

世界不況下におけるインド経済

近藤正規*

要 約

世界経済不況は、インド経済に対しても少なからぬ影響をもたらした。過去3年に渡って9%台の高度成長を続けてきたインドの経済成長率は、2008年には6.7%へと低下した。産業別に見ると特に大きな影響を受けたのは、繊維や宝石加工などの労働集約型輸出産業や消費者ローンに頼るところの多い自動車産業である。

こうした経済不況に際して、インド政府と中央銀行（RBI）は景気刺激策を打ち出し、財政赤字の深刻な中、タイムリーな減税と金利引下げは、一定の効果をあげた。輸出の落ち込みや金融機関の貸し渋りはまだ改善できていないものの、今年に入ってインド経済は急速に回復しており、特に農村における消費拡大がそうしたインド経済を支えている。5月に行われた総選挙で現職のマンモハン・シン政権が続投が決まったが、今後は、財政赤字の削減と貧困層の支援、インフラ整備をどうバランスさせていくかが、新政権の課題である。

これまでインド経済は世界経済不況の影響を受けにくいといわれたが、インド経済は世界不況の影響を大きく受けた理由は輸出の拡大や株式市場への海外からの資金流入などにより、世界経済との統合が急速に進んだためである。このため、GDPで見ても株式市場で見ても、いわゆる「デカップリング」現象は見出しにくい。しかしそうした中においても、インド国内の農村にいる膨大な貧困層は国際社会とのリンケージが少なく、彼らがバッファーとなって、今のインド経済を支えていることは、注目に値する。

こうしたインド経済の特徴を踏まえ、日本企業もこれまでのような高所得層だけでなく、もう少し低所得層に目を向けたBOP（Bottom of the Pyramid）型ビジネスを行っていく必要がある。ただしその際においても、買収先あるいは取引先企業の企業統治や流動性確保などに留意しておく必要があることは言うまでもない。政府間レベルの経済協力においても、デリーとムンバイ間貨物専用鉄道や日印EPAの締結など、重要な大型案件が進んでいる。これまでインドでは出遅れた感があった日本勢であるが、今後の巻き返しが期待される。

キーワード：インド経済、デカップリング

JEL Classification：O11, O53

* 国際基督教大学 教養学部上級准教授
早稲田大学 インド経済研究所主任客員研究員

I. はじめに

世界的に経済不況が深刻な中で、安定した経済成長を続けるインドが再び脚光を浴びている。IMFの世界経済見通し（改訂版）でも、2008年の世界経済全体の成長率がマイナス1.3%、先進国だけではマイナス3.8%、新興国・途上国のみでも1.6%と成長が望めない状況であるのに対し、インドの成長率見通しは4.5%と中国の6.5%と並んで際立っている。

インド経済の現在の規模は、物価水準を考慮した購買力平価で比べると、世界第4位（米国、中国、日本に次ぐ）となっており、為替レートで換算してもトップ10入りが近い。ゴールドマン・サックスの「BRICs レポート」でも、2032年までにインド経済は日本経済の規模を抜くと予測されている。今年の5月に行われた総選挙でも、国民会議派主導の与党連合が

勝利し、現職のマンモハン・シン首相が再任され、インドの政治的安定性が国際的に評価されるとともに、今後の経済改革への期待も高まっている。

しかしながら、そのインド経済も世界経済不況の影響を全く受けなかったわけではない。昨年末から今年はじめにかけては特に、景気後退が深刻であった。インド経済に対する世界不況の影響はどのくらい深刻であったか、現在どのくらい回復していて今後の課題は何か、インド経済と世界経済はどこまでカップリング（またはデカップリング）しているのか、こうした情勢が変化する中でインド経済の新たな牽引車は何か、今後の日印経済関係にはどういった期待がもたれているかなどについて、本稿は考察を行うものである。

II. 減速するインドの経済成長

II-1. 転換期を迎えたインド経済

インド経済にとって、2008年はひとつの転換点というべき年であった。まず、年初来大きな問題となっていたインフレ率が、8月には12.63%にまで上昇した。総選挙を翌年に控えたインド政府はこれを危機的状況として捉え、インフレ抑制のための政策を実施した。その後、リーマン・ショックによる世界経済不況を受けて、2008年度第3四半期（10－12月）の経済成長率は5.3%へと急落した。その結果、過去3年連続して9%台の成長を遂げたインド経済は、2008年度にはその成長率が6.7%へ低下した（表1）。

インドの中央銀行は2009年度の成長率を6%

表1 インド実質GDPおよび成長率

年度	GDP（兆ルピー）	実質成長率（%）
2001/02	19.7	5.8
2002/03	20.5	3.8
2003/04	22.3	8.5
2004/05	23.9	7.5
2005/06	26.1	9.4
2006/07	28.6	9.6
2007/08	31.2	9.0
2008/09	—	6.7

（資料）インド中央統計機構（CSO）

と予測しており、IMFも2009年のインド経済の成長率を4.5%、10年にはインド経済の成長率が5.6%に回復すると予測している。これらの数字の間かなりの乖離はあるものの、インドの経済成長が昨年末から今年初めにかけて大

きく低下し、その後回復基調に転じていることは事実である。

インフレ率も大きく変動した。まず、昨年後半の金融危機深刻化とともに原油価格や商品相場が暴落し、インドのインフレ率がピーク時の12.63%から今年3月には0.26%まで急低下し、さらに6月6日には、卸売物価指数はマイナス1.61%と30年ぶりにマイナスに転じた。

株式市場の代表的な指標であるSENSEXも、2008年1月につけた最高値から今年3月にかけて、6割もの大きな下げを記録した。現在はかなり回復しているが、それでもピーク時より3割低い水準にまでしか戻っていない。ルピーの対米ドル相場も一時は2割以上低下し、対円相場では1ルピー約3円から2円へ大きく下げている。その結果、円ベースで見た現在のインドの株価水準は、日本でインド株ブームが起きた2006年の始めの水準に戻した形となっている。国際金融市場の混乱とともにインド企業の外貨資金の調達も困難となり、それが国内投資にも影響し、景気の一時的な悪化を招いた。

産業別に見ると、最も大きな影響を受けたのは第2次産業である。昨年11月には、インドの工業生産は15年ぶりに前年同期比マイナス成長となった。とりわけ大きな打撃を受けたのは、日系企業の投資も集中している自動車産業と、繊維・皮革やダイヤモンド加工などの輸出型産業である。

インド向けの海外直接投資（FDI）に対するマインドも、一時的に大きく冷え込んだ。1990年代には平均で40億ドルの水準で停滞していたFDIは、2006年度には220.8億ドル、2008年度は273億ドルへと急増しつつあったのが、昨秋のリーマン・ショックで急ブレーキがかかり、さらにこれに追い討ちをかけるように11月26日にムンバイ同時多発テロが発生した。このテロがインド経済に与えた影響は一時的でかつ限定的であったが、インドの対外イメージは大きく傷ついた。

タタ製鉄のコーラス買収やタタ自動車によるジャガー・ローバー買収に代表されるインド企

業の海外でのM&Aも、リーマン・ショック以降は激減した。昨年11月、タタ財閥のラタン・タタ会長はグループ全社に対して署名入りの手紙を送った。その内容には、最大限の現金化、金融機関からのローンや信用枠の最大限の引出し、交渉中の資金調達契約の早期決着、経営効率化の向上、内部コスト構造のリストラ、経費の大幅削減、重要度の低い資本支出と能力拡張の延期、不要不急のM&Aの凍結といったものが含まれた。

Ⅱ-2. インド政府の景気刺激策

こうした昨年来の急速な景気冷え込みに対して、インド政府の対応は素早いものであった。まず昨年12月7日には、財政支出の拡大や減税を柱にした景気刺激策がいち早く発表された。これは金額的には小規模で、2000億ルピーと2007年の名目GDPの0.4%にすぎなかったが、心理的効果という点でかなりの効果を持つものであった。この景気刺激策は10項目からなり、輸出・住宅・自動車産業、中小企業支援、などの分野に及んだ。またインフラ関連では、インドインフラ金融公社（IIFCL）が免税債券を通じて1000億ルピー調達できるようにし、この資金で市中銀行から債権を買取ることによって、道路や港湾などのインフラ事業に対する市中銀行の貸し出し余力を増やせるようにした。

消費刺激策としては、標準税率14%の中央付加価値税（CENVAT）が一律4%引き下げられた。その結果、中央付加価値税はこれまで14%、12%、8%のいずれかであったのが、10%、8%、4%のいずれかとなった。さらに、所得が高くない層の住宅取得を促進するため、国営銀行で200万ルピーを上限とする住宅ローンの貸し出しを増やすこととした。さらに、企業の資金繰り悪化を防ぐため海外商業借り入れ（ECB）借入額制限が撤廃され、宅地造成のための海外からの資金調達も可能とされた。また、今年2月16日に発表された暫定予算では、輸出企業に対して出荷前や出荷後に

2%の金利助成金を拡張する案も盛り込まれた。2月24日には物品税・サービス税の減税が行われ、基本税率は2%下げられた。後に述べるようにインドの財政赤字は深刻であり、中国のような大きな内需刺激策を打つことができない。IMFの推計でも、2008年と09年のインドの裁量的財政刺激策の対GDP比は、共に0.6%にすぎない。こうした中であって、減税を基本としたインドの財政政策はタイミングという点で評価されるべきものであった。

こうした財政政策と歩調を合わせるようにして、インド中央銀行(RBI)も翌12月8日からレポ金利を6.5%へと1%引下げ、リバースレポ金利も5年ぶりに同様に6.0%から5.0%へ引き下げられた。さらに今年1月2日にはレポ金利が5.5%、リバースレポ金利が4.0%に引下げられ、外国人投資家によるインド企業への社債投資の上限引き上げやノンバンク向けの金融支援策、国営銀行への資金注入も行われた。さらに4月21日にはレポ金利が4.75%、リバースレポ金利が3.23%にまで引き下げられた。

スバラオRBI総裁によると、世界金融危機が本格化して以来、インドのGDPの7%に相当する合計4.2兆ルピーが、中央銀行によって金融システムに供給されたという。金融機関の貸し渋りは依然として見られるものの、一連の金融緩和策はある程度の効果をあげたという見方が一般的である。

Ⅱ-3. 世界経済不況のインドへの波及ルート

そもそもインド経済は、新興国の中でも世界不況の影響を最も受けにくいとこれまでは言われてきた。それは中国や東南アジア諸国などと違い、海外依存度が低く、さらにマクロ経済運営も適切に行われているからである。しかし、インド中央銀行のスバラオ総裁(Subbarao, 2009)も指摘しているように、インド経済が一時的とはいえここまで世界不況の影響を受けたのは、過去10年以上にわたってインド経済の世界との統合が進んできた結果である。

まず実物経済を見ると、輸出と輸入を合計した総貿易額のGDPに対する比率は、1997年度の21%から2007年度には35%へと増加した。金融面での統合も進み、グロスで計った経常収支と資本流入の合計の対GDP比率は、1997年度の47%から2007年度には117%に増加した。2003年から08年の平均で見ても、この値はそれぞれ34.3%と93.9%となっており、その前の5年間(1997-2003年)あるいはその5年前と比べて拡大している。特に金融面における比率が45.8%から93.9%へと急増しており、輸出入/GDP比率の増加よりもはるかに大きいことが注目される(表2)。このことは、インド政府のさまざまな規制にもかかわらず、実物経済より金融面においてインド経済のグローバル化が早く進んだことを意味する。

表2 インドの貿易と資本流入の対GDP比率

	輸出入/GDP	(経常収支+資本収支)/GDP
1992-1997	20.4%	45.8%
1997-2003	23.3%	53.8%
2003-2008	34.3%	93.9%

(資料) Jayaram 他 (2009)

インド企業の対外借入れが過去5年間で急増したことも、大きな変化であった。2003年から08年度にかけての5年間で企業部門の投資がGDPに占める比率は9%も増加したが、投資の4割は海外からの借入れによってファイナンスされたともいわれている。

世界経済不況がインド経済に対してどのようにルートで影響を与えたかについて、金融、実物、心理面の3つの側面から分析できる(Subbarao, 2009)。まず金融面では、国際的な金融収縮の結果インド企業の海外での資金調達が困難になり、国内の銀行へ融資を求めるようになり、これがインド国内の金融市場をさらにタイトにし、経済活動に影響を及ぼした。インド商工会議所連盟(FICCI)による調査でも、その調査対象となった企業の4分の3が銀行の融資条件厳格化を訴えており、特に中小企業においてその影響が大きい。さらに海外の投資家がイ

ンドから資金を引き上げた結果、大幅なルピー安となり、インド企業の海外負債の返済額をルピー・ベースで膨らませ、一方で中央銀行のドル売りルピー買い介入が国内での金融引締め効果をもたらした。

加えて、中東経済の減速も、出稼ぎインド人の国内への送金に影響が出ている。2008年7－9月のNRI（海外非居住者インド人）の送金額は前年同期比で57%の大幅増を記録したが、リーマン・ショックを境として、10－12月には出稼ぎ労働者の出国数が前年比で25%減っている。帰国した出稼ぎ労働者も2月までに2万人と推定されている。ただしインドの外貨送金受取額は2008年度で450億ドルと世界第1位で、年間合計で見ると昨年度より増えている。外貨準備高も2600億ドルと潤沢にあり、1991年の湾岸戦争の影響から出稼ぎ送金の停止がマクロ経済危機に直結した時とは比較にならない。

実物経済に目を転ずると、先進国経済の不況がインドの輸出に影響を及ぼしたことが大きい。昨年12月には、これまで二桁の成長を続けてきたインドの海外輸出額が前年同月比で10%を越す減少となった。通年ベースで見ると、2008年度の輸出は依然として前年度を上回っている（表3）ものの、輸出の減少は現在でも改善していない。

海外市場の縮小によって最も打撃を受けたのは、繊維産業や宝石加工、機械部品など労働集約型輸出産業である。インド労働雇用省の発表によると、昨年10－12月に繊維、自動車、建設などの8業種で50万人が職を失ったとされ、その中でも繊維産業は国内に3500万に及ぶ雇用を抱えているだけに、政治的にも重要である。

心理的な側面が経済に与えた影響も、無視できない。これまで好調な経済をもとに融資を拡大しつつけてきたインドの金融機関は、昨年後半から貸し出しに急に慎重な態度を取るようになった。理由は資金調達の困難に加えて、経済の先行き不安である。インド政府とRBIによる

表3 インドの対外貿易

年度	輸出（億ドル）	輸入（億ドル）	合計（億ドル）
2000/01	445.6	505.4	951.0
2001/02	438.3	514.1	952.4
2002/03	527.2	614.1	1,141.3
2003/04	638.4	781.5	1,419.9
2004/05	835.4	1,115.2	1,950.6
2005/06	1,030.9	1,491.7	2,522.6
2006/07	1,262.6	1,856.0	3,118.6
2007/08	1,631.3	2,516.5	4,147.8
2008/09	1,687.0	2,877.6	4,564.6

（資料）インド中央統計機構（CSO）

景気刺激策にもかかわらず、インドの金融機関（とりわけノンバンク）の貸渋りが深刻化し、特に自動車を始めとする耐久消費財市場に悪影響をもたらした。

Ⅱ－4. 最近の景気回復

このように、それまで9%台の高度成長を続けていたインド経済も昨年末には大きな影響を受けたが、その後の回復には目を見張るものがある。インド工業連盟（CII）が5月に行った「ビジネス信頼度調査」では、回答企業の96%が2009年度上半期に経済が回復基調を辿るとしており、同じ時期に米KPMGが行った調査でも、今後一年間に業績が改善すると応えた企業は昨年10月の15%から31%へと急増した。大手金融機関8行による2009年度のGDP成長率の見通しは、5月の総選挙前の平均5.6%であったのが、選挙後には6.4%へと増加している。こうした背景から、インド政府も2010年には9%の経済成長の軌道に戻ると予測している。

産業別には、大きな打撃を受けた自動車産業が急回復している。昨年12月には新車販売台数が前年同期比で2.4%増へと回復し、さらに今年1月には4ヶ月振りにプラスに転じて6万7千台と過去最高となった。7月の販売台数も前年同月比2.9%増となっており、インドの自動車産業が昨年11月に底を打ってV字回復に向かっていることは明らかである。とりわけ市場の7割を占める小型車の伸びが2割以上と大きい。一時的に落ち込んでいた鉄鋼消費

も、今年の4月から5月にかけて前年同期比6%増となった。

ムンバイでのテロの直後は大きく冷え込んだインド向けFDIも再び注目を集め始めている。米国や欧州市場でのビジネスばかりに依存できないという認識が多国籍企業の間で強まり、投資先としてのインドの重要性が一段と強く認識されたためである。インド企業の海外戦略も少しずつ以前に戻りつつあり、6月にはビルラ財閥のヒンダルコが豪州の炭鉱を8000万ドル近い金額で買収することを発表している。

一方、依然として回復が遅れこんでいるのは輸出部門である。今年7月の輸出は前年比で26%減となっており、10ヶ月連続でマイナスが続いている。インド商工省は、2009年度の国全体の輸出目標を昨年4月に設定した2000億ドルから1750億ドルへと下方修正しており、2009年度の輸出は前年度と同じ水準に滞まる見通しである。銀行貸し出しもまだ十分に回復しておらず、残高伸び率は10%台である。

II-5. 遅れるインフラ整備

このようにインド経済が着実な回復基調にあることは疑いない。しかし、世界金融危機がインドの中長期的な問題の解決を遅らせたことにも指摘しておかなければなるまい。

第一は、インフラ整備の遅れである。インドではこれまでPPP（Public Private Partnership）政策の下、道路や港湾、空港、通信の分野で民間企業主導によるインフラ整備が進められてきた。しかし、昨今の民間企業の資金繰り悪化に伴い、その進捗には急ブレーキがかかることとなった。道路セクターのプロジェクト完成率は2004年度の81%から07年度は56%へと下がりつつあったが、最近では金融危機の影響で入札における落札比率も大きく低下している。例えば、インド高速道路公団（NHAI）が昨年度開始する予定であった60件の計画のうち実際に受注先が決まったのは8件だけで、実施した29件の入札において、18件では参加企業がなく6件は1社のみの応札という状況であった。

道路よりさらに整備が遅れているのは、電力部門である。第11次五ヶ年計画では90700メガワットの発電容量の追加が計画されたが、今のところ10887メガワットが追加されたに過ぎない。こうしたことから、この11次五ヶ年計画中には目標の半分にも満たない40000メガワットしか電力容量が増えないであろうという見方が主流である。国際市場での資金調達難からインドの大手企業も電力インフラへの投資を手控える方向にある。例えば、最近のメガパワー発電所の入札にタタ電力は参加しなかった。さらに、3割という高水準にある電力ロスの問題も、解決の糸口がまだ見えていない。

鳴り物入りで数年前から行われている経済特区（SEZ）の開発も、その多くは土地買収の難しさ等で遅れ込んでおり、最近ではマハラシュトラ州におけるリライアンス財閥によるインド最大のSEZ計画が、頓挫に追い込まれた。

インドでは長期の資金供給が国内で不足しており、国際機関や海外の機関投資家に資金面で依存せざるを得ない。そのため世界金融市場の縮小は、インドのインフラ整備に直接影響する。最近では、米ブラックスストーン社がIIFCLのインフラ開発ファンドに対する出資の中止を発表した。こうした海外からの資金流入の減少によって、インドのインフラ部門への投資を担ってきた各種ファンドも打撃を受けている。

II-6. 深刻化する財政赤字と民営化

もう一つの大きな問題は財政赤字である。すでにインド政府は農民向けの政府系金融機関の融資7170億ルピーを処理し、公務員給与も大きく引き上げることを決定し、昨年末には最大2千億ルピーの追加財政支出と減税策を打ち出している。加えて、選挙戦における会議派のマニフェストでは、貧困ラインを下回る層に対して毎月25キロの米を1キロ当たり3ルピーで配給することを約束し、農民向け融資の利率引下げと電力料金補助、農村雇用保証計画の徹底も約束している。これらの公約を実現していくことは、財政に対する大きな負担である。

すでにインドの財政赤字は、新興国の中でもトルコに続いて最も深刻な水準にある。2009年度のインドの財政赤字は中央政府と州政府の赤字を合計するとGDP比で6.8%まで拡大し、政府目標の2.5%の3倍近い数字となっている。こうした財政支出の拡大に加え、エネルギー価格の昨年度の上昇分を吸収するための政府系企業の債券発行といったオフバランスの赤字も含めると、財政赤字はGDPの1割に及び、これはこれまでで最悪であった2001年の財政赤字の水準に匹敵する。このことは、財政責任・予算管理法（FRBMA）をもとにインド政府が進めてきた財政赤字の削減努力の成果がわずか数年間で失われてしまったということを意味する。

インドの財政赤字問題に対する懸念は、今後の国債供給超過と価格の下落・金利上昇につながるという考えから、債券市場における国債の大量売却と、長期金利急騰という結果となって表れている。政府とRBIは、新規国債の円滑な消化に向けて対策を協議しており、RBIが公開市場操作を通じて既発国債を買い上げる案と、過剰流動性吸収の目的で発行された市場安定化制度（MSS）債を期限前償還する案が出されている。さらに、MSS債で集めた資金を政府の借入れに転用する案も浮上しているが、政府とRBIが結んでいる覚書を変更せねばならない。それ以外に、RBIが新発国債を引き受ける案もあるが、上記のFRBMAを改定する必要がある。しかしこれは、財政規律の喪失を招く危

険性が大きいため実現しそうにない。

もちろん、インド政府の財政赤字は基本的に海外の資金ではなく、国内の資金でファイナンスされているため、他の新興国と違って国際的な問題にはなりにくいことは、強調しておかないといけない。ただし、問題は、不況対策の一環として景気刺激のための財政拡大を行い、そのために財政赤字が例外的に拡大したのであればよいが、農民向け補助金や公務員の給与などの経常支出拡大が選挙対策で行われている感が強いことである。IMFの試算でも、インドの「真水」の財政支出はGDPの0.6%にすぎず、これは主要国の中でも最低の水準である。

このような貧困層支援と財政赤字拡大のジレンマへの対策として考えられるのは、公企業の民営化である。インドの公企業は近年経営状態を大きく改善させているが、これまでインド政府は、閣外協力をしている左派共産党の反対のため、その前のBJP政権と違い民営化を進めることができなかった。しかし5月の総選挙で大勝した結果、第2次シン政権は、利益を上げている99の公営企業を部分的に民営化する計画を検討している。政府が保有している公企業の上場株式の時価総額は8兆8000億ルピーに上り、持ち株の半分以下を売却しても収益は3兆ルピーを越える。貧困対策、公共投資によるインフラ整備、財政改革、という3つの異なる目標を同時に達成できるかどうかは、将来的にこの民営化計画がどこまで実施されるかによるところが大きい。

Ⅲ. インド経済のデカップリング

Ⅲ-1. GDPの「デカップリング」検証

これまで本稿では、インド経済が世界経済不況の影響をどのような形でどこまで受けてきたかを分析してきた。この章では、世界経済とインド経済がどこまでリンクしているか、それはなぜか、をもう少し長期的なタイムスパンで見たい。

ここで目を株式市場に転じると、今年の4月頃よりインドと先進国の「デカップリング論」が再び聞かれるようになってきたことが、注目される。これは今年に入ってからインド株式市場の戻りが、先進諸国の株価の回復よりも早いことや、インド経済の回復が先進国経済よりも早いことによる。ここでデカップリング論の再燃が本格的となった5月の始め時点を基準に、過去1年間の最高値と比べた現在の株価水準の比率を比べてみると、インドと日本・米国・英国では驚くほど似通った数字（60%台）となっている一方、最安値からのインドの株価の戻りは他の諸国のそれより20%前後大きくなっている（表4）。これは、米国や他の先進国の経済と比べて、インド経済の先行き見通しには明るさが見られるため、投資家が先進諸国よりもインド市場に先に戻りつつある結果でもある。

そもそもこのデカップリング論は、2005年後半に米国経済が減速した頃から始まったものである。2005年から08年にかけて、米国を始めとする先進国の経済成長率が減速したにもか

かわらず、新興国の高度経済成長は2008年後半まで続き、この二つのグループの成長率ギャップが2007年度は4-5%にまで広がったことにより、デカップリング論は特に盛んとなった。そして新興国の中でも特にインドはこのデカップリング論が当てはまりやすい、と言われてきた。その理由の第一は、インド経済の成長率が、海外への輸出ではなく国内の貯蓄と投資を主体として加速してきたというものである。第二の理由として、インドの銀行のバランスシートは、米国のサブプライム関連や国内の不動産関連など、リスクの高い資産へのエクスポージャーが小さいことがあげられる。インドの銀行の中でサブプライム関連の資産を保有していたのはICICI銀行のみで、しかもその比率は小さい。

しかし、2008年のリーマン・ショック以来、インド経済は急速に減速し、株式市場も大きく下落した。たしかに株式市場のデカップリングは再び起こっているようであるが、現在の動きだけを持ってデカップリングを再び唱えることはどこまで妥当であるかは、若干疑問である。昨年の株価の動きを見ても、インド株式市場が急落したのは先進諸国の株価が急落した時期よりも少し遅れてであり、インド株とそれに続いてブラジルやロシアの株価が急落するまで、デカップリング論が存在していた。

さらに、最近のデカップリング論はリーマン・ショックのそれと比べて、その意味合いも

表4 インドと主要先進国の株式指標の動きの比較（過去52週間）

	SENSEX指標	日経平均	米ダウ平均	英FTSE-100
最高値	17,497.40	14,601.30	13,170.00	6,377.00
最安値	7,697.39	6,994.90	6,440.08	3,460.70
現在値	11,867.43	9,432.83	8,574.65	4,462.09
現在値／最高値	67.82%	64.60%	65.11%	69.97%
現在値／最安値	154.17%	134.85%	133.14%	128.93%

（資料）2009年5月10日（日）時点のデータをもとに筆者が計算

変化している。もともとのデカップリング論は、経済的文化的な独立性の強さ等から先進諸国の経済的減速をともしないという側面が強い言葉であったが、今の使われようは株式市場のマーケット的な減速をともしないという意味の方が強いようにも思われる。

こうした中で、より長いタイムスパンで見た場合、インド経済のデカップリングはどこまで正しいと言えるのか。Jayaram 他（2009）は1992年から2008年までのデータをもとに、インド経済と先進国経済のビジネスサイクルにどこまで相関性があるかを検証し、次の結論に達している。

- 1992年から1997年：先進国の景気循環と逆の動き（弱い負の相関関係）
- 1997年から2003年：先進国の景気循環と同じ動き（弱い正の相関関係）
- 2003年から2008年：先進国の景気循環と同じ動き（強い正の相関関係）

さらに彼らは、インドと米国との景気循環の相関性よりも、米国以外に欧州や日本も含めた先進諸国とインドの景気循環との相関性の方が大きいことも明らかにした。彼らの実証研究によると、1992年から2008年までに間にインドの景気循環サイクルと米国のそれは63.9%が一致し、インドと先進国全体では、74.3%の確率で、景気循環サイクルが一致（95%の信頼区間で統計的に有意）している。

彼らの論文ではその理由まで述べられていないが、インド経済の先進国との結びつきを見ると、米国以外の先進国の比率が、他のアジア諸国より高いためであると思われる。実際、米国への輸出比率の高い中国やASEAN諸国と違い、

インドの対米貿易高は対中貿易高とほぼ同じで、対ASEAN向けの合計より少ない。

Ⅲ－２．株式市場のデカップリング検証

次に株式市場の動きをみると、GDPと同様、近年特に先進国の株式市場との相関性が強くなった。表5でも明らかのように、インドの株式市場と日本、米国、あるいは英国の株式市場との正の相関関係は、2003年以降に強まっている。先に過去1年間におけるインドの株式市場の最高値から現在値へ下落率が先進国のそれと似ていることを指摘したが、こうした動きはリーマン・ショック後に顕著になっただけである。実は1997年以降今に至るまで、インド株が上昇（下落）している時は先進国の株式も上昇（下落）していた。

さらに重要なことは、過去10年間を見た場合、2003年から08年はその前の5年間と比べて、株価の動き方が一層似通ったものとなっており、過去1年間で見ると、上昇・下落の度合いまで近いものとなっている。インドと先進国の株式市場で差があったのは、その動く方向ではなく、上げ幅（または下げ幅）である。

2003年から08年にかけて、インドの株価と米国の株価の相関関係（相関係数0.390）は、インドと日本（同0.339）及びインドと英国（0.463）の株価の相関性よりも小さい（表5）。このことは、先に述べたGDPで見た場合のインドと米国との相関関係よりインドと先進国全体との相関関係の方が大きい、という推計結果と符合する。2005年頃から始まった世界的なインド株ブームで最初に投資したのは米国であるが、2007年以降は日本の個人投資家による

表5 インドと先進諸国の株価との相関係数*

	日本（日経225）	米国（S&P 500）	英国（FTSE-100）
1992-1997	- 0.038	- 0.023	- 0.008
1997-2003	0.168	0.167	0.184
2003-2008	0.390	0.339	0.463
全体（1992-2008）	0.149	0.150	0.192

* インドの株式指標はCMIE Cospi Indexとする。このIndexは、代表的な銘柄のみで構成されるSENSEX指標と違い、過去6ヶ月間のうち少なくとも66%の取引日に売買があった銘柄からなる指標である。

（資料）Jayaram 他（2009）

投資の伸びの方が米国より大きかった。ピーク時には海外からインド株式市場への資金流入の3分の1から半分近くが日本によるものと言われ、日本におけるインド株への投信残高も、一時は1兆円を越した。

それではなぜ、インドと他国のデカップリング論が説得力を帯びたのか。それは、特に米国の景気後退局面、あるいは先進国の株価急落の局面において、インドのそれとの間には、「タイムラグ」があるからである。2008年9月のリーマン・ショックに際し、先進国の投資家は最初に日本株を売り、その後にインド株そしてロシア・ブラジル株を売却していった。こうしたタイムラグが2008年の後半には顕著に表れたため、デカップリングという言葉が一層もっともらしく聞こえていた感もある。

Ⅲ－３．インドと他の新興国の比較

これまでではインドと先進諸国の比較を主に言い、デカップリングについて論じてきたが、ここでインドとそれ以外の新興国についての比較もしてみたい。まず、BRICS諸国の中でも2009年度マイナス成長に陥ったロシアが脱落し、ブラジルもインドや中国のような安定した

経済成長は望めない状況にある。現在の世界経済の有力な牽引車は、これまでのBRICS諸国からR（ロシア）を除いたBICS、あるいは中国とインドのみといっても良い。表6においても、2009年には大半の新興国がマイナスの経済成長を見込んでいる中で、インドと中国の数字はひとときわ輝いて見える。

しかしながらここで注意したいことは、株価の推移で見ると、少なくとも韓国、台湾、ブラジルの3ヶ国（GDP成長率がインドよりはるかに悪い）が、インドを上回る実績をあげていることである。先進諸国の株式市場よりもインドの方が最近の株価の戻りが早いことはすでに述べた通りであるが、インド以外のこれらの新興国の方は、さらに早く株価を戻している（表6）。もちろん、インドの株式市場は総選挙後に一時的に大きく上げている（その後また下げ戻している）し、これだけの限られた情報だけで全てを判断することはできないし、これらの諸国の株式市場を分析する必要がある。つまり、少なくともインドの実体経済が中国と並んで世界経済の牽引車となっても、インドの株式市場が同じように金融市場をリードしているのではない、ということがわかる。

表6 新興国のGDP成長率と株価推移の比較

	2009年のGDP成長率 (%, 予測ベース)	株価の推移（ドル換算 5/31/2008-10/24/2008）*	株価の推移（ドル換算 10/24/2008-4/2/2009）*
インド	+ 5.0	- 55	+ 18
中国	+ 6.0	- 45	+ 32
韓国	- 5.9	- 63	+ 46
台湾	- 6.5	- 49	+ 20
ブラジル	- 0.4	- 70	+ 43
メキシコ	- 2.6	- 55	+ 7
チェコ	- 2.0	- 59	- 5
ハンガリー	- 3.0	- 62	- 3
ポーランド	+ 0.7	- 60	- 5
トルコ	- 2.0	- 56	+ 17
南アフリカ	- 0.8	- 60	+ 42

* 株価指標：インド（SENSEX）、中国（上海総合）、韓国（Kospi）、台湾（TWSE）、ブラジル（Bovespa）、メキシコ（Bolsa）、チェコ（Prague S.E.）、ハンガリー（Budapest S.E.）、ポーランド（WIG20）、トルコ（ISE National 100）、南アフリカ（JSE）

（資料）Jansen（2009）及びBloomberg

Ⅳ．インド経済を支える貧困層

Ⅳ－１．インドの二重経済構造

この章では、インドの株式市場ではデカップリングがなされていないにもかかわらず、経済はある程度デカップルしている理由について考察する。数年前に中国の株式市場が大きな上昇傾向に転じる前、ダイナミックな成長を続ける中国経済の急成長と、効率の悪い国営企業が多く上場して海外からの投資も限られた中国株式市場は、別物と考えられてきた。その当時は、前者（実態経済）がグローバリゼーションに組み込まれ、株式市場は実体経済からも世界金融からも乖離したものであった。

今のインドを見ると、株式市場は（さまざまな規制をしているにもかかわらず）ほぼ完全に世界金融とカップリングされ、実体経済でも繊維や宝石加工などの輸出型産業や、海外からの資金調達を活発に行う大財閥、あるいは消費者ローンがその売上に貢献する自動車産業などが先進国経済の動向とカップリングされている。しかし一方で、こうしたこととは、なかば隔離されたという言いすぎであろうが、これまで縁が余りなかった膨大な貧困層がインドの人口の7割をかかえる農村を中心に存在していることも忘れてはならない。インド経済は典型的な「二重経済」の構造を依然として持っているのである。両者の間のヒトの移動も限られており、インドでは、国内におけるこうした異なる二つのグループ（つまり輸出型企業や大企業と貧困層）が「デカップリング」されて並存している。実体経済では前者が世界不況の影響を受けているのに対して、後者はその影響をほとんど受けていない。このため、金融と違いインドの実体経済は大きな傷を受けにくい。

国勢調査のデータによれば、インド農村部における個人消費は1999年度から2004年度の5年間で15%増加したが、2004年度から05年度

にかけてはわずか12ヶ月の間に12%も増加した。そして、この個人消費増加は、特に所得の最下層3分の1によってもたらされている（表7）。この層の個人消費は1999年から2004年の5年間で7%増加したにすぎなかったが、続くわずか1年の間に15%も成長したことになる。農村の所得増加の牽引車は、2004年以前には所得の上3分の1の層であったのが、下3分の1の層にとって代わられたということになる。

表7 農村部の個人消費増加率

	05年度(対前年度比)	04年度(対1999年度比)
所得上位33%	7%	19%
所得中位33%	15%	13%
所得下位33%	15%	7%
農村全体	12%	15%

資料：インド国勢調査（National Sample Survey）

第61回インド国勢調査報告書によると、1999年から2000年にかけての農村部世帯支出のうち、最も大きな伸び率を示したのは一人当たりの電話代であった。同時期、農村部では6倍に、都市部では3.3倍となった。次に大きな伸びを示したのは教育に対する支出である。農村部では約3倍、都市部では2.5倍となった。

農村部でのガソリンに対する支出は2倍、タクシーやオートリキシャへの支出は2倍強となった。このことを中国と比較してみると興味深い。中国では都市部と農村部の収入格差が問題となっているが、インドではその格差は縮小してきている。1990年には、農村住民一人当たり100ドルの収入があるとする、都市部では一人当たり182ドルの収入があった。しかし、現在では農村住民一人当たり100ドルの収入に対して都市住民の収入は156ドルとなり、格差が小さくなっていることがわかる。これまで行われてきた経済自由化の効果が、農村部にもようやく出始めたという見方が可能である。

さらにこれらの貧困層は、今回の世界不況の結果、インフレ率の下落によって利益を享受しているところさえある。一日1ドル以下でクラス貧困層はインドの人口の3分の1を占めており、現在のインド経済を先進国不況から「デカップル」して下支えしているのは、まさに彼らである。

こうしたインド経済の特徴を踏まえ、農村の低所得層を対象としたBOP（Bottom of the Pyramid）型のビジネスの重要性が改めて評価されつつある。例えば、FMCG（Fast Moving Consumer Goods）と呼ばれる日用品の売行きは依然として好調であり、日用品の農村市場は都市市場よりも早いスピードで成長している。携帯電話の売上も毎月1000件以上の契約増で順調に伸びているが、そのうち3分の2は農村部の市場によるものであるという。携帯電話の契約数はすでに4億件を超しているが、今後も農村を中心とした新規契約のさらなる伸びが見込まれており、世界不況や景気後退の影響はここでは見られない。自動車産業においても、より高額の前輪と比べて二輪の売上が落ちていなく、特に農村での売上が伸びている。

Ⅳ-2. インド政府の農村振興策

このような農村における低所得層の消費拡大は、1991年以来インド政府が進めてきた経済自由化の効果が、都市部から農村にも波及してきたことの表れであるが、とりわけ過去5年間のインド政府の農村・地方振興策の効果が出ているという見方も少なくない。2004年の総選挙で貧困層の支持なしには政権に就くことがありえなかったマンモハン・シン首相は、これまで景気拡大にともなう税収の急拡大をベースに、地方におけるインフラ整備、雇用の保証や教育保健部門における公共支出を拡大してきた。部門別の中央政府計画支出の内訳を見ると、地方開発への配分が2003年度の5.5%から09年度は10.3%へ増加していることが目につく。一方で中央政府の計画支出が大きく減少しているのは、民営化が進んだ通信部門である。

このような地方における農民支援を目指した政府支出がどこまで本当に貧困層に届いているかは意見の分かれるところであるが、第2次シン内閣はそうした批判に対し「ガバナンス」向上を目標の一つに掲げ、行政の透明性の徹底を図っている。最近では行政の効率化と透明性を目指したインド全市民のIDプロジェクト推進計画が進められている。

これまでインドの産業界は、シン政権の農村重視の政策に対して必ずしも満足しておらず、経済自由化をより速いペースで進め、インフラ整備においても都市部や工業地帯の基幹インフラ整備を政府が率先して行うべきだ、という要望が多かった。しかしインド政府はあくまで農村振興や社会開発を優先し、その結果、これまで製造業やサービス業の成長率加速を尻目に停滞していた農業部門の成長が加速する兆しを見せてきた。さらに昨年までの数年間、好天候に恵まれ、世界的に農作物の価格が上昇していたことも、農民にとって幸いであった。

銀行に対して農村向けの貸し出し義務を課していたことも、結果的には幸いした。インドでは銀行規制の一つとして、商業銀行はその貸し出しの4割を農業や小規模工業など優先部門への融資に充てないといけない。これが達成できない銀行はNABARD（全国農業農村開発銀行）の運営する農村開発運営基金に出資する義務を負う。

インド特有の農地買収の難しさによるもろもろの大型案件の遅れも、結果的にはマクロ経済のバブル現象を防ぐ幸いなる結果となった。こうしたことから、これまで農村重視のために効率性を犠牲にしているとされてきたインドの銀行は、その不良債権比率が2%を下回っており、健全な財務状態にある。

Ⅳ-3. 総選挙を乗り切った国民会議派政権

こうした国民会議派政権の農村重視の姿勢は、今年4月から5月にかけて行われた総選挙での与党の勝利につながった。今回の選挙で、国民会議派率いる統一進歩同盟（UPA）はこれ

までの9%台の経済成長の実績だけではなく、農村におけるインフラ開発と雇用保証、零細農民の債務免除などの貧困対策を進めてきた実績を訴えたが、一方最大野党のインド人民党（BJP）主導のNDAは、与党連合と異なる貧困対策を打ち出すことができず、BJPがヒンズー至上主義を強調したことも裏目に出た。共産党を中心とした「第三勢力」も、頼みとする貧困層の票が予想以上に国民会議派に流れ、敗北に終わった。今回の選挙の争点は、まさに農村部の貧困対策であったのである。

これまでの5年間のUPA政権がもし経済自由化一本槍の政策を採ってきたら、安定政権樹立はおろか、左翼政権が成立した可能性もあっただけに、シン首相のこれまでの政策は一層評価に値する。また、ビハール州やオリッサ州では、州の所得水準を上げるのに貢献した政党が評価される結果となり、インドの民主主義の成熟をうかがわせた。一方、西ベンガル州で起きたタタ自動車の工場誘致のため強引に土地買収を進めた共産党が敗北したことは、東南アジア

や中国のような開発独裁がインドでは機能しないことの証となった。

インドの経済界は、今回の選挙結果をきわめて好意的に受け止め、選挙直後の5月18日には、ムンバイ証券取引所では株価がSENSEX指標で12.7%も急騰した。産業団体もUPAの勝利をいち早く祝福し、今後5年間の政局の安定と経済自由化加速、とりわけファースト・トラックによる経済改革推進とインフラの整備への期待感を表明した。

海外諸国の反応も軒並み良好であった。米国のオバマ大統領は早々に祝意を伝え、世界最大の民主主義国インドで整然と行われた選挙を賛辞するとともに「印米両国の友好関係・パートナーシップの一層の強化」をアピールしている。英国もいち早く祝意を表しているし、インドと原子力合意を締結しているフランスやロシアは、左翼政権が誕生しなかったことに安堵した。ヒンドゥー至上主義の性格の強いBJP主導の政権とならなかったことは、パキスタンとの外交関係上プラス要因である。

V. 日印経済関係の強化へ向けて

V-1. 日印経済関係強化

親日派のマンモハン・シン首相の再任とともに、日印経済関係の拡大も期待されている。永らく停滞してきた日本企業の対印投資は、2005年の255億ドル、06年の516億ドルから07年には1505億ドルへと近年急増している。さらには2007年から10年にかけて、スズキ（5000億円）、ホンダ（580億円）、日産（570億円）、トヨタ（680億円）、三菱化学（425億円）、第一三共（3700億円）、NTTドコモ（2640億円）などの大型投資も発表されている。この中で特にトヨタは、インド以外の全ての国における新規投資を凍結したにもかかわらず、対印投資だけは行方決定を下している。

日印経済連携協定（EPA）も来年には合意されることが期待されている。この日印EPAは医薬品の日本における輸入規制や原産地基準の算定方法に関する問題から、予定よりかなり遅れこんでいるが、これが締結されれば日系企業にとっては部品輸入コストが下がるため、効果は大きい。さらに、新政権の発足と共に、懸案のASEANとインドの自由貿易協定（FTA）合意に至っている。ASEAN諸国からインドの製造拠点に機械部品を輸出している日本のメーカーは少なくないだけに、その効果が期待される。

環境分野における協力も期待される。今年2月の第18回インド国際産業技術フェア（IETF）

では、省エネ・環境分野の20社・4団体の出展をとりまとめた日本パビリオンが注目を集めた。脱硫・脱硝・二酸化炭素回収・廃水処理における技術供与、太陽光や風力発電などの再生可能エネルギーの技術協力、廃熱利用・省エネ機器・新素材・燃焼効率改善などの省エネ技術移転など、考えられる分野は多岐に渡る。

V-2. 政府間レベルの経済協力

政府間レベルの協力では、日印経済協力の最大の柱である貨物専用鉄道（DFC）とデリー・ムンバイ産業大動脈（DMIC）の二大案件と遅れている日印経済連携協定（EPA）の締結も、新しい内閣のもとで進展を期待したい。

まずDFCであるが、今回の選挙で「第三勢力」が政権に就いていれば、日本へのSTEP案件として決まっていることを覆し、左派共産党が近い中国企業への受注を検討する、といった最悪の事態もありえたが、国民会議派の勝利によりそうした心配は無用のものとなった。ただ、ここで少し注意したいのは、新しい鉄道相バナージーは、西ベンガル州で州政府のタタ自動車誘致のための土地買収に抗議し、結果として選挙で大勝した政治家であるということである。「農民の土地を守る」ことを錦の御旗にしてここまで登りつめたバナージーであるだけに、土地買収のスピードがさらに遅れることはあっても、早まることはありえない。もう一つ重要なことは、バナージー鉄道相は2年後の西ベンガル州の州議会選挙で、長年の左派共産党政権打倒を目指していることである。そのためには、DFCの西側路線だけを自らの地元を通る東側路線に優先して進めることはできない。しかし一方で、州議会選挙に当たって草の根会議派は、国民会議派の協力を得る必要があるだけに、日本との間ですでに進んでいるDFCの西側を必要以上に遅らせることは得策でないことも、彼女はわかっているであろう。

一方のDMICも同様に重要である。今年5月には現地のメディアは「DMICプロジェクトは資金調達の障害に直面」と題し、日本側の融資

条件がインド政府の保証を前提としており厳しすぎることから、同プロジェクトが停滞していることを報じている。このJBIC保証の問題を別にしても、日本企業の投資はグルガオンやニムラナを別にするとDMIC関連では大きく望めない。そのニムラナ工業団地においても、日系企業を対象とした小規模な発電所の建設にさえ、日本企業は慎重な態度を崩していない状況である。今後のブレークスルーに向けた動きに期待したい。

最後に、トヨタなど南インドに進出する日本企業が要請しているチェンナイとムンバイ、あるいはチェンナイとバンガロールを結ぶ大動脈の建設計画との関連についても考えておく必要がある。インド国鉄は、デリー・ムンバイ、デリー・コルカタだけでなく、デリー・チェンナイとチェンナイ・ムンバイを結ぶ貨物専用鉄道建設計画（自己資金）も進めている。したがって日本政府はDFCを一日も早く進める一方、南の大動脈もDMICと同じようなインフラ整備計画として、両国首脳間で持ち上げることも検討課題となろう。

V-3. インド企業のガバナンス・リスク

先進国経済の長引く不況とともに、インド向けのビジネスの重要性はますます高まるばかりであるが、そのリスクについてもその性格の変化を考えてみる必要がある。これまでインドにおけるビジネスのリスクというと、インフラの未整備、政府の認可の遅延、労働争議などが主に取り上げられることが多かった。しかし、最近のインドを取り巻く環境の変化と共に、リスクの性格も変わりつつある。

第一の新たなリスクは、株価の下落とそれに関連する企業統治のリスクである。昨年来のインド株式市場の大幅な下げは、新興国であるインドへの証券投資リスクを浮き彫りにすることとなったが、それは日本企業の対印M&A戦略にも影響を及ぼしている。日本企業の間には、第一三共やNTTドコモ、パナソニック電工などのように、大手企業への資本参加という形で

投資を行い、「経営はインド側に任せ、インド市場での利益を享受する」という経営戦略が浸透しつつあった。いち早くこれを実行したのは、インドのインフラ建設ブームが本格化する以前にインフラ開発投資会社（IL&FS）に出資して大きな成功を収めたオリックスであるが、ようやくこういった動きが日本企業の間でも広がってきたのであった。

しかし、最近の対印投資として最大規模の投資を昨秋行った第一三共は、直後に問題に遭遇することとなった。子会社化したインド最大の製薬会社であるランバクシーが、わずか数ヶ月後の9月に米食品医薬品局（FDA）から、品質管理体制が十分でないという理由で対米輸出に関する差し止め処置を受けた。売上高の3割を占める対米市場を失ったランバクシーは2008年度第3四半期は赤字に転落し、株価も買収時の3分の1となり、第一三共は2009年3月期決算でその評価損3595億円を計上することを余儀なくされた。第一三共に株式を売却することが発表された6月の時点で、創業一族がこの事態をどこまで予測していたかは不明であるが、一般にインドの大手企業は創業者一族がかなりの株式を保有していることが多く、企業統治の面で欧米のスタンダードは適用しにくい面がある。現在の株価では創業家が株を手放さなかったかもしれないし、今後とも成長が見込まれるランバクシーへの出資自体は正しい戦略である。しかしながら今回の件は、日本企業が今後インドの企業を買収する際、これまで以上に慎重な検討が必要であることを再認識させた。

もう一つの大きな事件は、IT業界第4位サティヤムの粉飾決算事件である。同社の創業者のラマリング・ラジュは、今年に入って同社の過去数年に渡る800億ルピーの粉飾決算を明らかにするとともに会長職を辞任した。幸いにも市場の反応は、これはサティヤム固有の問題で他のIT企業には関係ないというものであった。しかし、この事件がインド企業のガバナンス・リスクを表面化させたことは間違いない。

V-4. その他の新たなインド・リスク

もう一つのリスクは、取引先企業の流動性と代金の回収問題である。今年に入ってタタ自動車の支払能力不足の噂が流れ、同社社長がそれを否定する記者会見を行うに至った。幸いタタ自動車の支払能力には問題がなかったが、インドを代表する財閥の中核企業にこのような噂が生じるとは、誰が予想したであろうか。インドに進出している日系企業は、取引先の財務状況に十分注意を払い、代金回収を迅速確実なものとするのが、これまで以上に重要となる。

インド経済の減速にともない、保護主義化の恐れも出てきている。今年1月にインド政府は、自国の鉄鋼業界を保護するため、インド独自のBIS規格を満たさない鉄鋼製品の輸入を認めない措置を打ち出した。おもに中国からの安価な鉄鋼製品の輸入急増に対する処置であったが、これにより、日本のインド向け輸出が中止になる恐れも出てきた。インドにおける日系自動車メーカーはインド製の鉄鋼の品質面での問題から使用する鋼材を輸入に頼っており、最悪の場合はインドにおける日系自動車メーカーの生産にも大きな影響が出かねないとい時考えられたほどである。こうしたことも背景にあって、住友金属の最近西ベンガル州に自動車鋼材の生産拠点を設立するための大型投資計画に関する報道も出てきている。

インドの保護主義化だけでなく、欧米諸国の保護主義的な動きがインド経済に影響を及ぼす恐れも出てきている。米国オバマ政権はすでにH-1Bビザ（特殊技能を要する自就労査証。当該分野での学士以上の学位が要件）発給数の削減を発表しており、インドIT業界にとって一大問題となっている。こうしたことから、4月にロンドンで行われたG20会合でも、インドは先進国の保護主義的な動きに警笛を鳴らした。

V-5. 巻き返しのチャンス

一概に日本企業は、インドへの投資について他国に対する以上にリスクに関心を払いがちである。しかし現在のような世界経済不況になっ

て明らかになったことは、こうした不確実性の時代におけるインド経済のマクロ・リスクは、他の諸国よりも遥かに小さいということである。インド・ビジネスのリスクについてはいつまでも議論を続け、中国一辺倒によるリスクについても恐れている間に、日本企業は米国のリスクを見落としてしまった感がある。こうした中で、例えばスズキのように、インドに置けるウエイトが相対的に大きい企業は、グローバルに見た場合、問題が比較的少ない。中国とインドを比較した場合、長期的な安定という点で見るとインドが上回る。それは政治体制が民主主義であるため、大きな変化が起こりにくいということと、対外依存度が中国と比べてインドの方が低いことである。GDPの輸出依存度においても、インドは中国より低いため、世界経済不況の影響を受けにくい。

これまでに述べてきたように、インド経済は世界経済不況の影響を少なからず受けたもの

の、その影響は他国に比べて小さい。そのため、すでに述べたように、最近の世界不況の結果として中長期に見たインドの重要性がより評価されてきたことは、間違いない。自動車産業を例にとっても、他の諸国よりはるかに早くインド市場は回復している。インド経済の本格的な回復が見込まれる中で、株価やルピーは以前からすると考えられないほど安い水準である。インド人スタッフの採用も、これまでほどは難しくなっている。考えようによって、現在は日本企業にとって出遅れたインドで巻き返すチャンスの時である。

本論文で強調してきたように、最近のインド経済を支えているのは農村を中心とした低所得層である。インドに進出している日系企業も、低所得層を対象としたBOP型とまではいかないまでも、これまでよりも低価格帯のビジネスへシフトすることを模索中である。今後の巻き返しに期待したい。

参 考 文 献

Government of India (2009) Economic Survey 2008-09, New Delhi: Oxford University Press

International Monetary Fund (2009) World Economic Outlook: Crisis and Recovery, Washington DC: International Monetary Fund

Jayaram, S., Patnaik, I., Shah, A. (2009) Examining the Decoupling Hypothesis for India (National Institute of Public Finance and Policy, New Delhi)

Kumar, R. et al. (2009) Indian Economic Outlook 2008-09 and 2009-10 (ICRIER Working Paper No.234) , New Delhi: Indian Council

for Research on International Economic Relations (ICRIER)

Mohan, R. (2008) Global Financial Crisis and Key Risks - Impact on India and Asia (Speech at the IMF-FSF High-Level Meeting on the Recent Financial Turmoil and Policy Responses in Washington DC on October 9 , 2008)

Subbarao, D. (2009) India - Managing the Impact of the Global Financial Crisis, (Speech Delivered at the CII's National Conference and Annual Session 2009 in New Delhi on March 26, 2009)