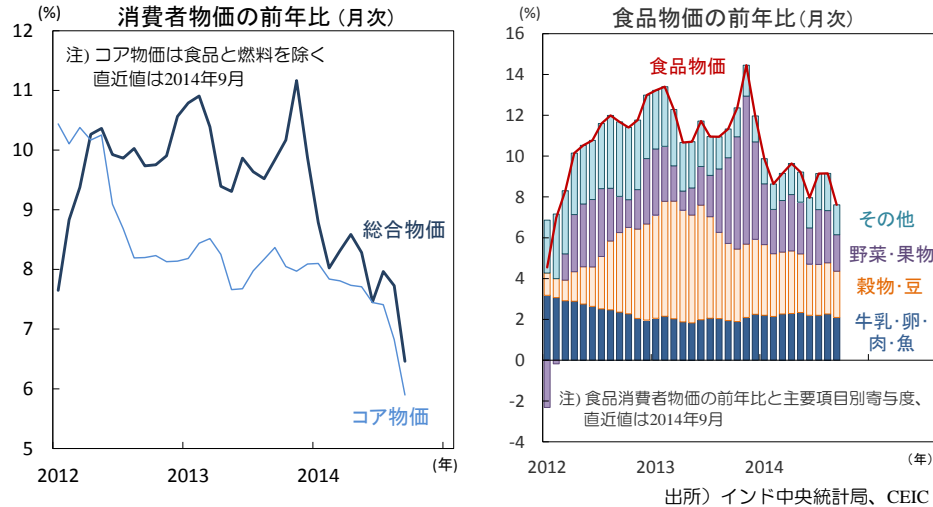


## インド：インフレ沈静化と経常収支改善などを背景に安定度を増すルピー相場

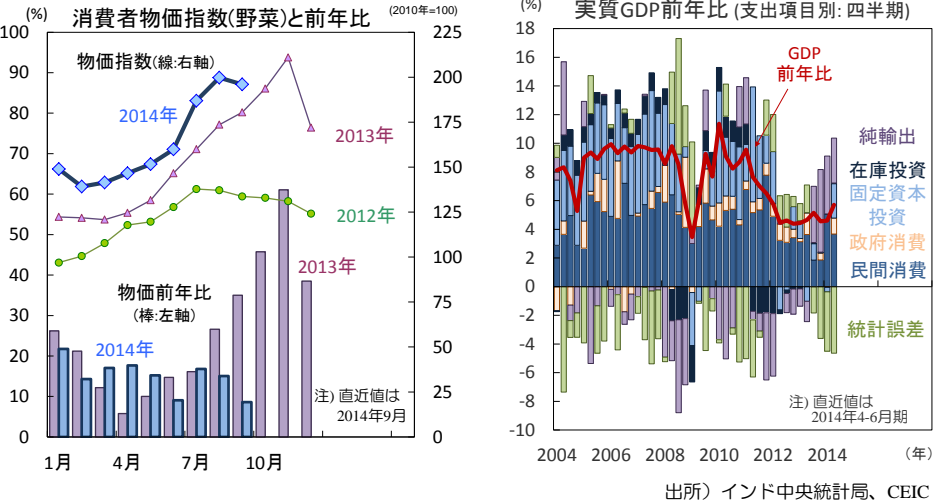
【図1】予想を上回る鈍化を見せた9月の消費者物価



インド経済の改善を示す指標が相次いでいます。先週13日、インド政府は9月の総合消費者物価が前年比+6.5%と前月の+7.7%より大きく低下し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.1%を下回ったことを公表。4-6月期GDPの予想以上の加速もあり、低成長と高物価に悩んでいた同国経済の改善ぶりを印象付けました。

9月の食品物価は前年比+7.6%と前月の+9.1%より鈍化し(図1右)、総合物価を押し下げ。野菜物価が同+8.6%と前月の+15.0%から低下した影響です。国際的な燃料価格の低下を受けて燃料物価も同+3.5%と前月の+4.2%より低下しました。食品と燃料を除くコア物価も同+5.9%と前月の+6.8%より鈍化、需要側からの物価上昇圧力は限定的な模様です。野菜物価の低下は、主に昨年の天候不順による価格高騰からの反動(前年高ベース効果)によるもので、同効果は11月まで継続(図2左)。同月にかけて総合物価は+5%台後半まで低下するでしょう。しかし、その後は同効果のはく落や、穀物価格の上昇(雨季作物の作付期の雨不足による)等に伴って、同物価は+7%前後に上昇するとみられます。

【図2】4-6月期の実質GDPは前年比+5.7%に加速(右)



8月29日にインド政府が公表した4-6月期の実質GDPは、前年比+5.7%と前期の+4.6%より加速(図2右)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+5.5%を上回り、約2年ぶりの成長率となりました。需要側では、これまで低迷してきた投資が回復、堅調だった民間消費が鈍化するなど、経済均衡の回復に向けた好ましい動きもみられます。一方、今期の成長は、需要側で政府消費の加速、生産側で農林漁業の回復など一時的な要因にも押し上げられており、年後半も景気が加速を続けるのは難しいとみられます。

民間消費は前年比+5.6%と前期の+8.2%より鈍化、農村部の需要の減速によるとみられます。政府消費は同+8.8%と前期の▲0.4%より反発、財政年度末の3月に向けて前政権が赤字目標達成のために大幅な歳出削減を行った反動から、今年度初の4-5月に歳出が加速しました(図3左)。新政権は中央政府の財政赤字のGDP比を4.1%に抑える目標を掲げており、月次収支の赤字が6-8月にかけて縮小するなど歳出抑制を始めた模様です。4-6月期の成長を押し上げた政府消費は7-9月期より反落する可能性が高いでしょう。

## ● 回復過程に入ったとみられる企業の設備投資

4-6月期の固定資本投資は同+7.0%と前期の▲0.9%から反発し、約2年ぶりの高い伸びに。前政権末期の2012年に設立された内閣投資委員会(CCI)は滞っていた複数の投資計画を認可するも、当時、事業主体は2014年の総選挙を控え様子見姿勢でした。その後、選挙による政権交代と投資環境改善の期待から企業の信頼感は改善し、企業投資が回復したとみられます。外需では、総輸出は前年比+11.5%と前期の+10.5%より加速する一方、総輸入は同▲0.4%と前期の▲3.7%より改善しつつマイナスの伸びとなり、純輸出の寄与度は+3.1%ポイントと前期の+4.0%ポイントより低下しました。

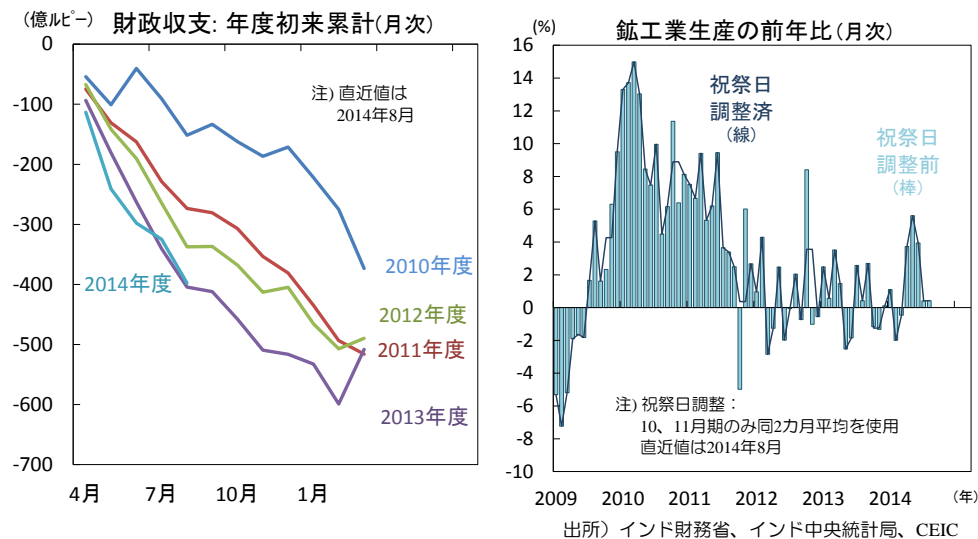
生産側では、農林漁業が前年比+3.8%と前期の+6.3%から鈍化しつつ底堅い伸びでした。主に乾季作物の堅調な収穫を受けたもので、今年の雨季作物の作付け期(6-7月)の雨不足の影響はまだ今期には反映されていません。製造業は同+3.5%と前期の▲1.4%から反発、プラスの伸びは3期ぶりです。建設業は同+4.8%と前期の+0.7%より加速しました。サービス部門は同+6.8%と前期の+6.4%より上昇。政府消費の伸びを受けて公共サービス等の伸びが同+9.1%と前期の+3.3%から急伸した一方、流通・ホテル・運輸・通信は同+2.8%と前期の+3.9%から鈍化するなどさえませんでした。

## ● 今年度の成長率は+5.5%前後と前年度より改善か

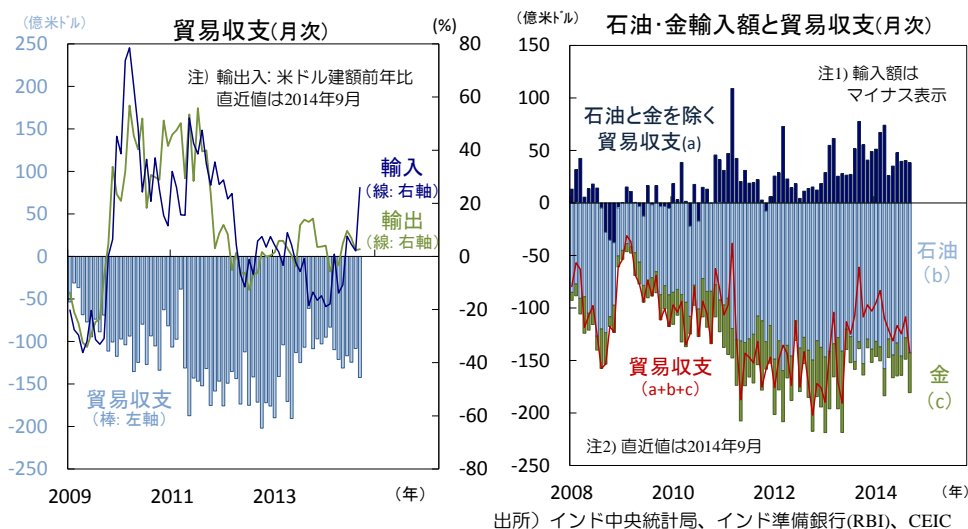
8月の鉱工業生産は前年比+0.4%と前月と変わらず。4-6月に3カ月連続で+3%を上回った後に足元で減速しています(図3右)。産業別では、電力が同+12.9%、鉱業が+2.6%と前月より加速した一方、製造業が▲1.4%と前月の▲1.0%より悪化。テレビ・ラジオ・通信機器等の生産が急落し総生産を下げました。用途別では資本財が同▲11.3%と前月の▲3.9%より悪化、消費財も▲6.9%と3カ月連続のマイナスとなり、中間財は+0.3%とちょうどプラスを保ちつつも前月の+3.0%より鈍化しました。

4-6月期に改善した製造業の生産は7-9月期に鈍化したとみられます。また、4-6月期にプラスの伸びを保った農業生産も、雨季作物の収穫が本格化する年後半には、6-7月の作付け期の雨不足の影響による収穫減に伴って鈍化を余儀なくされるでしょう。需要側では、4-6月期のGDPを上げた政府消費が現政権による財政赤字縮小の取組に伴って大きく鈍化する見込みです。4-6月期に前年比+5.7%に加速した経済は、7-9月期に同+5.2~5.3%まで鈍化しその後緩やかに回復するとみられます。この結果、今年度通年の成長率は+5.5%前後と、昨年度の+4.7%と一昨年度の+4.5%を上回り、近年低迷が続いた経済の緩やかな回復を印象付けると予想されます。

【図3】7-8月の鉱工業生産は4-6月より鈍化(右)



【図4】9月には石油と金の輸入が増加し貿易赤字が拡大



## ● 物価抑制を重視し政策金利を高位で据置く準備銀行

9月の貿易収支は▲142億ドルと前月の▲108億ドルより拡大。輸出が前年比+2.7%と前月の+2.4%よりやや上昇する一方、輸入が同+26.0%と前月の+2.1%から急伸した影響です(図4左)。石油と金の輸入が急増(図4右)、ヒンドゥー教の祝祭日(Diwali)が昨年の11月から今年は10月に前倒しとなった影響とみられます。こうした影響は今後はく落し、原油価格の低下にも助けられ貿易赤字は縮小に向かうと予想されます。

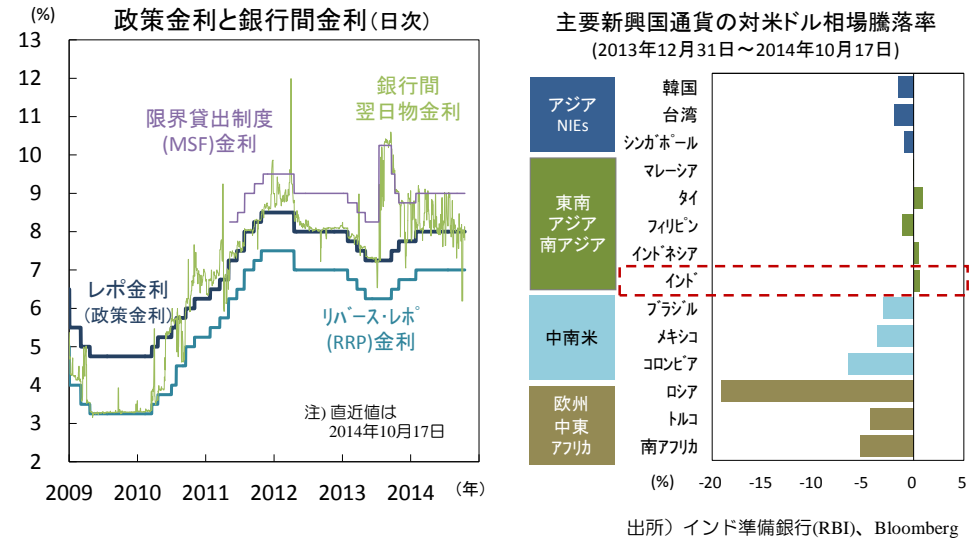
インド準備銀行(RBI)は、9月30日に政策金利を8%で維持。据置きは4月以降4回連続です(図5左)。RBIの声明は、原油価格の低下、通貨の安定、マイナスの産出ギャップにより物価見通しは改善しているとしつつ、雨季の天候不順の影響で食品物価が今後上昇するリスクがあると指摘。消費者物価の前年比を来年1月に+8%以下に保つという短期目標の達成に自信を見せる一方、中期的な目標(2016年1月に同物価を+6%に抑制)には上ブレ・リスクがあると指摘。足元で一時的に物価が下落する中でも当面は金利を据置く方針とみられます。今後、雨季作物価格の上昇の影響が一巡した後、2月公表の来年度予算案で一層の財政再建など経済の安定化に向けた取組が見られた場合、RBIは半ばにかけて漸進的な利下げの機会を探ることになると予想されます。

## ● 国際金融市場が不安定な中でも安定度の目立つルピー相場

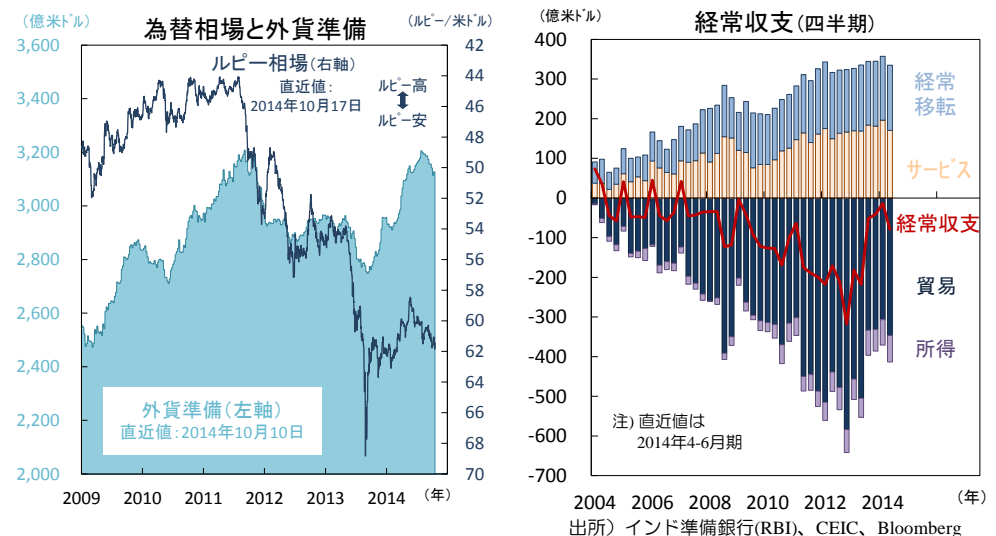
ルピーは年初から先週17日まで対米ドルで0.6%上昇。米国の利上げ前倒しの観測から9月初より米ドル高基調が進み多くの新興国通貨が下落した中で、その安定度が目立ちます(図5右)。ルピーは、昨年5月初から8月末にかけて18.1%下落(図6左)。同期間に12%以上下落したブラジル、インドネシア、南アフリカ、トルコなどの通貨とともに「脆い通貨」と呼ばれました。これら5カ国に共通したのは多額の経常赤字など経済の不均衡でした。しかし、インドは財政金融の引締めや金輸入の抑制などを通じて経常赤字を大きく縮小させることに成功(図6右)。昨年9月に就任したラジャン総裁が率いるRBIの物価抑制に向けた強い姿勢、今年5月に誕生したモディ政権の下での経済改革と潜在成長力改善の期待などもルピー相場を支えているとみられます。

経常赤字が縮小する一方で、経済の改善期待を背景に資本流入は継続し、国際収支は黒字基調です。RBIは外貨準備増強のためのドル買い介入を行っているものの、同準備残高は既に2011年のピーク近くまで改善(図6左)、今後はRBIによるドル買い介入の規模が縮小する可能性も指摘されます。ルピー相場は今後も底堅く推移し、高金利のルピー建て債券投資の総合収益率を下支えすると予想されます。(入村)

【図5】他の新興国通貨に比べ堅調ぶりの目立つルピー(右)



【図6】外貨準備を積み増す準備銀行(左)、縮小する経常赤字(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。