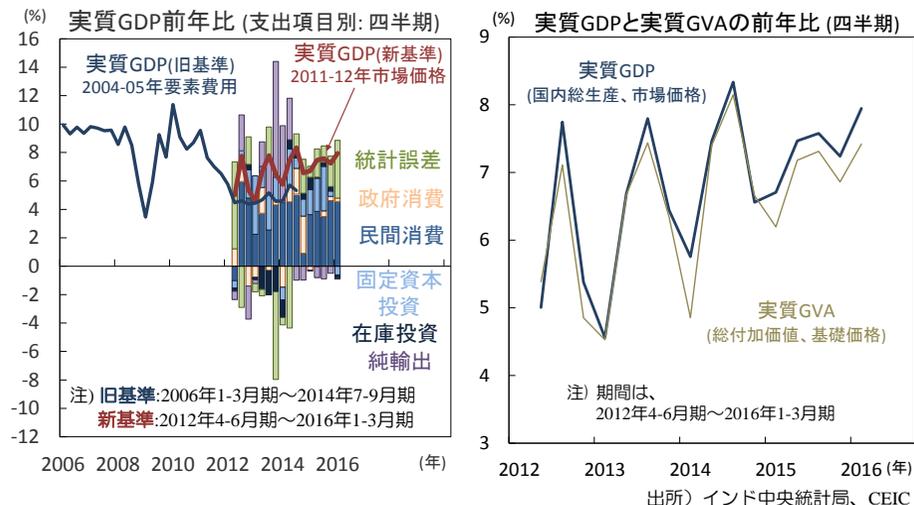


## インド：予想以上に加速した景気、ラジャン準備銀行総裁の去就を不安視し始めた市場

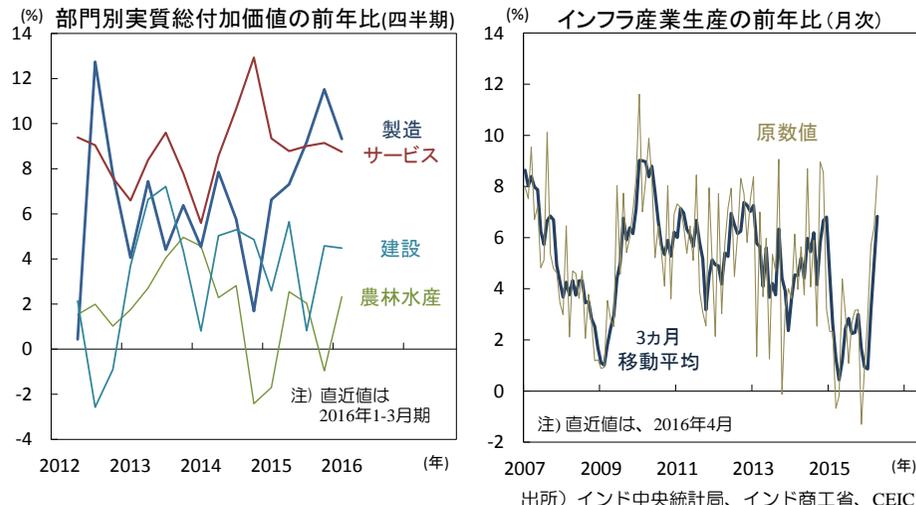
【図1】都市部を中心に好調な民間消費が景気拡大をけん引(左)



先週31日、インド政府は1-3月期の実質GDPが前年比+7.9%と前期の+7.2%より加速し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.5%を上回ったことを公表。生産側から算出される実質総付加価値(GVA)も同+7.4%と前期の+6.9%より加速しました(図1右)。2015-16年度(～2016年3月)のGDP成長率は+7.6%と前年度の+7.2%を上回りました。

同公表は、同国景気の力強さを印象付けるとともに、現行のGDP統計の精度に関わる疑念も再燃させました。GDPは、GVAに純間接税(NIT: 間接税マイナス補助金)を加えて計算。今期のGDPの伸び率がGVAを上回ったのは、NITが前年比+12.5%と急伸したためです。名目の間接税収は間接税率の引上げで増加、同補助金支払いは国際燃料価格の低下の影響で減少。これらの価格変動の影響の除去(デフレート)が十分に行われていないため、実質NITと実質GDPが過大計上されているという疑いは拭えません。GDP統計の需要側では、民間消費が力強く伸びる一方で固定資本投資が反落。また、統計誤差のGDP比が+4.8%に上るなど需要項目統計の精度を疑わせる内容でした。

【図2】反発した農業生産(左)、足元で急伸するインフラ産業生産(右)



民間消費は前年比+8.3%と前期の+8.2%より加速するなど好調。物価の沈静化で購買力が上昇した都市部家計がけん引した模様です。政府消費は同+2.9%と前期の+3.0%よりやや鈍化しました。固定資本投資は同▲1.9%と前期の+1.2%より反落。多額の債務と過剰設備を抱える民間部門の設備投資が引き続き低迷し、年度末(3月末)の財政赤字抑制目標の達成に向けて政府が投資支出を抑制した影響とみられます。外需では、総輸出が同▲1.9%で総輸入も同▲1.6%とともに前期より落込み幅が縮小。この結果、純輸出の寄与度は▲0.1%ポイントと前期の▲0.5%ポイントより押下げ幅が縮小しました。

生産側のGVA統計では、製造業やサービス部門が鈍化する一方、農林漁業と鉱業が加速しました。農林漁業は同+2.3%と前期の▲1.0%より反発(図2左)。前年同期の局地的豪雨被害からの反動に加え、雨不足で前期に低迷した農業生産の乾季作物収穫に伴う回復などが背景です。雨不足の中でも灌がい用貯水量が急減しなかったこと、野菜・果物等の園芸作物生産の比重が高まっていることも同生産を支えたとみられます。

## ● 民間消費に支えられ今後も堅調な景気拡大が継続か

1-3月期の鉱業生産は同+8.6%と前期の+7.1%より加速。製造業は同+9.3%と前期の+11.5%より鈍化しつつ高水準でした。一方、鉱工業生産統計における製造業は同期に同+0.2%と前期の+1.7%より鈍化。自動車産業が集積する南部では昨年末の洪水被害で生産が落込み、回復が遅れています。GVA統計と鉱工業生産統計のかい離は大きく、GVA統計におけるデフレータの過小推計(実質生産の過大推計)の可能性も疑われます。建設業は同+4.5%と前期の+4.6%よりやや鈍化しました。サービス部門は同+8.7%と前期の+9.1%より鈍化。堅調な民間消費を背景に卸売・小売・運輸・通信等が加速するも、金融不動産等が減速し、政府支出の鈍化で公共サービス等も減速しました。

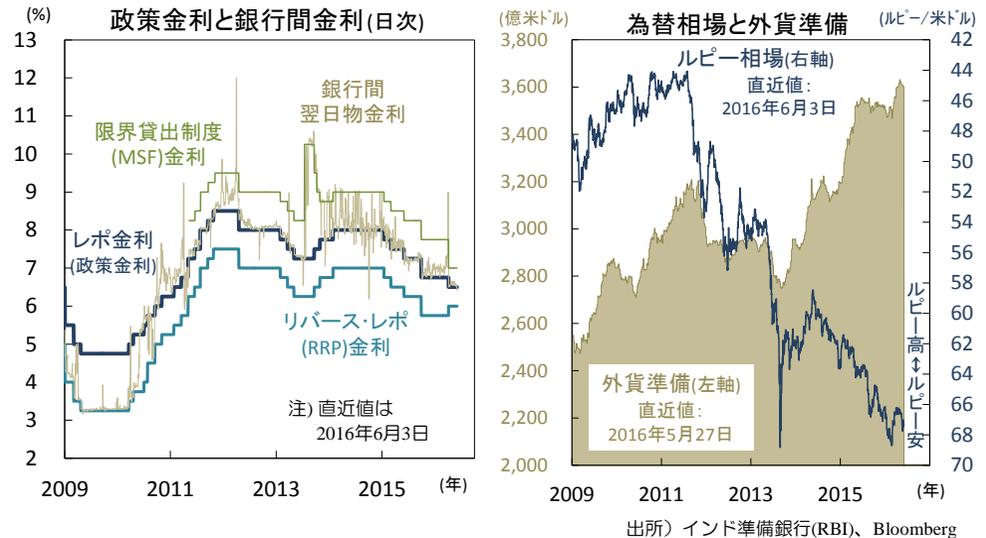
今後、乾季作物の好調な収穫や平年並みが予想される雨季の降雨量に助けられ、農村部家計の消費は回復するでしょう。第7次給与委員会の勧告による公務員給与引上げも家計消費を支えるとみられます。インフラ部門生産は4月に前年比+8.4%と1-3月期の+5.0%より加速(図2右)。新年度入りに伴って政府投資は再加速している模様です。外需が低迷し民間投資の回復が遅れる中でも家計消費等が景気をけん引し、今年度のGDP成長率は+7%台後半と昨年度の+7.6%に続く堅調なものになると予想されます。

## ● ラジャン準備銀行総裁の去就を巡る不安が浮上

金融市場では、インド準備銀行(RBI)のラジャン総裁の去就を巡る憶測が浮上。ルピー相場の変動性が足元で若干増しています。2013年9月に就任した同総裁の任期は3年。今年9月が任期末です。過去の例を見る限り、総裁の任期は2年程度延長されるのが通例。しかし、政府が延長を行わない可能性や、同総裁が延長を受入れない可能性を市場は意識し始めました。発端は与党の重鎮による同総裁への批判でした。

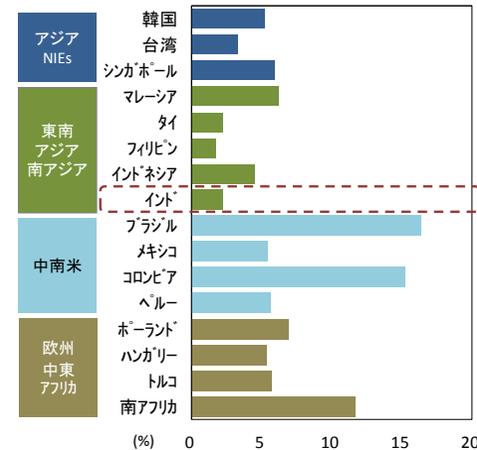
与党インド人民党(BJP)のスワミー下院議員は、モディ首相への書簡で同総裁の任期を延長すべきでないと進言。金利を「不要に高く」保ち、政府を批判したなどと同総裁を非難しました。政策金利が高いと考える実業界、不良債権の処理を迫られている銀行界、政府からの圧力に屈せず自身の意見を率直に述べる同氏を快く思わない財務省幹部など、同総裁に「敵」が多いことは現地では周知。今回は任期延長の有無が意識される時期の動きであり、市場の不安を高めた模様です。同総裁は、インドの経済と金融市場の安定の象徴。2013年5月以降急落していたルピーが同総裁の就任を境に安定化した経験も、こうした印象を強めています。世界的なリスク選好度の回復と就任時期が重なったという幸運に加え、巧みな政策運営も市場の評価を高めました。

【図3】2013年9月以降、増加を続ける外貨準備(右)

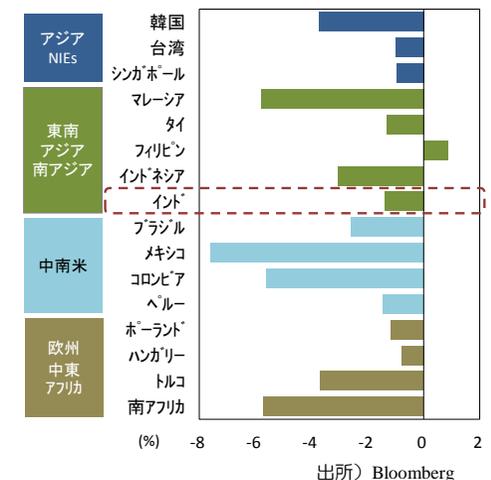


【図4】2-4月には他通貨に劣後も、5月以降は打たれ強さを発揮

主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率 (2016年1月29日～4月29日)



主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率 (2016年4月29日～6月3日)



## ● 金融政策委員会(MPC)の発足や銀行再建の行方にも注目

ラジャン総裁就任直後のRBIは、在外インド人(NRI)による期間3年以上の外貨預金や銀行による対外借入に対する優遇措置を導入し、総額340億ドルの資本流入を実現。また、ルピー相場の安定後に市場の予想外の連続利上げを行い(図3左)、物価抑制に向けた姿勢を印象付けました(アジア・マーケット・マンスリー2014年2月号 2-4頁参照)。世界的に著名な経済学者である同氏は世界的な経済紙の取材に応じ、物価抑制や経済と金融部門の改革の必要性を力説。「新総裁の下で生まれ変わるRBI」の印象を世界に広め、同国への信認を高めました。なお、同総裁の下で導入されたインフレ目標制度を運営する金融政策委員会(MPC)は近く発足。当初数回の会合が同制度への信認を得る上で極めて重要となるでしょう。また、銀行の不良債権引当の期限は来年3月。この前に総裁が交代すれば銀行部門の再建の行方も不安視される可能性があります。

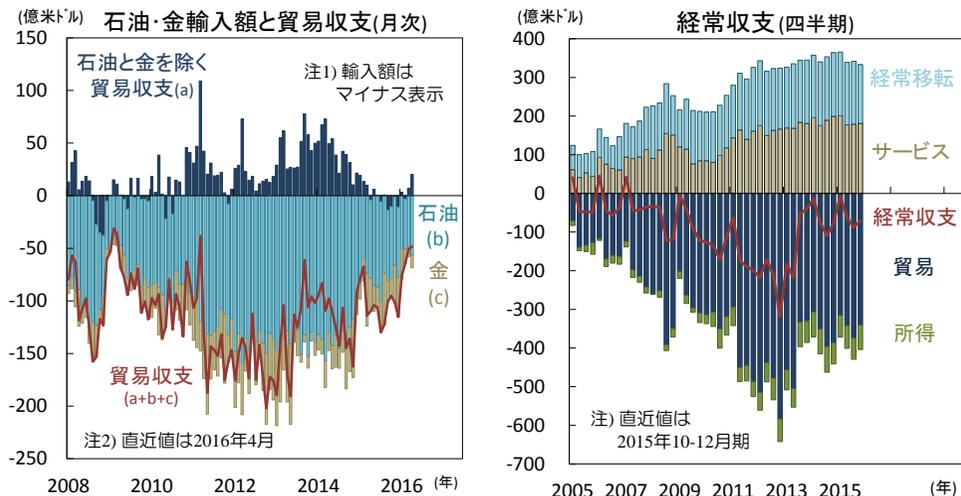
ジャイトリー財務相はスワミー議員の書簡を非難するも、モディ首相は現在のところ発言せず。財務省幹部は、RBIの独立性を尊重するとしつつ、任期延長有無の決定は「然るべき時期に行う」とだけ発言。過去の例を見る限り、総裁の任命や任期延長は直前に決まっており、9月まで市場の不安は容易に解消しないとみられます。

## ● 5月以降、リスク回避局面での抵抗力を発揮するルピー相場

通貨ルピーは、世界的なリスク選好局面の2-4月に対米ドルで2.2%上昇と多くの新興国通貨に劣後。しかし、早期の米利上げの可能性が意識されリスク回避が進んだ5月初より先週3日にかけて1.4%下落と他通貨より底堅く推移しました(図3右、図4)。

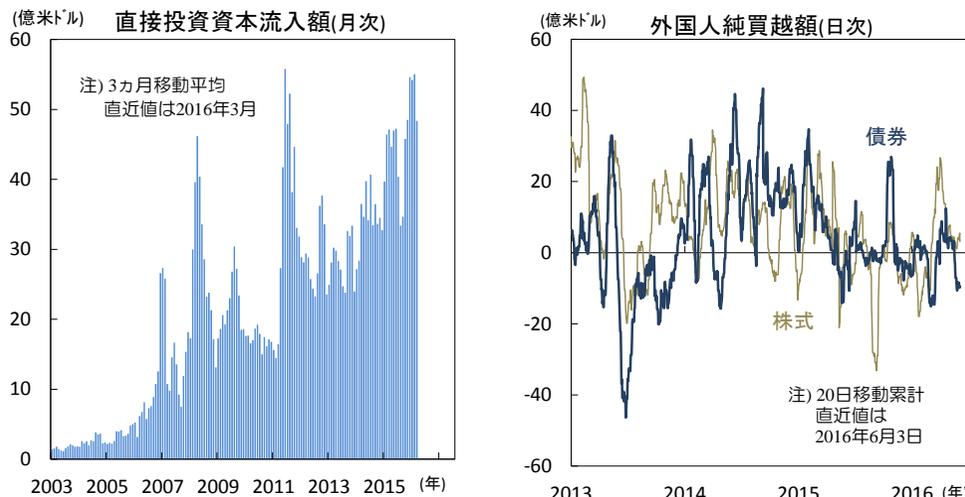
2-4月には昨年例外的に買持ちとされてきた同通貨の売戻しが進んだものの、5月以降には従来からのリスク回避局面での抵抗力を発揮。縮小した経常赤字(図5右)や現政権の下で増加する直接投資(図6左)など国際収支の安定化が背景です。3月初からは株式投資資本の流入が加速(図6右)。昨年10-11月のビハール州議会選挙での与党惨敗後は、「上院野党の抵抗で経済改革は停滞」との悲観論が浮上するも、今年2-5月の予算国会での破産法など経済改革法案の成立を受けて、こうした懸念は後退しました。来年4-5月のウッタル・プラデシュ州議会選挙が意識され始める今年末までの間は、経済改革への取組みが進展しやすくなるでしょう。RBI総裁の去就を巡る不透明感当面残るものの、安定的な国際収支、多額の外貨準備、恵まれた経済環境、経済改革進展の期待、高水準の金利等が同通貨を支えるでしょう。米利上げを巡る不透明感から国際金融市場が安定を欠く中でもルピーは底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図5】石油や金輸入の縮小にも助けられ貿易赤字と経常赤字が縮小



出所) インド中央統計局、インド準備銀行(RBI)、CEIC

【図6】現政権による自由化にも助けられ増加する直接投資流入額(左)



出所) インド準備銀行(RBI)、インド証券取引委員会(SEBI)、CEIC、Bloomberg

## 留意事項

### ◎投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としているため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。したがって、投資者のみなさまの投資元金が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた損益はすべて投資者のみなさまに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

### ◎投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

#### ■購入時（ファンドによっては換金時）に直接ご負担いただく費用

- ・購入時（換金時）手数料 ... **上限 3.24%（税込）**

※一部のファンドについては、購入時（換金時）手数料額（**上限 37,800円（税込）**）を定めているものがあります。

#### ■購入時・換金時に直接ご負担いただく費用

- ・信託財産留保額 ... ファンドにより変動するものがあるため、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

#### ■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

- ・運用管理費用（信託報酬） ... **上限 年3.348%（税込）**

※一部のファンドについては、運用実績に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。

#### ■その他の費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等でご確認ください。

※その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

お客さまにご負担いただく費用の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法は、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

### 《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、三菱UFJ国際投信が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただく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、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

## 各資産のリスク

### ◎株式の投資に係る価格変動リスク

株式への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動するため、株式の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

### ◎公社債の投資に係る価格変動リスク

公社債への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、公社債の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

### ◎信用リスク

信用リスクとは、有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となること等をいいます。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

### ◎流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合または取引が不可能となる場合、市場実勢から期待される価格より不利な価格での取引となる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

国内株式・国内債券への投資は上記のリスクを伴います。海外株式・海外債券への投資は上記リスクに加えて以下の為替変動リスクを伴います。

### ◎為替変動リスク

海外の株式や公社債、REIT、オルタナティブ資産は外貨建資産ですので、為替変動の影響を受けます。そのため、為替相場が円高方向に進んだ場合には、投資元金を割り込むことがあります。

新興国への投資は上記リスクに加えて以下のカントリーリスクを伴います。

### ◎カントリーリスク

新興国への投資は、先進国への投資を行う場合に比べ、投資対象国におけるクーデターや重大な政治体制の変更、資産凍結を含む重大な規制の導入、政府のデフォルト等の発生による影響を受けることにより、市場・信用・流動性の各リスクが大きくなる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込む可能性が高まる場合があります。

## 本資料に関してご留意いただきたい事項

- 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。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 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。
- 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・状況であり、また、見通し分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、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・手数料等は考慮していません。
- 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国際投信経済調査部の見解です。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。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。



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