。

燃料以外の補助金改革は進まず

財政圧迫要因として注目されていた補助金については、GDP 比 1.7% と前年度の 2.1% から大幅に減少する見通しとなった。但し、原油価格の低迷により燃料補助金が前年度の 6,027 億ルピーから 3,000 億ルピーに半減したことが要因であり、負担の大きかった食糧、肥料補助金は GDP 比率こ

そ低下したものの金額は増加しており、改革の進展はみられない。食糧補助金については前政権時に成立した国家食糧安全保障法との関連から削減は容易ではないが、制度の効率化等の改革進展を期待したいところである。

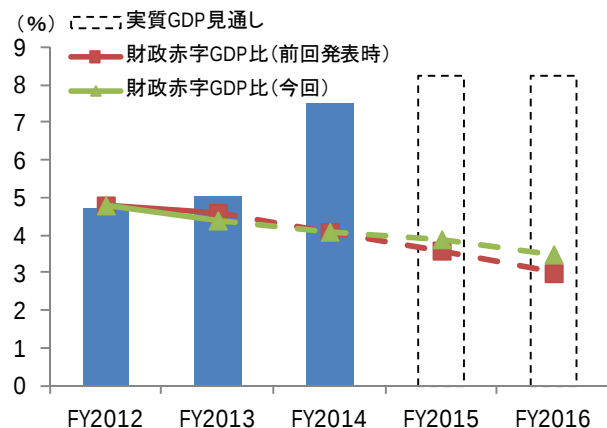
税制改革は攻守バランスのとれた内容

税制については合理化に重点が置かれており、個人よりは企業に優しい感があるものの概ねバランスのとれた内容となった。まずモディ政権の政策の目玉である全国一律の物品・サービス税（GST）導入について 2016 年 4 月の導入が明言された。これに伴い、GST への移行を円滑にする目的でサービス税が 12.36%から 14%に引き上げられる。富裕税は廃止され、課税所得が年間 1,000 万ルピーを超える高額所得者の所得税率に 2%が上乘せされる。一方で今後 4 年間、法人税が現行の 30%から 25%に引き下げられる。また技術流入を促進するため著作権や技術サービスの対価に課せられる所得税が 25%から 10%に引き下げられる。このほか、税制簡素化のための企業向け軽減税率や控除等の廃止・変更、対内投資促進のための債券投資軽減税率 5%の延長（2017 年 1 月まで）等が盛り込まれた。

貿易収支を圧迫する金輸入への対応

今回の予算では、市場の減税予想に反して 10%の金輸入関税が据え置かれた一方、複数の金輸入抑制策が打ち出された。このうち金預入・貸出スキームは金属口座（metal account）に預け入れた金に対して利子が付されるほか、宝石商は同口座に保有している金を担保に融資を受けることができる。また金保有に代わる新たな価値保存手段として発行されるゴールド債は固定利付債で、償還時は記載された分量の金に応じた金額が現金で受け取れる。このほか、外国金貨の輸入抑制・国内の金の再利用の目的から新たに金貨も铸造される予定である。こうした施策は同国の貿易赤字の主因として懸念されてきた金の輸入を抑制する目的のほか、金保有による富の滞留を防ぐねらいもある。モディ首相は兼ねてより直接的な輸入規制に対して闇取引の活性化に繋がるとして否定的な見解を示してきたが、そうした規制に依らない恒久的な金輸入抑制策の導入は、現時点で効果は未知数ではあるものの、政権の金輸入に対する継続的な着意が確認できたという点で前向きに捉える事ができるだろう。

図表 2：インド 成長率見通しと財政赤字目標



(資料)インド政府、CEIC ※実質 GDP 見通しは政府予測の中心値

図表 3：インド 補助金予算の推移

	2013年度	2014年度	2015年度
肥料	673.4	709.7	729.7
食料品	920.0	1,226.8	1,244.2
燃料	853.8	602.7	300.0
その他	99.1	127.8	164.2
合計	2,546.3	2,666.9	2,438.1
対GDP比 (%)	2.2	2.1	1.7

※特に表記の無い場合、単位は10億ルピー

※2013年度は実績、2014年度は修正予算

(資料)インド政府 Union Budget2015/2016、CEIC

2015 年度予算の評価は分かれる ～その他改革の進捗を待つ必要～

総じてモディ政権初の通年予算である 2015 年度予算は評価の別れる内容であるといえよう。財政規律の観点から言えば、中期財政赤字目標 3%の達成期限延期や歳出の拡大、楽観的な歳入見通しは、構造改革への期待が高かったモディ政権だけに失望的である。しかしながら歳出の多くはインフラ投資やビジネス誘致に割かれており、モディ政権が掲げているマニフェストに矛盾する内容ではない。2 月 7 日のデリー首都圏におけるインド人民党の惨敗を受けて一部で懸念されたポピュリズムへの傾倒もみられなかった。むしろインフラの不備は長きに渡ってインド経済の成長を阻害してきた懸案であり、このボトルネックを解消することができればインド経済は中長期的に大幅な飛躍を遂げるのが可能となるだろう。とはいえ同国内でのインフラプロジェクトの執行では土地の確保や煩雑な手続きが障害となるケースが多く、これらをクリアしない限りは折角の予算も絵に描いた餅に終わる恐れがある。土地収用法改正や GST 導入はモディ政権の最重要課題であり、この点で今回予算の評価はこれら改革の進捗とともになされる必要があろう。

RBI の緩和は緩やかになる可能性

一方でインド中銀 (RBI) の反応は注目となる。RBI は 2014 年 12 月の会合で物価見通しの改善と政府の財政再建継続を利下げの条件として掲げた後、消費者物価指数 (CPI) の減速や政府の歳出カットを確認し、1 月 18 日に 25bp の利下げに動いている。足許で CPI は更に減速しており、次回 4 月の会合にて更なる利下げを見込む向きが多いが、今回の予算が RBI のもう一方の条件を満たすものかどうかは議論の余地があろう。この点、筆者は 4 月会合での利下げ予想を維持するものの、その後の利下げペースは当初の想定ほど速くならない可能性が増したと考えている。RBI は、政府が景気下支えスタンスを明確にしてきたことで、金融政策による景気サポートの必要性は低下したと判断する公算が大きい。もう一段の利下げがあるとすれば年の後半になるとみているが、米国の金融政策と金融市場の動向次第では年内金利据え置きの可能性もあるだろう。

為替相場への中長期的な影響に関しては、前述の通り今後の政策運営次第でどちらにも転ぶ可能性があり、現時点での判断は難しい。しかし、ジャイトリー財務相が述べた「財政再建への圧力の緩和」が金融市場の落ち着きを指しているのだとすれば、為替については INR 安の一服が政府に財政再建の手を緩める余地を与えたということになる。これは裏を返せば政府は足許以上のルピー高を望んでいないということである。筆者はインドが新興国の中でもブライトスポットであり、INR は年の後半に 60 割れ水準に上昇するとみているが、政府や RBI が INR 相場の安定志向を強めるようであれば、我々のシナリオへのリスクは高まる。当面は 60 台前半での推移を前提としつつ、政府・中銀の INR 相場に対するスタンスを探ってきたい。

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客さまご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。