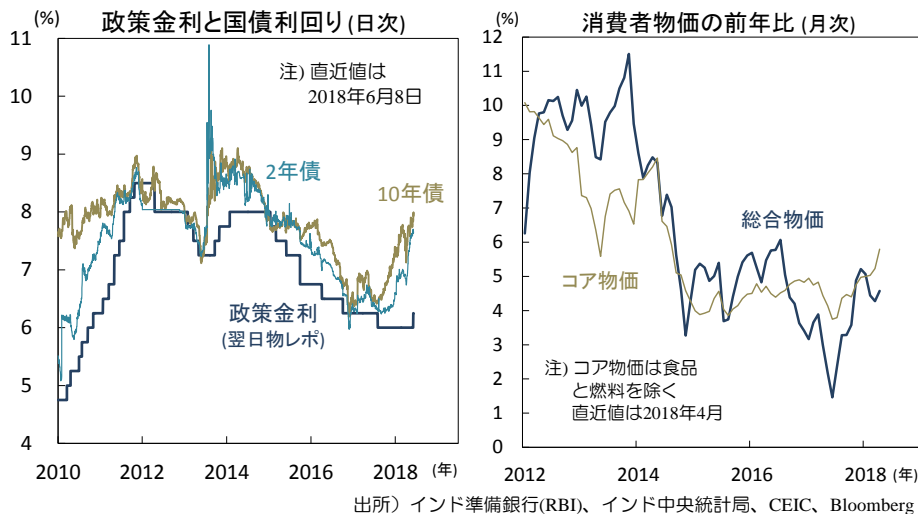


インド：市場の予想外の予防的な利上げは低迷するルピー相場を反転させるのか

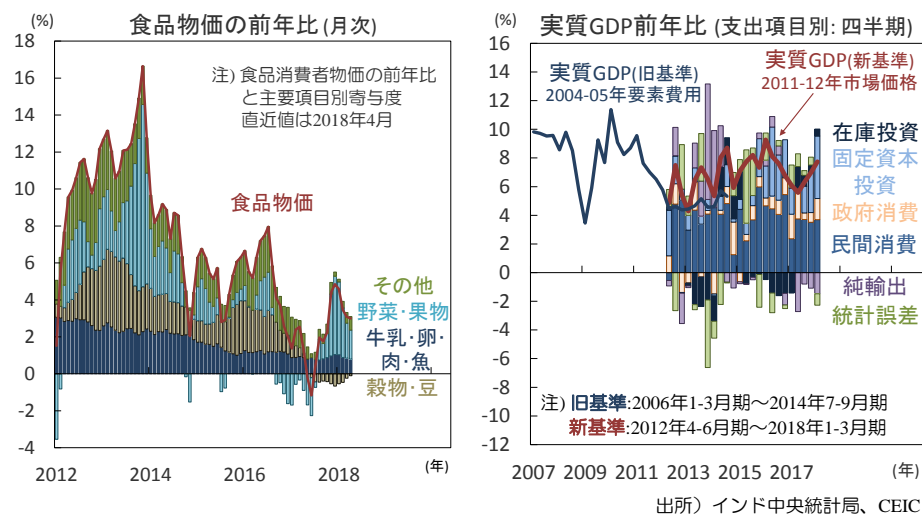
【図1】市場の予想外の利上げ(左)、加速するコア物価の伸び(右)



先週6日、インド準備銀行(RBI)は金融政策委員会(MPC)で政策金利を6%から6.25%に引上げ(図1左)。Bloomberg集計では44社中14社が同利上げを、残り30社は据置きを予想しており、決定は市場の予想外のものでした。決定はMPC委員6名の全会一致によるもの。利上げは約4年半ぶりであり、2016年のMPC設立以降初となります。

今回のRBIの声明で注目されるのは、(a)物価見通しを上方修正しインフレ警戒的な文言を盛り込む一方で政策スタンスを「中立」に維持したこと、(b)7会合ぶりの全会一致の決定であったことの2点です。今回、RBIは4-9月期の総合消費者物価インフレ見通しを+4.8~4.9%(中央値+4.85%)と前回の+4.7~5.1%(同+4.9%)とほぼ同水準とした一方、10-3月期の見通しを+4.7%と前回の+4.4%より上げました。前回の会合以降、食品物価が例年より落着く一方で食品と燃料を除くコア物価が突然上昇するなど、インフレの内訳が変化したと指摘。景気の加速に伴って産出ギャップはほぼ解消し、家計のインフレ期待が足元で上昇する中、基調的なインフレ圧力が高まっているとしました。

【図2】鈍化する食品物価(左)、昨年初の落込みから回復する景気(右)



声明は、前回の会合以降に原油価格が12%上昇し今後も高止まる見込みであると指摘。今後の物価上振れリスクとして、不安定な国際金融市場(ルピー下落による輸入インフレ)、家計のインフレ期待上昇の賃金や投入価格への波及、州政府による公務員住宅手当(HRA)引上げの二次波及、農作物の最低支持価格(MSP)引上げの影響等を列挙しました。4月の総合消費者物価は前年比+4.6%と前月の+4.3%より上昇(図1右)。食品が同+3.0%と前月の+3.1%より鈍化し(図2左)、燃料も+5.2%と前月の+5.7%より低下したものの、コア物価が+5.8%と前月の+5.2%より大きく上昇し総合物価を押し上げました。

声明のインフレ警戒感が強い一方、政策スタンスは前回と同様の「中立」でした。市場参加者の多くは、前回4月会合の議事録でRBI幹部2名が主張した「緩和解除」への変更を予想。予想外の「中立」について、RBI総裁は記者会見で「全ての選択肢が可能」という意味と説明しました。大幅な連続利上げを考えていないため、予め軌道を定めずに今後のデータ次第で政策金利調整の規模と時期を決めたいことが背景と思われる。

● 次回8月から10月にかけて追加利下げを実施か

前回4月会合の議事録では、RBI副総裁が6月会合で利上げ票を投じる考えを示唆。4月まで2回連続で利上げを主張したRBI理事と合わせ利上げ票は最低でも2票の見込みでした(注)。全会一致の利上げは予想以上のコア物価の加速や期待インフレ率の上昇に促されたものでしょう。昨年12月まで4回連続で利下げ票を投じたハト派の外部委員による利上げ票には意外感もあるものの、国際金融市場が不安定な時期には全委員が一枚岩となり予防的な利上げを行うことが有効という配慮が働いた可能性も否定できません。MPC設立後初めて行われた利上げはRBIへの市場の信頼を高めたと思われる。上昇するインフレ期待を抑えるため、同行は次回8月か10月に追加利上げを行う可能性が高いと考えられます。今後、RBIは、国際原油価格、MSPの水準と買取量、雨季の降雨量等を注視しつつ、慎重に追加利上げの時期を探ると予想されます。

通貨ルピーは年初より先週8日までに対米ドルで▲5.4%下落(図3右)、主要アジア最低の騰落率。財政の悪化や原油高等に伴う経常赤字拡大の懸念、物価上昇に伴う実質金利の低下、国有商業銀行による不正取引を巡る懸念、データ提供制限を巡る株価指数算出大手(MSCI)との対立と指数採用比重引下げの懸念等が重石になりました。

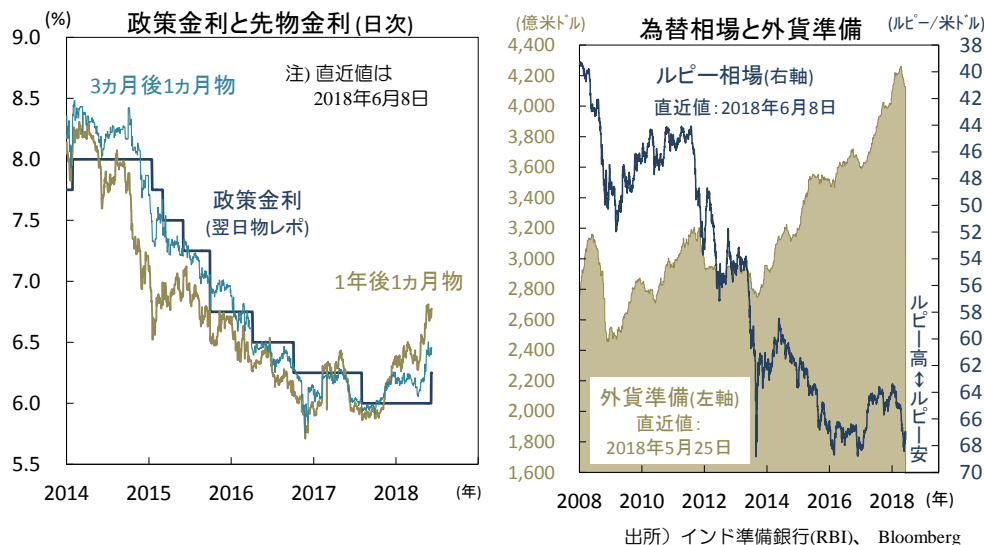
● 足元で軟調なルピー相場も、中期的には底堅く推移か

原油高による燃料輸入額の増加に加え、景気回復に伴う資本財等の輸入増加も経常赤字を拡大させるでしょう。来春に総選挙を控え政治的な不透明感から直接投資はやや軟調です。国際収支の基礎収支(経常収支+直接投資収支)は赤字に転じ(図4右)、証券投資資本への依存度が上昇。しかし、株価は割高であり株価指数を巡る不透明感も残ります。5月のカルナタカ州議会選挙では与党インド人民党(BJP)が最大議席を獲得するも、第2-3位の政党(国民会議派と地方政党JD-S)が連立を組み政権を奪取。来年の総選挙でも、BJPに対抗するために野党が大連立を組み躍進するとの懸念は拭えません。BJPの苦戦が予想される年末の州議会選挙(ラジャスタン州、マディヤ・プラデシュ州)と同党の再選のかかった来春の総選挙にかけて、政治的な不透明感が相場の重しとなるでしょう。今回の予防的な利下げは短期的なルピーの支援要因となるものの、通貨下押し要因が数多く存在する中で、当面、相場の上値は重くなるとみられます。

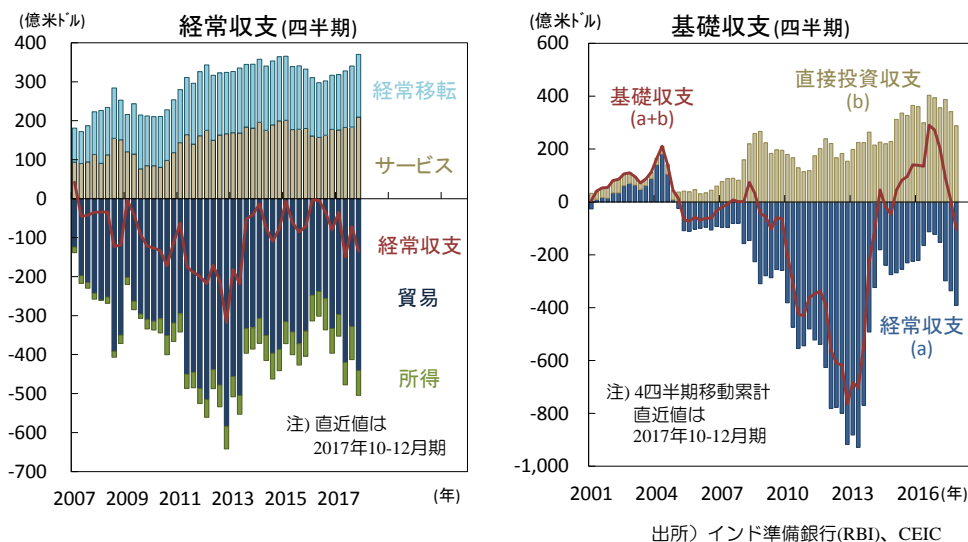
もっとも、現政権の経済改革によって高められた潜在成長力など中期的な支援材料は健在です。今後、来年春の下院総選挙での現政権の再選と経済改革の継続の道筋が明らかになれば、ルピー相場は再び底堅く推移すると予想されます。(入村)

注) アジア・マーケット・マンスリー2018年5月号 4-5頁を参照。

【図3】追加利上げを織込む先物金利(左)、軟調なルピー相場(右)



【図4】経常赤字の拡大と直接投資の鈍化で基礎収支が赤字に(右)



・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