

インド経済、減速から持ち直しへ ノンバンク問題には注意が必要

アジア調査部主任エコノミスト

稲垣博史

03-3591-1369

hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp

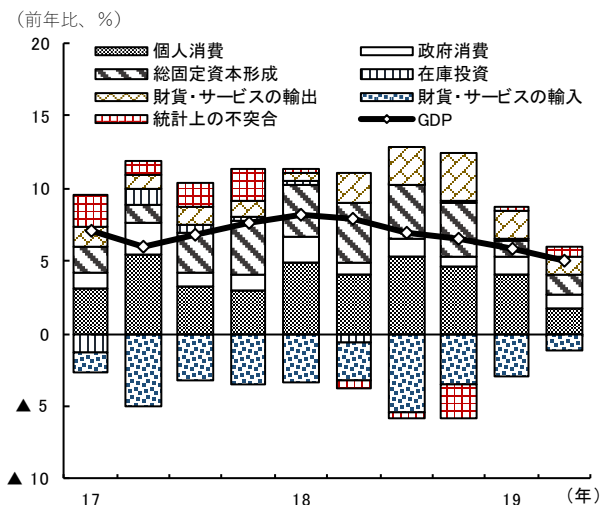
- インドの実質GDP成長率が5四半期連続で減速し、2019年4～6月期に前年比+5.0%となった。個人消費、総固定資本形成とも低調であり、比較的好調だった輸出も減速した
- 内需不振の背景には、総選挙での与党苦戦を懸念した設備投資の手控え、エルニーニョ現象の到来に伴う干ばつ、債務不履行に伴うノンバンクによる融資の減少などの問題があった
- 今後を展望すると、総選挙での与党大勝、干ばつの終了、自動車需要の底打ち、利下げなどを背景に、景気は持ち直し見込み。ノンバンク問題が景気下振れリスクであり、当面要注意

1. はじめに

インドはアジアでも屈指の高成長国であり、2014～18年の平均実質GDP成長率は7.5%であった。ところが、このところ景気は低迷気味だ。19年4～6月期の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、5四半期連続で低下した（図表1）。四半期GDPとしては、最近6年間で最も低い水準である。内需の柱である個人消費・総固定資本形成がいずれも低成長に止まっていることに加え、好調だった財貨・サービスの輸出も四半期連続で減速した。

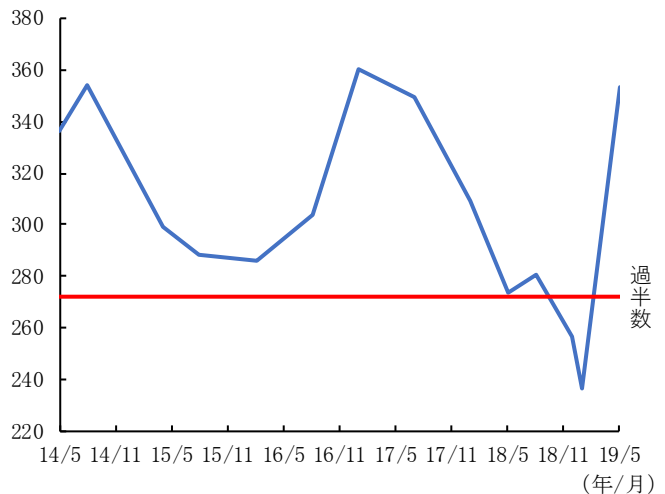
GDP原数値の前年比は、足元だけでなく、比較対象となる前年同期の景気動向にも大きく左右さ

図表1 実質GDP



(注) 貴重品への投資は、統計上の不突合を含む。
(出所) 各国統計より、みずほ総合研究所作成

図表2 与党連合の獲得議席数・世論調査の予測



(注) 左端の14年5月は前回、右端の19年5月は今回の総選挙結果。その他はIndia Todayによる世論調査に基づく。
(出所) India Today等各種報道より、みずほ総合研究所作成

れるため、季節調整値（X13）を試算してみると、18年10～12月期が前期比年率+4.7%、19年1～3月期が同+4.8%、同年4～6月期が同+4.0%と4%台が続いており、景気の低迷がいつそう鮮明になる。

ここでは、足元でインド経済が低迷している背景について考察するとともに、当面の経済成長について展望したい。

2. 経済低迷の要因は複数

インド経済低迷の要因としては、以下の4点が指摘できる。

（1）総選挙に伴う設備投資手控え

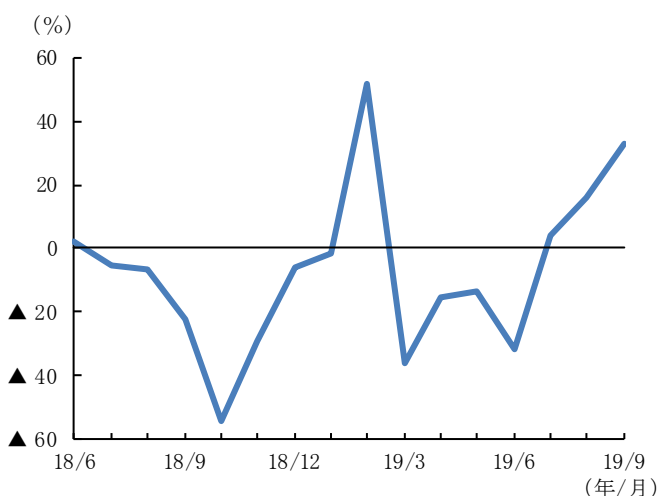
第1に、総選挙による政治不安定化への懸念から、企業が設備投資を手控えるようになったことである。19年4月から5月にかけて、インドでは総選挙が実施された。与党連合・国民民主同盟の中核政党であるインド人民党は、企業活動の自由化・活性化による経済成長を重視しており、一般に経済界や都市部住民からの支持が強い。しかし、経済成長から取り残された農民などからの支持は、従来から必ずしも多くなかった。そのうえ、16年11月にブラックマネー対策として与党連合が実施した高額紙幣廃止が現金不足を招き、経済の混乱により農民などの支持がいつそう離れた。国民民主同盟は選挙戦終盤で苦戦を強いられ、獲得議席で最大野党連合の統一進歩同盟を上回ったとしても、過半数には至らないのではないかとみられていた（図表2）。

（2）エルニーニョ現象の発生に伴う干ばつ

第2に、18年後半から19年前半にかけて発生したエルニーニョ現象の悪影響である。同現象は世界中に異常気象をもたらすとされるが、アジア・オセアニアでは干ばつが起りやすくなる。今回、インドも一時干ばつに直面し、降水量が不足気味の時期が長引いた（図表3）。

こうした干ばつは、農民の所得減少を通じて個人消費を抑制する要因となったほか、農業部門の設備投資・在庫投資や、農産物の輸出などにも一定の下押し要因になったと考えられる。

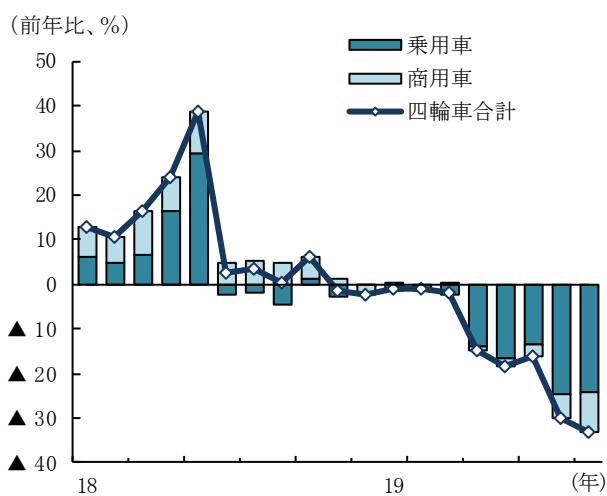
図表3 降水量（平年比）



（注）19年9月は17日までのデータ。

（出所）インド気象局より、みずほ総合研究所作成

図表4 自動車販売台数



（出所）インド自動車工業会より、みずほ総合研究所作成

(3) ノンバンクの信用問題

第3に、ノンバンクの融資が減少したことである。18年8月、ノンバンクの一業態であるNBFC¹大手でインフラ関連融資を得意とするインフラストラクチャー・リーシング・アンド・ファイナンシャル・サービスズ (IL&FS) が、コマーシャルペーパーでデフォルトを引き起こした。それ以降、業界全体に対する信用が低下したことから、ノンバンクは資金調達で困難に直面して貸し出しを絞り、個人消費、設備投資、住宅投資に一定の悪影響が及んだ。とりわけ、オートローン縮小が自動車販売に大打撃となったと報じられており、19年8月の自動車販売台数は前年比▲33.2%とかつてない大幅な落ち込みを記録した (図表4)。また、オートバイの販売も落ち込んでいる。

信用調査機関のCRIFハイマークによると、NBFCの融資残高の推移は、18年6月2.57兆ルピー、9月2.76兆ルピー、12月2.20兆ルピー、19年3月2.49兆ルピー、6月1.79兆ルピーとなっている²。すなわち、18年10～12月期と19年4～6月期に落ち込んでおり、とりわけ後者の落ち込みが大きい。

ノンバンクの信用問題は、まだ尾を引きそうだ。19年6月には、かねてから経営不安が指摘されてきた住宅金融会社のデワン・ハウジング・ファイナンス (DHFL) も、コマーシャルペーパーのデフォルトを引き起こしている³。

(4) 自動車販売を取り巻くその他の問題

第4に、ノンバンクの融資減少以外にも、自動車販売の不振につながる問題があった。

まず18年9月、新車購入時に義務付けられる自賠責保険の加入期間が、1年から3年に延長され、ユーザーの負担が増えた。これに続き、それほど大幅ではないが、19年6月から自賠責保険料が引き上げられた (図表5)。

さらに影響が大きかったと思われるのが、バーラト・ステージ6 (BS6) の導入による排ガス規制の強化である (図表6)。BS6は欧州のユーロ5に該当し、20年4月以降、新規制に対応した自動車でなければ販売できなくなる。現在の販売不振により在庫として積み上がったBS6非対応車は、来年3月までに売り切らなければならず、今後価格が大幅に下落するとの観測から買い控えが起きているという。

自動車燃料価格の上昇については、19年4月以降の自動車販売の大幅な落ち込みを説明できるわけで

図表5 自賠責保険料の引き上げ (2019年)

(単位：ルピー)

個人向け自動車			
排気量	6月15日まで	現行	上昇率(%)
1,000cc以下	1,850	2,072	12.0
1,000cc超1,500cc以下	2,863	3,221	12.5
1,500cc超		7,890	-
二輪車			
排気量	6月15日まで	現行	上昇率(%)
75cc以下	427	482	12.9
75cc超150cc以下	720	752	4.4
150cc超350cc以下	985	1,193	21.1
350cc超		2,323	-

(出所) “IRDAI hikes third-party motor insurance premiums for FY19-20 from June 16”, 2019, *The Economic Times*, June 6, 2019より、みずほ総合研究所作成

図表6 BS6とBS4の排ガス制限比較

(単位：mg/km)

ガソリン		
排ガス成分	BS4上限	BS6上限
一酸化炭素(CO)	1,000	1,000
炭化水素(HC)	100	100
窒素化合物(NOx)	80	60
粒子状物質(PM)	-	4.5
軽油		
排ガス成分	BS4上限	BS6上限
一酸化炭素(CO)	500	500
炭化水素(HC)	300	170
窒素化合物(NOx)	250	80
粒子状物質(PM)	25	4.5

(注) 現行規制はBS4。ガソリンのPM規対象は直噴エンジンのみ。
(出所) Parekh (2019)、ICICI Securities (2016)より、みずほ総合研究所作成

はない点に注意が必要だ。18年後半の伸び鈍化の要因としてはある程度当てはまるかもしれないが(図表7)、19年の燃料価格は前年比で総じて下落基調で推移している。

なお、19年7月には道路交通・高速道路省が自動車登録税を大幅に引き上げる方針を示していたが(図表8)、インド自動車工業会はさらなる販売不振を招くとして強い懸念を表明した。その後発表された7月の自動車販売台数が大幅に落ち込んだことを受け、同省は20年6月まで引き上げを延期している。

3. 今後の展望

(1) 景気持ち直しがメインシナリオ

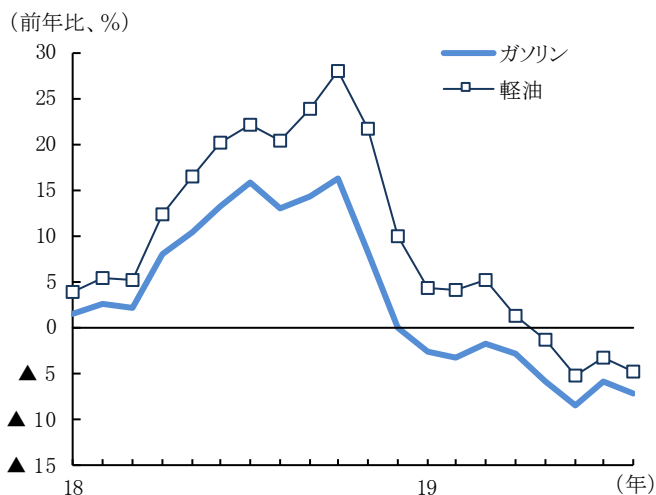
インド経済は、19年後半のいずれかの段階で、持ち直し始める可能性が高い。そう考える理由は以下のとおりである。

第1に、総選挙で過半数を割り込むとみられていた与党連合・国民民主同盟が、結局5月23日の開票で歴史的な大勝を収めた。この勝利については、パキスタン問題の影響が大きかったとみている。19年2月にパキスタン軍がインド空軍機を撃墜して両国間の緊張関係が高まると、対パキスタン強硬路線をとる与党連合への支持が回復した。政権基盤は従来にも増して強固になったといえ、企業マインドの改善に伴って設備投資が増加すると予想される。

第2に、気象庁によると、エルニーニョ現象は5月に終了した。19年7月以降の降水量はすでに平年以上となっており(図表3)、同現象に伴う干ばつは、インドでは終わったとみていいだろう。実質付加価値生産額の伸び率に対する農業部門の寄与度について、同現象が始まる直前の18年上期までの3年間について加重平均をとると+0.73%ポイントであった。干ばつが深刻化した19年上期の寄与度は+0.13%PTに過ぎず(図表9)、これが平年並みに戻るだけで成長率は約0.6%PTかさ上げされる。20年前半に限れば、前年における干ばつの反動要因が加わるため、さらに大きいGDP押し上げ効果が期待できるだろう。

第3に、自動車販売台数は、19年10～12月期以降ある程度持ち直す可能性が高い。自動車販売統計は

図表7 自動車燃料価格



(出所) インド中央統計局より、みずほ総合研究所作成

図表8 自動車登録税の引き上げ

(単位: ルピー)

	現行 (登録・更新共通)	20年6月以降	
		登録	更新
二輪車	50	1,000	2,000
三輪車	300	5,000	10,000
乗用軽量自動車	600	5,000	15,000
商用軽量自動車	1,000	10,000	20,000
中・重量自動車	1,500	20,000	40,000

(出所) インド道路交通・高速道路省(2019)、“Huge hike in vehicle registration charges likely” (Times of India, July 27, 2019)より、みずほ総合研究所作成

ディーラーに対するメーカーの出荷台数を示す。19年7・8月の販売台数は大幅に減少したが、これはメーカーが流通在庫を減らすための措置であり、最終需要者に対する小売ベースの販売台数は、それほど大きな落ち込みではなかったと報じられている⁴。流通在庫の調整が一服すれば、販売台数の減少率は低下に向かうだろう。

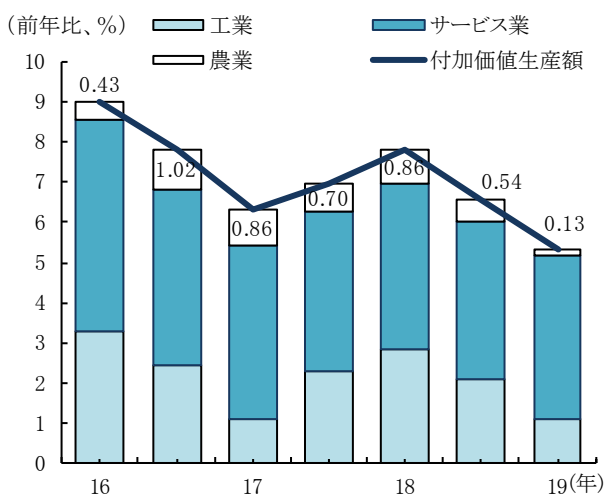
政策面からの自動車需要下支え策も出されている。まず政府は、2020年3月までに購入された車両については、減価償却率を15%から30%に引き上げることとした。また、これまで禁止していた老朽化した公用車の買い替えも容認した⁵。さらに、インド準備銀行は、貸出金利が高止まりしているとして、10月以降に実施される個人向けや小口の変動金利ローン（オートローンを含む）について、貸出金利を政策金利や国債金利などのベンチマークに連動させることを義務付けた⁶。ちなみに、現時点では実現していないが、インド自動車工業会は自動車にかかる物品・サービス税率を、28%から18%に引き下げを要望している。

これに加えて、20年4月のBS6導入と同年6月の自動車登録税引き上げを前に駆け込み需要が発生するため、販売台数の持ち直し傾向はいつそう鮮明となるだろう。20年6月以降に駆け込み需要は剥落するが、19年7・8月の販売台数が少ないため、前年比で見れば、20年7～9月期までは堅調な増加となる可能性がある。

第4に、財政・金融政策が景気を下支えする見込みである。まず19年度（19年4月～20年3月）予算案によると、歳出はGDP比13.2%となることが予定されている。これは18年度実績見込みの同+12.9%を小幅に上回っている。次に、インド準備銀行は、米ドル上昇で利上げせざるを得なかった18年に対し、米国の利下げ観測の高まりから、19年は合計4回、1.10%PTもの利下げを実施した（図表10）。一定のタイムラグをおいて、設備投資が促されるだろう。

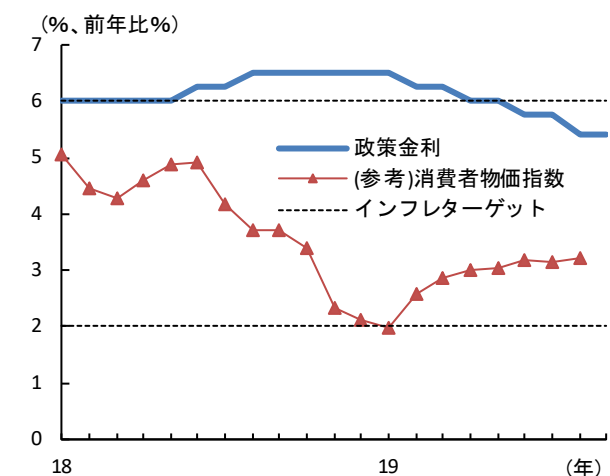
インド経済の先行きについては、こうした状況から過度な心配は必要ないと考えている。米中経済の減速などを背景に、当面の輸出環境は引き続き厳しいとみられるが、インドの輸出依存度は低く、内需持ち直しの影響の方が大きいと思われる。前半の景気減速が顕著であったため、19年の成長率は5%台にとどまるが、現時点では、20年の成長率は6%台後半まで回復するとみている。

図表9 実質付加価値生産額



(出所) インド中央統計局より、みずほ総合研究所作成

図表10 政策金利



(出所) インド準備銀行、インド中央統計局より、みずほ総合研究所作成

(2) ノンバンク問題にしばらく要注意

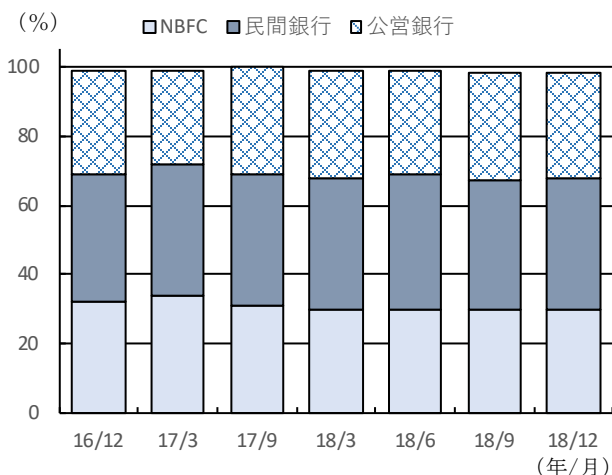
以上のようなインド経済の回復シナリオに対する最大の下振れリスクは、ノンバンク問題だろう。債務不履行を引き起こしたIL&FSとDHFLという個社の経営に問題があったことは間違いなさそうだが、もし業界全体が業績不振に陥っているのであれば、さらなる債務不履行が発生する恐れがある。近年ノンバンク業界が、急速に融資を拡大し、それが焦げ付いてしまったということであれば、業界全体の問題である可能性が高い。

現時点において、少なくとも統計上は、ノンバンクが大幅に融資を拡大したことも、急速に融資が焦げ付いたことも確認できない。オートローンに占めるNBFCのシェアは、むしろ小幅に低下している(図表11)。住宅ローンに占めるNBFCと住宅金融会社のシェアは、合計すると確かに上昇しているが、それほど顕著なものではなく、ほぼ横ばい圏内と言っていいだろう(図表12)。また、NBFCにおけるオートローンの延滞債権比率は他業態に比べて高く、「ハイリスク・ハイリターン」狙いであったことはうかがえるが、その水準は特に上昇していない(図表13)。住宅ローンにおいては、NBFCと住宅金融会社の延滞債権比率はやや上昇しているようにもみえるが、それほど顕著ではない(図表14)。

これらのデータは18年12月末時点までであり、住宅金融会社であるDHFLのデフォルトや、NBFCの融資急減が起こった19年6月時点の状況を示すわけではない。インド準備銀行などが発表するその後のノンバンク関連データや、今後のノンバンク業界の動向については、しばらく注意してみていく必要があるだろう。ちなみにインド準備銀行は、個社の具体名は明かしていないものの、NBFCと住宅金融会社が個別に破綻した場合の、銀行経営への影響についてのシミュレーションを発表している。これによると、ノンバンクの破綻は、最悪の場合、一部銀行の債務不履行につながるとされている。このようなシミュレーションが発表されたことは、インド準備銀行がノンバンクの破綻はまだ起こりうることを示唆している。景気回復シナリオは、政府・インド準備銀行がこうした事態に適切に対応し、金融システムが維持されることが前提となる。

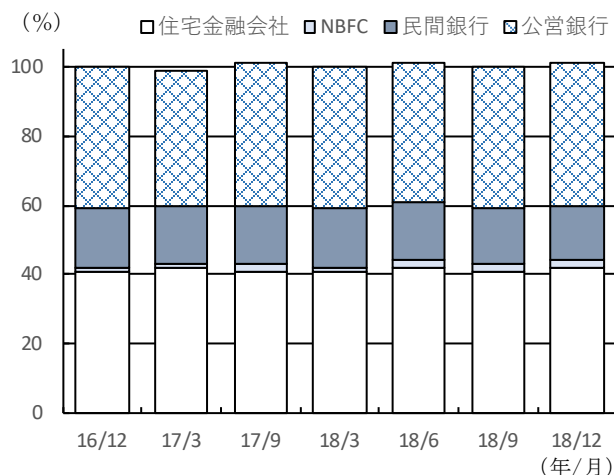
ノンバンク問題以外では、原油価格の上昇が大きなりスク要因だ。19年以降の原油価格は総じて安定的に推移していたが、19年9月にサウジアラビアの石油関連施設がドローンによる攻撃を受けると急騰した。国内の産油量が限られるインドは、一般にアジアの中でも原油価格上昇の悪影響が大きい

図表 11 オートローンの業態別シェア



(出所) インド準備銀行 (2019a) より、みずほ総合研究所作成

図表 12 住宅ローンの業態別シェア



(出所) インド準備銀行 (2019a) より、みずほ総合研究所作成

とされている。

4. おわりに

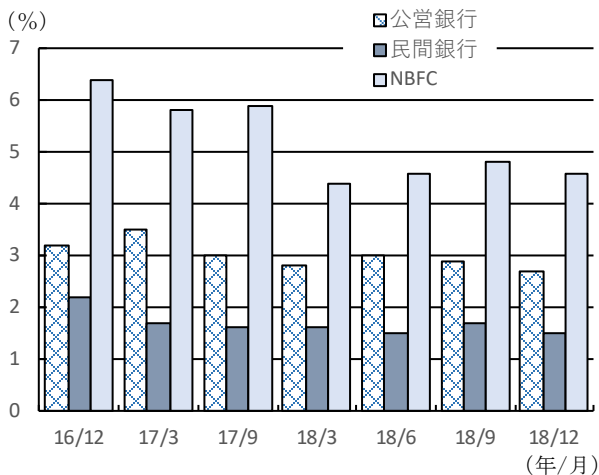
今回のインド経済の減速は、一時的な要因による部分が多くなり、近く景気は持ち直す可能性が高いとみている。また本稿では論じていないが、インドは近年、経済成長の加速に向けた改革もかなり進めている⁷。ノンバンク問題にうまく対処することが前提となるが、+6%台後半から+7%台前半程度の成長率を実現していくことは、十分可能だろう。

インドの中長期的な成長力についても、少なくとも現段階においては、悲観する必要はないと思われる。与党連合は、上院で過半数を得ていないとはいえ、下院で圧倒的多数を持つ。労働法改正などを通じた規制緩和、輸出企業の誘致、インフラ整備、大気汚染対策、貿易自由化など、山積する中長期的課題への取り組みを強化する条件は整っている。全部を完璧に成し遂げるのは無理にしても、一定の成果は期待できるだろう。

《参考文献》

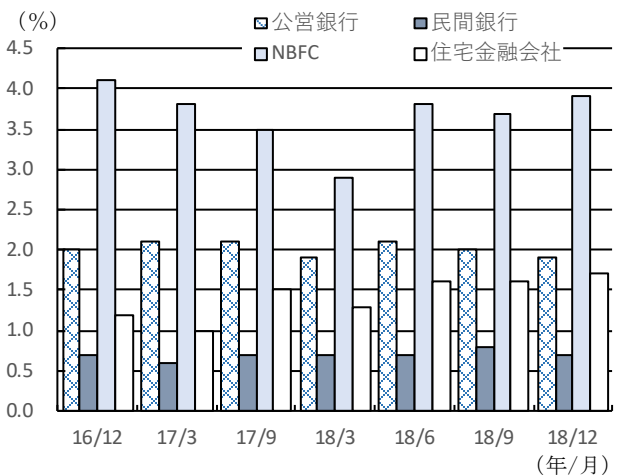
- 稲垣博史 (2019) 「世銀『ビジネスのしやすさ指数』改善に対するアジア現地の評価」(『みずほインサイト』みずほ総合研究所)
- 小林公司 (2018) 『インド経済およびマクロ経済の現状と展望』みずほ総合研究所
- 山田剛 (2019) 「雨不足、原油高、そしてノンバンク危機—第2次モディ政権に早くも試練」(『山田剛の INSIDE INDIA (第110回)』、日本経済研究センター)
- ICICI Securities (2016), “New auto regulations: Catalyst for quality growth”, *Market Wrap*

図表 13 オートローンの90日延滞債権比率



(出所) インド準備銀行 (2019a) より、みずほ総合研究所作成

図表 14 住宅ローンの90日延滞債権比率



(出所) インド準備銀行 (2019a) より、みずほ総合研究所作成

Ministry of Road Transportation and Highways of India [インド道路交通・高速道路省] (2019),
“Notification G. S. R. 523(E)”, *The Gazette of India* (No. 423)
Parekh, Nishant (2019), *Clearing the air on BS6*, Autocar India
Reserve Bank of India [インド準備銀行] (2019a), *Financial Stability Report Issue No. 19*
—————(2019b), “RBI Makes External Benchmark Based Interest Rate mandatory for
certain categories of loans from October 1, 2019”, *Press Releases 2019-2020/618*
—————(2019c), “External Benchmark Based Lending”, *Notifications RBI/2019-*
20/53 DBR. DIR. BC. No. 14/13. 03. 00/2019-20

¹ NBFC は Non-Bank Financial Company であり、そのまま訳せばノンバンクである。しかし、別業態の住宅金融会社 (Housing Finance Company、H F C) も広義のノンバンクであるため、本稿では NBFC は和訳せずにそのまま NBFC とし、ノンバンクと言った場合は NBFC と住宅金融会社の総称とした。

² NBFC credit falls to Rs 1.79 lakh crore at the end of June versus Rs 2.49 lakh crore of March, *The Economic Times*, September 4, 2019

³ HFL defaults on ₹225-crore unsecured commercial papers, *The Hindu Business Line*, June 25, 2019

⁴ 「8月新車販売は33%減 過去最大の落込み、25万台に縮小」(『NNA』2019年9月11日)

⁵ 「政府が新しい景気刺激策を発表」(日本貿易振興機構『ビジネス短信』2019年9月4日)。これまではレンタカーの使用を促していた。

⁶ インド準備銀行 (2019b)

⁷ 詳しくは稲垣 (2019)、小林 (2018) などを参照。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。