

インド、2016-17年度予算案をどうみるか

～財政健全化の旗標は降ろさずとも、景気重視に大きく傾いている印象～

発表日：2016年3月1日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

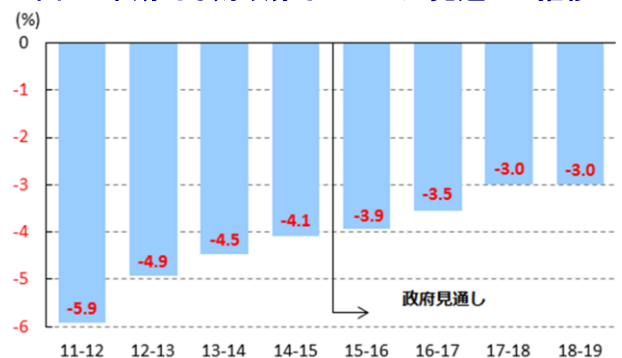
(要旨)

- 先月29日、インド政府は4月に始まる2016-17年度予算案を公表した。財政健全化目標は堅持する一方、地方選挙が予定されるなかで景気に配慮する姿勢もうかがえる。農村支援とインフラ投資の拡充は歳出を大きく押し上げる一方、財政赤字はGDP比▲3.5%と当初目標をクリアした。準備銀は先月の定例会合で予算案を精査する考えを示したが、財政健全化目標の維持は追加利下げの可能性を意識したと言える。
- 農村支援とインフラ投資の拡充は景気にはプラスに作用すると期待される。他方、景気を重視する余り歳入の見積もりが甘くなっている嫌いはある。税收拡大の見通しには「捕らぬ狸の皮算用」となっている可能性もくすぶる。モディノミクス推進に向けた重点的な予算配分は評価出来る点もあるが、景気維持と財政健全化の両立という難しい問いへの答えを見出す観点でも、メリハリの付いた対応が必要であろう。
- 足下における市場の動揺を受けて通貨ルピー相場は上値の重い展開が続くが、これは外国人投資家に対する債券保有規制も影響している。受け身姿勢の強い外資に対する規制は潜在成長率の伸び悩みを招くリスクもあり、今後は予算案で示された内容を含め対外的な開放度合いを一段と広げることが必要である。

《財政健全化目標は堅持。ただし、バラ撒きにも見える歳出拡大もあるなど、景気に配慮する姿勢もうかがえる》

- 先月29日、インド政府は4月から始まる2016-17年度予算案を公表した。来年度予算については、ここ数年のインド財政を巡る課題となっている「財政健全化」の旗標は維持しつつも、①マクロ経済の安定と堅実な財政運営、②内需主導による経済成長の促進、③ビジネス面の機会向上に向けた改革、を優先させる方針が示された。同国では今年から来年にかけて比較的規模の大きな州での選挙が予定されるなか、議会上院での議席奪取には現在与党連合が多数派を形成出来ていない地方議会選での勝利が不可欠となっており、農村を中心とする地方に対する歳出重点化に舵を切った。さらに、国際金融市場の動揺などに伴い多くの新興国や資源国が景気減速に喘ぐなか、同国政府は農業インフラをはじめ、電力や運輸など幅広いインフラ投資の拡充を通じて景気の下支えを図るとともに、インフラ拡充による投資環境整備を通じて民間投資の喚起に繋げるべく、景気をより重視する姿勢にシフトさせている。その上で、今年度（2015-

図1 中期的な財政赤字/GDP比見通しの推移



16年度)の実質成長率は前年比+7.6% (名目成長率は同+8.6%) と高い成長を維持するとともに、財政赤字もGDP比▲3.9%と予算時点における見通しを達成可能との考えを示しているほか、来年度についても名目成長率は前年比+11%と高い伸びが続くことを前提に財政赤字はGDP比▲3.5%に圧縮させる方針を堅持している。なお、予算案とともに発表された『中期財政計画』では、2017-18年度の財政赤字はGDP比▲3.0%に一段と圧縮させる方針を堅持しており、今年度予算案で示されたロードマップから変更されておらず、財政健全化目標にも一定の配慮を示した格好となった。同国政府が景気を重視する姿勢にシフトする一方、財

政健全化の道筋を堅持した背景には、準備銀（中銀）のラジャン総裁の存在が大きく影響していると考えられ、先月 2 日に開催された定例の金融政策決定会合（金融政策報告）において政策金利を据え置く一方、来年度予算案をはじめ政府による構造改革の取り組みを注視する姿勢を示していた。さらに、同氏は政権による財政健全化姿勢の「タガ」が外れた場合における国債利回りの反騰リスクを度々警告するなど、政権に対して「クギ」を指す姿勢をみせてきた。なお、同行は今年度予算の発表に際して、その後に定例会合外での緊急利下げを実施しており、財政健全化目標の先送りに懸念を示す一方、中央から地方への実質的な財源移譲により全体での財政管理がしやすくなる点を評価する姿勢をみせていた。

図 2 インフレ率の推移



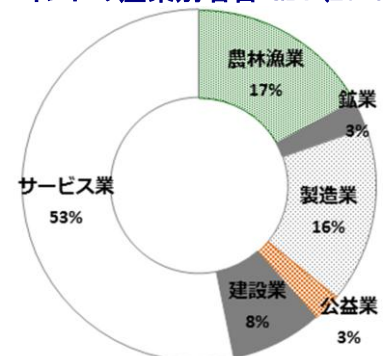
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

このように準備銀が財政健全化を重視する背景には、同国の公的債務残高がGDP比 7 割弱と新興国のなかでは比較的高水準であることに加え、足下では原油安などの「棚ぼた」の影響でインフレ率は低下しているものの、過度な財政拡張はインフレの再燃を招く可能性があるほか、それに伴う金利上昇は政府による財政健全化の道筋を一段と危うくさせるリスクを注視しているものと考えられる。今回政府が発表した来年度予算について同行がどのような評価

をしているかは依然不透明ではあるものの、「財政健全化」の旗標を降ろさなかったことに対しては評価している可能性はあり、足下のインフレ率が短期的なインフレ目標に収まっていることを受けて緊急利下げに動くことも考えられよう。

- 来年度予算案を詳細にみると、歳出面では選挙などを意識して「バラ撒き」色はかなり強い内容になっていると思われる一方、財政健全化目標を堅持するために歳入の見積もりをやや甘くしているとみられかねない点が少なくないことには注意が必要である。同国経済を巡っては農業部門の重要性が長年に亘って叫ばれるものの、十分な予算が割り当てられてこなかったことに対し、過去 2 ヶ年に亘って雨季（モンスーン）の雨量が例年を大きく下回るなど疲弊している農村向けの与信拡大に向けた資金支援のほか、農村部における雇用創出やインフラ拡充、社会保障に向けた財源拡充を図る方針が示されている。これはインドのGDPを巡っては、農林漁業の生み出す付加価値が依然として製造業を上回るなか、足下では農業部門における生産低迷が景気の足かせとなる状況が続いており、景気拡大を図るべく農業部門の底上げが必要になっているとも考えられる。さらに、慢性的なインフラ不足の解消やそれに伴う投資環境の障壁を除去すべく、インフラ投資関連予算を前年比 22%増と大幅に拡充

図 3 インドの産業別名目 GDP(2015 年)



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

する方針も示されている。なお、インフラ投資について政府は「官民連携（PPP）の受け入れを一段と活発化させる」との考えをみせており、推進に向けた法的な枠組の見直しを行うほか、年度内に特別勘定の構築、利益供与に関する再交渉ガイドラインの策定、減税措置の実施などを進めるとした。さらに、企業活動の活発化と外資受け入れ促進の観点から法人税減税の具体策も示されており、3 月から製造業における新規創業や中小企業を対象に法人税率を引き下げるほか、ベンチャー企業に対して税制優遇を図る姿勢をみせており、その上で競争環境を整えるべく来年度中に倒産法制の制定に取り組む考えもみせている。このように企業活動を重

視する動きをみせる一方、このところの景気減速に伴い国営銀行では不良債権の拡大が懸念されているなか、公的資金の注入額は市場見通しを大きく下回る水準に留まっており、銀行与信の拡大による金融市場を通じた景気押し上げに繋がるかは不透明である。他方、歳出規模が全体で前年比 11%増となっていることを受け、歳入増に向けて新車販売に対してインフラ財源を目的とする環境税の導入のほか、タバコ税の大幅引き上げなどに動く見通しだが、こうした取り組みによって前年比 5%増を見込む税収が賄われるかは不透明なところが多い。今年度予算案において今年 4 月からの導入を予定した G S T（財・サービス税）については依然議会内での議論が前進しないなか、来年度予算案では議会通過に向けて対応を強化するとの考えが示されているものの、議論の行方については先が見えない状況にある。さらに、税収拡充に向けた取り組みとしていわゆる「アングラマネー」を表面化して課税対象にする取り組みを強化するといった考えも示されたが、こうした動きは「捕らぬ狸の皮算用」に繋がるリスクもある。また、足下の成長率については昨年政府が発表した基準改定により水準そのものが大きく押し上げられたとの見方も根強く、税収の成長率に対する弾性値が変化している可能性もあるなど、見通しが甘く作られている可能性にも注意が必要である。モディ政権が進める経済政策である「モディノミクス」を推進する観点から、来年度予算では「メイク・イン・インディア」や「デジタル・インディア」、「クリーン・インディア（スワッチ・バラート）」、「スキル・インディア」といった政策の要素が方々に散りばめられているものの、これについては幾分「総花的」な内容になっている嫌いがある。準備銀は先月の定例会合において、政府が発表した起業支援策である「スタートアップ・インディア」を金融面で支援する方針をみせているが、これまでの議会内での外資受け入れなどに関する議論をみる限りでは期待通りにことが進むかは心許ない印象が残る。すでに来年度予算案は公表されている上、今後は議会で伸び修正を経てほぼこの通りでの実施を待つ段階にあるものの、景気と財政健全化の両立という難しい課題を見据えてメリハリの付いた対応が求められている。

- 足下における国際金融市場の動揺を受けて、通貨ルピーの対ドル為替レートはこのところ最安値近傍で推移する展開が続いている。この背景には、機関投資家を中心に世界的な「カネ余り」がしばらく続くことを見越してアジアを中心に新興国債券を買う動きがみられるにも拘らず、インドについては規制によってその触手が伸びにくいことも影響しているとされる。準備銀は昨年 9 月末の定例会合において、外国人投資家による債券保有に関する規制を段階的に緩和する方針を発表しており、それに伴って今年 3 月までに国債については 1.865 兆ルピーが保有可能になるほか、2018 年 3 月末までにその枠の拡大及び州債にも対象を広げる方針を示している。しかしながら、現時点において可能枠のほとんどが消化されてしまっており、外国人投資家によるアジア新興国債券買いの動きが強まっているにも拘らず、インドでは事実上購入が難しくなっていることがルピー相場の重石になっている可能性がある。このように外資に対する受け入れ態度は基本的に「受け身」であることはインドの潜在成長率の伸び悩みに繋がる可能性もあり、予算案で示された取り組みを含めて対外的な開放度合いを一段と広げていく取り組みが不可欠になっていると言えよう。

図 4 ルピー相場(対ドル)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

以 上