

【インド】準備銀行総裁の辞任や州議会選挙での与党敗北を受けて高まる不透明感……………1ページ
【アジア・マーケット・ウォッチ】……………7ページ

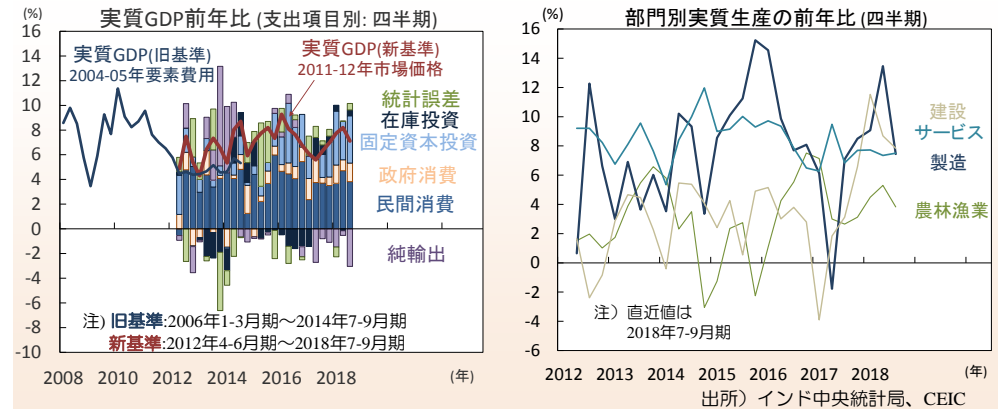
【インド】準備銀行総裁の辞任や州議会選挙での与党敗北を受けて高まる不透明感*

● 民間消費の鈍化に伴って7-9月期のGDP成長率は減速

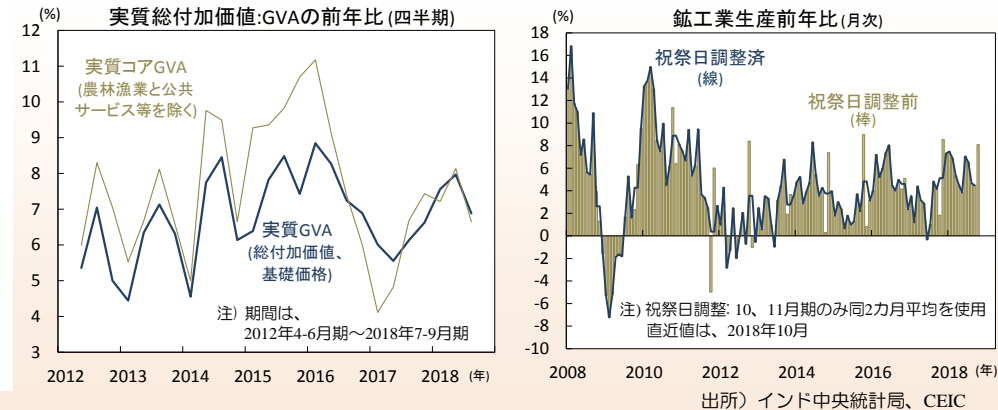
インド・ルピーが足元でやや軟調です。同通貨は、11月に対米ドルで+6.3%と堅調に上昇した後、12月27日にかけて同▲1.1%下落。騰落率は主要アジア通貨ではインドネシア(▲1.8%)に次ぐ低さでした。11月に買われた高金利経常赤字国通貨を売り戻す動きが強まったことに加え、同国固有のリスクも意識されたとみられます。同リスクとは、インド準備銀行(RBI)総裁の辞任に伴う経済運営迷走の懸念や、今年春の下院総選挙を控えた政治的不透明感等です。12月に開票された主要州議会選挙では、与党インド人民党(BJP)が予想以上の惨敗。これを受けて、下院総選挙でも Modi 政権の再選を危ぶむ声も聞かれます。ルピー相場は今後も低迷するのか。本稿では、同通貨を取り巻く環境に就いて考察します。まず、足元の景気物価状況を概観し(1-3頁)、金融政策動向について分析(4-6頁)。突然のRBI総裁を経て今後の政策金利の軌道が変わり得るのか考えます。また、州議会選挙の結果と春の総選挙に向けての政治動向について整理しつつ、ルピー相場の方向性について考察します(6頁)。

足元の景気は鈍化しています。11月30日、政府は7-9月期の実質GDPが前年比+7.1%と前期の+8.2%より減速し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.5%を下回ったことを公表。需要側では、民間需要が低迷する一方、公的支出の伸びが目立ちました。民間消費が鈍化したものの固定資本投資や政府消費が加速したため、内需の寄与度は+9.2%ポイント(pt)と前期の+8.7%ptより拡大。また、在庫投資の寄与度も+0.5%ptと前期の▲0.2%ptより反発しました。しかし、総輸入が急伸したため、純輸出による押下げ幅が▲3.0%ptと前期の▲0.4%ptより大きく拡大し、成長率を押下げました(図1左)。なお、今期の主な押し上げ要因となった固定資本投資と政府消費の伸びは主に公的支出の加速によるものです。今後は、年度末の3月に向けて歳出が抑制され、上記項目の伸びは失速する可能性が高いとみられます。

【図1】民間消費が鈍化する一方、固定資本投資は加速(左)



【図2】民間部門の生産を反映するコアGVAの伸びが鈍化(左)



● 農村部を中心に鈍化する家計消費、加速する公的歳出

7-9月期の実質民間消費は前年比+7.0%と前期の+8.6%より鈍化しました。足元では二輪車と乗用車の販売が低迷(図3左)。燃料小売価格の上昇(図3右)や自動車保険加入義務の強化などに加え、農産物価格の鈍化、雨季作物の収穫量の低迷、軟調な農村部賃金等が背景です。政府消費は同+12.7%と前期の+7.6%より加速。今年の春に総選挙を控え、経常歳出が前倒しで実行されています。4-10月期の財政赤字は今年度予算の104%まで拡大し、前年同期の89%を超過。足元で歳入が低迷しており、年度末の3月にかけて財政赤字抑制目標を守るために歳出抑制が図られるでしょう。固定資本投資は同+12.5%と前期の+10.0%より加速。高速道路や農村部のインフラ整備など公的投資がけん引役でした。外需では、総輸出が同+13.4%と前期の+12.7%を上回り、総輸入も同+25.6%と前期の+12.5%より急加速。投資の加速に伴って資本財輸入が増加しました。この結果、純輸出の寄与度は▲3.0ptと前期の▲0.4ptより下げ幅が拡大しました。

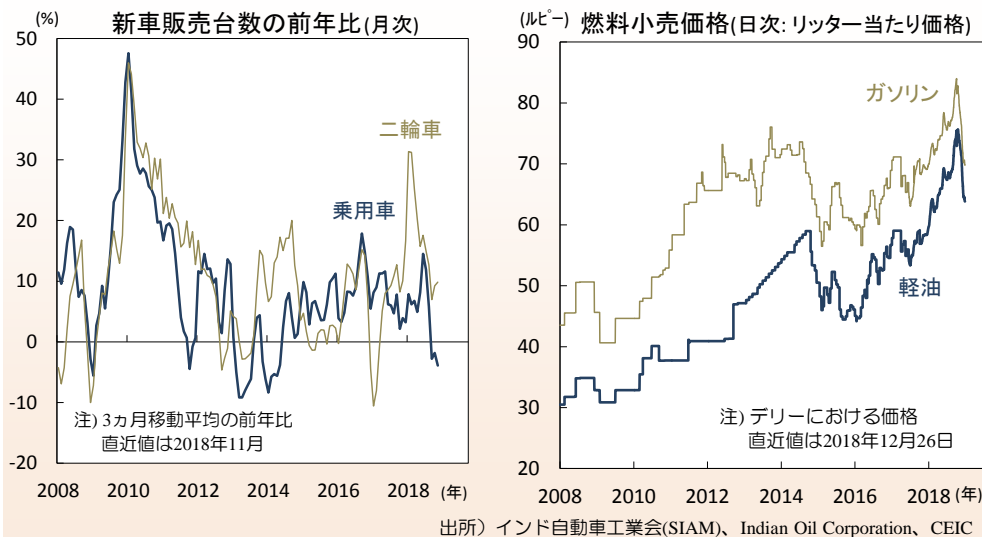
生産側から算出された実質総付加価値(GVA)は前年比+6.9%と前期の+8.0%より鈍化。民間部門の動向を反映するコアGVA(農林漁業と公共サービス等を除く)も、同+6.6%と前期の+8.1%より減速するなど、軟調さが目立ちました(図2左)。

● 農林漁業や製造業が鈍化し、サービス部門が加速

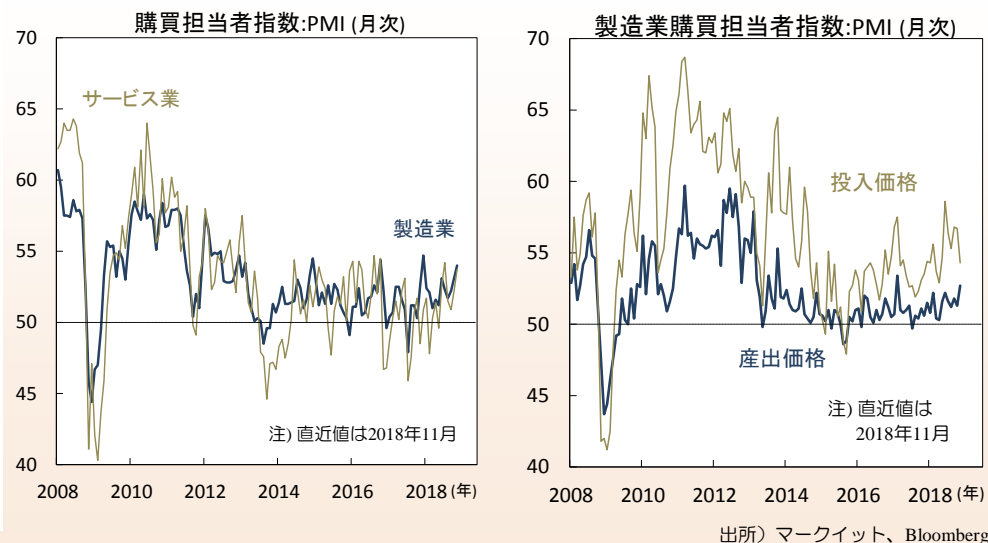
7-9月期の実質農林漁業生産は、前年比+3.8%と前期の+5.3%より鈍化(図1右)。雨季の降雨量の地域的なばらつきなどから、雨季作物の収穫が不振でした。鉱業は同▲2.4%と前期の+0.1%より反落。石油・ガス生産が低迷しました。製造業は同+7.4%と前期の+13.5%より鈍化。投入コスト上昇による収益率の悪化によります(図4右)。なお、前期の急伸は前年同期の落込み(GST導入前の在庫圧縮のための生産抑制)からの反動であり、鈍化幅は誇張されています。建設業は同+7.8%と前期の+8.7%より鈍化しつつ堅調に拡大。政府によるインフラ投資がけん引役です。サービス部門は同+7.5%と前期の+7.3%より加速。政府の経常歳出の伸びを受けて、公共サービス等が+10.9%と前期の+9.9%より加速しました。流通・宿泊・運輸・通信等も同+6.8%と前期の+6.7%よりやや加速したものの、金融・不動産は同+6.3%と前期+6.5%より鈍化。流動性不足に見舞われるノンバンク部門の混乱が不動産部門等に波及した影響もあったとみられます。

今後、農村部を中心に、家計消費は勢いを欠くでしょう。来春の総選挙にかけては政党による選挙関連支出などが一時的に消費を押し上げるであろうものの、食品物価の低迷が農業部門の取引条件を悪化させ農村部の消費を下押しするとみられます。

【図3】燃料小売価格は9月末に向けて上昇しその後反落(右)



【図4】産出価格を上回る投入価格の上昇によって企業収益が悪化(右)



● 4-6月期にかけて加速したGDP成長率は緩やかに鈍化

10-11月の乾季作物の作付けは、前年比▲8.3%と軟調。乾季の降雨量が低迷していることに伴う土壌の水分不足や、雨季作物の収穫の遅れ等が背景です。乾季の初めの10-11月の降雨量は長期平均の49%と低迷し、主要貯水池の灌がい用貯水量は総量の61%に留まります。7-9月期の内需をけん引した公的投資や政府消費も、年度前半の歳出前倒しの反動から年度末の3月にかけて鈍化するとみられます。インフラ投資の相当部分は予算外の資金で行われているため影響は少ないものの、政府消費(経常歳出)の落込みは大きくなるでしょう。民間投資に関しては、設備稼働率の上昇に伴う設備拡張投資需要という支援要因はあるものの、来春の総選挙を控えた政治的な透明感から当面の新規投資は抑制される見込みです。外部環境に関しては、原油安による交易条件の改善が追い風となる一方、世界景気の減速が向かい風となるでしょう。昨年10月以降は経済が様々なショック(高額紙幣廃貨やGST導入等)の影響から脱して加速した時期であり、その反動(ベース効果)が今後のGDPの前年比を押下げる見込みです。

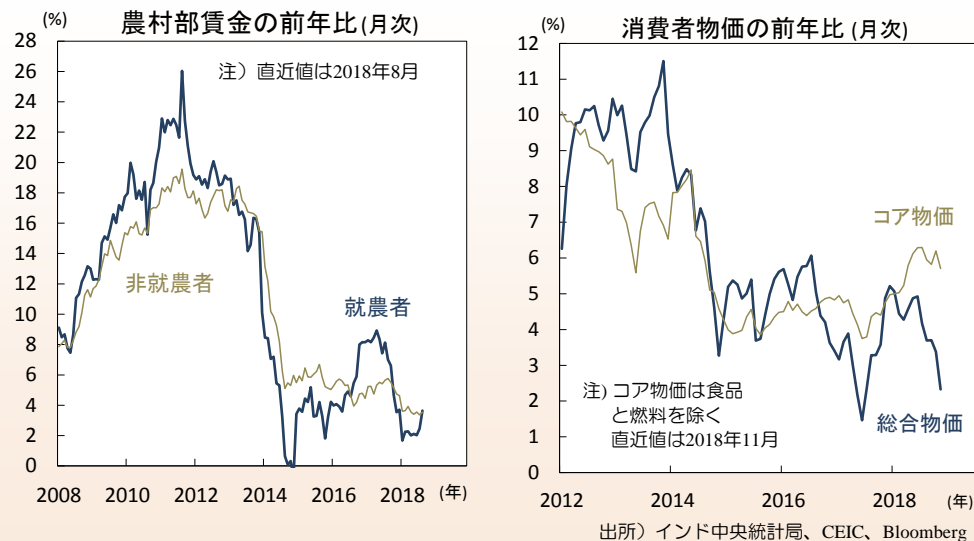
実質GDPは4-9月期に+7.6%拡大した後、今年3月までに+7.0%前後へと鈍化し、今年度(～2019年3月)通年では+7.3%前後と前年度の+6.7%を上回ると予想されます。

● 食品物価の鈍化等から物価は目標下限近くまで低下

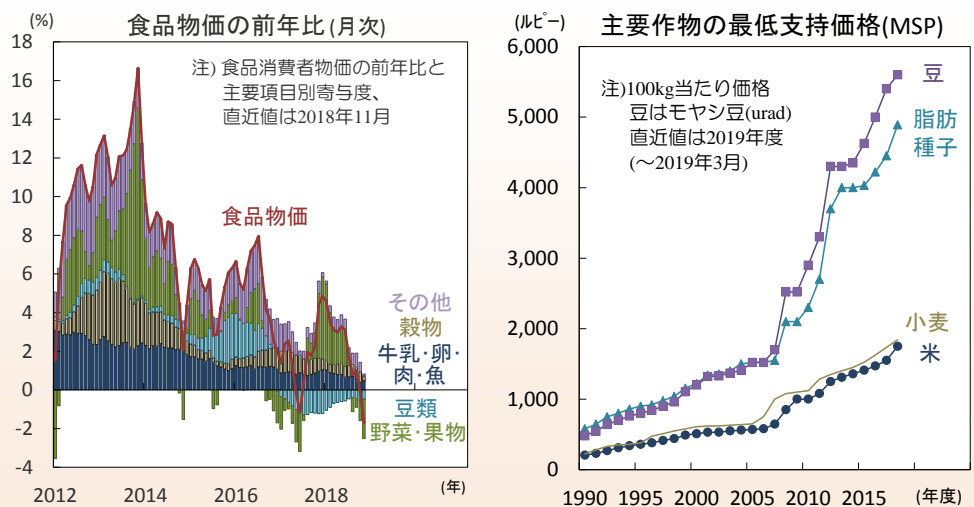
足元では消費者物価が急低下。11月の総合消費者物価は前年比+2.3%と前月の+3.4%より低下し(図5右)、市場予想(Bloomberg集計値中央値)の+2.6%や、インド準備銀行(RBI)による物価見通し(来年3月までの6カ月で+2.7～3.2%)の下限を下回りました。同物価は、RBIの物価目標(4%±2%)の中央値を下回り下限に近い水準です。

物価指数の46%を占める食品が同▲1.7%と前月の▲0.1%より低下(図6左)。野菜(▲15.6%)や砂糖(▲9.0%)が下げ幅を広げ、穀物も同+1.3%と前月の+2.6%より鈍化(季節調整前の前月比は▲1.0%と前月の+0.1%より反落)しました。農作物の最低支持価格(MSP)引上げ(図6右)に伴って物価が上昇するとの懸念は今のところ杞憂に終わっています。燃料は同+7.4%と前月の+8.5%より低下。前年同月の上昇(季節調整前の前月比が+2.3%と急伸)からの反動(ベース効果)によります。食品と燃料を除くコア物価も、同+5.7%と前月の+6.2%より鈍化。住居関連が同+6.0%と前月の6.6%より低下した影響です。同項目は4月に+8.5%まで上昇した後に順調に低下。第7次給与委員会の勧告に基づく連邦政府公務員の住宅手当(HRA)引上げの影響は一巡しつつあります。また、美容・理容・服飾品も同+4.1%と前月の+5.2%を下回り、コア物価を下押ししました。

【図5】 低迷する農村部賃金(左)、鈍化する総合物価と高止まるコア物価(右)



【図6】 落ち込む野菜物価(左)、政府は作物の最低支持価格を引上げ(右)



● 8月までの連続利上げを経て、2回連続で金利を据置き

物価が大きく鈍化する中、インド準備銀行(RBI)は金利を据置いています。12月5日、RBIの金融政策委員会(MPC)は政策金利を6.5%に維持。6月と8月の連続利上げを経て(6%→6.25%→6.5%)、2回連続で金利を据置きました(図7左)。Bloomberg集計では52社中48社が今回の据置きを予想するなど、ほぼ市場予想通りの決定でした。

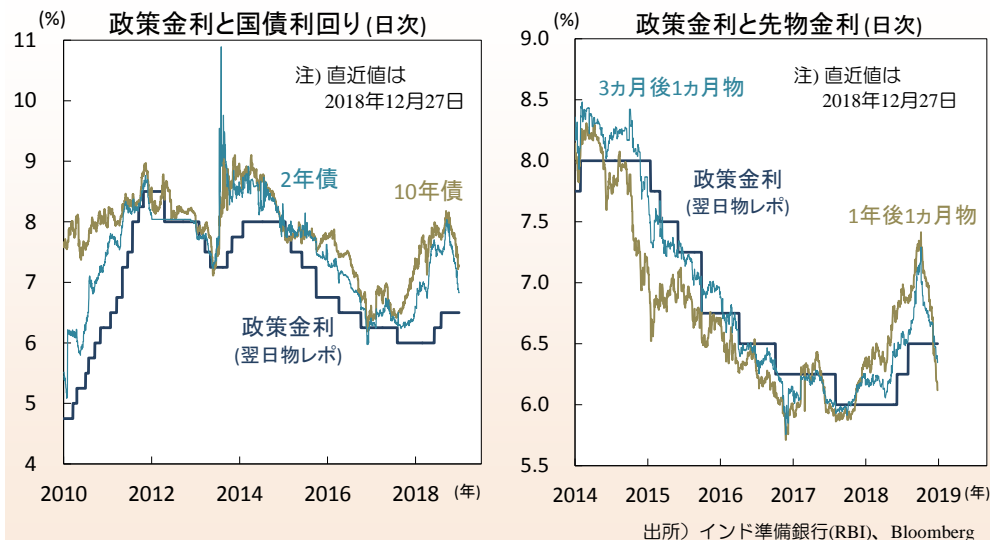
RBIは政策スタンスを前回と同様の「漸進的な引締め」に維持。金利据置きは全会一致であったものの、スタンスの維持は5対1で決定。ハト派の代表とされるドラキア委員が「中立的」への変更を主張しました。今回、RBIは消費者物価の見通しを大きく引下げ。来年3月までの半年間は+2.7~3.2%(前回:+3.9~4.5%)、来年9月までは+3.8%~4.2%(同:+4.8%)とされました。RBIの声明は、物価見通しには上振れリスクがあると指摘。(1)生鮮食品価格の上昇、(2)主要作物の最低支持価格(MSP)引上げの影響(図6右)、(3)国際原油価格の上昇、(4)国際金融市場の変動(ルピー安の進展)、(5)家計のインフレ期待(1年後)の高止まり、(6)財政悪化、(7)地方政府による公務員の住宅手当(HRA)引上げの影響をリスクとして列挙しました。また、声明は、今年度(~2019年3月)のGDP成長率予想を+7.4%に据置きつつ、同見通しには若干の下振れリスクがあるとしました。

● 準備銀行総裁の交代直後に早期利下げ観測が浮上

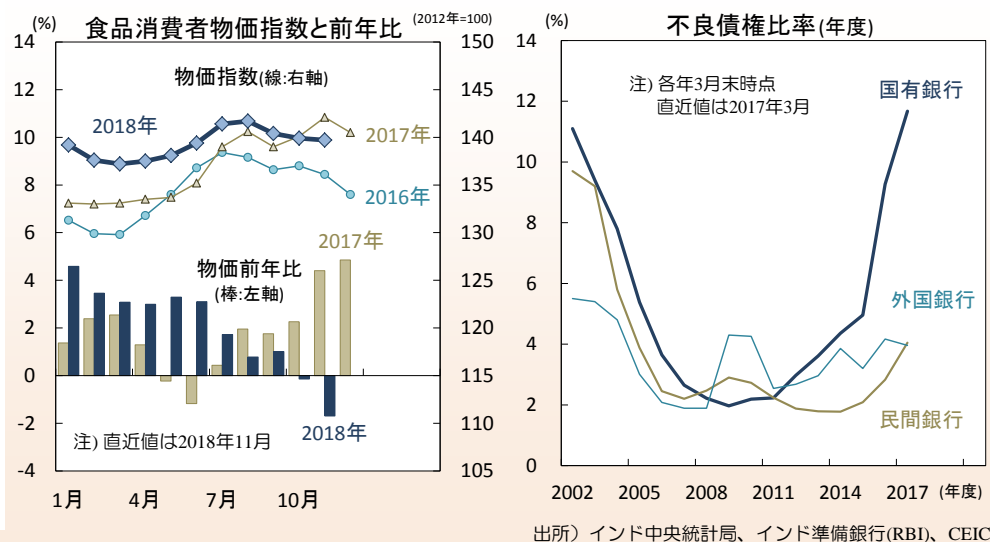
RBIのパテル総裁は、決定後の会見で今後の政策は経済データ次第であることを強調し、物価上振れリスクが実現せずに低インフレの持続を確信できた場合には、「それに見合った政策を行う余地が生まれる」可能性があると言明。今後物価が低位で推移した場合、政策スタンスが「中立的」に戻る可能性が高いとみられます。

金利据置き決定の翌週の12月10日には、パテルRBI総裁が突然辞任しました(背景は後述)。後任のシャクティカンタ・ダス新総裁は、12月12日に就任後初の会見を行い、足元の物価は目標範囲内で推移しており見通しは「穏やか」と発言。パテル前総裁よりインフレ警戒感が低いという印象を与え、市場の一部では将来の利下げの連想も浮上しました。同日の1年先1ヵ月金利は6.369%と前日の6.410%より低下し、現在の政策金利の6.5%を下回りました(図7右)。もっとも、もし、新総裁が前総裁よりインフレ警戒感が弱く景気を重視していたとしても、政策金利は金融政策委員会(MPC)での投票で決定。MPCにはインフレ警戒的な委員も多く、市場の一部で浮上した早期利下げ期待は行き過ぎと思われます。前述の通り、足元では食品物価の低迷が総合消費者物価を押下げる一方、11月のコア物価は前年比+5.7%と高水準です(図5右)。

【図7】連続利上げ後に金利を据置き(左)、先物市場は利下げを織込む(右)



【図8】食品物価の前年比を押下げるベース効果(左)、多額の不良債権(右)



● 準備銀行のパテル総裁の突然の辞任が広げた波紋

食品物価の前年比は昨年末の物価高騰からの反動(ベース効果)で押下げられており(図8左)、来春以降は緩やかに上昇の見込みです。RBIは、次回2月6日のMPCで政策スタンスを現行の「漸進的な引締め」から「中立的」に変更した上で金利を据置き、今年半ばから年末にかけて利下げの要否を慎重に見極めようとする予想されます。

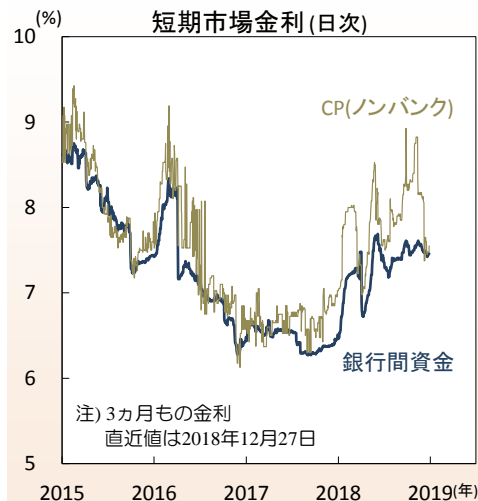
RBIのパテル総裁の突然の辞任は、金融市場に大きな衝撃を与えました。12月10日の夕刻、RBIのサイトはパテル総裁による辞任声明を掲載。わずか88語の簡潔な声明は、一身上の理由で直ちに職を辞すと記し、職員や幹部への謝辞などを述べました。RBI総裁が3年の任期の途中で辞任するのは1957年以来。猶予期間を置かない即時の辞任も異例です。何が背景にあるのか。RBIの政策に対する政府の介入に抗議するためという見方も絶えません。同総裁辞任の観測は10月末に浮上。10月26日にRBIのアチャルヤ副総裁が中央銀行の独立性の重要性を訴える講演を行い、政府とRBIの対立の存在が意識された直後のことでした。対立は、(a)RBIが複数の国有銀行に対して発動した早期是正措置(PCA)、(b)ノンバンク部門の流動性不足、(c)RBIの剰余金を用いた政府への配当支払いの是非などを巡るものであったとみられます。

● 銀行監督等を巡る政府との対立が総裁辞任の背景か

RBIは国有銀行21行の内11行に対して早期是正措置(PCA)を発動し、新規貸付などを制限。対象行は多額の不良債権を抱え、自己資本比率が低下していました。また、銀行間の流動性がひっ迫気味となる中で、10月には大手ノンバンクIL&FSが社債の利払いを停止。流動性不足に悩むノンバンクや借手企業の経営者は、RBIに流動性を供給させ、また、PCAによる規制を緩和させるよう政府に求めていたとみられます。

政府は12月11日にシャクティカンタ・ダス元財務次官をRBI総裁に指名。パテル総裁の辞意表明の翌日と異例に早い決定であり、パテル氏の辞意を知る政府が水面下で次期総裁指名の準備をしていたとの見方も絶えません。同氏は40年近く経済官僚を務め、金融、税制、産業、インフラ等の分野に関与。RBIの理事も務めました。近年は、高額紙幣の廃貨、物品サービス税(GST)の導入、破産法の改正など現政権による重要な政策の実行に政府高官として立ち会いました。前年に定年を迎えて以降は、金融委員会の委員やG20(主要20カ国)会合のインド代表の補佐官(シェルパ)を務めています。ラジャン氏とパテル氏、2代連続で米国で教育を受けたエコノミスト(経済学博士号を取得後、IMF等国際機関に勤務)が総裁を務めた後、総裁職は経済官僚の手に戻りました。

【図9】12月の主要州議会選挙では与党BJPが予想以上の惨敗(右)

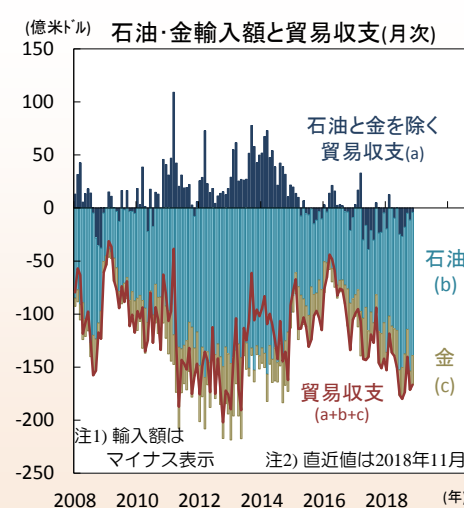
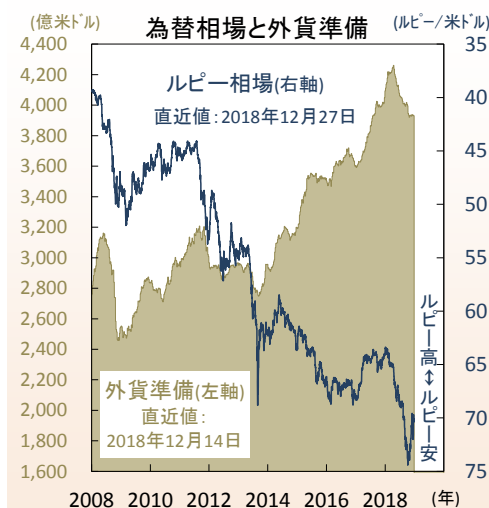


政党	下院総選挙		州議会選挙	
	2014年	2008年	2013年	2018年*
マディヤ・プラデシュ(MP)州				
マディヤ・プラデシュ(BJP)	27 (93.1)	143 (62.2)	165 (71.7)	109 (47.4)
インド国民会議派(INC)	2 (6.9)	71 (30.9)	58 (25.2)	114 (49.6)
大衆社会党(BSP)	0 (0.0)	7 (3.0)	4 (1.7)	2 (0.9)
その他	0 (0.0)	9 (3.9)	3 (1.3)	5 (2.2)
総議席	29 (100.0)	230 (100.0)	230 (100.0)	230 (100.0)
ラジャスタン(RJ)州				
インド人民党(BJP)	25 (100.0)	78 (39.0)	163 (81.5)	73 (36.5)
インド国民会議派(INC)	0 (0.0)	96 (48.0)	21 (10.5)	99 (49.5)
大衆社会党(BSP)	0 (0.0)	6 (3.0)	3 (1.5)	6 (3.0)
その他	0 (0.0)	20 (10.0)	13 (6.5)	22 (11.0)
総議席	25 (100.0)	200 (100.0)	200 (100.0)	200 (100.0)
チャティスガル(CH)州				
インド人民党(BJP)	10 (90.9)	50 (55.6)	49 (54.4)	16 (17.8)
インド国民会議派(INC)	1 (9.1)	38 (42.2)	39 (43.3)	65 (72.2)
大衆社会党(BSP)	0 (0.0)	2 (2.2)	1 (1.1)	8 (8.9)
その他	0 (0.0)	0 (0.0)	1 (1.1)	1 (1.1)
総議席	11 (100.0)	90 (100.0)	90 (100.0)	90 (100.0)

注) ()内は議席率(%), 2018年の一部は暫定結果、下院総選挙は当該州選挙区

出所) インド選挙管理委員会、各種報道、CEIC、Bloomberg

【図10】ルピーは11月に対米ドルで+6.3%上昇した後に小幅に反落(左)



出所) インド準備銀行(RBI)、インド中央統計局、CEIC

● 2018年末の主要州議会選挙で惨敗した与党BJP

ダス新総裁は12日の就任直後の記者会見で、RBIの独立性の重要性を強調するとともに説明責任の大切さにも言及し、RBIと政府の対立を対話を通じて解消したいと発言。調整能力に長けた新総裁は政府との関係改善に取組む構えです。また、政策の決定に際しては全ての関係者の意見を聴くとし、国有銀行幹部と面談し、近く民間銀行の幹部とも面談する考えを表明。PCAなど現行の金融規制を緩和することの是非や、銀行間市場への流動性の追加的な供給の要否を判断する材料にする考えとみられます。

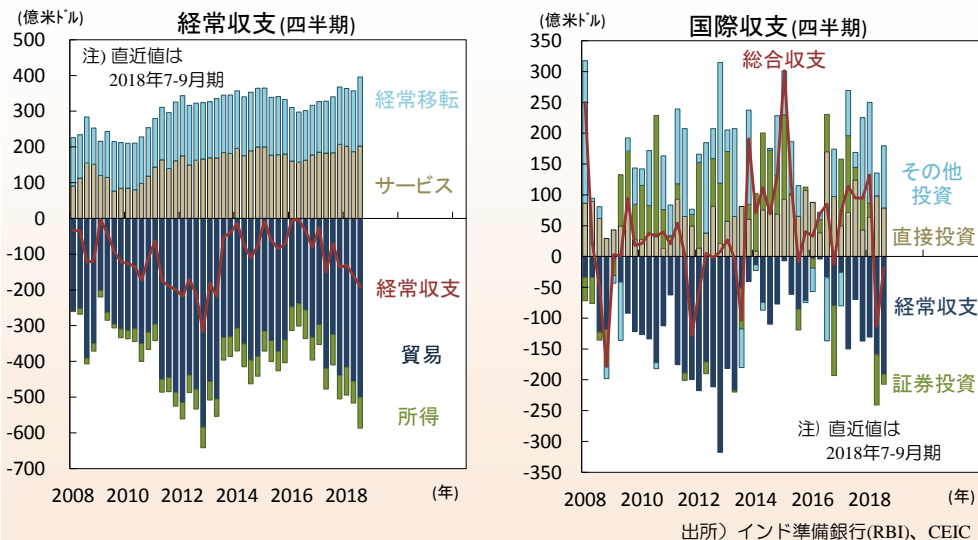
2019年春に下院総選挙を控え、政治的な不透明感が高まっています。12月11日に開票が始まった5つの州議会選挙では与党インド人民党(BJP)が惨敗。規模の大きいラジャスタン(RJ)州、マディヤ・プラデシュ(MP)州、チャティスガル(CH)州の3州では、インド国民会議派(INC)の獲得議席数がBJPを上回りました(図9右)。事前の世論調査は、RJ州でINCの勝利、CH州でBJPの勝利、MP州では僅差によるBJPの勝利を予想。選挙の暫定結果は、BJPにとって予想外に厳しいものでした。上記3州には有力な地方政党がなく、全国レベルの二大政党であるBJPとINCの一騎打ちに近い状況。様々な不満を持つ有権者が反現職投票を行う中、州政権党のBJPに不利な戦いとなりました。

● 春の下院総選挙を控え政治リスクを意識する金融市場

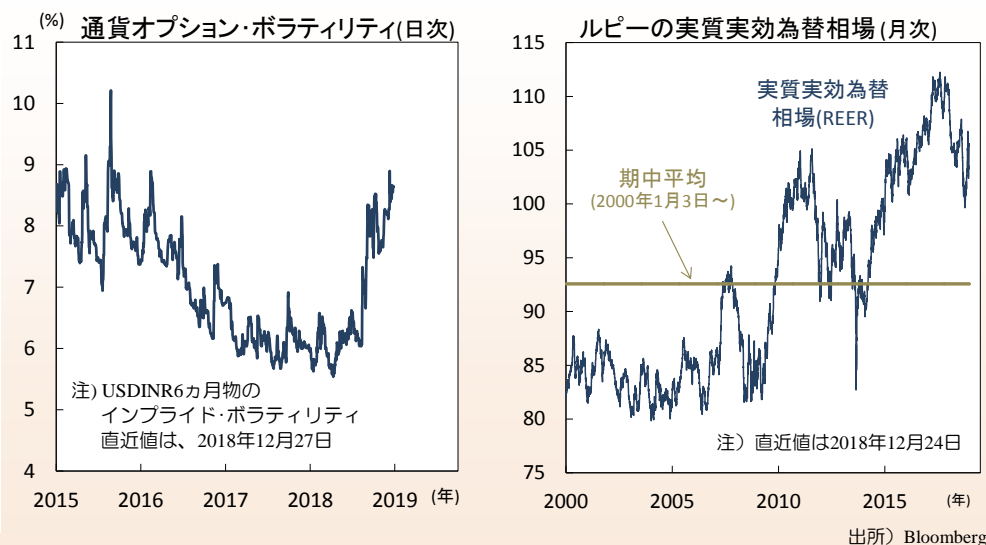
INCは、BJPの強固な支持基盤であったヒンディー語圏の上記3州で勝利。勢いに乗る同党は、今後は春の下院総選挙での政権の奪還を目指し有力地方政党との連立工作を活発化するでしょう。下院総選挙は死票の多い小選挙区制であり、BJPが圧勝した2014年でも同党の得票率は31%程度。もし、野党の全てが反BJP連合を結成し候補者を一本化していれば、BJPは惨敗していたはず。今後は、総選挙の行方を左右するINCによる連立交渉の動向に市場の関心が集まると予想されます。

州議会選挙でINCは農民債務の免除等を公約。今後は下院総選挙での農民票の獲得に向けて地方政府による債務免除の動きが広がるでしょう。パテルRBI総裁の辞任と州議会選挙の開票のあった12月第3週(10-14日)には、ルピーは対米ドルで前週比▲1.5%と(図10左)、主要アジア通貨最低の騰落率。金融緩和期待や州議会選挙通過による安心感から+0.8%上昇した株価(SENSEX指数)とは対照的でした。通貨オプション市場はルピーの変動を警戒(図12左)。政治的な不透明感や財政悪化リスクが背景とみられます。原油安による経常収支改善期待や物価の低下による実質金利上昇という支援要因はあるものの、ルピーの上値は当面重くなると予想されます。(入村)

【図11】 拡大する経常赤字と赤字に転じた総合収支 (右)



【図12】 上昇するルピーのボラティリティ(左)、割高感の残る為替相場(右)



【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

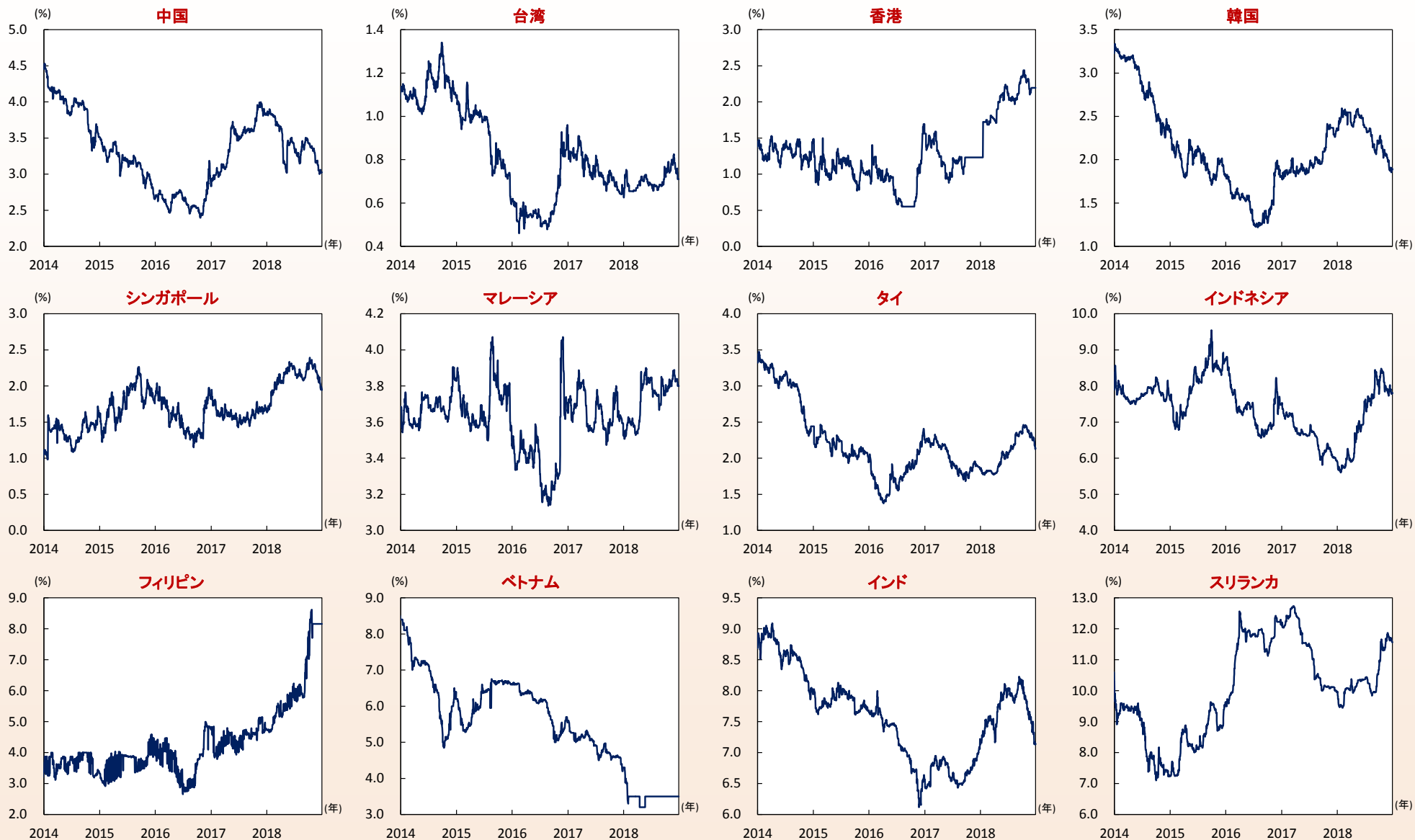


注1) 直近値は、2018年12月27日。

注2) ベトナムとスリランカはMSCIフロンティア・マーケット インデックス、その他はMSCI オールカントリー・ワールド インデックスの国別指数（現地通貨ベース、配当込み）。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

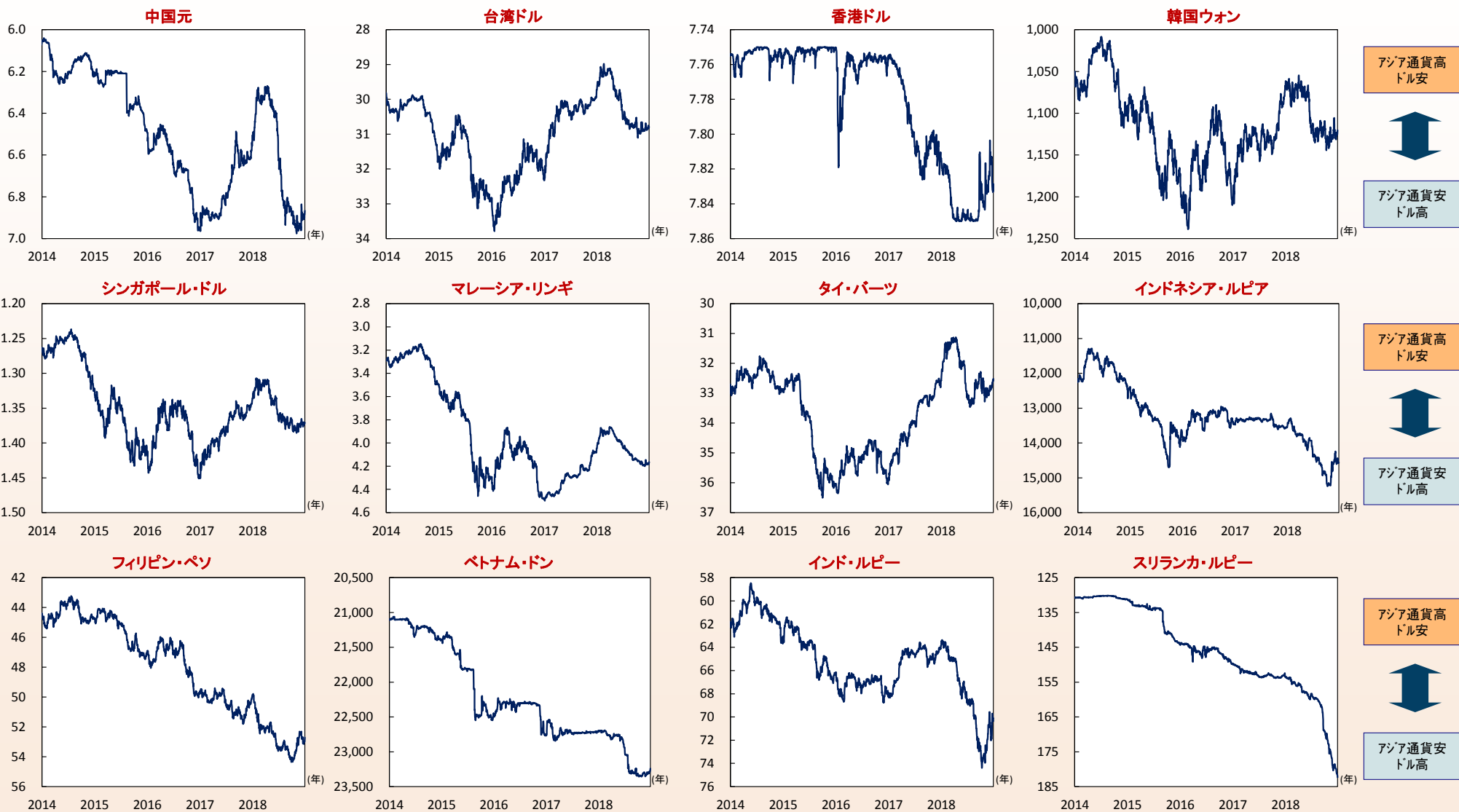
【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2018年12月27日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【アジア・マーケット・ウォッチ】(3)アジア通貨の対ドル相場



注) 単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2018年12月27日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本資料は、投資勧誘を目的とするものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日: 2018年12月27日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・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。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

本資料中で使用している指数について

MSCI オールカントリー・ワールド インデックス、MSCI エモフィア・マーケット インデックスに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404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