



インドにおける 不良債権問題と 資産価格反転の可能性

金 惺潤

世界経済に不透明感が増す中で、インドは相対的に堅調な経済成長を遂げているといわれる。GDP成長率は7%を超え、2017年度以降は経済活動を活発化するGST（物品・サービス税）法案の導入によって、さらに成長速度が増すという期待もある。

ところが、そのインドにおいて不良債権問題が深刻化し、経済活動の一部を圧迫し、資産価格の低迷が続いている。本稿においては、インドの不良債権問題を俯瞰し、問題解決の実現性と効果を、特に資産価格の観点から考察する。

深刻化する不良債権問題

2013年頃から表面化したインドの不良債権問題は、15年に入り深刻さが増し、一部の金融機関の健全性が問題視されている。インド準備銀行（中央銀行）によれば、16年3月には主要銀行の不良債

権比率は7.6%に達し、銀行によっては同比率が15%を超えともいわれる。合併や公的資金注入など抜本的な策を講じなければ、経営を維持できない金融機関も現れると懸念されている。

金融システムは麻痺しており、特に企業の資金調達には深刻な影響が生じている。16年第一四半期の企業の借り入れ総額は2800億ルピー減少した。業績の低迷する企業のみならず、多くの企業が金融機関から厳しくモニタリングされ、資金の調達や用途について「箸の上げ下げまで口を出される」ともいわれる状況だ。

それによって資産価格は下落している。中でも住宅価格は最たる例であり、過去数年間にわたり市場全体が低迷している。価格上昇率10%未満と住宅ローン金利を下回る水準が続くため、実質ベースでは価格は下落している。価格が伸びない中で販売も低迷し、

デリー首都圏の住宅在庫は25万戸、ムンバイは9.8万戸と膨らんでいる。結果、住宅着工も落ち込み、建設・住設・電器などさまざまな需要に悪影響を及ぼしている。

不良債権問題の根っこ

不良債権問題が深刻化しているのはインドだけではない。中国、シンガポール、イタリアなど、多くの国で懸念が深まっている。中国の経済成長が鈍化し、エネルギーや金属などの資源価格が低迷する中で、鉱業・鉄鋼・海運・商社など幅広いセクターで業績低迷・経営危機が顕在化し、金融機関も企業も不良債権問題に追われている。

実はインドの不良債権問題はこうした世界情勢とは無縁である。インドはほぼすべての資源を海外に頼る資源輸入国であり、資源価格下落は、輸入コストの低下、



貿易赤字の削減、物価上昇率の安定など、マクロ経済にプラス効果をもたらしている。また、インドの対中国貿易は輸出に比べて輸入が圧倒的に多く、中国に頼る経済構造にはない。

では、何がインドの不良債権問題を引き起こしているのか。インドの不良債権問題は純国内要因によって生じており、特に「脆弱なガバナンスシステム」によって問題が発生・拡大しているといわれている。すなわち、官においても民においても組織内の統治機能が脆弱なことにより、不正と汚職が蔓延し、それが不良債権問題の震源となった。

発端は通信セクターであった。2008年1月以降、通信情報技術

省は第二世代携帯電話の免許の交付をスタートしたが、09年から情報漏洩や背信行為といった不正があったという疑惑が生じ、12年2月に最高裁が122件の免許を取り消した。問題は第二世代の携帯電話サービスにとどまらず、瞬く間に通信セクター全体に拡大した。さらには、スポーツの国際大会会場整備、石炭採掘権など幅広いインフラセクターに拡大した。結果、資金投下を始めたものの許認可が下りず着工できない、あるいは完工できないインフラプロジェクトや、想定通り資金を回収できないインフラプロジェクトが大量に発生した。14年のモディ政権発足前に経済成長率が3%台まで落ち込んだことも、プロジェクトの採

算性を悪化させた。結果、銀行への利払いは滞り、やがては債務超過に陥り、不良債権の山が積み上がった。

不良債権問題収束に向けた インド国内の動き

2013年9月にインド準備銀行の総裁に就任したラグラム・ラジャン氏は、就任3カ月後には不良債権処理への手を打ち始めた。14年11月には借り手企業の状況を楽観的に見る金融機関に厳しい警告を与え、増大する金融システムの不安のコントロールに注力してきた。16年に入ると不良債権問題への対応策は急加速し、2月にARC (Asset Reconstruction Compa-

ny：資産再建会社）への外資100%出資の認可、ならびにREIT（Real Estate Investment Trust：不動産投資信託）の活用方針の表明、5月に破産手続きを明確化する法案成立、7月に2200億ルピーの公的資金注入と、矢継ぎ早の対策を実行している。16年9月をもってラジャン総裁は退任した

が、後任のパテル総裁（前インド中央銀行副総裁）はラジャン氏の腹心といわれており、不良債権問題解決の前進が期待される。

こうした政策・規制改革に呼応するように、海外資本は既に投資行動に拍車をかけている。ブラックストーン・グループやブルックフィールド・アセット・マネジ

メントグループは、割安な不動産資産などに積極的に投資するファンドを稼働させている。背景にはシンガポール、カナダ、米国、カタールなどの大手機関投資家のマネーがあり、一部の不良債権は動き出している。不良債権への投資スキーム、投資目線が浸透する今後は、さらに多くの不良債権の流動化が進むであろう。

興味深いことに、インドにおけるこうした状況は、日本が不良債権処理を進めた1996年から99年頃の動きと極めて似ている。この時期、日本においてもSPC法（資産の流動化に関する法律）やJ-REITが整備され、海外ファンドが参入し、国内新興勢力が多数台頭した。日本企業や投資家が、90年代後半の日本における経験や学びをインドで活用することも、今後ひとつ注目し得る事項である。

資産価格の行方

ここまで見てきたインドの経済・金融環境は、われわれが他の新興国で見してきた状況とは少し異なると捉えることができる。たとえば、中国においては2000年代中盤から飛躍的にマクロ経済が成長するという共通認識が醸成されると、それを見越して資産価格が一気に上昇した。個人も投資家も次々に土地や住宅を購入し、転売によって利益を得る投資行動が浸



透した。企業は価格上昇前に工場投資を進め、中間所得層も住宅購入を急ぐ。こうした動きはベトナムやインドネシアなど多くの新興国で見られてきた。先進国であっても同様の動きはある。一般的に、資本サイクルは経済サイクルに先行する。すなわち、企業業績やGDPなどを先読みし、株価や不動産価格などは素早く変動する。

そのような観点からすれば、GDP成長率が7%を超えるインドにおいて、数年間にわたり資産価格が低迷している現状はユニー

クであり、「いびつ」にも見える。経済が長期的に伸びていく新興国における資産価格低迷が、10年に及ぶとは考えがたい。日本でいえば、オイルショックの1976年から79年にわたり地価は下落したが、その後は回復した。中国では2006年から08年頃まで地価が下落したが、すぐに反転し、その後は鋭い価格上昇を見せた。そして、前述の通り、インドにおいても既に一部の機関投資家や投資ファンドは投資行動を加速させている。

これらを統合すれば、どこかで

インドの資産価格は反転するのではないかという考えも十分に検討に値する。そして、ひとたび反転すれば、数年単位に及ぶ急速な価格上昇も起こり得るのではないか。歴史や他国のアナロジーが必ずしも正解に導いてくれるとはいえないが、こうした状況を先読みして投資を拡大する企業が増えることを期待したい。

金 惺潤 (SungYun Kim)

NRIインド取締役社長