

インド、金融市場が「景気刺激策」に抱く期待は本物か

～減税策や利下げの効果は見込まれるが、不良債権問題が重石となる状況は変わらず～

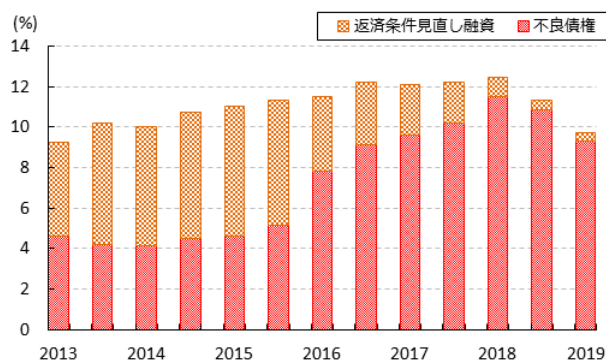
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は頭打ちの様相を強めるなか、当初はアジアのなかで外需依存度が低いインドへの影響は限定的とみられた。しかし、欧米向け輸出比率の高さに加え、昨年の金融市場の動揺の余波に伴い不良債権懸念が高まり資金需給がひっ迫した結果、成長の原動力である家計消費など内需も鈍化した。足下の成長率は丸5年ぶりの低水準に減速するなど、モディ政権の5年間でインド経済は「振り出し」に戻る格好となった。
- モディ政権は今春の総選挙で「地滑りの」勝利を収め、モディノミクスの再加速が期待されたが、今年度本予算は具体性を欠く空振りに終わった。しかし、その後も景気減速が懸念され、経済界は景気刺激策の要望を強めた結果、政府は先月末に法人税減税を柱とする景気刺激策を発表した。金融市場はこれを好感するが、財政健全化は後退する一方、潜在成長率の向上を促せるかは不透明である。また、足下の景気低迷の「元凶」である銀行セクターの不良債権問題の行方は不透明であり、金融市場の活況は期待先行の域を出ないと言える。
- 年明け以降中銀は景気下支えのため利下げを急いでおり、足下のインフレ率は比較的安定するなか、4日の定例会合でも5会合連続の利下げを決定した。先行きのインフレは短期的に上振れする一方、中期的には安定するとの見通しを据え置く一方、今年度の経済成長率は+6.1%(←+6.9%)と大幅に下方修正した。政策委員には大幅利下げを主張する向きもあり、今後もさらなる利下げに動く可能性は高い。他方、銀行部門を巡る問題対応の加速化は期待出来ず、今後も引き続き不良債権問題が経済の足かせとなる状況が続くであろう。

足下の世界経済を巡っては、昨年来の米中摩擦の激化の動きに加え、世界的に保護主義姿勢が強まる動きが広がりを見せるなか、結果的に世界貿易は急速に萎縮するなどの影響が出ているほか、これに伴い世界的に製造業を中心に企業マインドも頭打ちするなど、景気の減速懸念が高まっている。インドについては、経済の輸出依存度が他のアジア新興国などと比較して相対的に低く、世界的な貿易萎縮による影響は受けにくいと捉えられてきたものの、輸出の2割弱をEU（欧州連合）向けが、1割弱を中国（含、香港）向けが占めており、世界経済の減速に伴う外需への悪影響は免れない。さらに、昨年のいわゆる『トルコ・ショック』をきっかけにした国際金融市場の動揺では、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱さを理由に資金流出圧力が強まり、インド準備銀行（中銀）は通貨ルーpee相場防衛のため利上げに追い込まれた。ただし、その背後で国内金融市場では資金需給が

図1 銀行セクターの不良債権比率の推移



(出所) インド準備銀行より第一生命経済研究所作成

急速にタイト化した影響でノンバンク部門を中心に流動性の枯渇化が懸念され、それに伴い銀行部門を始め金融セクター全体にも流動性を巡る不透明感が高まる事態に発展した。なお、年明け以降は米FRB（連邦準備制度理事会）による『ハト派』姿勢転換などで資金流出圧力は弱まっているものの、国有銀行を中心に銀行部門の不良債権比率は10%弱と高水準であり、景気減速に伴う不良債権化リスクの高まりが懸念されている。中銀は年明け以降、度重なる利下げ実施を通じて景気下支えを図る姿勢を強めているものの、上述の通り銀行部門は不良債権の増大リスクを警戒して貸出金利を引き下げられず、利下げは所期の効果を挙げるに至っていない。結果、同国景気は頭打ちの様相を強めており、昨年度の経済成長率は前年比+6.8%と5年ぶりに7%を下回る伸びに減速したほか、その後についても4-6月期の実質GDP成長率は前年比+5.0%、実質GVA成長率は同+4.9%と丸5年ぶりの低水準に鈍化するなど、モディ政権の5年間で同国経済は『振り出し』に戻る格好となっている（詳細は9月2日付レポート「[インド経済はモディ政権の5年間で「振り出し」に戻った](#)」をご参照下さい）。

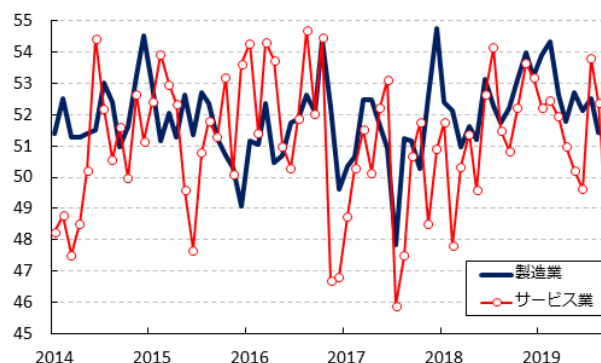
なお、今年4月から5月にかけて実施された5年に一度の連邦議会下院（ローク・サバー）総選挙では、モディ政権を支える最大与党・インド人民党（BJP）が議席を積み増して35年ぶりに単独政党として2回連続で半数を上回る議席を獲得したほか、与党連立（NDA：国民民主連合）の議席数は3分の2弱となるなど『地滑りの』大勝利を収めた。よって、総選挙後に発足した新政権の下で7月に公表された今年度予算では、政権1期目の経済政策の柱である「モディノミクス」の建て直し及び加速化が期待されたものの、インフラ投資と雇用創出、デジタルコンテンツ分野を重点投資対象に掲げる一方、具体的な施策に乏しい内容に留まるなど金融市場の期待は『空振り』に終わった（詳細は7月8日付レポート「[インド、本予算は「モディノミクス](#)

[2.0」へのギアアップに繋がるか](#)」をご参照下さい）。

事実、足下の企業マインドは世界経済が頭打ちの様相を強めていることで輸出が鈍化傾向を強めていることに加え、上述の通り年明け以降の中銀による度重なる利下げ実施にも拘らず、銀行セクターが抱える巨額の不良債権問題が影響して市中金利が高止まりしている上、雇用・所得環境の悪化も重なり家計消費など内需も力強さを欠いており、製造業、サービス業ともに勢いに乏しい状況が続

いている。内・外需双方で景気減速が一段と意識されるなか、経済界からは政府に対して幅広い減税及び税控除拡大のほか、低所得農家を対象とする補助金、輸出向け製造業を対象とする税制優遇措置、中銀によるさらなる利下げ実施と融資促進策の実施を求めるなど、政策の総動員を通じた景気浮揚を求める声が増しに高まっていた。こうしたことから、モディ政権は8月末に国有銀行を対象とする公的資金注入、自動車及び住宅購入支援策などを柱とする景気刺激策を発表するとともに、今年度本予算で示された外国人投資家を対象とするキャピタルゲイン課税の増税案を撤回する方針を明らかにした。しかし、その後の内需を巡る動きは一段と厳しさを増していることを受けてモディ政権は先月末、民間部門による投資促進を目指すべく、今年度以降は税控除や各種インセンティブを利用しないことを前提に国

図2 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

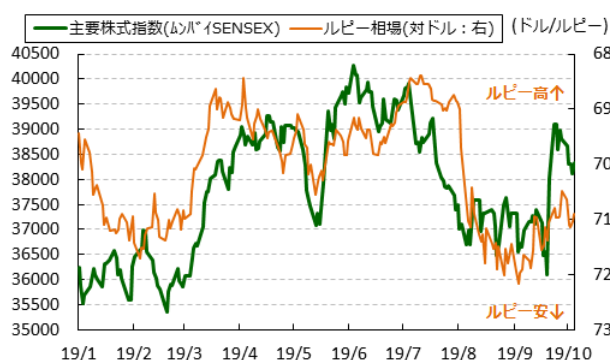
内企業に対する法人税率を22%に引き下げる（現状は30%ないし25%）方針を明らかにした。なお、仮に法人税率が22%となった場合、サーチャージ及び目的税を含めた実効税率は25.17%に引き下げられる上、対象企業に対して会計上の利益の18.5%が法人税額を上回る場合に課される最低代替税（MAT）も免除される。また、現時点で税控除などを受けている企業は措置終了後に引き下げ後の法人税率

（22%）が適用されるほか、支払い義務が生じるMATの税率は15%に引き下げられる。さらに、「モディノミクス」に基づく一連の政策の『一丁目一番地』に当たる「メイク・イン・インド」を加速化させるべく、今年10月以降に新規に設立される製造業企業のうち、2023年3月末までに製造を開始する企業に対して税控除や各種インセンティブを利用しない前提で法人税率を15%に、実効税率も17.01%に引き下げられる。政府は一連の減税策による効果を1.45兆ルピー（205億ドル：GDP比0.8%）としており、

金融市場においては減税策による企業業績改善期待を反映して低迷が続いた株価は一転して底入れしているほか、通貨ルピー相場も底堅い動きをみせる一方、今年度本予算で示した財政赤字見通し（GDP比▲3.3%）の実現可能性が遠く懸念が高まったことを理由に長期金利は上昇するなど、好悪取り混ぜた反応がみられる。足下の状況は、家計消費を中心とする内需の低迷が企業部門の投資意欲を削いでいることを勘案すれば、その主因である資金繰り問題、つまり銀行セクターの不良債権処理の早期化が望まれるが、上述の公的資金の注入額は7000億ルピーと『焼け石に水』の水準であり、銀行部門の統廃合など抜本的な対応は過去数年の国内議論の動きをみれば進展が期待しにくい。何もしないよりは良いことは間違いないものの、一連の対応を以ってインド景気が『V字回復』を実現出来るとは見通しにくく、足下の状況は些か期待先行の域を出ないと捉えた方が良いでしょう。

上述したように、年明け以降の中銀は度重なる利下げを通じて景気を下支えする姿勢を強めており、米FRBによる『ハト派』姿勢への転換やその後の「予防的利下げ」の実施などに伴い国際金融市場が比較的活況を呈していることも追い風になってきた。さらに、8月の定例会合では利下げ幅をそれまでの25bpから35bpにわずかに拡大させるなど、金融緩和のペースを一段と加速させる考えを前面に押し出した（詳細は8月7日付レポート「[インド中銀、予想を小幅に上回る利下げ実施も、不透明要因山積](#)」をご参照下さい）。なお、今年度はモンスーン（雨季）の到来が遅かったものの、季節後半には降雨量が急増するなど総雨量は不安定な状態となるなど「カリフ作」の穀物生産量に影響を与えることが懸念されるほか、中東情勢の不安定化などに伴う国際原油市況の動揺など物価の上振れに繋がる材料は山積しているものの、足下のインフレ率は依然として中銀が定める目標（ $4 \pm 2\%$ ）の中央値を下回る水準に留まっている。こうしたことから、中銀は3～4日にかけて開催した定例の金融政策委員会において政策金利を5会合連続で引き下げる決定を行う一方、引き下げ幅は25bpと再び縮小され、これに伴いレポ金利は5.15%、リバースレポ金利は4.90%となるほか、政策スタンスは引き続き「緩和的」で据え

図3 ルピー相場(対ドル)と主要株式指数の推移



(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

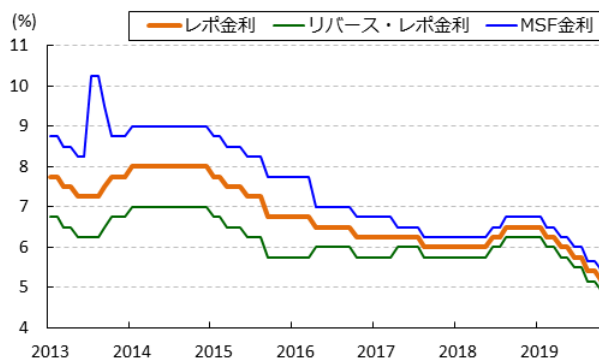
置かれるなどさらなる利下げに含みを持たせた。会合後に公表された声明文では、世界経済について「8月会合以降、貿易摩擦や地政学リスクを巡る不確実性の高まりを反映して一段と弱まっている」との見方を示すとともに、原油相場は「需要鈍化の一方で供給過多が続き下押しされた」一方、国際金融市場は「保護主義政策の広がりや世界経済の見通し悪化を受けてボラティリティが高まるなど安定しない状況が続いている」との認識を示した。他方、同国経済について「需給双方で下押し圧力が強まった」ものの、モンスーンは「到来が遅れるもその後の雨量増に伴い総量ベースで長期平均を10%程度上回り、カリフ期の作付量は前年をわずかに下回る程度に留まる」とし、物価について「食料品を除けば全般的に落ち着いた推移が続いている」との認識を示し、物価が安定するなかで景気押し上げの観点から一段の金融緩和に踏み切ったと捉えられる。なお、先行きのインフレについて「①食料品物価を巡る状況の改善、②需要の弱さが続くとの見通しの根強さ、③短期的な原油相場のボラティリティ、④家計部門の長期的なインフレ見通しの上振れ、⑤金融市場の動揺に伴う通貨への影響」を勘案し、「7-9月は+3.4%（←+3.1%）に上方修正する一方、今年度後半は+3.5~3.7%、来年4-6月は+3.6%との見通しを据え置く」とし、「リスクは均衡する」との見方も維持した。他方、先行きの景気は「内・外需双方で弱含む動きが続く」一方、「過去の利下げの効果が徐々に発現する上、政府による景気刺激策は家計消費を中心に内需を押し上げる」との見方を示し、今年度通年の経済成長率を「+6.1%（4-6月は+5.3%、年後半は+6.6~7.2%）」と8月時点（+6.9%）から下方修正した。なお、今回の決定ではすべての委員が利下げ方向で一致するも、「ドラキア（Dholakia）委員（インド経営大学院アーメダバード校教授）が40bpの利下げを主張」し、大幅利下げを求める動きはくすぶる。

なお、会合後に同行のダス総裁は記者会見に臨み、先行きの政策運営について「景気回復に向けて必要に応じて緩和的な姿勢を継続する」との考えを示したほか、金融市場の流動性について「潤沢であり、金融伝達メカニズムは機能している」との認識を示した。また、先月末に政府が発表した減税策について「企業部門に対するクラウドディング・アウトを生じさせるものではない」としつつ、財政への影響について「財政赤字目標をクリアするとの姿勢に疑問はない」とし、「政府には財源不足を補う手段がある」との認識を示した。その上で、公開市場操作について「現時点でも手段として活用し得る」としつつ、「流動性の調節のために行うもので、金利操作のツールではない」との考えを示した。さらに、足下で悪化が続く銀行セクターを巡る問題では「協同組合銀行の破たんは容認しない」との考えを示し、「政府と規制強化の取り組みについて協議している」する一方、ノンバンクセクターについては「中銀が管理監督の強貨に取り組んでいる」とし、「金融システム上重要なノンバンクの安定化に注力する」とした。こうした対応は問題処理の加速化が難しいことを意味しており、引き続き不良債権問題がインド経済の重石となる状況は変わらないと予想される。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

図4 金融政策の推移



(出所)インド準備銀行, CEIC より第一生命経済研究所作成