

インド・モディ政権1期目最後の予算は総選挙を強く意識

～景気浮揚重視で陰りが出つつあるモディ人気の再浮揚に繋がるか注目～

発表日：2018年2月2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)

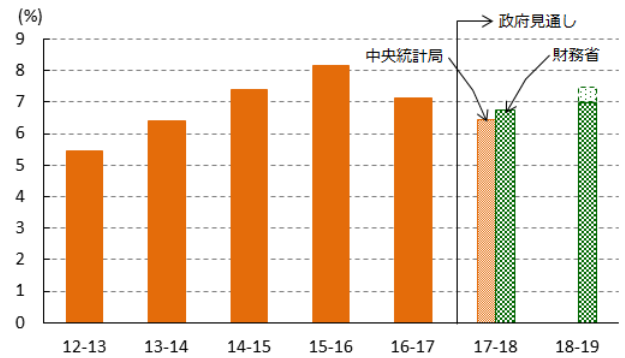
(要旨)

- 一昨年末以降のインド経済は高額紙幣廃止やG S T導入に伴う混乱に見舞われたが、その後は比較的早期に影響を克服しつつある。モディ政権が進める構造改革への期待も高く、政府は『経済白書』で今年度の経済成長率は前年比+6.75%に減速するも、来年度は同+7.0～7.5%に加速するとの見通しを示した。さらに、新たな産業政策「メイク・イン・インド2.0」を提唱するなど投資誘致を積極化させる見通しだ。他方、政府内では景気見通しにバラつきがあるほか、原油高による悪影響への懸念はくすぶっている。
- 1日に発表された来年度予算はモディ政権1期目最後の予算であり、次期総選挙を見据えて財政健全化目標を棚上げして景気浮揚を重視する内容となった。インフラ投資拡充による景気押し上げのほか、「票田」となる低所得層や農村への配慮が色濃く示されている。歳入面では改革に伴う徴税率向上の効果がうかがえる一方、過度な見積もりに繋がるリスクは残る。今年度は州レベルでの地方財政の悪化が国家財政全体の悪化を招いていることから、来年度も総選挙を前に同様の影響が出る可能性には要注意である。
- 予算案に併せて発表された『中期財政計画』では財政健全化目標の達成年度が2年後ろ倒しされた。足下ではインフレ底入れなどに伴い長期金利が上昇基調を強めるが、先行きも金利の高止まりはさけられない。来年度予算が選挙シフトの色合いを強める背景には政権を支える「モディ人気」の陰りも影響している。民主主義国家ゆえに選挙への配慮は仕方ないが、野放図な歳出拡大を抑える取り組みも求められる。

- 一昨年末以降のインド経済を巡っては、モディ政権が突如発表した高額紙幣廃止措置による混乱に加え、その後も昨年7月から導入されたG S T（財・サービス税）による混乱も重なり、世界経済の自律回復の動きを追い風に多くの新興国が成長率を加速させるなか、インドは減速感を強めるなど対照的な動きをみせている。ただし、その強引な導入も影響する形で『ショック療法』とも揶揄された高額紙幣廃止措置については、モディ政権が掲げる経済政策の一翼を担う「デジタル・インド」政策も追い風に電子マネーの普及加速が進み、新紙幣への切り替えに銀行口座の開設を前提としたことで金融深化（financial inclusion）も進むなど副次的効果も生んでいる。これらは支払い慣行の透明化を通じて経済成長のけん引役である個人消費環境を改善している上、金融深化に伴う金融機関の余資運用機会の拡大はインフレ率の低下も相俟って金融市場の金利低下を促すなど、個人消費の押し上げに寄与している。また、G S Tについては税率の全国一律化による税制簡素化を謳ったものの、複数の税率が並存する複雑さや税の転嫁時期を巡る不透明さが販売現場での混乱を招き、結果的に生産の下押し圧力に繋がった。その後は比較的早期に悪影響を脱する動きがみられるものの、当初期待された税収に満たない状況が続くなか、政府は最高税率の対象品目数の削減に加え、一部の物品・サービスを対象に税率を引き下げるなど徴税率向上に向けた調整に動いており、マクロ的な影響も早晚収束すると見込まれる。こうした動きは、それぞれのイベントを経て一時的に調整圧力が掛かった企業景況感がその後比較的早期に持ち直しの動きをみせていることに現われている上、足下においても一進一退の様相をみせつつ改善基調を強めていることを勘案すれば「克服した」と捉えることが出来る。さらに、G S T導入と同時に行われた税制改正は70年ぶりとされる抜本的なものであり、同国では長らく州が強固な権限を有する連邦制が採用さ

れ、州ごとに複雑で入り組んだ税体系となることが対内直接投資の阻害要因となってきたが、税制面での「ひとつのインド」の具現化が投資の流入を促すと期待される。このようにインド経済を取り巻く環境の変化が期待されることは、先月開催されたダボス会議においてモディ首相が 2025 年の経済規模が現状の 2 倍の 5 兆ドルと世界第 4 位になるとの見通しを示したほか、その実現に向けて海外からの投資誘致を積極化させる姿勢をみせたことにも現れている。なお、先月末にイ

図 1 実質 GDP 成長率の実績と見通しの推移



(出所)財務省、中央統計局、CEIC より第一生命経済研究所作成

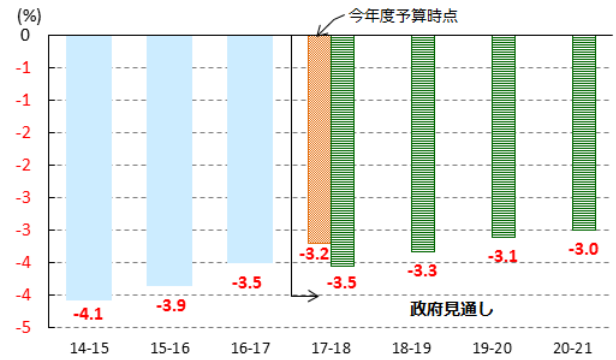
ンド財務省が発表した『経済白書』によると、今年度（2017-18 年度）の実質 GDP 成長率は前年比+6.75%と前年度（同+7.1%）から 4 年ぶりに 7%を下回る伸びに鈍化するものの、来年度には同+7.0~7.5%の水準に加速するとの見通しを示している。この見通しの前提に立つと、今年度前半の成長率は前年比+6.0%に留まったものの、年度後半は同+7.5%と大幅に加速しており、その理由に「GST 導入による財政面での効果に加え、銀行セクターの資本増強策、対内直接投資の規制緩和、輸出拡大の動きが経済成長を後押ししている」ことを挙げる。その上で、GST 導入に伴って間接税の徴税対象者が 5 割以上拡大するなどの効果を挙げる一方、制度面などの対応に遅れが生じており、早急に対策を講じる必要があるとの考えを示している。他方、供給サイドの GDP 統計に当たる GVA ベースでは、今年度の成長率は前年比+6.1%と前年度（同+6.6%）から減速するとの見通しを示す一方、モディ政権が掲げる経済政策の「メイク・イン・インド」を発展させた「メイク・イン・インド 2.0」を提唱している。同計画では成長率向上に向けて二桁成長が見込める分野として資本財、自動車、防衛産業、医薬品、再生エネルギーの 5 分野を重点化するとともに、化学、バイオ、電子システム設計・製造、皮革製品、繊維、食品加工、宝飾品、建設、海運、鉄道の 10 分野を国際競争に勝てるよう支援する必要性を訴えている。モディ首相はダボス会議での基調講演において対内直接投資の拡大を訴えたが、今後はこれらの分野がその中心的な役割を担う可能性が高まると考えられよう。なお、インド統計局は先月末に最新の今年度の経済成長率見通しを発表しており、実質 GDP 成長率は前年比+6.5%、GVA 成長率は同+5.5%といずれも財務省（経済白書）の見立てに比べて低い伸びに留まる。財務省による成長率見通しは予算策定時の税収見通しなどの前提となるため、財政状態を良くみせるために強気の前提を置いている可能性があり、予算案をみる際に注意すべき点になることは間違いない。また、来年度の景気動向については、足下で底入れが進む原油相場の動向を警戒する姿勢をみせており、今後の市場動向によっては景気が下振れするリスクもくすぶっている。

- インドでは長年 2 月末に翌年度の予算案が発表されてきたが、昨年は高額紙幣廃止措置に伴う混乱収束を目指す観点から慣例を破ってスケジュールを 1 ヶ月前倒しする形で今年度予算案が発表され、今年も 2 月 1 日に来年度予算案が発表されるなど新たなスケジュールが定例化しつつある。なお、来年度予算は 2014 年に発足したモディ政権 1 期目として策定する最後の年度予算となる上、来年実施予定の総選挙を控えるなかでのアピールの意味合いもあり、早いタイミングでの公表に踏み切ったと捉えることが出来る。歳出規模は 24.4 兆ルピーと今年度見通し対比+10.1%（今年度予算対比+13.8%）増加と 3 年連続で二桁増となるなど、総選挙を見据える形で歳出増による景気押し上げを狙う一方、財政赤字幅は GDP 比▲3.3%と今年度見通し（同▲3.5%）から縮小するものの、今年度予算時点では財政赤字を同▲3.0%への圧縮を来年度とした中期財政目標の達成

時期を2年後ろ倒しする。なお、財政健全化目標については『経済白書』において「財政状況の進展具合などを勘案すれば、一般財政の再建に向けた取り組み中断の可能性を排除出来ない」との指摘がなされており、こうした政府の姿勢を事前に織り込ませる動きであったとみられる。また、モディ政権は昨年10月に銀行セクターの不良債権処理対策に加え、向こう5ヶ年を対象に巨額のインフラ投資計画を発表しており、それに伴う歳出増が見込まれていたことを勘案すれば、比較的穏当な水準で落とし処が見出せたともみることが出来る。こうした動きを反映する形で来年度予算では道路関連予算が前年比+19.3%、鉄道関連が同+12.1%、航空関連が同+143.6%と輸送インフラ関連で大幅に拡充されるなど、国が主導する形でインフラ拡充を図ることで成長を押し上げる姿勢を明確にしている。さらに、海外からの直接投資の誘致を目指す拠点としてモディ政権が開発を進める「スマートシティ」関連の予算も前年比+54.2%増加しており、来年度予算はモディ政権が発足以来進めてきた財政健全化路線から景気拡大に向けて一段と軸足を移したものと考えられる。その一方、来年の総選挙を見据える形で最大の「票田」となる地方・農村部に対する配慮をみせるなど「バラ撒き」色も強まっている。低所得者及び農村部を対象とする食料、農業、石油関連の補助金は前年比+15.1%増加しており、農業関連予算も同+13.6%増加したほか、モディ首相が自ら「世界最大の政府補助による医療保障スキーム」と謳う『モディケア』を発表し、同計画では1億の低所得世帯を対象に年間50万ルピーを上限に医療費が補助される。また、習近平政権が進める「一带一路」構想に関連して同国周辺における緊張状態が高まっていることに対応して防衛関連予算を前年比+8.1%増加し、防衛装備の近代化及び国産化を進めるべく2つの「防衛産業回廊」の開発を進めるとともに、国境周辺の防衛能力強化に向けた取り組みを前進させる。他方、歳入面ではGSTの導入に伴う税収増を見込んでいるが、それ以外の個別の税収についても過去数年に比べてGDP規模に対する割合が上昇する傾向がみられる。その背景として、高額紙幣廃止措置の実施と生体認証を用いた国民背番号制度（アダール制度）に伴い税の補足率が向上していることが考えられるものの、今年度見通しでさえ予算時点に比べて上昇していることの説明は付きにくい点には注意が必要である。なお、予算の前提となる来年度の名目GDP成長率は前年比+11.5%となっており、『経済白書』における財務省の見通しに基づけば無理のない水準と見込まれるものの、中央統計局が発表している今年度見通し（同+9.0%）と比較すると上振れしている感は否めない。今年度については州政府レベルで農家を対象とする債務減免措置の実施が相次ぐなど地方財政の悪化が財政状況のひっ迫度合いを高めることに繋がったが、来年度は総選挙を見据えて同様の動きが広がりをもたせるリスクもあり、見通し以上に歳入減及び歳出増に伴う財政悪化が進む可能性には引き続き注意が必要である。

- 政府は毎年の次年度予算案に併せて『中期財政計画』を発表しており、今年度予算案時点においては政府の財政健全化の目途とする財政赤字/GDP比を▲3.0%とする年度が2018-19年度以降に後ろ倒しされたが、今回はそこから2年と一段と後ろ倒しされることが明らかになっている。なお、先行きの財政運営に当たっては税の補足率及び徴税率向上を図ることで税収/GDP比の向上に取り組む一方、短期的にはインフラ投資の拡充などを通じた景気押し上げに注力するものの、景気加速が確認された後には歳出の見直しに取り組むことで健全化目標の実現を図るとしている。また、足下では連邦政府が影響力を行使することが出来ない州レベルなど

図2 財政収支/GDP比の実績と見通しの推移



（出所）財務省公表資料などより第一生命経済研究所作成

の地方財政の悪化が財政全体の悪化の一因になっていることに対しては、一般政府債務がGDP比で60%を超えないことを定める財政責任予算管理法の厳格な運用を図る方針を堅持している。州レベルでの取り組みについては、モディ政権が推進する構造改革の実現に向けて州どうしの競争を喚起する「競争的連邦制」の採用が奏功していることから、これを援用する形で財政健全化目標を後押しすることも考えられる。ただし、予算案を巡っては過去数年に亘って財政健全化目標の後ろ倒しが繰り返されており、目標そのものが有名無実化していることは否めないほか、来年の総選挙を見据えれば一段と財政規律が緩むことも懸念される。足下では、長期に亘り低水準で推移してきたインフレ率に底入れの兆候が出ていることから、準備銀による金融引き締め動きが前倒しされるとの見方が影響して長期金利が上昇基調を強めているが、来年度予算案で財政規律が緩む可能性が高まったことで金利は一段と上昇圧力を強めると見込まれる。そうなれば、一昨年来のモディ政権が実施した一連の「ショック療法」による金利低下を受けて個人消費を取り巻く環境が改善した流れが一変するほか、企業の資金調達環境の悪化が投資意欲を削ぐことで経済成長の可能性が減じられることも懸念される。モディ政権が財政健全化計画を棚上げして景気重視にシフトしている背景には、モディ首相並びに与党BJP（インド人民党）に対する風向きが変わり

図3 長期金利(10年債利回りの推移



つつあることも影響しているとみられる。昨年春に行われた同国最大のウッタルプラデシュ（UP）州など5州で行われた州議会選挙では、高額紙幣廃止措置による悪影響が懸念されたものの、モディ首相個人に対する人気などに支えられる形で「4勝（1敗）」と事前予想を上回る戦果を挙げることが出来た。さらに、昨年12月に行われたモディ首相の「お膝元」のグジャラート（GJ）州とヒマチャルプラデシュ（HP）州議会選では、両州で与党BJPが与党となり、特にHP州では国民会議派から与党の座を奪取することに成功しており、与党連合が多数派を形成する州は全体の6割強に達している。この勢いを維持出来れば、現時点で少数与党状態が続く議会上院（ラージャ・サバー）においても早晩多数派を形成することが可能になると見込まれる。しかしながら、GJ州議会選で与党BJPは過半数を死守したものの議席数を減らしており、その一方で最大野党の国民会議派が善戦するなど、選挙の頼みの綱となってきたモディ人気に陰りが出る兆しもみられる。事実、インド国内で行われている様々な世論調査などではモディ氏の支持率が低下傾向を強める一方、長期に亘って低迷が続いてきた最大野党国民会議派のラフル・ガンディー氏の支持率に底入れの動きが出ている。ただし、現時点において両者の差は依然歴然としており、これが早々に逆転する可能性は低いとみられるが、今年は現時点で野党が多数を占めるカルナタカ（KA）州のほか、与党が多数派を占めるマディヤプラデシュ（MP）州やラジャスタン（RJ）州など上院での議席枠が多い州での選挙が控えるなか、この行方によどのような影響が出るかが注目される。モディ政権並びに与党BJPとしては、野党に流れが傾く兆しが出る前に来年度予算を通じて景気浮揚を図るとともに、次期総選挙での勝利を通じて長期政権化への道筋を付けたいとの思惑が強くにじんでいる。「世界最大の民主主義国家」を標榜するインドゆえに、選挙に勝つことが至上命題であることを勘案すれば、目先の景気動向に拘泥せざるを得ないことは仕方ない一方、今回予算が大幅に拡充されたインフラ関連などが長期的に潜在成長率の向上に資するものとなるか否かは引き続き注意深く見守る必要がある。足下の「ぬるま湯」的な金融市場が続いている影響もあり、期待が幾分実力以上になりやすい今こ

そ、野放図な歳出拡大と一線を画する対応をみせることにより、そうした懸念に対して明確な答えを出していくことが求められる。

以 上