

国内外経済の動向

不良債権問題と COVID-19に奮闘するインド経済

【ポイント】

1. 2017年以降、インド経済は減速している。その背景には、銀行やノンバンクにおける高水準の不良債権比率に伴う信用収縮により個人消費や設備投資が伸び悩んでいることが挙げられる。
2. このような経済環境のなか、COVID-19の感染拡大を止めるべく必要不可欠な産業を除いてロックダウンが行われたことにより、製造業など企業活動はほぼ停止した。その後の段階的なロックダウンの解除に伴い感染者数が急増しており、再度ロックダウンを行う可能性がある。
3. 国内経済がCOVID-19の感染拡大により影響を受けるなか、中小零細企業向けに総額28兆円規模の経済対策を発表したが、財政赤字の対GDP比率が高いこともあり、景気減速が長期化した際に更なる経済対策を打つ余地は限定的である。

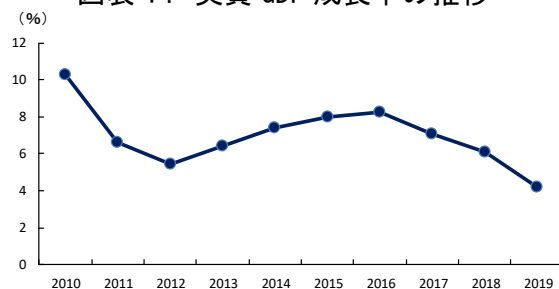
インドでは2019年5月の下院の総選挙でモディ首相率いる与党が過半数を超える議席を獲得して勝利し、第2次モディ政権がスタートしたが、国内経済はGDP成長率が減速するなど低迷が続いている。背景の一つとして慢性的な不良債権問題があり、足元では改善傾向にあるもののいまだに不良債権比率は高水準であり、金融機関の融資に対する消極的な姿勢から、個人消費や企業の設備投資が伸び悩む状況が継続している。そのような状況下、COVID-19（新型コロナウイルス感染症）が流行し、世界的にも厳格なロックダウンを行ったことで市民活動や企業活動が停止した。一時は感染者数増加を食い止められたものの、ロックダウンを段階的に解除した後に感染者数が爆発的に増加していることから、再度のロックダウンを行う可能性があり、それに伴い経済が冷え込む懸念は残っている。不良債権問題とCOVID-19の二重苦で奮闘するインド経済の状況について確認したい。

1. 様々な改善策を打ち出しても、不良債権比率はいまだ高止まっている

インドの経済状況についてモディ政権以降を振り返ると、2014年の第1次政権発足以降打ち出された様々な経済振興策を受け、対内直接投資の規制が緩和されたことによる国内投資の増加や、新政権への期待による消費者心理の改善や自動車販売の増加等から個人消費が堅調となり、GDP成長率は2016年には前年比+8%まで上昇していた。2017年以降は個人消費の減速等により成長率は鈍化し、2019年には同+4.2%まで低迷した（図表1）。

こうした経済減速の背景には、高止まりする不良債権問題がある。銀行などの金融機関の不良債権比率を見ると、2016年から上昇傾向が顕著に現れており、大きな要因としては公営銀行で顕在化した貸出条件緩和と債権の増加が挙げられる（図表2）。2011～2012年にかけてインフラプロジェクトの中断が多発し、主な貸し手である公営銀行が返済条件の緩和に迫られる案件が急増した。ただし、2008

図表1. 実質GDP成長率の推移



(資料)IMFより富国生命インベストメント(シンガポール)作成

年の世界金融危機による国内経済悪化に対するものとして、貸出条件緩和債権は正常債権とみなす特別措置がとられており、公営銀行も返済条件の緩和について厳しい態度をとらなかったため、貸出条件緩和債権の金額は大きく増加した。2014年の貸出条件緩和債権比率は5.9%と2008年の1.1%の約5倍の水準に膨れ上がった。その後、インド準備銀行は2015年に債権区分の見直しを行い、当該債権を不良債権として分類するとしたことにより、不良債権比率は急激に上昇した。

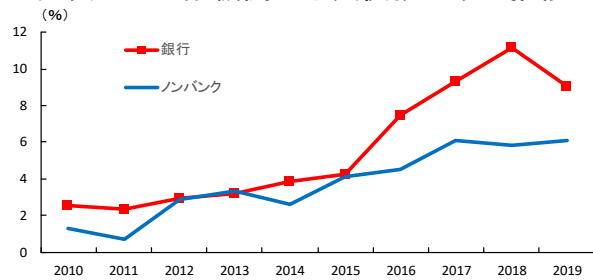
銀行の不良債権比率上昇で銀行貸出残高の伸び率が低下するなか、ノンバンクが資金需要を取り込むことで、与信額の伸び率は上昇傾向となった。しかし、2018年8月にインフラ事業を手掛ける大手ノンバンクが発行した社債のデフォルトをきっかけに、ノンバンクの資金調達環境が悪化し、与信額の伸び率は鈍化に転じた。このため、ノンバンクの主要な融資項目である自動車ローンの融資額も伸び率が鈍化し、GDPの7%を占める自動車市場不振の要因の一つとなった。

政府は速やかに不良債権処理を進めさせるため、2015年から公営銀行に対して公的資金の注入を行った。具体的には、自己資本の国際基準であるバーゼルⅢの資本要件を満たすために4年間で総額7,000億ルピー（約9,800億円）の資本注入を行うこととした。更に、2016年に入ると、それまで破産処理に関する制度が乱立しており迅速な処理が難しかった問題を解決するため、法律を一本化し破産倒産法が制定された。この法律により、不良債権処理に要する期間が原則180日間（ただし、90日間の期間延長は認められる）に短縮された。インド破産倒産委員会によると、実際に破産倒産法が施行された2017年以降の破産処理手続き件数は、2017年度（2017年4月～2018年3月）の541件から、2019年度（2019年4月～2020年3月）には2,087件まで増加している。さらに、7,000億ルピーの資本注入では不十分と判断した政府は、2017年に2年間で総額2兆1,100億ルピー（約3兆円）の追加の資本注入を発表した。

加えて、経営体力の強化や低収益体質からの脱却により不良債権処理を加速させるため、合併による公営銀行の再編も進められた。2017年から進められていた合併構想は2020年4月に完了し、公営銀行の数は27行（2017年3月時点）から12行（2020年3月時点）へと大きく再編されることとなった。

結果、銀行の2019年の不良債権比率は、前年の11.2%から9.1%へと低下した。しかしながら、この水準は2017年と同程度であり、不良債権処理は政府の対策により一定の効果が現れているものの、まだ十分とは言い難い。

図表2. 金融機関の不良債権比率の推移

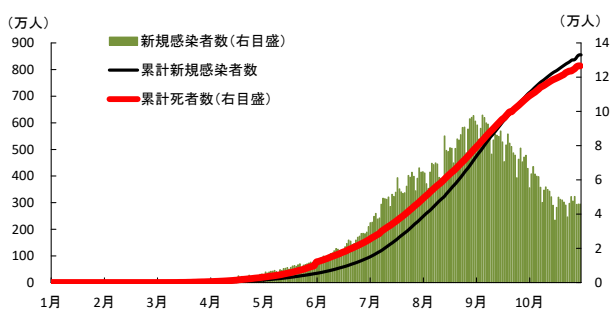


(資料)インド準備銀行より富国生命インベストメント(シンガポール)作成
(備考)いずれも3月末時点

2. ロックダウンによる経済低迷から回復傾向にあるが、再度のロックダウンの可能性が懸念される

上に述べたような経済低迷の最中、中国に端を発したCOVID-19が世界的に流行した。インドでは先んじて3月25日に世界的にも厳格なロックダウンを敢行し、一時は感染者数増加を食い止めていたものの、ロックダウンを段階的に解除し始めた6月頃から、1日当たりの感染者数が爆発的に増加した。11月8日現在、累計新規感染者数は約855万人と、アメリカに次ぐ世界第2位の感染者数となっ

図表3. インドのCOVID-19の推移(2020年)



(資料)WHO、Bloombergより富国生命インベストメント(シンガポール)作成

ている（図表3）。また、累計死者数も11月8日現在、約13万人で、アメリカ、ブラジルに次ぐ世界第3位である。

2020年4～6月のGDP成長率（四半期）は前年比▲23.9%となり、過去最大の下げ幅となった（図表4）。需要側で見ると家計消費や固定資本形成が大きく落ち込み、特に固定資本形成については前年比47.1%減と大幅な減速となった。背景としてロックダウンの影響で企業は工場などの操業停止や建設作業中止などを余儀なくされたことが挙げられる。

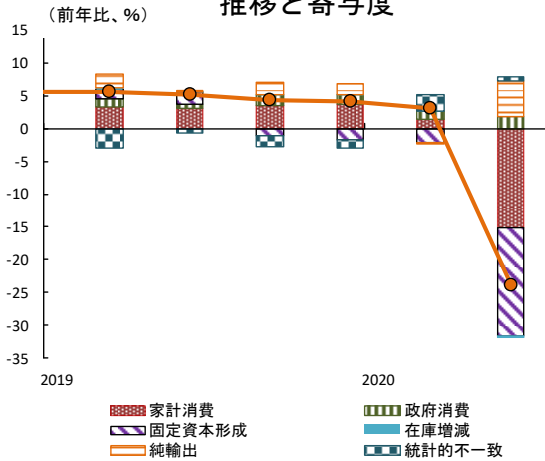
7～9月の状況を月次指標から確認してみると、失業率については、厳格なロックダウンを行っていた4月、5月は20%台と非常に高い水準となった。しかし、ロックダウンが段階的に解除された6月以降は故郷へ帰っていた出稼ぎ労働者が徐々に都市へ戻ることで、失業率はロックダウン前の水準まで低下しており、足元の9月の水準も緩やかな低下傾向にある（図表5）。また、PMI（購買担当者指数）を見ると、ロックダウン期間中は製造業に加え、サービス業についても生活に不可欠なサービスを除いてほぼ全てのセクターにおいて企業活動が停止となったことから、一時は急激に低下した（図表6）。ただし、8月以降は製造業・サービス業共に持ち直しつつあり、9月の製造業PMIは56.8と50を上回っている状況である。

しかし、足元の感染拡大を受けて、再びロックダウンの措置が取られる可能性は否定できない。IMFの2020年10月時点の推計によると、インドの2020年度のGDP成長率は▲10.3%まで低下するものとみられているが、再度のロックダウンとなれば、さらにGDP成長率は下方修正されることが見込まれる。

3. COVID-19の経済対策が打ち出されたものの、経済への悪影響は長期化する可能性も

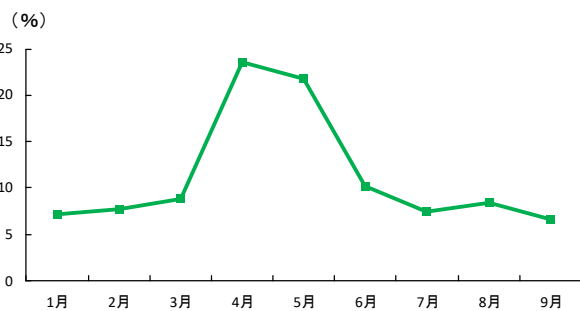
モディ政権はこのようなCOVID-19の経済活動への影響を鑑み、今年5月に中小零細企業支援に重点を置いた経済対策「自立したインド」を発表した。その総額は20兆ルピー（約28兆円）で、GDPの約10%に相当する規模である。この対策は、「経済」「インフラ」「テクノロジーによるシステム」「人口」「需要」の5つを柱とし、主な経済対策の内容として

図表4. 実質GDP成長率（四半期）の推移と寄与度



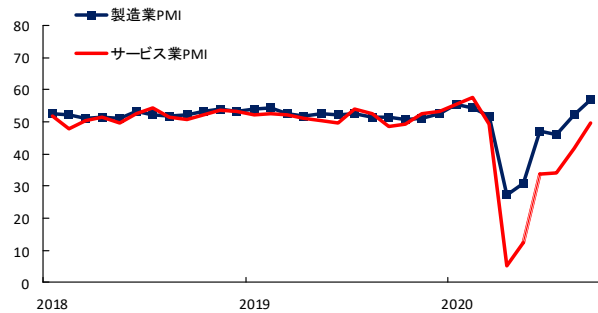
(資料) Bloombergより富国生命インベストメント(シンガポール)作成

図表5. 2020年の失業率の推移



(資料) インド経済監視センターより富国生命インベストメント(シンガポール)作成

図表6. PMIの推移



(資料) IHS Markit, Bloombergより富国生命インベストメント(シンガポール)作成

図表7. COVID-19に伴うインド政府の経済対策

「自立したインド」5つの指標	
経済・インフラ・テクノロジーによるシステム・人口・需要	
主な経済対策の内容(抜粋)	規模
・中小零細企業に対する無担保ローン	3兆ルピー
・配電公社への資金供給	9,000億ルピー
・ファンドオブファンズによる中小企業への資本注入	5,000億ルピー
・ノンバンクや住宅金融会社等向けの部分信用保証	4,500億ルピー
・ノンバンクや住宅金融会社等向けの特別流動性供給	3,000億ルピー
・中小零細企業への劣後ローンの供給	2,000億ルピー
・源泉徴収税の税額控除	25%減税

(資料) インド政府発表資料より富国生命インベストメント(シンガポール)作成

は、中小零細企業に対する無担保ローン 3 兆円（約 4.2 兆円）、ファンドオブファンズによる中小企業への資本注入で 5,000 億円（約 7,000 億円）、さらに経営危機に陥っているノンバンクや住宅金融会社等に対して 3,000 億円（約 4,200 億円）の特別流動性供給スキームの創設や 4,500 億円（約 6,300 億円）の部分信用保証などが挙げられる（図表 7）。さらに、中小零細企業向けの政策の対象となる企業の範囲を広げるため、企業区分の定義を変更した。具体的には、売上高と設備投資額の上限をそれぞれ引き上げ、例えば中規模企業の場合、売上高上限を従来の 5,000 万円（約 6,000 万円）から 10 億円（約 14 億円）へとし、さらに 2020 年 7 月に上限を 25 億円（約 35 億円）に拡充した。物品・サービス税当局のデータによれば、この変更により、企業の 99% が中小零細企業に該当することとなった。

主要な経済政策の内容を具体的に紐解いていくと、中小企業に対する無担保ローンは、事業再開の運転資金や従業員への賃金支払等の充当を目的に設定され、銀行及びノンバンクに対して 100% の信用保証を行うものである。ノンバンクや住宅金融会社向けの部分信用保証については、ノンバンクや住宅金融会社が持つ高格付けの資産を公営銀行が買い付ける場合に、その資産の 10% あるいは 1,000 億円（約 1,400 億円）のうち金額の小さい方を上限に政府が保証するという既存スキームの拡充である。もともと当該スキームは 2020 年 6 月末に終了する予定だったが、期間を延長した上で保証額を 20% に引き上げた。特別流動性供給については、まず特別目的事業体（SPV）を作り、SPV が政府保証の特別有価証券を発行し、それをインド準備銀行が全て買い取る。そして SPV がその収益を元手に市場に流動性を供給するスキームである。

また、最近の経済対策を取り上げると、10 月に 7,300 億円（約 1 兆円）の消費者需要刺激策が発表され、政府職員の賃金支払いの前倒しやヒンズー教の祭典が多く開かれるフェスティバルシーズンに向けての需要刺激策などが盛り込まれている。

経済対策を進める一方、COVID-19 の新規感染者数が再び増加基調にあることから、経済への打撃が長期化する可能性は高まっており、さらなる経済対策が必要になる局面もあろう。ただし、インドの財政赤字（対 GDP 比）は、ASEAN 諸国と比べて水準が高く、財政基盤が脆弱な面が指摘される（図表 8）。

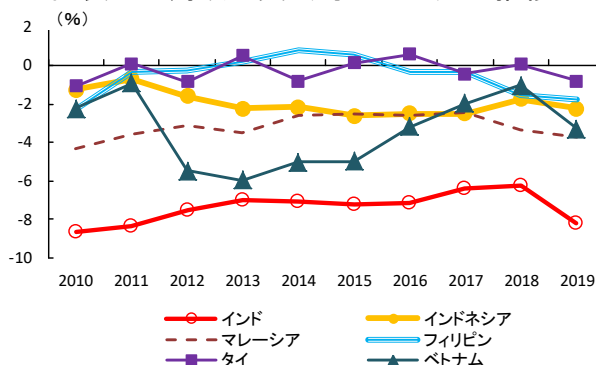
2020 年 2 月に発表された 2020 年度予算案では、政府は単年度の財政赤字見込を約 7 兆 9,600 億円（約 11 兆円）、GDP 比 3.5% を目標とし、2019 年の 8.2% から大幅に改善させることを目指していた。しかしながら、上述した経済対策等の影響により、財政収支は当初予想を上回る赤字額となりそうだ。インド会計検査院によると、2020 年 4~8 月の財政赤字は約 8 兆 7,000 億円（約 12 兆円）と、既に予算案の見込額の 109.3% となっている。IMF の 2020 年 10 月の推計によると、2020 年度のインドの財政赤字は、GDP 比 13% に上昇するとみられており、追加の経済対策の余地は限られている。

4. まとめ

高止まりする不良債権比率や財政赤字等、インド経済を取り巻く環境は厳しい。COVID-19 による経済への打撃からの持ち直しは勿論のこと、金融環境を改善させる取組みも進めなければならぬ。財政政策を打ち出す余地に限りがある中、インドの政策に引き続き注目していきたい。

（富国生命インベストメント（シンガポール） 前田 良尚）

図表 8. 財政収支（対 GDP 比）の推移



（資料）IMFより富国生命インベストメント（シンガポール）作成