

～背景にある政策不信はようやく緩和の動き～

小林 公司（みずほ総合研究所 アジア調査部 シンガポール駐在）

昨秋以降、経常赤字を抱えるインドへの資本流入が停滞し、ルピーが急落。世界的なリスク回避や国内経済の悪化に加え、外資規制改革の取り消しや突然の税制変更等で、投資家の政策不信が強まったことが大きな要因だった。その後、今年6月末、投資家から批判を受けた税制変更につき、政府はようやく見直しの方針を示した。これを受けて、政策不信からインドを離れた投資家は戻っているようであり、証券投資を中心に資本流入は底入れの動きをみせている。今後、資本流入を持続させるには、政策への不信を信頼に転じる必要がある。2014年に見込まれる次回総選挙が近づくとつれ、既得権益層が反対する外資規制等の大型改革は難しくなるとみられる。残された時間の中で、シン政権は部分的な改革でもいいから政策実行力を示し、投資家の信頼を一步ずつ回復すべきだろう。

1. 資本流入の停滞とルピーの急落

2011年秋以降、インドへの資本流入の停滞を反映し、ルピーが急落した。ルピーの対ドル為替相場は、11月22日に1ドル=52.70ルピーとなり、リーマンショック後の09年3月5日に記録した史上最安値（52.06ルピー）を更新、12月15日には54.24ルピーまで下落した。

2012年1～2月の一時的なリバウンドを経て、ルピー相場は3月以降に再び急落を始めた。5月16日に54.29ルピーと最安値を再更新し、6月27日には57.22ルピーをつけた。本稿執筆時点でも、55ルピー

一台と安値圏で推移している（図表1）。

大幅な経常赤字を抱えるインドでは、そのファイナンスに十分な資本流入を取り込めないと、ルピー安が進行してインフレ圧力は強まるなど、マクロ経済不安定化のおそれがある。また、電力を筆頭にインフラが不足しており、インフラ投資に必要な資金を確保する観点からも、国外資本の流入は重要だ。

本稿では、このような状況を踏まえ、インドへの資本流入の動向を分析する。分析に際しては、インド経済に関する統計の整備が不十分なことから、筆者はインド国内の識者（中央銀行、金融機関、国際機関、企業、大学のエコノミスト等）との議論や、国外からインド投資を行っているヘッジファンドへのヒアリングを実施した。以下では、これらの結果を織り交ぜながら、資本流入が停滞している現状と要因、実体経済への影響、今後の展望を論じる。

2. 資本流入停滞の現状

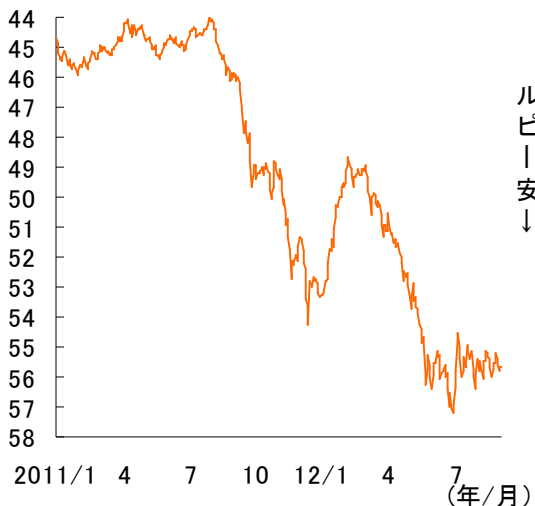
（1）2011年末にかけて先細り

まず、国際収支統計により、財サービス、資本の対外取引について全体像を整理する。同統計は、2012年1～3月期まで公表されている。

財サービス等の取引を示す経常収支は、2011年初から赤字の拡大が続く。経常赤字の名目GDP比は、11年1～3月期の1.3%から、1年後の12年1～3月期は4.5%へ拡大した。その規模は、中央銀行のイ

図表1 ルピーの対ドル相場（日次）

（ルピー/ドル、逆目盛）

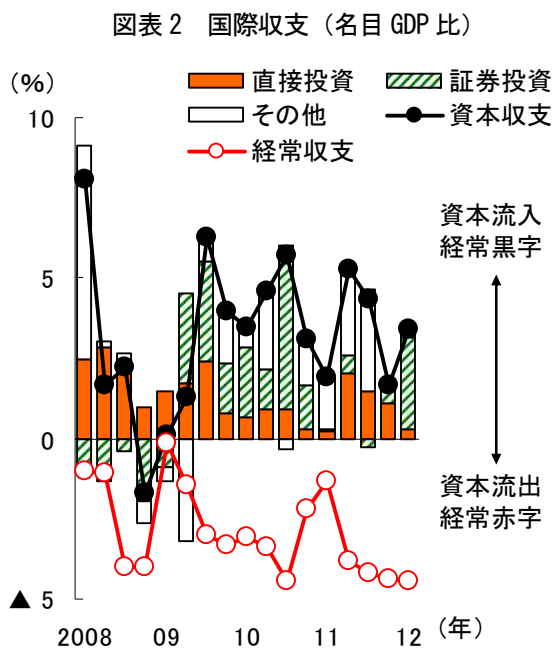


注：8月30日までのデータをプロット。

資料：インド準備銀行

ンド準備銀行 (RBI) が持続可能とする「3.0%」を4期連続で上回る。12年1~3月期の内訳は、財貿易収支が10.6%と大幅な赤字で、高水準の経常赤字につながった。さらに通関統計で財貿易の詳細をみると、財輸出は世界経済の不振を反映して停滞したのに対し、財輸入は原油を中心に堅調に推移した。インド国内では燃料の公道管理価格が国際市況より低く維持されるため、国際市況は今春まで高水準だったにもかかわらず、燃料需要が旺盛に推移して原油輸入額 (国際市況×需要量) の膨張につながった。

一方、経常赤字をファイナンスする資本流入については、資本収支黒字 (=純流入) が2011年4~6月期のGDP比5.2%をピークに、10~12月期は1.7%へ細った。12年1~3月期は3.4%と持ち直したものの、経常赤字の規模は下回り続けた。1~3月期の内訳をみると、「証券投資」の流入が急増し、対外商業借入等の「その他」は横ばいだった一方、長期性の「直接投資」は3期連続で縮小した (図表2)。



資料：インド準備銀行

(2) 2012年初は盛り返すも、3月から再停滞

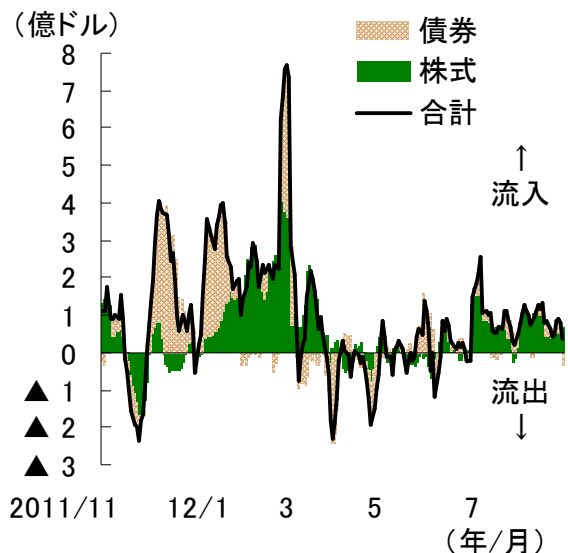
次に、国際収支統計以外の関連指標により、足元での状況を確認する。まず、通関統計をみると、貿

¹ 企業買収や出資等、投資先企業の経営支配や、経営参加を目的に行う投資。RBIは、経常赤字の規模が拡大したことに加えて、そのファイナンスを直接投資ではなく、短期性の「証券投資」等に依存する構造が強まった点を、マクロ経済不安定化の潜在的リスクと警戒している。

易収支は7月まで高水準の赤字を続けていることから、経常収支も大幅な赤字が継続しているとみられる。

一方、外国機関投資家 (FII) による証券投資は、2011年末から12年2月まで流入幅が急速に拡大し、国際収支統計と整合的な動きをみせた (図表3)。その背景には、停滞する資本流入をテコ入れする目的で、インド政府が時限措置としてFIIの債券投資上限枠を12月から2月まで引き上げたことがあった²。この措置が呼び水となって、債券を中心にFII証券投資が一時的に盛り上がったものの、3月に入るとFII証券投資は以前の水準まで落ち込んでおり、時限措置の終了に伴って息切れしたことが確認できる。

図表3 FII証券投資 (日次)



注：5営業日移動平均。8月30日までのデータをプロット。
資料：インド証券取引委員会

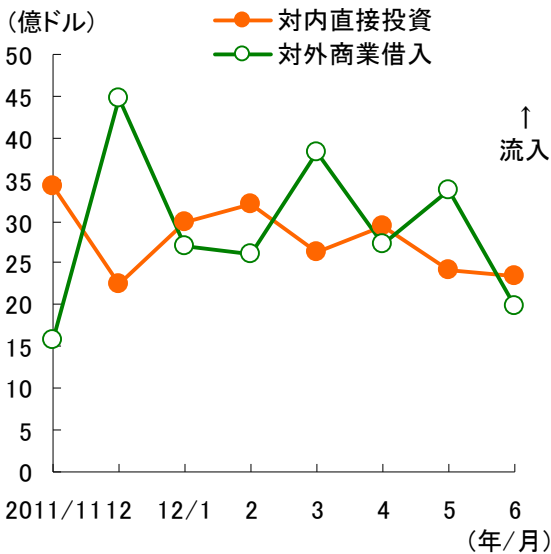
また、FII証券投資以外の資本流入関連指標をみると、対内直接投資 (暫定値ベース) と対外商業借入は6月まで概ね横ばいにとどまっている (図表4)。

以上の通り、2011年秋以降、高水準の経常赤字をファイナンスする資本流入が不足することで、ルピーに下落圧力が加わった。4~6月期以降の国際収支統計は未発表であるが、経常収支は高水準の赤字が続いているとみられる一方、資本流入は3月以降に

² FIIによる投資上限枠について、国債は100億ドルから150億ドル、社債は150億ドルから200億ドルに引き上げられた。各50億ドル分の増加枠内で、国債の場合は12月1日から45日間、社債の場合は90日間に限り、FIIによる追加投資が認められた。詳細は、インド証券取引委員会の告知 (CIR/IMD/FIIC/20/2011) を参照。

再び低迷したことで、3月以降のルピー安再燃がもたらされたと考えられる。

図表4 資本収支関連指標



注：対内直接投資は暫定値ベース。
資料：インド準備銀行

3. 資本流入停滞の要因

(1) 指摘される三つの要因

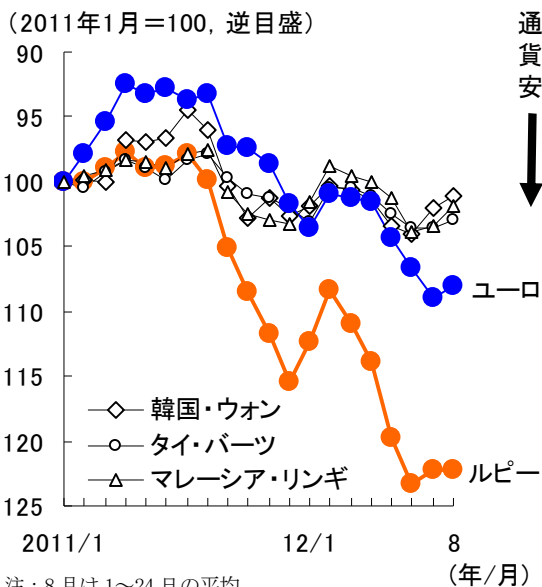
インドへの資本流入が停滞した背景としては、主に以下の3点が指摘されている³。

第一は、世界的な投資家のリスク回避姿勢（リスクオフ）である。欧州債務問題を引き金に安全資産と目されるドルや円が選好されており、相対的にリスクの大きいルピーをはじめとする新興国通貨建ての資産は敬遠されている。もっとも、ユーロや主要アジア通貨に比べて、ルピーの対ドル相場下落は突出していることから（図表5）、投資家のルピー資産離れには、インド固有の要因もあると考えられる。

第二は、インド経済のファンダメンタルズ悪化である。2012年1～3月期と4～6月期の実質GDP成長率は、2期連続の前年比+5%台にとどまり、リーマンショック直後の09年1～3月期以来の低成長となっている。一方、7月の卸売物価指数は前年比+6.9%に高止まり、RBIが適切とする「+4.0～4.5%」を上回る。

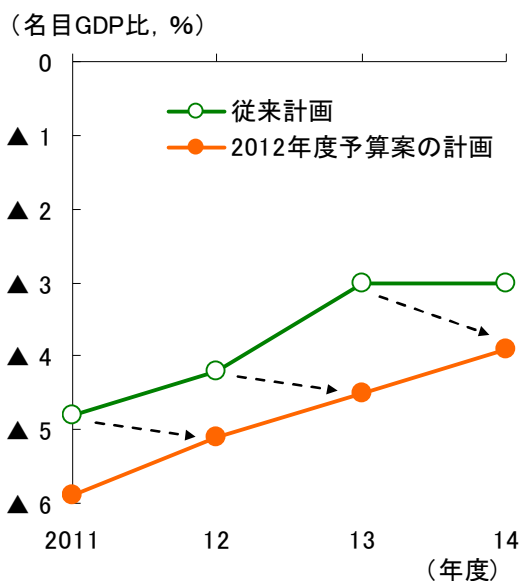
財政赤字も膨らんでおり、前述の経常赤字とともに「双子の赤字」となっている。2011年度（11年4月～12年3月）の中央政府財政は実績見込みで名目GDP比5.8%の赤字で、11年2月に策定した予算に比べて1.2%ポイント拡大した。歳入が景気減速を反映して法人税収を中心に下振れた一方、歳出は燃料の公定管理価格を国際市況よりも低く維持する補助金支出を中心に上振れたからだ。今年3月に公表された2012年度予算案では、11年度の赤字拡大を受けて、12年度以降の中期的な赤字削減が従来計画よりも1年ほど先送り修正された（図表6）。

図表5 対ドル相場（月中平均）



注：8月は1～24日の平均。
資料：米連邦準備制度理事会

図表6 財政赤字の中期削減計画



資料：インド財務省

³ 例えば、インド民間最大手銀行のICICI（2012）“Where is the Rupee headed”など。

国際通貨基金（IMF）によると、中央と地方を合わせたインドの財政赤字は2012年度に名目GDP比8.9%となる見込みで、先進国平均の5.8%を上回りそうだ⁴。インドの財政状況は、世界経済の不安要素の一つとなっている先進国の財政状況よりも厳しいといえよう。

第三は、インドの政策に対する不信である。その端緒となったのは、2011年2月に、08年当時に携帯電話周波数を一部事業者に不当な安値で売却し、国庫に1.8兆ルピー（約2.5兆円）の損失をもたらしたとして、前通信大臣が逮捕されたことだった。野党は政府・連立与党を迫り対決姿勢を強め、その影響で11年は国会での政策論議が空転した。野党による汚職追及の動きは、閣僚・官僚の意思決定をも委縮させ、民間による投資プロジェクト等の許認可申請に対する承認も滞るようになった。筆者が昨年11月にインドを訪れて現地の識者と議論した際には、政治がまひ状態に陥り、経済政策の停滞感が強まったとの指摘が聞かれた。

政治の乱れは、資本流入に関わる政策にも直接の影響を及ぼした。スーパー等の総合小売業への直接投資は、インド全国に1,500万店存在するといわれる零細小売業者を保護する目的で全面的に禁止されており、米ウォルマートをはじめとする国外の小売業者は巨大な消費市場へ参入するために解禁を待望してきた。総合小売業は、直接投資規制の象徴的な分野と位置づけられている。こうしたなか、2011年11月24日、総合小売業への外資出資比率を51%まで容認することが閣議決定された。しかし、野党と零細小売業者だけでなく、連立与党の一角である草

の根会議派も総合小売業への直接投資解禁に反対した。このため、連立崩壊のリスクに直面したシン首相は、わずか11日後に閣議決定の撤回に追い込まれたのである⁵。

さらに、2012年2月2日、前述の携帯電話周波数の事業者割当を巡る問題について、インド最高裁は当時の割当方法が不適切だったとして122のケースを無効とし、周波数の再入札を実施すると裁定した。周波数を無効とされた事業者のなかには、外資も含まれていた。

このように、インドの経済政策が停滞するだけでなく、総合小売業や携帯電話といったインド経済を象徴する分野で決定事項が相次いで覆された。この結果、政策に対する投資家の不信が高まり、資本流入の停滞につながったとみられている。

それでは、三つの要因のうち、特に資本流入の停滞に影響したものはどれであろうか。筆者が駐在するシンガポールは、①インド系企業や住民が多く、インド関連の経済情報を入手しやすい、②インドとの租税条約に基づき、居住者にはインド投資からのキャピタルゲインについてゼロ%税率が適用されるなどのメリットがあるため、インドに投資するファンド（インドにとってのFII＝外国機関投資家）が多い。そこで筆者は、シンガポールに所在する複数のインド特化型ヘッジファンドと面談し、上記三つの要因について見解を聴取した。果たして、これらファンドの見解は、三つの要因が絡み合うなかで、特に政策不信の影響が大きいというものだった。

また、RBIが今年4月に公表したレポートでは、最近の直接投資停滞の要因を実証分析しており、ファンダメンタルズよりも政策不信の要因が強いとの結論を導いている⁶。

ムンバイ市内の小売店



資料：筆者撮影

（2）3月以降、投資家の政策不信に拍車

資本流入が再び停滞した3月以降にも、投資家の政策不信につながる出来事が続いた。

まず、3月6日に五つの州で行われた大型地方選挙において、連立与党の中核であり、シン首相の属

⁵ 総合小売業の外資解禁が撤回された一方、単一ブランド小売業への外国人出資比率上限は、12年1月10日に51%から100%へ引き上げられた。もっとも、51%を超える出資をする場合、商品の30%をインド国内の小企業から調達する規定が盛り込まれており、同規定を満たしてインドに進出することは困難と考えられている。報道によれば、51%を上回る出資を表明した企業は、スウェーデンの家具小売イケアなど、計2社にとどまる。

⁶ Reserve Bank of India (2012) "Foreign Direct Investment Flows to India"

⁴ IMF (2012) "Fiscal Monitor Update", July 16

する国民会議派が敗れ、シン首相は指導力を低下させた。特に、人口が2億人とインド最大で、大型地方選の主戦場と目されたウッタルプラデシュ（UP）州の州議会選挙において、同州を地盤とする社会主義党が過半数を超える224議席を獲得して大勝した一方、国民会議派は28議席と4位に沈んだことが、国政運営にも重要な意義を持った。

UP州選挙前の国民会議派の目標は、地場政党の社会主義党が有利に選挙戦を展開していたことから、過半数は無理としても60～70議席を確保し、キャスティングボートを握るといったものだった。これによって、社会主義党との連立に持ち込んで州政権に参画する見返りとして、国政レベルでは野党の社会主義党を連立与党に取り込む戦略があった。連立与党は国会（下院）で過半数に届かない少数与党のため、社会主義党を引き入れることで、国会運営を容易にしたいと考えていたようだ（図表7）。

果たして、国民会議派はUP州選挙で社会主義党による単独の政権樹立を許したことで、同州でのキャスティングボートをテコに国政レベルで基盤を強化する戦略も不発に終わった。このため、シン政権が国会で指導力を強化し、経済改革を積極的に進めるとの展望は描きにくくなったのである。

図表7 インド国会（下院）の主な党派

（単位：議席数）

連立与党：統一進歩同盟	262
国民会議派	206
草の根会議派	19
野党連合：国民民主連合	159
人民党	116
その他	122
社会主義党	23
合計	543
（過半数）	272

注：2009年の総選挙結果

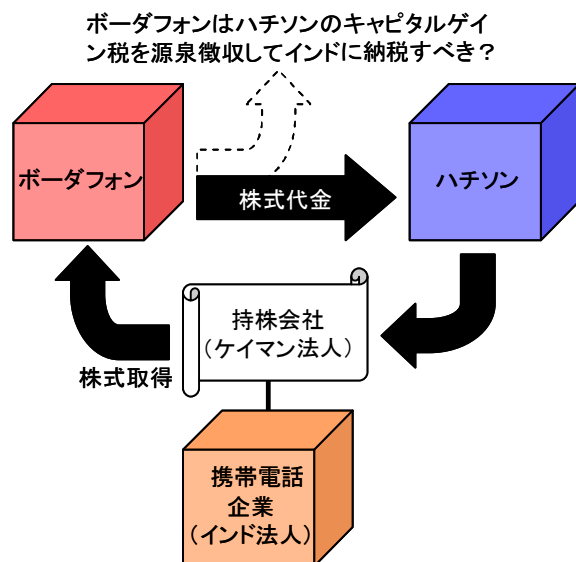
資料：インド選挙管理委員会ホームページ、
近藤則夫（2009）「インド政治経済の展開と第15次総選挙 - 新政権の課題」

その後、さらに政策不信に拍車を掛けたのは、3月16日提出の2012年度財政法案に盛り込まれた二つの税制変更だった。

第一に、インド資産の間接移転という取引形態に関して、所得税法を1962年の施行時に溯って改正し、過去の間接移転で生じたキャピタルゲインに遡及課

税することが提案された。この背景には、2007年に英国ボーダフォンが、ケイマン諸島法人の持株会社を買収したことにより、持株会社傘下のインド携帯電話企業もボーダフォンに間接移転したケースがあった。ボーダフォンにケイマン諸島法人の持株会社株式を売却した香港ハチソンには、キャピタルゲインが生じている（図表8）。インド税務当局は、このように外国株を介した間接移転をインド資産の取引とみなし、ボーダフォンに対して約22億ドル（1,760億円）のキャピタルゲイン税を源泉徴収の形で納付するよう求めていた。これに対し、今年1月の最高裁判決では、間接移転はインド資産の取引に相当せず、課税対象にならないと結論された。そこで、インド政府は、その2カ月後、間接移転をインド資産の取引として課税できるよう、所得税法の遡及改正案を提出したのである。財政法案は国会審議を経て5月に可決され、間接移転への遡及課税も原案通り承認された⁷。特殊な形態の取引に限定されるとはいえ、最高裁判決を覆す法改正が行われたことは、「インドの税制全般に同様の遡及変更リスクがあるとの懸念を世界中に広げた」（シンガポールのファンド関係者）。

図表8 間接取引の事例



資料：各種報道により、みずほ総合研究所作成

⁷ 外国株であっても、その株価がインドに存在する資産の価値を実質的に反映する場合、その株はインドの資産としてみなすと法改正した。なお、5月29日、財務省の直接税中央委員会が遡及課税の対象を明確化するレター（F.No.500/111 12009-FTD-1(Pt.))を公表し、遡及課税対象は税務当局と係争中の間接取引に限定する（今年4月1日までに税務当局から指摘を受けなかった間接取引は不問）とした。したがって、ボーダフォンのケースは遡及課税の対象になるというのが政府の認識である。

第二に、一般的租税回避規定（General Anti Avoidance Rule, 以下 GAAR）を、今年4月1日から導入することが提案された。インドの課税を逃れる目的で、①税法の濫用、②実態を伴わないペーパーカンパニーの設立、③通常の目的では用いられない迂回取引、④通常の取引では存在しない権利の捏造という4条件のうち、いずれか一つを犯したケースを「容認できない租税回避行為」と認定して課税強化するという内容だ。インドはモーリシャスやシンガポールなどと二重課税排除の租税条約を結んでおり、GAARは同条約の濫用を狙い打ちした措置とみられている。投資家がモーリシャスやシンガポールからインド資産を取引すれば、インドの課税を回避して両国のゼロ%キャピタルゲイン税率を享受できるからだ。実際に、インドへの投資は両国を通じて行われるケースが多く、直接投資の累計額は1位がモーリシャスの38%、2位がシンガポールの10%だ⁸。FII証券投資についても、筆者が現地エコノミストに聴取したところ、50%程度がモーリシャス経由との見解が聞かれた。こうしたなか、各国の投資家からは、「容認できない租税回避行為」の4条件が曖昧であり、税務当局は恣意的にGAARを発動しようとして、インドに安心して投資をできないとの批判が上がった。このため、財政法案のうち、GAARについては導入を1年先送りして2013年4月からと修正した上で、国会で可決された。しかし、規定が曖昧なことには変わりはなく、筆者が面談したファンドの間でも解釈が割れるなど⁹、GAARを巡る混乱はその後も続いた。

⁸ 直接投資で設立したインド子会社の利益を、配当の形で親会社に還流させる場合、配当税を源泉徴収してインドに納税しなければならない。これに対し、モーリシャスやシンガポールの親会社から株式を買い戻す形で還流させれば、親会社のキャピタルゲインとして扱われるため、モーリシャスやシンガポールのゼロ%キャピタルゲイン税率を享受できる。

⁹ 例えば、GAARによるシンガポールのファンドの取り扱いについて解釈が割れた。シンガポールのファンドは、インドとシンガポールの租税条約を濫用する目的で設立されたと見なされ、「容認できない租税回避行為」に認定されることを懸念する意見があった。これに対し、ペーパーカンパニーが多いモーリシャスのファンドはGAARの発動対象となりやすいが、シンガポールのファンドはオフィスや従業員などの実体を伴うことが一般的ため、「容認できない租税回避行為」と認定されるリスクは低いとの見方もあった。

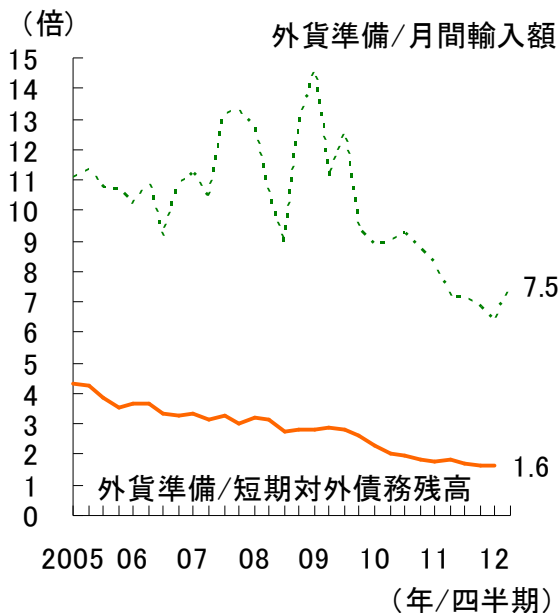
4. 資本流入停滞による経済への影響

（1）国際収支危機のリスクは小さい

資本流入の停滞に伴ってルピーが下落したことに對し、RBIは下落ペースを緩和する目的でルピー買い介入を行った。この結果、インドの外貨準備は縮小したため、外貨準備が輸入額の2週間分に枯渇した1991年の国際収支危機が再来するのではないかと議論が国会でなされた¹⁰。

しかし、外貨準備は2012年4~6月期時点で月間輸入額の7.5倍であり、健全レベルの目安とされる3倍を超える。短期対外債務に対する外貨準備の比率も1~3月期時点で1.6倍であり、適正規模の目安とされる1倍を上回っていることから、突然の債務引き揚げリスクにも対応できる（図表9）。為替政策が固定制だった91年当時は、ルピー安を止めるために大規模なルピー買い介入を行う必要があった。これに対し、現在は管理フロート制であり、急変動を緩和する程度の介入しか行わないため、外貨準備が一気に枯渇するリスクは小さい。

図表9 外貨準備



注：短期対外債務残高は残存期間ベース
資料：世界銀行、インド統計計画実行省

¹⁰ Times of India 紙“Oppn fears repeat of 1991 as rupee touches record low”（5月16日）など。

(2) インフラ資金の不足には要注意

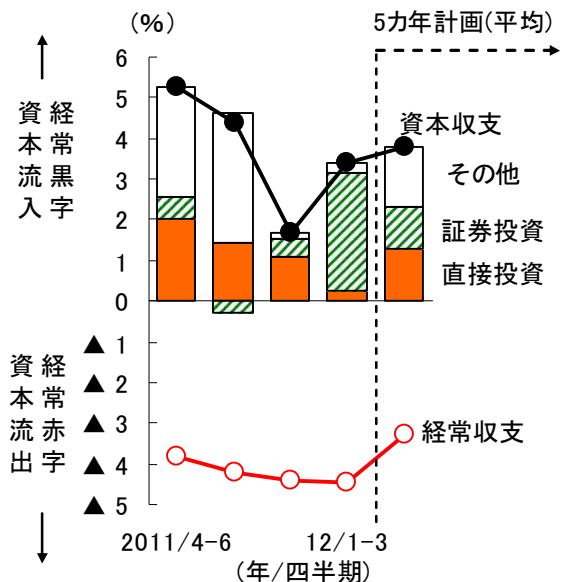
しかし、資本流入の停滞に全く問題がないわけではない。月間輸入額や短期対外債務に対する外貨準備の比率は、前掲図表9のとおり徐々に低下する傾向にあり、国外資本を取り入れて外貨準備のレベルを適切に保つ必要がある。

また、インドはインフラ等の固定資本投資を行うための資金を必要としており、国内資金で不足する部分は国外に頼らねばならない。マクロ的には

$$\text{国内貯蓄} - \text{国内投資} = \text{経常収支}$$

の関係が成り立ち、国内投資が国内貯蓄を上回ると経常収支は赤字となり、そのファイナンスには国外資本の流入（もしくは外貨準備の取り崩し）が必要となる。RBIは、今年度からの第12次5カ年計画の期間中、国内投資が国内貯蓄を上回って名目GDP比3.3%の経常赤字となり（期間平均）、これをファイナンスし、かつ外貨準備も積み増すには同3.8%の資本流入が必要と見積もる¹¹。これに対し、2011年度の資本流入は3.6%にとどまり、四半期別では10～12月期に1.7%へ落ち込む局面があるなど不安定に推移している（図表10）。

図表10 国際収支の現状と5カ年計画(名目GDP比)



注：5カ年計画は2012～16年度
資料：インド準備銀行

¹¹ Reserve Bank of India (2012) “Report of the Working Group on Savings during the Twelfth Five-Year Plan (2012-13 to 2016-17)”

今年7月、インドでは大停電が発生し、人口の半分に相当する6億人が影響を受けたとされており、電力供給をはじめとするインフラ整備が課題となっている。しかし、今後も資本流入を安定的に確保できないと、インフラ整備に必要な資金が不足するリスクが懸念される。

(3) ルピー安がもたらすリスクも存在

また、資本流入の停滞に伴うルピー安についても、ムカジー財務相（当時）が「大変心配なことだ」と発言したように¹²、その経済的影響を無視できない。

マクロ的には短期対外債務を十分にカバーする外貨準備があるとはいえ（前掲図表9参照）、個別企業レベルではルピー安によって外貨建て借入の返済に苦しむ企業が出てくると懸念される。2007年に急増した対外商業借入等の外貨建て企業債務が5年程度の満期を迎えつつあり、12年度は140億ドル規模の償還が見込まれている。景気減速で企業収益が悪化している上に、ルピー安で外貨建て借入の返済負担は増しており、既に債務不履行に陥る企業が現れ始めたとの報道もある¹³。

また、ルピー安は、インフレ圧力を強める要因にもなる。RBIは、主要通貨に対してルピーが10%下落すると、卸売物価指数(WPI)は短期的に+0.6%、長期的には+0.9%高まるとの実証分析結果を示している¹⁴。筆者が昨年11月にRBI幹部と面談した際にも、この実証分析を踏まえて、「為替レートが10%下落するとインフレ率は1%上昇する関係にあり、為替からインフレへのパススルー効果は大きい」との見解が聞かれた。ドルを含む主要36通貨に対するルピーの名目実効レートは、最新のデータが得られる7月時点で前年比15.5%の下落であり、WPIを+1.6%程度押し上げる可能性がある。

以上より、持続的に資本流入を取り込み、ルピー安に歯止めを掛けることは、インドのマクロ経済運営上、喫緊の課題といえる。

¹² Financial Express 紙“Falling rupee a matter of concern” (5月20日) など。

¹³ Business Standard 紙“Falling Re to hurt FCCB redemption” (6月27日) など。

¹⁴ Reserve Bank of India (2011) “Annual Report”

5. 今後の展望

(1) 6月末に政策不信を緩和する動き

6月末になって政府は、資本流入の停滞をもたらした要因のうち、政策不信の問題によりやく取り組み始めた。

きっかけとなったのは、ムカジー財務相が大統領選に立候補するため、6月26日に辞任したことだ。翌27日、一時的に財務相を兼任したシン首相は財務省高官を集め、様々な要因から投資家のマインドが悪化して資本流入が干上がったと総括し、要因の筆頭として前述の税制の問題を指摘した。これを受けて、28日、内容が曖昧と批判されていたGAAR（一般的租税回避規定）について、財務省は運用ガイドラインのドラフトを公表している¹⁵。「容認できない租税回避行為」の明確な定義は示されなかったものの、21の具体例でGAARの運用を説明しており、透明化に向けて一歩前進したと評価できる。今後、ドラフトに対する一般からの意見を受け付けた上で、シン首相が最終的にガイドラインを決定すると声明されており、投資家の間では一層の透明化が進むとの期待が高まっている。

新しい財務相は、ムカジーの前任だったチダムバラムが7月31日に再任し、税制見直しや財政再建に取り組むと表明している。また、財務相の首席経済顧問に、元IMF主席エコノミストで、シカゴ大学のラジャン教授が登用された。同教授は今日の世界的な金融危機を05年時点で予知した著名なエコノミストであることから¹⁶、今後の経済政策にらつ腕を振るうと期待されている。

こうしたことから、政策不信によりインド市場を避けていた投資家が戻っているようであり、FII証券投資は7～8月に底入れの動きを示している(前掲図表3参照)。

(2) 資本流入を持続させるには、改革を実行して政策への不信を信頼に転じる必要

もともと、今後1～2年を展望すると、世界的な信用不安の火種である欧州債務問題は長期化の様相を呈しており、投資家のリスク回避姿勢が大きく改善

することは望めない。引き続き、インドの経済ファンダメンタルズや政策運営には投資家の厳しい目が注がれるだろう。

こうした中、インドが資本流入を持続的に回復させるには、自らの問題に取り組むことがカギとなる。とりわけ、資本流入の停滞に大きく作用した政策への不信について、改革の実行を通じて投資家の信頼を取り戻す必要がある。改革の実行は、インド経済のファンダメンタルズ改善にもつながるだろう。あるヘッジファンドは、「インド政府には期待を裏切られ続けたが、あと1回だけ改革のチャンスを与える」と筆者に語った。厳しいコメントではあるが、インド政府が投資家の信頼を回復する可能性は残されているとも解釈できよう。

これまでのシン政権は、総合小売業の直接投資解禁といった大型改革を打ち上げても、既得権益層の反対に直面して改革を棚上げし、投資家の失望を招くパターンを続けた。今後については、2014年5月までに行われる次回総選挙が近づくにつれて、既得権益層が反対するような大型改革は一層難しくなると考えられる。

今後の改革の進め方について、ファンド関係者と議論したところ、「シン政権は大型改革のアドバルーンを打ち上げるのではなく、小規模な改革でもいいから実行力を見せて欲しい」との意見が共通して聞かれた。また、報道によれば、政府は総合小売業の直接投資解禁に再チャレンジしており、今回は反対の根強い州を対象外として、一部の州で部分的に解禁する手法を探っているという¹⁷。

シン政権は取り組みやすい部分から改革を逐一実行することにより、残された時間の中で着実に投資家の信頼を回復していく展開を期待したい。

(2012年8月30日記)

プロフィール

こばやし・こうじ

みずほ総合研究所アジア調査部シンガポール駐在。1994(平成6)年入社。外務省(在イギリス日本大使館)、農林水産省(大臣官房情報分析室)への出向を経て、2009(平成21)年より現職。

¹⁵ Press Information Bureau (2012) “CBDT Issues Draft Guidelines Regarding Implementation of General Anti Avoidance Rules(GAAR) in Terms of Section 101 of the Income Tax Act 1961”

¹⁶ ベストセラーとなった『フォールト・ラインズ 「大断層」が金融危機を再び招く』の著者としても著名。

¹⁷ Economic Times 紙“States opposing FDI in multi-brand retail have constitutional right to do so: Anand Sharma” (6月29日)