

インド、2020-21年度予算はすべてに「物足りない感」が拭えず

～財政状況が足かせとなるなかで配分の「メリハリ」も乏しく、物足りない状況が続く可能性は高まる～

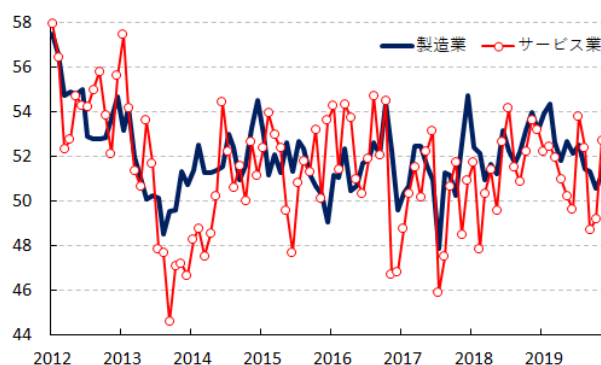
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- インドでは、昨年の総選挙でモディ首相率いる与党が勝利するなど政治的安定は保たれたが、足下の経済は減速感を強めている。昨秋発表された景気刺激策への期待や、国際金融市場の活況も追い風に株価は最高値を更新するなど同国経済への期待は依然高い。一方、足下では物価上昇の動きに加え、宗教的な分断を契機とする反政府デモなど政府への不満が噴出する動きも出るなど、期待にはほど遠い状況が続く。
- 先月末に公表された「経済白書」では、今年度の経済成長率は前年比+5.0%と11年ぶりの低水準となる一方、来年度は+6.0～6.5%に加速するとの見通しが示された。同白書ではインド経済が直面する課題解決に向けた方策が示される一方、経済統計に関する疑問への「弁解」やモディ政権が掲げる経済政策の「目くらまし」にも似た動きがみられる。課題解決に向け白書が「画餅」に終わらないことを願って已まないと見える。
- 今月初めに公表された来年度予算では、引き続き農村やインフラ投資が重点分野に掲げられた。インフラ投資関連では6500超のプロジェクトを行うなど意欲的な姿勢をみせる一方、銀行部門への公的資金注入は今年度並みに留まる。財政健全化目標の実現は一段と難しくなるなか、景気減速に伴う財政的負荷が高まることも懸念される。当面のインド経済については「物足りない」状況を脱せない展開が続く可能性が高まろう。

インドでは昨年、5年に一度の連邦議会下院（ローク・サバー）の総選挙が実施され、モディ首相率いる最大与党のインド人民党（BJP）が獲得議席数を増やして単独過半数を維持したほか、BJPを中心とする与党連合の国民民主連合（NDA）の獲得議席数は全体の3分の2弱を占めるなど『地滑り的』な大勝利を収めた（詳細は昨年5月24日付レポート「[インド総選挙、与党の「地滑り的大勝利」でモディ政権継続へ](#)」をご参照下さい）。その一方、足下のインド経済を巡っては、世界経済が減速感を強めていることに加え、過去数年に亘って問題視されてきたノンバンクセクター及び銀行セクターの不良債権問題に伴う資金繰り懸念などを理由に、経済成長のけん引役となってきた家計消費に下押し圧力が掛かるなど景気の減速感を強める展開が続いている。事実、昨年7-9月の実質GDP成長率は前年比+4.5%と6年半ぶりに4%台に鈍化しているほか、供給サイドの統計である実質GVA成長率も同+4.3%と極めて厳しい状況に直面している（詳細は昨年12月2日付レポート「[インド・モディ政権、2期目は早々から「荒波」が続く展開に](#)」をご参照下さい）。こうした事態を受け

図1 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

て、モディ政権は総選挙後の昨年7月に発表した2019-20年度予算では構造改革の実現やインフラ投資の大幅拡充などで景気の底入れを図る姿勢を示したものの、その内容は些か総花的で踏み込み不足の印象が強く、モディ政権が目指した『モディノミクス 2.0』へのギアアップにはほど遠いものであった（詳細は昨年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）。なお、その後もモディ政権は国有銀行を対象とする公

的資金注入や自動車及び住宅購入支援策のほか、民間部門による投資促進に向けた法人税減税などの景気刺激策を相次いで発表した結果、米FRB（連邦準備制度理事会）の「予防的利下げ」実施などを背景に国際金融市場が呈したことも相俟って、同国金融市場では主要株式指数（ムンバイSENSEX）が過去最高値を更新する動きもみられた。さらに、金融市場の活況も追い風に下向き傾向が続いた企業マインドは幅広く底入れする動きをみせるなど、事態打開に向けた兆しがうかがえる動きもみられる。他方、インドでは一昨年末の中銀総裁の更迭劇を経て（詳細は一昨年12月12日付レポート「[インド準備銀、新総裁は元財務次官のダス氏に](#)」をご参照下さい）、中銀はダス総裁の下で昨年計5回（累計135bp）の利下げを実施するなど景気下支えに向けて金融緩和を進めたものの、昨年は雨季（モンスーン）の雨量が影響して主要穀物などの作柄が悪化している影響で足下のインフレ率は加速感を強めて中銀の定める目標を大きく上回る水準に加速しており、中銀にとってはさらなる利下げを通じた景気下支え余地は乏しくなっている。さらに、米調査会社のユーラシア・グループ社が先月発表した2020年版の「世界10大リスク」では、5番目のリスクに「モディ化されたインド（India gets Modi-fied）」と足下のインド経済及び政治を取り巻く状況が挙げられるなど、金融市場の活況と対照的に厳しい目が向けられている（詳細は1月7日付レポート「[「今年リスク」に挙げられたインド・モディ政権が直面する内憂外患](#)」をご参照下さい）。ここ数年は中国経済が一時の勢いを失うなかで、その後の世界経済のけん引役にインドが躍り出ることを期待する向きもみられたものの、足下の状況は依然として期待の高さはうかがえる一方、現実には極めて期待にほど遠い展開が続いていると捉えることが出来よう。

こうしたなか、インドでは長年に亘って翌年度予算案を3月頭に公表する慣例が続いたものの、モディ政権は2016年末に実施した高額紙幣廃止措置に伴う景気減速の影響を緩和すべく、翌2017-18年度予算案を2月頭に1ヶ月前倒しして公表するなど『慣例破り』を行い、2017年10月に導入されたGST（財・サービス税）による景気減速の影響を緩和すべく翌2018-19年度予算も2月頭に公表したため、その後は翌年度予算案の公表を2月頭とすることが新たな慣例となっている。結果、翌年度予算案の前提となる「経済白書」は長年に亘って2月末に公表されてきたものの、予算案の公表時期が前倒しされたことに伴い1月末に1ヶ月前倒しされるなど、政治的なスケジュールも変更されてきた。1月末に公表された最新の「経済白書（2019-20年度版）」では、今年度（2019-20年度）の経済成長率見通しを前

図2 インフレ率の推移



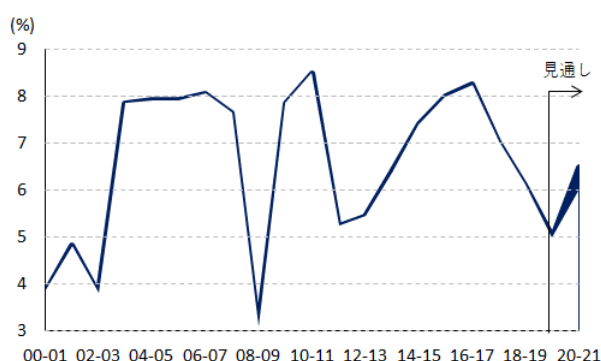
（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

年比+5.0%と世界金融危機の影響が直撃した2008-09年度(同+3.7%)以来となる低成長に留まる一方、4月からの2020-21年度の経済成長率は同+6.0~6.5%に加速感を強めるとしている。ただし、今年度の財政赤字見通しはGDP比▲3.3%と政府目標(同▲3%)の実現は難しい上、この見通し事態を緩める必要性に言及する姿勢を示しているほか、財政余地の拡大には補助金政策の合理化が必要との見解を示すなど政策運営を取り巻く厳しさもうかがえる。なお、「経済

白書」は様々な章立てで分析がなされるなか、今回は「信用を基にした富の創出」や「起業家精神」、「ビジネス志向」、「輸出産業のネットワーク化を通じた雇用創出」、「市場重視」、「民営化」などここ数年インド経済について指摘された事象に幅広くアプローチする試みがなされている。こうした姿勢自体はインド自身がインド経済の置かれている状況を顧みる良い機会と捉えられる一方、「インドのGDP成長率は過大評価されているのか、否?」とする章や、食糧増産を背景にした経済成長を目指す(タリーノミクス(Thalinomics))とする『新概念』が突如現れるなど、モディノミクスそのものが道半ばの状況にあるにも拘らず目先を変える姿勢もうかがえる。GDP統計については過大評価云々以前に、昨年総選挙を前に突如以前の数値が見直しされた結果、高額紙幣廃止措置やGST導入に伴う経済への影響がほぼ無かった『絵』となったことに加え、シン前政権下の成長率がすべて下方修正されたことでモディ政権下の平均成長率がシン前政権の頃に比べて高くなるなど『恣意的な操作』とも受け取られない動きがみられたことが問題である。その意味では、今回の経済白書では雇用創出などモディ政権が掲げる政権公約に沿ったテーマが選ばれるなど政策的な後押しに繋がる期待はある一方、昨年には作成されたはずの「雇用報告書」が『お蔵入り』されるなど統計を巡る不自然な動きもみられるなど、こうした疑問に真摯に対応することが何より求められることに変わりはない。また、今回のテーマで扱われた民営化の実現や公的部門の市場に対する関与抑制などを通じてビジネス環境の改善を図るとともに、雇用創出に取り組むことはインド経済が再び活気を取り戻すために不可欠な要素であり、現時点においては一連の取り組みが『画餅』に終わらないことを願ってやまない。

また、モディ政権は今月初めに来年度(2020-21年度)予算案を公表したが、過去数年の流れをみると2016-17年度は農村向けとインフラ関連予算が重点配分対象に、2017-18年度は農村向けと低所得者層を対象とする補助金や農業関連予算の拡充、さらに『モディケア』と称する医療保険制度の導入を発表するなど、総選挙に向けて農村が重視される傾向が強かった。さらに、今年度予算も低所得者層を対象とする現金支給や中間層を対象とする所得税減税、農村を中心とする地方の雇用保障政策や地方部のインフラ関連予算など農村重視路線が一段と強化された(詳細は昨年2月4日付レポート「[モディ政権1期目最後の予算は『選挙対策』一色に](#)」をご参照下さい)。歳出規模は前年比+12.7%増の30.4兆ルピーとなったほか、分野別では防衛関連(前年比+2.1%増の3.23兆ルピー)が最も多い配分となっているものの、補助金関連(同+0.2%増の2.28兆ルピー)や年金(同+14.4%増の2.11兆ルピー)など

図3 経済成長率の実績と政府見通しの推移



(出所)インド政府より第一生命経済研究所作成。19-20以降は見通し

の充実を図るなど『バラ撒き』に近い動きもみられる。また、農業関連（前年比+28.1%増の1.55兆ルピー）を筆頭に、運輸・交通関連（同+7.3%増の1.70兆ルピー）、地方開発（同+1.0%増の1.45兆ルピー）など農村部を意識した過去数年同様に、農村や地方を引き続き重点配分対象とする動きも確認された。農業関連については、計16に上る『アクションプラン』を掲げるなど一昨年以降の天候不順などの影響で疲弊する農業部門の底上げを強く意識

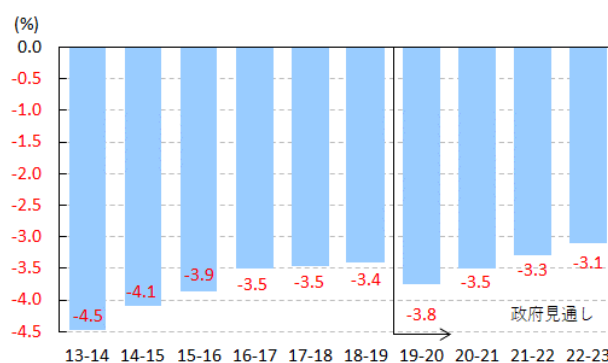
した内容となったほか、地方開発に関連したインフラ投資の拡充による側面支援を通じて農村部における民生向上を図る姿勢を強く打ち出している。また、インフラ投資関連では、今年度予算の公表時に向こう5年間で総額100兆ルピーの予算配分を行う方針が示されたが、住宅関連や安全な飲料水、クリーンエネルギーへのアクセス、医療、国際的な教育施設、鉄道設備の近代化、空港、バスターミナル、地下鉄、物流及び倉庫、灌

漑など幅広い分野を対象に投資の拡充を図る考えが示された。なかでも空港については2024年までに100以上の新空港の新設を図るほか、プロジェクト全体の件数は6500件を上回るとするなど多数の建設投資に取り組む姿勢を示した。さらに、新規事業の創出に関連して「データセンターパーク」の構築を目標にIT及び通信関連（前年比+270.9%増の5935億ルピー）に対する配分を大幅に増やすほか、銀行セクターに対する公的資金の注入額も6544億ルピーと今年度（7000億ルピー）並みの配分を続けることが示された。また、足下で弱含む展開が続く家計消費の底入れを図る観点から、中間層を対象に所得税減税を実施するとしており、その財源としては納税者人口の増加と税制改革による税収の増分を充てる見通しとなっている。なお、「経済白書」においては今年度の財政赤字はGDP比▲3.3%としたが、来年度予算案の前提では同▲3.8%に赤字幅が拡大するものの、来年度は同▲3.5%に抑える方針が示された。しかし、先行きについても財政赤字の縮小ペースが緩やかなものに留まることを勘案すれば、財政責任・予算管理法（FRBM）で定められている2025-26年度末時点の中央政府の債務残高（GDP比40%）、中央及び州政府の債務残高（GDP比60%）の実現は極めて難しくなったと判断出来る。さらに、足下のインフレ率が加速感を強めるなかで所得税減税による家計消費の押し上げ効果が減じられる可能性も考えられ、結果的に景気に対する下押し圧力がくすぶる一方、政府にとっては追加的な景気刺激策に伴う歳出増圧力に直面することで財政状態が一段と悪化するリスクにも晒されやすくなる。米大手格付機関のムーディーズ・インベスターズ・サービスは昨年11月にインドに対する長期信用格付の見通しを引き下げているが（詳細は昨年11月8日付レポート「[ムーディーズ、インドの格付見通しを「ネガティブ」に引き下げ](#)」をご参照下さい）、今後は成長率の鈍化が財政的な負荷の増大に繋がる動きが確認されれば格下げに動く可能性が高まることも予想される。銀行セクターに対する公的資金の注入額も依然として『必要額』に比べて一桁足りないなど、歳出配分の『メリハリ』がいまいち効いていないことを勘案すれば、当面のインド経済には引き続き『物足りない』との印象が続くであろう。

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 財政赤字/GDP比の実績及び政府見通しの推移



(出所) インド政府資料より第一生命経済研究所作成