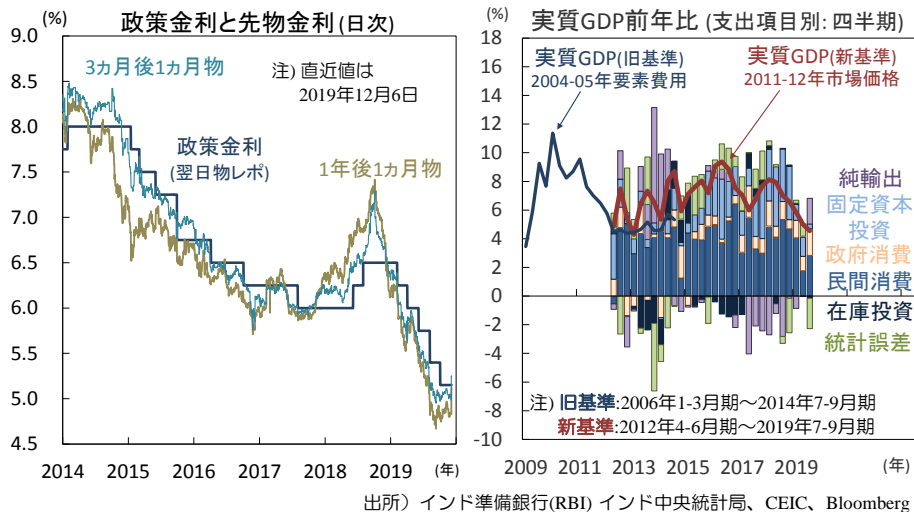


インド：深刻な景気低迷にもかかわらず、政策金利を据置いた準備銀行

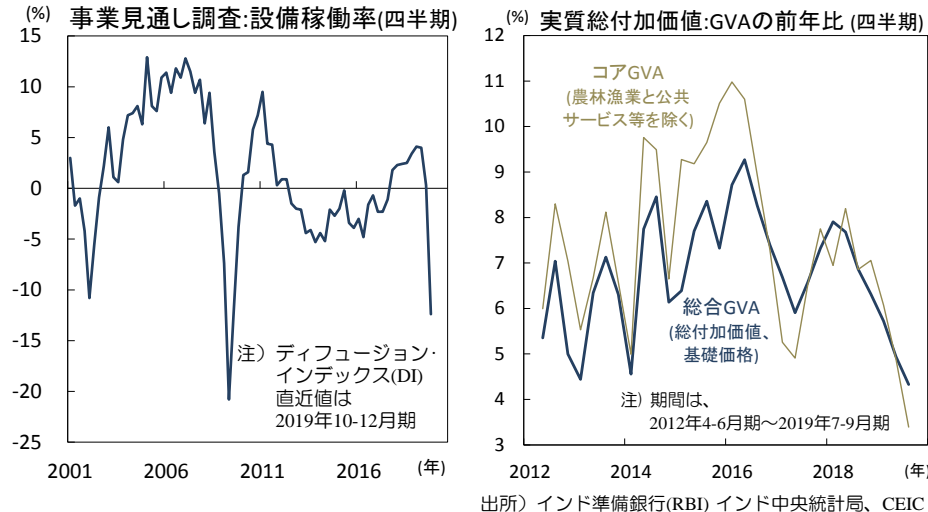
【図1】予想外の政策金利据置き(左)、急減速するGDP成長率(右)



先週5日、インド準備銀行(RBI)の金融政策委員会(MPC)は、政策金利を5.15%で据置きました(図1左)。Bloomberg集計では43社全てが利下げを予想(予想下げ幅は0.15~0.5%ポイント)。市場では予想外の決定に対する驚きの声の広がりました。

市場参加者が追加利下げを予想したのは、深刻な景気悪化のためです。先月29日、政府は7-9月期の実質GDPが前年比+4.5%と前期の+5.0%より減速し6年半ぶりの水準に低下したと公表(図1右)。6期連続の成長率鈍化は、四半期GDP統計の公表が始まった1996年以来初です。需要側では、固定資本投資が急減速した一方で政府の経常歳出が加速。政府歳出が加速しなければ成長率は更に落込んでいました。内需の急減速を受けて輸入が低迷したため、純輸出の押し上げ幅は拡大しました。民間消費は前年比+5.1%と前期の+3.1%より反発。4年半ぶりの低水準であった前期より回復したものの、昨年度まで5年平均の+7.6%を下回ります。ノンバンクによる都市部家計向け融資の低迷、不動産開発部門の低迷に伴う農村部家計の非農業収入の落込みなどが背景です。

【図2】設備稼働率が低迷(左)、民間部門の生産が急減速(右)



政府消費は同+15.6%と前期の+8.8%より加速。景気悪化が懸念される中で、連邦政府と州政府とも経常歳出の実行を急いだ影響です。固定資本投資は同+1.0%と前期の+4.0%より鈍化。設備稼働率が低下し需要の先行きも不透明な中(図2左)、企業は投資を抑制した模様です。在庫投資の寄与度は▲0.2%ポイント(pt)と前期の+0.0%ptより反落。需要が低迷する中、製造業は生産調整を行い在庫の取り崩しを図りました。外需では、総輸出が前年比▲0.4%と前期の+5.7%より反落。世界景気の鈍化によります。総輸入も同▲6.9%と前期の+4.2%より反落。内需の急減速が背景です。この結果、純輸出の寄与度は+1.8%ptと、前期の+0.1%ptより上げ幅が拡大しました(図1右)。

生産側から算出された実質総付加価値(GVA)は前年比+4.3%と前期の+4.9%より鈍化しました。政府支出を反映する公共サービスが伸び、農林漁業もほぼ前期並みの成長率であったものの、製造業が反落し建設業も鈍化。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)は同+3.4%と前期の+4.9%より鈍化しました。

● 民間部門の生産が国際金融危機以来の水準まで鈍化

7-9月期のコアGVAの前年比は現統計(2011-12年価格)で史上最低(図2右)、過去の統計(2004-05年価格)比では国際金融危機の直後の2009年1-3月期以来の低水準でした。

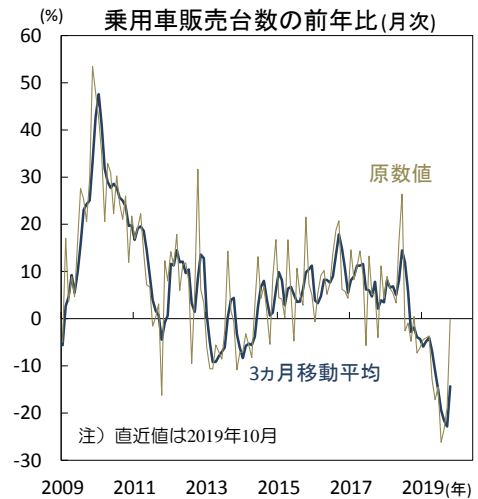
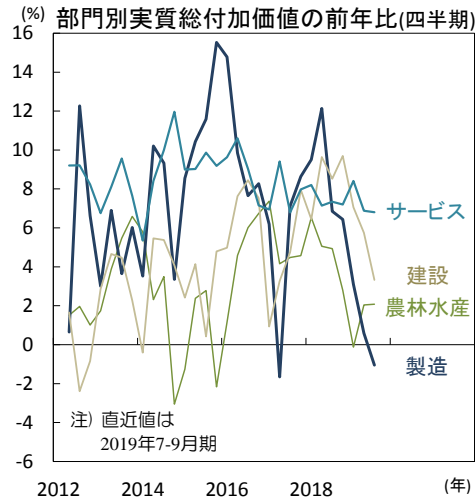
農林漁業は前年比+2.1%と前期の+2.0%より加速するも軟調(図3右)。雨季の始まりの6月の雨不足は7月以降解消したものの、地域的な降雨量のばらつきが局地的な雨不足と洪水被害をもたらしました。鉱業は同+0.1%と前期の+2.7%より鈍化。局地的な大雨による影響です。製造業は同▲1.0%と前期の+0.6%より反落。家計消費の低迷から食品や衣服など非耐久財が鈍化し、設備投資の低迷を受けて機械設備の下げ幅も拡大しました。また、建設投資の低迷を背景にセメント生産が鈍化し、国内新車販売の低迷や輸出の落込みを背景に運輸機器の生産の下げ幅も拡大しました。なお、10月の乗用車販売は前年比▲0.1%と前月の▲18.8%より下げ幅が大きく縮小(図3右)、政府が乗用車のGST(物品サービス税)税率引下げの観測を否定したことを受けて、減税待ちの買い控えの動きは終息した模様です。一方、10月の二輪車販売は同▲11.8%と前月の▲19.1%より下げ幅を縮めつつ軟調(図4左)。ヒンドゥー教祝祭日(Diwali)の前月にも関わらず軟調な販売は、農村部家計の厳しい所得環境を反映したものとみられます。

● 景気悪化による税収低迷から今後は政府歳出の鈍化も

建設業は同+3.3%と前期の+5.7%より鈍化。ノンバンク貸付の低迷等により。サービス部門は同+6.8%と前期の+6.9%を下回りました。政府の経常歳出の加速を受けて公共サービス等が同+11.6%と前期の8.5%より上昇するも、流通・宿泊・運輸・通信が同+4.8%と前期の+7.1%より鈍化し、金融・不動産等も同+5.8%と前期の+5.9%より鈍化。ノンバンク部門の資金調達環境や不動産開発部門の低迷が背景とみられます。

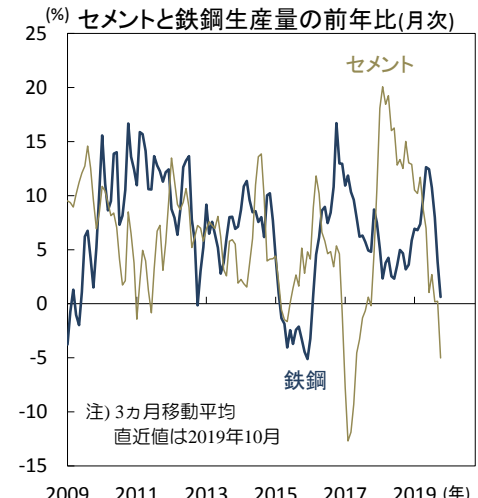
成長率と物価の鈍化に伴って、7-9月期の名目GDPは前年比+6.1%と前期の+8.0%より鈍化し、現統計の最低水準を更新。今年度予算の前提である+11%を大きく下回っており、税収の低迷は必至でしょう。7-9月期の歳出前倒しに伴って財政赤字は既に拡大。政府が大規模な民営化などを実現しない限り、年度末の来年1-3月期にかけて歳出を抑制せざるを得ないとみられます。政府部門の支出が鈍化する中、景気回復を主導し得るのは民間部門です。しかし、ノンバンク危機の影響等から資金調達環境は厳しく、銀行貸付も低迷(図5左)。RBIによる累積利下げの影響が浸透することを妨げています。政府はノンバンクや不動産開発会社や中小企業向けの貸付を促しているものの、今のところ効果は限定的。企業投資の回復には時間がかかりそうです。

【図3】 落ち込む製造業生産(左)、乗用車販売は10月に反発(右)



出所) インド中央統計局、インド自動車工業会(SIAM)、CEIC

【図4】 低迷する二輪車販売(左)と建設関連財の生産(右)



出所) インド自動車工業会(SIAM)、インド工商省、CEIC

● 10月以降の景気回復は極めて緩やかなものに

足元で低迷する家計消費は、今後緩やかに回復するでしょう。食品物価の上昇に伴って農業部門の交易条件は改善。雨季後半の降雨量の回復を受けてかんがい用貯水量や土壌の湿り気は十分な水準であり、乾季作物の栽培環境は良好です。景気回復の勢いは弱いものの、昨年10-12月期以降の景気低迷の反動(ベース効果)もあり今年度後半の成長率は+5.2%前後へと反発、今年度(～2020年3月)通年の成長率は+5.0%と昨年度の+6.8%を下回った後、来年度は+6.0%前後へと緩やかに回復すると予想されます。

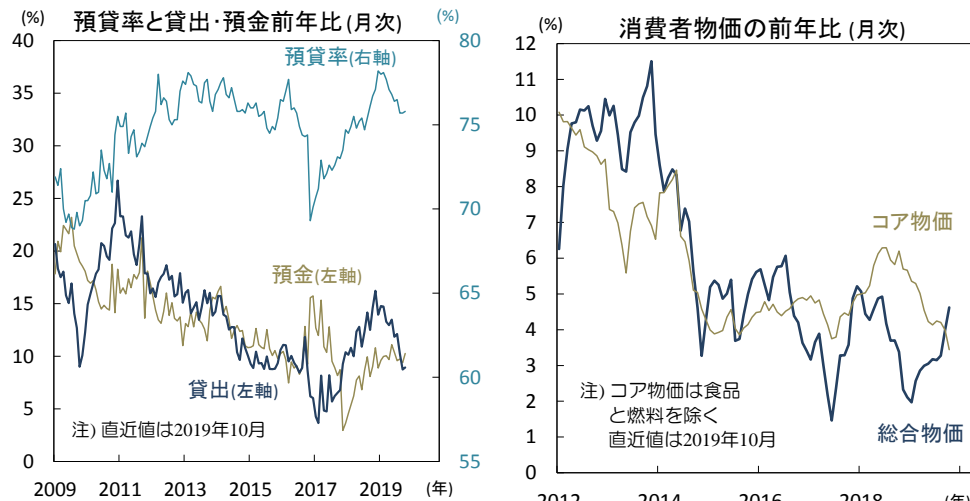
先週5日の声明によれば、RBIは全会一致で金利を据置き、政策姿勢を「緩和的」に維持。声明は、更なる利下げ余地があるものの景気と物価が変動しているため今回は利下げ休止が適切と、据置きを理由を説明しました。今回、RBIは景気見通しを引下げ、物価見通しを引上げ。今年度の成長率は+6.1%から+5.0%へ、今年度後半の消費者物価上昇率は+3.5-3.7%から+4.7-5.1%に変更されました。10月の総合消費者物価は前年比+4.6%と前月の+4.0%より加速。野菜(+26.1%)や豆類(+11.7%)の急伸に伴って食品が同+6.9%と前月の+4.7%より上昇し、総合物価を押し上げました。一方、食品と燃料を除くコア物価は同+3.4%と前月の+4.0%より鈍化。内需の低迷等が背景です。

● 今回金利を据置いた準備銀行は来年4月に利下げを再開か

野菜物価等の上昇は、乾季の大雨等による一時的なものです。声明は、足元で目標(+4%)を上回る総合物価も、来年7-9月期には目標を下回ると予想。供給側の要因による一時的な物価上昇であると認めつつも景気が悪化する中で政策金利を据置いたのは、インフレ期待上昇への警戒感ゆえでしょう。RBIが集計する家計の期待インフレ率は3ヵ月先が+1.2%pt、1年先が+1.8%pt上昇。今年2月以降の連続利下げ局面では景気の支援を重視してきたRBIも、足元では物価上昇の副作用を意識し始めた模様です。

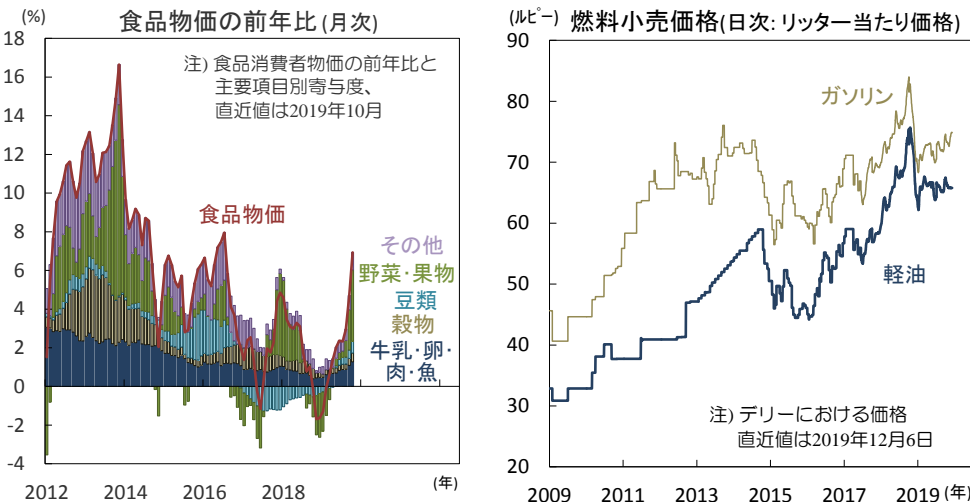
野菜の価格は足元でも高止まっており、12月にかけて総合物価を一層押し上げる見込みです。次回2月7日のMPC時点で判明しているのは、12月までの消費者物価。インフレ期待の上昇を警戒するRBIにとって、次回の利下げは難しいでしょう。しかし、来年初より食品物価は緩やかに低下を始める見込みです。政府は景気の悪化を懸念するものの、歳入の低迷から財政刺激策の余地は限定的であり、金融緩和が待たれます。RBIも、「景気は更に弱まり負の産出ギャップも持続」と景気悪化を警戒。機が熟せば追加利下げに踏み切るでしょう。RBIは、来年4月と6月に政策金利を0.25%ptずつ下げた上で、来年末まで金利を据置く可能性が高いと考えられます。(入村)

【図5】銀行貸付は鈍化(左)、総合消費者物価の伸びが加速(右)



出所) インド準備銀行(RBI)、インド中央統計局、CEIC

【図6】急上昇する食品物価(左)、燃料小売価格は安定推移(右)



出所) インド中央統計局、Indian Oil Corporation、CEIC

・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