

【インド】下院総選挙観戦ガイド:争点、連立工作動向、選挙結果への市場の反応 .....1ページ  
【アジア・マーケット・ウォッチ】 .....9ページ

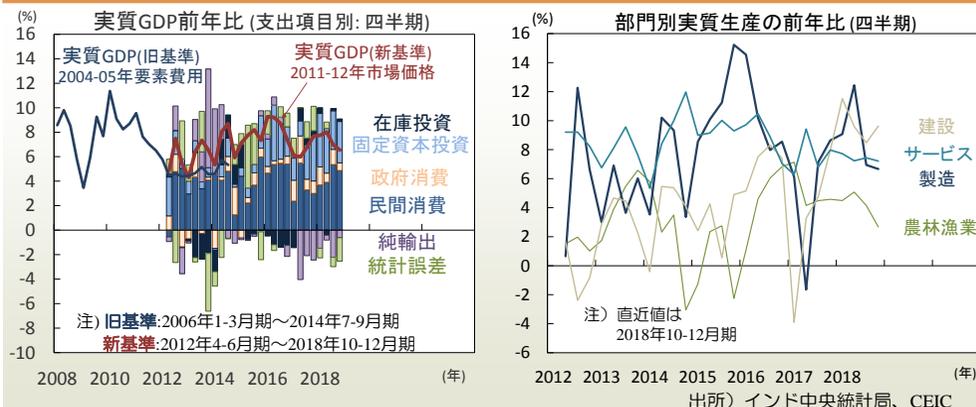
## 【インド】下院総選挙観戦ガイド:争点、連立工作動向、選挙結果への市場の反応\*

### ● モディ政権再選のかかった総選挙の動向に注目する市場

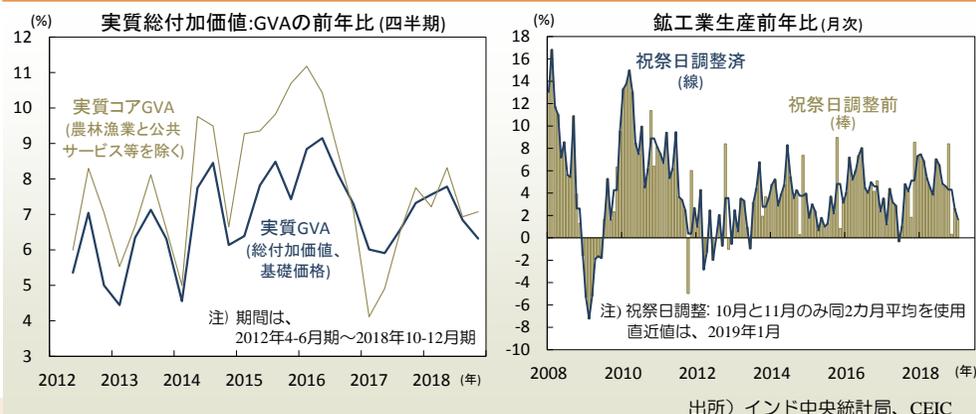
年初より軟調であったルピー相場は、3月初より上昇。2月末のパキスタン空爆を受けて与党支持率が回復し、現政権再選の期待が高まったことが背景です。モディ政権再選のかかる下院総選挙は5月19日にかけて実施。市場の関心は選挙動向に集中しています。本稿では、選挙結果を左右する要因を整理するとともに、選挙結果への市場の反応について考察します。まず、足元の景気動向を概観し(1-2頁)、2月半ば以降の印パ対立と与党支持率動向について分析(3頁)。次に、現政権の経済運営と農村部の困窮(3-4頁)、若年有権者増加の影響(4頁)、与野党の連立工作状況と州選挙区別の予想獲得議席(5-6頁)、選挙後の連立工作の可能性について整理(6頁)。最後に、選挙結果毎の市場の反応と(7頁)、当面のルピー相場動向について考察します(8頁)

総選挙が迫る中、足元の景気は鈍化しています。2月28日、インド政府は10-12月期の実質GDPが前年比+6.6%と前期の+7.0%より減速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+6.7%を下回ったことを公表しました。同成長率の鈍化は前年同期の成長率の急伸からの反動(ベース効果)によって誇張されており、季節調整済GDPの前期比年率は+5.6%と前期の+4.8%より加速。もっとも、同成長率は2018前半の+8.1%を下回っており、足元の景気が勢いを欠くことは否めません。需要側では、純輸出の寄与度が▲0.6%ポイント(pt)と前期の▲2.2%ptより下げ幅を縮め、在庫投資も+0.2%ptと前期と同率(図1左)。しかし、民間と政府の消費の鈍化に伴って内需(在庫投資を除く)の寄与度は+8.9%ポイント(pt)と前期の+9.8%ptより低下しました。民間消費は前年比+8.4%と前期の+9.8%より鈍化しました。二輪車と四輪車など耐久財消費が低迷(図4左)。農業生産の低迷による農業所得の鈍化、資金繰りの悪化したノンバンクによる消費者融資の低迷などが背景とみられます。政府消費は同+6.5%と前期の+10.8%より減速。財政収支が悪化する中で政府経常歳出を抑制した影響です。

【図1】 内需の鈍化に伴ってGDPの前年比は2期連続で減速(左)



【図2】 民間部門中心のコアGVAは加速(左)、足元で鉱工業生産は鈍化(右)



## ● 生産側では、農林漁業や公共サービス等が鈍化

10-12月期の実質固定資本投資は前年比+10.6%と前期の+10.2%より加速。銀行間市場の流動性のひっ迫やノンバンクの資金繰り悪化などの下押し要因はあったものの、銀行部門が企業向け貸付を伸ばしこの影響を緩和した模様です(図5左)。財政赤字の抑制目標を守ろうとする政府による公的投資圧縮が総投資を下押しするという懸念も実現しなかったとみられます。外需では、総輸出が同+14.6%と前期の+13.9%より加速した一方、総輸入は同+14.7%と前期の+21.4%より鈍化。昨年10月初にかけて進んだルピー安が時間差を伴って輸入を抑制したとみられます。この結果、純輸出の寄与度は▲0.6ptと前期の▲2.2%ptより下げ幅が縮小しました。

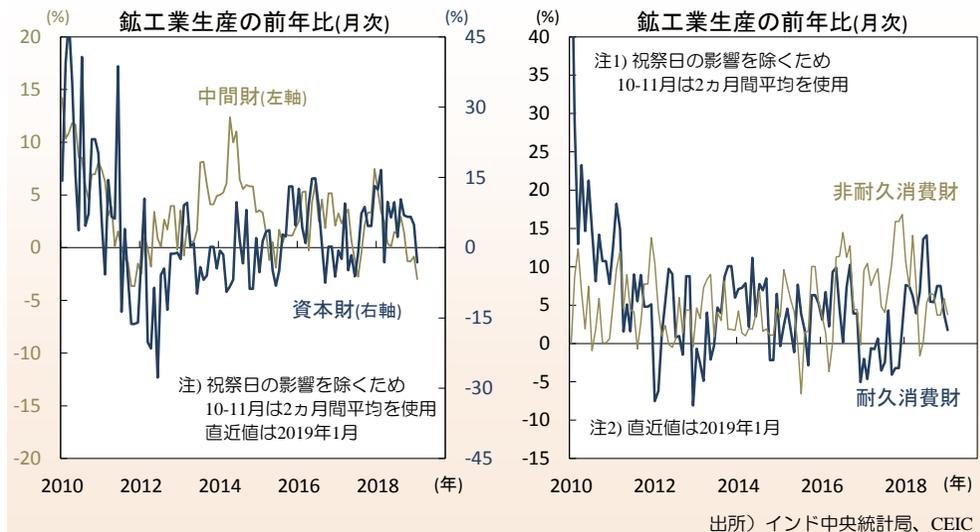
生産側から算出された総付加価値(GVA)では、農林漁業や政府関連の公共サービス等が鈍化。一方、民間部門の動向を反映するコアGVA(農林漁業と公共サービス等を除く)は同+7.1%と前期の+6.9%より加速しました(図1右)。農林漁業は同+2.7%と前期の+4.2%より鈍化(図1右)。雨季の降雨量のばらつき等から雨季作物の収穫が低迷しました。鉱業は同+1.3%と前期の▲2.1%より反発しました。製造業は同+6.7%と前期の+6.9%よりやや鈍化。前年同期の加速からの反動によるとみられます。

## ● 今年度の景気は緩やかに回復する見通し

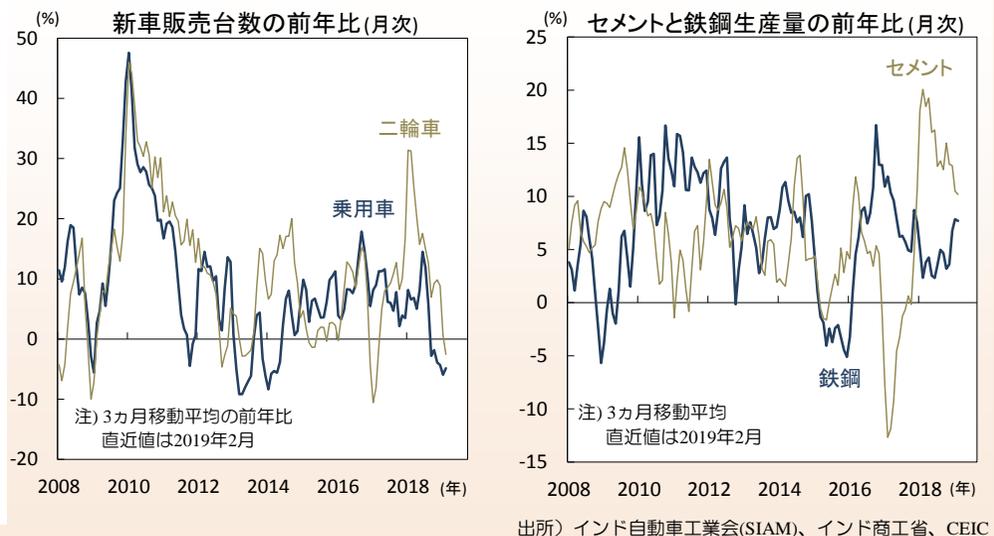
10-12月期の建設業の実質生産は前年比+9.6%と前期の+8.5%より力強く上昇。公共投資による道路建設の加速が背景とみられます。サービス部門は同+7.2%と前期の+7.4%より鈍化。金融・不動産等が同+7.3%と前期の+7.2%を上回り、流通・宿泊・運輸・通信が同+6.9%と前期と同率であったものの、政府の経常歳出の鈍化を受けて公共サービス等が同+7.6%と前期の+8.7%より鈍化しました。

今後当面、世界景気の減速に伴う輸出の鈍化、ひっ迫する財政による政府歳出の減速、総選挙を控えた不透明感に伴う企業投資の鈍化などが景気を下押しするでしょう。雨不足による乾季作物の作付けの遅れに伴って、農業生産も低迷を続ける見込みです。2月初公表の暫定予算案による農家への所得支援や低所得家計向け減税の恩恵は、今年半ば以降に顕在化するでしょう。今年後半以降は、暫定予算による家計向け現金給付、総選挙の終了による政治的不透明感の後退、ノンバンク経営危機の影響の一巡等に伴って、景気は緩やかに回復する見込みです。今年1-3月期の成長率は+6.5%前後と低迷し、昨年度(～2019年3月)通年の成長率は+7.0%と前年度の+7.2%を下回った後、成長率は今年度に+7.2%前後へと緩やかに回復すると予想されます。

## 【図3】資本財、中間財、消費財とも生産の伸びが鈍化



## 【図4】低迷する耐久財販売(左)、セメント生産の伸びは鈍化しつつ堅調(右)



## ● 低迷を続けた与党支持率はパキスタン空爆後に回復

4-5月に総選挙を控える中で、インド人民党(BJP)の率いる連立与党(国民民主同盟:NDA)の支持率は3月初以降回復しています。世論調査によるNDAの予想議席率は、昨年初の55%から今年2月に43%に低下した後、3月には48%に回復(図6左)。2月までの支持率低迷は、農村部の困窮や雇用環境の悪化などによるものであり、3月以降の回復はモディ政権によるパキスタンへの強硬姿勢への共感の高まりによるとみられます。

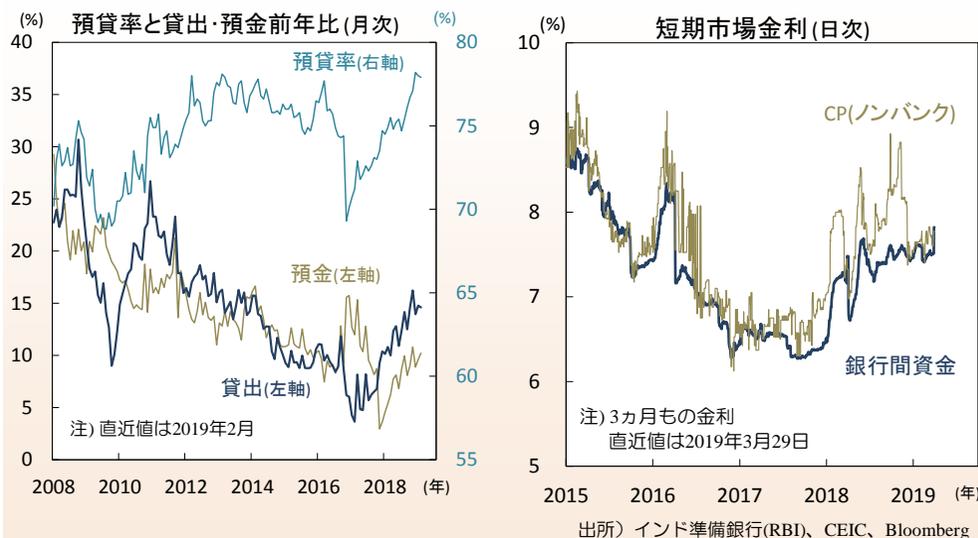
2月14日、インド側カシミール地方での自爆テロによってインド中央予備警察の隊員40名以上が死亡。その直後にパキスタンのイスラム過激派組織ムハンマド軍(JeM)が犯行声明を公表しました。JeMは、ジャンム・カシミール(JK)州をパキスタンに併合することを目指して対印武装行動を展開。2001年のインド国会議事堂襲撃、2016年のパンジャブ(PJ)州インド空軍基地の襲撃、2017年のJK州インド警察庁舎襲撃を実行したとみられる組織です。2月26日にはインド軍がパキスタン領内のJeMの拠点を空爆し、テロリスト約300-400人が死亡したと公表。インド軍によるパキスタン領内の空爆は1971年の第三次印パ戦争以来であり、1980年代末に両国が核武装して以降では初のもの。近年軍事行動を自制してきたインド政府としては、極めて強硬な措置と言えます。

## ● 国防問題への関心の高まりという追い風は持続するのか

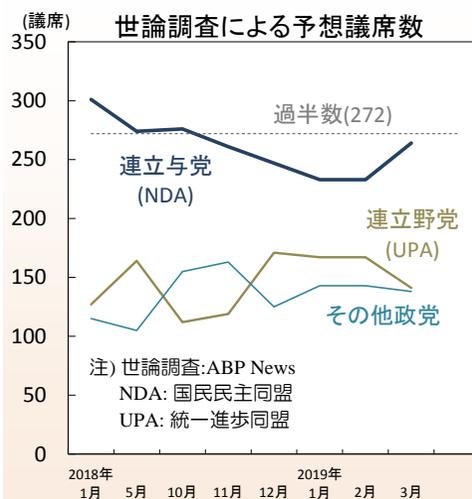
翌2月27日には、パキスタン政府がインド側カシミール地方を攻撃しインド軍機を撃墜、パイロットを拘束したと公表。両国間の緊張が高まりました。しかし、3月に入ると軍事的な緊張は緩和。3月1日に上記パイロットが解放され、パキスタン政府は3月5日にはJeMを初めとする国内テロ組織の幹部等44人を拘束しました。軍事的な緊張が緩和するとともに、国内ではパキスタンに対して強硬な措置を取ったモディ政権を賞賛する声が高まり、NDAの支持率が回復しました。

なお、足元で回復しているとはいえ、NDAの予想議席率は過半数前後。NDAの議席が過半数に足らなかった場合、連立野党の統一進歩同盟(UPA)が地方政党(図7に主要政党を記載)の協力を得て政権を奪還する可能性も否定はできません。足元で高まる国防問題への関心や愛国的な感情が4-5月の選挙期間も持続するのか、2月までのNDA支持率低迷をもたらした農村部の困窮や雇用情勢の悪化が再び争点となるのかに注目が集まります。有権者の7割近くが属する農村部の困窮は、主に天候不順や主要作物価格の低迷が生んだものであるものの、現NDA政権が経済の安定化に成功した副作用として農村部が厳しい環境にあるという面も否定できないと考えられます。

## 【図5】銀行融資の伸びは加速(左)、ノンバンク調達金利の高騰は一巡(右)



## 【図6】2月まで低迷した与党支持率は、パキスタン空爆後の3月より反転



## 下院総選挙結果と世論調査

		国民民主同盟(NDA)	統一進歩同盟(UPA)	その他政党
選挙結果	2009年	159 (29.3)	262 (48.3)	122 (22.5)
	2014年	336 (61.9)	60 (11.0)	147 (27.1)
世論調査	(a) 2019年3月	273 (50.3)	133 (24.5)	137 (25.2)
	(b) 2019年3月	283 (52.1)	135 (24.9)	125 (23.0)
	(c) 2019年3月	264 (48.6)	141 (26.0)	138 (25.4)
	(d) 2019年3月	285 (52.5)	126 (23.2)	132 (24.3)
	(e) 2019年3月	264 (48.6)	165 (30.4)	114 (21.0)
	(f) 2019年2月	242 (44.6)	148 (27.3)	153 (28.2)
	(g) 2019年1月	237 (43.6)	166 (30.6)	140 (25.8)
	上記平均	264 (48.6)	145 (26.7)	134 (24.7)

注) ( )内は議席率: %。調査機関は、(a) News Nation、(b) Times Now-VMR、(c) ABP News-Cvoter、(d) India TV-CNX、(e) Zee 24 Taas、(f) VDP Associates、(g) India Today-Karvy、日付は調査結果公表月。

出所) 各種報道

## ● 現政権は経済の安定化を実現したが、農村部は困窮

NDA政権誕生前の10年に渡って政権を担ったUPA中核のインド国民会議派(INC)は中道右派政党であり、農村部の有権者の生活を重視。多額の現金給付や主要作物の最低支持価格(MSP)の大幅引上げを行って農村部賃金の上昇を実現したものの(図9右)、食品物価の高騰という副作用も生み出しました(図9左)。農村部需要の過度な刺激の結果、経済はバランスを崩し、景気は悪化し物価は高騰し経常赤字が拡大。物価上昇の加速に伴って農村部の実質賃金は鈍化(図9右)、複数の汚職疑惑も浮上する中で有権者の不満が高まり、UPAは2014年の総選挙で惨敗。現在のNDA政権が誕生しました。

経済の安定性を重視するNDA政権は、農村部への現金給付やMSPの伸びを抑制。農産物流通制度の効率化にも取組み、物価高騰の元凶であった食品物価の抑制に成功します。景気回復と物価抑制と経常赤字の削減などマクロ経済の安定化に成功したNDA政権を、内外の投資家や企業家は賞賛。しかし、農村部賃金の伸びは鈍化し同部門には不満が充満しています。健全な経済運営を行ったゆえに農村部の支持を失うNDA政権。現政権を取り巻く状況は、経済安定化に成功しながら農村票の離反で再選を果たせなかった15年前のNDA政権(バジパイ政権)に不気味なほど似ています(図9)。

## ● 若年有権者の増加はモディ政権にとって追い風に

農村部支援の必要性を認識した政府は、2月初公表の来年度予算案で土地持ち農民への現金給付を導入。もっとも、一部の州では農地登記制度が電子化されていないことに加え登記内容も不正確であり、現金給付が計画通りに進むかは定かではありません。

今回の選挙でNDAに有利に働くのは、(a)国防問題への関心の高まり、(b)モディ首相支持者の多い若年有権者の増加、(c)BJPによる連立工作の進展など。不利に働くのは(d)農村部の困窮、(e)地方政党の連立による候補者一本化の動き等です。(b)に関しては、若年層の多くは2002年グジャラート州の宗教暴動の記憶がないため、当時同州の首相であったモディ氏が強硬なヒンドゥー・ナショナリストであるという印象が希薄。経済改革に取り組む意志の強い指導者、貧しい後進カースト家庭出身から首相に上り詰めた努力家といった好ましい印象が持たれており、首相の支持率を高めているとみられます。ヒンドゥー・ナショナリストのBJPを支持しないがモディ首相は支持する有権者も多いため、今回も首相を前面に出した選挙戦が進んでいます。(c)と(e)に関しては、2014年総選挙の「モディ旋風」で惨敗を喫した地方政党が進める「反BJP連合」結成の動きがマイナス材料、BJPによる有力地方政党との連立工作の進展がプラス材料です。

## 【図7】南部TN州や北部BR州の地方政党が今回与党連合NDAに参加

主要政党の下院議席数と所属連合等

政党名	略称	支持基盤	下院議席数		所属連合		
			2009年	2014年	2009年	2014年	2019年
インド人民党	BJP	全国	116	282	NDA	NDA	NDA
インド国民会議派	INC	全国	206	44	UPA	UPA	UPA
全印アンナ・ドラヴィダ進歩連盟	AIADMK	TN	9	37	他	他	NDA
全印草の根会議派	TMC	WB	19	34	UPA	他	他
ビジュ・ジャナタ・ダル	BJD	OD	14	20	他	他	他
シヴ・セナー	SS	MH	11	18	NDA	NDA	NDA
テルグ・デーサム党	TDP	AP/TS	6	16	他	NDA	他
テランガナ民族会議	TRS	AP/TS	2	11	NDA	他	他
インド共産党(マルクス主義)	CPI(M)	全国	16	9	他	他	他
YSR会議派	YSRCP	AP/TS	-	9	-	他	他
ナショナリスト会議派	NCP	MH	9	6	UPA	UPA	UPA
社会主義党	SP	UP	23	5	他	他	他
ジャナタ・ダル(統一派)	JD(U)	BR	20	2	NDA	他	NDA
大衆社会党	BSP	UP	21	0	他	他	他
ドラヴィダ進歩連盟	DMK	TN	18	0	UPA	他	UPA

注) 2009年または2014年選挙で下院8議席以上を獲得した政党を記載、所属連合は総選挙直後のもの  
支持基盤の州名は、TN: タミル・ナドゥ、WB: 西ベンガル、OD: オディシャ、MH: マハラシュトラ、  
AP: アンドラ・プラデシュ、TS: テランガナ、UP: ウッタル・プラデシュ、BR: ビハール  
政党連合は、NDA: 国民民主同盟、UPA: 統一進歩同盟

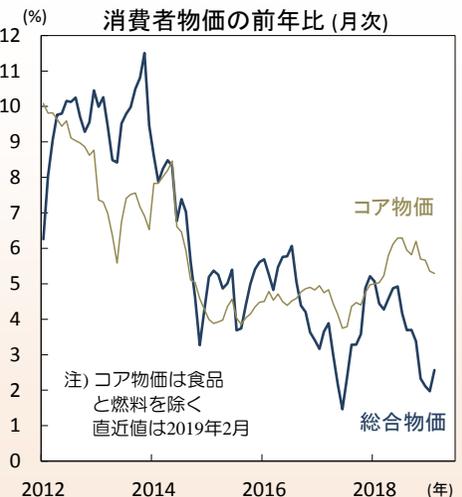
出所) インド選挙管理委員会、各種報道

## 【図8】ウッタル・プラデシュ(UP)州選挙区では与党議席が大幅減少か(左)

連立与党の州選挙区別下院議席数

州選挙区	略称	下院議席数	NDA議席数(議席率)		増減(b-a)
			2014年実績(a)	2019年予想(b)	
ウッタル・プラデシュ	UP	80	73 (91)	39 (49)	▲34
マハラシュトラ	MH	48	41 (85)	35 (72)	▲6
西ベンガル	WB	42	2 (5)	11 (25)	+9
ビハール	BR	40	33 (83)	28 (69)	▲5
タミル・ナドゥ	TN	39	1 (3)	12 (30)	+11
マディヤ・プラデシュ	MP	29	27 (93)	22 (76)	▲5
カルナタカ	KA	28	17 (61)	14 (51)	▲3
グジャラート	GJ	26	26 (100)	24 (90)	▲3
ラジャスタン	RJ	25	25 (100)	19 (76)	▲6
アンドラ・プラデシュ	AP	25	17 (68)	1 (3)	▲16
オディシャ	OD	21	1 (5)	10 (48)	+9
ケララ	KL	20	0 (0)	1 (5)	+1
テランガナ	TS	17	0 (0)	1 (6)	+1
ジャルカンド	JH	14	12 (86)	9 (62)	▲3
パンジャブ	PJ	13	6 (46)	3 (23)	▲3
チャティスガル	CG	11	10 (91)	6 (50)	▲5
ハリヤナ	HR	10	7 (70)	8 (77)	+1
北東部諸州	-	22	10 (45)	13 (58)	+3
上記以外	-	33	28 (85)	22 (66)	▲6
合計	-	543	336 (62)	275 (51)	▲62

注) 2019年の議席予想は、2019年3月公表の下記世論調査の単純平均。(1)Times Now-VMR、(2) News Nation、(3) India TV-CNX



出所) インド選挙管理委員会、各種報道、インド中央統計局、CEIC

## ● 多党が参加の小選挙区選挙では連立工作が勝敗を左右

下院選挙は単純小選挙区制。多くの政党が候補を擁立するほど死票が多くなり大政党に有利になります。2014年の総選挙では、BJPが31%の得票率で52%の議席を獲得。しかし、仮にBJPの率いるNDAに参加しない全ての政党が連立し候補を一本化していた場合、BJPは敗北していたはず。数多くの政党が参加する同選挙では連立工作が選挙結果を左右します。2014年総選挙でのBJPとNDAの圧勝に脅威を感じた地方政党の一部は、「反BJP連合」の組成を画策。2015年のピハール(BR)州議会選挙や2018年のウッタル・プラデシュ(UP)州選挙区の下院補欠選挙でBJPに勝利しました。

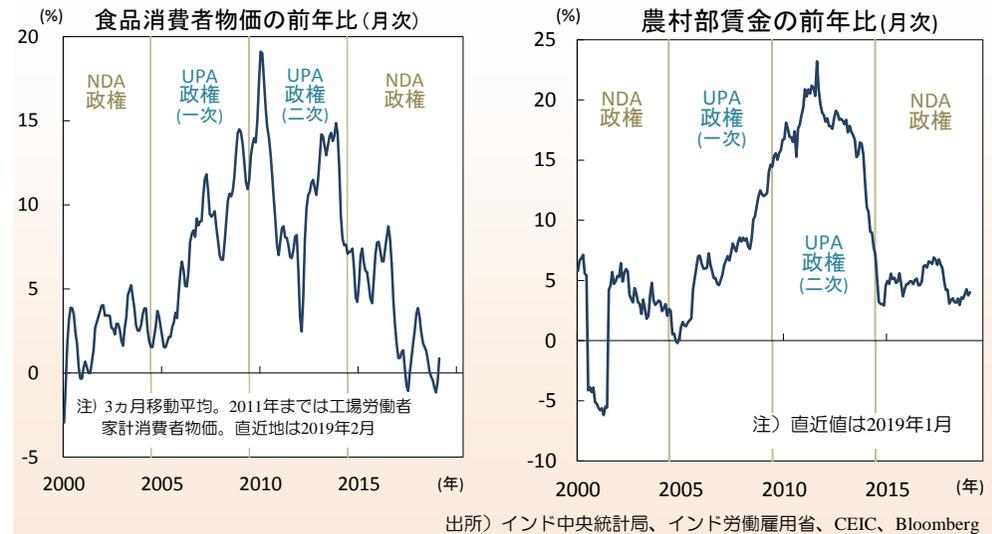
州選挙区毎の予想議席数を見ると(図8左)、NDAは国内最大の人口を擁する北部のUP州で34議席を失う見込み。BJPの伝統的な支持基盤である北部ヒンディー語圏以外の地域での支持を拡大しない限り、再選は難しいでしょう。そのためには有力地方政党との協力が不可欠。後述する南部TN州のAIA-DMKとの連立は大きな一歩と言えます。また、選挙前の連立(候補統一を含む)を受け入れない地方政党と選挙後に連立することも重要でしょう。加えて、昨年2-3月の州議会選挙で政権を獲得した東北部の諸州でも、連立相手との関係を強化し議席数を積み増すことが必要とみられます。

## ● 北部UP州で失う議席を他地域で補えるかが再選のカギに

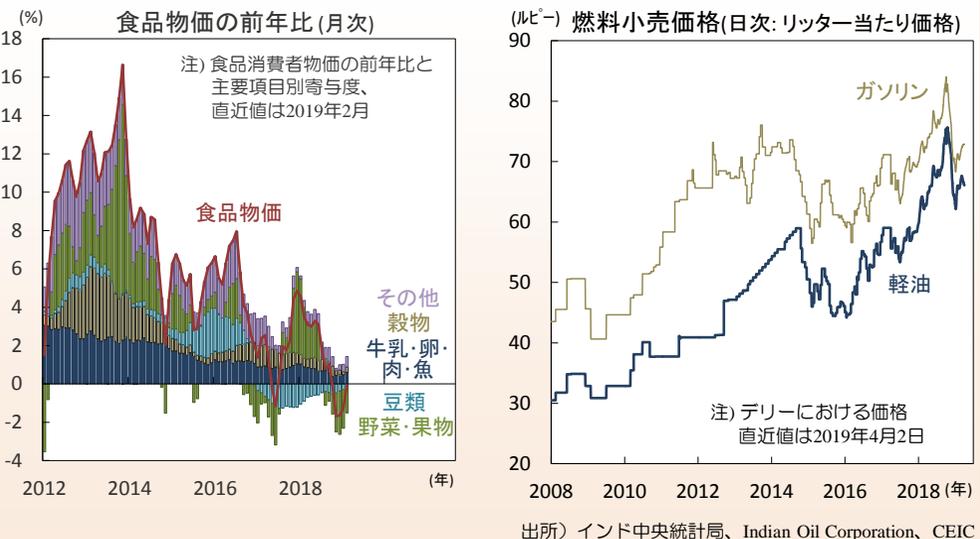
2014年の総選挙では、北部UP州での圧勝がBJP躍進の原動力でした。しかし、今回は同州の二大地方政党のSPとBSPが連立と候補一本化を行うことが逆風です。UPAを率いる国民会議派(INC)が同連立に加わらず三つ巴の戦いとなることは不幸中の幸い。同州ではパキスタン空爆など現政権の強硬姿勢が高く評価されており、地方政党BSPの幹部十数名が同党を離脱しBJPに参加するなどの動きもあるものの、厳しい選挙戦が予想されます。南部AP州でもNDAは16議席を失う見込み(図8左)。前回選挙で与党連合NDAの一角を占めた地方政党TDPが連立を離脱した影響です。もっとも、AP州とTS州では地方政党YSRCPの躍進とTDPの苦戦が予想されます。YSRCPはBJPともINCとも敵対関係にはなく、選挙後に連立工作が行われる可能性も残ります。

現NDA政権下では下院で単独過半数を占めるBJPの独断専行も目立ち、連立相手の不満が蓄積。今回の総選挙でBJPの過半数議席割れが現実視される中、連立相手が政権参加の条件としてモディ首相の退任を求め選挙後に首相が交代するとの懸念も一時は浮上しました。しかし、総選挙が迫る中でBJPは連立相手の懐柔に努め総選挙の候補統一化で連立相手に大きく譲歩したため、上記の懸念は足元では後退しています。

## 【図9】与党NDA政権下では農村部賃金と食品物価が低迷



## 【図10】低迷する野菜果物物価(左)、燃料小売価格は足元で反発(右)



## ● 南部TN州の有力地方政党を迎えた連立与党

西部MH州では、BJPは近年関係が悪化していた地方政党SSとの関係を修復し、同州のNDA議席減を6議席程度に抑える見込み(図8左)。もっとも、SSはBJPが持つMH州首相ポストを譲るよう求めるなど過大な要求をしており、将来の不和の芽は残っている模様です。南部TN州では、NDAが11議席前後を新たに獲得の見込み。2期連続で同州の政権を担う有力地方政党のAIA-DMKをNDAに迎えたためです。もっとも、UPA陣営の一員である強力なライバル地方政党のDMKは、今回、AIA-DMKを上回る議席を獲得する見込みです。東部OD州では、NDAが10議席前後を新たに獲得の見込み。予想通りにBJPが躍進した場合、2009年以降は主要政党との選挙協力を行っていない同州の地方政党BJDが約10年ぶりにNDAに加わるかが焦点になるでしょう。

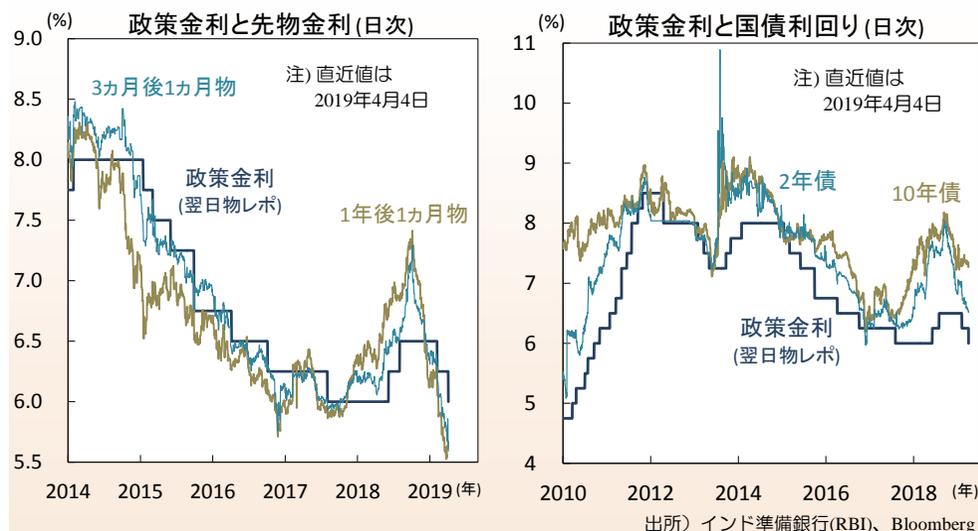
東部WB州では、NDAが9議席前後を新たに獲得の見込み。BJPは前回選挙以降、それまで殆ど基盤を持たなかった同州で勢力を拡大しており、BJPを敵視する強力な地方政党TMCと対決します。南部TS州でのBJPの基盤は弱く、NDAは1議席獲得程度に留まる見込み。もっとも同州の政権党である有力地方政党TRSはINCによる勢力拡大のリスクに晒されており、選挙後にBJPとの連立を模索する可能性も残ります。

## ● 今回は選挙後の連立工作によって勝敗が決定か

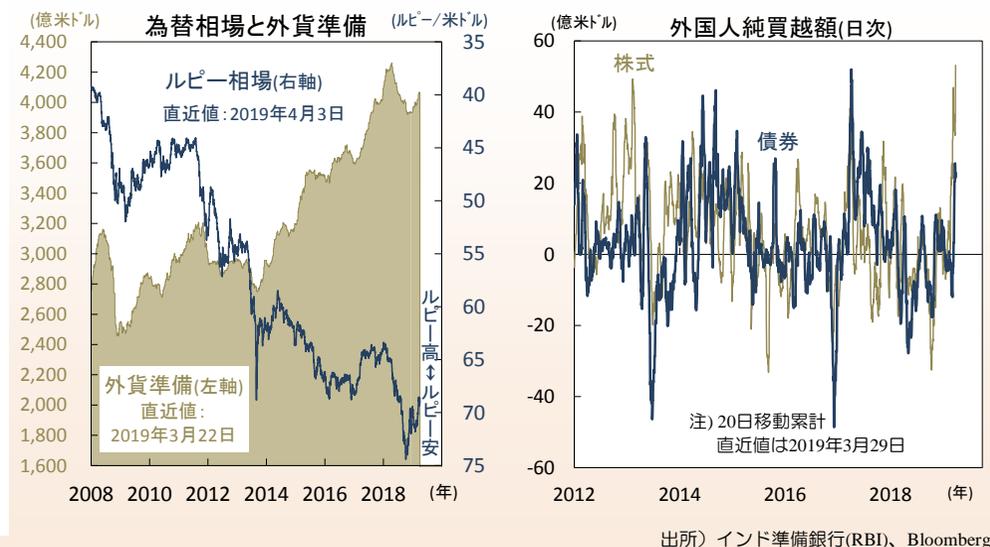
当面は、選挙結果を左右するBJPとINCによる選挙前の連立工作与候補一本化交渉の進展が注目されます。また、最終投票日の5月19日の夕刻以降には各社が出口調査を公表し、23日には選挙管理委員会が選挙結果を公表。この時点では、独立して選挙を戦った地方政党との連立工作にNDAとUPAが乗り出す見込みです。前回の総選挙ではBJPが単独過半数議席確保の圧勝を遂げたものの、今回はNDA全体でも過半数議席を確保できるか定かでないため、選挙後の連立工作の重要性が増すと予想されます。

なお、INCはBJPより数多くの地方政党と協力関係を構築した実績を持ちます。BJPはヒन्दゥー・ナショナリスト政党であり、イスラム教徒を支持基盤に持つ地方政党にとって協力しづらい相手です。2014年にNDA政権が誕生して以降、BJPの支持母体である民族奉仕団(RSS)系列の団体が勢いづき、ヒन्दゥー教で神聖視される牛の保護活動を展開。イスラム教徒の飼育業者や牛の死体の解体を行うヒन्दゥー教下層カースト住民を襲撃し暴行を加えるなど、過激な行動も目立ちます。世論の批判が高まる中でも沈黙することの多いモディ首相の姿に失望した後進カースト有権者も少なくないとみられ、選挙後の連立工作にも少なからぬ影響を与えられそうです。

【図11】2月の利下げ以降、先物金利は追加利下げを織込む動きに(左)



【図12】ルピーは3月初より上昇(左)、加速する証券投資資本流入(右)



## ● 経済改革の速度はNDA再選の場合が最速となる見込み

総選挙の結果は、可能性の高い順に、(I)NDAの再選、(II)UPAの勝利、(III)NDAとUPA以外の地方政党連合の勝利となるでしょう。新政権による経済改革の進展速度は(I)～(III)の順となるため、市場の反応も(I)を歓迎、(II)は中立、(III)を懸念(リスク資産売り)となるとみられます。(I)に関しても、中核のBJPが十分な(220議席超)を確保する場合(I-a)とこれを下回る場合(I-b)があり得ます。

上記(I-a)の場合、BJPは少数の連立相手とともに政権を立ち上げることとなり、経済改革が進む速度は最も早くなるでしょう。一方、前述の(I-b)の場合、より多くの政党を(一部は選挙後に)連立に迎え入れることが必要。調整や合意形成に時間がかかるため、経済改革の速度は(I-a)に劣ります。上記の(II)の場合、140以上の議席を得たINCが数多くの連立相手とともに政権を樹立。前回のUPA政権(2004-14年)と同様に、調整や合意形成に多くの時間がかかるとみられます。また、INCはBJPに比べ農村部支援志向が強いため、各種の施策による財政悪化や物価上昇が起こりやすくなるでしょう。INCは4月2日に選挙公約集を公表。最低所得保障制度(NYAY)を導入し、所得順位で下位20%の家計に年72,000ルピー(月間6,000ルピー)の現金を給付するとしました。

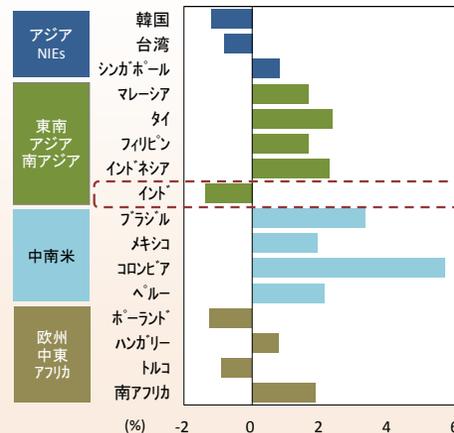
## ● 野党INCは多額の低所得家計向け現金給付を公約

上記に該当するのは5,000万家計であり、給付額は年間約3.6兆ルピーとGDPの1.8%に相当。また、公約集は、農民債務の全額免除、保健・教育予算の倍増なども提唱しました。2021年度までに連邦政府財政赤字のGDP比を3%に抑制するという目標を掲げるものの、一連の措置の財源は明示されず。仮に全ての公約が実行された場合、歳出の拡大に伴って財政収支が構造的に悪化することは避けられないでしょう。なお、現NDA政権の功績とされる物品サービス税(GST)導入は、UPA政権も取組んだ経緯があり、両者の経済運営の方向性に大きな違いはないと考えられます。

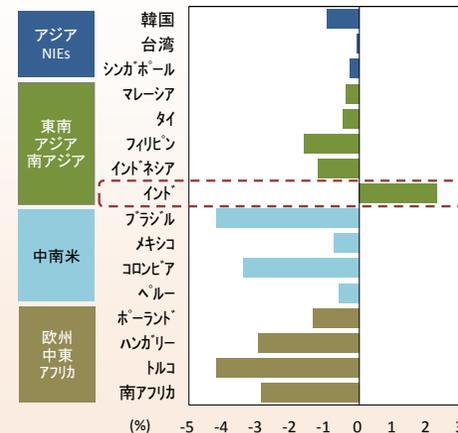
前述の(III)は、UP州のBSPやSPなど複数の地方政党が中核となり、INCによる閥外協力を得た場合に成立するでしょう。近年は複数の地方政党が州政権党として自州の経済発展を重視した経済運営を実施。必ずしも、同政権の成立が経済運営の質の悪化を意味するわけではないと思われます。しかし、規模の大きい中核政党を持たない同政権は潜在的に不安定であり、過去の例を見る限り連立内の内紛などに伴って早期に崩壊するリスクが高いと考えられます。この場合、政治的な不透明感が企業心理を悪化させ投資を下押しし、政治リスクの高まりがリスク資産価格を押下げるでしょう。

## 【図13】年初より2月まで軟調だったルピーは、3月にはアジア最強通貨に

主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率  
(2018年12月31日～2019年2月28日)

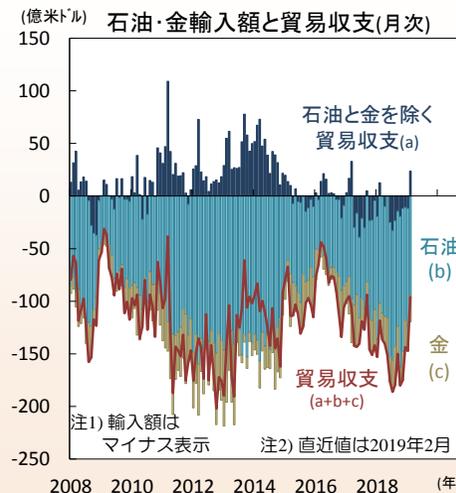


主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率  
(2019年2月28日～3月29日)



出所) Bloomberg

## 【図14】石油を初めとする輸入の鈍化に伴って2月の貿易赤字は縮小



## ● 1-2月に低迷したルピーは3月にはアジア最強通貨に

通貨ルピーは、3月に対米ドルで+2.3%上昇と、ドル高基調の下で多くの新興国通貨が下落する中でも堅調に推移。主要アジア通貨最大の上昇率を記録し、1-2月のアジア最弱通貨の地位を返上しました(図13)。3月初以降の印パ間の軍事的緊張の緩和、貿易収支の改善(図14)、連立与党支持率の回復(図6)に伴って4-5月の総選挙でモディ政権が敗退するのではないかという懸念が後退したこと等が背景です。

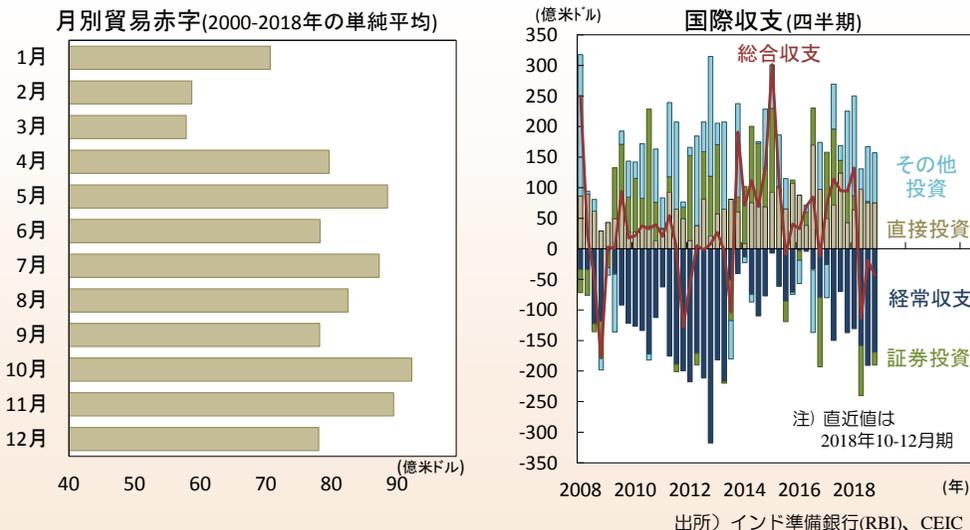
2月の貿易赤字は96億米ドルと前月の147億ドル、前年同月の118億ドルより縮小。輸出が前年比+2.4%と前月の+3.7%より鈍化する一方、輸入は同▲4.2%と前月の+1.0%より反落しました。季節的な輸入の減少と貿易収支の改善(図15左)に加え、前月の石油輸入の急伸からの反動や、内需の鈍化に伴う輸入全般の減速が背景とみられます。資本流入の加速も、ルピーを支えました。3月には、株式市場に61億ドル、債券市場に29億ドルの資本が流入しました(図12右)。年初以降は、連立与党の支持率の持続的な低下や、2月初公表の新年度予算案や与野党による農村部支援の公約等による財政悪化の連想などを嫌気して、証券投資資本が流出。今回の支持率回復をきっかけに、抑制していた同国資産残高を回復させる動きが加速したとみられます。

## ● 選挙関連情報の空白期間に入りルピーは当面堅調推移か

3月末には、インド準備銀行(RBI)が外国人による債券投資枠を拡大。国債投資枠の使用率は62%から57%に低下し、1.5兆ルピー前後の追加投資が可能になったとみられます(図16)。今回は、従来とは異なり資本流入局面での投資枠拡大であり、追加的な資本流入の余地は大きいでしょう。米欧の中央銀行が金融政策の正常化を休止し資本が高金利資産に向かいやすい環境も、追い風となる見込みです。外貨準備は2月末から3月22日にかけて74.5億ドル増加(図12左)。RBIは資本流入加速局面では将来の資本流出に備えてドル買い介入を行い、同準備を増強している模様です。もっとも、介入はルピー相場上昇を阻止するのではなく、上昇速度を抑える程度にとどまっています。

世論調査による連立与党の予想獲得議席率は過半数前後であり、かつ世論調査の予想精度が低いため、選挙結果は予断を許しません。もっとも、足元のNDA支持率が回復していることは朗報と言えるでしょう。今後は、初回投票の4月11日の2日前から世論調査公表が禁じられるため、最終投票日の5月19日夜以降の出口調査公表開始までは選挙関連情報の空白期間となります。5月19日以降は内容次第で相場の変動が大きくなるであろうものの、当面、ルピーは底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図15】証券投資資本流入の低迷によって国際収支は3期連続の赤字に(右)



【図16】外国人の国債投資枠の引上げに伴って、資本流入余地が拡大



## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

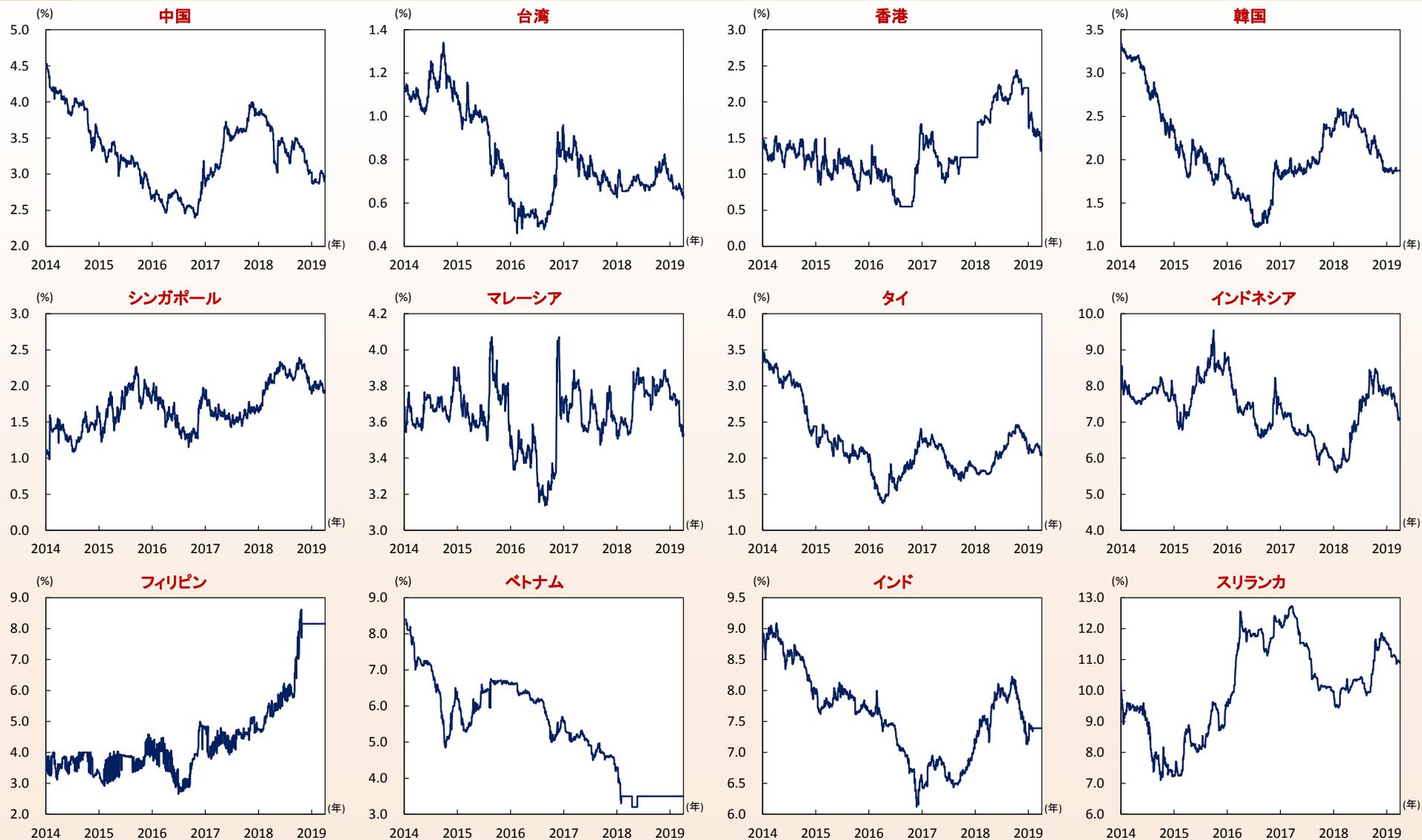


注1) 直近値は、2019年4月3日。

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

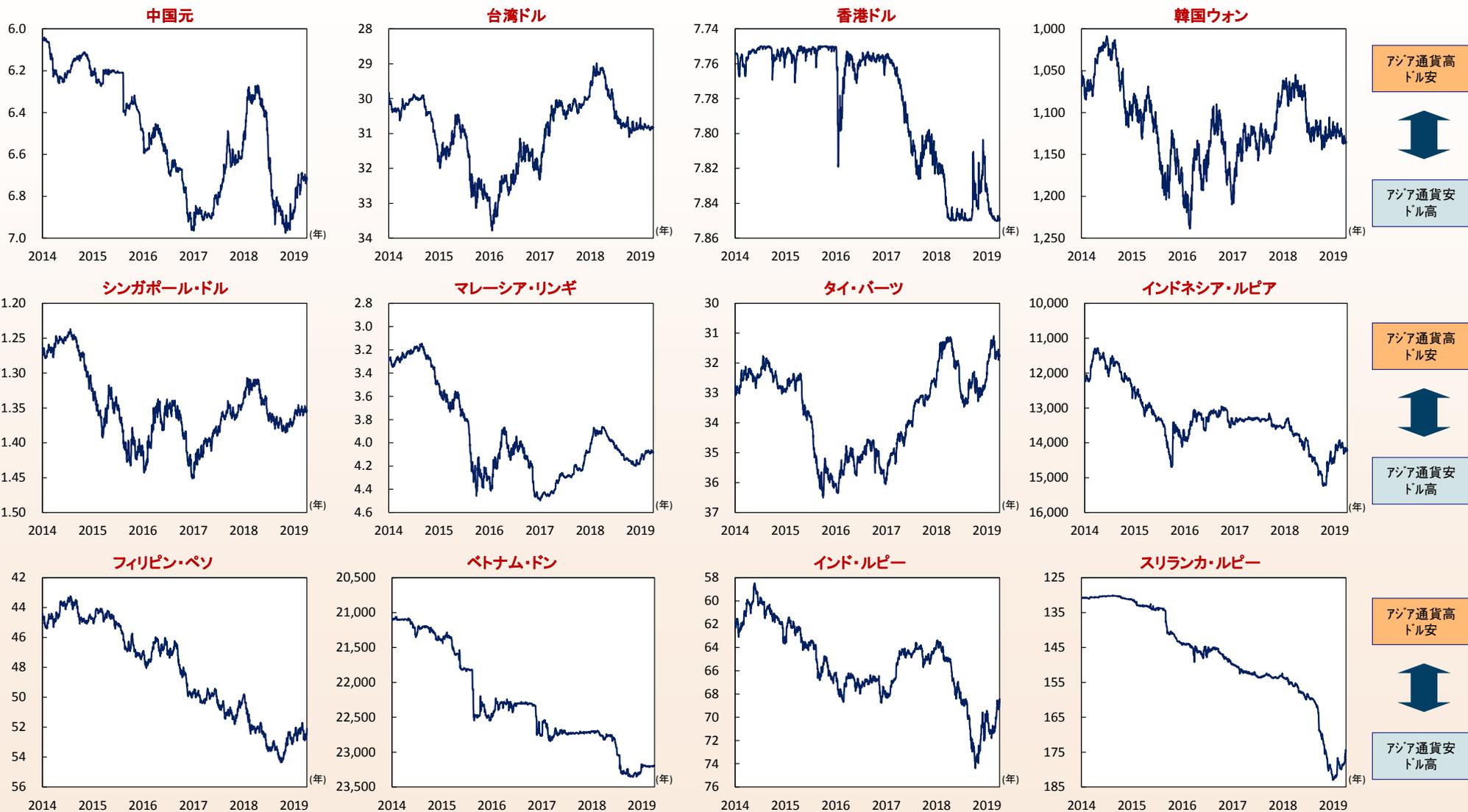
## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2019年4月3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、2019年4月3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: 2019年4月4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