

議 題 インドの不良債権問題

開催日時 2016年10月12日&lt;14時50分~16時30分&gt;

出席者 甘木大己 (日本政策投資銀行 国際統括部 調査役)  
 飯田智之 (日本銀行 国際局 国際調査課)  
 伊藤信悟 (みずほ総合研究所 調査本部アジア調査部 中国室長)  
 岡崎久実子 (キャノングローバル戦略研究所 研究主幹)  
 関 志雄 (野村資本市場研究所 リサーチフェロー)  
 久保太郎 (格付投資情報センター 格付本部 チーフアナリスト)  
 小池一徳 (日本銀行 国際局 国際連携課 企画役)  
 幸田 円 (国際金融情報センター 首席研究員)  
 佐藤聡一 (国際金融情報センター 地域総括部長)  
 清水 聡 (日本総合研究所 調査部 主任研究員)  
 露口洋介 (信金中央金庫 海外業務支援部 上席審議役)  
 西澤 太 (国際金融情報センター 中国部長兼アジア第1部長兼アジア第3部長)  
 根本直子 (アジア開発銀行研究所 エコノミスト)  
 藤盛耕嗣 (三井住友銀行 東アジア統括部 部長)  
 平塚宏和 (みずほ総合研究所 調査本部 アジア調査部長)

神宮 健 (野村総合研究所 (北京) 金融システム研究部長)  
 井上哲也 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部長)  
 竹端克利 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部 主任研究員)  
 石川純子 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部 副主任研究員)

## 主な内容

### II. インドセッション

#### 議事概要

##### II. インドセッション

###### 1. 石川によるリードコメント

###### 〇「インド経済・金融システムの概観と不良債権問題」

・経済の発展段階を1人当たり名目GDPで見ると、2016年3月時点で1,617ドルと、日本の1970年頃と同じ水準にある。産業構造の面では、第二次産業のGDPシェアが1990年代半ばをピークに低下する一方、第三次産業は、旺盛な内需を反映して流通、ホテル、レストランなどを中心にシェアが上昇している。内需を支える人口は13億人、生産年齢人口は8.6億人と潤沢だが、労働市場では小規模ないし零細企業の従事者や自営業者が9割以上を占め、産業別には依然として農業が5割を占める。経済の発展にとっても、労働力の裾野を広げる意味でも、インフラ関連を含めた製造業や内需を支えるサービス業の一段の拡大が必要である。

・国内物価が商品価格の低下を受けて低位で推移するも、実質購買力の改善が旺盛な個人消費を下支えし、実質GDP成長率は引き続き高めの伸びを維持している。一方、総固定資本形成は2四半期連続で減少し、その背後で銀行貸出も低迷している。この間、ISバランスは公的企業や民間企業の資金不足を背景に引き続きマイナスだが、投資の低迷を映じて民間企業の不足幅は縮小している。經常収支赤字の主因は貿易収支の赤字にある。また、対内直接投

資は世界的な金融危機の直前には高水準に達した。その後は流出超が続いたが、足もとで流入超に転じている。もっとも、国内設備投資と同様にそのペースは緩やかである。対外債務は名目GDP比25%程度と低水準であることに加え、短期債務比率は全体の2割程度に抑制され、外貨準備高も短期債務の400%程度あるなど、資本勘定に脆弱性は伺われない。ただ、徐々に増加しつつある対外債務のうち米ドル建て比率が6割まで上昇しており、米ドル依存の高まりには留意する必要がある。

・金融政策はインド準備銀行(RBI)が担う。1935年に設立され、94年には金融監督の権限も付与された。通貨の安定を目的とし、昨年3月にはインフレ目標を正式に導入した。2021年3月までの目標はCPI前年比で4±2%とされている。政策手段は政策金利に加え、法定流動性比率を補完的に利用している。なお、政策決定は今年に入り合議による仕組みに移行した。2015年入り後、物価の落ち着きと設備投資の減速を背景に、政策金利(レポレート)、預金準備率や法定流動性比率を徐々に引下げ、緩和スタンスを維持している。マネーサプライの名目GDP比は若干上向き、リザーブマネーの伸びも実質GDPの伸びに対してやや加速している。こうした下で、預金金利は低下したのに貸出金利の低下は限定的で、政策金利との乖離も拡大しているため、市場は一段の利下げを求めている。しかし、不

良債権処理に追われる金融機関には利ざやの確保の面から貸出金利を引き下げる余力がなく、政策金利の大幅な引き下げが行われない限りは貸出金利への波及も限定的に止まると考えられる。

・銀行の企業向け貸出は 2016 年 3 月末時点で名目 GDP 比 54% であり、8 割を大企業向けが占める。残高は今年の春をピークに頭打ちとなり、中規模企業ないし小規模企業向けの貸出が前年比減少を続けている。銀行の選別的な姿勢が同われ、業種別には、内需関連のサービス業（特に金融、小売等）向け貸出が増加を続ける一方、加工食品やインフラ（特に電力）向けが大幅な減少を続けている。家計向け貸出は、住宅ローン向けを中心に堅調に推移している。なお、銀行の総資産のうち、銀行規正法下の登録商業銀行が約 9 割を占め、ステイト銀行（SBI）グループを含めた国営銀行は 7 割を超えるシェアを占める。この間、外国銀行のシェアは増加しているが 1 割に満たない。インドの銀行の ROE や ROA は東アジア・太平洋の新興国の平均程度である。もっとも、SBI グループやその他の国営銀行の ROE、ROA は近年顕著に低下している。

・RBI によれば、銀行の不良債権比率は徐々に上昇しており、2015 年 3 月時点で 4.3% となった。貸出条件緩和債権（貸出条件を変更して元利払いを猶予した債権）を合わせた問題債権比率は 10% を超える。SBI グループやその他の国営銀行の問題債権比率の高さが際立つ。ただ、外国銀行には不良債権比率が 10% を超える先もあり、こうした先の母国はバングラディシュなど近隣の小国なので、波及効果の観点から一部の外国銀行の健全性にも留意する必要がある。

・不良債権の主要な借り手は公的企業である。政府が公表する公的企業の事業評価をみると、相対的に評価の低い事業の割合が増加を続けている。収入が減る下で純利益が大幅に減少している公的企業に対する与信の大きい金融機関は、健全性の面で引き続き注意が必要である。政府も公的企業改革に着手している。つまり、世界的な金融危機後の税収減と政府支出の増加の下で財政赤字を改善する必要もあり、2009 年 11 月にインド政府は公的企業の部分的民営化を加速する方針を公表した。具体的には、利益を計上している公的企業の株式（最低 10%、最大 49%）を民間に放出していくことを義務付けた。実際、2010 年以降は、毎年 2,000 億ルピー前後の株式放出が行われているが、海外投資家による新興国投資の慎重化もあって、政府目標に対して未達の状況が続いている。

・不良債権問題が深刻化した背景には、欧州債務危機後に实体经济のパフォーマンスが下振れしたことも挙げられる。すなわち、2000 年代の BRICs ブーム継続を見込んだ過大な成長期待が、公的企業の事業計画の甘さに繋がり、結果として、現在の不良債権に繋がっている可能性がある。例えば、実質 GDP 成長率も政府の 5 カ年計画で示された目標を下振れている。なお、潜在成長率は 6~9% まで推計に幅があるが、実際の成長率は潜在成長率に回帰したと見る向きが多い。こういう状況では不良債権問題を先送りするインセンティブが高まりやすく、今後の対応を注視する必要がある。

・監督当局である RBI は、バーゼルⅢ など金融規制の導入を進めよ

うとしている。一方、不良債権問題には、「旧社会主義体制の後遺症」—公的企業に対する国有銀行からの優先的融資、金融機関の審査能力の弱さ、不適切な成長見通しを前提としたプロジェクトの組成—による貸し手と借り手のガバナンスの甘さが背景にある。足もとの問題を経済の高成長で覆い隠すことができて、これらに関する構造改革がなされない限り、数年後に問題が再燃するリスクがある。このため、①発展段階の経済であることを踏まえ、製造業など新たな基幹産業の育成を促す効率的な設備投資の拡大を通じた高度成長を維持する、②金融機関の目利き力を養い、銀行部門の健全性を高めることで、金融仲介機能を強化して設備投資を促す、③現実的な事業計画、融資計画の策定とその実現に向けた監督体制の確立などの面で、国有企業を中心とする借り手のガバナンスを強化するといった対策が求められる。

## 2. 幸田氏によるリードコメント

### 〇「インドの銀行不良債権問題～企業投資バブルの崩壊」

・不良債権問題は、日本が 1990 年代に経験した不動産バブル後の問題とは異なり、インフラ投資や設備投資に対するバブルがはじけたことが本質である。インドでは問題債権が不良債権と貸出条件緩和債権の 2 階建てとされ、貸出条件緩和債権のウエイトが高い。こうした債権は、2008 年 8 月に世界的な金融危機の深刻化と国内景気の減速を背景に特別措置として導入された。日本で 2009 年に導入された中小企業金融円滑化法と性質は同じだが、日本は中小企業を救済対象としたのに対し、インドではインフラ関係の大企業を念頭に置く。また、日本では 2012 年頃をめぐりに法律の適用が徐々に終了したが、インドでは 2012 年以降に投資プロジェクトの中断が多発したため、本制度の対象になる債権がむしろ増加した。

・インドでは 2004~10 年に実質 GDP で 9~10% の高度成長が続き、BRICs の一角として注目を浴びる中、今後も 10% を超える成長が続くとの見方が支配的となった。こうした下で電力等のインフラや、鉄鋼等の重工業に需要の高まりが見込まれ、投資が増加した。その資金は 8 割以上が銀行貸出で賄われ、結果として銀行貸出の GDP 比は、2000 年の 28% から約 10 年で 50% にまで高まった。その背後では、収益に対する利払い負担が増加し、企業のバランスシートは徐々に悪化した。投資プロジェクトの中断が多発した要因は、第一に景気減速により事業の採算性が悪化したことである。第二に政府の許認可が遅延した。そして第三には、急激な需要の増加に対し原料の供給にボトルネックが生じた。中断したプロジェクトには、電力、道路、空港、建設といったインフラ関連が目立つほか、鉄鋼を中心とした製造業や石炭、鉄鉱石等が続く。銀行から見ても、貸出条件緩和債権の 3 割を電力向けが占める。

・構造的な問題として官民パートナーシップ（PPP）の行き詰まりも挙げられる。インドは税制が未整備であるだけでなく、一日 1.5 ドル以下で生活する国民が全体の 40% を占める状況で、所得税収も限られている。このため、歳入は GDP の 10% を下回るなど恒常的な財源不足に悩まされていることから、PPP によるインフラ整備が導入さ



れた。インドの PPP は、建設(Built)・運営(Operate)を民間に委託し、約 30 年が経過して民間が投資資金を回収した時点で資産を国に移管(Transfer)するという BOT システムを採用した。道路建設の場合、民間の事業者は銀行から資金を借りて建設し、完成後の通行料収入で借入れを返済する。このため、リスクは銀行と民間の事業者が負うことになるが、2011 年以降の景気減速により、交通量が当初の想定を下回るとして、計画が中断するプロジェクトが多く見られる。電力業界でも、2003 年に発電事業への民間参入が認められた結果、今まで全く関与しなかった鉄鋼や繊維などの企業が大量参入した。実際、10 年間で 700 件の許可申請があったとされる。参入は州営の配電会社に卸す電力価格を巡る入札で決められたので、発電の事業者は燃料価格の上昇リスクを背負う。このため、2011 年以降の国際商品価格の上昇を受けて、多くの発電事業者は採算が立たなくなり、プロジェクトは中断し、そのための銀行貸出は問題債権となった。加えて、発電の事業者には石炭の海外調達を目的にオーストラリア、インドネシア、モザンビークなどに進出する先もあったが、その後の価格下落とルピー安を受け、採炭プロジェクトを中断したケースも少なくない。また、鉄鋼の場合は中国の供給過剰に伴う価格下落がプロジェクトの中断に繋がった。

・銀行の問題債権比率が上昇し始めた時点では、インド政府や RBI も、景気が回復し投資プロジェクトの収益が増加すれば、自ずから問題は解消するとのスタンスであった。しかし、2014 年頃からは、銀行と事業者のバランスシートの改善なくしては、設備投資と景気の回復に繋がらないとの認識に転換した。同時に、Basel III の執行のために銀行が市場で自己資本を増強する上でも、資産の健全化を促す必要が認識されたことから、不良債権処理の機運が高まった。2015 年 12 月にはラジャン RBI 総裁(当時)が、銀行に対して問題債権の仕分けを行い、2017 年 3 月までに適切な引当を行うよう求めた。つまり、各銀行は Asset Quality Review を行い、貸出条件の緩和により取引先の再建と債権の回収が可能な貸出と、回収不能な貸出債権を仕分け、従来は正常債権との分類が可能であった元利払いの追い貸し等を不良債権と区分することを求められた。また、従来は銀行によって債務者区分が区々であった貸出のうち、指定された 150 社については統一的な分類とすることを求められた。この結果、各銀行では条件緩和債権から不良債権への振替わりが多数生じ、2016 年 3 月時点で 11% 台であった問題債権比率のうち、不良債権比率が 7.6%、条件緩和債権は 3.9% とウエイトが逆転した。これを受けて、各銀行は今年の 1-3 月期に損失計上を進めており、最大の国営銀行である SBI についても山を越えたと見られている。金融市場でも、2015 年 12 月以降に最大で 6 割近く下落した銀行の株価も回復基調を辿り、今年の 9 月に 4-6 月期の決算が発表された後は下落前の水準に概ね戻った。

・RBI は、6% であった国内基準の自己資本(Tier1)比率を 7% に引き上げたほか、2019 年 3 月までに資本保全バッファとして 2.5% の自己資本(Tier1)を積み増すよう求めている。政府の推計(2015 年 7 月時点)によれば、国営銀行は最低でも 2.4 兆ルピー(GDP 比 1.9%)

の資本増強が必要となるため、政府が財政資金で 7,000 億ルピーを負担し、残りの 1.7 兆ルピーを銀行自身が調達するとされている。もっとも、各銀行は不良債権の見直しを進めているため、必要となる資本増強額は上振れる可能性が高い。因みに IMF は、2016 年 3 月のコンサルテーション・ペーパーで、資本保全バッファの上乗せには最低でも 1.5 兆ルピー(GDP 比 0.8%)、最悪のストレス下では 5.6 兆ルピー(GDP 比 2.9%)の増資が必要との推計を示している。実際、インドステイト銀行(SBI)は新型の劣後債(「その他 Tier1 資本(AT1 債)」)を発行したが、格付けが B1 であったこともあり、募集額 5 億ドルに対し 3 億ドルしか調達できなかった。このように、銀行による市場調達だけでは資本増強が困難となったため、公的資金の拠出を増やす方が検討されている。その一つが RBI の準備金を取り崩し、特別配当として政府に支払うことで資金を捻出する案である。また、政府は銀行の新株を引き受けるが、代わり金の支払を特別国債の交付によって先延ばしする案も検討されている。もっとも、こうした政府依存での自己資本増強には不確実性があり、銀行にとって最も確実な自己資本比率の引き上げ策は貸出の抑制である。しかし、貸出の縮小は経済成長の足かせになることが懸念される。

・RBI では、今年 9 月にパテル新総裁が就任した。パテル氏は副総裁時代に SBI のボードに席を置くなど銀行実務に精通しているほか、Reliance や Boston Consulting のエネルギー部門でコンサルタントとしての経験も積んでいる点で、国際機関と学界のキャリアを歩んできたラジャン前総裁とは違いがある。注目された初の記者会見(10 月 4 日)では、銀行の不良債権問題に「断固として(firmness)取り組みつつ、経済成長を支える銀行貸出が欠乏しないよう、現実的(pragmatism)に取り組む」と発言している。また、「問題債権を抱える 5 産業(インフラ、鉄鋼、衣料、電力、通信)は基幹産業であり、問題債権の処理にはスキルと創造性が必要である。そのためには、銀行を助けることが国にとって最も重要」とも発言している。翌日、財務省のアショク・ラヴァサ事務次官も、この発言を支援するように、「現在の銀行が貸出の硬直状況から抜け出すため、現実的アプローチが必要」とコメントした。

・こうした発言からは、不良債権問題に対するスタンスの変化がうかがわれる。既に、ラジャン前総裁の任期切れ間近の 2016 年 6 月には、銀行による債務減免を促進する趣旨で「問題債権持続可能再編スキーム(S4A: Scheme for Sustainable Structuring of Stresses Assets)が打ち出された。これは、RBI の監督に沿って、銀行が貸出債権を持続可能な部分とそうでない部分に区分し、後者は株式との交換を通じて事実上の債務免除を行う一方、前者は正常債務に再分類して引当金を積むものである。銀行からは問題債権の負担軽減に繋がるとして歓迎されている。

・国営銀行は、役員の任命方法などの面でガバナンス改革を進めている。今年 4 月には Bank Bureau Board が設立され、活動を開始したほか、ラヴァサ財務事務次官は不良債権の売却を促進するために公務員汚職防止法の改正を示唆している。現行法は国営銀行の職員にも適用されるため、職員が責任追及を逃れるために債務減

免の許可を避ける傾向があることを改善する必要がある。今後、不良債権処理がある程度進んだ段階では、国営銀行の合併が視野に入るであろう。SBI は既に傘下の5銀行を吸収合併しているが、現在27行ある国営銀行をSBIを含むメガバンク6行に再編することが検討されている。報道によればムンバイをベースにするBaroda銀行とBank of Indiaも持ち株会社方式で合併を進める用意があるとされる。

### 3. 自由討議

#### 井上<モデレーター>:

・中国と比べ、不良債権の認識や規模の把握という点でインドの方が透明性が高いと感じた。また、IMFの推計が正しければ、不良債権の絶対規模も何とか対応可能であるように見受けられた。ただ、財政収支が弱い点は、公的資金による銀行の不良債権処理や自己資本増強の持続可能性に懸念を投げかける。これに対し、インドの不良債権問題も、原因に構造的な部分があり、公的セクターのガバナンスの問題が関与している点で中国と似た面がある。同時に、石川さんが指摘したように、不良債権問題による経済成長への制約をいかに抑制するかという課題も両国に共通している。こうした論点に必ずしも拘ることなく、ご自由にご質問やコメントを頂きたい。

#### 清水氏:

・何点が質問させていただきたい。第1に、インドはインフラ関連の不良債権が主体とのことであるが、インフラ整備が政府主導で行われてきたことが、不良債権問題が深刻化した大きな原因であると考えて良いか。実際、国営銀行に不良債権が集中しているほか、ご説明によれば、PPPを活用したインフラプロジェクトでは銀行やデベロッパーがリスクのほとんどを負担しているという。通常のPPPのリスク分担のあり方に照らせば、考えにくいことであると思う。第2に、歴史的にみると、国営銀行は政府の指示に従って貸出を実行してきた面があり、ガバナンスが非常に弱いと思われる。銀行合併が進行しつつあるなど、ガバナンス改善策がとられているとのことであるが、どの程度の効果が期待できるであろうか。第3に、ご説明によると、金融政策に関しては、国営銀行が当局の言うことをあまり聞かないように感じられる。RBIが政策金利を下げているのに、貸出金利が下がらないのはなぜか。第4に、そもそもインフラ整備を銀行だけが担うことが問題なのではないか。債券市場の育成も課題であるように思われるが、この点はどうか。

#### 幸田氏:

・インド政府は5カ年計画を5年ごとに策定し、その際に電力や道路の需要と建設に必要な資金を提示する。プロジェクトには政府が公共投資として資金を拠出したものもあるが、全てを財政資金で賄うことはできないためPPPの活用を目を向けた。しかし、新規参入者の事業計画に甘さもあり、2012年以降は入札を行っても応札なしの事態となっている。こうした状況は日本のODAにも影響する。Delhi-Mumbai Industrial Corridor (DMIC)というプロジェクトも、現地のゼネコンは過去のPPPの中断によってバランスシートが悪化しているため、ファイナンスは最終的にはODAにより担保されているのに、入

札に手を挙げる先が見られない。

・2014年に発足した新政権は、「モディノミクス」を掲げてインフラ整備への注力を強調しており、2015年度予算では、道路と鉄道を中心に公共投資を前年比で30%も増やした。しかし、16年度の予算では、伸び率は概ね横ばいにとどまった。このため、現在はPPPに関して事業の運営を他の事業者に移管することを認めたり、エグジットするまでの期間を3年に短縮したりすることが議論されているほか、事業者がリスクを政府とシェアする新たなスキームも検討されている。

・貸出金利の低下が限定的である要因として、インドでは郵便貯金や「small savings」の金利は政策金利に連動せず、年に1回財務省が決定しているが、これらの預金金利の高止まりが他行の預金金利の引き下げを妨げており、その結果、貸出金利の引下げを困難にしているとされる。もともと、最近には、財務省とRBIの協議によりこれらの預金金利も幾分引き下げられた。パテル総裁は先日の声明の中で、銀行貸出金利の引下げに貢献するとの期待を示している。なお、銀行貸出の低迷の一方、コマーシャルペーパー(CP)の発行は増えている。なぜなら、短期の市場金利は政策金利への連動性が強く、低下傾向にある。このため、企業の資金調達コストは総じて下がっている。

・国営銀行のガバナンスは確かに弱く、政治家による一本の電話があれば、金融機関は審査無しで融資したとされる。国営銀行ではこうした課題を克服する必要性が共有される一方、国営銀行のガバナンス改善のための民営化という認識は薄い。また、民営化に際しては労働組合の抵抗という問題もあり、完全民営化は政権を揺るがす争点になり得るため現実的ではない。

・インフラファイナンスに関わる銀行の資産と負債のミスマッチも不良債権問題の一因であるとして、近年では「5対25」といったスキームも活用されている。つまり、銀行貸出は5年以内だが、それを延長することで最大25年の貸出とする枠組みである。その上で、そもそも銀行に長期投資のファイナンスを負わせることには無理があり、社債市場の育成も課題であるが、銀行と生命保険会社しか投資家がいけない状況では難航すると思われる。

#### 石川:

・金融政策の波及が弱い原因の一つには、幸田さんが指摘した預金金利の影響に加えて、RBIがインフレ警戒のスタンスの下で利下げをかなり緩慢に進めてきたことが挙げられる。いずれにせよ、この点は今後の研究課題の一つである。

・政府にとっては社会安定のために雇用を維持することも重要な課題であるだけに、国営企業や国営銀行のガバナンスを改善するペースは緩慢になる面がある。インフラ整備を国家が担う体制を整える上では、税収を上げるため、税制を改革するとともに、税収源を確保する意味で基幹産業の育成が必要である。

#### 露口氏:

・インドでは、過去10年ほど経常収支の赤字が続いた一方で、外貨



準備は増加している。これは海外からの資金流入を示唆している。前半のセッションで、中国は国内金融システムが多少動揺しても、資本取引が規制されているためクロスボーダーの波及は少ないとの議論があった。インドは中国に比べて資本取引が自由である印象を受けたが、国内銀行システムがクラッシュするなどのイベントが生じた場合、海外にどのような影響を与えるか。また、インドの銀行の対外債務はどの程度あるのか。

**石川:**

・中国と比べれば資本取引が自由であるが、例えば、対内直接投資も政府ルートと自動ルートとに区分されつつ規制がかけられ、特に銀行・保険業への投資は上限が決められている。このため、資本取引が完全に自由な国に比べると、国内のショックが海外へ波及する影響はある程度抑制される。

**幸田氏:**

・インドルピーの相場は人民元ほど固定されておらず、資本取引の自由度も中国より高く、特に株式投資は相当に自由である。一方で対外借入れはかなり規制されている。2013年8月の「taper tantrum」後にルピーが急落した際には、政府は資本流入の促進のため、対外借入れの規制を緩和した。具体的には、RBIがコストを負担して在外インド人(印僑)に優遇金利を付与し、米ドルのインド向け送金を促した。国際収支上は短期債務であるが実際は定期預金(3年)であって、金利差を狙ったホットマネーでないため、金融システムに対して脆弱性を与える性質のものではない。この分を含めても短期債務はGDP比20~30%程度と極めて小さな値に抑制されている。

**関(志雄)氏:**

・第一に、インド政府は優先的に発展させる産業のリストを有しているか。IT産業の競争力が強いといわれるが、産業政策の結果によるものか、それとも市場競争の結果か。また、主要なIT企業の資金調達はどうなっているか。中国では、阿里巴巴(アリババ)や騰訊( Tencent)、百度(バイドゥ)等のインターネットビジネスが急速に伸びているが、インドはこの分野における優位性を維持できるか。

・第二に、規模の大きい中国とインドの場合、産業政策においてマーケットと技術のスワップという戦略をとることが可能になる。つまり、海外資本に対して技術導入と現地生産を条件に、商業活動を認めることができる。中国は、自動車の分野でほとんどゼロから出発したのに、20~30年の間で世界最大の生産国となった。インドもこうした戦略の余地はないのか。

・第三に、インドは人口が多いので、本来は労働集約型産業が強い競争力を有するはずなのに、政府は別の分野に力を入れている。世界銀行のチーフエコノミストを務めていた、北京大学のジャスティン・リン(林毅夫)先生によれば、1949年以降の中国を30年ずつの期間に分けると、前半は無理して重工業を優先させる政策を採用したが、当時の「人口は多くて、資金のない」事情に適合せず、比較優位に反する戦略であったため挫折した。その後の30年には、鄧小平改革を機に比較優位に沿った政策に転換したことで成長が高まったと

される。これらを踏まえると、インドも、IT産業ではなく、労働力が豊富であるという比較優位を持つ労働集約型産業に注力してはどうか。今や中国では100円ショップやアパレルのような労働集約型産業は競争力を失い、退出していくことになる。インドはインフラや法律の整備を通じて受け皿を用意できれば、今後20~30年の高度成長が期待できるのではないかと。

**幸田氏:**

・インドが競争力を有するIT分野は、銀行のバックオフィスやコールセンターといった労働集約的な領域ではないか。また、Microsoftなどの大手もソフトウェアの開発等を行っているが、これもインド人の頭脳を使った労働集約型産業とみられる。これらは2000年代初頭に政府が優遇策を導入し、外国資本を誘致した結果である。一方、インターネットを使ったビジネスは発展途上にあり、日本の大手企業もアリババと組み、プライベートエクイティ・ファンドを通じてFlipkartなどに投資を行っている。

・モディ政権は「Make in India」を標榜し製造業の育成に注力する方針である。現在、GDPに占める製造業の割合は20%程度と、ASEANや中国に比べて低く、競争力の低さも指摘されている。その主因は、高インフレや、インフラ不足とその整備のための初期投資の必要性、保険料等を含めた労務費の高さ、等のコスト要因である。モディ政権は、製造業のうち政府調達部門(軍事と鉄道)の育成に着手している。例えば、軍用機を海外から購入する条件として、インドに製造拠点を作ることと技術移転を求めている。鉄道整備計画では、新幹線導入に際し日本政府はODAで資金を全額拠出するが、車体の組み立てはインド国内で行うことが求められる可能性もあろう。こうした施策は受注した海外企業のコスト増につながる。

**井上<モデレーター>:**

・関(志雄)さんが中国との比較の視点を提示したが、「日中金融円卓会合」では中国がPPPをどう活用するかが論点となった。関(志雄)さんはインドのPPPに関する議論を踏まえて、中国との相違点をどう理解したか。

**関(志雄)氏:**

・「社会主義市場経済」という場合、「社会主義」と「市場経済」のどちらの要素を重く見るかということである。インドも中国と同様に「社会主義」の色が濃く、本来は民間企業が主役となるべき収益が上がるプロジェクトほど政府が介入し国営企業が中心となっている。今後は日本の教訓を踏まえ、入札制度の改革などに着手すべきであろう。

**久保氏:**

・インドでは経済成長率を高める上でいろいろボトルネックがある。インフラ整備、エネルギー確保、財政赤字、様々なレベルの意思決定のガバナンス、不良債権問題といった各要素について、ボトルネックの程度をどう理解すればよいか。また、銀行の不良債権問題によって金融仲介機能が十分発揮されず、経済成長を阻害している面は大きいように思うが、他の要素と比べてどの程度深刻に捉えるべきか。銀行の不良債権問題がかなりのボトルネックになっていると

すれば、2000年前後に中国で総貸出の約2割を思い切ってオフバランス化したような対応策は考えられているか。先ほど説明のあった「問題債権持続可能再編スキーム(S4A)」については、日本の経験を踏まえると、中途半端な処理に終わるリスクがある。

**幸田氏：**

・かつてインド最大の政策課題はインフレであったが、2012～13年頃にインフレが収まりつつある中で、銀行の健全性維持が課題として浮上した。その契機となったのは、2013～14年に2年連続で総固定資本形成が前年比割れになったことだ。足もとでは、設備投資の低迷の背景として、銀行だけでなく企業のバランスシート問題も認識されている。また、原油価格下落の恩恵で低下していたインフレも、原油価格の先行きが不透明であることに加え、パテル総裁就任後初の金融政策決定会合で利下げを行ったことに象徴されるように、金融政策スタンスの変化による影響にも注意が必要となろう。長い目で見れば、財政収支と国際収支の双子の赤字がある限り、インドの経済成長は頭打ちになると見ている。消費税が導入されるなど税制改革も徐々に進んでいるが、そうした構造改革を進めることが、潜在成長率を上げるために必須である。

**石川：**

・銀行貸出が中心的役割を果たす経済では、不良債権問題が相当程度のボトルネックであることは確かである。しかし、RBIは、政治の事情もあって、貸出債権の思い切ったオフバランス化に二の足を踏んでいるようだ。したがって、側面支援の位置付けの下で、政府の構造改革も重要であると考えられる。インドは王国が集まってきた経緯もあり、州ごとに格差が大きく個性が違うため、非効率的な構造を抱えている部分もある。配電網は各州の中では州が、州をまたぐと国が担う形になっており、効率的運用とは言いがたい。

・また、産業政策の一環としての規制の強さも、競争力強化の妨げになっているのではないかと。電力の例では、農業向け卸値を相当安く配電するよう求められており、電力会社にとって収益を上げにくい構造となっている。財政や産業政策の非効率性を解消していくことで、マクロ経済の好循環を促すことが望ましい。

**甘木氏：**

・第一に、経済を成長させる上では、資金需要側の健全性と資金の出し手の整備の2つの観点が必要である。需要側は既存プロジェクトと新規プロジェクトに二分でき、新規プロジェクトには資金の出し手がないとされたが、既存プロジェクトのうち許認可の遅れが支障となっていたものについては、モディ政権になって許認可がスピードアップし、中断となっていたプロジェクトが再稼動する話も聞かれる。今年の2月にインドへ行った際は、銀行部門は総じて企業部門向け貸出の展望に悲観的であったが、先月に再度訪問した際は、自己資本比率が充実した一部の民間銀行からは、企業部門は景気が底を打ちつつあり企業部門向け貸出をどう伸ばすか中期的課題として考えたいという話も聞かれた。こうした兆しをどう理解し、もとの姿に回帰するにはどの程度の時間がかかると思うか。

・第二に、「問題債権持続可能再編スキーム(S4A)」が新たな隠れ不良資産を生み出すリスクはないか。Asset Quality Reviewの結果、問題債権の比率がかなり上がったことに驚いた。これは、正常債権と分類されつつ中身が相当傷んでいる債権が存在したことを示唆する。実際はかなり傷んでいる企業債務の一部を「問題債権持続可能再編スキーム」によって減免した場合、企業の状況が大きく好転しなければ、残りの債務を正常債務に分類するのは不適切ではないか。

**幸田氏：**

・私の収集した情報によれば、道路関連のプロジェクトにはようやく買い手がついてきている。企業のバランスシートも改善が進み、少なくとも悪化していない。GDP成長率も消費主導であるが上向いている。好天に恵まれたことを背景に農村部の消費が期待されるほか、公務員給与の上げもあり、来年にかけて景気回復の加速が視野に入ってきている。

・新しいS4Aの下でも、一部を減免した残りの債務が延々と減免の繰り返しに追い込まれるリスクはある。本スキームは、パテル総裁の下でのRBIが民間銀行の強い要望を受けて導入したが、どこまで手綱を緩めるか難しいかじ取りを迫られている。大企業や、電力・エネルギーを中心に展開する財閥系企業の場合、国内の格付けと海外の格付けに開きがあり、国内の見方が甘いとの指摘もある。不良債権の認識は峠を越したとされ、銀行株価は足もとで回復しているが、今後も不良債権が生ずることも考えられ、楽観はできない。

**石川：**

・足もとでは消費者コンフィデンスも改善しており、経済情勢や所得環境に関する見方も2015年をボトムに幾分上昇している。インドのように農業セクターが雇用の場として主たる役割を果たす場合、企業セクターの悪化が労働市場を悪化させ難い一方、外部要因による消費者マインドの改善が国内需要の喚起につながり、企業の回復に貢献するという好循環を生み出す場合がある。

**井上くモデレーター：**

・今年6月の「日中金融円卓会合」では産業構造調整がテーマの一つとなったが、今回は関連するいくつかの論点を発展させたいと考えた。中国もインドも、公的部門が様々な形で不良債権問題に絡んでおり、構造改革に対してインセンティブがわきにくいのに対し、政治など他のインセンティブが働いていることも指摘できる。また、露口さんが指摘されたように、普通の新興国であれば通貨暴落、資本枯渇などの懸念から政策対応を急がなければならぬのに、中国やインドにはある種の余力があるだけに、改革のスピードが上がりにくい点も問題の背景にあるようだ。

・皆さんにご指摘いただいた点を再検討して、次の議論につなげてゆきたい。本日はお忙しい中誠にありがとうございました。

\*\*\*