

## KAMIYAMA Reports vol. 74

# インドの改革は着実に進む

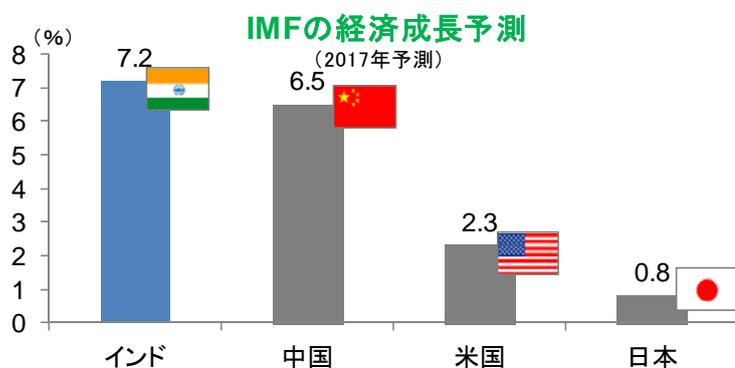
チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- 経済成長が加速するには少し時間がかかりそう
- しかし、地下経済のあぶり出しや税制改正、金融制度などの改革は着実に進むだろう
- 2018年以降は飛躍が期待される

## 経済成長が加速するには少し時間がかかりそう

IMF(国際通貨基金)が今年1月に発表した2017年の成長予測によると、インドの成長率は16年の6.6%から7.2%に加速するとした。7%以上は世界の中で誇れる高い成長だが、IMFが昨年10月に発表した予測からは0.4%ポイント下方修正している。その主な理由は、16年11月に高額紙幣が突然廃止されたことなどから生じた消費への一時的なショックによるものだという。また、今年GST(物品・サービス税)の導入が予定されているが、現時点では消費への影響度は想定しづらく、不透明感につながっていると思われる。高額紙幣廃止もGST導入もインドの改革に必要なこととはいえ、「離陸待ち」の助走だ、とみる向きもある。



注)インドは年度ベース(4月から翌年3月まで)  
(IMF「World Economic Outlook Update, January 2017」)  
\* 上記は予測であり、将来を約束するものではありません。

16年10-12月期GDP成長率は前年比7.0%となり、前期の同7.4%から減速した。高額紙幣廃止の影響は思ったよりも小さかったとの見方はあるが、鉱工業生産がマイナスとなり、銀行預金は大幅に増え、融資は低迷している。

GSTは、早ければ7月から導入される見込みだが、まだ品ごとの税率などの詳細は示されていない。日本の消費税率引き上げと異なり、消費者物価指数を構成する対象品目の半分程度は課税されないほか、間接税が廃止されて値下がりするモノもあるだろう、といわれている。

GSTの経済への影響が表れてくるのは夏以降になるだろうが、日本のように消費の前倒しや反動減といった混乱はないとみられる。しかし、不確実性が投資などを減退させるといった懸念は残っているようだ。

## しかし、地下経済のあぶり出しや税制改正、金融制度などの改革は着実に進むだろう

高額紙幣の廃止の目的は地下経済のあぶり出しであり、モディ政権の改革への強い意志を感じさせるものであった。地下経済とは、必ずしも反社会的勢力の経済活動という意味ではなく、通常取引でもインボイスや領収書を残さず税当局に把握されないようにすることも含んでいる。もっとも、このような問題は一概に高額紙幣の廃止だけでは捕捉できず、不動産取引を通じた不正も多いともいわれている。とりあえず、モディ政権は高額紙幣の廃止という多くの人の犠牲を強いるやり方も辞さないことを示したので、今後、幅広く地下経済のあぶり出しが進むと期待できる。現時点では、政権支持率の上昇にも寄与したようだ。

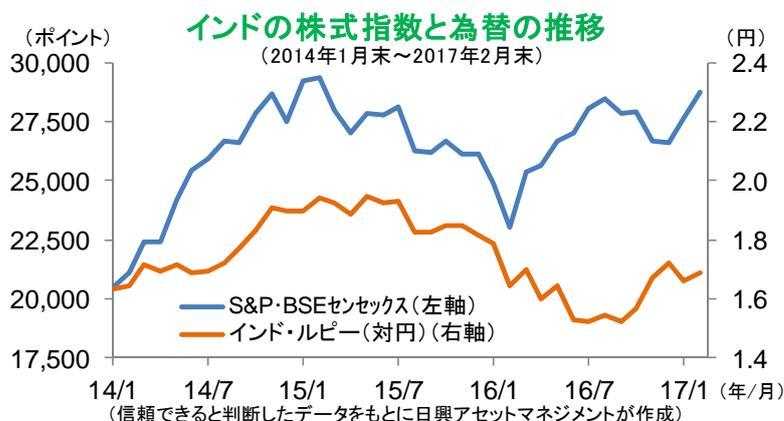
GST 導入は、日本のような社会保障費用の裏付けといった観点ではなく、連邦税と州税の一本化で手続きの煩雑さをなくすことや、地方の財源を政府に移し、政府が再配分することで、政府の力を示すことなどを目的とする。企業の事務コスト軽減は、国内企業が恩恵を受けるほか、立地競争力を高めて海外からの投資を増やす効果も期待できる。

金融制度の改革も緩やかに進んでいる。過剰投資の結果として不良債権が積み上がっていたインド経済であるが、国営銀行システムを前提としていたことから倒産の定義がなかった(不透明だった)ところに、新たに破産法(2016年5月)が整備されることとなった。足元、不良債権比率は上昇しているようだが、中央銀行の仕分け指導などによる制度設計の進展を背景に、今後は適切な状態に戻るとみている。また、インドの生体認証によるマイナンバー的な制度が、行政手続きの効率を高めるとされており、例えば、中小企業や個人の銀行口座開設が容易になるだろう。

## 2018年以降は飛躍が期待される

インドは、世界の他地域と比べて成長率が高く、まさに新興国といえる。さらに、多数決による民主主義が定着し、できるだけ幅広く国民の生活向上に資する政策を選ぶインセンティブがある。また、現政権は改革意欲が強く、しかも高い支持率を維持できる強い政権ともいえる。それ故、長期のトレンドとして、発展が期待できる新興国の条件を幅広く満たしているとみる。一方で、道路や鉄道の整備は急務とされており、インフラ整備を促す土地収用法改正は課題として残っている。また、農業、ひいては天候不順に左右される状況についても改善余地がある。

短・中期的な経済サイクルの状況は、改善が待たれる。鉄鋼などは、中国のように過剰生産になっており、調整する時間が必要だ。また、インド初の統一的に体系化された倒産・破産法が制定されたばかりで、その効果が表れるのはこれからだろう。地下経済のあぶり出しや GST 導入による政府財政の安定化、政府主導の施策が増えることになれば、地方の独自性が強すぎたインドの一貫性を強める。外資導入においては、工業団地や経済特区の新設に加え、行政部門の効率化とともに、「Make in India」の魅力を高めることになるだろう。



このような状況のもとで、17年後半から18年にかけて、インドの飛躍を期待している。経済サイクルについては、高額紙幣の廃止により単に消化不良で溜まっていた需要が回復し、銀行の滞留資金が低利で融資されることで投資を刺激したり、公務員の賃上げ等による消費拡大などが期待される。さらに、GST 導入による政府の再分配政策やインフラ整備の拡大、フィンテックに通じる政府の電子化による許認可等の効率改善や金融システムの効率化、融資拡大などの構造的なトレンドに変化が生まれ、成長を後押しすると期待できる。加えて、高額紙幣廃止の混乱後の地方選挙でモディ首相率いる与党が

勝利し、支持の強さを示したことで、さらに改革の進展が見込まれることから、その信頼性は高まる。サイクル的な景気回復と経済効率の改善を背景に、低下基調にある金利が反転上昇し、通貨ルピーは強含む展開が期待できる。

リスクとしては、トランプ米大統領の保護主義のさらなる台頭、干ばつなどの天候不順、地方選挙での与党敗北、エネルギー価格の高騰などが挙げられるが、現時点において、メインシナリオとして大きな心配をする必要は感じていない。農村部や貧困層の銀行口座開設支援に加え、デリー・ムンバイ大動脈構想や製造業強化などが、持続的に高い成長を維持する原動力となろう。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter [https://twitter.com/NikkoAM\\_official](https://twitter.com/NikkoAM_official)

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。