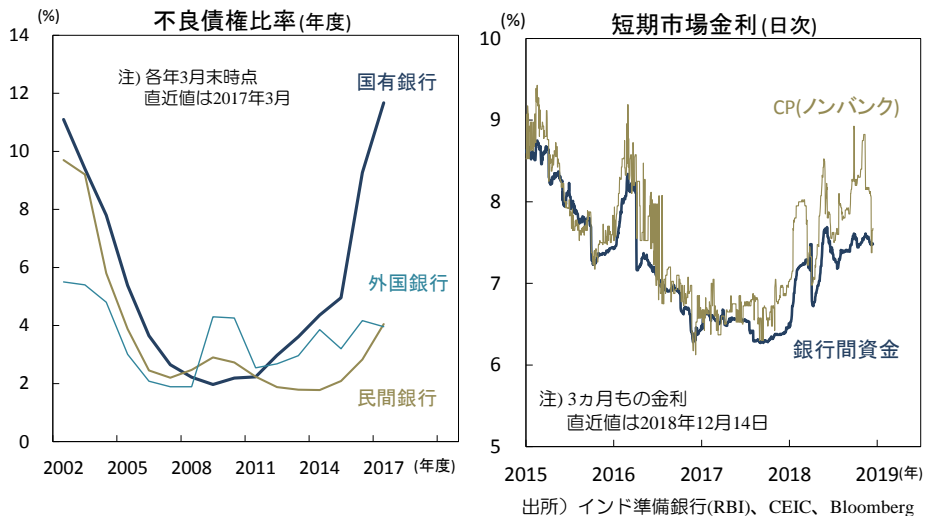


## インド：準備銀行総裁の辞任や州議会選挙での与党惨敗を受けて低迷するルピー相場

【図1】多額の不良債権(左)、ノンバンクのCP利回りは足元で低下(右)

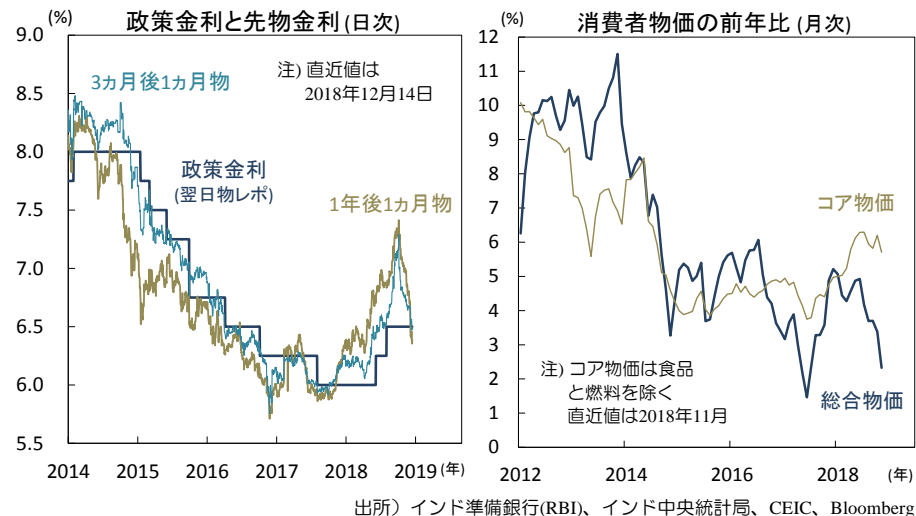


先週11日、朝方のムンバイ市場でインド・ルピーが急落。一時1米ドル72.443ルピーと前日比1.5%下落しました。前日夕刻に公表されたインド準備銀行のパテル総裁の任期途中の辞任や、同日開票された州議会選挙での与党の予想以上の惨敗が背景です。

前日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<sup>(注1)</sup>。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。

注1) [アジア投資環境レポート2018年11月5日号](#) を参照。

【図2】金利先物市場は1年以内の利下げの可能性を意識(左)



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。

総裁辞任の観測報道を受けて10月末にルピー相場が急落すると、政府はRBIの独立性を尊重するという声明を公表しました。11月19日のRBI理事会は、RBIの自己資本の適正水準を分析し勧告を行う専門家委員会の設立を決定。政府への配当に向けた動きです。また、バーゼル3基準の自己資本規制に基づく資本保全バッファ(CCB)導入期限を2020年3月まで1年先送り。理事会は中小企業向け不良債権の再編枠組みの検討もRBIに勧告しました。RBIの国債購入による資金供給に伴って、銀行間の流動性ひっ迫も徐々に緩和(図1右)。RBIと政府の対立はひとまず収束したと市場は考えていました。

## ● パテル総辞任の翌日に新総辞を指名し事態収拾を図る

政府は先週11日にシャクティカンタ・ダス元財務次官をRBI総辞に指名。パテル総辞の辞意表明の翌日と、異例に早い決定でした。同氏は40年近くに渡り経済官僚を務め、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。昨年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(博士号を取得後、IMF等国際機関にも勤務)が総辞を務めた後、総辞職は経済官僚の手に戻りました。

ダス新総辞は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辞は政府との関係改善に取り組む構えです。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。

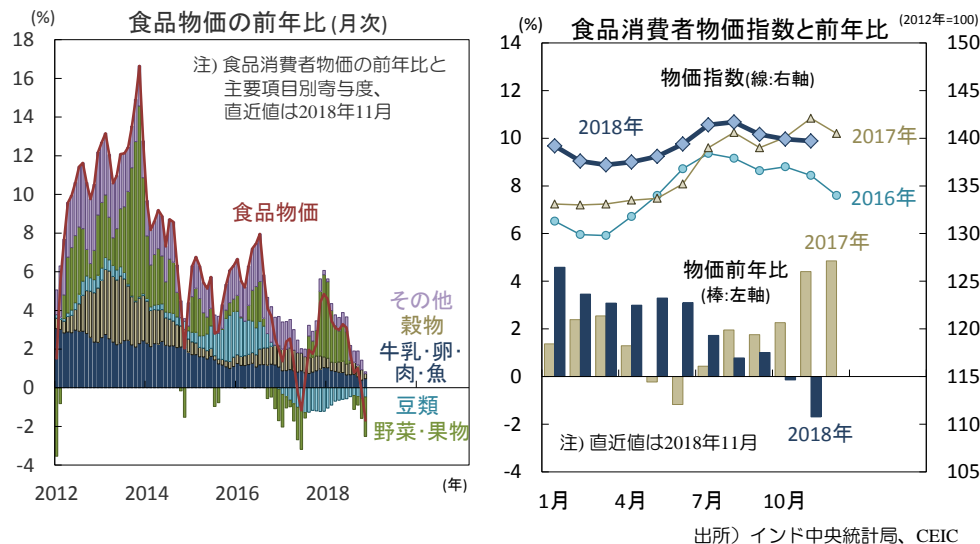
## ● 新総辞の発言や物価低下を受けて利下げ期待も一部で浮上

新総辞は、経済成長に関して、RBI法が「経済成長に配慮しつつ」物価の安定性を保つと定めていることを指摘。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」であると発言したため、パテル前総辞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。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2左)。

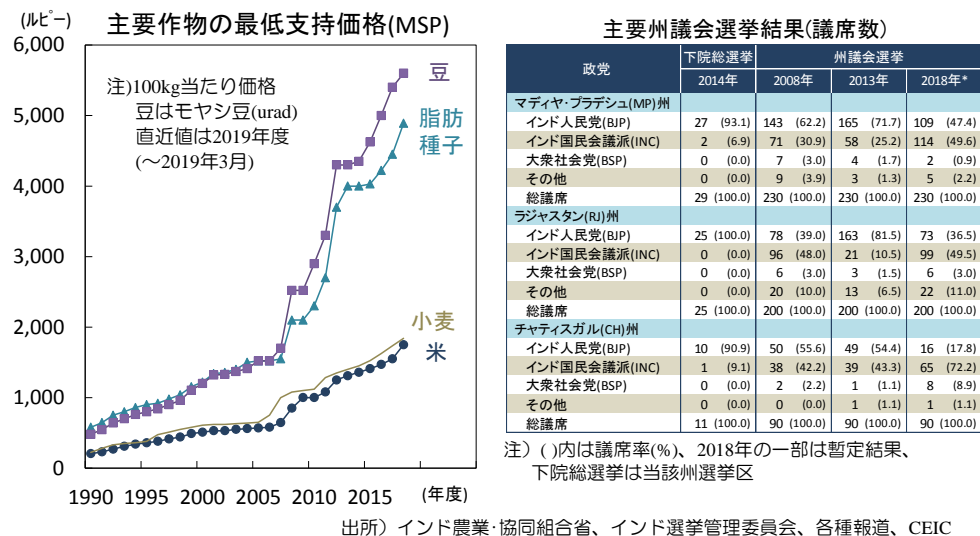
同会見後に公表された11月の消費者物価は前年比+2.3%と前月の+3.4%より低下(図2右)。市場予想(Bloomberg集計値中央値)の+2.6%や、今月5日の政策会合で引下げたばかりのRBIによる物価見通し(来年3月までの6ヵ月で+2.7~3.2%)の下限を下回りました(注2)。物価指数の46%を占める食品が同▲1.7%と前月の▲0.1%より低下(図3左)。野菜(▲15.6%)や砂糖(▲9.0%)が下げ幅を広げ、穀物も同+1.3%と前月の+2.6%より鈍化。農作物の最低支持価格(MSP)引上げ(図4左)で物価が上昇するとの懸念は杞憂に終わっています。なお、新総辞が前総辞よりインフレ警戒感が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る。

注2) アジア投資環境レポート2018年12月10日号を参照。

【図3】マイナスとなった食品物価(左)の背景にはベース効果も(右)



【図4】州議会選挙では主要3州とも与党BJPが敗北の見込み(右)



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) インド農業・協同組合省、インド選挙管理委員会、各種報道、CEIC

## ● 与党BJPは主要3州全ての議会選挙で敗北した模様

食品物価の低迷が総合物価を押下げる一方、コア物価は前年比+5.7%と高水準(図2右)。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3右)、来春以降は緩やかに上昇する見込みです。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、来年半ば以降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。

一方、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)が予想以上の惨敗。相対的に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4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<sup>(注3)</sup>。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。RJ州では選挙の都度政権が交代してきたのに対し、MP州とCH州ではBJPが15年間守った政権の座を失う見込みです。

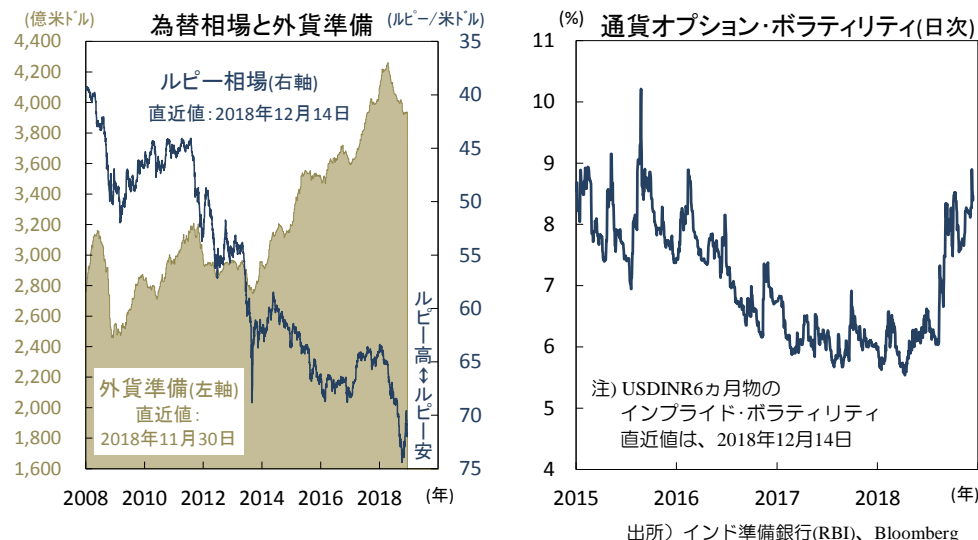
## ● 来春の総選挙を控えて政治的な不透明感がルピーの重石に

BJPの強固な支持基盤とされてきたヒンディー語圏の3州で勝利したINCは、今後は来春の下院総選挙での政権の奪還に向けて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年ですら同党の得票率は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で、2015年のビハール州議会選挙では、反BJPの政党「大連立」が組成されBJPに圧勝。INCは同様の手段による勝利を目指すと思われる。今後は、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。

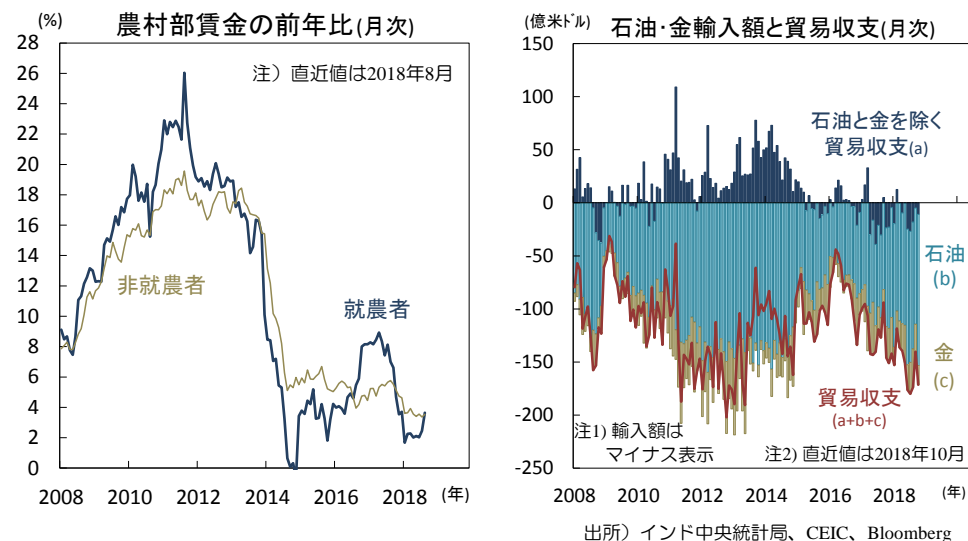
今回の選挙でINCは農民債務の免除等を公約。今後は来春の総選挙での農民票の獲得に向けて地方政府による債務免除の動きが広がるでしょう。先週、ルピーは対米ドルで前週比▲1.5%と(図5左)、主要アジア通貨最低の騰落率。金融緩和期待や州議会選挙通過による安心感から+0.8%上昇した株価(SENSEX指数)とは対照的でした。オプション市場はルピーの変動を警戒(図5右)。政治的な不透明感や財政悪化リスクが背景とみられます。原油安による経常収支改善期待や物価の低下による実質金利上昇という支援要因はあるものの、ルピーの上値は当面重いと予想されます。(入村)

注3) アジア投資環境レポート2018年10月29日号 を参照。

## 【図5】オプション市場はルピー相場の変動性を高まりを警戒(右)



## 【図6】農村部の困窮が州議会選挙での与党惨敗の一因か(左)



### ・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。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成した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。
- 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おりません。
- 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。



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