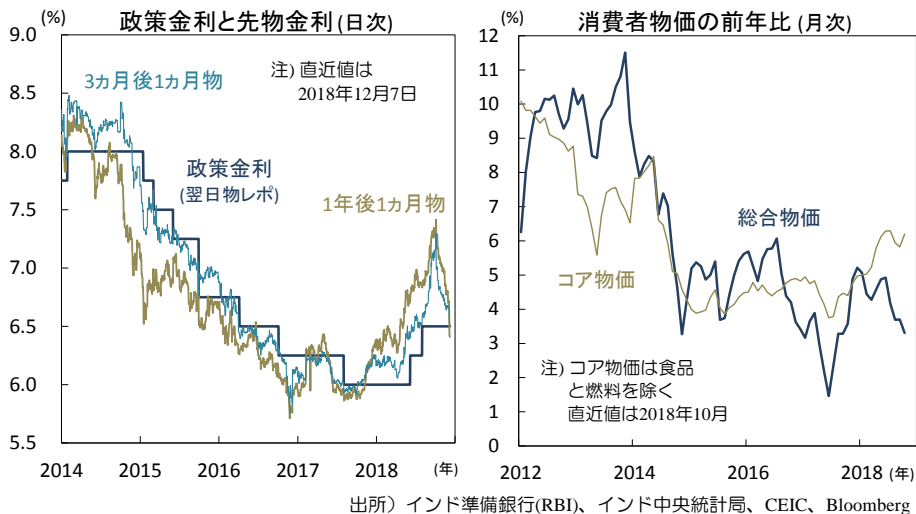


インド：物価鈍化とともに据置かれた政策金利、予想以上に鈍化した足元の景気

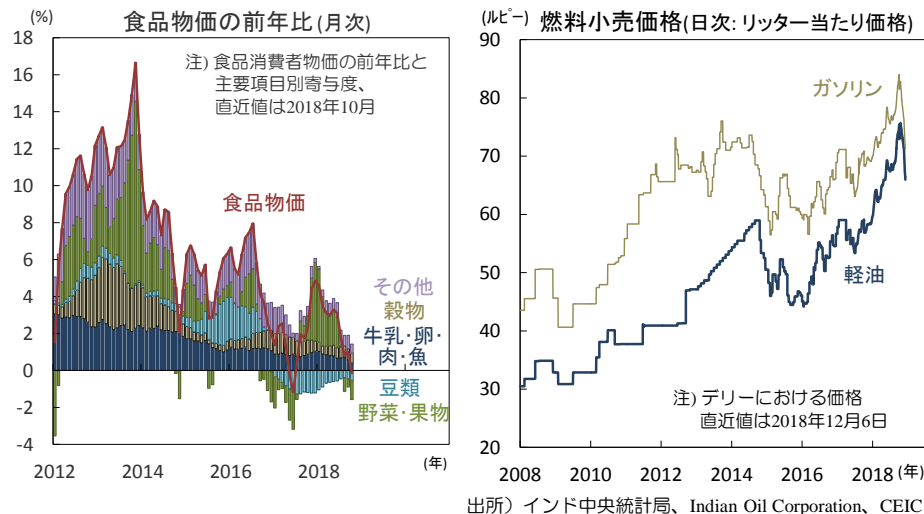
【図1】2回連続の金利据置きと、はく落する市場の利上げ期待 (左)



先週5日、インド準備銀行(RBI)は政策金利を6.5%に維持。RBIは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1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。足元では物価が急低下。10月の総合消費者物価は前年比+3.3%と前月の+3.7%を下回りました(図1右)。物価指数の46%を占める食品が同▲0.1%と前月の+1.0%より反落し(図2左)、総合物価を押下げ。野菜(▲8.1%)、豆類(▲10.3%)、砂糖(▲7.6%)などが急落した影響です。燃料は同+8.5%と前月の+8.6%より小幅に鈍化、前月比(季節調整前)も+0.8%と前月の+1.0%を下回りました。

【図2】野菜価格等が食品物価を押下げ(左)、燃料価格も反落(右)



一方、食品と燃料を除くコア物価は同+6.2%と前月の+5.8%より上昇するなど高水準です(図1右)。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3左)、(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しました。

RBI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。今後も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。しかし、仮にスタンスが中立的になったとしても、近い将来に利下げが行われる可能性は低いでしょう。

● 準備銀行は政策スタンスを中立的に変更し金利を据置きか

コア物価は足元で高止り、RBIの予想通りに景気拡大が続けば需要側からの物価圧力が高まるでしょう。足元の雨不足や乾季作物の作付けの遅れは食品物価を押し上げる可能性が高く、来年後半には今年物価下落の反動から物価の前年比が上昇する見込みです。RBIは景気物価動向を注視しつつ、来年前半に政策スタンスを「中立的」にする機会を探る一方、政策金利は来年末まで据置く可能性が高いと考えられます。

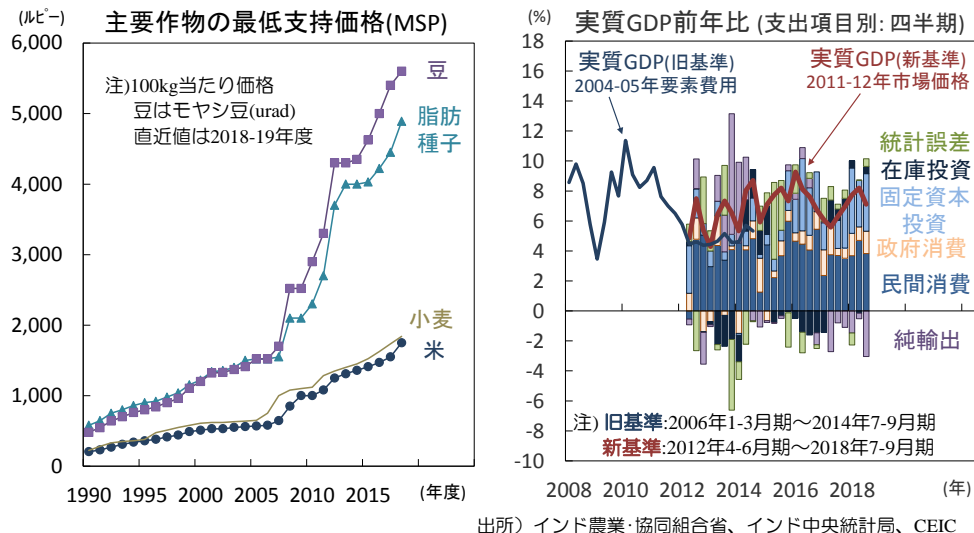
足元の景気は鈍化しています。11月30日、インド政府は7-9月期の実質GDPが前年比+7.1%と前期の+8.2%より減速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.5%を下回ったことを公表。需要側では、民間需要が低迷する一方、公的支出の伸びが目立ちました。民間消費が鈍化したものの固定資本投資や政府消費が加速したため、内需の寄与度は+9.2%ポイント(pt)と前期の+8.7%ptより拡大。また、在庫投資の寄与度も+0.5%ptと前期の▲0.2%ptより反転しました。しかし、輸入の伸びとともに純輸出が▲3.0%ptと前期の▲0.4%ptより大きく悪化し、成長率を押し下げました(図3右)。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。

● 農村部の需要低迷などを背景に民間消費が鈍化

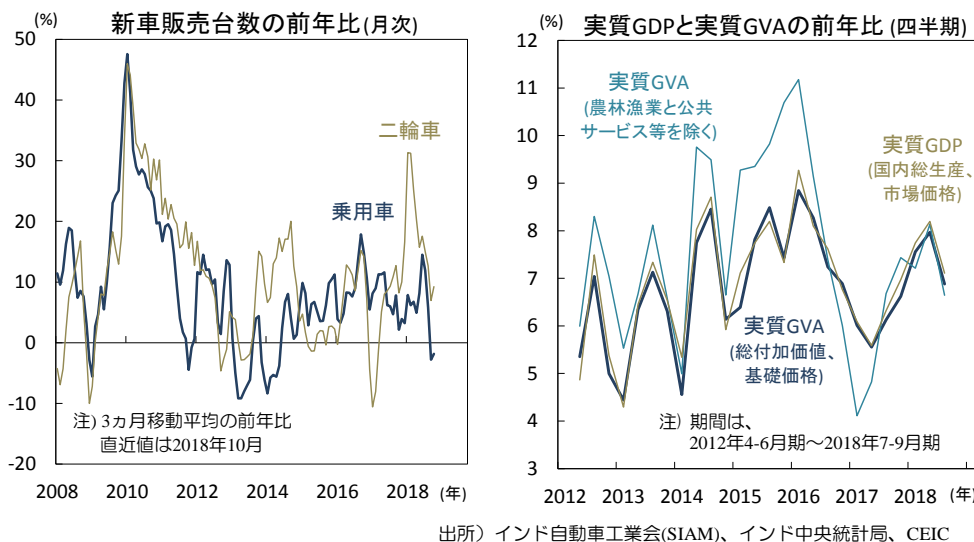
民間消費は前年比+7.0%と前期の+8.6%より鈍化しました。足元では二輪車と乗用車の販売が低迷(図4左)。燃料小売価格の上昇(図2右)や自動車保険加入義務の強化などに加え、農産物価格の鈍化、雨季作物の収穫量の低迷、軟調な農村部賃金等が背景です。政府消費は同+12.7%と前期の+7.6%より加速。来春に総選挙を控え、経常歳出が前倒して実行されています。4-10月期の財政赤字は今年度予算の104%まで拡大し、前年同期の89%を超過。足元で歳入が低迷しており、年度末の来年3月にかけて財政赤字抑制目標を守るために歳出抑制が図られるでしょう。固定資本投資は同+12.5%と前期の+10.0%より加速。高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▲3.0%ptと前期の▲0.4%pt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)は同+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4右)。

【図3】鈍化する民間消費と加速する固定資本投資(右)



【図4】二輪車と乗用車の販売台数は足元で低迷(左)



● 雨期作物が振るわず農業生産が鈍化、建設業は堅調

7-9月期の実質農林漁業生産は同+3.8%と前期の+5.3%より鈍化(図5左)。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5右)。なお、前期の急進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。

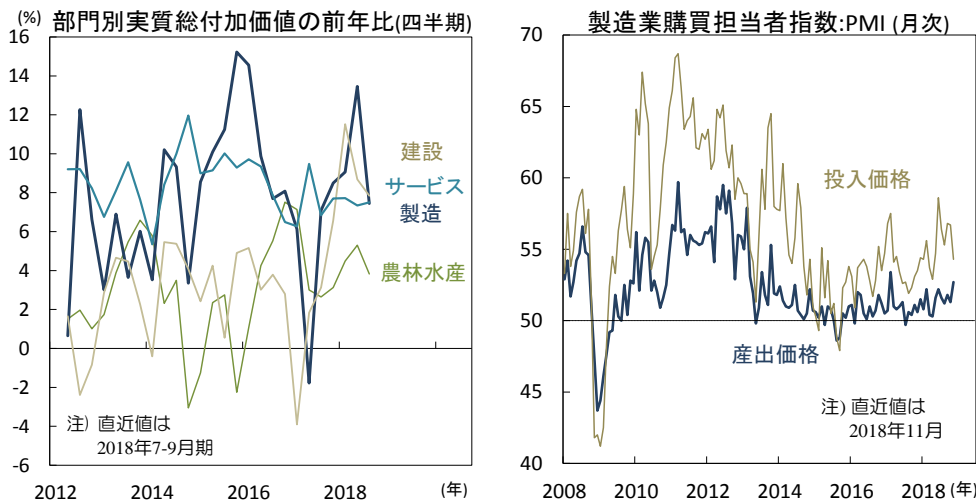
今後も、農村部を中心に、家計消費は勢いを欠くでしょう。来春の総選挙にかけては政党による選挙関連支出などが一時的に消費を押し上げるであろうものの、食品物価の低迷が農業部門の交易条件を悪化させ農村部の消費を下押しするとみられます。

● 今年度通年の経済成長率は不振であった昨年度より回復か

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が当面の新規投資の重しとなる見込みです。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の前年比を押し上げる見込みです。

実質GDPは今年4-9月期に+7.6%拡大した後、来年3月までに+7.0%前後へと鈍化し、今年度)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。(入村)

【図5】投入価格の上昇による収益率低下も製造業生産を下押し(右)



出所) インド中央統計局、マークイット、CEIC、Bloomberg

【図6】建設投資がセメント生産を押し上げ(左)、ルピー相場は反発(右)



出所) インド工商省、インド準備銀行(RBI)、CEIC、Bloomberg

・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