

【インド】景気低迷の深刻化と財政悪化の懸念は今後もルピー相場の重しとなるのか……………1ページ
【アジア・マーケット・ウォッチ】……………7ページ

【インド】景気低迷の深刻化と財政悪化の懸念は今後もルピー相場の重しとなるのか*

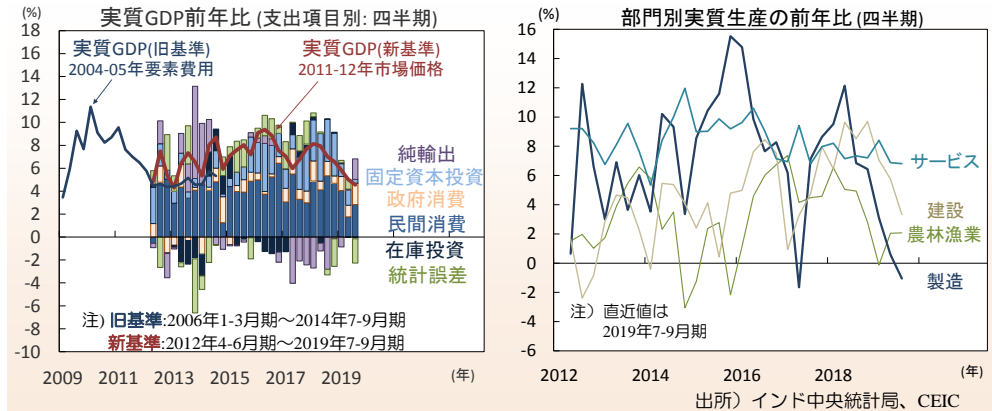
● 景気低迷の深刻化に伴って財政悪化の懸念が浮上

インド・ルピー相場が軟調です。同通貨は2019年初より同年末にかけて主要アジア通貨では韓国ウォンに次ぐ下落率でした。深刻な景気低迷に伴って、財政赤字の拡大や国債増発による需給悪化の懸念が浮上。大手格付け会社も格付け見通しを引下げ、債券投資本の流出を促しました。また、資本流入局面では当局が外貨準備を増強するべくドル買い介入を行い、相場の上値を重くしています。ルピー相場は今後も低迷するのか。本稿では同相場の方向性について分析します。まず、深刻な景気低迷(1-3頁)と足元で上昇する消費者物価(3-4頁)を概観した上で、今後の金融政策の方向性について分析(4頁)。次に、格付け大手による格付け見直し引下げの背景を探った上で(5頁)、今後のルピー相場の方向性について考察します(6頁)。

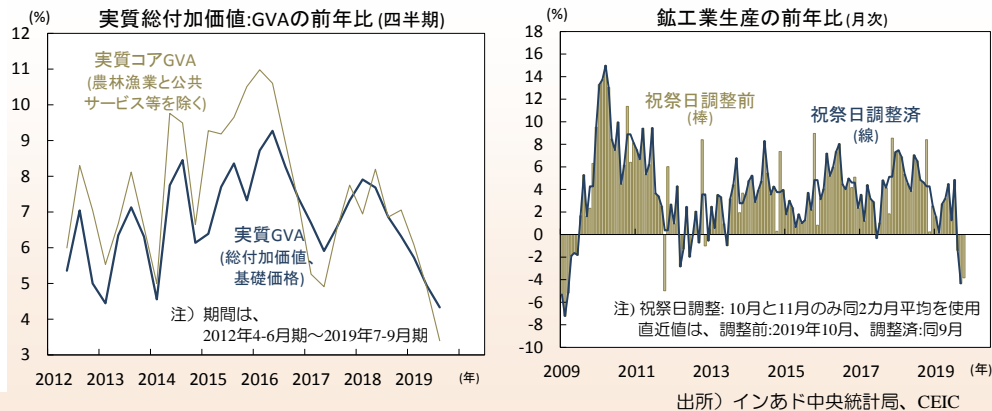
11月29日、政府は7-9月期の実質GDPが前年比+4.5%と前期の+5.0%より減速し6年半ぶりの水準に低下したと公表(図1左)。6期連続の成長率鈍化は、四半期GDP統計の公表が始まった1996年以来初です。需要側では、固定資本投資が急減速した一方で政府の経常歳出が加速。政府歳出が加速しなければ成長率は更に落込んでいました。内需の急減速を受けて輸入が低迷したため、純輸出の押し上げ幅は拡大しました。

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。ノンバンクの都市部家計向け貸付の低迷、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ち込み等が背景です。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、連邦・州政府とも経常歳出の実行を急ぎました。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3左)、企業は投資を抑制しました。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ました。

【図1】 低迷する固定資本投資(左)、製造業の伸びがマイナスに転落(右)



【図2】 民間部門の動向を示すコアGVAの伸び率は史上最低水準に(左)



● 生産側では製造業の伸びが反落し建設業も鈍化

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左)。

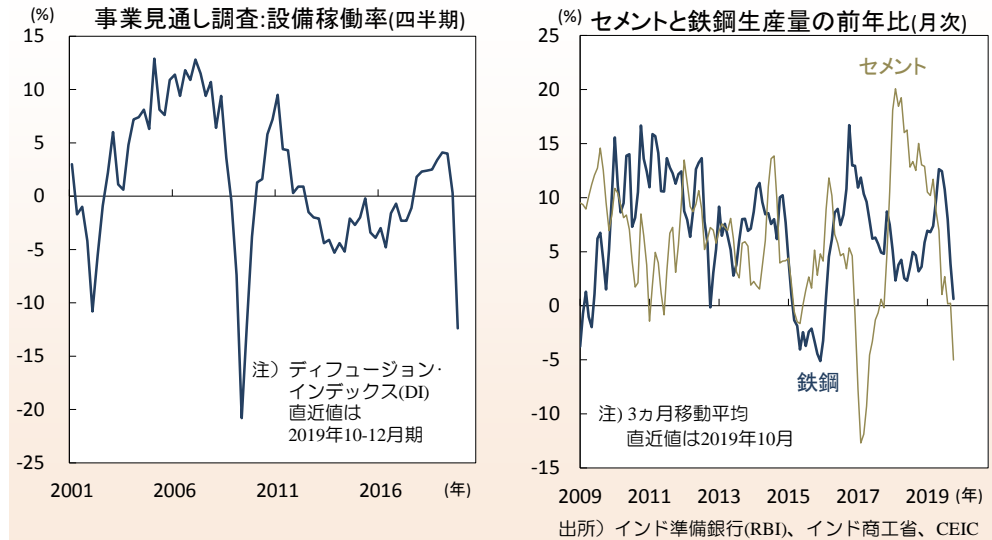
生産側から算出された実質総付加価値(GVA)は前年比+4.3%と前期の+4.9%より鈍化しました。政府支出を反映する公共サービスが伸び、農林漁業もほぼ前期並みの成長率であったものの、製造業が反落し建設業も鈍化(図1右)。民間部門の動向を反映するコアGVA(農林漁業と公共サービス等を除く)は同+3.4%と前期の+4.9%より鈍化しました。7-9月期のコアGVAの前年比は現統計(2011-12年価格)で史上最低(図2左)、過去の統計(2004-05年価格)比では国際金融危機の直後の2009年1-3月期以来の低水準でした。農林漁業は前年比+2.1%と前期の+2.0%より加速するも軟調。雨季の始まりの6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。

● 農村部家計の困窮に伴い二輪車販売が低迷

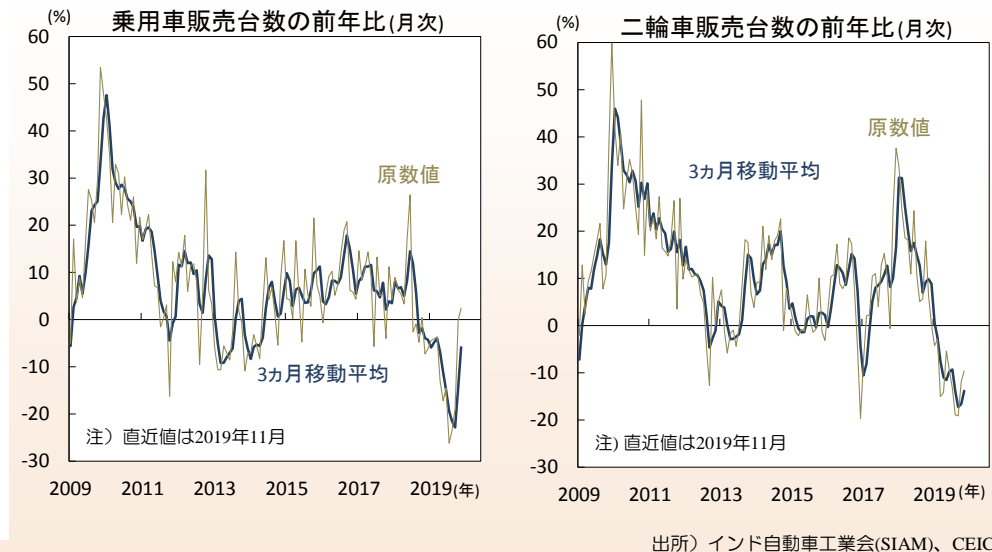
また、建設投資の低迷を背景にセメント生産が鈍化し(図3右)、国内新車販売の低迷や輸出の落込みを背景に運輸機器の生産の下げ幅も拡大しました。なお、10月の乗用車販売は前年比▲0.1%と前月の▲18.8%より下げ幅が大きく縮小(図4左)、政府が乗用車のGST(物品サービス税)税率引下げの観測を否定したことを受けて、減税待ちの買い控えの動きは終息した模様です。一方、10月の二輪車販売は同▲11.8%と前月の▲19.1%より下げ幅を縮めつつ軟調(図4右)。ヒンドゥー教祝祭日(Diwali)の前月にも関わらず軟調な販売は、農村部家計の厳しい所得環境を反映したものとみられます。建設業は同+3.3%と前期の+5.7%より鈍化。ノンバンク貸付の低迷等によります。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。

成長率と物価が同時に鈍化したことに伴って、7-9月期の名目GDPは前年比+6.1%と前期の+8.0%を下回り、現統計公表開始以来の最低水準を更新しました。

【図3】建設投資の低迷を受けて建設関連財の生産が急落(右)



【図4】乗用車の販売が持ち直す一方(左)、二輪車販売は引続き低迷(右)



● 名目GDPの鈍化に伴って税収が低迷し財政が悪化か

足元の名目GDPの前年比(+6.1%)は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、銀行貸付の伸びも低迷(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。

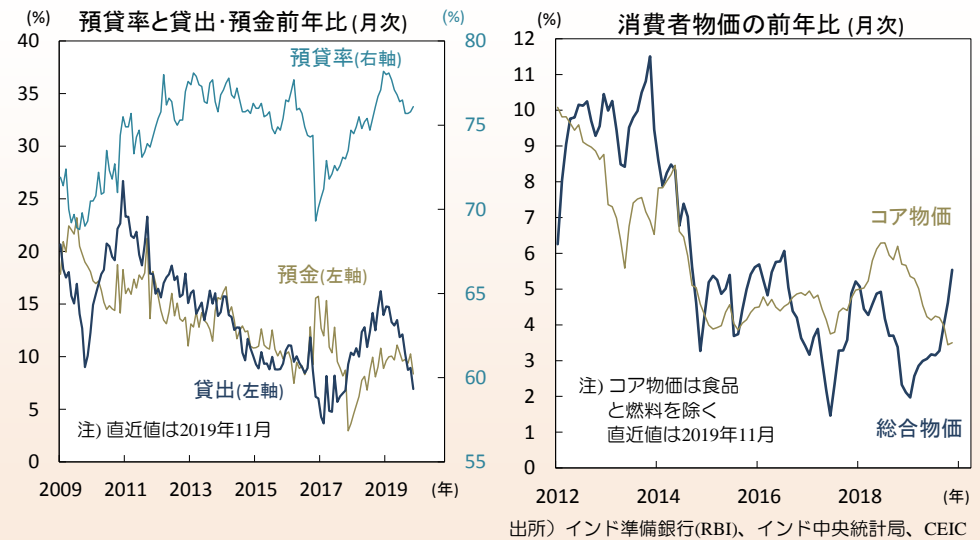
足元で低迷する家計消費は今後緩やかに回復するでしょう。食品物価の上昇に伴って農業部門の交易条件は改善。雨季後半の降雨量の回復を受けてかんがい用貯水量や土壌の湿り気は十分な水準であり、乾季作物の栽培環境は良好です。景気回復の勢いは弱いものの、2018年10-12月期以降の景気低迷からの反動(ベース効果)もあり今年度後半の成長率は+5.2%前後へと反発、今年度(～2020年3月)通年の成長率は+5.0%と昨年度(+6.8%)を下回った後、来年度は+6.0%前後へと緩やかに回復すると予想されます。

● 天候不順に伴う野菜価格高騰が総合消費者物価を押し上げ

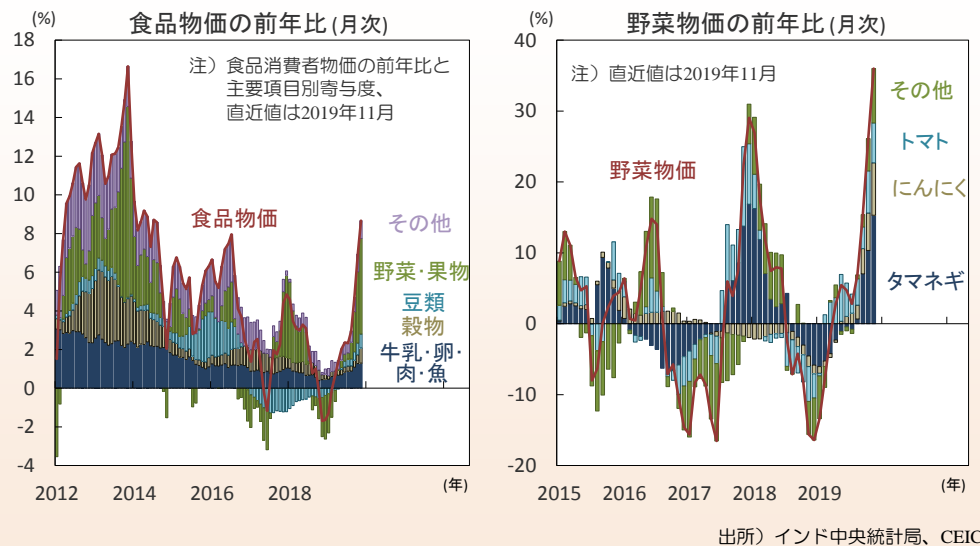
足元では、天候不順等から食品物価が上昇しています。11月の消費者物価は前年比+5.5%と前月の+4.6%より上昇し(図5右)、2ヵ月連続でインド準備銀行(RBI)の物価目標の中央値(+4%)を突破。食品が同+8.7%と前月の+6.9%より上昇し(図6左)、総合物価を押し上げました。食品物価を押し上げたのは主に野菜で、同+36.0%と前月の+26.1%より加速(図6右)。豆類も+13.9%と前月の+11.7%より上昇しました。野菜の内、タマネギが+144.6%(前月+97.6%)、にんにくが同144.2%(同103.1%)と急騰。トマトも同+59.6%(同+63.0%)と高止まり野菜物価を押し上げました。局地的な大雨による作物被害によります。燃料は同▲1.9%(前月▲2.0%)とほぼ変わらず、自動車用燃料ではガソリンが▲3.3%(同▲9.4%)、軽油が▲6.4%(同▲9.7%)と下げ幅を縮めつつマイナスの伸びが継続。国内燃料価格の落ち着きによります(図7右)。一方、食品と燃料を除くコア物価は同+3.5%と前月の+3.4%とほぼ同率。内需が低迷する中で需要側からの物価上昇圧力は限定的です。

現地報道によれば、大雨が終息した後に収穫されたタマネギは既にマハラシュトラ州の野菜市場に到着しており、政府が緊急輸入を行ったタマネギの市中放出も近く始まる見込み。野菜価格の高騰は今後徐々に沈静化するとみられます。

【図5】 低迷する銀行貸出(左)、上昇する総合物価と鈍化するコア物価(右)



【図6】 上昇する食品物価(左)、タマネギやにんにく価格が高騰(右)



● 12月の総合物価は物価目標の上限を突破か

天候不順に伴う特定品目の収穫量減少が起す野菜価格の急騰が収束するのは、過去の例を見る限り5-6ヵ月後(図8左)。2020年4-5月にはタマネギやにんにくの価格が正常化し総合物価を押下げるとみられます。一方、12月には複数の大手通信会社が携帯電話料金を30-40%引上げており、総合物価の押し上げ幅は0.35~0.4%ptに上る見込み。野菜物価が沈静化する前の通信費上昇に伴って総合消費者物価の前年比は+6%台前半まで上昇し、RBIの目標上限の+6%を一時的に突破すると予想されます。

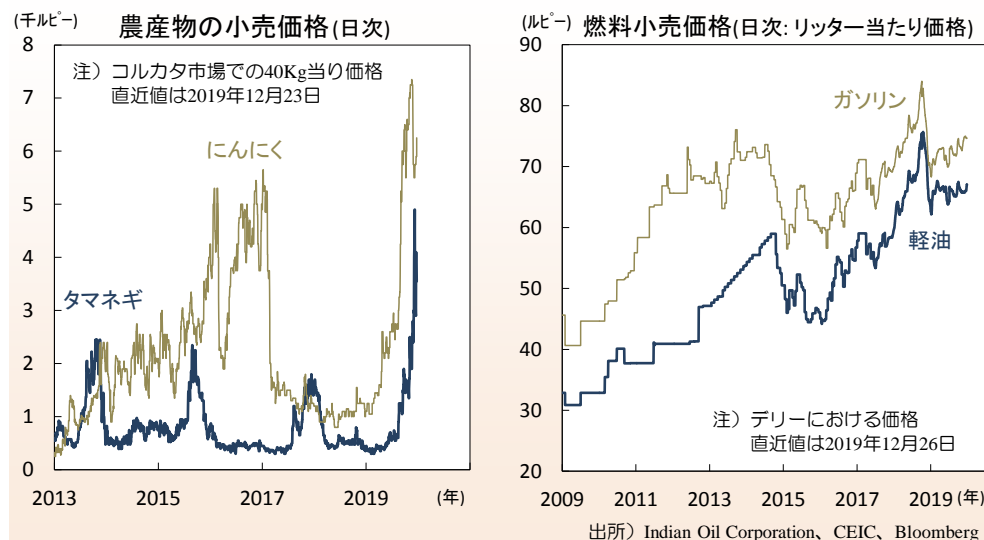
物価上昇が加速する中、昨年2月より連続利下げを行ってきたインド準備銀行(RBI)は利下げを休止。12月5日、RBIの金融政策委員会(MPC)は、政策金利を5.15%で据置きました(図8右)。Bloomberg集計では43社全てが利下げを予想(予想下げ幅は0.15~0.5%ポイント)。予想外の決定に対する驚きの声が広まりました。RBIは全会一致で金利を据置き、政策姿勢を「緩和的」に維持。声明は、更なる利下げ余地があるものの景気と物価が変動しているため今回は利下げ休止が適切と、据置きの理由を説明しました。今回、RBIは景気見通しを引下げ、物価見通しを引上げ。今年度の成長率は+6.1%から+5.0%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。

● インフレ期待の上昇を警戒し利下げを休止した準備銀行

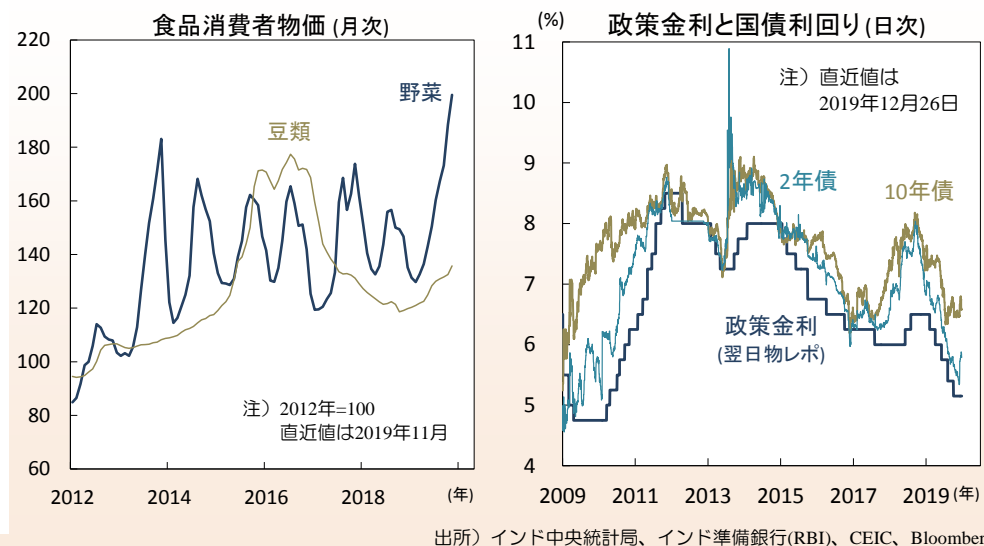
前述の通り総合消費者物価が上昇するも、天候不順による一時的な野菜価格の高騰が原因です。声明は、足元で目標(+4%)を上回る総合物価も、来年7-9月期には目標を下回ると予想。供給側の要因による一時的な物価上昇としつつも景気下で金利を据置いたのは、インフレ期待上昇への警戒感ゆえでしょう。RBIが集計する家計の期待インフレ率は3ヵ月先が+1.2%pt、1年先が+1.8%pt上昇。今年2月以降の連続利下げ局面では景気の支援を重視したRBIも、足元では物価上昇の副作用を意識し始めた模様です。

前述のとおり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。

【図7】高止まるタマネギ価格(左)、燃料小売価格は安定的に推移(右)



【図8】2019年2月以降5回連続の利下げを経て12月は金利を据置き(右)



出所) インド中央統計局、インド準備銀行(RBI)、CEIC、Bloomberg

● ムーディーズが政府格付け見通しを「ネガティブ」に引下げ

11月7日、格付け大手ムーディーズ(以下「M社」)はインド政府の格付け(外貨建て長期:Baa2)の見通しを「安定的」から「ネガティブ」に変更し、将来の格下げの可能性を示唆。同社は、今後の経済成長率が過去の水準より著しく低下するリスクが高まっていることを見通し変更の理由としました。

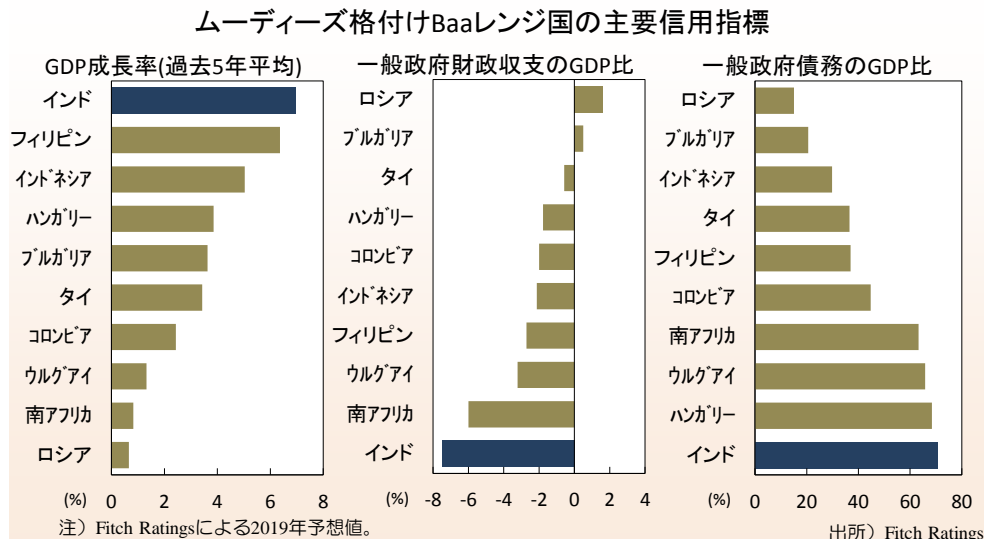
同水準(Baa格)の格付けの新興国に比べ、同国の財政赤字は大きく政府債務は高水準(図9)。相対的に所得水準の低い同国にとって、財政の弱さが信用力の制約要因です。こうした財政の弱さにも関わらず同国がBaa2の格付けを維持できたのは、(a)多額の自国通貨建て長期国債を安定的に保有する国内投資家の存在や、(b)巨額の財政赤字にもかかわらず政府債務のGDP比を安定的に保ってきた高い名目成長率のため。2000年代初に80%前後であった政府債務のGDP比が2010年に67%に低下したのは、主に高い名目経済成長率によります。しかし、近年の実質GDP成長率の低下とともに名目成長率も低下。M社の予測によれば名目成長率は当面11%前後に留まり、政府債務のGDP比は今後数年間で68%前後で横ばい推移します。政府債務が高止まる中、同国のショック耐久力は低下するとみられ、今回の格付け見通しの変更につながりました。

● 景気低迷の長期化に伴う信用力の低下を懸念

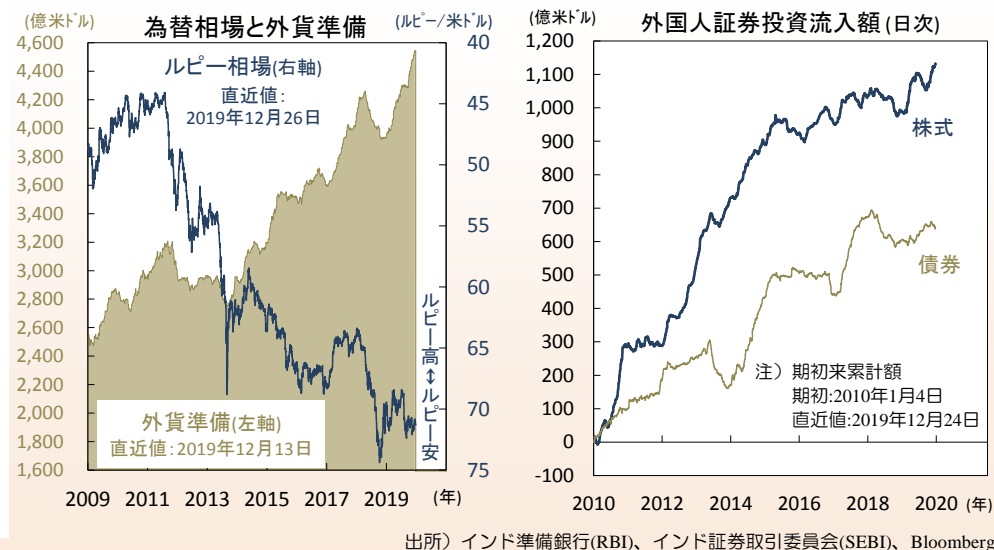
M社は、農村部家計の困窮や弱い雇用やノンバンク部門の信用収縮に伴って、景気低迷が長期化する可能性が高まっていると指摘。民間投資の低迷が長引く中で、家計消費も低迷し始めたことを問題視しました。家計部門向けの貸付を近年伸ばしてきたノンバンクの信用収縮は容易に解消せず、国有銀行部門も長期にわたって多額の不良資産を抱えており、信用供給の目詰まりは今後も長期化。所得の低迷に見舞われる家計の状況は今後も厳しいとみられます。長期的な経済成長力を高めるためには、労働生産性や土地の生産性を高め、民間投資を促し、金融部門を強化することが不可欠。M社は2017年11月に同国格付けを上げた際に(Baa3→Baa2)、こうした改革の進展を期待したものの、取組みが進展する可能性は低下したと今回判断した模様です。

M社の格付けはBaa2と、S&P社のBBB-より高く、1ノッチの格下げ(→Baa3)があっても投資適格級。また、仮に投機的等級(Ba1以下)への格下げがあったとしても、同国の国債は主要な債券指数に採用されておらず、格下げによる指数からの除外のリスクもありません。しかし、足元の財政悪化に伴う国債増発懸念から長期金利は高止まっており(図8右)、格下げが国債投資家に与える心理的な影響は無視できないと思われます。

【図9】高い経済成長率(左)、多額の財政赤字(中)、高水準の政府債務(右)



【図10】増加する外貨準備(左)、株式投資が流入し債券投資が流出(右)



● 債券投資の流出や当局のドル買いがルピー相場を抑制

通貨ルピーは2019年初より12月26日にかけて対米ドルで▲2.2%下落と(図10左)、主要アジア通貨では韓国(▲4.0%)に次いで軟調。財政悪化等を嫌気した債券投資資本の流出や、資本流入局面でドル買い介入を行い外貨準備を増強する当局の姿勢が相場の上値を抑えました。2019年初より12月24日にかけて、株式市場には143.5億ドル、債券市場には33.5億ドルの資本が流入(図10右)。年初は4-5月の総選挙を控えて与党BJPの支持率が低迷したこと等が嫌気されたものの、パキスタンに対する空爆等をきっかけに与党の支持率が回復を始めた3月より資本流入が加速しました。7月初には2期目に入った現政権が修正予算を公表し、景気悪化が深刻化する中でも大規模な財政刺激策を導入せず財政健全化路線を堅持。債券投資家はこれを歓迎したものの株式投資家は失望し、債券買い/株式売りの動きが加速しました。しかし、景気悪化の深刻さを懸念した政府が9月に大規模な減税策の導入を公表すると、株式投資家はこれを歓迎し、債券投資家は財政悪化による国債増発を懸念。株式買い/債券売りの動きが強まりました。

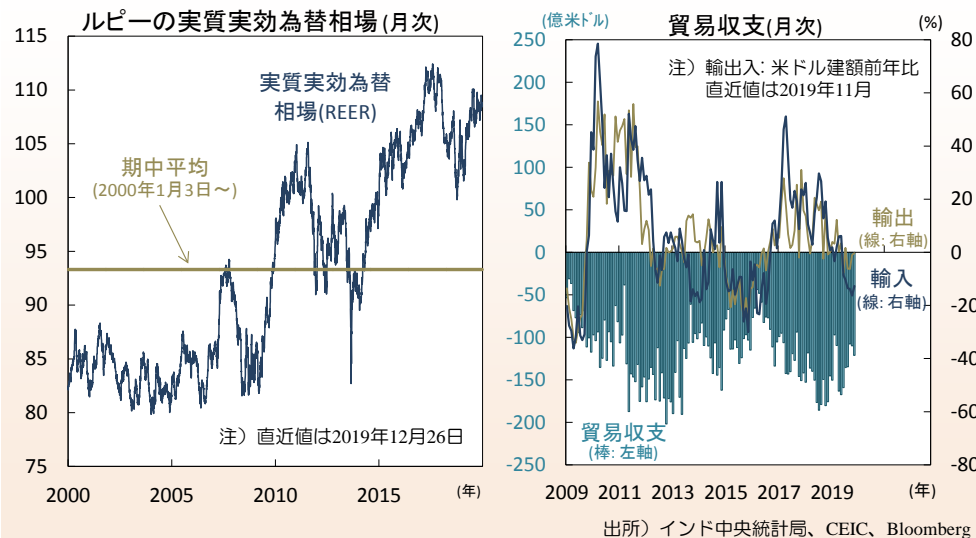
外貨準備は2019年初より12月半ばにかけて611億ドル増加(図10左)。RBIは資本流入が加速する局面でドル買い介入を行い外貨準備を増強しているとみられます。

● ルピーは春先まで堅調に推移しその後上値の重い展開か

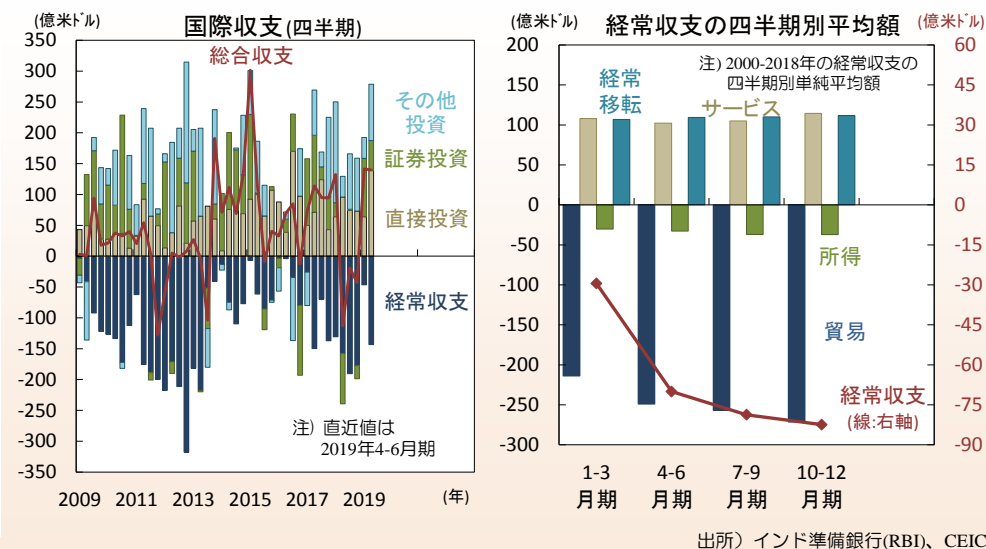
対外債務が増加基調にあるため当局が将来の資本流出に備えようとしていること、ルピー相場がやや割高とみられていること等(図11左)が背景と考えられます。米財務省は、2019年5月の為替政策報告書でインドを為替操作監視リストから除外。外貨準備の増加につながる市場介入に対する当局の心理的な抵抗感は低下したとみられます。

足元では貿易赤字が縮小。11月の赤字は121億ドルと前年同月の176億ドルを下回りました。輸出が前年比▲0.3%(前月▲1.0%)、輸入が同▲12.7%(同▲16.3%)と輸入が低迷(図11右)。燃料輸入が鈍化し、内需の低迷に伴ってコア輸入(燃料と金を除く)の伸びも同▲11.9%(同▲10.0%)と下げ幅を広げました。今年度の経常赤字のGDP比は1.5%強と昨年度の2.1%を下回ると予想されます。国際収支は2018年10-12月期まで3期連続で赤字となった後に黒字に転換(図12左)。主要先進国の緩和的な金融政策の下で証券投資が純流入に転じました。緩和的な金融環境は当面続く見込みであり、米中通商交渉の第一段階合意で政治懸念も後退。1-3月期の季節的な経常収支改善も加わり(図12右)、当面ルピーは底堅く推移するでしょう。しかし、その後は経常赤字が季節的に拡大。当局のドル買い介入も加わり相場の上値は徐々に重くなると予想されます。(入村)

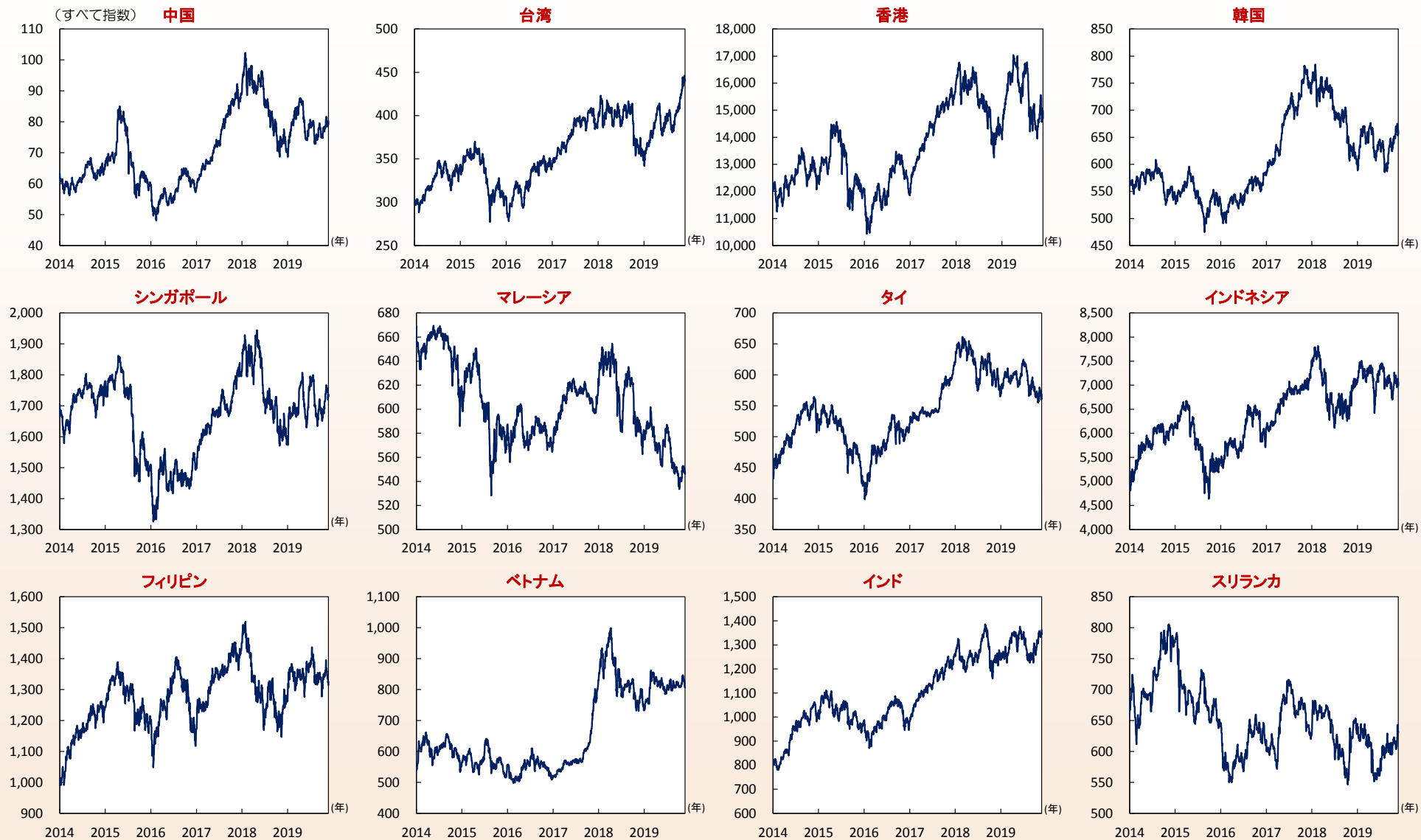
【図11】割高感のあるルピー相場(左)、貿易赤字は足元で縮小(右)



【図12】国際収支は黒字化(左)、例年、経常赤字は1-3月期に縮小(右)



【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

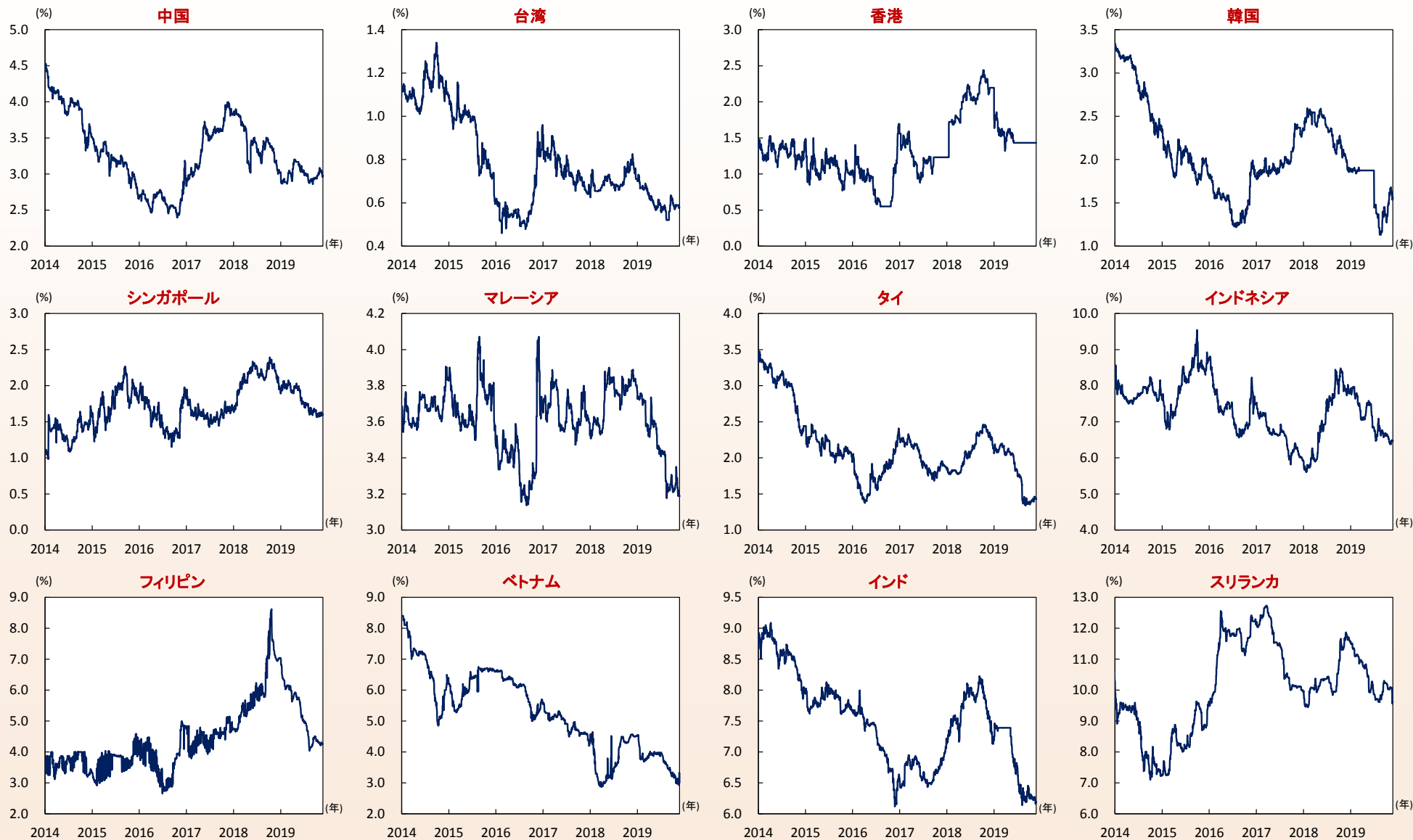


注1) 直近値は、2019年12月26日。

注2) ベトナムとスリランカはMSCIフロンティア・マーケット インデックス、その他はMSCI オールカントリー・ワールド インデックスの国別指数（現地通貨ベース、配当込み）。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

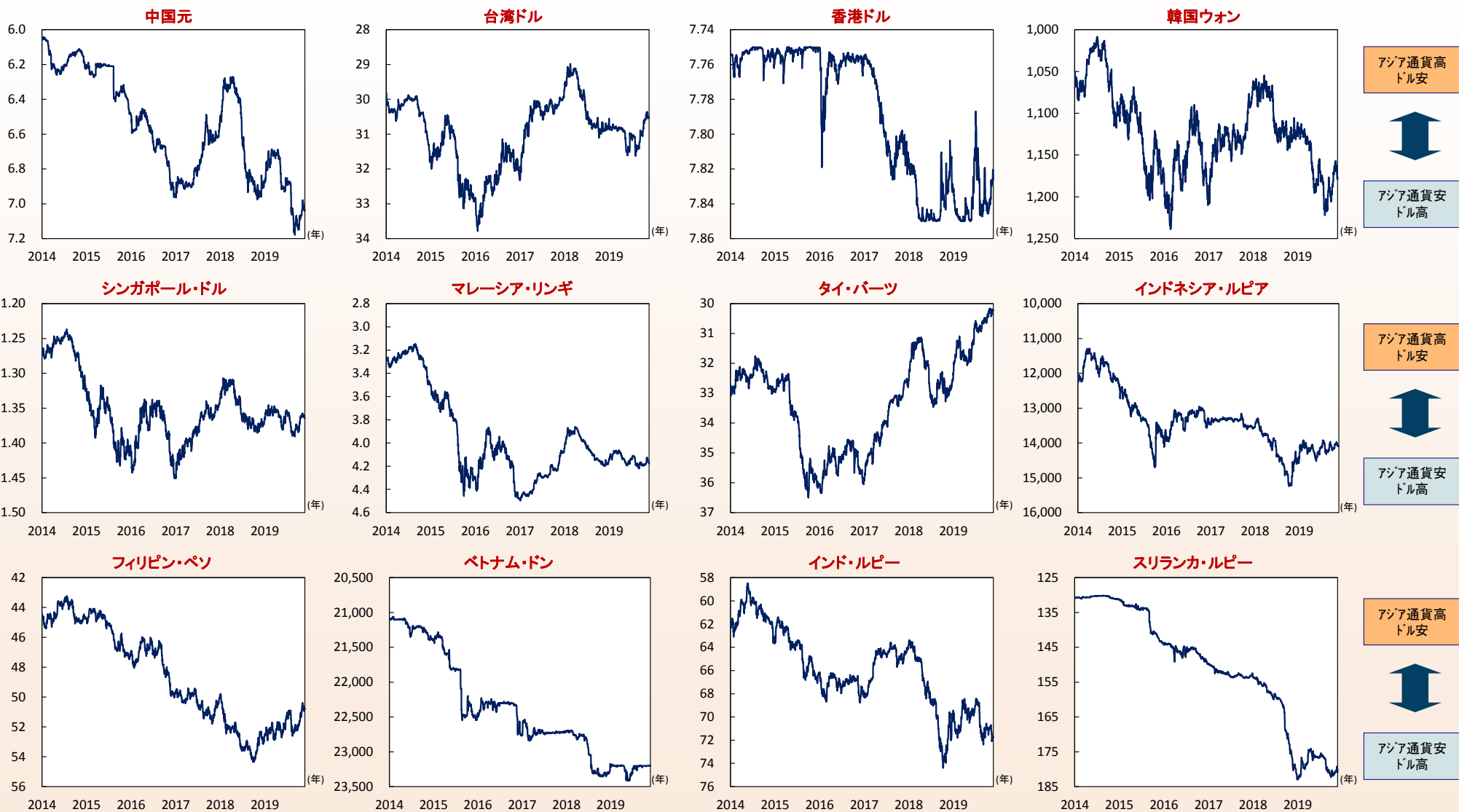
【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2019年12月26日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【アジア・マーケット・ウォッチ】(3)アジア通貨の対ドル相場



注) 単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2019年12月26日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

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。本資料は、投資勧誘を目的とする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。（作成基準日: 2019年12月27日）
- 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。

本資料中で使用している指数について

MSCI オールカントリー・ワールド インデックス、MSCI エモフィア・マーケット インデックスに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



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