

ムーディーズが約14年ぶりにインドの格上げを決定

～同社はモディ政権の構造改革を評価も、他社が追随するかは不透明～

発表日：2017年11月20日(月)

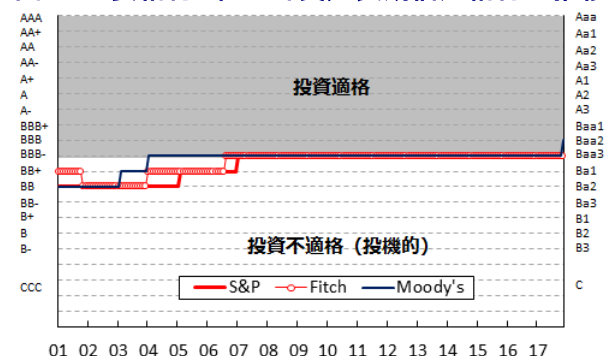
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 16日、米大手格付機関のムーディーズ社がインドの格上げを実施した。同社による格上げは約14年ぶりとなる。主要3社は2007年以降インドの格付を「投資適格級」にしているが、ムーディーズ社は現時点のインドの公的債務残高は大きい、モディ政権による構造改革の取り組みが財政健全化を促すと評価した。
 - 他方、同社は現時点の改革は「道半ば」と評しており、期待先行で格上げが行われた可能性は否めない。株価はすでに最高値圏にあるなど当面上値は追いつく一方、通貨ルピー相場には下支えに繋がらう。再来年の総選挙を見据えてモディ政権には「お墨付き」が追い風になると期待される。ただし、先月発表されたインフラ投資計画など歳出拡大圧力が懸念されるなかでの格上げには不透明なところも多い。ムーディーズ社以外の主要2社が追随するとは考えにくく、モディ政権の動きや効果を見定める余地は大きい。
- 16日、米大手格付機関のムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ社」)はインドの外貨建及び自国建の長期信用格付を「Baa3」から「Baa2」に1ノッチ引き上げる決定を行った。同社によるインド向け格付の引き上げは2004年以来であり、約14年ぶりのこととなる。インドの格付を巡っては、2007年以降主要3社がいずれも「投資適格級」としているものの、今回のムーディーズ社の格上げはインドの投資環境が一段と改善していることを示唆したものと捉えることが出来る。今回の決定についてムーディーズ社は、2014年に誕生したモディ政権による「構造改革の進展が持続可能な経済成長の促進に繋がる」との見方を示しており、具体的には今年7月から導入されたGST(財・サービス税)による税制改革による生産性向上、金融政策の枠組改善による政策効果の向上や銀行セクター改革、高額紙幣廃止措置と生体認証を用いた国民総背番号制(アダール制度)による社会保障制度の拡充などを挙げている。なお、一連の取り組みに伴う現実的な経済成長への押し上げ効果発現には時間を要する一方、GST導入や高額紙幣廃止措置は短期的に景気の下押し圧力となる状況がみられるなか、同社は「今年度の経済成長率は前年比+6.7%に留まるものの、来年度には同+7.5%に加速し、再来年度にも同程度の成長が続く」ほか、長期的には「他のBaa格の国々を大きく上回る成長が見込まれる」との見方を示している。他方、インドは昨年末時点の公的債務残高がGDP比68%とBaa格の国々の平均(44%)を大きく上回るものの、構造改革の進展に加え、近年の民間部門の貯蓄率向上の動きのほか、GST導入などに伴う税制改正や高額紙幣廃止措置に伴ういわゆる「アングラマネー」の駆逐などに伴い財政運営の透明度が高まるとし、同社は「GST導入などに伴う経済成長率鈍化にも拘らず、今年末時点の公的債務残高はGDP比69%とわずかな上昇に留まる」との見方を示している。また、モディ政権による「アングラマネー」の駆逐などを通じた汚職撲滅の取り組みや、一連の改革などに伴う徴税強化の動きは政府の統治機構の改善を促すと

図1 主要格付3社の外貨建長期信用格付の推移



(出所) 各社ホームページなどより第一生命経済研究所作成

もに、モディ政権下でも引き続き堅持されている財政責任予算管理法（FRBM）も政策の信頼度向上に繋がるとしている。さらに、金融政策についても準備銀はラジャン前総裁の下で政策決定を巡る透明性及び効率性向上に向けた取り組みを進めており、それに伴う信認向上は外貨準備の増加を促しているほか、潜在的な外的ショックに対する耐性向上に繋がっているとした。その上で、先月政府が発表した国有銀行に対する不良債権処理策（詳細は2日付レポート「[インドの不良債権処理はようやく加速するか](#)」をご参照下さい）や、法制度整備が進められた破産手続きなどの進展などは、短期的には公的債務を押し上げるリスクはある一方、不良債権処理を通じて資本コストの低下が促されるほか、中期的には経済成長と財政健全化の両立に繋がるとしている。なお、先行きについては財政健全化の足取りが進めば一段の格上げが行われる可能性がある一方、外的ショックに伴う脆弱性が急速に高まる事態に見舞われれば格下げが行われる可能性もあるとしており、モディ政権が今後も着実に構造改革を前進させられるか否かに掛かっていると見える。

- 今回ムーディーズ社は予想外の形で格上げを決定したが、声明文のなかでは「幅広い分野で経済及び構造改革が行われているものの、依然として「道半ば」の状況にある」と付言するなど、現時点において一連の動きによる実体的な効果が表面化している訳ではない点には注意が必要である。その上で、同社はモディ政権が今後もこれまでに比べて構造改革の動きを加速化させることを「期待している」としており、期待が色濃く反映される形で格上げが行われた可能性はある。ただし、モディ政権を支えるインド人民党（BJP）率いる与党は今年春先に行われた主要5州における地方議会選挙で予想を上回る大勝利を収めており、再来年にも行われる次期総選挙でのモディ政権継続による「政権長期化」が視野に入っているほか、地方選での連勝に伴い遠くない将来には現在は少数派に留まる議会上院（ラージャ・サバー）でも与党が多数派を形成する可能性を指摘する声も出ている。こうしたなかでのムーディーズ社による格上げ実施は、主要格付機関がモディ政権による構造改革に「お墨付き」を与えたことに繋がるとともに、今後選挙戦が進展していくなかで与党が政策の成果などを強調する材料として利用することも予想される。インドの金融市場においては、今月に入って以降主要株価指数（SENSEX）は最高値を更新するなどすでに活況を呈しており、反って高値が警戒される状況にあることから、今回のムーディーズ社による決定が一段と相場の押し上げに繋がるかは不透明である。

他方、過去数年については国際金融市場の動揺などに伴い下押し圧力が掛かることが少なくなかった通貨ルピー相場は年明け以降底堅い展開をみせており、一連の構造改革の動きが対外収支構造の強化に繋がるとみられるほか、ムーディーズ社による「お墨付き」は先行きのルピー相場の行方にとってプラスの効果を与えることは期待される。ただし、先月モディ政権は国有銀行の不良債権処理案とともに、景気押し上げの観点から巨額のインフラ投資計画を発表しており、計画段階では財政資金の投入を極力小さくする方針が謳われて

図2 主要株価指数(SENSEX)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 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

いるものの、今年度はすでに州政府による農家を対象とする債務減免措置などに伴い歳出拡大圧力が掛かるなか、一連の施策がさらなる歳出拡大圧力となる可能性は避けられない。よって、一連の構造改革が本当に財政健全化の道のを前進させるかについては依然不透明なところが残るにも拘らず、ムーディーズ社が突如格上げを実施していることを勘案すれば、他の主要2社がこの動きに追随するかは現時点では見通しにくく、今後のモディ政権の動きやそれに伴う現実的な効果を見定める余地は大きいと判断出来よう。

以 上