

## 例年より1ヶ月早く発表されたインド2017-18年度予算

～政権が折り返しを迎えるなか、農村とインフラを重点に景気重視に舵を切る～

発表日：2017年2月2日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

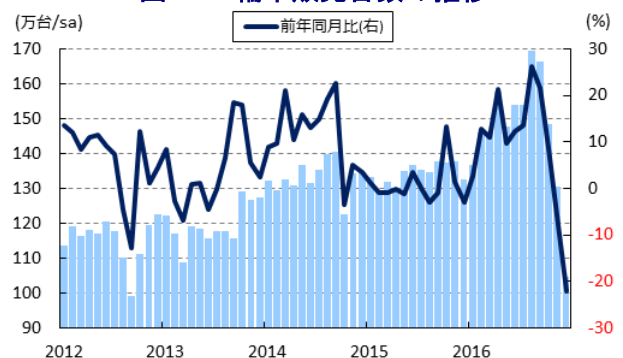
担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 足下のインドでは昨年11月に実施された高額紙幣廃止措置の影響で経済成長のけん引役である個人消費に急ブレーキが掛かっている。当初期待された不正蓄財のあぶり出しといった目的も不透明ななか、政府は先月末に発表した『経済白書』で今年度の経済成長率が下振れすることを明らかにした。一方、4月からの来年度には改革前進や悪影響の一巡を前提に成長率が加速するとの見方を示している。事実、すでに製造業では景況感に底打ちの兆しが出る動きもみられるなど、事態が早々に好転する可能性も出ている。
- 今月1日に財務省は来年度予算を発表したが、これは例年に比べて1ヶ月早い。この背景には、今年は政権が折り返しを迎える上に重要な地方選も予定されるなか、早期に高額紙幣廃止の影響払拭に取り組むたい意図もうかがえる。農村や貧困層、インフラを重点分野に予算配分が行われる一方、堅実な見通しにより財政赤字の拡大にも歯止めを掛ける。今年度予算では効率性や透明性を重視する取り組みも随所にみられるなど、国際金融市場を巡る不透明感も懸念されるなかで評価を意識した内容になったと思われる。
- 高額紙幣の廃止措置は功罪半ばするところだが、政府の意図通り「キャッシュレス化」が進展すればインド経済が大きな変貌を遂げる可能性はある。その実現に向けたハードルは決して低くないが、長年に亘って変われなかったインドが本当の意味で変貌し、魅力的な市場となっていく可能性には期待が持てよう。

- 足下のインド経済を巡っては、昨年11月にモディ政権が突如発表した2種類の高額紙幣(1000ルピー及び500ルピー)の廃止・回収及び新紙幣への切り替えに伴うドタバタが経済成長のけん引役である個人消費の足かせになることで、実体経済に急速に下押し圧力が掛かる事態となっている。同国経済はすべての商取引の8割超で現金で決済が行われるなど「現金主義」的な色合いが強いなか、同措置に伴う深刻な現金不足は二輪車や四輪車、住宅といった購入に際して頭金を要する消費活動の下押しに繋がっている。さらに、新紙幣の供給を巡っても新500ルピー札と新たに導入された2000ルピー札の供給が優先された結果、同国では小売分野の大半を「キラナ」と呼ばれる小規模小売店が占めるなか、つり銭用の小額紙幣に対する需要が急増して紙幣不足に陥る事態も生んでおり、結果的に幅広く消費が手控えられる状況となった。こうした動きは製造業・サービス業双方において景況感の悪化に繋がっているほか、消費活動の鈍化が物価上昇圧力のさらなる後退を招いてインフレ率の低下を促すといった事態を生んでいる。なお、モディ政権は同措置の目的として当初は汚職と偽造対策を据えており、旧紙幣から新紙幣への交換を銀行に限定するなど不正蓄財のあぶり出しを狙った意図がうかがえ、事前には市中に出回っている旧紙幣の3分の1程度が「死蔵化」することで実質的に不正資金が干上がるとみていた節がある。旧紙幣については昨年末を期限に銀行への預け入れが可能であったなか、最終的にはその期限内に市中に供給された旧紙幣の

図1 二輪車販売台数の推移

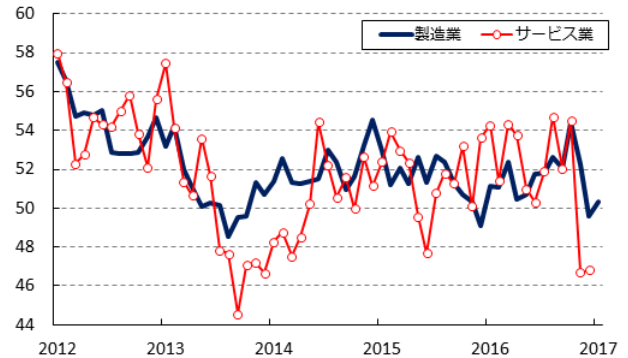


(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

97%近くが回収されるなどモディ政権の思惑が外れる事態となっており、同国内においても一連の措置は経済の大混乱を招いただけとの見方も出つつある。同政府（統計計画実行省）は先月初めに今年度（2016-17 年度）の経済成長率に関する見通しを発表しており、その際には「入手可能なデータがなかった」ことを理由に高額紙幣廃止による影響を織り込まず、実質GDP成長率を前年比+7.1%、実質GVA成長率を同+7.0%とし、7%超となる高い経済成長が可能とする強気の見方を示唆していた。しかしながら、先月末に財務省が発表した『経済白書』においては、今年度の実質GDP成長率が原油相場の底入れなどの影響も相俟って前年比+6.5%まで鈍化する可能性を示唆したほか、高額紙幣廃止による短期的な成長率の押し下げ圧力は▲0.25～0.5pt との見方を示す一方、中長期的にはプラスに寄与するとの考えを示した。『経済白書』のなかでは、高額紙幣廃止に関連したコラムを掲載しており、国内外において同措置による成長率への影響が様々な形で採り上げられることに対して抗弁する姿勢をみせた。そ

の上で、『経済白書』では4月から始まる来年度（2017-18 年度）の実質GDP成長率が前年比+6.75～7.50%に再び加速するとの見通しを示しており、その要因として税制改革をはじめとする構造改革の加速に加え、新紙幣の流通により悪影響が一巡すること、さらに、昨年末に開始された新所得申告制度（PMGKY）に伴う税収増も経済成長の押し上げに資するとしている。新紙幣導入の影響については、昨年末時点で需要の6割程度しか準備出来ていなかったことが混乱を招く要因になっているとしつつ、年度が替わる頃にはほぼ100%に達するとの見通しを示しており、こうした見方も早期に悪影響が収束するとの観測に繋がっていると考えられる。また、新紙幣への交換に銀行を介する仕組みが採られた結果、旧来は銀行との取引慣行が乏しい同国において金融深化という副次的効果が生まれているほか、金融機関が低コストで資金調達を行うことが可能になったことで低金利での新たなローンの仕組みが生まれるといった動きも出ている。都市部などでは、クレジットカードやインターネット、携帯電話を通じた電子決済が急速に普及するなどの動きも出ており、先行きについては消費行動が多様化していく可能性も考えられる。事実、昨年末にかけて大幅に悪化した製造業の景況感は1月には早くも好不況の分かれ目となる50を回復するなど、内需の底堅さを期待して企業が増産に前向きになりつつある様子もうかがえるなど、影響が一巡した後にはインドの消費市場が再び活況を呈する可能性も考えられる。なお、先月末に統計計画実施省は昨年度（2015-16 年度）の経済成長率を前年比+7.6%から同+7.9%に+0.3pt 上方修正しており、今年度の成長率が鈍化する可能性に対する「前裁き」のような動きをみせている。

図2 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

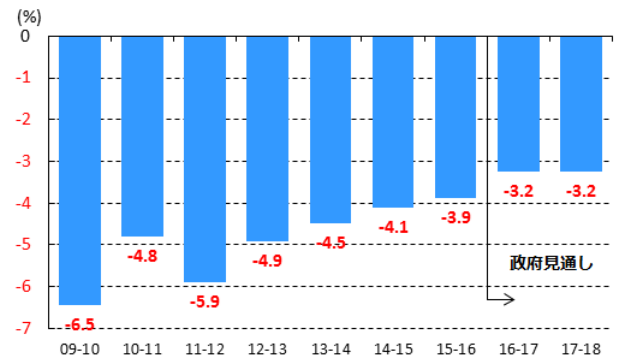
- 『経済白書』が発表された翌日である2月1日、財務省は4月から始まる来年度の予算案を発表した。例年、翌年度の予算案は2月末に発表されることが慣例になっているものの、今年についてはこれに反する形で約1ヶ月ほど前倒しで予算案が発表される異例の対応となった。この背景には、足下の同国経済が上述の通り高額紙幣廃止措置の影響で大きく混乱するなか、この影響を早期に払拭する狙いを示すとともに、今年は同国最大の人口を擁するウッタルプラデシュ州のほか、南部のゴア州など5つの州での地方議会選が行われることも影響している。特に、今年はモディ政権にとっては政権発足から丸3年を迎えるなど、政権の任期が「折り返し地点」を迎えるなかで2019年に予定される次期総選挙を睨むとともに、地方選が高額紙幣廃止措置に対する

「初めての通信簿」的な色彩を帯びていることもあり、「選挙対策」の意味合いを早めに打ち出したかったとの思惑も透けてみえる。さらに、今年度予算において様々な形で盛り込まれたスローガン（メイク・イン・インド、デジタル・インド、クリーン・インド、スキル・インドなど）にさらなる具体的な肉付けを行うとともに、10 の分野（農民、地方居住者、若者、貧困層・経済的弱者、インフラ、金融、デジタル化、公共サービス、財政健全化、税制）に対す

る予算の重点化を進める方針を示した。この方針は、昨年末にモディ首相が発表した貧困層に対する住宅供給支援策や農民の解放、中小企業支援策をはじめとする景気下支え策に則ったものであり、政権任期が折り返しを迎えるなかで景気を重視するとともに、選挙対策の観点から重要な鍵を握る農村をこれまで以上に重視する姿勢を鮮明にしたと判断出来る。なお、歳出規模は今年度見通し比で+6.6%増の 21.5 兆ルピーと伸びを抑制する一方、歳入総額についても同+6.5%増と比較的堅く見積もることにより、財政赤字の GDP 比を▲3.2%と今年度見通し（同▲3.2%）並みとするとしている。今年度の当初予算時点では、来年度には財政赤字を GDP 比▲3.0%に抑える『中期財政計画』が示されていたが、今回はその達成時期を 1 年後ろ倒しして 2018-19 年度以降としており、財政健全化目標を一旦棚上げすることで景気を重視する姿勢をみせている。シン前政権下で導入された地方の雇用保障政策である MGNREGA について、モディ政権は政権奪取後に批判を強めていたものの、農村重視路線から予算を重点配分する方針に転換したほか、農村部における電化率を 2018 年 5 月までに 100%にする方針を示している。また、貧困層や経済的弱者のほか、女性向けの支援として医療・保健関連の歳出を大幅に引き上げるほか、インフラ拡充を目的に今年度から連邦予算に統合された鉄道向けのほか、通信関連などの資本投資関連の歳出も大幅に拡充されている。一方、金融セクター改革の面で期待された国有銀行支援策は拡充されないなど「目にみえやすい歳出」が重視された可能性は高い。また、歳入面では所得税の最低税率を引き下げるとともに、中小企業に対する法人税率も引き下げるなど幅広く国民負担の軽減を図る一方、富裕層を対象とする新所得申告制度（PMGKY）を通じた税収増のほか、長年導入が待たれてきた GST（財・サービス税）の 4 月からの導入を前提に徴税率の向上を図るとしている。今年度予算においては、これまで別立てで組成されたことで腐敗や非効率性の温床となってきた鉄道予算が連邦予算に一本化されたほか、硬直化と全体像の不透明化に繋がってきた歳出項目の細分化も撤廃されるなど、効率性と透明性を意識した内容となっている。さらに、透明性向上の観点から対内直接投資の承認窓口の一つである外国投資促進委員会（FIPB）を廃止するほか、政府系石油会社の統合も併せて発表されるなど、同国政府を語る上で必ず指摘される「レッドテープ」と称される官僚主義的な構造にメスを入れる姿勢もうかがえる。GST の導入など構造改革の進展については、当初の見通しに比べて大きくスケジュールが後ろ倒しされており、今後もその動向に注視する必要性は高いものの、少なくとも来年度予算においてモディ政権が改革をもう一段前進させる姿勢を示したことは評価することが出来る。

- モディ政権による高額紙幣廃止措置については、その後に政府や準備銀（中銀）などによる後手を踏む対応が相次いだことに加え、所期の目的が十分に完遂出来たか否かも不透明なところが多いなど、事前に慎重かつ十分な検討がなされたかはうかがえないところがある。実際に幅広く消費活動などに悪影響が及んでいる上、分

図 3 財政赤字/GDP 比の推移



（出所）CEIC、インド財務省より第一生命経済研究所作成

野によっては依然として厳しい状況を脱していないところもあることを勘案すれば、「社会実験」と呼ぶには余りにもその代償は大きかったと言えよう。しかしながら、上記措置に伴って一時的に需要は大きく損なわれる事態となっているものの、そのことが市場としてのインドの魅力そのものを損なっている訳ではない上、新紙幣への切り替えがスムーズに行われた後には、一転して需要が大きく改善することも期待される。また、少し長い目でみれば、政府が目論む「キャッシュレス化」がインドで浸透する事態となれば、巨額のアングラマネーのほか、マネーロンダリング（資金洗浄）の多さがインド経済の不透明さに繋がってきたことを勘案すれば、その透明化が大きく前進することで同国政府のみならず、海外企業にとっても同国が魅力的な進出先に変貌することも期待される。おカネを巡る動きが透明化されることは、同国の慢性的な悩みの種となってきた間接コストの高さに起因するインフレ圧力の解消に向かうほか、すでに金融深化の進展を受けて金融機関のローン金利が低下するなどの効果が生まれている

図 4 短期金利(MIBOR3ヶ月物金利)の推移



ことは、消費活動の多様化を通じて一段と活発化させることにも繋がる。インド経済が本当の意味で「キャッシュレス化」に向かうためには、足下で不良債権が問題となっている金融セクターの健全化に向けた取り組みのほか、金融インフラの整備や技術革新の促進、さらに、法制度をはじめとする財産保護のあり方など、多様な変化を必要とすることになる。また、依然として「キラナ」が大半を占める小売業に対する外資への開放といったドラスティックな変化のほか、商慣習の変化といった社会・文化的な変革も必要になるだろうが、こうした変革が浸透し得る状況になれば、長年に亘って「変わらない」と思われてきたインドが大きく転換する可能性もある。モディ政権にとっては引き続き厳しい政権運営が待ち受ける状況には変わりがないものの、州議会選挙を無事に突破することが出来れば、その先にはもう一段の変革を起こすことが可能となることも期待される。

以 上