

## 経済レポート

# インド経済の現状と今後の展望

## ～ 鈍化する経済の行方と、日本企業のインド市場攻略のヒントを探る ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

- 近年、主要な新興国 BRICs の経済が次々に失速する中、唯一、堅調さを維持してきたのがインド経済であった。しかし、足元でインド経済は鈍化を続けている。景気減速の主な原因は、金融機関の不良債権問題深刻化で融資が絞られたため、個人消費と投資が押し下げられたことである。
- 不良債権増加の主因は、インフラ建設を急ごうとする中央政府や州政府の圧力を受けて、公営銀行のインフラ事業への融資が膨らんだことにある。そうしたインフラ事業が頓挫し、融資を受けていた建設業者等が返済不能となる事態が頻発した。さらに、2018年には、ローカル格付 AAA のノンバンクがデフォルトに陥り、これにショックを受けた金融市場でクレジットクランチが深刻化したことが、景気鈍化に拍車をかけた。
- インド中銀は、2018年にインフレ圧力を抑えるため利上げを実施したが、2019年2月になると、インフレ圧力が抑制される一方で景気不振リスクが高まっているとの判断から、政策金利を 25bps 引き下げ、その後、同年4月、6月、8月、10月と、連続して 25bps ずつの利下げを実施した。ただ、不良債権問題の影響もあって、中銀の利下げが金融機関の融資金利低下につながりにくい状況になっており、利下げの効果が表れるには、不良債権処理の進展がカギになりそうである。
- 2014年の総選挙で政権を握ったモディ首相の率いる BJP は、2019年の総選挙でも圧勝した。景気が失速する中でもモディ首相が選挙で勝てたのは、カシミールでのテロ事件に際し、事件に関わったとされるパキスタン領内のテロリスト拠点を空爆したことで、国民の愛国心と BJP への支持が高まったためと見られる。
- インド経済の大きな弱点のひとつが財政である。財政面の弱さに起因するインフラ未整備は、供給サイドの脆弱さをもたらし、また、外資系製造業のインド進出阻害要因になった。さらに、慢性化している財政赤字は、インフレ圧力や経常赤字拡大圧力を高めるなど、健全なマクロ経済運営を妨げる要因にもなっている。
- インドの貿易収支は恒常的に赤字であり、一方、サービス収支は IT サービス輸出に支えられ黒字、また、第二次所得収支も在外インド人労働者の本国送金により黒字である。しかし、貿易赤字をサービス収支黒字と第二次所得収支黒字でオフセットできず、経常収支は赤字という構造になっている。ただ、経常収支赤字は資本流入超過でオフセットされており、経常赤字が外貨準備減少に結びつくような状況ではない。
- インドは、今、日本企業が事業展開先として最も注目している国であると言えよう。日本の製造業は、インドが、巨大な人口を抱え市場としての今後の「伸びしろ」が大きいという点に注目している。ただ、インフラが脆弱であることなどから、日本の製造業は、インドを輸出向け生産拠点としては捉えていない。
- インドは所得水準が低いため基本的には低価格商品しか売れず利幅が少ない。しかも、インフラが未整備で、税制が複雑であることなどが、コストを膨張させ利益を圧迫する。このため、インド市場は、外資企業がそう簡単には儲けられない構造になっている。ただ、時間をかけてインドの実情に合わせビジネスモデルを調整していけばやがて儲かるようになる。インド・ビジネスは「我慢比べ」なのである。日本企業は、長期戦の構えで粘り強くインドでの事業に取り組む必要がある。

## 1. はじめに ～ 新興国の中でも堅調だったインド経済が足元で鈍化

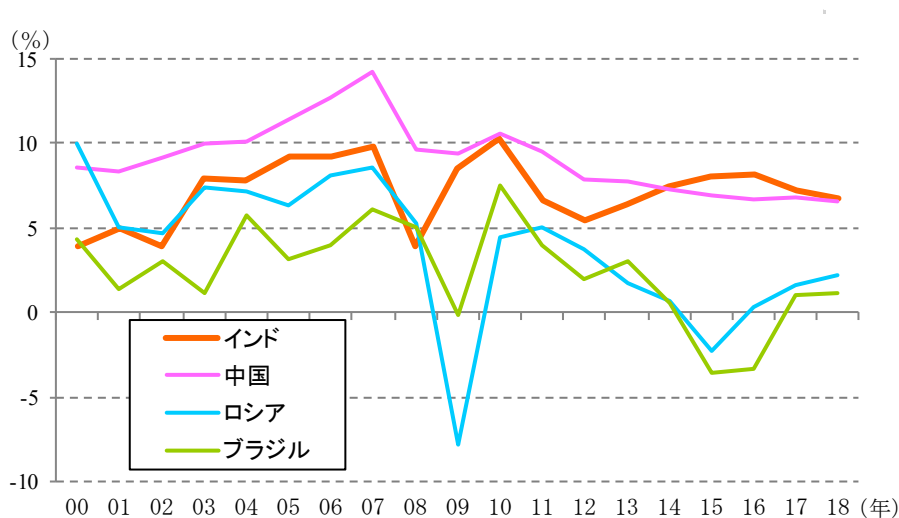
近年、主要な新興国の中で、経済が最も堅調と注目されてきたのが、インドである。

四大新興経済大国である BRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）の経済成長率を見ると、ブラジルとロシアは 2000 年代に好景気を謳歌したが、2010 年代半ばに景気後退に陥り、その後も低迷状態である。また、2000 年代半ばに 15% 近い高成長率を記録した中国経済も、その後は大きく減速し、足元の成長率は 7% 程度まで鈍化している。そうした中で、インド経済は、2011～2012 年に伸びが鈍化したものの、その後の成長率は再び加速し、2014 年以降は、中国を抜き、BRICs の中で最も高い成長率を維持してきた。

インドでは、2014 年に実施された総選挙で、最大野党であった BJP（インド人民党）が勝利し、それまで 10 年間政権の座にあった国民会議派から政権を奪還した。新首相に就任したナレンドラ・モディ氏のもとで、国民会議派政権時代になかなか進まなかった改革に弾みがつき経済成長が加速するとの期待感が内外から高まった。また、新首相のモディ氏がグジャラート州首相時代に「日本企業専用工業団地」を開発するなど親日的であることから、モディ政権発足が日本企業のインド進出への追い風になるとの期待も盛り上がった。さらに、日本の円借款を利用した鉄道輸送などの大型インフラ事業も開始された。モディ首相の率いる BJP は、2019 年の総選挙でも圧勝した。こうした状況を受けて、日本企業のインドに対する関心も高まり、近年、インドは、世界の中で日本企業が事業展開先として最も注目する国の一つに躍り出た。

ただ、2018 年初頭から、それまで好調だったインド経済に変調の兆しが表れ、足元の景気は大きく鈍化しつつある。新興国の中でも屈指の高成長を維持してきたインド経済が急に鈍化したのはなぜか、また、今後の景気はどうなるのか？さらに、インドを有望な事業展開先と期待して進出した日本企業は、インド市場でどのような状況に置かれ、今後、事業をどう展開すべきか？本稿では、こうした点を探りつつ、インド経済の現状について分析する。

図表 1. BRICs 各国の経済成長率の推移（2000～2018 年）



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2019

## 2. インド経済の現状 ～ 好調に推移してきたが2018年初頭から鈍化傾向が続く

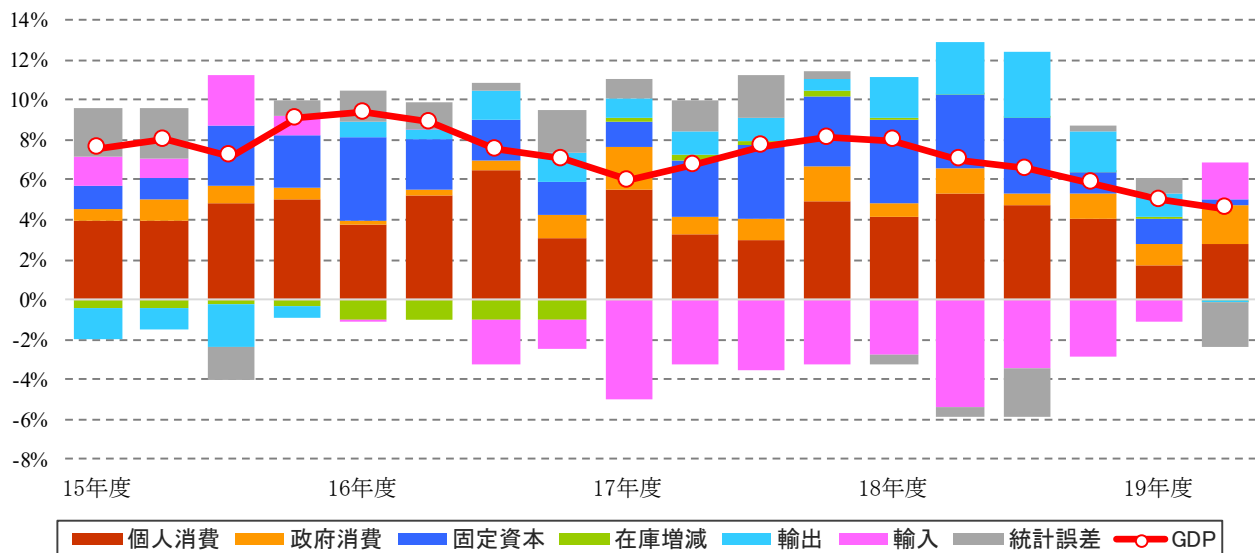
### (1) 不良債権問題を背景に2018年初頭から鈍化に転じたインド経済

2010年代に入ってから続いていたインド経済の高成長が転換点を迎えたのは、2018年1～3月期(2017年度第4四半期)だった。下図のように、2015年度以降の四半期ベースの経済成長率(前年同期比)は、当初、6%を超える状態が続いていたが、2018年1～3月期に8.1%に達した後は、減速に転じ、2019年7～9月期には4.5%まで鈍化した。

景気減速状況を需要項目面から見ると、個人消費と投資(固定資形成)が大幅に鈍化しているが、その裏には、金融機関の不良債権問題深刻化があった。不良債権の増加に直面した金融機関側が融資を絞ったため、個人消費と投資が押し下げられてしまったのである。特に、2018年に浮上したノンバンクの不良債権問題がクレジットクランチの引き金になり、景気失速に拍車をかけた。

金融セクターにおけるノンバンクの役割は、言わば、銀行の代わりに一般庶民向け融資を行うというもので、富裕層や大企業など優良顧客には銀行が融資しているのに対し、低所得層の多い一般庶民向けにはノンバンクが融資するという棲み分けになっていた。ところが、2018年8月に、ローカル格付けがAAAだったノンバンクのIL&FSがデフォルトを起こしたため、金融市場に衝撃が走り、貸出市場にカネが出なくなった。この事件によって、クレジットクランチが深刻化し、ノンバンクからの融資に大きく依存していた自動車販売や住宅販売などが深刻な打撃を受け、景気の失速に拍車がかかった。

図表2. インドの四半期ベース実質GDP成長率(前年同期比)と需要項目別寄与度



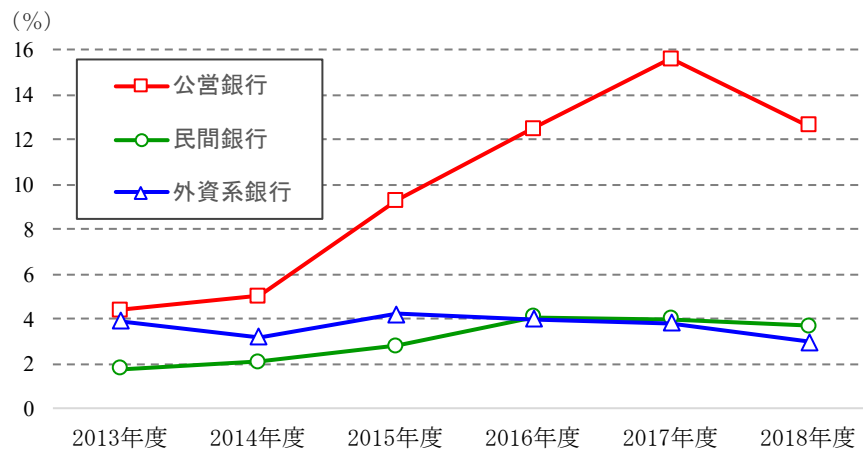
(出所) CEIC

(注) 上記GDP統計における年度は、4月1日から翌年3月31日まで

インドにおける不良債権問題は、2015年頃から懸念が浮上していた。特に、国営・州営など公営銀行の不良債権比率が高く、2017年には、公営銀行の不良債権比率が、民間銀行や外資系銀行の4倍にも達していたと見られる。なぜ、公営銀行の不良債権が多かったのか?それは、外資企業誘致や経済成長促進を狙ってインフラ建設を急ぐ中央政府や州政府の意向を受け、公営銀行が、インフラ事業への融資を急速に拡大したことが背景となっていた。当局がインフラ建設を急ごうと銀行側に融資拡大を催促する

状況のもとで、計画の杜撰なインフラ事業への融資が膨らんでしまい、そうした事業が頓挫することによって融資先企業が資金繰りに行き詰まり、融資返済不能となる事態が多発したのである。前述のデフォルトに陥ったノンバンクのIL&FSも、実は、公営銀行を補完するような形でインフラ事業への融資も担わされており、それが躓いたことで苦境に陥ったのであった。インド政府は、2019年8月、銀行貸出し全体の7割を占める国営企業の不良債権問題が金融の目詰まりを起こしていることに対応するため、国営銀行10行を4行に集約すると発表した。

図表3. 銀行不良債権比率の推移



(出所) IMF, IMF Country Report No.18/254 & No.19/385

不良債権問題発生は、特に、自動車販売に大きな打撃を与え、それが、個人消費を大きく押し下げた。不良債権問題が深刻化した2018年夏以降、ノンバンクが融資を控えたため、オートローンの供給が絞られてしまった。このため、自動車販売台数の前年同月比伸び率は、2018年7月にマイナスへ転落、その後、2019年4月には2ケタ台のマイナス伸び率となった。こうした中、自動車会社側では、在庫調整のため、生産ラインの休止および一部従業員の解雇に踏み切らざるを得なくなり、自動車部品メーカーや自動車販売店でもリストラを余儀なくされるなど、景気への影響が広がり深刻化した。

図表4. 自動車の月間販売台数の前年同月比伸び率の推移



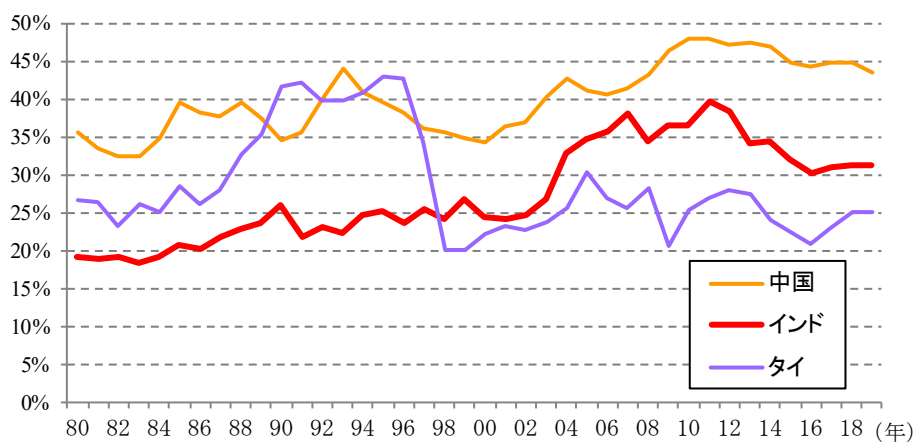
(出所) CEIC

一方、インドの投資はどうなっているか？投資率を見ると、インドは、1980～90年代には、中国やタイに比べてかなり低かった。この時期、中国やタイでは、経済開放政策のもと、外国からの直接投資導入を拡大することなどによって投資が盛りあがっていたのに対し、インドは、経済自由化路線に転換（1991年）したのが遅かったため、投資環境が整わず外資進出も投資も盛り上がらなかった。インドの投資率は、タイと中国がバブル期に達していた水準（40%台）に届いたことはなく、しかも、2012年頃からは低下傾向を示している。インドは、タイや中国に比べて生産設備やインフラなど資本ストックの蓄積が乏しいことから、投資率低下は、資本ストック増強が遅れ、今後の潜在成長率上昇を阻害する可能性があるという意味で望ましくない。

ここ数年、インドの投資率が低下に転じた大きな原因は、土地収用関連トラブルや許認可の遅さ、杜撰な計画などのために多くのインフラ建設プロジェクトが途中で頓挫したことにあると見られる。これによって、インフラ建設業者が代金回収できずに資金繰りが悪化し、そのため、インフラ事業に多額のエクスポージャーがあった金融機関側が身動きできなくなってしまった。こうした状況が、前述のような不良債権問題を招いたのであった。

ただ、インドの投資拡大がピークを過ぎ今後の経済成長率が低下すると考えるのは早計だろう。上記のようなトラブルは、一過性のもので、政府の不良債権処理策が進展すれば、インフラ投資は再び拡大し、投資率が上昇する可能性が高いと見られる。

図表5. インド、中国、タイの投資率（固定資本形成/GDP）の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2019

## (2) 金融政策 ~ インフレ圧力が低下する中、中銀は景気下振れを防ぐため利下げを実施

インドの経済運営において、しばしば、経済成長よりもインフレ抑制の方が重要だと言われることがある。インド国民の大半が貧困・低所得のため物価上昇に対して非常に脆弱だからである。

インドは、2008年頃から、インフレ率の高止まりへの対応に悩まされてきた。高いインフレ率の背景として、原油価格高騰や少雨による農産物価格上昇などのアドホック的な要因もあったが、インドの経済構造が影響している面もあった。すなわち、インフレ体質の底流に、需要は旺盛なのに供給サイドが弱体という不均衡があった。他方で、高止まりするインフレ率は、中銀の利下げによる景気テコ入れを難しくしていた。

2013年9月に中銀総裁に就任したラグラム・ラジャン氏は、インフレ抑制に向けて強い決意で臨んだ。

ラジアン総裁就任直後の中銀金融政策会合で、中銀は2年ぶりとなる利上げを決定し政策金利を25bps引き上げ、同年10月にも、中銀は政策金利を25bps引き上げた。中銀の度重なる利上げに対し、産業界からは企業業績や景気の悪化をもたらすとして懸念の声も出たが、インフレ抑制を重視するラジアン総裁は、「中銀は産業界のチアリーダーではない」として、これを一蹴、2014年1月以降、政策金利を8.0%のまま1年間据え置いた。

2014年5月には、総選挙で与党国民会議派の率いる統一進歩同盟が大敗し、最大野党インド人民党(BJP)が率いる民主連合が政権を握った。CPI上昇率が2012~2013年にかけて10%近辺で高止まりしていたことが、総選挙で国民会議派が敗れる一因になったと見られたことから、BJP政権も、当初は、インフレ抑制を重視し、中銀も物価上昇リスクを見極めるために利下げには動かなかった。

しかし、その後、2014年夏以降の原油価格急落などによりインフレ率は急速に低下し、2014年10月には3%台まで下落した。これを受けて、中銀は、金融政策の主眼をインフレ抑制から景気回復へと転換し、2015年1月には25bpsの利下げを実施した。中銀は、2015年3月にも25bpsの利下げを実施し、その後、同年6月に25bpsの利下げ、同年9月には50bpsの利下げをそれぞれ実施した。

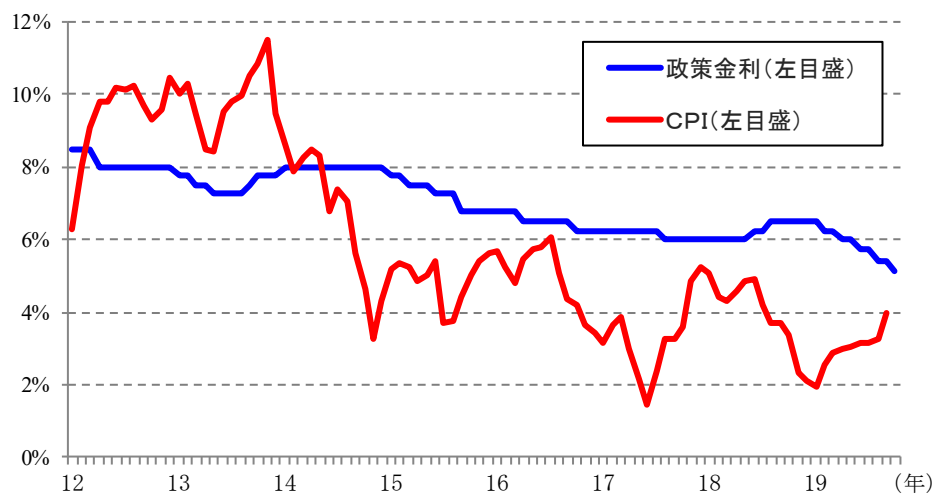
その後、2016年5月の中銀法改正によって、中銀の金融政策はインフレターゲット制に移行し。金融政策の主目的はインフレ率の安定であることが明確化された。それ以降、インフレ目標は、前年同月比CPI上昇率4%±2%というレンジに定められている。

中銀は、2018年6月には、インフレ率が2017年11月から2018年4月まで、6か月連続で目標値(4.0%)を超え、物価上昇圧力が高まったとの判断から、政策金利を25bps引き上げ、同年8月には、政策金利をさらに25bps引き上げた。

中銀は、2019年2月になると、インフレ圧力が抑制される一方で景気下振れリスクが高まっているとの判断から利上げに転じ、政策金利を25bps引き下げ、その後、同年4月、6月、8月、10月と、連続して25bpsずつの利下げを実施した。

ただ、前述の不良債権問題の影響もあって、中銀の利下げが金融機関の融資金利低下につながりにくい状況になっており、利下げの効果が表れるには、不良債権処理の進展がカギになりそうである。

図表6. 政策金利とインフレ率（前年同月比CPI上昇率）の推移



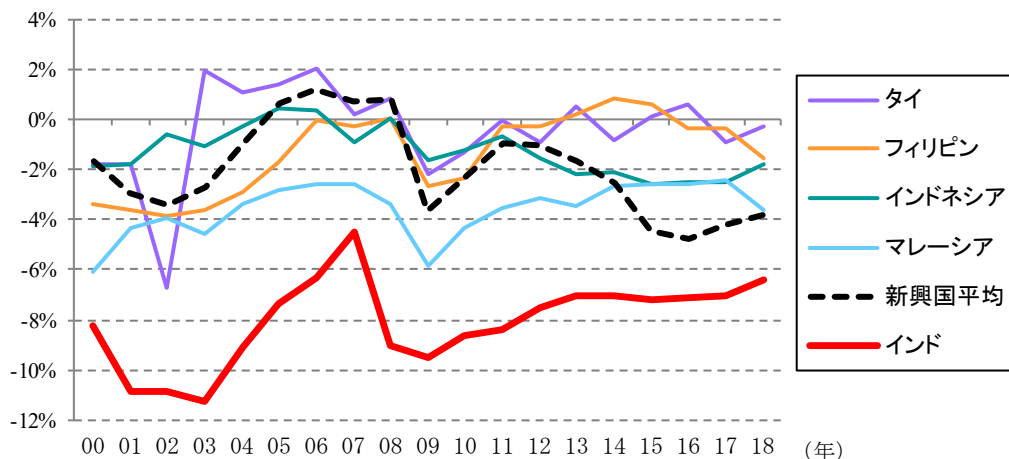
(出所) CEIC

### (3) 財政面の脆弱さ ~ インド経済の懸念要因

インド経済の抱える大きな問題のひとつが、財政赤字である。一般政府部門の財政収支対 GDP 比率を見ると、インドの財政収支は、長期にわたって赤字が続いており、しかも、インドの財政赤字対 GDP 比率は、タイやインドネシアなどの東南アジア諸国をかなり上回っていることがわかる。このように財政赤字が大規模かつ慢性化しているため、インド政府は、インフラ整備のための公共投資を拡大することができず、これがインド経済の供給サイドの脆弱さをもたらし、また、財政の脆弱さに起因するインフラ未整備が、外資系製造業のインド進出を阻害してきたとも言える。さらに、財政赤字が大規模かつ慢性化していることは、インフレ圧力や経常赤字拡大圧力を高めるなど、健全なマクロ経済運営を妨げる要因にもなっている。このように、財政赤字は、インド経済にとって大きなボトルネックであると言える。

インドの財政収支は、中央政府も地方政府も、ともに赤字であるが、地方政府の財政赤字は、電力事業者の赤字補填が主因である。これは、貧困層による盗電などのため州政府傘下の電力会社が赤字に陥っていることによるものである。財政赤字のファイナンスは国債発行に依存しており、国営金融機関などが国債を購入している。

図表 7. 一般政府部門の財政収支対 GDP 比率

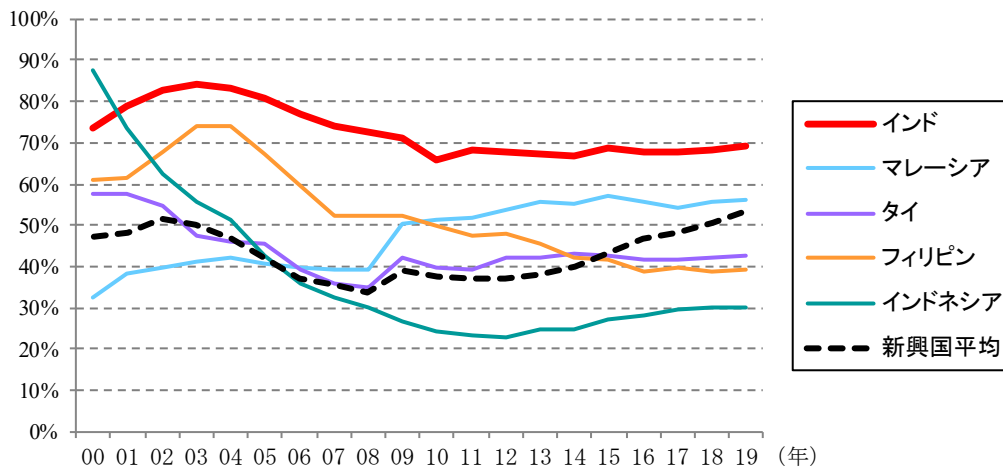


(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2019

一方、一般政府部門の債務残高の規模 (GDP 比) を見ると、インドは 70%弱と、新興国全体の平均値 (53%) を大きく上回り、また、タイやフィリピンなどの東南アジア諸国に比べてもかなり高い。つまり、インドは、前述の財政赤字の大きさに加えて政府債務残高も大きい。このことから考えて、インド経済は、トラブルに陥った場合の財政面のバッファーは小さいと言わざるを得ない。

しかし、インド政府は、景気鈍化を前に、背に腹は代えられず、2019年9月に法人税率等の引き下げを発表、同年10月にはホテル等の物品サービス税も引き下げた。さらに、2020年2月には、2020年度予算案を発表、歳出を前年度比13%増とする一方、個人消費喚起のため個人所得税の減税も盛り込んだ。このような施策によって、インドの財政状態はさらに悪化することが不可避となった。

図表 8. 一般政府部門の債務残高/GDP比率の推移



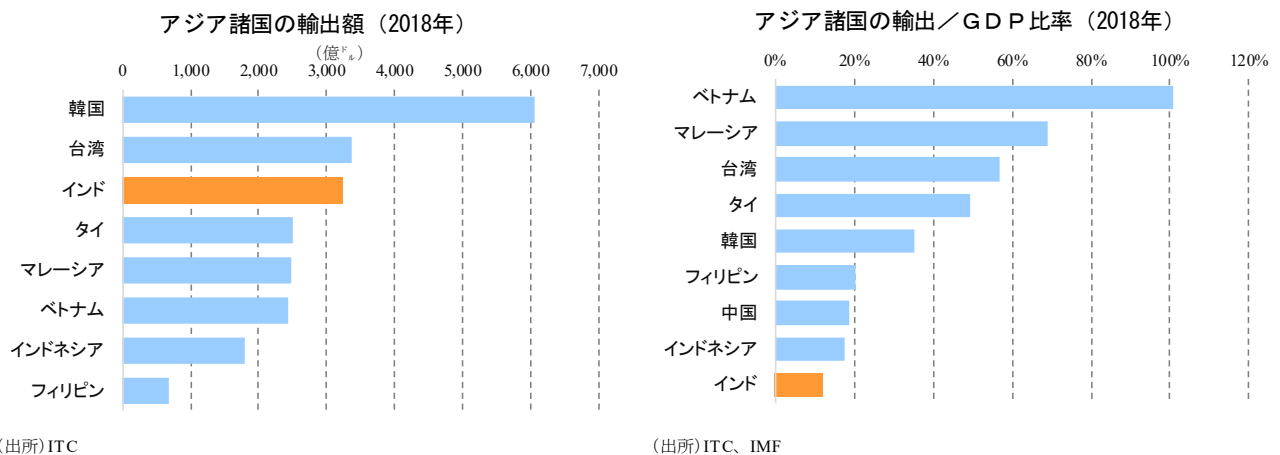
(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2019

(4) 輸出と国際収支 ~ 慢性的な経常赤字を資本流入でオフセットする構造

インドの輸出の特徴は、まず、大国であるにもかかわらず輸出の規模が非常に小さいことである。インドの通関輸出額は、韓国の半分程度であり、人口がインドの1/60である台湾よりも少ない。

輸出の対GDP比率を見ても、東南アジア諸国を大きく下回っており、経済成長に対する輸出の影響度が限定的と言える。つまり、輸出主導で経済成長を遂げた東南アジア諸国とは対照的に、インドの場合は、内需型の経済構造であると言える。ただ、モディ政権は、こうした状況を問題視しており、「Make in India」を唱えて、インド国内での輸出型製造業の振興をはかり、それを、雇用、所得の増加および経済成長の原動力にしようと狙っている。

図表 9. アジア諸国の輸出額と輸出/GDP比率

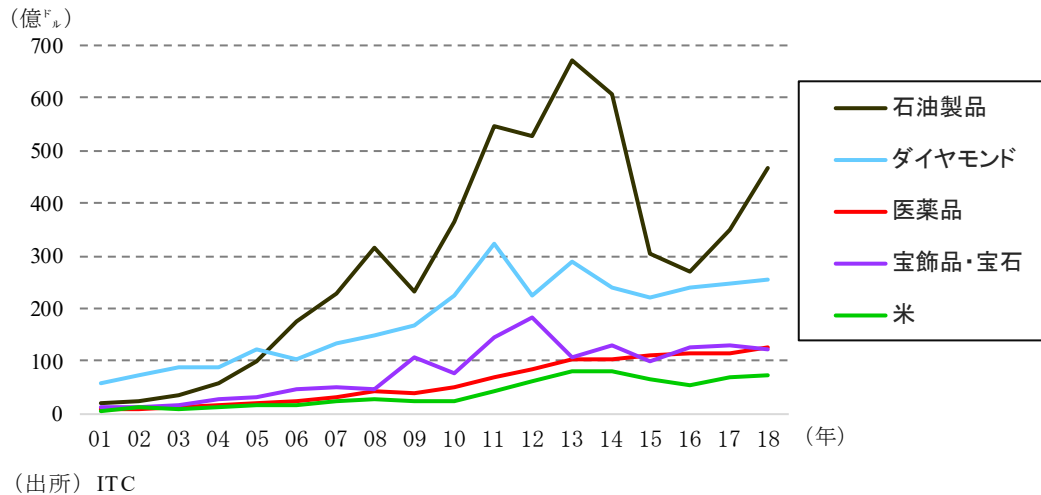


インドの上位輸出品目 (HSコード4桁ベース) を見ると、トップは石油製品であるが、これは、中東産原油をアジアへ運ぶ途中にインドの製油所で精製されたものなどが含まれると見られる。第2位はダイヤモンドであり、南アフリカ等で採掘されたダイヤモンド原石が人件費の安いインドで研磨され再輸出されているものと見られる。第3位は医薬品であるが、これは、ジェネリック医薬品が中心と見られている。第4位は宝飾品・宝石で、第5位は米(コメ)である。このように、上位輸出品目には、めぼ



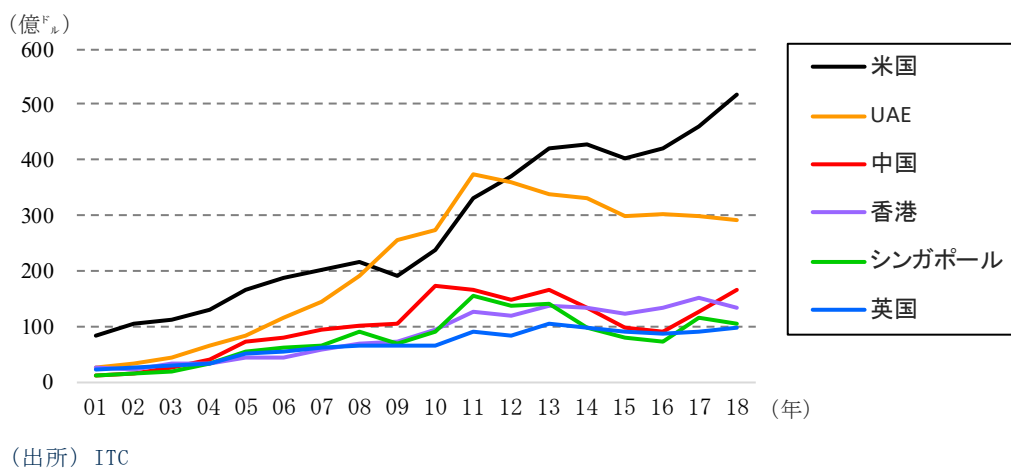
しい工業製品がほとんどなく、輸出向け製造業が育っていないことが示されていると言えよう。

図表 10. インドの上位輸出品目 (HSコード 4桁レベル)



インドの国別輸出先を見ると、最大の輸出相手国は米国であり、対米輸出において最も輸出額が大きい品目はダイヤモンドであり、次いで多いのが、医薬品（前述のジェネリック医薬品が主体）である。第2位の輸出先 UAE に関しては、品目別では、宝飾品・宝石が最も多く、次いで石油製品が多い。第3位の輸出先は中国であるが、UAE よりかなり輸出額が少ない。中国向け輸出は、品目別では、石油製品が最も多く、次いで、パラキシレン、綿、鉄鉱石の順である。

図表 11. インドの上位輸出相手国

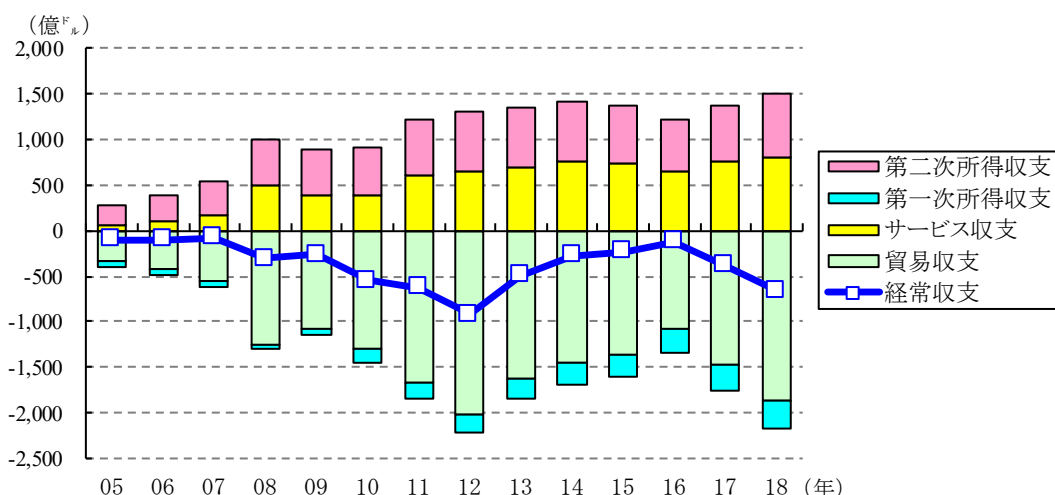


このように、インドの輸出構造を見ると、例えば、東南アジア諸国が部品の対中国輸出によって中国の先進国向け電子機器生産を支えるといったような形での、国境を越えたバリューチェーンへの関与は見られず、世界貿易におけるインドの存在感が低いことがうかがえる。こうした状況から、米中貿易摩擦などによる国際的な輸出環境悪化がインドの輸出に及ぼす影響も限定的と考えられる。つまり、インドで輸出産業の育成が遅れていることは、昨今のグローバルな輸出環境悪化の中で、逆に、インド経済が輸出面のマイナス影響を受けにくいという意味でプラスに作用していると言える。

インドの財（モノ）の輸出は、上述のように振るわないが、他方で、サービスの輸出は急成長を遂げており、特に、ITをベースとする各種サービスのアウトソーシングへの対応としてのIT-BPM（Business Process Management）輸出においては、インドは世界最大級の輸出国である。このIT-BPM輸出が、インドの経常赤字拡大を食い止めるのに重要な役割を果たしていると言える。インドのIT-BPM輸出は、2004年から2018年までの14年間で10倍近く増加しており、輸出先は、6割が米国向け、2割が英国向けと見られる。インドのIT-BPM輸出拡大の大きな転換点となったのが、2008年のリーマンショックであった。主要顧客である米英金融機関が、リーマンショックによる収益悪化を乗り切るため、コスト削減を狙ってノンコア業務のインド企業等へのアウトソーシングをドラスティックに進め、これが引き金となって、それ以降のインドのIT-BPM輸出が急速に拡大した。

インドの経常収支は、慢性的な赤字が続いている。インドの経常赤字は、2007年頃までは小さかったが、2008年以降、貿易赤字の急拡大を背景に、年々拡大した。貿易赤字拡大の理由については、国内消費増加や外国からの直接投資に伴う資本財輸入増加などを背景に輸入が急増したことに加え、原油価格が上昇したことも影響したと見られる。他方、欧米市場向けを中心とするITサービス輸出の拡大を背景にサービス収支は黒字を維持し、また、在外インド人労働者の本国送金に支えられて第二次所得収支も黒字基調で推移してきた。しかし、サービス収支と第二次所得収支の黒字の合計は、大幅な貿易赤字をカバーすることができず、経常収支トータルでは赤字という構造になっている。経常赤字は、2012年をピークに縮小傾向に転じ、2013年は米国の金融緩和終焉の観測が高まったことによる新興国からの資金流出で、ルピーを含む新興国通貨が下落、このルピー安の影響でインドの貿易赤字は前年よりも縮小し、経常赤字も減少した。また、2014年は、同年後半に原油価格が大きく下落した影響で、貿易赤字はさらに縮小し、それによって経常赤字も減少した。しかし、2017年以降、原油価格が上昇に転じた影響で貿易赤字が再び増加し、これを受けて、2017年以降の経常赤字は拡大した。

図表12. インドの経常収支

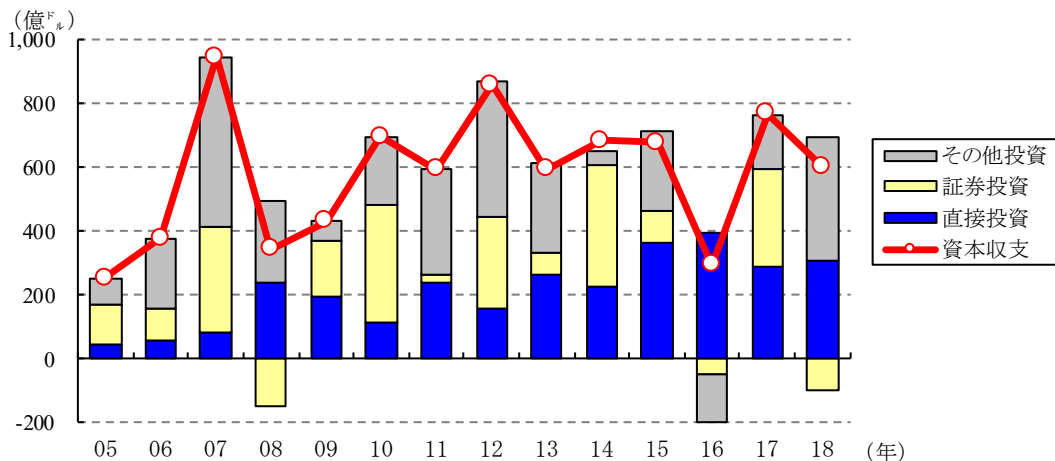


(出所) IMF, International Financial Statistics

一方、ネットベースの資本流入の動きを見ると、経常収支の赤字をオフセットできる規模の黒字となっている。すなわち、経常収支が赤字でも、資本流入でオフセットされているので、経常赤字が外貨準備減少に結びつくような状況にはなっていない。

ただ、資本流入超過の内訳を見ると、安定的な資金と考えられる直接投資よりも、「足の速い資金」である証券投資や、対外借入（「その他投資」に含まれる）の流入超過に依存している度合いが高いことが読み取れる。これは、海外金融機関等のインドに対するセンチメントが悪化した場合に、国際収支面でソルベンシー・リスクが高まる可能性があることを意味するものであり、この点には注意が必要であろう。

図表 13. インドのネットベースの資本流入

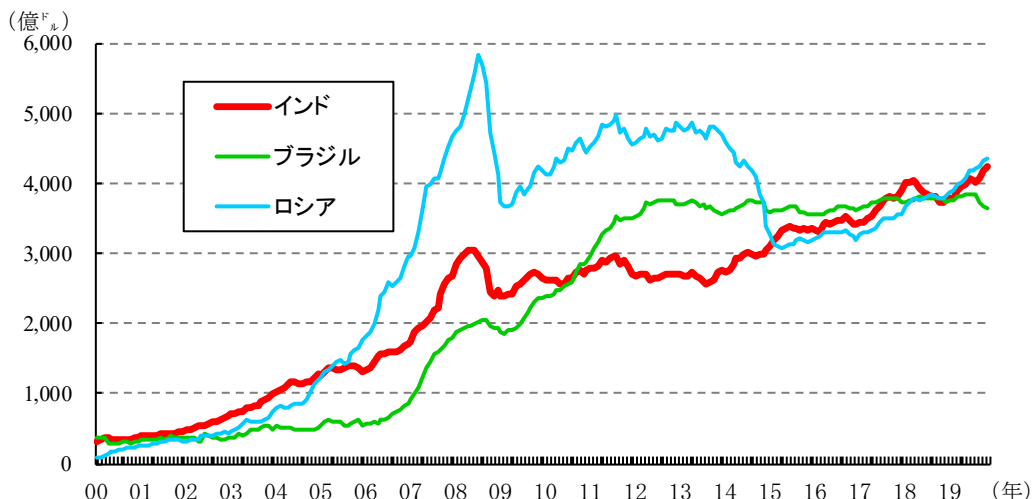


(出所) IMF, International Financial Statistics

前述のように、インドは、経常赤字国であるが、経常赤字がネット資本流入の黒字でオフセットされているため、外貨準備は増加している。

2018 年末時点のインドの外貨準備は、3,740 億ドルと、財・サービスの輸入の7ヵ月分に相当し、警戒水準の目安である同3ヵ月分を大きく上回るレベルにあることから、対外支払い能力面で特段の問題はないと考えられる。ただ、インドの外貨準備の規模を見ると、人口がインドより遥かに少ないブラジルやロシアと同水準であり、大国である割には外貨準備が少ないと言える。

図表 14. インド、ブラジル、ロシアの外貨準備の推移



(出所) Datastream

### (5) 政治情勢 ～ 2019年の総選挙で圧勝し再選されたモディ政権

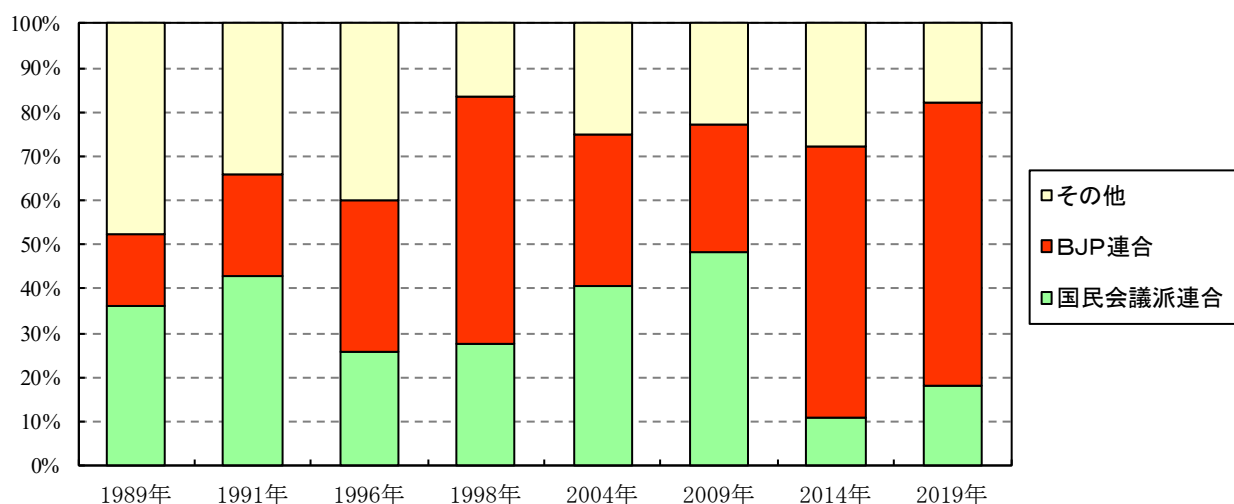
インドでは、2014年の総選挙で、それまで最大野党であったヒन्दゥー至上主義のBJPを中心とするBJP連合が大勝し、国民会議派からBJPへの政権交代が実現した。BJPは、国民会議派に比べて規制緩和や財政健全化への指向が強いとされ、インドの経済成長率が押し上げられるとの期待感が高まった。

BJPのモディ政権は、2017年7月に、長年の課題であったGST（物品・サービス税）導入を実現し、既存の種々の複雑な間接税を廃止しGSTに一本化することで税の簡素化を実現した。その反面で、2016年11月には、高額紙幣（1000ルピー紙幣と500ルピー紙幣）を突然廃止するなどの混乱も生んだ。ただ、高額紙幣廃止は、闇経済の蔓延を断ち、また、電子決済化を促して支払い効率化を進展させる効果があったと評価する声も多い。

前述の通り、不良債権問題などが原因で2018年から景気が鈍化し、BJP政権にとっては逆風が吹いていたが、2019年5月の総選挙でBJPは大勝した。景気が悪化する中でも、BJPが総選挙で大勝利を収めたのは、2019年2月にインド民兵40人を死亡させたカシミールでの自爆テロ事件に際し、武力行使によって国民の愛国心に訴えるのに成功したからであった。テロ攻撃発生後、パキスタン側がテロに関わったとして、インド空軍機がパキスタン側に侵入し、テロリスト組織の訓練キャンプと見られる拠点を空爆した。これによって、インド国民の愛国心とBJPへの支持が高まったとされる。ただ、総選挙後に実施された地方議会選挙では、BJPは議席を減らしており、BJP支持率の高まりは一段落した感がある。

モディ首相は、二期目の政権でも、経済政策の柱として、「Make In India」を提唱し、東アジア諸国のように製造業を牽引役として経済発展することを目指している。それを実現するには、外資企業の誘致を拡大する必要があることから、今後も、モディ首相は、投資環境を改善するための各種改革を進めると見られる。総選挙が終わったこともあり、当面は、ポピュリズム的な人気取り政策を打つ必要がないため、モディ政権にとっては、必要な改革を推進するチャンスが到来していると言える。

図表15. インド下院における主要政党連合の獲得議席比率



(出所) 1989～2014年は「アジア動向年報」、2019年はJETRO「インド経済短信（第510号）」

### 3. インドの投資・ビジネス環境 ～ 今後の成長期待は大きいが儲からないインド

#### (1) 世界の中で日本企業が事業展開先として最も注目する国はインド

インドは、今、日本企業が事業展開先として最も注目している国であると言っても過言ではない。例えば、国際協力銀行（JBIC）が毎年実施している海外直接投資アンケート調査における有望投資先ランキング（今後3年程度）を見ても、インドの順位は、2000年度には、中国、タイ、インドネシアなどの後塵を拝して第7位であったが、その後、順位が上昇、中国に次ぐ第2位の位置をキープし続け、2014年にはインドが1位に躍り出た。その後、2017年度と2018年度には中国に抜かれて2位となったものの、2019年度には、再び、中国を抜いて第1位に返り咲いた。日本の製造業の事業展開先としてのインドの人気の高さがうかがえよう。

図表16. 中期的（今後3年程度）有望事業展開先・地域ランキング

順位	00年度	05年度	10年度	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度	19年度
1位	中国	中国	中国	インド	インド	インド	中国	中国	インド
2位	米国	インド	インド	インドネシア	インドネシア	インドネシア	インド	インド	中国
3位	タイ	タイ	ベトナム	中国	中国	ベトナム	ベトナム	タイ	ベトナム
4位	インドネシア	ベトナム	タイ	タイ	タイ	中国	タイ	ベトナム	タイ
5位	マレーシア	米国	ブラジル	ベトナム	ベトナム	タイ	インドネシア	インドネシア	インドネシア
6位	台湾	ロシア	インドネシア	メキシコ	メキシコ	メキシコ	米国	米国	米国
7位	インド	韓国	ロシア	ブラジル	米国	米国	メキシコ	メキシコ	フィリピン
8位	ベトナム	インドネシア	米国	米国	フィリピン	フィリピン	フィリピン	フィリピン	メキシコ
9位	韓国	ブラジル	韓国	ロシア	ブラジル	ミャンマー	ミャンマー	ミャンマー	ミャンマー
10位	フィリピン	台湾	マレーシア	ミャンマー	ミャンマー	マレーシア	韓国/ブラジル	マレーシア	マレーシア

（出所）国際協力銀行「海外直接投資アンケート調査結果」（各年版）

事業展開先としてのインドの魅力は何なのか？この点について、前述のJBICアンケート調査をもとに、中国、ベトナム、タイ、インドネシアとインドを比較しつつ検証してみよう。

同アンケートの「有望事業展開先と考える理由」について、項目別回答率を上記5カ国で横断的に比較してみると、インドの回答率が5カ国中で最も高くなっている項目は、「安価な部材・原材料」、「今後の現地市場の成長性」、「現地向け商品開発拠点」の3つである。これは、日本の製造業が、インドについて、巨大な人口を抱え市場としての今後の「伸びしろ」が大きいという点に注目し、現地調達した部品・材料を使って、国内市場向け商品開発を進めている、という様子を浮き彫りにしたものと言えよう。

ただし、上記3項目以外では、インドが5カ国中で最も回答率が高くなっている項目はない。産業集積、生産活動における利便性、インフラ整備状況といった点に関する項目の回答率は、インドが、タイやベトナムをかなり大きく下回っている。つまり、インドは、国内市場の成長性には期待ができるものの、タイやベトナムのような輸出生産拠点とするには難点があると評価されていることが読み取れる。

前述のように、モディ首相はMake in Indiaを提唱し、インドへの外資系製造業進出を呼び掛けているが、現時点では、日本の製造業がインドを輸出生産拠点として見ていないということである。

図表 17. 日本の製造業が中期的有望事業展開先と考える理由

項目	インド	中国	ベトナム	タイ	インドネシア	
生産面	優秀な人材	18.7	9.7	26.6	21.4	6.1
	安価な労働力	31.0	7.4	43.4	18.3	26.3
	安価な部材・原材料	12.8	8.5	8.4	6.1	5.1
	組立メーカーへの供給拠点	21.9	23.9	17.5	22.1	16.2
	産業集積がある	12.8	20.5	9.8	28.2	10.1
	他国のリスク分散の受け皿	6.4	1.7	18.9	11.5	8.1
	対日輸出拠点	2.7	7.4	10.5	7.6	8.1
	第三国輸出拠点	14.4	10.2	14.0	26.7	15.2
	原材料の調達に有利	3.2	4.5	0.7	4.6	3.0
販売面	現在の現地市場規模	36.9	60.8	18.9	40.5	42.4
	今後の現地市場の成長性	74.3	56.3	63.6	42.7	60.6
	現地市場の収益性	3.2	11.9	9.1	14.5	7.1
	現地向け商品開発拠点	5.9	5.7	0.7	5.3	0.0
インフラ等	インフラが整備されている	2.7	14.2	9.1	22.1	2.0
	物流サービスが発達	1.1	7.4	4.2	9.2	0.0
	投資にかかる優遇税制	0.5	3.4	6.3	11.5	2.0
	外資誘致政策が安定	2.1	1.7	4.9	3.8	5.1
	政治・社会情勢が安定	3.7	2.8	16.1	8.4	5.1

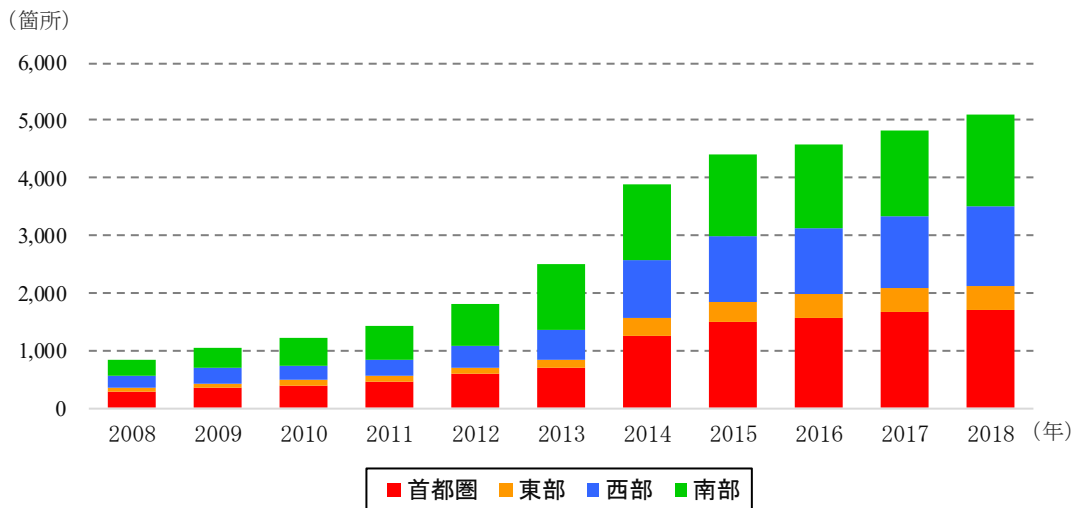
(注1) 数字は回答した企業数の比率 (%)

(注2) 太字の数字は当該国で最も回答率が高い項目。○で囲んだ数字は、当該項目の回答率を5カ国で比較したなかで最も高いもの。

(出所) 国際協力銀行「2019年度海外直接投資アンケート調査結果」

日本企業のインドへの関心の高まりを背景に、インドに進出している日系企業の拠点数は、右肩上がりに増加しており、2008年から2018年までの10年間で6倍以上に増えている。

図表 18. 日系企業の地域別拠点数の推移



(出所) 在インド日本大使館、JETRO「インド進出日系企業リスト」(2018年12月)

インドの中で日系企業が最も集積している地域は、デリー首都圏であり、その多くは、自動車や二輪車などの輸送機器関連業種で、主にスズキやホンダの組立工場とそのサプライヤー企業などである。

インドの金融・商業の中心地であるムンバイ市を中心とする西部には、主に金融、商業、運輸、消費財などの業種がムンバイ市内に拠点を構えており、ムンバイ市に隣接するマハラシュトラ州では、自動車部品や電機・機械などの業種が多く進出している。

インド南部については、チェンナイ市周辺に、日産を中心とする自動車関連業種と電機などの業種が進出しており、デカン高原のベンガルール市周辺には、トヨタを中心とする自動車関連業種と電機などの業種が進出している。

一方、インド東部については、進出日系企業数が非常に少ない。これは、東部の中心都市コルカタ市が位置する西ベンガル州で1977年に共産党を中心とする左翼政権が成立し、労働者保護政策が強化された結果、ストライキが急増したことなどから、外資系企業が逃げ出してしまったという事情によるものである。

## (2) 課題も多い対インド投資 ～ 脆弱なインフラ、儲からない国内市場

日本企業のインドへの関心・期待は非常に高いが、実際のインドはバラ色の投資先ではなく、在インド日系企業は様々な問題に悩まされている。インドの投資環境において何が大きな問題なのか？この点を、同じくJBICアンケート結果をもとに検証してみよう。JBICアンケートにおける中期的有望事業展開先の人気ランキング上位5カ国を対象に、それぞれの国における課題の項目別回答率を見ると、インドは「インフラが未整備」の回答率が最も高く、しかも、この項目の回答率は他の4カ国をかなり大きく上回っており、インフラ整備の遅れが、インドの深刻な問題であることが示されている。一方、「徴税システムが複雑」、「税制の運用が不透明」、「投資許認可手続きが煩雑・不透明」の回答率も、インドが上位5カ国中で最も高くなっている。また、「労務問題」の回答率も、インドが上記5カ国中で最も高くなっており、日本企業がストライキなどの問題に悩まされている状況がうかがえる。

図表19. 中期的有望事業展開先での課題

項目	インド	中国	ベトナム	タイ	インドネシア	
法 制 度	法制が未整備	13.7	5.8	18.6	1.9	15.9
	法制の運用が不透明	37.3	41.9	29.2	9.6	32.9
	徴税システムが複雑	24.2	10.3	6.2	4.8	9.8
	税制の運用が不透明	20.5	18.1	17.7	12.5	11.0
	課税強化	9.9	19.4	8.8	10.6	9.8
	外資規制	13.0	24.5	8.0	12.5	13.4
	投資許認可手続きが煩雑・不透明	18.6	16.1	6.2	3.8	14.6
	知的財産権の保護が不十分	7.5	35.5	8.8	2.9	3.7
	為替規制・送金規制	18.6	29.7	14.2	1.9	8.5
	輸入規制・通関手続き	13.0	21.3	12.4	5.8	12.2
労 務	技術系の人材確保難	19.3	21.3	19.5	26.0	19.5
	管理職クラスの人材確保難	19.9	23.2	29.2	31.7	25.6
	労働コスト上昇	21.7	67.1	31.0	49.0	32.9
	労務問題	19.9	15.5	15.0	3.8	17.1
販 売	他社との競争が激しい	37.9	60.0	35.4	62.5	40.2
	代金回収が困難	14.9	23.2	4.4	3.8	2.4
イ ン フ ラ 等	資金調達が困難	6.8	4.5	3.5	1.0	3.7
	地場裾野産業未発達	15.5	1.9	17.7	6.7	11.0
	通貨・物価が不安定	8.7	4.5	7.1	0.0	13.4
	インフラが未整備	43.5	4.5	18.6	1.9	22.0
	治安・社会情勢が不安定	16.8	12.3	4.4	17.3	29.3
	投資先国の情報不足	14.9	1.9	9.7	1.0	7.3

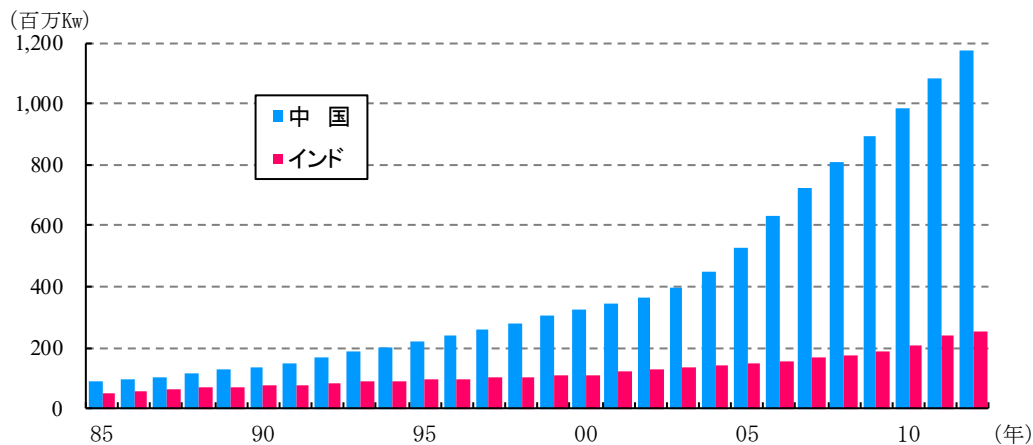
(注1) 数字は回答した企業数の比率 (%)

(注2) 太字の数字は当該国で最も回答率が高い項目。○で囲んだ数字は、当該項目の回答率を5カ国で比較したなかで最も高いもの。

(出所) 国際協力銀行「2019年度海外直接投資アンケート調査結果」

インドのインフラ問題のなかで、外資企業にとって最も深刻なのは電力供給であろう。インドは、そもそも発電能力が低く発電部門への投資も少なかった。インドと中国の発電設備容量を比較すると、1990年代以降、国策としてインフラ整備に邁進してきた中国の発電設備容量が大きく増加したのに対してインドは緩やかな伸びにとどまっている。発電設備容量が小さいことに加え、送・配電ロスや盗電による損失が大きいという問題も重なって、インドでは電力不足が慢性化している。停電の頻発が大きなビジネス阻害要因になっており、インドに進出した日系製造企業にも、自家発電設備の設置を余儀なくされ、投資コストが膨らんでしまうケースが見受けられる。

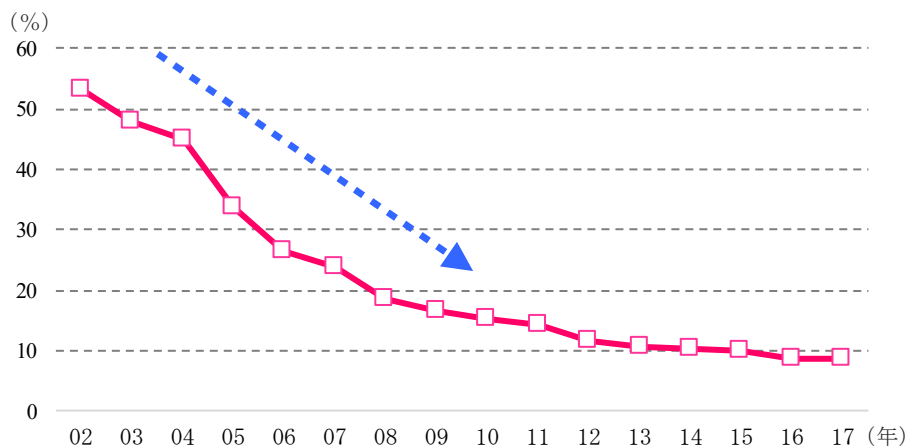
図表 20. インドと中国における発電設備容量の推移



(出所) 米国エネルギー省ウェブサイト (<http://www.eia.gov/beta/international/data/browser>)

インドの停電頻発の直接的原因は、配電会社の赤字体質に起因するメンテナンス不足等であるが、その赤字体質の背景には、電力損失の大きさ、特に、盗電による損失の大きさがある。これを解消するには、配電会社の経営を公営から民営に転換し経営を効率化することが有効である。例えば、デリーの配電会社 (TPDDL) の電力の技術商業総損失率を見ると、公営だった 2000 年代初めには盗電が横行していたため 50% を超えていたが、その後、民営化されてタタ財閥が経営主導権を握り、盗電の監視・摘発を実施した結果、技術商業総損失率は大きく低下した。

図表 21. TPDDL の技術商業総損失率 (料金回収されなかった電力/供給網に投入された電力)

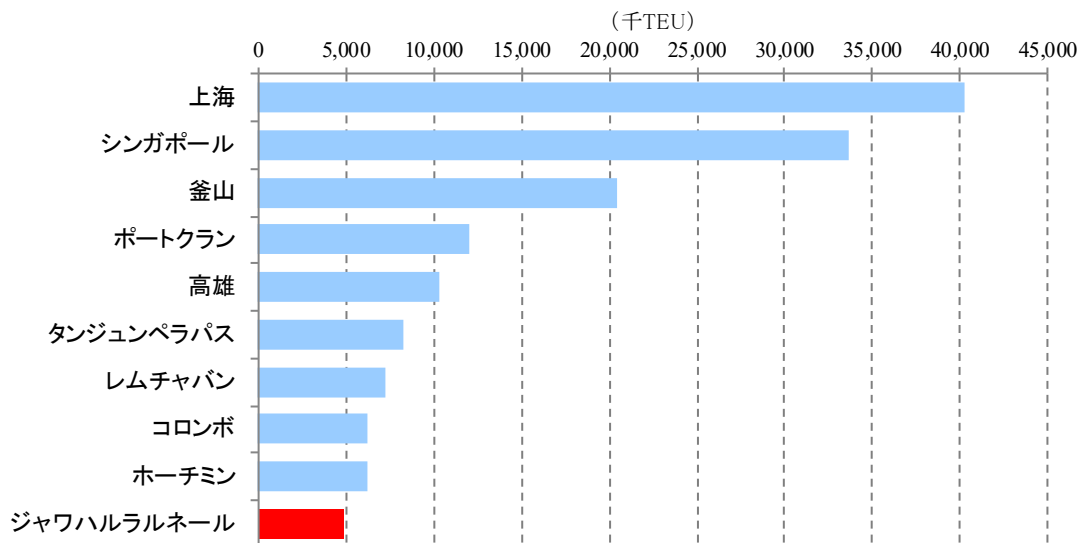


(出所) Tata Power Delhi Distribution Limited



外資企業がインドに進出する場合に、電力インフラとともに大きなボトルネックとなるのが輸送インフラである。例えば、アジアの主要な港湾におけるコンテナ取扱量について見ると、インド最大のジャワハルラルネール（ムンバイ市）でさえ、マレーシアのポートクランやタイのレムチャバンといった港湾よりも取扱量が少ないことがわかる。これは、インドの港湾施設のキャパシティが低いことを端的に示すものと言える。またインドの港湾当局の事務処理能力も低く、さらに、港から道路・鉄道へのアクセスが悪いことなども重なり港湾での貨物滞留時間が長く、物流リードタイムが長くなる傾向がみられる。しかも、インドの港湾での輸入手続き等に係る事務費用が東南アジア諸国よりも高いため、インドの港湾物流は、「高くてサービスが悪い」という状態にある。

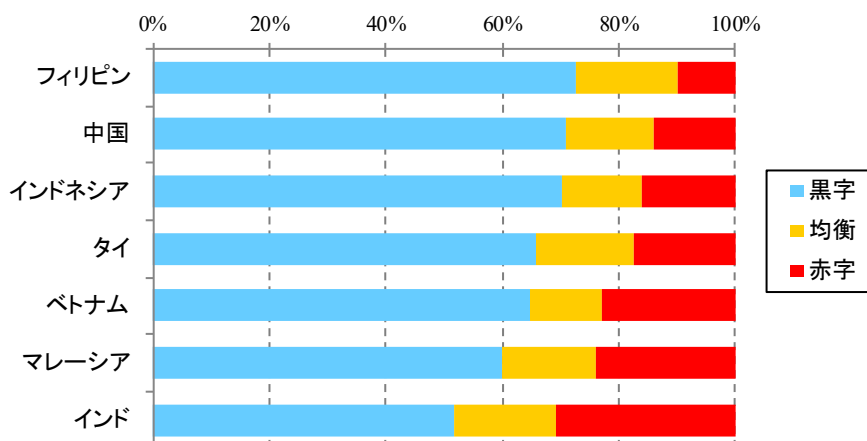
図表 2 2. アジアの主要な港湾のコンテナ取扱量



(出所) International Association of Ports and Harbours, *World Containers Traffic Data 2018*

前述のように、インドは、今、日本企業が世界で最も注目し期待する市場であると言って良い。しかし、実際のインド市場は、甘くはなく、外資企業はなかなか儲けさせてもらえない。インドに進出している日系企業の収益も、他のアジア諸国における収益と比べて、苦しい状況にある。例えば、JETRO の調査によれば、内販型日系企業の黒字比率が、アジア主要国の中で最も低いのがインドである。

図表 2 3. 輸出比率 50%未満の企業（内販型）の営業利益



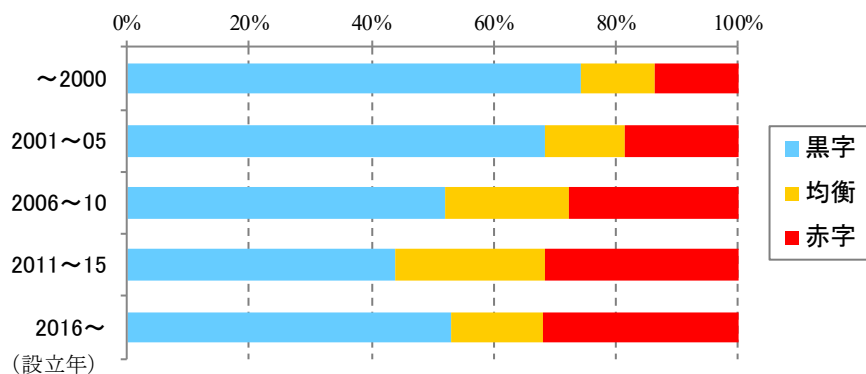
(出所) JETRO 「在アジア・オセアニア進出日系企業実態調査（2019年度調査）」

前述のように、インドは所得水準が低いいため基本的には低価格商品しか売れないので、そもそも利幅が少ない。しかも、インフラが未整備で、税制が複雑であるなど、ビジネス効率を低下させる要因が多すぎるため、結果的にコストが膨張し利益が圧迫されてしまう。こうした構造が、インド市場で、外資企業がそう簡単には儲けられない状況を生んでいるのである。

上記のような事情から、日本企業は、インドに進出しても簡単には利益を上げることができない。日系企業はインド・ビジネスにどう対応すべきなのか？

JETRO が調査した在インド日系企業の設立時期別営業利益を見ると、設立してからの年数が浅い日系企業は赤字の比率が高いが、設立から 20 年程度経過すると、黒字企業比率が 7 割以上になり赤字企業の比率も低くなることからわかる。つまり、時間をかけてインドの実情に合わせビジネスモデルを調整していけばやがて儲かるようになる。このように、インド・ビジネスの要諦は「我慢比べ」なのである。こうした点を意識しつつ、日系企業は長期戦覚悟でインド・ビジネスに臨む必要があろう。

図表 2 4. 在インド日系企業の設立時期別営業利益



(出所) JETRO 「在アジア・オセアニア進出日系企業実態調査 (2019年度調査)」

#### 4. 今後の展望 ～ 経済成長ポテンシャルは高いが、成長維持には改革継続が必須

##### (1) 景気が長期低迷に陥る公算は低い見込みだが、原油価格動向には注意

インド経済は、不良債権問題という思わぬ逆風に曝され、2018年以降、鈍化を続け、足元の経済成長率は4%台まで減速している。しかし、消費財やインフラへの需要が非常に旺盛であるという基調に変化はなく、不良債権問題の処理が進めば、内需が再び盛り上がり、6%前後の経済成長率へ回帰する可能性が高いと見られる。インドは、内政・外交ともに安定し、モディ首相の改革志向・成長指向の経済運営にも安定感がある。ただ、イランをめぐる中東情勢の緊迫化を受けて、原油価格が高騰し、それがインドのインフレ率を上昇させ、経済成長を頓挫させる可能性がある。この点には注意が必要であろう。

##### (2) 今後も継続が必要な「構造改革」

インド経済は、成長ポテンシャルが高い反面、構造的な問題を抱えており、例えば、財政赤字と経常赤字の慢性化が大きなボトルネックである。財政赤字は、インドの高インフレ体質やインフラ整備遅延の原因となり、経常赤字は、為替相場下落、インフレ率上昇、国際収支危機などを誘発しやすく、インド経済のリスクファクターである。経常赤字は、今のところは、海外からの資本流入でオフセットされているため、為替相場や外貨準備の危機につながる恐れはない。しかし、海外からの資本流入が減った場合には、危機発生リスクが高まる。それを避けるには、改革を進展させ投資環境を改善しインドへの資本流入を持続させることが必須条件である。今後については、2024年に次回総選挙が実施予定であり、選挙前年の2023年はポピュリズム的な政策対応に陥る可能性も考えられることから、現在のモディ政権の任期中、改革のチャンスは2020～22年であり、その間に、どれだけ改革を達成できるかが、今後のインド経済の行方を大きく左右すると言えよう。

##### (3) 簡単には儲からないインド市場 ～ 日本企業は長期戦覚悟で臨む必要あり

インドは、長期的な経済成長の余地が大きいという点では間違いなく有望市場である。しかし、インドは、短期間で簡単に儲かる市場ではない。インド市場は、国民の大半が低所得ゆえに低価格品が中心であり、また、インフラが劣悪なことなどから投資コストも膨らみがちである。このため、インド・ビジネスは、低収益・高コスト状態に陥りがちで、なかなか利益を確保できないという難しさがある。こうした厳しいビジネス環境は、急には改善されないだろう。日本企業は、インド・ビジネスは、「我慢比べ」であることを念頭に、長期戦の構えで粘り強く取り組む必要があるようだ。

以上

## — ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。