

インドの不良債権処理は一步前進へ

～期待の反面、財政負担増大懸念による金利上昇には要警戒～

発表日：2018年1月5日(金)

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)

- インド経済は中国に次ぐ世界経済の成長エンジンと期待されるものの、十分に期待に応えられない状況が続いている。昨年は高額紙幣廃止やG S T導入に伴う混乱が景気の下押し要因になったが、企業景況感は影響克服を示唆するなど早晩勢を取り戻すとみられる。また、構造改革への期待は海外資金の流入の追い風となっており、このことも企業景況感の改善を促す一助となっている可能性が考えられる。
 - 他方、インドでは銀行セクターの不良債権問題が経済活動の足かせになるなか、モディ政権は昨年10月に国有銀行を対象とする資本注入策を発表した。そして4日、今年度中に8000億ルピー規模の資本注入関連支出を行う方針が示された。詳細は不明だがキャッシュによる支出はないなど財政悪化は避けられるとし、世界的な「ぬるま湯」的環境も相俟って株価は最高値圏で推移するなど金融市場は好感している。
 - ただし、資本注入策と併せて発表された巨額のインフラ投資計画に加え、足下ではインフレ圧力の高まりが警戒される動きが続いており、長期金利は上昇基調を強めている。「ぬるま湯」的な金融環境により事態は落ち着いているが、モディ政権には着実に不良債権処理に取り組むとともに、過度な財政負担増大を抑えるべく慎重な対応を採ることで構造改革を堅持する姿勢を国内外に示すことが求められる。
- インド経済を巡っては、中国経済が以前のような勢いを失うなか、その人口の多さも相俟って中国に次ぐ形で世界経済の「成長エンジン」になると期待されているものの、ここ数年は必ずしもその期待に応えるような成果を挙げられずにいる。なお、昨年のインド経済については、一昨年末の高額紙幣廃止措置、その後も昨年7月に導入されたG S T（財・サービス税）といったモディ政権による施策による混乱に見舞われる事態が相次いだ。よって、今年3月までを対象とする今年度（2017-18年度）の経済成長率には大きく下押し圧力が掛かることは避けられず、当研究所は+6.4%と4年ぶりの低水準に留まると予想している（詳細は12月1日付レポート「[インド経済は「荒波」を克服しつつある模様](#)」をご参照下さい）。ただし、上述した高額紙幣廃止措置やG S T導入を受けて企業部門の景況感は一時的に調整する事態に見舞われたものの、その後は比較的早期に影響を克服しているほか、直近の製造業PMIは5年ぶりの高水準となり勢いを増すなど状況は大きく改善している。また、製造業に比べて相対的に弱含んでいるサービス業についても、足下では好不況の別れ目となる50を上回る推移が続くなど景気拡大を示唆する展開が続いており、足下のインド経済は緩やかながら拡大基調を歩んでいると捉えることが出来る。なお、こうした堅調な景気拡大の原動力となっているのは、足下では底入れの兆しがみられるもののインフレ率が依然低水準に抑えられるなかで家計部門の実質購買力が下支えしていることに加え、世界的な「カネ余り」も追い風に海外資金の流入が活発に推移していることも影響していると考えられる。特に、G S T導入については

図1 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

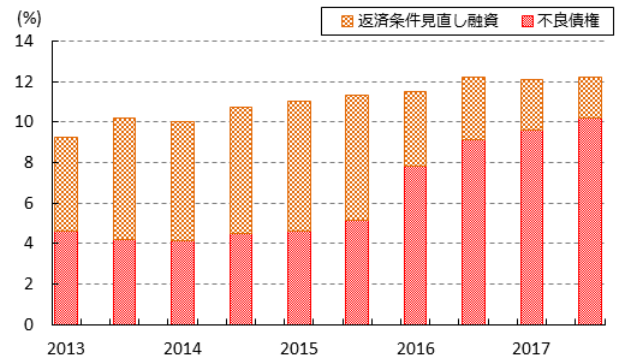
それに伴う大幅な税制改正が行われたこともあり、同国内での生産をはじめとする経済活動に好影響を与え、モディ政権が掲げる経済政策の柱のひとつである「メイク・イン・インディア」に資することが期待される。こうした一連の取り組みは、昨年 11 月の米格付機関ムーディーズ社による約 14 年ぶりの格上げ実施にも繋がっているとみられ（詳細は 11 月 20 日付レポート「[ムーディーズが約 14 年ぶりにインドの格上げを決定](#)」をご参照下さい）、この動きも海外資金の流入を後押しする一助となっている可能性はある。

- 他方、インドでは過去数年に亘って景気が勢いを欠く展開が続いたことも影響して国有銀行を中心に銀行セクターの不良債権比率が上昇しており、元々与信能力が乏しいとされるなかで十分な資金供給を行うことが出来ず経済活動全般に対する足かせになることが懸念されてきた。インド準備銀（中銀）はここ数年、問題解決の促進に向けて取り組みを強化する方針を示したほか、

モディ政権も法制度の整備などを通じた側面支援は行う一方、十分な予算手当がなされないなど根本的な課題解消に向けた動きには繋がらず、不良債権比率は昨年 9 月末時点で 10.2%に上昇しており、条件緩和債権を併せると 12.2%に達している（国有銀行に限れば 16.2%）。よって、銀行セクターの不良債権処理はインド経済の持続的成長の実現にも急務とされるなか、モディ政権は昨年 10 月末に向こう 2 ヶ年に亘り 21 行の国有銀行を対象に総額 2.11 兆ルピー規模の公的資金を注入する計画を発表した（詳細は 11 月 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）。その際、資金手当として 1.35 兆ルピー規模の資本増強債券（国債）発行に加え、5800 億ルピー規模の政府保有の銀行株売却とする方針が示されていたが、4 日に政府は今年度内の国有銀行を対象とする資本増強に関連する歳出計画を議会下院（ローク・サバー）に提出し、今後承認作業が行われる見通しである。同計画によると今年度中に 8000 億ルピー規模の追加支出が行われる見通しだが、財務省は同計画によってキャッシュによる歳出は伴わないと説明しており、当初懸念された財政赤字拡大には繋がらないとみられる一方、如何なる形で資本注入が行われるかを注視する必要性は変わっていない。インドの銀行セクターを巡っては、総資産の 3 分の 2 以上が国有銀行に集中し、不良債権の大半を国有銀行が抱える歪な状況にあるなか、来年 3 月末を目途に国際的な自己資本基準である「バーゼルⅢ」のクリアに必要な資本増強圧力にも晒されており、不良債権処理は焦眉の急となっている。今回の動きを受けて金融市場では銀行セクターを中心に株価が上昇し、主要株式指数である SENSEX も最高値を更新するなど、世界的な「ぬるま湯」的な金融環境も相俟って活況を呈しており、当面はこうした状況が続く可能性は高いと見込まれる。

● その一方、ここ数ヶ月に亘って長期金利が上昇基調を強めており、足下では約 1 年半ぶりの高水準となるなど、個人消費をはじめとする内需に影響を与える可能性が懸念される。こうした背景には、インフレ率が低水準で推移していることを理由に、準備銀は昨年 8 月の定例会合において利下げを実施したものの、その後の米国 F

図 2 銀行セクターの不良債権比率の推移



（出所）インド準備銀行資料より第一生命経済研究所作成

図 3 株式指数(ムンバイ SENSEX)の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

R B（連邦準備制度理事会）によるバランスシート縮小など金融政策の正常化に向けた姿勢が示された後、インドでは資金流出圧力が高まり、追加的な金融緩和のハードルが高まったことがある。さらに、足下では昨年のモンスーン（雨季）の影響でカリフ期の主要穀物の作柄が前年を下回った結果、食料品を中心に物価上昇圧力が高まっており、インフレ率に底打ちの動きが出ていることも追加利下げを難しくしている。また、国際金融市場では中東情勢を巡る不透明感なども追い

風に原油相場は上昇基調を強めており、国内で使用する原油の約7割を中東などからの輸入に依存する同国ではインフレ圧力が意識されやすくなっていることも、足下の金利上昇を促す一因になっているとみられる。上述の銀行セクターの不良債権処理策に併せて発表された巨額のインフラ投資計画に伴い財政的な負担増大が懸念されるほか、今年度は州政府レベルで農家を対象とする債務減免措置が相次いで実施されるなど、地方を中心に財政状態の悪化が警戒されることも金利上昇の追い風になっているとみられる。現状は世界的な「ぬるま湯」的な環境も追い風とする海外資金の流入も続いており、金融市場を取り巻く環境は落ち着いた展開が続いているものの、環境が一変すればリスクが殊更に意識される事態も予想されることから、モディ政権には着実に不良債権処理に取り組むとともに過度な財政負担を高める対応には慎重さも求められる。2019年の次期総選挙を控え、昨年度以降の一連の構造改革を受けて国民のなかに少なからず軋轢が生じていることもあり、来年度は構造改革のペースが鈍化する可能性は高いと見込まれるが、そうしたなかでも改革姿勢を堅持することが望まれる。

以 上

図4 長期金利(10年債利回り)の推移

