

通貨ニュース(2013 年 3 月 14 日)

インド経済復活に向けて～財政再建がターニングポイント～

景気減速と高インフレの厳しいマクロ経済情勢にあるインドは、需要不足ではなく供給制約に直面している。投資環境の悪化や放漫な財政赤字によって投資が低迷し、インド経済の潜在成長率が低下したとみられる。政府の財政支出が民間の設備投資をクラウドイングアウトしている影響が大きく、今必要とされている処方箋は財政再建である。2013 年度予算案は政府が昨年 9 月に発表した財政再建に向けた中期のロードマップを踏襲し、財政再建路線を堅持したことは評価できよう。2014 年に総選挙を控え改革が滞る懸念は残るものの、政府の政策遂行能力が試されている。財政再建こそがインド経済復活へのターニングポイントとなろう。

～供給制約に直面するインド経済～

インドの景気減速は下げ止まりつつあるが、見通しは芳しくない。インド政府が公表した2012年度(2012年4月～2013年3月)の成長率予想は5%となっており、10年ぶりの低成長となる見通しである。しかしながら、景気が10年ぶり低水準まで減速する傍ら、インフレ率はピークアウトしたものの、依然として高水準に留まっている。インフレ率に関し、インド準備銀行(中央銀行、RBI)のスバラオ総裁は適正水準として5%程度を挙げており、足許では6%台後半まで低下しているが、依然として適正水準には程遠い状況にある。

厳しい景気減速にも拘らずインフレ率が大きく低下しない状況に鑑みれば、インド経済は需要不足ではなく、供給制約に直面していると言えよう。実際、総固定資本形成(インフラや産業投資)の対GDP比の推移をみると、1980年代後半以降、長らく20%台前半で横ばいの動きとなっていたが、2004年度(2004年4月～2005年3月)以降には急激に比率が上がり始め、2005年度には30%台に乗せ、ピークであった2007年度には33%近くに達した。しかし、リーマンショック後は投資率の低下が続き、2011年度には29.5%まで落ち込んでおり、こうした投資の停滞がインド経済の潜在成長率を低下させたとみられる。潜在成長率の推計は難解であり、幅を持つ必要があるが、RBIのAnnual Report(2010)によると、2008年のリーマンショック後の総固定資本形成の減速に伴い、インドの潜在成長率はリーマンショック前の8.5%から8.0%へ低下したと試算されている。また、その後も投資の減少が続いたことから、2012年7月にスバラオ総裁は7.5%前後まで低下したとの認識を示している。

～長期金利が示唆する財政再建の必要性～

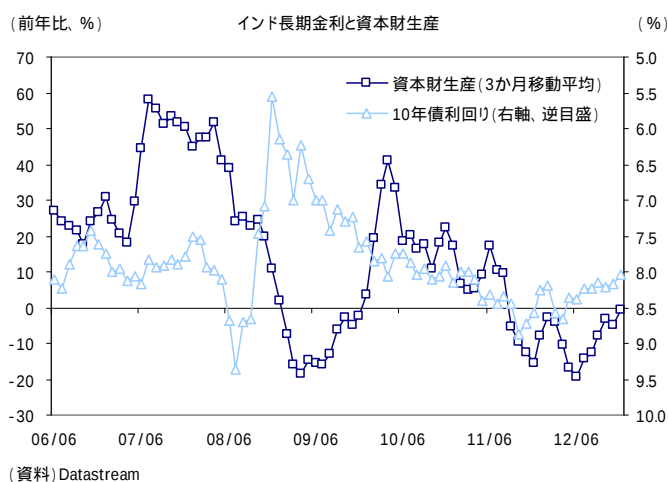
近年目立つ投資低迷は、投資環境の悪化と高金利によって引き起こされたと思われる。前者に関しては2010年以降、担当官庁による各種許認可の大幅な遅れによって投資計画が中断されるほか、環境規制の厳格な適用も、従来からの問題である電力などの深刻なインフラ不足などと相

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、お客様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コーポレート銀行に属し、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。

俟って投資を押し下げていると指摘されている。そうした状況を打破するために、インド政府は2012年9月に矢継ぎ早に経済改革を打ち出し、直接投資の規制緩和として、スーパーやチェーン店など複数ブランドを扱う総合小売業の外資への開放、航空会社への外資への出資容認、国有企業4社の株式放出などを一挙に発表した。特に注目を集めたのが総合小売業の外資解禁で、総合小売業への解禁は2011年11月に閣議決定したものの、野党などの猛反発によって12月に決定を撤回した経緯があった。もっとも、中央政府は外資解禁を決定したものの、その是非は約30の州政府に委ねられており、今のところ10州しか賛同しておらず、小売業への参入を発表した外資は未だない。投資促進に向け、規制緩和は重要な政策の1つであることに疑う余地はないが、現状の投資低迷の特効薬にはなりそうにない。

また、後者の金利動向に関しては、インフレ率が上昇する中でRBIは2010年以降立て続けに利上げを実施した。2012年に入っからは景気減速に伴い利下げサイクルに転換したものの、インフレ率が下げ渋る中で思うように利下げに踏み切れていない。長期金利が高水準で推移する状況下、金利感応度の高い設備投資に関し、総固定資本形成との相関関係が強い鉱工業生産における資本財生産の動向をみると、2010年半ば以降減速が続き、2011年後半からは前年

比マイナスが常態化してきた。2012年頃から長期金利が緩やかながら低下に向かい、ラグを伴って資本財生産も持ち直す動きに転じているものの、依然として高水準に留まっているインフレ率を踏まえればRBIによる利下げ余地は左程残されてはいない。景気が大きく減速する中で漸くインフレ率は鈍化してきたものの、そもそも高インフレの要因としては前述した潜在成長率の低下と政府の拡張的な財政政策を背景とする財政赤字が影響しているとみられる。



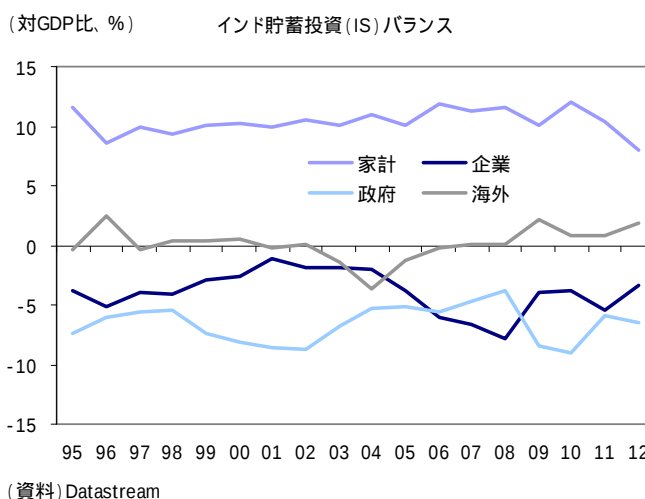
～ 政府の放漫財政が民間投資をクラウドイングアウト～

民間部門の投資意欲が旺盛なときに政府が財政赤字を拡大すれば、民間と政府が資本市場で資金を奪い合い、金利が上昇して民間の設備投資がクラウドイングアウトされてしまう。中長期的に最も健全な経済成長は政府主導ではなく、民間の資本ストックの蓄積によると考えれば、こうした状況は望ましくない。実際にインドの貯蓄投資（IS）バランスをみると、家計部門の貯蓄を企業部門と政府部門で投資している構図となっており、近年は政府の投資（財政赤字）拡大が民間企業部門の投資を上回っている様子が観察できる。

インドの財政収支は慢性的な赤字が続いてきたことから、インドの国会は2003年8月に財政責任法（The Fiscal Responsibility and Budget Management Act）を制定した。政府は、2004年7月に発行した同法に基づいて財政赤字の削減に取り組み、好調な企業業績や個人所得の向上を背景とした税収増を主因として、中央政府の財政赤字の対GDP比は徐々に低下し、2007年度には

2.4%まで低下した(図は州政府を含む一般政府の財政赤字のため数字は異なる)。だが、2006年2月に一部地域で開始された農村部の雇用・貧困対策プログラムである「国家農村雇用保証法(NREGA: National Rural Employment Guarantee Act)」が全国で実施されるようになったほか、国際商品市況の上昇に伴い燃料・肥料・食料分野における補助金が増加したことなどから財政赤字が悪化。2009年度にはNREGAが「マハトマ・ガンジー国家農村雇用保証法(MGNREGA)」へと改められ内容が強化されたうえ、景気刺激策の継続などもあって財政赤字はさらに拡大した。

政府の財政赤字と民間企業部門の投資の推移をみると、政府が財政赤字の削減に乗り出した2004年以降は財政赤字が縮小する動きに対し、民間企業部門は投資を拡大していた。しかし、2009年以降は財政赤字が拡大する傍ら、民間企業部門の投資は縮小しており、世界的に景気回復局面にあった2010年や2011年になっても民間部門の投資は伸び悩んだ。そして、2012年には財政赤字の再拡大に伴い、民間部門の投資は落ち込んでいる。



～ 財政再建がターニングポイント～

これまで述べてきたように、インドの景気減速は民間部門の投資縮小によって供給制約に直面している影響が大きく、今必要とされている処方箋は財政再建である。この点、インド政府は2月28日、2013年度(13年4月～14年3月)の予算案を発表した。今年度の財政赤字は対GDP比で▲5.2%に抑え、13年度は同▲4.8%へと更に削減する内容となっており、政府が昨年9月に発表した財政再建に向けた中期のロードマップを踏襲し、財政再建路線を堅持したことは評価できよう。但し、予算案の内訳をみると歳出が前年比16.4%増と前年の同9.7%増から伸びが拡大する一方で、歳入も法人税や富裕層向け所得税の一時的な引き上げ等による増税と国有企業の政府保有株式の売却によって画を描いている。しかし、税収の前提となる実質GDP成長率は6.1～6.7%と前年の5.0%から大幅回復を見込んでいるほか(IMF見通しは2013年1月時点で2013年が5.9%)、政府保有株の売却も株式市場次第という面もあって実現性は不透明が強い。

政府が財政再建を遂行できれば、金利低下から民間部門の設備投資増加とそれに伴う供給能力の拡大が見込める。また、供給制約の緩和によってインフレ圧力が和らぐことでRBIが追加利下げに動く余地が広がり、金利の低下が民間部門の投資を刺激する好循環を呼び込むことになる。2014年に総選挙を控え、政府をポピュリズムへと駆り立てる誘引は大きいものの、財政再建こそがインド経済復活へのターニングポイントであり、政府の政策遂行能力が試されている。

以上

国際為替部
多田出 健太 (TEL: 03-3242-7065)
kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp