

平成29年12月7日（木）

平成29年度 第1回インドワークショップ議事録

於 財務省 第1会議室（西456）

財務総合政策研究所国際交流課

※議事録本文中の脚注は、講師の了承のもと、事務局（財務総合政策研究所 国際交流課）が補足的に追加したものです

(1) 発表：第一生命経済研究所 経済調査部 主席エコノミスト 西濱 徹

P.3

まず、足下のインド経済の動きということで3ページ目に載せております。インドにおいては、基本的に GDP 成長率は、前年比の数字しかほぼ出てこない。季節調整値などを出してないので、基本的に足下の景気動向、いわゆる瞬間風速的にどうなのかといったものを測ることは非常に難しい。

ただ、このグラフを見ていただいているのとおり、2013年からの流れですが、右肩上がりで昨年ぐらいまで来たものが、一気に右肩下がりの状態に今来ている。先日発表された7-9月期の GDP については、ようやく少し底入れしたのかという印象である。過去数四半期にわたって減速基調が続いてきた流れに、ようやく変化があらわれるというのが、この GDP 統計から見てとれる。

P.4

他方、我々で季節調整値を試算して出した前期比年率ベースの成長率がこのグラフになるが、(実質 GDP 成長率の推移が)上に行ったり下に行ったりしているので、これは季節性をちゃんと除けているのかどうか見えにくいところではあるが、昨年末にかけて減速したものが、年明けに少し加速し、また4-6月期に落ち込んで、7-9月期にかけてまた加速するという状況になっている。

昨年末、高額紙幣の廃止が突然行われた。これによって個人消費が1-3月期にかけて相当下押しされた。その影響が4-6月期も残ったものの、7-9月期にはようやく底入れしつつある。下押し圧力を乗り越えつつあるというのが、今のインドの状況だと、このグラフから読み取れるのではないかと考えている。

ただ、インドの GDP 統計については、2年前ここで話した際も説明しが、過去にさかのぼって、きちんとした体系立てたデータが出ていない。プラス、このような形で今、需要項目別に発表されてはいるが、それに必要な基礎統計が全く備わっておらず、ブラ

ックボックスになっている印象がある。

もともと社会主義国であるので、供給サイドの統計に関してはそれなりに備わっている。インド準備銀行では依然として、景気については GDP ではなく、供給側の統計である GVA (Gross Value Added) を使っている。従い、そちらを見たほうが景気の実勢に関しては掴みやすいのではなかろうかと捉えられる。

P.6

これも前年同期比の数字であるが、足下の状況を的確にあらわしているかという点、必ずしもそうではない。しかしながら、昨年1-3月をピークに右肩下がりの状態がずっと続いてきた。それが、ようやくこの7-9月期で反転している。流れが少しずつ変わってきたのかという捉え方ができる。

P.7

一昨年度の末をピークにずっと右肩下がりの状態だったものが、ようやく反転しつつあるというのが今の状況である。かつ、この7-9月期に関して言うと、一番大きいのが、過去2四半期非常に厳しい状態だった製造業が、ようやく揺り戻しの動きが出てきているというのが、このグラフから読み取れる。

また、昨年にかけて急上昇した国際商品市況が、年明け以降かなり頭打ちしてきた。それがようやくまた少し底入れしつつある。その動きを捉えて、鉱業部門の生産も拡大してきているということが見える。

P.5

このグラフにて高額紙幣の廃止とGSTの導入の動きがどう影響下のかというのが顕著にわかるかと思う。景況感50を下回ると景気が減速、50を上回ると景気は加速ということになるが、昨年の11月を期に大きく下落した。やはり、高額紙幣の廃止によって基本的には現金がなくて買い物ができない、そのために買い控えの動きが広まり、大きく下落した。

しかしながら、そこから何が起きたかという点、今、電子マネーの普及が進んでいる。電子マネーというと中国が話題に上るが、インドにおいても QR コードを使った電子マネーが爆発的に普及している。かつ、スマホのアプリケーションの導入、億単位でダウンロードがなされているという実績もあり、急激に揺り戻しの動きが出てきた。

しかしながら、それがまた GST 導入で一旦大きく下落した。何故落ち込んだかという点、GST は基本的に国全体で一本化するという話だったものが、税率が4つ分かれている上に、無税・免除されているものもあり、実質5つに分かれている。課税対象の切り分けが非常に煩雑であること、在庫に対してどのようなタイミングで課税するのかというガイドラインが非常に複雑であった。所謂小売段階における課税を巡る混乱が影響したと考えている。

ただ、これについても、その後（赤のグラフ）、急激に戻ってきている。企業部門においては、基本的に GST 導入の影響もかなり早い段階で克服しつつあると捉えられる。

P.8

昨年末にかけて一旦伸びが鈍化したものが少し戻し、かつ7月の GST 導入を前にかなり落ち込んで、またそこから回復をしている。生産にもやはり底入れの動きが出ている。これは、GVA でもようやく底入れしつつあるという流れとも合致していると思われる。

P.9

消費の現場において、二輪車と四輪車はまず頭金が必要なので、現金の有無、プラス税率がどうなるのといったところが悩みの種になる。その辺りが顕著にあらわれると思うが、昨年末にかけて、特に二輪車において大きく落ち込んだが、急激に回復をしている。四輪車についても同様で、やはり一旦落ち込んだものの、そこからの回復は相当早い。かつ、GST に関しては実質減税になったことも、足下の押し上げ要因になっているのではないかと考えている。

P.10

また、つい3、4年前までのインドと言え、高いインフレは当たり前と言われた状況があったが、このところ急激に低下してきている。このオレンジであらわしているものが、政府と準備銀行の間でアコードを結んだインフレターゲットになるが、 $4\% \pm 2\%$ という範囲で設定されている。ここに今、ちょうどおさまっている。それも過去2年ほどはずっと安定している。ここがインドにとっては相当大きい。やはりインドの経済成長の原動力というのは、基本的に個人消費を中心とした内需であるので、物価安定による家計部門の実質購買力の押し上げ、そういったもののプラス効果は相当大きいと言える。

かつ、物価安定により金利も下げられる。昨日（金融政策決定会合）については、金利をそのまま据え置いた。前々回の金融政策決定会合で利下げを行った後、アメリカのFRBが今年10月からのバランスシートの縮小を発表した。その後、真っ先に新興国の中で金融緩和を進めている国に売り圧力が掛かり、アジアの中では、インドルピーとインドネシアルピアが顕著であった。

そういったこともあり、物価安定を受けて追加的に金融緩和ができるかという点、準備銀行は慎重にならざるを得なくなっている。この国は慢性的に経常赤字を抱えており、通貨安になると必然的に輸入インフレを通じてインフレ圧力に繋がる。それは容認できないということになる。ただ、足下の物価安定によって、インド経済を取り巻く状況が非常によくなっているという捉え方ができる。

P.11

過去数年、インドに関してよく指摘されるのが、国有銀行を初めとする銀行セクターの不良債権問題である。それが国内信用の下押し要因になっているが、昨年にかけてはどちらかという点公的部門が信用を押し上げてきた。目下のところは、公的部門は一旦頭打ちしつつある。その中で民間部門がようやく底を打ちつつある。これは、いよいよ民需主導で景気が自立的に拡大基調を強めるという流れに繋がっていくのではないかと捉え方ができる。

P.12

モディ政権の掲げる経済政策のひとつに「メイク・イン・インド」がある。インドの国内で作り、輸出指向産業を育てたいという話だが、現状はまだ道半ばである。そうは言いながら、改革は遅まきながらも着々と進んでおり、対内直接投資の流入額を見ると、流入額ベースでもきちんと右肩上がりの状況が続いている。

こうなると、インドにとっては投資の流入によって景気が押し上げられるという好循環が生まれる。特に、インドの来訪者を見ると、近年はビジネス客が多い。ビジネス環境がよくなると、それによって来訪者が増えるという好循環も生まれるので、そういった意味でも、今のインドのビジネスを取り巻く環境は非常によくなりつつあるという捉え方ができる。

P.14

（高額紙幣廃止措置については）やはり事前準備は明らかにお粗末であったと思う。何の事前準備もなく、いきなり唐突に高額紙幣を廃止する。新紙幣があるのかといったら足りない。そのようなことをすれば混乱は避けられなかった。

かつ、政府は当該施策の当初の目的として、アングラマネーのあぶり出しと説明していた。しかしながら、新紙幣の不足に伴い、個人消費は急速に悪化した。ただ、一つ打開する要因があったのは、モディ政権が掲げる政策の柱のひとつである「デジタル・インド」である。デジタル化によってインドの経済環境を大きく変えようということである。

もともとは、2010年から導入されている生体認証を用いた国民総背番号制度（アール）がある。基本的にはインドの方々ほとんど銀行を信じておらず、銀行に対するアクセスがなかったものの、新紙幣への切り替えのためにとりあえず銀行に預ける必要があり、結果的に銀行へのアクセスができた。

そして、銀行へのアクセスが増えたことによって、銀行に余資が生まれ、その運用先として国債の流通が活発化する副次的な効果も生まれた。

インドではこれまで決済の9割以上が現金であったので、これがアングラマネーの温床になってきたが、電子化に伴い透明性が高まる。これは、税の捕捉率向上みたいなこと

にも進展することが期待されるが、そのような資金移動をめぐる透明性の向上にも繋がる。最初の段階はお粗末だったと思うが、モディ政権による「デジタル・インド」の加速によって、事態打開の道筋が立てられた。

もう一つ、GST について一本化するということまではよかったが、実際は、税率は5%、12%、18%、28%と4本ある。かつ、食品などは免税になっているので、これは一体どこで切り分けるのか。細かく定義分けはされているが、その仕分けが非常に難しい。また自動車・たばこに関しては、GST にプラス目的税も課されてるので、実は一本化と言いつつも、複雑な状況は変わっていない。

このように、課題は残っているものの、これまで、州をまたぐ取引に税がかかるという状況は少なくともなくなっている。それにより、インドへの投資意欲を押し上げる要因になったと言える。

P.17

次に、インド経済のファンダメンタルズを見ていきたい。インドは慢性的な経常赤字国だが、輸入過多が要因になっている。国内で消費する原油の7割弱を輸入に依存しており、原油相場の動向により輸入額は左右される。また、多くのインドの方は銀行を信じていないなかで、価値保蔵手段として金の需要が旺盛であり、金の輸入が定常的に多い。その状況がようやく足下で変わりつつあるというところだと思われる。足下で原油相場が少し底入れしているので、これが一体どう影響するかは引き続き注視する必要はあろう。

P.18

貿易収支については、2013年から2015年にかけてなだらかに赤字幅が縮小し、2016年は一段と大きく縮小した。これはやはり原油相場の大幅低下が寄与したと思う。ただ、少し足下で拡大傾向が強まっており、今後についてもどうなるのかがポイントであろう。

P.19

経常収支については、貿易収支が経常赤字の太宗を占める。ここを構造的にどう変えていくのかというのが、今後のモディ政権が取り組むべき課題になる。

過去数年、インドのファンダメンタルズは改善傾向が続いてきた。2013年、FRB のバーナンキ前議長が、その年の年末から量的金融緩和の縮小、所謂テーパリングを始めようかと言った段階で国際金融市場が混乱し、新興国から資金が流出することがあった。いわゆる「テーパー・タンタラム」だが、その際の経常赤字、ないし財政赤字を見て頂くと、非常に大きかったのは一目瞭然である。

それがここ数年急激に縮小する流れがある中、2017年はまた拡大傾向にある。インドに関して言うと、歴年で見るといいのか、年度ベースで見るといいのか、議論が分かれるところではあるが、ここでは他国と平仄を合わせる形で歴年で見ている。ただ、それを見ていただいても足下で悪くなっているということが、このグラフから読み取れる。

先行きの国際金融市場を取り巻く環境の変化によってインドがどういう影響を被るのかということを考える必要があるかと思う。

P.21

これは先進国、アメリカ、日本、EU の中央銀行のバランスシート、いわゆるベースマネーの規模を示したものになる。これが、10月からアメリカは縮小を始めた。ECB は、年明けから量的金融緩和のペースを鈍化させる。日銀に関しては、資産買い入れ規模を月平均80兆を目途とすると言っているが、実際にはこれを下回るなど拡大ペースが鈍化しつつある。

リーマン・ショックの前後を見ると、世界に流れているそもそものベースマネーの規模が違う。これまでのゲームのルールの変化が、今後は再び変化するため、金融市場を取り巻く環境にどういった影響が出るのかが、非常に懸念される場所である。

先ほど「テーパー・タンタラム」の件を申し上げたが、インドにおいてそんなことが起こり得るのか、私自身もいろいろなところから質問を受ける。

P.22

インドの外貨準備高について、インドが IMF に駆け込まなくてはいけなくなるような状況は考えにくいというのが、このグラフから読み取れる。かつて1990年代前半、中東紛争に伴う原油高を受けて IMF に駆け込んだが、そんなことが再びあると言われると、到底そういう状況にはないと思われる。かつ、「テーパー・タタラム」は、確かにファンダメンタルズの悪さに着目した動きであったが、インドの外準が足りなかったかと言われると、あの当時でも2,500億ドルはあった。それが今や3,500億ドルを超える水準にある。さすがにそういう状態は考えにくいと言える。

P.23

対外債務残高について、インドは伝統的に短期の対外債務に非常に制限を課してきた。そもそも対外債務自体にも制限を課してきたことも影響しているが、全体の中で短期ものの割合は依然として非常に低い。こういったところも、短期資金の逃避といった動きが生じた場合でも、IMF に救済を求めるような水準ではないということは、こちらからも言えると考えている。

P.24

公的債務について、インドはもともと社会主義国家だったので、経済に占める公的部門の割合が歴史的には高い。そのようなことから、公的債務残高は高い傾向があったが、近年は緩やかながら低下してきている。直近は70%を切っており、これも緩やかながら低下していこうという状況にある。

ただし、新興国全般の中で見ると、まだまだ高い。特に、この国は格付けが BBB 格なので、同格の新興国は、平均で GDP 比40%台前半であり、70%弱というのはまだまだ高い。ただ、モディノミクスによっていろいろと改革が進んでいくことで、多少なりともこれが低下していくと、ファンダメンタルズの面でも改善に向かっていくとみている。

P.25

格付けについて、先日ムーディーズが突如格上げを発表した。主要3社がすでに投資適格としているが、2社が投資適格の中で一番下のレベル、BBB-、ないし Baa3というところにあるが、そこからムーディーズだけ1ノッチ引き上げた。格上げの理由について、ムーディーズのレポートを読む限りは、何がクリティカルな要素によって格上げをしたとは考えにくい。はっきり言うと、期待先行で引き上げたというところではないか。

ただ、期待を持たせるだけ、今モディ政権がやっていることは、国際金融市場ないし投資家にとって好意的に捉えられているというメッセージにはなる。従い、これに追隨して、例えば S&P とかが格上げをするかと言われると、それはないと見ている。そして、ここから格下げが行われるようなことがあるかということ、今は決してそういう状況ではないと言える。

P.27

3年間を経たモディノミクスについて、2年前と評価が変わったのか変わらないのかというところを説明したい。

2年前は政策としては3つの大きな柱があった。保険業法の改正と GST の導入、それと土地収用法の再改正である。モディ政権が真っ先に着手すべき政策だということが当時よく言われたが、これに関して言うと、GST は当時はまだ目途が立たなかったし、土地収用法も全く目途が立たなかった。唯一、保険業法の改正だけが国会を通ったという状況であった。

そこから2年経て、一体どうなったのか。金融セクター改革を巡っては、保険業法だけではなく、銀行業、金融全体の開放はどうかといった視線に向かってきているというのが実情である。

この中で、金融業界、小売業界などの外資開放はどうかと言われると、特に総合小売業、これに関しては昔から期待は高いものの、やはりなかなか進んでいない。ここはまだまだ△の状態かと思う。

GST について、この7月から導入された。確かにまだまだ制度面の複雑さはあるが、大きな前進であったことは間違いない。これによって、この国の有史以来の大改革などと

という言い方も、インド国内の新聞などではされたが、それぐらい大きな、エポックメイキングな出来事と捉えていいと考えている。

土地収用法については全く進んでいないのが実情である。かつ、労働法制の規制緩和など、連邦法の改正が相当難しいものも山積する。ただし、モディ政権は、競争的連邦制、つまり、州ごとに競争させながら、やれるところは頑張る、できないところは、ダメだという評価を下しながら改革を進めている。州レベルでは改善に取り組む動きが見られるというところもあり、その辺りは評価をしてもいいのではないかと。少なくとも×ではないという捉え方ができるかと思う。

また、インフラ投資の拡充による投資環境整備は過去数年、予算の中で順々に拡充されている。一つ大きかったのは10月末になるが、巨額の道路インフラ投資の実施を発表した。具体的な資金措置など疑問の残るところはある。しかし、少なくともインフラ投資の拡充を宣言し、かつそれに向けて前進しようという姿勢はみえる。来年度予算は年明けの2月1日に発表されるが、そこで具体策にどう落とし込んでいくかを注視する必要がある。

P.28

モディ政権に対する評価については、米国のピュー・リサーチ・センターが先月、世論調査の報告書を発表している。モディ政権に対する支持率は一貫して上がってきている。88%と非常に高い数字が出てきており、私も驚きを持って見ている。

これまではモディ首相個人に対する人気に負ってきたところが大きい印象があったが、一番左のグラフを見ると、足下の経済状況に関する認識もよくなっている。この国がちゃんとした方向に向かっているのかという点でも、認識が広がっており、モディ政権の3年間に対する国民の評価は高いと言える。

真ん中のグラフは、どの地域でモディ首相の人気が高いかを示しているが、総じて高い。地域によって大きな差があるかという点、必ずしもそういう状況ではない。そうした中で、2019年の総選挙を見据えると、野党の体たらくといった問題も影響しているが、モディ首相以外に次を担える人がいるのかと問われると、明確に今はいないということ

と言える。

P.29

今年、地方選挙が5州で行われた。特にウッタルプラデシュ、ここは最大の州であり、かつ上院においては31議席と一番数を持っている。ここで勝てるか勝てないかが、今後、上院で優位に立てるか否かの大きな岐路になると見ていたが、ここでも与党 BJP は第1党になった。5つのうち2州で第1党、2州で、第2党にとどまったものの連立与党になっているということで、「4勝1敗」と言える。事前予想に比べてかなり地滑りのように勝った。前回の総選挙で BJP が大きく勝ったときも地滑り的な勝利とよく言われたが、今回もモディ首相の人気プラス、モディ首相がやろうとしていることに対する認識は、相当国民の間でも広がってきているということと言える。

P.30

議会下院に関しては、現状でも BJP 単独で過半数を有する。それに加えて、連立を含めると6割以上である。その一方で、上院に関しては少数与党である。来年にかけて、州議会での間接選挙をもとに上院の議席数が決まってくるので、UP 州を取っているというのは、もしかすると、連立与党が来年のうちに50%を上回る可能性が高まってきたのではないかと捉えられる。

そうすると、議会運営がしやすくなり、憲法改正をはじめとする大きな改正を必要とする議案も通りやすくなっていく。モディ政権にとっては政策実現を後押しする材料になると言える。

P.31

モディノミクスと言えば、やはりその「一丁目一番地」は「メイク・イン・インド」である。特に、BRICs 諸国の中で対内直接投資のストックと経済規模を比較すると、インドは必ずしも中国を経済成長のロールモデルにしてはいないものの、外資の導入により経済成長を実現した国の一つとして、やはりこの中では中国が挙げられる。中国と

単純に比較しても、経済規模に対して対内直接投資がまだまだ少ない状態は変わっていない。これをいかに引き上げ、それにより製造拠点としての魅力を高めることができるかが、「メイク・イン・インド」を実現する上で重要になる。そのための投資環境の整備は必要である。世銀が発表する「Doing Business」でのランクがは少しずつ上がっているとインド政府は自画自賛するが、他の国に比べるとまだまだ低い。インフラなどのハードのみならず制度面などソフトを含め、そのような課題をどう解消していくのかというのがポイントになる。

P.32

不良債権問題について、政府は11月に2.11兆ルピーを向こう2年間で、資本増強する方針を発表した。準備銀行の資料によれば、不良債権比率は融資全体の12%、直近のインド国内の報道などを見ると、これが14%程度まで上がっているという話もある。相当厳しい状態にあると言える。

これに対し、昨年以降は公的資本注入に関して予算手当が行われたが、年間3,000億ルピー程度と桁が一つ違う状態にあった。今回の発表はそこから大きく動き出したことがポイントだと考えている。ただ、この2兆ルピーを投じたところで、必要な額の半分にしか満たないという見方もある。ここからもう一段階資本増強に動くことが出来るかに注目したい。一方、それによって過度に財政に負担がかかるようになると、これはまた別の問題が生じるので、財政に負担をかけない形での資本増強策を探る必要がある。さらに、当然ながら、銀行セクター改革、もしくは銀行セクターの外資開放をする必要もある。

インドに関して言うと、銀行セクターは有力な圧力団体であり、政府にとってもアンタッチャブルな存在となってきた。今回、資本注入にあわせて財務大臣が、銀行セクター改革もするという発言を行っている。どういうロードマップ、どういう青写真なのかというのは全く発表されていないが、そこは、来年度予算案を含めて注視する必要があるとみている。

P.34

最後に、今後のインド経済を見る上でのポイントとして、人口の多さがある。かつ、若年人口も多いので、2030年ぐらいまでは十分に人口ボーナス期を享受できる状態である。生産拠点としても十分に魅力がある。そこをどう生かすことができるのか。かつ、今後人口が増えていく中で消費、国内市場として見たインドをどう捉えていくのかというのがより一層重要になってくる。

P.35

一方、インド国民がインドに対してどのような課題があると見ているかという点、ピュー・リサーチ・センターの調査報告書によると、上位には、犯罪もしくはテロリズムといった問題が挙げられている。そこに次ぐのが公務員の汚職である。やはり自分たちの生活が向上しているものの、十分にその恩恵を享受することが出来ていない層が多いことを反映していると考えられる。

次に出てくるのが、雇用機会の不足である。これは外資導入や構造転換などを通じて雇用機会を増やす、インドの人々の生活を向上させることが必要と言える。物価の問題については、足下の物価はかなり落ちついているが、ものによってはまだまだ厳しいということを反映している。

中長期的に気になるのは、日本国内でもいろいろな報道されている大気汚染問題などの環境問題である。これは中長期的にインド経済のボトルネックになるリスクもある。そこに対してどう対応していくのか。経済成長と環境問題の両立をどうするのかということである。

今、中国は盛んに環境問題をについて言及しているが、中国政府は、あくまでも経済成長を環境を犠牲にしてやることはしませんということで旗を振っている。インドがそこにいかに向くことができるのかというのが、次なる成長エンジンを見ていく上でも重要な要素になってくると言える。

P.36

また、インドにとっても存在感を増しつつある中国の「一帯一路」構想もポイントである。「一帯一路」構想については、10月の共産党大会で、外交政策として党規約の中に明確に記述された。中国は、「一帯一路」は何がなんでも前進させる方向にある。

そうすると、中国－パキスタン回廊はインドにとっての「悩みの種」となる。かつ、インドをなめるような形で、スリランカにも中国の勢いがどんどん増していることもあり、「一帯一路」に関しては苦虫をかみつぶすような目で見ているというところはある。

P.37

ただ、インドとしても、「一帯一路」に期待している部分も大きい。AIIB（アジアインフラ投資銀行）の承諾済案件と申請案件のうち、インドに関するものを挙げているが、ほとんどが基本的に協調融資であり、単独案件は少ない。単独案件に関しては道路開発もしくはインフラ基金などがあるが、あくまでも AIIB 自体、非常におとなしく運営しているが、「一帯一路」は AIIB で全て説明ができるわけではない。当然、シルクロード基金、国家開発銀行、中国預金など色々な窓口で進めている。

全体としての「一帯一路」に対してインドがいかに対応対抗するか、インドらしさを出しつつ、取れるものは AIIB を通じた案件などで取れるのかが、今後のせめぎ合いになるという捉え方をしている。

P.38

アジア太平洋地域において、TPP11が大筋合意に至った。これは、日本にとって非常に良い話だろうと考えているが、今後これが RCEP を後押しする議論になっていけるのかどうか。また最近非常に気がかりなのが、中南米にある太平洋同盟、これがアジアに食指を伸ばしつつある中で、拡大太平洋同盟が次にどこを狙うかというところ、中国という話も出ている。そうすると、いよいよ TPP 対中国主導の何かのような話になってくる可能性もあるので、その辺りの動きを注視している。その中でインドはどのような立ち位置にするのか。RCEP に関して言うと、どちらかというと中国、インドがごねて、議論がまとまらないという状態が続いているが、では、インドがどのような形で今後メガ FTA

の中で存在感を示していけるのか、埋没するのかといった辺りも見ていく必要があるのではないか。

(2) 質疑応答

質問：

○インドにおいて、2030年ぐらいまで人口ボーナスがあるという指摘について、これは、逆に見れば、もう少子高齢化がインドで始まっているということかと思う。ということは、これから社会福祉対策をしなければならないということだが、今、実際にインドでは年金はほとんどないし、社会福祉は、低所得層には一定限度、各州政府がやろうとはしていますけれども、それも十分ではない。今後インドの課題として、それにもお金を振り向けていかないといけないわけであるが、何せ財政は苦しい。そこで、この問題に対してどういう解決策があるのか。あるいは、インド自体、今どういう方向に向かおうとしているのか、それについての見解は如何。

○準備銀行の話、動きをどう見ているのか。というのは、2013年のテーパー・タムタラムの話があったが、当時、フラジャイル・ファイブと言われ、経常収支が赤字の国がマーケットに狙われたという経験があり、ラジャーン前準備銀行総裁が非常に発信力があつた。インドの政策とファンダメンタルズを強く主張しており、その後不良債権も発信されていた。今後どのように見ていくべきか見解は如何。

○モディ首相の政策実行を見ていると、2019年5月をターゲットにして、逆算してやっているのかなと思ってしまうが、政治の季節の移り変わりともディ首相がやっている政策との連動性についてどのような見解か。

○高額紙幣の廃止について、結局、切り換えるときに、一旦銀行に入れないと切り換えられないということで、お金が銀行に一旦集中したが、結局その後捕捉されるのが嫌だということで引き出してしまったという話も聞く。実際、銀行に集まっているお金はどれぐ

らい変わっているのか、ご存じであれば教えて頂きたい。また、全体としてはやはり銀行にお金が集まるようになってきているのか、それとも集まった後、減少してしまったのかという点について、ご存じであれば教えて頂きたい。

○インドの農業セクターについて、モディノミクスはいろいろな捉え方があると思う。一つの側面として、インドは労働力人口の半分以上が農民であるが、第一次産業の GDP の比率は2割程度しかないということで、非常に非効率である。非効率な農業セクターの労働力を製造業セクターに移行させて、製造業も発展させていくというのが一つモディノミクスが目指すところなのかなと思っているが、そのような農業部門から製造業部門へシフトという点 進捗は如何。

また、モディ首相の前政権が農業部門に対して非常に補助金をばらまいたりしていましたので、それが一つシフトのボトルネックになっているということもあるのかなというように思う。インドは、経済状況がよいにもかかわらず、財政の状況は余りよろしくないというのは、そのころの、ある意味では非効率な部分に財政資金を投入してしまったことのレガシーみたいなものも、成長のボトルネックになっているのかなという見方もできるかと思うが、そのあたりについてどのような動きが最近見られるのか、あと今後の展望について見解は如何。

○日本企業のインド進出について、進展は、例えばモディ政権が始まったころと比べればあるんだと思うが、引き続き土地収用の問題など色々な規制の問題がある。日本企業から見ると、インドというのはプライオリティが低い、なかなか収益を上げにくいといったところがある。もちろん、それは着実に前進中と評価はされているが、一番最後で AIIB など外からのマネーというのも期待をしている部分がある。インドの中の色々なポリティカルエコノミーの問題もあって、その進展というのはどうしても時間がかかるところは理解できるが、3年前と比較して、改めてどう評価されるか見解は如何。

また、電子マネーの普及が急速に進んでいるという点があった。それは、インドのフィナンシャル・インクルージョンなどを考えるときには非常に重要なことだと思うが、

一つは、例えば中国などと比べてインドの普及具合をどのようなイメージで捉えているか。

もう一つは、インドの銀行セクター、不良債権問題など国有銀行が圧倒的なシェアを占めているということでこれは時間がかかる改革だと思うが、一方で、国有銀行の外側でフィンテックのようなものが進んでいくことによる今後のポテンシャルといったものについて、見解は如何。

○RCEP について、この交渉は外から見ているとなかなか順調には進んでいないと見ているが、その一つの原因として、インドがマーケット・アクセス、貿易自由化に後ろ向きであることが挙げられる。その一つの理由は、中国との間の貿易問題、市場を開放してしまうと、それだけでなく対中赤字は非常に大きいわけで輸入が増える。それだけではなく、もちろん工業部門に大きな打撃が加わる。それが問題となってなかなか貿易自由化に前向きになれないということだと思うが、今後、インドはどのように貿易自由化問題を進ませていくのか、あるいは膠着状態で、これはだめだということなのか、その辺のご見解は如何。

回答：

まず、少子高齢化が進んでいく中で社会保障が問題になるというのは厳然とした事実としてあり、これはインドのみならず、アジアの国々がどこも直面する問題と考えている。恐らくインドよりも状態が悪いのは、中国もそうですし、タイなんかましてひどいと思うが、社会保障の問題は、最終的には公的部門で全部やろうと思うと難しい。日本みたいに、焼け野原の状態で作りを、その後人口ボーナスが乗ることであれば良いが、制度面で言えば、民間部門にどのように活躍してもらうかがポイントであろう。これは保険、銀行などの問題もそうですし、フィンテックの活用も不可欠になると思う。

インドの場合はデジタル・エコノミーが現在進行形で進みつつあるため、かえってフィンテックは浸透しやすいとみる。そこに期待をかけながら、最適規制論のようなものを交えながら議論をしていくことが、インドには重要になるのではないかと。

ともすれば、国が制度を固めたがる性質のある国であり、本当にそういう方向に向かうのかは懐疑的にならざるを得ないが、そこは民間の知恵を使っていくというのが、インドのためにもなり、インドが国際金融市場の中でプレゼンスを発揮していく中でも、非常に重要な鍵を握るとみている。

インド準備銀行については、やはり、ラグラム・ラジャーン氏の存在が非常に大きかったというのは間違いない。ラジャーン氏が、最終的に、無念に近い状態で交代となり、副総裁だったパテル氏が今、後任の総裁になっている。パテル氏が総裁に就任した当初、政府に押し切られるのではなかろうかという見方もあったが、ラジャーン氏に比べるとスピード感は遅いものの、少なくとも、改革の方向性はきちんとラジャーン氏と同じ方向を向いている。そもそもラジャーン氏のもとでいろんなペーパーとかを書いたり、取りまとめをしたのがパテル氏であり、そういう意味で、方向感が異なることはないと思われる。

ただ、これは昨日の金融政策委員会の後もそうだが、ラジャーン氏は市場へのメッセージを非常に重視しており、記者会見もきちんと全部自分で受け答えをしていた。一方、パテル氏は、どちらかという、全部担当者に任せ、自分は表に出ないので、非常に市場に対して誤解の余地を与える懸念がある。パテル氏自身が、どのような形でメッセージを市場に出していくのがいいのかをもう少し再考する必要があるとみている。少なくともやっていることは間違いではないものの、出し方を間違えると、やはり市場との認識の誤差が生じ、それがあらぬ反応に繋がる可能性があるので、そこだけは気をつけてもらいたいというのが私自身の捉え方である。

モディ政権の政策について、恐らく政権任期の満了を見据えた上で、逆算しながら動いている感じはある。今のところは、恐らく2019年5月までいかに問題を大きくさせないで乗り切って、次も BJP が政権を維持できるのかを睨みながら、前進させていると思う。例えば、10月に国有銀行の資本増強、もしくはインフラ投資など、大きな青写真を揚げたが、その後のロードマップや詳細なデザインがどれくらい出てくるかまでは、私自身

もちよつと時間稼ぎをするのではなからうかという感じを持っている。

ムーディーズが格上げをしたのは、私自身はちよつと勇み足だと思ふし、あれで機関投資家に変な期待感を持たせるようなことがあると、それは反つて罪ではないかという感じを持って見ており、私は冷静さを保つ必要があるという捉え方をしている。

高額紙幣の廃止について、確かに引き出しが多かつたのは間違いないし、かつ、一旦お金が銀行に流れた後、4-6月期の GDP 統計を見て頂くとわかるが（4 ページ目のグラフ）、貴重品が大きく上ぶれしている。この貴重品は、インドにおいては大方金の購入に当たるので、やはり依然として銀行が信じられていないのかと、私自身も非常に不安に思つてこの統計を見た。

ただ、銀行セクター自体の余資運用能力についてみれば、国債の流通量も拡大しており、日々の取引も以前に比べると相当上がつてきているのは間違いない、流入した資金がすべて流出したということではないという捉え方はできるが、国民の中にある銀行不信みたいなものが必ずしも払拭できていないのは、現実問題として残っている。

農業セクターについて、最もなじみやすい無償資金協力をインド政府が嫌がるという性質も影響しているのではと考へている。やはり農業セクターというのは、基本的にバンクブルな案件が少なく、当然、無償資金協力が一番似つかわしいであると思ふが、それがなかなか浸透しないことは、生産性向上といった改善の裾野が、なかなか広がっていかない元凶のひとつになっているのではないかと思ふ。

本来は、外から無償資金などを通じて、生産性を上げるようなパイロットプロジェクトができ、それが広がりを持つというのがあるともつと変われると思ふ。ただ、最大の問題は灌漑部分になるが、インドの灌漑計画は、大きな前進がみられない。これは予算の有無以上に政府の執行能力にも問題があるとみている。さらに、担当の役所が屋上屋のように重なり合つていて、ある種いろんな役所が絡み合う形での利権の問題などもある。そこもクリアにしていけないと、ただ単純にやりますと言っただけだと、信用ならないという状況は変わっていないと思ふている。

労働力の移転について、本来であれば、これは望ましい話だと思うが、実際のところ、そもそもインドに関してはまだ雇用統計やそのようなものがなく、実態が把握ができない。現状においても大きくシフトしていないと理解している。かつ、これは暖かい気候のところの問題かもしれないが、食に対する切迫感のようなものの乏しさも影響しているのではないかという感じはする。

それを取り除こうと思うと相当シビアな話になろうが、初等教育段階からの意識改革にじっくり取り組んでいかないと、本当の意味での転換には向かわない。これは恐らく産業構造だけの話ではないという捉え方をしている。

日本企業にとって収益が上げにくいという話について、確かに、市場が求めているスピードと全く違うというのは、間違いないと思う。これは、例えば中国の改革について、中国は中国の時間軸でやるからということをよく言われるが、インドもインドの時間軸でやっているというのは、変わりはないと見ている。従い、日本企業の方々とか、いろんな方にヒアリングをしても、中長期的な進出先というと、期待している先に「インド」と話は出るものの、期待だけという声もよく聞く。そこを乗り越えるためには、モディ首相もしくは今のインド政府が、改革を実施する上で時間の重要性についても認識する必要がある。そこは恐らく、政府や民間といったいろんな窓口を通じてインドにとって望まれている方向性をもう少し押し出していく必要があるとみている。

電子マネーの普及について、フィナンシャル・インクルージョンが進んだことは間違いない。中国との違いということで行くと、中国の場合はそもそも中国国内の民間企業が主体になって電子マネーを普及させた。現状はアリババとウイチャットペイの2社がほぼ半々ぐらいで拮抗している状態である。

そこに対して、インドの場合は、インド企業も参入しているが、中国企業の参入もあり、現状はまだ厳しい競争状態にある。その中で一体どこが淘汰されていくのかという段階であり、中国と比較すれば数段手前の状況と言えるかと思う。これが一巡していか

ないと、その先の姿は見えてこないと見ている。

高額紙幣廃止によって、実はインドでもビットコインにお金が流れていたという話もあり、インドの当局はビットコイン、もしくは暗号通貨に対して今規制をかけ始めている状況である。本当は、先ほどの社会保障の問題もそうだが、民間でやっていることに対してどこまで寛容になれるのか、そして、ルールづくりを通じてきちんとした線引きができると、本当の意味でインド発のビジネスがどんどん出てくる余地があるという感じがする。

現状は、全てダメという対応だが、こうした動きは伸びる余地を潰してはいないかと私自身は考えている。銀行セクターは不良債権を問題を抱えおり、なかなか首が回らない中で、フィンテックはどちらかというところそうした課題を越える形で、ブレークスルーになる可能性を持っており、そちらの道を残しておいた方がいいのではないかと。確かに、当局として対応しにくいものではあるが、そちらにこそ本当の可能性があるのでないかと見ている。

RCEPの交渉だが、インドの貿易に関して言うと、ピュー・リサーチ・センターの中でもあったのが、インドの方々が中国をどう見るのかという記載があり、中国の経済的な増長に対しては、8割以上が嫌だという反応を示している。拒否感が強いというのが実情としてある。貿易交渉になると、インドと中国との関係でいけば、中国に取られて終わりではないかという考えが根強くあるので、これが「メイク・イン・インディア」を支援するものになると説得していくことが、今後一段と必要になってくる。そのような形でインド国内での理解が進むような形に交渉の過程でしていけると、少しは前進できるのではないかと私自身は見ている。

(以上)