

インド：好調なマクロ経済の背景を探る

～ 財政状況を改善させつつ、気候変動リスク等 中長期的な課題に対処できるか ～

国際協力銀行
外国審査部第1ユニット 副調査役（2024年7月当時）
土田 慧



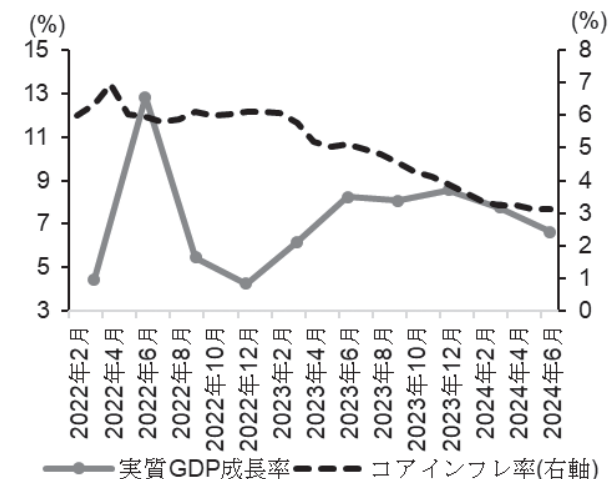
言わずと知れた超大国インド。近年では第3次インドブームも相まって、国内外のメディアに取り上げられる頻度が増えるなど、同国への注目度が高まっている。2024年6月には総選挙結果が開票され、モディ首相の3期目続投が決定した。

他方で、所得水準はまだほかのアジア地域の新興国と比較しても低くとどまるほか、特に若者の雇用問題などが深刻化している。加えて気候変動等の影響も今後避けては通れない。

本稿では、直近の経済状況に関して包括的に「総点検」するとともに、気候変動リスクなど長期的な課題解消に向けた当局による取り組み内容等に関して述べてい

ろ。サービスの需要が供給を上回ることになるのでインフレを招くことが多いが、（天候等に価格が左右されやすい食品等を除いた）コアインフレ率については2024年度を通じて低下していた。当方が2024年5月にインドに出張した際にヒアリングを行った一部機関は、政府によるインフラ投資積極化などによりビジネス環境が改善し、潜在成長率自体が上がっているのではないかとの見立てを示していた。他方で直近では、成長率が2024年度第2四半期までにかけて緩やかに低下しているため、これら見立ての蓋然性は今後も注視する必要がある。

図1 実質GDP成長率及びコアインフレ率の推移



出所：CEIC

注1：同国の財政年度は、前年7月～当年6月（2011年度は2010年7月～2011年6月）。

マクロ経済はポジティブな状況が継続

2020年、2021年とコロナ禍の影響がメディア等にて大きく取り沙汰されたインドだが、政府・中銀が適切に財政・金融政策を運営していることもあり、マクロ経済全体でみるとポジティブな状況が続いている。以下、それぞれのセクターの状況について具体的にみていこう。

(1) 実体経済

2022年度^{注1}以降は実質GDP成長率が高水準かつ安定推移し続けている。具体的には、**2023年度・2024年度は各々7.0%・8.2%**と、景気を過熱させも冷やしもしない「巡航速度」ともいえる**潜在成長率（6.3%、IMF推計）を上回っている**。なおGDPの内訳をみると、固定資本形成（投資）の伸びが特に強いことがわかる。これは後述のとおり政府が直近でインフラ予算の規模を増やしていることが背景にある。

通常実質GDP成長率が潜在成長率を上回ると、モ

(2) 財政セクター

財政赤字の規模は縮小傾向にあり、公的債務の規模も安定推移している。インドでは州横断的な事項を所

掌する中央政府と州内の財政を所掌する州政府が独立して予算を策定している。いずれも財政赤字の規模が2021年度から低下し続けているが、着目すべき点は両者ともにインフラ予算の規模は増やし続けていることである。

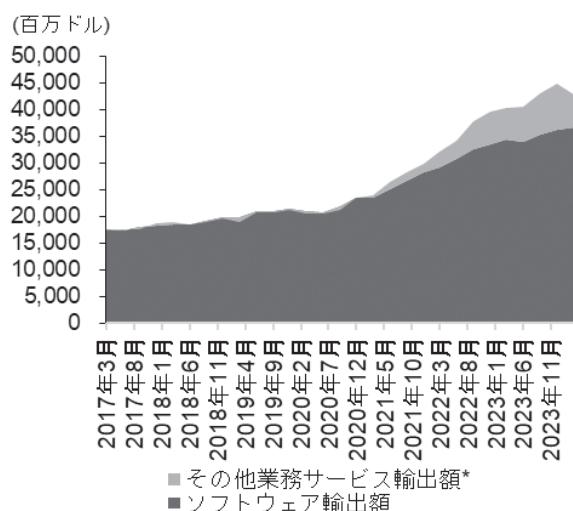
通常政府が財政赤字を縮小させるとなった場合、インフラ予算の規模も小さくなる傾向があるため、経済成長に「副作用」がもたらされることが多い。他方で両者共に、**主に食糧補助金等の削減により歳出を減らすことで財政赤字を縮小させており、インフラ予算の規模はむしろ増えているのである。**これにより副作用を抑えつつ財政健全化を達成しようとする政府の姿勢がみてとれる。一方で、利払負担が比較的大きい点が今後の高成長実現にかかる制約となる可能性がある(後述)。

公的債務の規模はGDP比80%強と他国と比べ高いが、国債は主に国内銀行・保険会社が購入しており、海外投資家への依存度は高くない。そのため、何か国際金融市場上のイベントを契機として海外投資家が国債を途端に購入しなくなり、その結果、国債利回りが高騰したり、財政赤字をファイナンスできなくなるといったリスクは限定的であるとの見方が多い。

(3) 対外セクター

インドは原油・ガスなどのエネルギーを国内生産のみでは賄えないほか、機械等の製造能力が限られている。このため、輸入への依存度が高く、経常収支は恒常的に赤字である。2022年度以降はロシアから安価な原油輸入を促進しているものの、引き続き赤字基調が

図2 サービス輸出の推移



*「その他業務サービス」には研究開発・コンサルティング等のサービスが含まれる

出所：CEIC

続く。他方で2024年度には赤字幅が過去より縮小した。これはサービス輸出が好調であったことに起因する。特に、欧米企業向けにデータ分析・ソフトウェア開発やAIの開発など、高度なサービスを提供する機会が増加したことは特筆に値する。

同国は1990年代よりこれら企業からコールセンター業務やIT関連のカスタマーサポートなど比較的単純なサービスを委託されるようになっていたほか、(Infosysなどの)国内IT大手企業が安価なソフトウェアを販売してきた。これによりIT分野にかかる知見・スキルが蓄積されてきた。この点に注目し、(JPモルガンやSAPなどの)外資系企業が同国に「グローバル・ケイパビリティ・センター」(以下「GCCs」と呼ばれるオフショアセンターを創設し、現地で優秀な理数系人材を雇用し高度なサービスを委託するようになっている。特に過去数年間はコロナ禍を受けて欧米企業のDX需要が増加しているほか、生成AIなど次世代技術にかかる開発需要が増加していることでGCCsに業務が委託される機会が増え、それがサービス輸出増加に貢献していると考えられる。なお日系企業では楽天やメルカリ等もGCCsを設立している。

(4) 金融セクター

商業銀行・ノンバンク共に不良債権比率は低いほか、自己資本比率も一定水準にて保たれている。前者に関し、2010年代には国営銀行を中心に融資審査基準がずさんであったこともあり、一時不良債権比率が11%以上まで達していた。これに対し、2016年には未整備であった倒産・破産にかかる法制を整備し、不良債権処理にかかる日数にタイムリミットを設けることで不良債権処理を促した。また政府・中銀のイニシアティブのもとで2021年に不良債権を各行から買収しそれら債権の更生を図るバッドバンクが設立されたことなどにより、同比率は2.8%まで低下している(2024年3月時点)。

なお通常は不良債権処理により銀行の自己資本が減少し、これが家計・企業への貸し渋りにつながり、実体経済が低迷することになるが、インドの場合はノンバンクが銀行に代わり融資を積極化したことや政府が資本注入を迅速に実施したこと等もあり、そのような影響を相対的に抑えることができた。

このように、いずれのセクターも安定していることはマクロ経済の観点からポジティブな要素である。

財政規律を維持しつつ構造改革を進める必要性

これらの要素に加え、人口ボーナス期が今後も続くと思込まれることもあり、中長期的にも実質GDPは安定的に成長することが見込まれる。他方で一人当たり所得水準はベトナムやバングラデシュを下回るなど低い状態が継続している。加えて特に若年層の失業率が2桁を超えるなど、雇用問題が深刻化している。2024年6月の総選挙にても、雇用問題に不満をもった若年低所得層がモディ首相率いるBJPに反対票を投じたことも同党が議席を減らした一因であると指摘されている。

政府としては、飲食・宿泊などのサービス業等に比べ雇用創出効果が大きく労働生産性向上を見込める製造業の振興を通じてこれらの課題を解消することを目指している。2020年には、国内の生産能力の向上により、経済安全保障確保や輸出促進を目指すスローガンである「自立したインド (Self-reliant India)」を公表。同枠組みの下で、対象品目につき生産量に応じて補助金を供与する生産連動インセンティブ（以下「PLI」）スキームが施行された。自動車・自動車部品や携帯電話、医療機器などのハイテク製品が対象品目として定められている。このような動きを加速させるには、製造業にかかる工場建設のための土地収用に所要する複雑な行政手続きの簡素化、地権者に対して有利な補償額の支払いを定める現行制度の是正といった土地収用改革や、過度に労働者の権利を保護している現行の労働法制を是正するための労働争議改革等、各種構造改革の実施が不可欠となる。また関税率引き下げや非関税措置の撤廃など保護主義的な貿易措置の是正も鍵となる。加えて製造業のビジネス環境改善のためのインフラ整備や製造業に従事する労働者のスキル向上を図るべく、インフラ・教育予算も拡充する必要がある。

他方で政府の利払負担にかかる重さが、これら予算拡充のボトルネックになり得る。公的債務の規模が大きいゆえに、**歳入に対する利払費の割合が25%程度と他国と比較しても大きい**。例えばインドと同様に外部格付機関による格付がBBB格のインドネシアは17%であるほか、フィリピンは14%となっている。これにより、本来は上記予算に充当できたはずの歳入を利払費に充当せざるを得なくなっている。つまり将来の経済成長にかかる「機会損失」が発生し続けることになると懸念される。

よって、今後は上記予算拡充と併せ補助金を削減

し歳出全体の規模を抑えるなど、利払負担の重さを所与としつつ公共投資の規模を増やしていく必要性がある。

自然災害等の気候変動リスクへの対応も喫緊の課題

気候変動の影響も今後注視する必要がある。

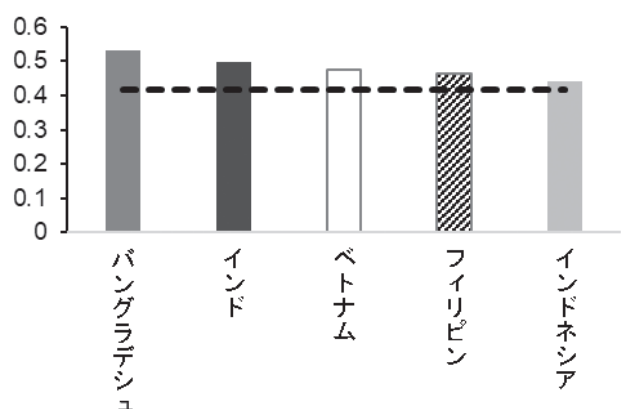
物理的リスクに関し、インドはほかの新興国と比べて自然災害による経済的損失の規模が大きいと指摘されている。特に喫緊の課題としてあげられるのが、農作物の収穫量への影響である。今後気候変動の進行により干ばつや熱波、大雨や洪水の頻度・深刻度が増すことが考えられるが、収穫予定であった農作物が枯れたり、熱波発生を受けて農家が農作業に充てる時間を短縮するなどして労働時間が減少することで、収穫量が低下することが予想される。

これにより食料供給が減ることで、食料価格高騰につながる懸念される。特に同国の場合は食料品価格動向が物価水準全体に影響を大きく及ぼす傾向にあるため、インフレ率が上昇することが懸念される。

なお2023年には、モンスーンの規模が例年に比べ拡大したことで降水量が大きく増え、主要な農業州において農地が水没し米やトマトなどの収穫量が激減。これにより食料価格が高騰しインフレ率も上昇した。

政府としては堤防の建設や災害の早期警戒システムの開発、天候不順や自然災害の影響を受けにくい品種の開発など適応策の実施により、これらの影響を抑制することを目指している。

図3 気候変動リスクに係る脆弱性指標*の各国比較



* ノートルダム大学が開発した、気候変動由来の災害等に対し経済・社会がどれだけ影響を受け得るかを示した指標。数値が大きいほど脆弱性が大きいことを示す。点線は世界192カ国にかかる指標の中央値。なお最大値はチャドの0.646、最小値はスイスの0.251。

出所：University of Notre Dame

移行リスクの影響は限定的との見方もあるが要留意

他方、(化石燃料資産の座礁資産化など)脱炭素社会への移行に伴う政策や技術の変化により経済的な悪影響が及ぼされる移行リスクについては、化石燃料が主要輸出品ではないこともあり、中東等のほかの新興国と比較した場合も限定的と指摘されている。直近で発現し得るリスクとしては、EUによる国境炭素調整措置(以下「CBAM」)の導入があげられる。特に適用対象品目のひとつである鉄鋼品につき、インド国内で生産された鉄鋼品の生産額当たり温室効果ガス(以下「GHG」)排出量は世界有数の水準であるため^{注2}、CBAMによりEU向け鉄鋼品輸出の価格競争力が失われ、純輸出・経常収支悪化につながるものが一部で懸念されている。他方でEU向け鉄鋼輸出額が国内の鉄鋼生産額全体・同国の輸出額全体に占める割合は大きくないため、その影響は限定的とみられる。

ただし、CBAMの対象品目に今後、同国の主要輸出品のひとつである化学品も含まれることがEUにて議論されている。加えてEUのみならずオーストラリアなどほかの先進国の政府においても同様の措置を今後導入することも議論されている。仮にこれらが実現した場合は、影響が当初想定よりも大きくなることも懸念されるため留意が必要だ。

注2：世界銀行によると、インドから他国に輸出される鉄鋼品1ドル当たり2.01キロのGHGが排出されている。これは、ナイジェリア(4.12)、ラオス(3.73)、カザフスタン(2.14)に続いて世界第4位の水準。

脱炭素化推進をテコに製造業振興も目指す

物理的リスクや移行リスク等の気候変動リスクを抑制するためにも、インドは今後経済の脱炭素化を進めていく必要がある。モディ首相は2021年のCOP26の場にて、2070年までのGHG排出量ネットゼロ達成を宣言した。これに基づき、各部門においてはすでにGHG排出量削減に向けた取り組みが政府により開始されているが、これらに必要な製品・設備の国内生産を促すことで、同時に製造業も振興することを目指している。

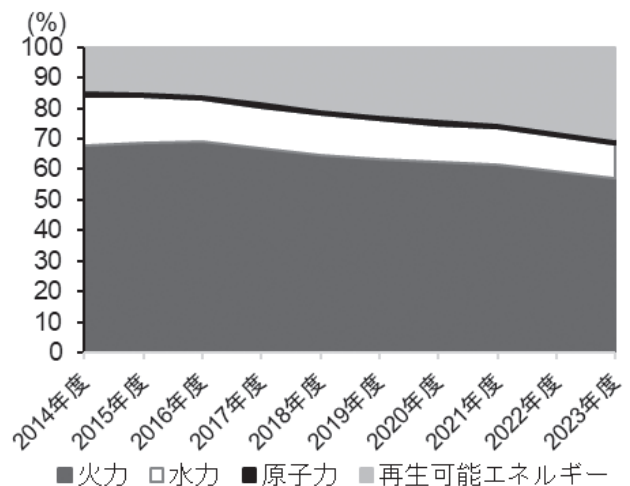
発電部門に関しては、太陽光パネルや蓄電池がPLIスキームの対象品目となっている。

運輸部門においては、2019年から2024年までに実施したEV普及策(FAME II)において、生産者向けに補助金を供与する条件を、部品の50%以上が国内製のEVに限定した。なお当方が現地に出張した際も、

ニューデリー・ムンバイの至る所でEVが走行していたことや、滞在先のホテルに設置されていた充電ステーションに頻繁にEVが出入りしていたことは記憶に新しい。

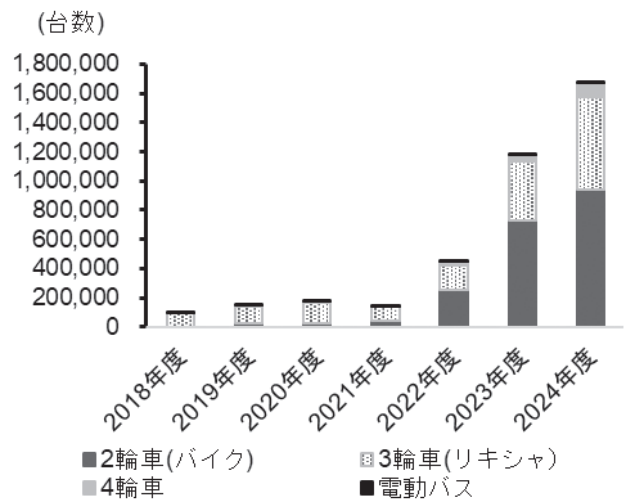
また産業部門、特に鉄鋼やセメントなど製造工程の性質上、脱炭素化が難しいセクターについても、政府はグリーン水素の開発・普及促進により脱炭素化する

図4 電力供給構成の推移



出所：Central Electricity Regulatory Commission

図5 種類別EVの販売台数



出所：Society of Manufacturers of Electric Vehicles (SMEV)



ニューデリー街中を走行するEV(2024年5月筆者撮影。左がタタ・モーターズ製、右が現代自動車製のEV。EVはナンバープレートの色が緑色に統一されており、一見して識別できる。)

ことを目指しており、製造に必要な電解槽については今後PLIスキームと類似した補助金供与策の実施が想定されている（Ministry of New & Renewable Energy, 2023）。

このように、政府は「脱炭素」と「製造業発展」の一挙両得を目指していると考えられる。これが実現し、再エネ・グリーン水素の普及が進んだ場合はエネルギーを輸入に依存せずに済むようになるほか、鉄鋼の脱炭素化が進むことでCBAMの影響を抑制できるなど、経常収支の改善も期待できる。

今後の見通し

以上のとおり、足もとの経済状況は全般的に好調であるものの、財政面では公的債務の規模が大きいことゆえの利払負担の重さ、構造面では製造業育成が、他国と比較した際の課題としてあげられる。これらも踏まえ、今後の注目ポイントとしては以下の2点があげられる。

1 つめは**財政健全化努力が継続するかどうか**である。2024年7月に公表された2025年度の予算では、財政赤字の規模が同年2月に公表された暫定予算から縮小された一方、インフラ予算の規模は維持されている。政府は2026年度までにさらに財政赤字を縮小させることを目指しているため、今後も補助金削減等を通じてこれを実現できるかがカギとなる。実現できる場合は、公的債務の規模縮小にもつながり、結果的に利払負担の軽減にもつながることが期待できる。

2 つめは**土地収用改革等の構造改革を断行できるかどうか**である。これらの改革は選挙において票田となる農家や労働者らの政治的反対が特に大きい。例えば土地収用改革については、農家が十分な補償なく農地を収用されるのではないかと懸念を抱えているため、改革を進めたい与党にとっては政治的な代償を伴うことは避けられない。加えてこれらの改革につき、根拠となる法律自体は中央政府にて策定されるものの、実際の施行は地方政府が所掌することになるため、地方政府の与党も政治的反対を懸念し、改革の実施に躊躇する可能性がある。そのため、土地収用改革が関係者に受け入れ可能な形でなされること及び改革によりインド経済の成長及び所得の上昇が促進されることなど、改革により得られる恩恵も彼らに丁寧に説明していくことが求められる。

2013年に発生したテーパー・タントラムを機に、インドネシア等と並びマクロ経済上脆弱な「Fragile Five」の一国に数えられて以降、現在に至るまでマク

ロ経済運営能力を向上させてきた大国インド。モディ首相が掲げる2047年までの先進国入りという目標を目指し、製造業振興・気候変動対策などの中長期的な課題に対処できるかどうかに注目が集まる。

（2024年12月10日記）

（参考文献）

IMF (2023) “Staff report for the 2023 Article IV Consultation”.
Raghuram G. Rajan, Rohit Lamba (2024) “Breaking the Mold: India’s Untraveled Path to Prosperity”. Princeton University Press.

Ministry of New & Renewable Energy (2023) “National Green Hydrogen Mission”.

（著者略歴）

慶應義塾大学経済学部卒業後、2019年に国際協力銀行入行。PE・インフラファンド案件業務に従事後、2021年6月より2024年7月まで、外国審査部にてインドネシアやベトナムなどのASEAN諸国や、インド・バングラデシュ等南アジア諸国のソブリン審査に従事。加えて気候変動がマクロ経済・ソブリン信用力に与える影響にかかるリサーチ業務に従事（2024年8月からはリスク管理部に配属）。

