

# 新興国レポート モディノミクスの進展状況

## I：モディ首相（2014年5月就任）が掲げた公約（モディノミクス）

### メーク・イン・インド

- インドを製造業の生産拠点に
  - ・ 2025年までにGDPに占める製造業の割合を16%から25%に
  - ・ 2022年までに製造業の雇用を1億人増加させる

### デジタル・インド

- デジタル化によりインドをより強化された知識経済社会に
  - ・ デジタル化された公共サービスの提供（身分証明、銀行口座等）
  - ・ 行政サービスのオンデマンド化（電子金融サービスとキャッシュレス化等）

### クリーン・インド（スワッチ・バート）

- インドをきれいに
  - ・ 賄賂や汚職の撲滅、環境美化（トイレ整備、交通渋滞の緩和等）

## II：モディ首相のインドの課題への対応

就任前	対応	現状
<b>(1) 高いインフレ率</b>		
就任前の消費者物価（CPI）（前年同月比）は10%超	ラジャン前RBI（インド準備銀行）総裁インフレ目標導入等	CPIはインフレ目標（2～6%）の範囲内に収束
<b>(2) 拡大する財政赤字（対GDP（国内総生産）比）</b>		
支持層繋ぎ止めのための前政権による補助金乱発で財政悪化	補助金（燃料・食料費）廃止、規律ある財政運営	2018年度は3.0%に低下する見通し（予算案ベース）
<b>(3) 複雑かつ州毎に異なる間接税</b>		
州毎に異なり、手続きが煩雑な間接税が物流や海外企業の進出を阻害	統一的なGST（財・サービス税）を2017年7月1日に導入	在庫調整等により一時的に経済の下押し要因となったが、足元のGDPは回復傾向
<b>(4) 脆弱なインフラ（電力不足・中心部の慢性的な交通渋滞）</b>		
電力不足等、インフラの脆弱性が経済活動を阻害	3500kmの鉄道敷設や電力供給体制整備等を推進	世界銀行のビジネス環境ランキングが上昇（2013年：132→2018年：100位）
<b>(5) 銀行口座の未普及・現金決済（取引の95%が現金決済）主流</b>		
汚職・給与未払い・資金洗浄・銀行の資金不足等	高額紙幣の廃止（2016年11月）・銀行口座開設を後押し	タンス預金から銀行預金へ、クレジット決済増加
<b>(6) 不良債権処理</b>		
破たん処理法制未整備、安易な融資による不良債権予備軍増加	破産法制定（2016年5月）・公的資金投入（2年間で約3.7兆円）策発表（10月）	定義の厳格化で不良債権比率増加、主要国営企業の不良債権処理を推進

### Ⅲ：モディ首相率いるインド人民党（BJP）の躍進

➤ 2017年2～3月に実施された5州の州議会議員選挙において、最大州のウッタルプラデシュ（UP）州でモディ首相率いる与党インド人民党（BJP）が躍進。BJPが単独で過半数を握る下院に加え、地方選の結果に議席数が連動する上院でも勢力を拡大中（上院・下院の議席数等は<注>を参照）

図表1：インド5州の議会議員選挙結果等

州名	2017年3月11日時点			2016年10月21日時点	
	州議会 議席数 (議席)	BJP 獲得議席数 (議席)	前回との 差(※) (議席)	上院定数 議席数 (議席)	BJP 議席数 (議席)
ウッタル・ プラデシュ	403	325	277	31	3
パンジャブ	117	3	-9	7	1
ウットラカンド	70	57	26	3	0
マニプール	60	21	21	1	0
ゴア	40	13	-8	1	0

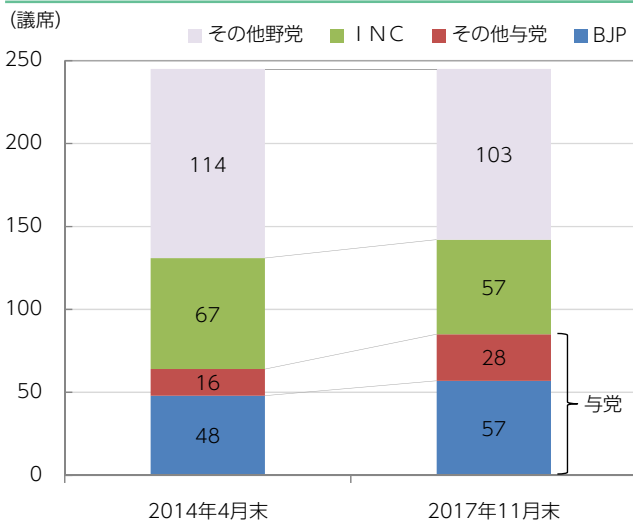
(※) 2012年選挙での獲得議席数との差

<注> 上院・下院の議席等について

上院：定数245名。各州議会議員による指名選挙（間接選挙）で選ばれる233名と大統領指名による12名で構成される。州毎に議席数が割当てられている。任期は6年で解散は無く、2年毎に議員の3分の1が改選される。

下院：定数545名で、543名が国民による直接選挙、2名が大統領指名で選ばれる。任期は5年で解散がある。

図表2：BJP等与党の上院議席数



図表3：当面の州議会選挙予定

州名	州議会 議席数 (議席)	下院 議席数 (議席)	上院 議席数 (議席)	選挙予定月
Gujarat	182	26	11	2017年12月
Himachal Pradesh	68	4	3	2017年12月
Meghalaya	60	2	1	2018年2月
Nagaland	60	1	1	2018年2月
Karnataka	224	28	12	2018年4月
Tripura	60	2	1	2018年2月
Mizoram	40	1	1	2018年11月

与党：BJPを中心とする国民民主同盟（NDA）  
野党：INC（国民会議派）を中心とする統一進歩同盟（UPA）や地域政党

出所）図表1、3はインド選挙管理委員会、図表2はインド上院データをもとにニッセイアセットマネジメント作成

### Ⅳ：モディ政権の今後の主な政策課題

#### (1) 土地収用法の見直し

- 工場用地や道路用地確保等のための土地収用の迅速化
  - ・ 現行法は地権者の7～8割の同意、社会環境への影響調査義務等を課し、取得側の負担重い
  - ・ モディ首相が就任当初に取り組んだ課題であるが、野党の反対等で見送り

#### (2) 労働関連法の改正

- 柔軟な労使関係法制の構築
  - ・ 現在の労働関係法は雇用主に解雇の制限等厳しい規制を課している
  - ・ 土地収用法と同じく就任当初に取り組んだが、野党の反対等で見送り

#### (3) インド不良債権処理の更なる推進

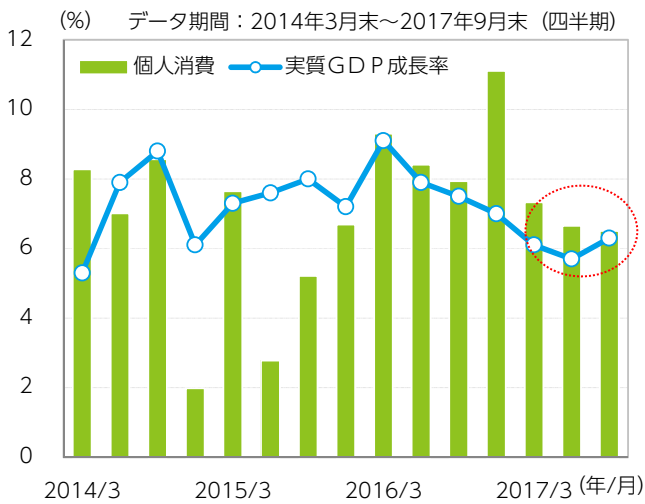
- 銀行の不良債権処理を後押しし、銀行を経由する資金の流れを活発化させる
  - ・ 企業の設備投資額（対GDP）は2010年当時の40%台から足元は30%台に低下
  - ・ 不良債権を抱えた銀行の貸し渋りが大きく影響しているとの見方

## V：モディ政権の取り組み内容（時系列）

実施（予定）時期	項目	想定される効果等	進捗状況等
2015年 2月	インフレ目標を導入（インド準備銀行）	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融政策の透明性や信頼向上</li> <li>物価の安定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2017年10月のCPIは前年同月比3%台。インフレ目標の中央値4%を下回る</li> </ul>
2015年 11月	海外からインドへの直接投資規制の緩和（第1弾）	<ul style="list-style-type: none"> <li>防衛、鉄道インフラ、保険等が対象</li> <li>海外資本の投資拡大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>海外からの直接投資の増加続く</li> <li>モディ首相就任の2014年5月からのネット増加額は約1200億ドル</li> </ul>
2016年 5月	破産法の制定	<ul style="list-style-type: none"> <li>銀行の不良債権処理加速</li> <li>企業の新陳代謝促進</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>不良債権の定義の厳格化や不良債権の洗い出し進む</li> </ul>
2016年 6月	海外からインドへの直接投資規制の緩和（第2弾）	<ul style="list-style-type: none"> <li>単一ブランド小売り、航空、食品等が対象</li> <li>海外資本の投資拡大</li> </ul>	（第1弾の規制緩和と同じ）
2016年 11月	高額2紙幣（500ルピーと1,000ルピー）廃止	<ul style="list-style-type: none"> <li>タンス預金の銀行預入</li> <li>地下経済対策</li> <li>デジタル経済への移行</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>流通量の86%を占める2紙幣の廃止による紙幣不足は2017年3月にほぼ収束</li> <li>タンス預金の銀行預金シフトが進む</li> <li>現金決済低下、クレジット決済増加</li> </ul>
2017年 2～3月	5州の州議会選挙で与党BJP（インド人民党）躍進	<ul style="list-style-type: none"> <li>モディ政権の信任向上</li> <li>上院でのBJP議席数増加、議会運営の円滑化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>与党BJPは下院では議席定数の約52%（単独過半数）を占めるが、上院では約23%（連立与党の国民民主同盟（NDA）を合わせても約35%）に過ぎない（2017年11月時点）</li> <li>上院議員は国民から選ばれた州議会議員による間接選挙で選出され、任期は6年（3分の1が2年毎に改選）。上院で過半数を取るには州議会選挙で勝利を重ねることが必要</li> </ul>
2017年 5月～6月	<ul style="list-style-type: none"> <li>銀行規制法を改正しRBIの権限強化</li> <li>優先処理の債務者12社を指定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>銀行の不良債権処理加速</li> <li>企業の新陳代謝促進</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>不良債権比率の高い国営銀行2行の経営陣を刷新</li> <li>12社の不良債権はインド銀行業界の不良債権全体の約25%</li> </ul>
2017年 7月1日	GST（財・サービス税）導入（各種間接税の一元化）	<ul style="list-style-type: none"> <li>税務の簡素化や徴税コストの低下</li> <li>海外企業の進出加速</li> <li>徴税率の向上による政府歳入の増加</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2016年8月にGST導入のための憲法改正案が上下院通過</li> <li>GST法が2017年3～4月に上下院通過、その後各州議会承認進む</li> <li>2017年5月に約1,200品目に対する適用税率（0、5、12、18、28%）が決定し、7月1日に導入</li> </ul>
10月	<ul style="list-style-type: none"> <li>不良債権処理加速のための公的資金投入計画発表</li> <li>高速道路建設計画発表</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>不良債権処理加速</li> <li>インフラ整備</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経済成長を促すために今後2年間で2.11兆インドルピー（約3.7兆円）を国営銀行に資本注入すること</li> <li>今後5年間で6.92兆インドルピー（約12兆円）をかけて総距離83,677kmの高速道路建設を行う計画を発表</li> </ul>

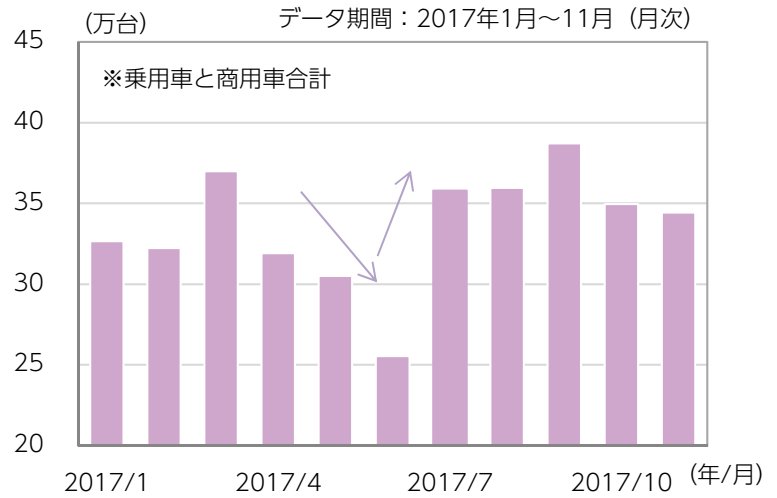
## Ⅵ：インド経済・企業業績等の推移

図表4：インド実質GDP及び個人消費動向



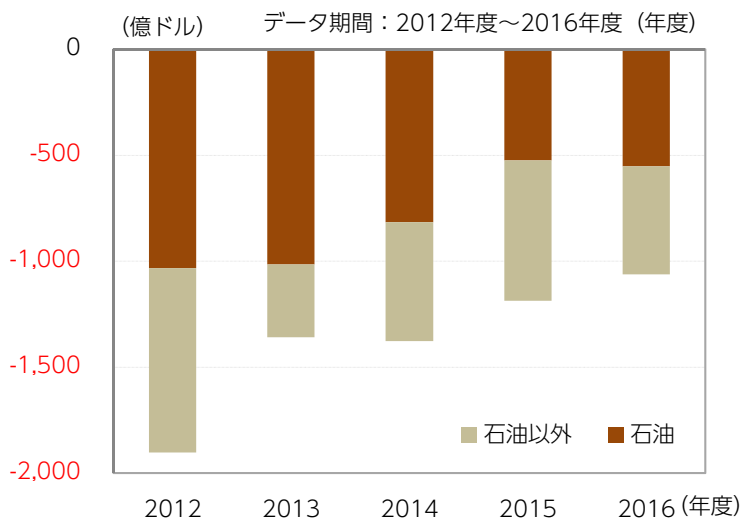
- 2017年4～6月期の実質GDP成長率(前年同期比)はGST導入の影響等でモディ政権誕生後初めて6%を下回った
- その影響等が薄れ、7～9月期は6%台を回復

図表5：国内新車販売台数



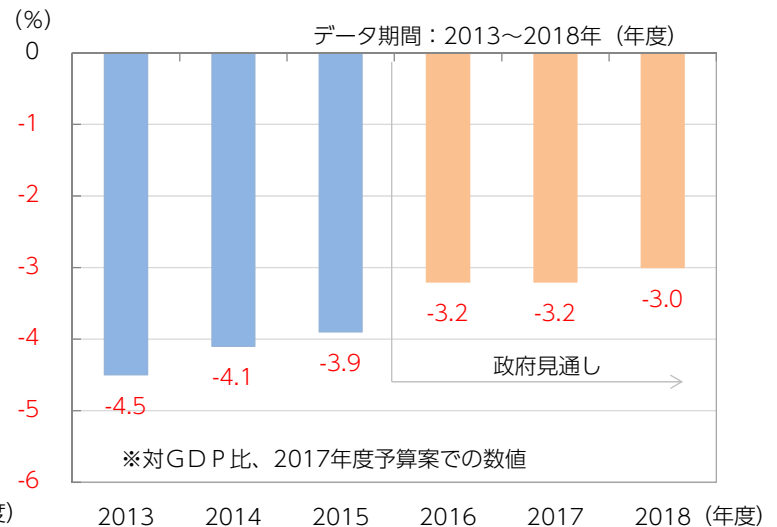
- GST導入を前に買い控えが発生し、国内新車販売台数は急減速
- GST導入後は買い控えの反動もあり、大きく増加
- 足元の販売も好調

図表6：インド貿易収支 (マイナスは赤字)



- 主要輸入品である石油価格下落、製造品の輸出増加等で貿易赤字は縮小傾向
- 海外企業のインド進出が増加すれば、貿易赤字が更に減少する可能性も

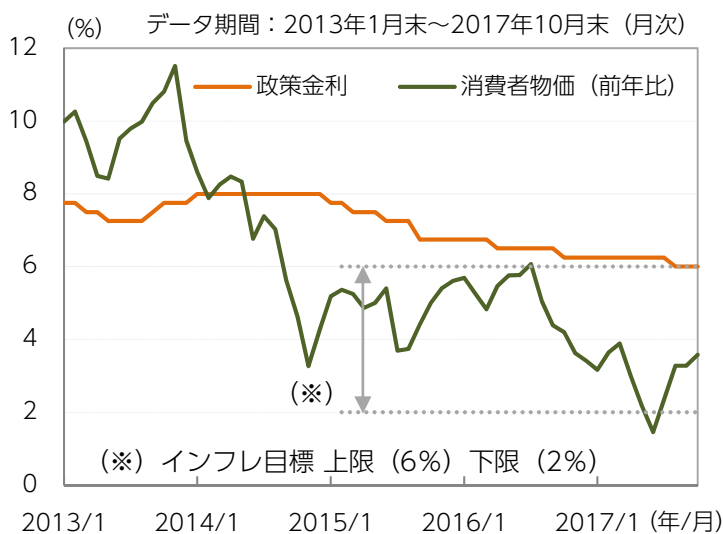
図表7：インド政府財政赤字見通し (※)



- 前政権の支持層確保のための補助金のばらまき政策等で、インドの財政収支は悪化
- モディ首相は補助金廃止や規律ある財政運営に取り組む
- 2018年度は3.0%に改善する見込み

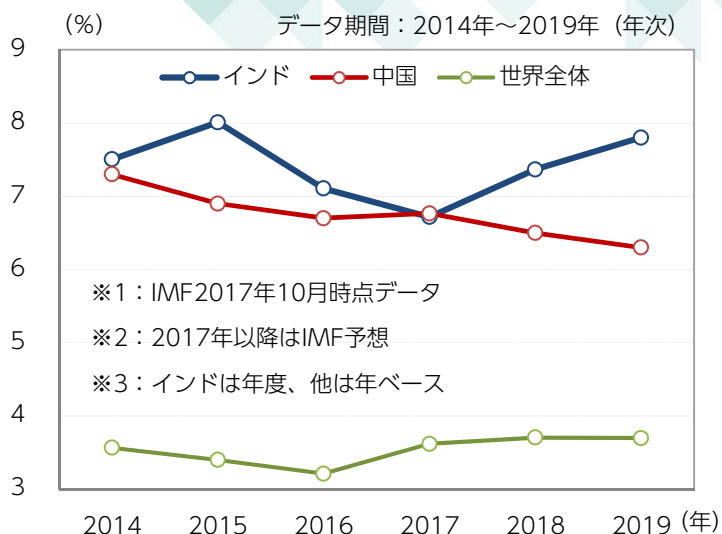
出所) 図表4～6はブルームバーグ、図表7はインド政府データをもとにニッセイアセットマネジメント作成

図表8：インドの消費者物価等の動向



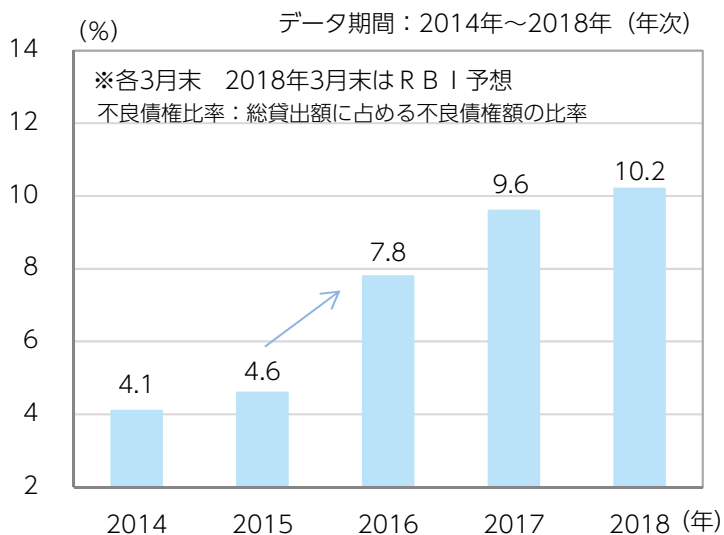
- モディ首相就任前10%を超えていたCPIは、インフレファイターと言われるラジャン前RBI総裁の金融引き締め政策等により低下に向かう
- 足元のCPIはインフレ目標（2～6%）内に収束

図表9：実質GDP（国内総生産）成長率



- IMF（国際通貨基金）は、インドの経済成長率は2017年に中国を抜いた後、その差を拡大させながら上昇すると予想
- 先進国、主要新興国の中で最も高い成長を続ける可能性も

図表10：インドの銀行の不良債権比率の推移



- 破たん処理法制の未整備等によりインドの銀行は公表数値以上の不良債権を抱えていると見られていた
- RBIは不良債権の定義を厳格化し、洗い出しを図る。貸出残高に占める同比率は2016年に急上昇

図表11：インドのビジネス環境ランキング

※1：2017年、※2：2018年ランキング（世界銀行作成）

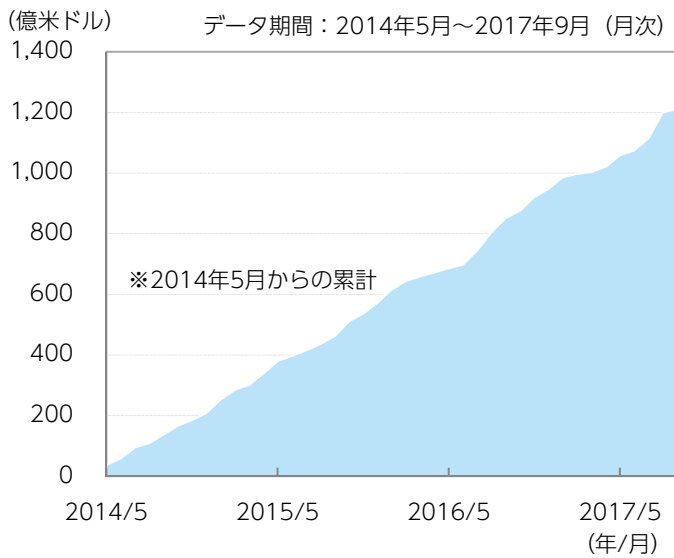
	前回 (※1)	今回 (※2)	順位変動 (前回⇒今回)
総合順位	130	100	30 ↑ (上昇)
事業設立	155	156	1 ↓ (下落)
建設許可取得	185	181	4 ↑
電力調達	26	29	3 ↓
不動産登記	138	154	16 ↓
資金調達	44	29	15 ↑
投資家保護	13	4	11 ↑
納税	172	119	53 ↑
貿易	143	146	3 ↓
契約執行	172	164	8 ↑
破たん処理	136	103	33 ↑

- 世界銀行によるビジネス環境ランキング（2018年版）で、インドの総合順位が前年の130位から100位に上昇（2013年は132位）
- GSTや破産法制定で関連項目の順位が上昇

出所）図表8はブルームバーグ、図表9はIMF、図表10はRBI、図表11は世界銀行データをもとにニッセイアセットマネジメント作成

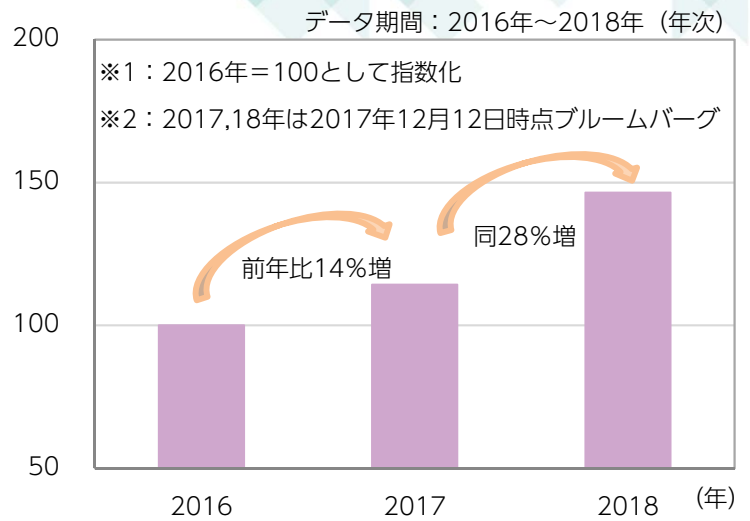
●当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。●当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮していませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。●当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。●当資料のいかなる内容も将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

図表12：海外からインドへの直接投資額（ネット）



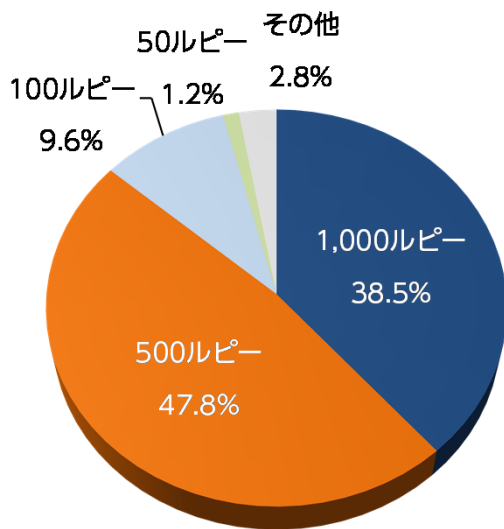
- インフラ整備や破産法制定等を背景に、海外からインドへの直接投資額（ネット）の増加が続く
- 交通網の整備等が更に進めば、直接投資の増加スピードが速まり、経済成長率を押し上げる可能性も

図表13：予想1株当たり利益（SENSEX指数ベース）



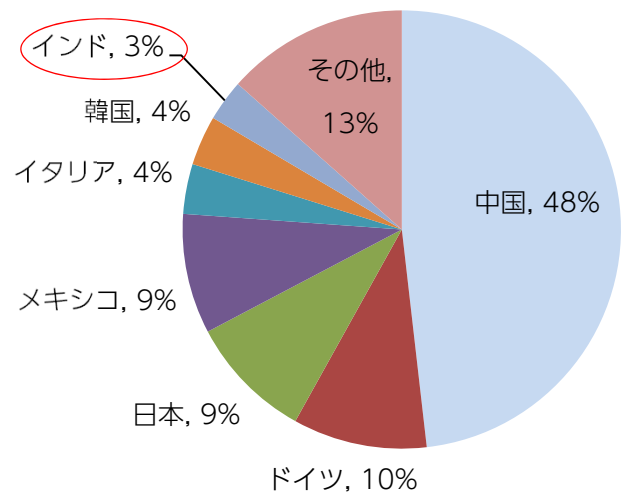
- 前政権の政策運営の停滞等により鈍化傾向となっていた企業の利益成長に勢いがつき始めた可能性がある
- ブルームバークによると、2018年の予想1株当たり利益の伸び率（前年比）は3割近くに達すると予想されている

図表14：インド紙幣の流通割合（2015年）



- インド政府は取引量の86%を占める高額紙幣（500、1000ルピー札）の流通差止めを突如発表。猶予期間内に銀行預金に移し替えるか新札に交換しなければ効力を失うとした
- 同対応で銀行口座保有者が増加

図表15：米貿易赤字（2015年年間）相手国



- トランプ大統領は米国第一主義を掲げ、中国等主要な相手国に貿易赤字の縮小を迫る
- インドの対米黒字額は全体の約3%であり、貿易を巡る紛争に発展する可能性は低いものと思われる

出所）図表12～13はブルームバーク、図表14はRBI、図表15は米国商務省データをもとにニッセイアセットマネジメント作成

●当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。●当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮していませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。●当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。●当資料のいかなる内容も将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

【ご投資にあたっての留意点】

- 当資料は、ファンドに関連する情報および運用状況等についてお伝えすることを目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものです。金融商品取引法等に基づく開示資料ではありません。

【投資信託に関する留意点】

- 投資信託はリスクを含む商品です。運用実績は市場環境等により変動し、運用成果（損益）はすべて投資家の皆様のものとなります。元本および利回りが保証された商品ではありません。
- ファンドは値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替変動リスクもあります）に投資しますので基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。ファンドは投資元本の保証や一定の成果は約束されておりません。ファンドの基準価額に影響を与える主なリスクは投資信託説明書（交付目論見書）の「投資リスク」をご覧ください。
- 分配金額は、収益分配方針に基づいて委託会社が決定しますので、あらかじめ一定の額の分配をお約束するものではありません。運用状況によっては、分配金をお支払いできない場合もあります。また、分配金は投資信託財産からお支払いしますので、基準価額が下がる要因となります。
- 投資信託は保険契約や金融機関の預金と異なり、保険契約者保護機構、預金保険の対象となりません。証券会社以外の金融機関で購入された投資信託は、投資者保護基金の支払い対象にはなりません。
- ご購入の際には必ず取扱販売会社より投資信託説明書（交付目論見書）をお受け取りになり、内容をご確認の上ご自身でご判断ください。

【手数料等】

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

■申込手数料

お申込み日またはお申込み日の翌営業日の基準価額に3.78%（税込）を上限として、取扱販売会社が独自に定める率をかけて得た額とします。

■信託報酬

各投資信託の純資産総額に年2.916%（税込）の率をかけて得た額を上限とします。

■信託財産留保額

1万口につき購入申込受付日の基準価額に0.04%の率、換金申込受付日または翌営業日の基準価額に0.5%の率をかけて得た額を上限とします。

■その他費用

上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。目論見書等でご確認下さい。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ニッセイアセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく目論見書をご覧ください。

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 当資料のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

ニッセイアセットマネジメント株式会社  
 コールセンター 0120-762-506  
 （受付時間：営業日の午前9時～午後5時）  
 ホームページ <https://www.nam.co.jp/>

<設定・運用>



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等：ニッセイアセットマネジメント株式会社  
 金融商品取引業者  
 関東財務局長（金商）第369号  
 加入協会：一般社団法人投資信託協会  
 一般社団法人日本投資顧問業協会