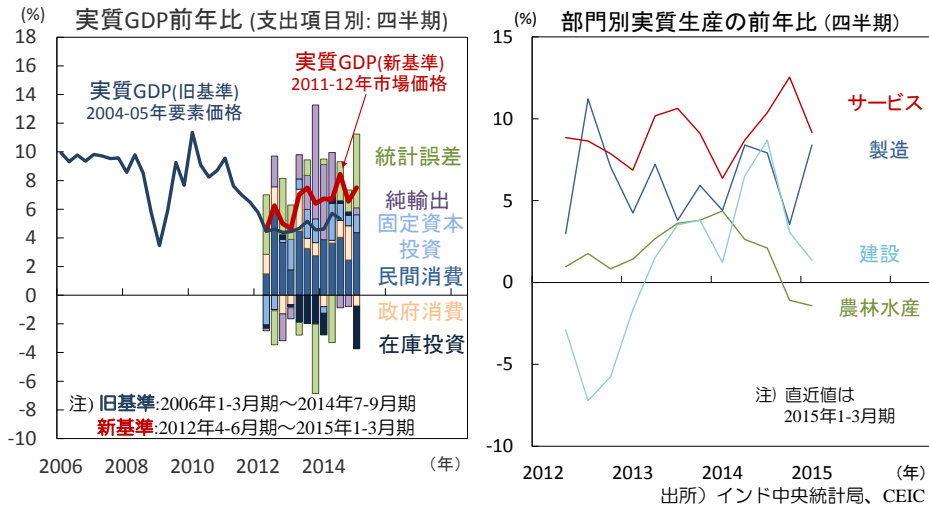


## インド：景気回復が続く中、今週2日の政策会合で利下げはひとまず打ち止めか

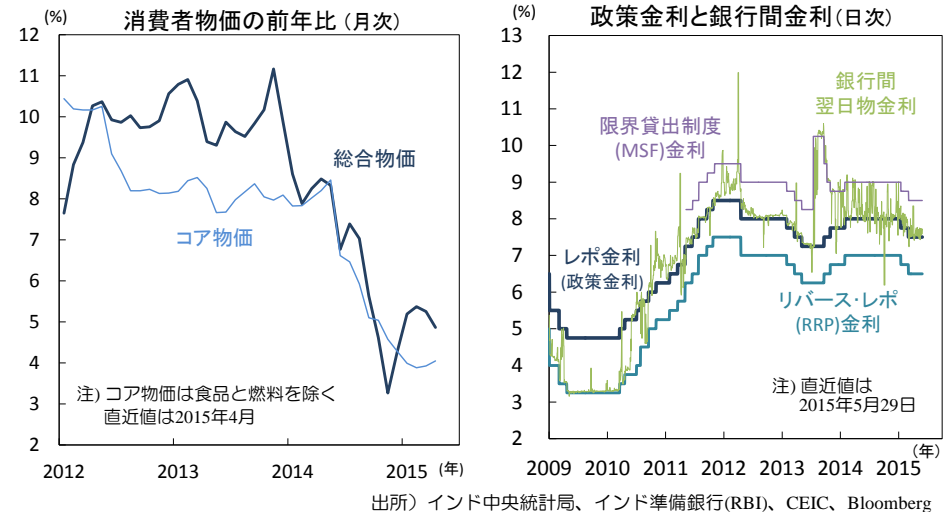
【図1】予想以上の回復を見せた1-3月期の実質GDP(左)



先週29日、インド政府は1-3月期の実質GDPが前年比+7.5%と前期の+6.6%より加速し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.3%を上回ったことを公表。2014-15年度(～2015年3月)の実質GDPの前年比は+7.3%と、前年度の+6.9%を上回りました。

GDP統計の大幅改定(2011-12年度価格基準の市場価格ベースへの移行)直後であり統計局が依然推計方法の改善の途上にある(今後大幅な遡及改定もあり得る)こと、鉱工業生産など月次統計とのギャップが大きいことを考えると、上記統計のみから景気が力強く回復したと確信することは困難です。しかし、各種月次統計も併せて見ると、景気が緩やかな回復過程に入ったことは確かな模様です。1-3月期のGDP統計は、外需が低迷する中で民間消費や固定資本投資などの内需が成長をけん引したことを示しました。民間消費は前年比+7.9%と前期の+4.2%より加速。豪雨による作物被害や農作物の最低保証価格(MSP)の伸びの抑制などによって所得環境の悪化した農村部の消費が低迷する一方、低インフレで購買力の改善した都市部の消費が伸びた模様です。

【図2】1月と3月の緊急利下げの後、4月には政策金利を据置き(右)



政府消費は同▲7.9%と前期の+27.6%より反落。財政収支目標を達成するために中央政府が3月の年度末にかけ経常歳出を抑制し、州政府の歳出も低迷した影響です。固定資本投資は同+4.1%と前期の+2.4%より加速しました。外需では、総輸出が同▲8.2%と前期の▲0.3%より落込み幅が拡大し、総輸入も▲8.7%と前期の+2.8%より大きく反落。純輸出の寄与度は+0.5ポイントと前期の▲0.8ポイントより改善しました。

生産側では、農林水産業が同▲1.4%と前期の▲1.1%より落込み幅が拡大(図1右)。豪雨による乾季作物への被害の影響とみられます。建設業も同+1.4%と前期の+3.1%より鈍化、公益部門(電力・ガス・水道等)も同+4.2%と前期の+8.7%から減速しました。サービス部門は同+9.2%と好調ながら前期の+12.5%からは低下。民間消費や固定資本投資の堅調な伸びを受けて、流通・ホテル・運輸・通信など内需向け部門が加速し、金融・不動産等も堅調だったものの、政府消費の急減に伴って公共サービス等の伸びが大きく鈍化しました。一方、製造業は同+8.4%と前期の+3.6%より加速しました。

## ● 都市部家計消費と固定資本投資が今後の景気をけん引か

今後、需要面では外需の低迷、生産面では雨季の雨不足による農林漁業低迷のリスクがあるものの、インフレ率の鈍化や雇用環境改善に支えられた都市部の民間消費や固定資本投資の伸びが成長を支えるでしょう。政府はインフラ投資予算を増額し、投資環境の改善にも努めており、投資は民間と公的部門ともに緩やかに回復を続けるとみられます。今年度のGDP成長率は+7%台後半と昨年度の+7.3%を上回る見通しです。

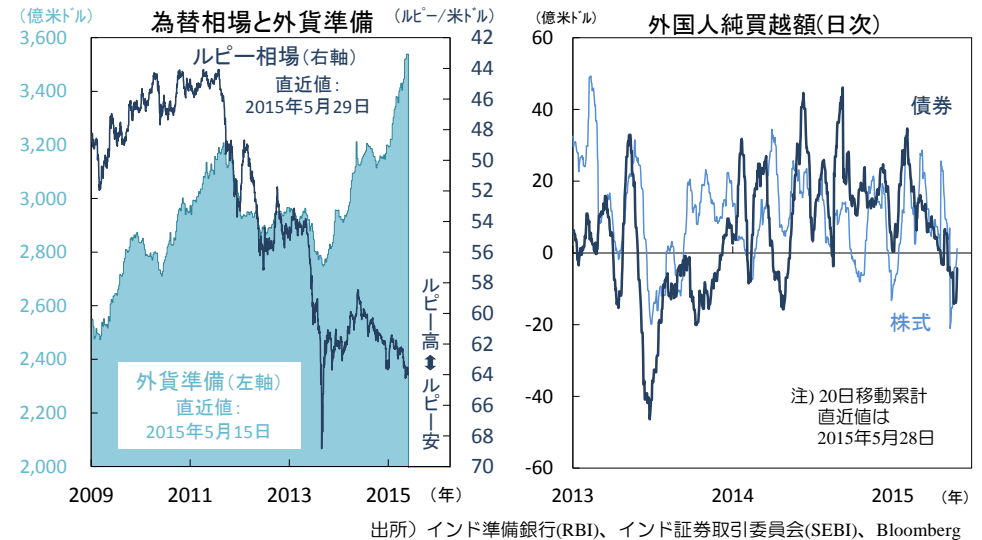
4月の総合消費者物価は前年比+4.9%と前月の+5.3%より鈍化(図2左)。燃料小売価格の上昇を受けて燃料が同+5.6%と前月の+5.2%を上回ったものの、食品が同+5.4%と前月の+6.3%より鈍化し総合物価の伸びを押下げました。インド準備銀行(RBI)は、1月と3月の緊急利下げ(8%→7.75%→7.5%)を経て、4月の定例政策見直しで利下げを休止(図2右)。しかし、声明は「今後の政策運営はデータ次第」と、追加利下げの可能性を否定しませんでした。足元の消費者物価は前年の高騰の反動で押下げられており今後は緩やかな反発が見込まれること、雨季の雨不足による食品物価上昇のリスクも残ることから、追加利下げ余地は縮小しているとみられます。今週2日の同見直しでは7.25%への利下げが行われ、利下げはひとまず打止めとなる可能性が高いでしょう。

## ● 5月半ばにかけて下落したルピーも今後は安定化か

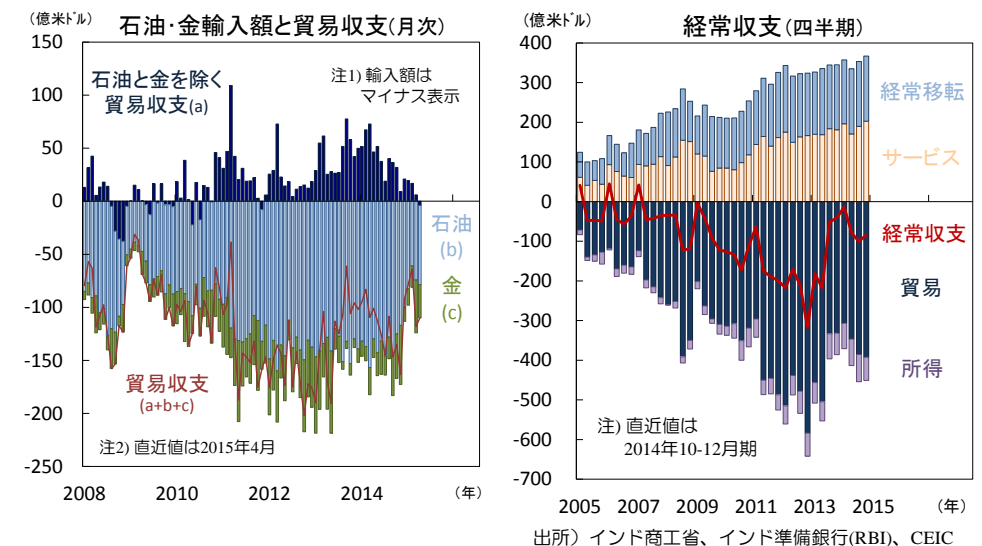
通貨ルピーは今年初から3月末にかけて対米ドル(以下「ドル」)で+0.9%上昇(図3左)。ドル高基調の下で多くの新興国通貨が下落する中、堅調ぶりが目立ちました。しかし、3月末から5月15日にかけては同1.6%下落。米景気指標の弱さ等による米利上げ開始先送りの思惑からドル安が進み、ブラジルやロシアなど多くの新興国通貨が対ドルで反発する中、不振ぶりが目立ちました。5月半ばまでのルピー相場の変動の背景には、(1)国際原油価格の反発、(2)米ドル安への転換に伴うルピー買持高の解消、(3)株式投資資本のインドからの流出(図3右)などがあつたとみられます。急速な株価上昇に対する警戒感、期待はずれの企業決算、外国企業に対する遡及的な最低代替税(MAT)課税の可能性なども株式投資資本の流出を促し通貨を押下げたとみられます。

もっとも、緩やかに回復する景気や2013年当時に比べ大きく縮小した貿易・経常赤字(図4)、相対的に高い国債利回りなど、ルピーの支援要因は健在です。年後半にかけて米利上げ開始の連想から再び新興国通貨が軟調となれば、同通貨は相対的に優位となるでしょう。RBIによる外貨準備増強のためのドル買い介入に上値を抑えられつつ、ルピー相場は他の新興国通貨に比べ底堅く推移すると予想されます。(入村)

## 【図3】 準備銀行によるドル買い介入によって増加を続ける外貨準備(左)



## 【図4】 2013年前半に比べ大きく縮小した経常赤字(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を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、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をもとに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。
- 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国際投信投資顧問経済調査部の見解です。また、国際投信投資顧問が設定・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。