

2016年7月15日

三井住友アセットマネジメント
シニアエコノミスト 佐野 鉄司
エコノミスト 星山 真和

エコノミスト便り

【アジア経済】高成長を続けるインド

～インド経済の魅力を再考～

- 中国の成長率が鈍化しても、輸出依存度の低いインドへの影響は軽微に留まる見込み。インフレ率が低位で安定することが見込まれる下、内需主導で成長率は緩やかに加速すると見られる。
- 景気モメンタムが上向いているうちに必要な改革を実施している。破産法の成立により貸出の伸びは加速に向かい、間接金融への依存度の高い中小企業は恩恵を受けるだろう。
- 高い成長期待や規制緩和を反映し、直接投資の流入は持続する見込み。通貨安の抑制と製造業の発展による生産性の向上が期待できる。

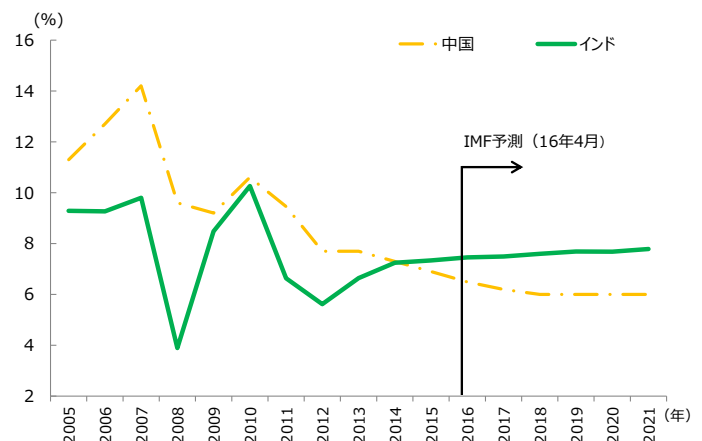
2013 年以降、中国の成長率の鈍化傾向が鮮明になる中、アジア経済の下振れ懸念も同時に浮上してきた。特に、2015 年 6 月から 7 月にかけての中国の財新製造業 PMI の悪化（6月：49.4 →7月：47.8）や、同時期の上海株式市場の急落等を受け、景気減速懸念は市場に広く認識された。一方、インドの実質 GDP 成長率は2012 年以降徐々に高まっている。特に、15 年 4-6 月期には前年同期比 +7.5% となり、同時期の中国の成長率同 +7.0% を抜いてからは、中国の成長率を上回り続けている。IMF（2016 年 4 月）によれば、インドの経済成長率は2017 年に +7.5%、2019 年には +7.7% に高まる見込みとなっている（図表 1）。本稿では、高成長を続けるインドの強みを探り、インド経済の魅力を再考する。

中国依存度が低く、生産年齢人口の増加が続く

多くのアジア経済は中国との貿易を通じて経済圏を構築しており、中国の景気下振れは、輸出を通じて景気下振れをもたらしやすい。しかし、インドでは、財輸出の GDP 比が 12.8%（15/16 年度）と他のアジアと比較すると低い上に、中国向け輸出比率が 3.5%（15/16 年度）と、極めて低い（図表 2）。このため、インド経済は中国依存度が低く、中国経済の

（図表1）

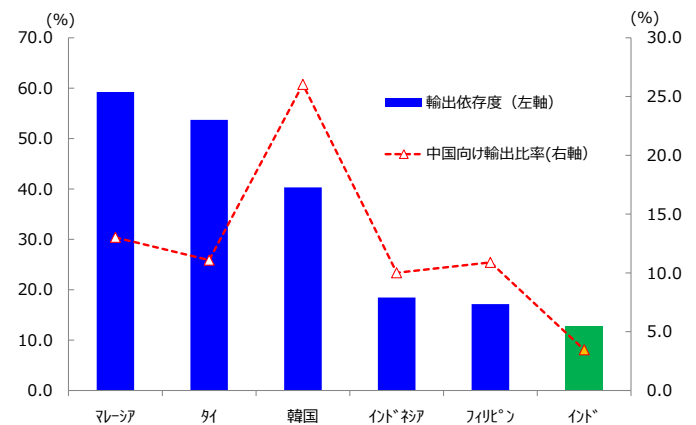
実質GDP成長率



（出所） IMFのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

（図表2）

アジア 輸出依存度（2015年）



（注） 輸出依存度=財輸出/GDP、インドは2015年4-6月期～2016年1-3月期。

（出所） CEICのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

影響を受けにくいという特徴がある。

また、生産年齢人口（15～64歳）が2040年まで増加傾向と見込まれていることも（国連統計）、中長期的な景気のドライバーとなるだろう（図表3）。中国の公式統計によれば、中国の生産年齢人口（15～59歳）は2012年からすでに減少を始めている。

インフレ率は低位で安定する見込み

インドでは雨季（6～9月）の降雨量が農産物価格を通じてインフレ率に大きな影響を与えやすい。民間気象予報会社のスカイメットは、今年は6月（平年比▲13%）、7月（同+8%）、9月（同+23%）と、7月から9月にかけて降雨量が加速的に増加する見通しを発表している。足下にかけての降雨量は、概ね見通しに沿った動きとなっている（7月1週は平年比+35%の多雨であった）。雨季の多雨でインフレ率が低位で安定すれば、実質購買力の向上につながり、消費主導での成長加速が期待できる。また、インフレ率の低位安定により、利下げ観測が浮上しやすくなっている。インド準備銀行のラジャン総裁は、今年9月の任期満了後に退任することがすでに明らかになっているが、すでにインフレターゲットのフレームワークが機能しており、インフレ率の安定が予想される状況では、金融緩和路線は継続されるだろう。

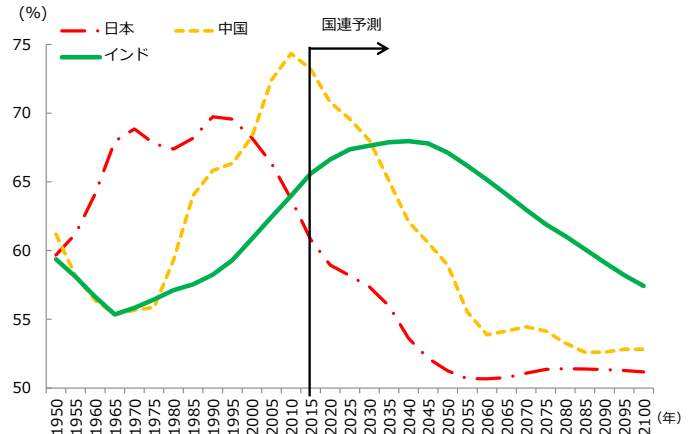
破産法の成立等、改革は着実に進展している

2014年5月にモディ政権が発足した際に、多くの人々は劇的な改革を期待した。実際は、上院が与党連合の議席数が過半数に届かないため、改革の目玉とされた土地収用法の改正案の審議が進展しないこともあり、モディノミクスに対する失望感をメディアが喧伝する構図が出来上がっている。しかし、モディ政権は、後述の通り、今年5月に体系立った破産法を成立させており、脆弱な銀行システムが強化されるという点で、改革は着実に進展している。

破産処理は短期化へ。銀行貸出の伸びは加速する見込み

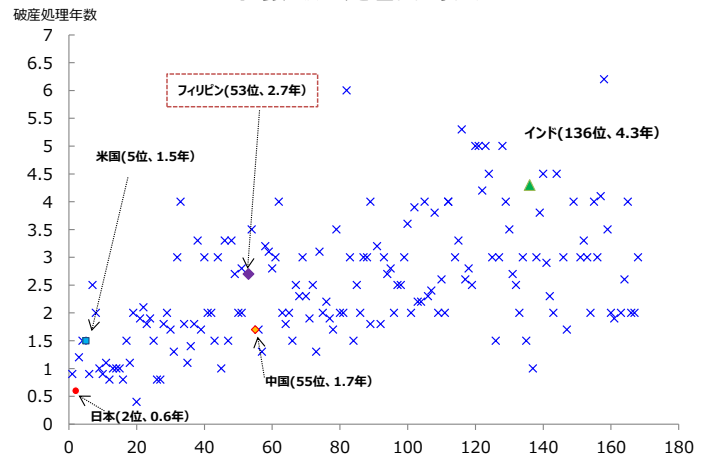
インドでは体系立った破産法がなかったため、複数の法令解釈の相違などによって、破産処理に平均4.3年を要している。世

(図表3) 生産年齢人口比率



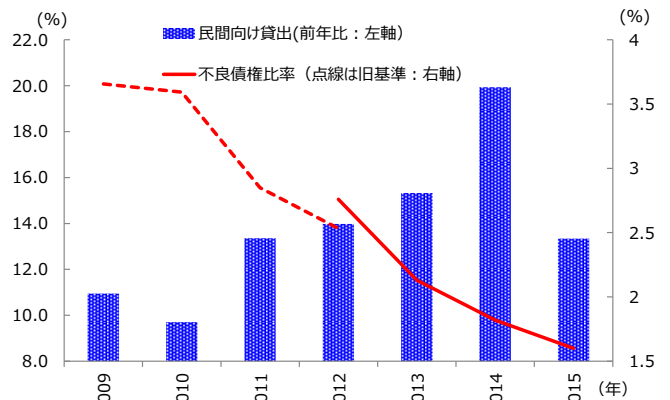
(注) 生産年齢人口比率=総人口に占める生産年齢人口（15-64歳）の割合。
(出所) 国連のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表4) 世銀 破産処理ランキング



(出所) 世界銀行「Doing Business 2016」のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表5) フィリピン 貸出・不良債権比率



(出所) CEICのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

世界銀行が調査している、直近の世界の破産処理ランキング (Doing Business 2016) ではインドは 189 か国中 136 位であった (図表 4)。新しい破産法は破産処理の期間を原則として 180 日に制限しており、劇的に処理期間が短縮化される見込みである。なお、アジアではフィリピンが 2010 年と 2012 年に破産処理を効率化する法律を制定したところ、銀行貸出の伸び率が加速し、不良債権比率が低下した (図表 5)。フィリピンは、破産処理に要する年数が 2.7 年でランキングが 53 位。インドでも同様の効果が見込まれ、インドの破産処理ランキングは相当上昇すると見込まれる。

間接金融の拡大は中小企業に恩恵

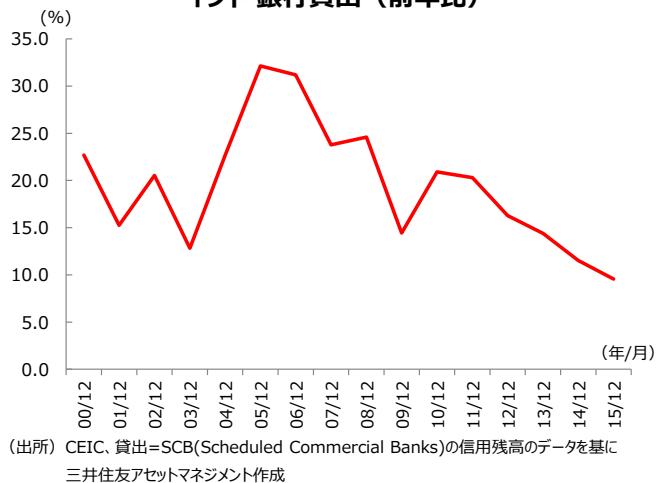
銀行貸出の伸びは、2010 年のピーク (前年比+20.9%) から、2015 年の、同+9.6%にかけて鈍化した (図表 6)、破産法の制定により銀行の不良債権処理が進展すれば、金融機関の信用供与能力の改善を通じて、貸出の伸び (信用の量) は加速に向かうだろう。加えて、準備銀行は MCLR* (Marginal Cost of Funds based Lending Rate) の導入等により、これまでよりも貸出金利 (信用の価格) が低下しやすくなる環境を整えている。「量」と「価格」、2 つの改善の併せ技による効果がインドの隅々まで行き渡ること、とりわけ、間接金融への依存度の高い中小企業は恩恵を受けるだろう (図表 7)。

* MCLR:銀行の基準となる貸出金利の算定に関わるルール

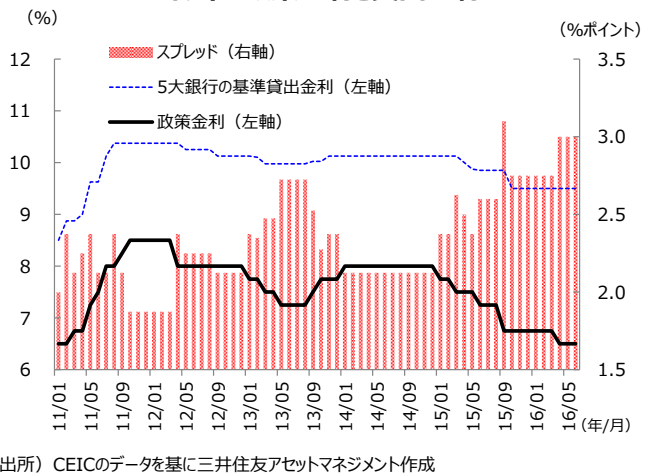
堅調な直接投資が経常収支赤字をファイナンス

インドの経常収支は赤字であり、15/16 年度には GDP 比▲1.1%であった。一方、直接投資収支の黒字は同年度に同+1.7%と、経常収支赤字を単独でファイナンスしたことを示唆している (図表 8)。モディ政権は今年 6 月に、民間航空、単一ブランド小売、防衛等の産業に対する直接投資の規制緩和を進めている。インドの成長期待から直接投資は今後も順調にインドに流入すると考えられ、ルピーの安定に繋がるだろう。また、直接投資流入の多くは製造業に関連した業種に対するものと見られ、設備投資の増加と生産性の向上に繋がると思われる。

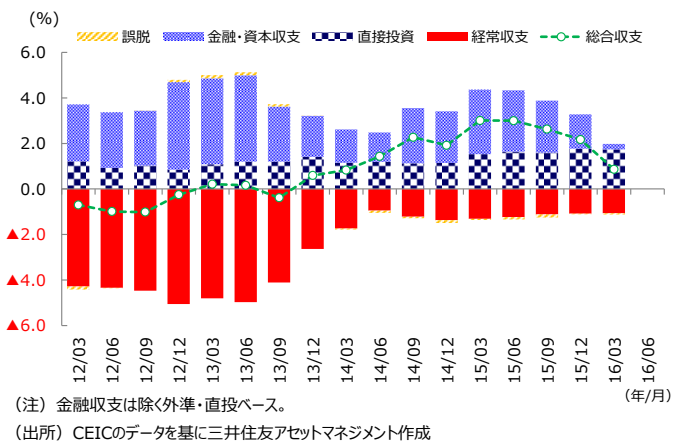
(図表6) インド 銀行貸出 (前年比)



(図表7) インド 政策金利と貸出金利



(図表8) インド 総合収支 (名目GDP比) 4四半期平均



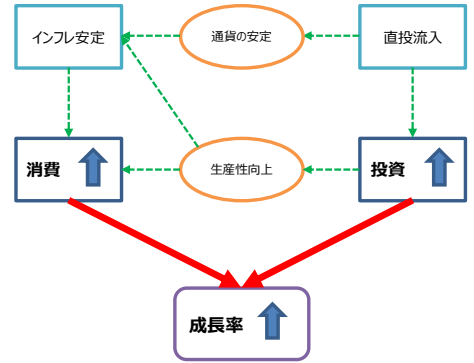
今後は、消費と投資の好循環が期待できる

前述の通り、メディアがモディ政権に対する失望を宣伝する構図が出来上がっているものの、破産法の成立等、改革は着実に進展していることを受け、土地収用法の成立は当面見込み難い状況にもかかわらず、直接投資は堅調な流入超基調が続いている。よって、今後中長期的には、「インフレ安定下での消費の拡大」、というこれまでの主力の成長エンジンに加え、「直接投資流入拡大による設備投資の加速」という新たなエンジンの効果が期待できる局面に向かうと見ている。加えて、投資の流入拡大を反映した生産性の向上により、賃金上昇下でも単位労働コストの上昇が抑制されることでインフレ率の上昇も抑制されることが期待できるため、消費のさらなる拡大に繋がるという好循環も期待できるだろう（図表 9）。

他の新興国通貨と比較するとルピーのパフォーマンスは良好

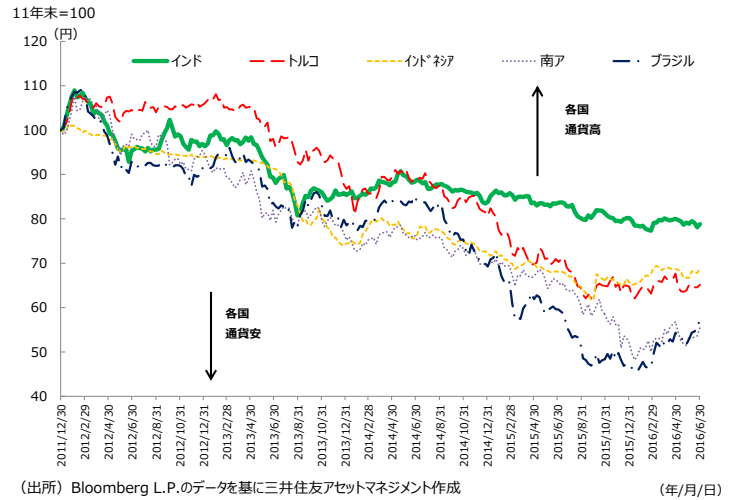
インドは、これまでのところ、安定的な国際収支の状況に加え、短期対外債務対比で十分な外貨準備を保有（2016 年 1-3 月期時点の外貨準備残高は短期対外債務の約 4.4 倍）していることもあり、他の新興国比でルピーは安定して推移してきた。実際、今年 5 月に米国の利上げ期待が高まった局面では、他の新興国比で良好なパフォーマンスを示した。より長期（2011 年末～）の動きで見ても、他の新興国比でルピーのパフォーマンスはよく、変動性も安定している（図表 10）。

(図表9) インド成長のメカニズム



(出所) 各種資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表10) 対米ドル為替レート



(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(年/月/日)

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 399 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会