

【インド】10月の州議会選挙での与党躍進を契機に加速する経済改革への取組み ..... 1ページ

【アジア・マーケット・ウォッチ】 ..... 7ページ

## 【インド】10月の州議会選挙での与党躍進を契機に加速する経済改革への取組み\*

## ● ディーゼル油価格の市場連動など補助金整理に着手

インドで経済改革への取組みが加速しています。10月17日、政府はディーゼル油小売価格の市場連動や天然ガス価格の引上げなど、燃料補助金の合理化に向けた措置を公表。この公表は、同月15日の州議会選挙が終わり、出口調査で与党インド人民党(BJP)の勝利が判明した直後のものであり、政権基盤の安定化を受けて政府が経済改革を加速させ始めた兆しと思われます。今後は、投資環境改善に向けた政策措置や来年2月公表の新年度予算における財政健全化策などに注目が集まります。

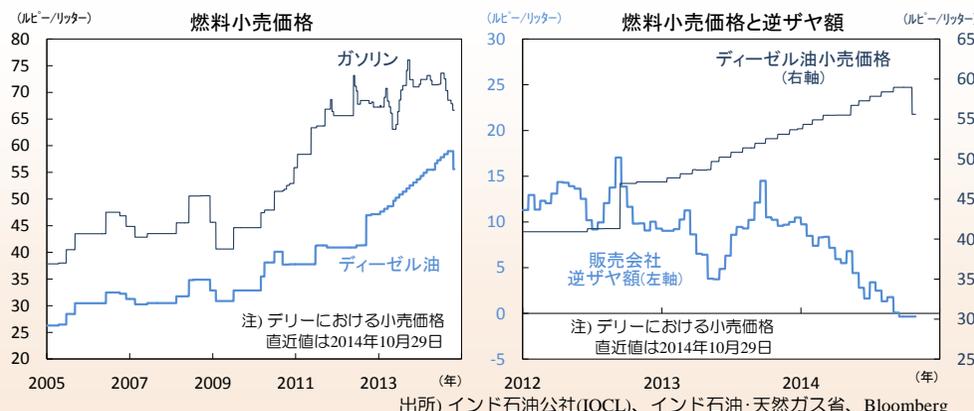
本稿では、新政権の下で安定化し改善の兆しを見せる経済について分析します。まず、10月より加速している政府の経済改革に向けた取組みを概観するとともに(2-3頁)、今後の進展が期待される財政金融政策の枠組みの改善について考察します(3-4頁)。次に、足元の景気物価動向を概観するとともに(4-5頁)、今後の金融政策の方向性とルピー相場の動向について考察します(6頁)。

現在の国民民主同盟(NDA)政権は、今年4-5月の総選挙を経て誕生。NDA政権の中核を担うBJPは、30年ぶりに下院の過半数議席を獲得する圧勝を果たしました。BJPの首相候補であったナレンドラ・モディ氏(現首相)は、経済再建の重要性を訴え有権者の強い支持を獲得。同氏が長らく州首相を務めた北西部のグジャラート州は経済的な繁栄を謳歌しており、同氏であれば前政権下で低迷した経済を再建できるのではないかと期待も高かった模様です。選挙が終わると、金融市場参加者も予想以上のBJPの圧勝に熱狂、同国の株価は4-5月にかけて多くの新興国を上回る上昇を見せました(図1左)。しかし、政権交代から日が経つにつれ、市場参加者は期待したとおりの経済改革や財政再建が本当に進むのかに疑問を感じ始めました。政権発足から1ヵ月半後の7月10日、政府は初となる予算案(2014年度)を公表。財政赤字のGDP比を4.1%と前年度予算の4.5%より縮小するなど、財政健全化を志向した予算案でした。

【図1】4-5月の下院総選挙前後より大きく上昇したインド株(左)



【図2】市場価格への連動に伴ってディーゼル油の小売価格は低下



## ● 7月の予算案公表以降、市場の政権への期待はやや後退

2014年度の予算案は、防衛と保険分野への直接投資上限を26%から49%に引上げることを公表。経済成長の加速を目指すための措置として、インフラ投資のための長期資金を調達した銀行に対する預金準備や流動性準備積立義務の緩和、16の新港湾建設、複数の新空港建設、送配電網投資による農村部への電力供給の強化、輸出促進のための経済特別区の復活、石炭の増産などの方針も公表されました。

しかし、同予算案の内容は金融市場で膨らんだ期待には届かず、予算案公表日にはルピーは対ドルで0.7%下落し(図1右)、株価(SENSEX指数)は0.3%下落。前政権下の2012年に導入され海外投資家の懸念を呼んだ逡及的な法人所得税法の改正に関して、変更がなかったことが失望を誘いました。また、財政健全化に関して、一般消費税(財サービス税: GST)の導入の方針が示されながら具体的な工程表が示されなかったこと、燃料・肥料・食品などへの補助金の即時削減が行われなかったことが、取組みが不十分という印象を与えたとみられます。市場参加者は、政権誕生からわずか1ヵ月半後の予算案に多くを期待しすぎた面があり、また、新政権が矢継ぎ早に経済改革に向けた施策を打ち出すことを予想したため、その期待を裏切られたものと思われる。

## ● 補欠選挙でやや苦戦した後、州議会選挙で躍進した与党

下院総選挙で単独過半数議席という圧勝を収めたBJPが率いるNDA政権ですが、上院と州議会では依然として少数派です。州議会選挙の時期は分散されており、6年任期の上院議員は2年毎に3分の1が改選。上院議員は州議会議員による間接選挙で選ばれます。BJPとNDAが上院議席数を増やし政権基盤を強化するには、州議会選挙で勝利を続けることが求められます。しかし、8-9月に行われた複数の州議会の補欠選挙では、当初期待されたほどBJPとNDAの議席数が伸びず。この結果、経済改革の動きが失速するという懸念が金融市場で浮上し、株価やルピー相場がやや軟調となりました。

新政権への投資家の期待がしばみつあった10月半ば、状況は一転しました。10月15日に行われたマハラシュトラ州とハリヤナ州の州議会選挙でBJPが躍進。マハラシュトラ州では288議席中122議席と従来の46議席より急伸し第一党となり、ハリヤナ州では90議席中47議席と従来の4議席より急伸し単独過半数議席を確保、両州の政権党であったインド国民会議派(INC)は惨敗しました。同選挙によって政治基盤を強化したNDA政権は、前述のとおり燃料補助金の合理化に踏み切っており、今後も経済改革に向けた取組みを加速させる構えであるとみられます。

## 【図3】総合消費者物価によるインフレ目標導入を提案したパテル委員会

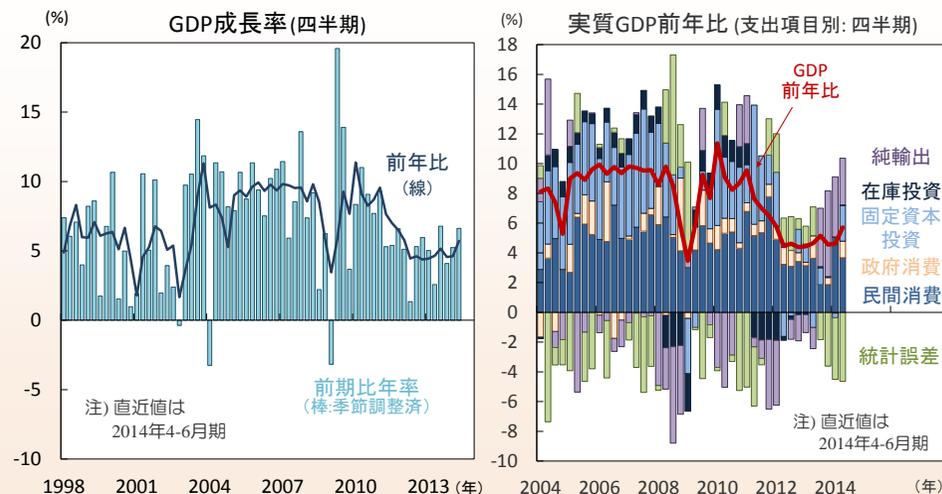
### パテル委員会\*報告書による提案の概要

(\* 金融政策枠組みの見直しと強化にかかわる専門委員会)

<b>インフレ目標</b>	
総合消費者物価の前年比+4%±2% (+2-6%) を目標とする	
12ヵ月以内に消費者物価の前年比を+8%に抑制	
24ヵ月以内に消費者物価の前年比を+6%に抑制	
<b>金融政策委員会等</b>	
RBI幹部3名と外部委員2名の計5委員による金融政策委員会の設置	
政策会合の頻度を現状の年8回から年6回に変更	
<b>政策金利と操作手段</b>	
第1段階	翌日物レポ金利を政策金利、銀行間翌日物金利を操作目標とし、操作目標を政策金利の水準に誘導。ターム物レポ入札制度を導入。
第2段階	ターム物レポによる資金調節が定着した段階で、政策金利を14日物レポ金利の誘導目標に変更。同レポ金利を操作目標とする。
<b>金融政策の波及を妨げないよう、整備すべき事項</b>	
財政赤字のGDP比を3%以内に抑制	
価格、賃金、金利に対する規制の撤廃	
法定流動性準備率(SLR)の引下げ	

出所) RBI, (2014), Report of the Expert Committee to Revise and Strengthen the Monetary Policy Framework

## 【図4】4-6月期の実質GDPは前年比+5.7%に加速



出所) インド中央統計局、CEIC

## ● 州議会選挙の直後より燃料補助金の整理に着手

10月17日の夜、政府は、ディーゼル油の小売価格を市場連動制に変更し、天然ガス価格を百万btu(英国熱量単位)あたり4.2米ドルから5.6米ドルに上げるなど、燃料補助金の整理を決定。ガソリンの小売価格は既に2010年から市場連動制となっており、ディーゼル油もこれに続くことになります。ディーゼル油価格は、前政権末期の2013年1月より毎月1リッター当たり0.5ルピーずつ上げられてきました(図2左)。足元の国際的な燃料価格の低下も手伝って小売価格が国際価格を上回り、販売会社が当初負担する逆ザヤは9月半ばには解消していました(図2右)。政府は、このタイミングを捉えて市場連動価格への移行を実施。今後は国際価格が上昇しても補助金負担は生じません。

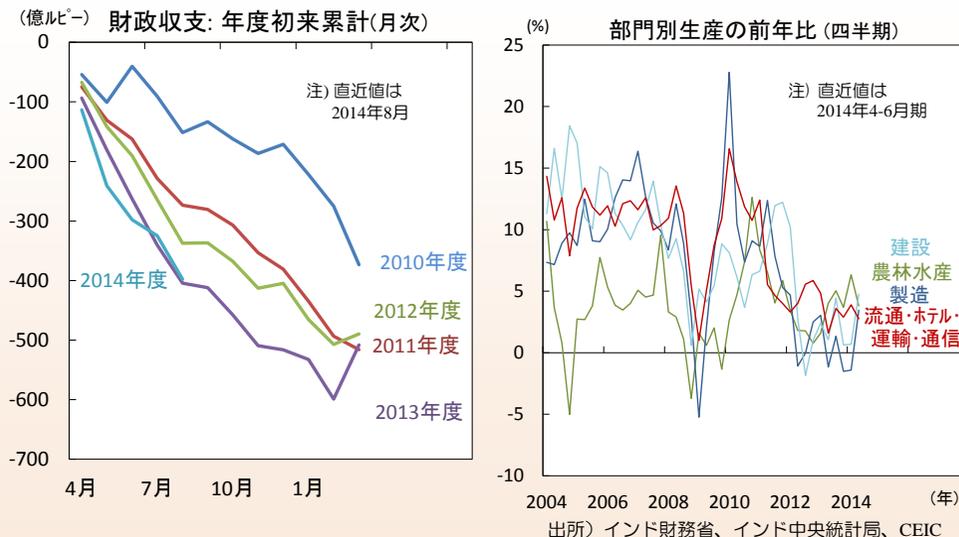
天然ガス価格に関しては、引上げ後の価格が百万btuあたり5.6米ドルと専門家委員会が前政権時に勧告した計算式による8.2-8.4米ドルを下回ったことに失望の声も上がりました。政府が、同価格の引上げに伴うガス火力発電や肥料製造のコスト上昇の影響に配慮したためとみられます。しかし、財務相は半年毎に同価格を見直すと言いました。民間資本による深海ガス田の開発を促すためにはガスの開発・生産事業の採算を改善させる必要もあり、今後、漸進的に同価格を上げる方針とみられます。

## ● 今後は新年度予算での財政再建措置に注目が集まる

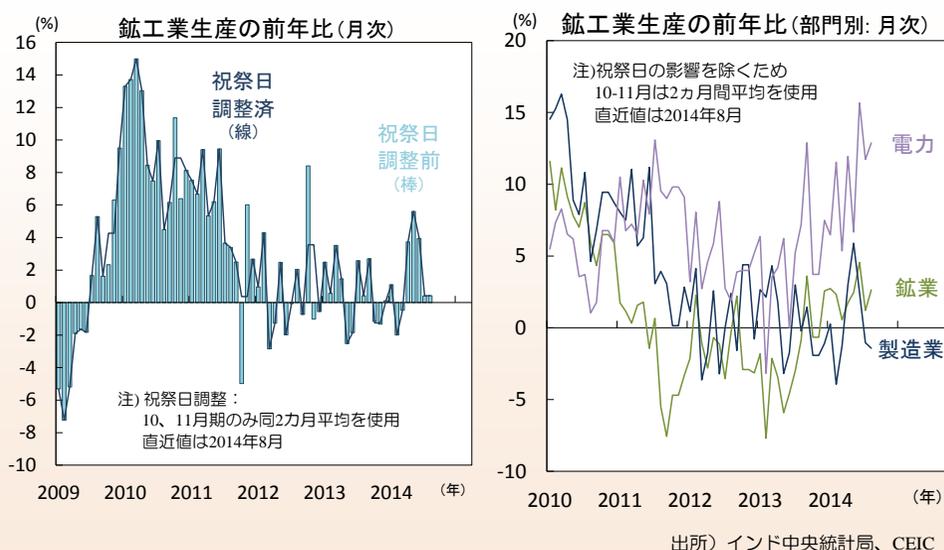
加えて、政府は、LPガス購入に対する補助金を、銀行口座経由で消費者に直接交付する方針も発表。低所得層を含む全家計への銀行口座普及を目指す取組み(Jan Dhan Yojana)に沿ったものです。同措置によって、補助金の不正流用の抑制も期待されます。政府は、また、民間企業(発電、鉄鋼、セメント部門等)に対して、石炭鉱区の採掘権の入札を行う方針を決定。今年の9月、最高裁判所が、1993年以降に企業の自家消費用として割当てられた石炭鉱区認可218件の内214件を違法とし取り消したことを受けたものです。海外投資家の間に広まりつつあった同国の投資環境への懸念を和らげ、石炭生産の低迷を現在以上に悪化させないための政府の判断であったと考えられます。

州議会選挙で求心力を高めた与党は、2月公表の来年度予算で更なる補助金の整理や税制基盤の拡充など財政健全化に向けた取組みを行うでしょう。新たに設置された歳出管理委員会が、予算案公表に先立って歳出抑制策を公表する可能性も指摘されます。また、現地報道によれば、政府とインド準備銀行(RBI)は金融政策枠組みの改革について協議中。昨年12月公表のパテル委員会報告書(図3、[本レポート2月号](#) 4頁参照)が勧告した中期のインフレ目標の導入などが検討されている可能性が高いとみられます。

## 【図5】昨年度末の財政緊縮の反動で今年4-5月には財政赤字が拡大(左)



## 【図6】7-8月の鉱工業生産は4-6月より鈍化(左)



## ● 公式なインフレ目標の採用は実現するのか

今後、政府との合意に基づく公式な中期インフレ目標の設定(前記報告書は+2~6%という水準を提案したが、政府合意が何%となるかは不明)、金融政策委員会の設置(現行はRBI総裁が政策決定)、物価と金融の安定化義務を明確化するための準備銀行法の改正などが行われる可能性も低くはないと考えられます。この場合、財政健全化への取組みも相まって、新政権下でマクロ経済運営の枠組みが健全化していることが印象付けられ、海外投資家による同国への信頼感を高めると予想されます。

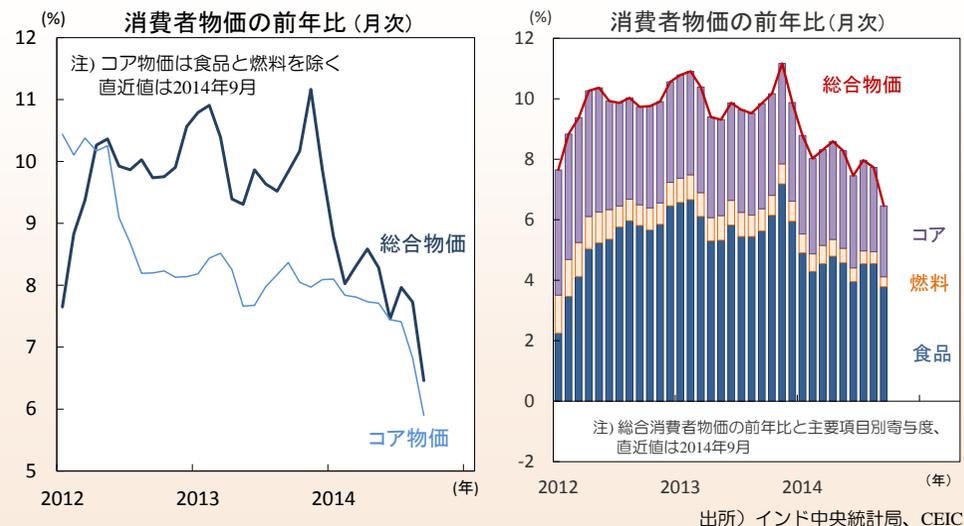
足元では、経済成長率が加速する一方で消費者物価が鈍化しており、前政権下で低成長と高物価に悩んだ同国経済がようやく安定化しつつあるという安堵感が金融市場に広まっています。4-6月期の実質GDPは前年比+5.7%と前期の+4.6%より加速(図4左)、約2年ぶりの成長率となりました。需要側では、これまで低迷してきた投資が回復し、堅調だった民間消費が鈍化するなど、経済均衡の回復に向けた好ましい動きもみられます(図4右)。しかし、同期の成長は、需要側で政府消費の加速、生産側で農林漁業の回復など一時的な要因に押し上げられているもの事実です。同期の成長率が実力以上に押し上げられているため、年後半も景気が加速を続けるのは難しいとみられます。

## ● 4-6月期のGDPを押し上げた政府消費と固定資本投資

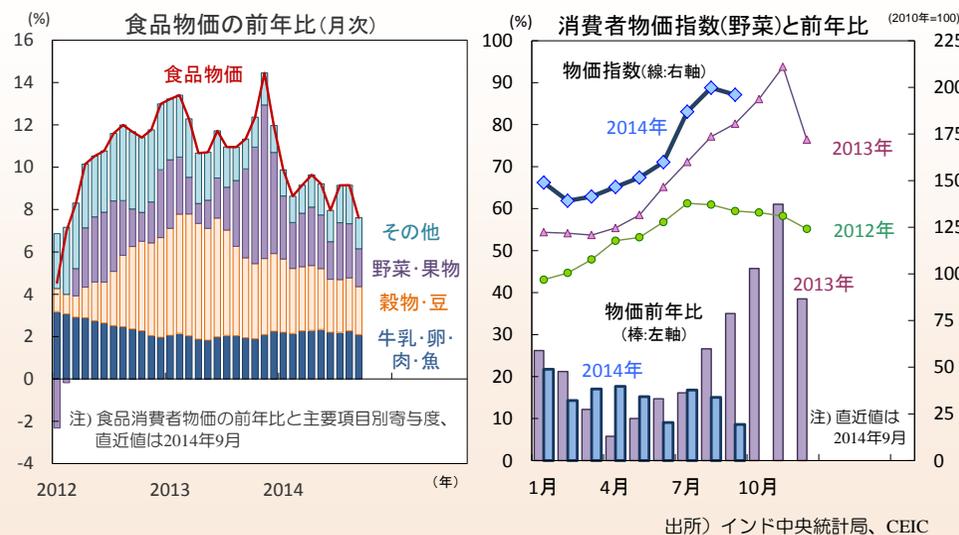
4-6月期の民間消費は前年比+5.6%と前期の+8.2%より鈍化、農村部の賃金の伸びの鈍化等に伴う需要の減速によるとみられます。政府消費は同+8.8%と前期の▲0.4%より反発。前政権が財政年度末の3月に向けて赤字目標達成のために大幅な歳出削減(歳出実行の先延ばし等)を行った反動から、今年度初の4-5月に歳出が加速しました(図5左)。しかし、新政権は中央政府の財政赤字のGDP比を4.1%に抑える目標を掲げており、月次収支の赤字が6-8月にかけて縮小するなど歳出抑制を始めた模様です。4-6月期の成長を押し上げた政府消費は7-9月期より反落する可能性が高いでしょう。固定資本投資は同+7.0%と前期の▲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、総輸出が前年比+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。

【図7】市場予想を上回る鈍化を見せた9月の消費者物価



【図8】食品物価と総合物価を押下げた野食物価(左)



## ● 4-6月に加速した後、7-8月に鈍化した鉱工業生産

生産側では、農林水産業が前年比+3.8%と前期の+6.3%から鈍化しつつ底堅い伸びでした(図5右)。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。

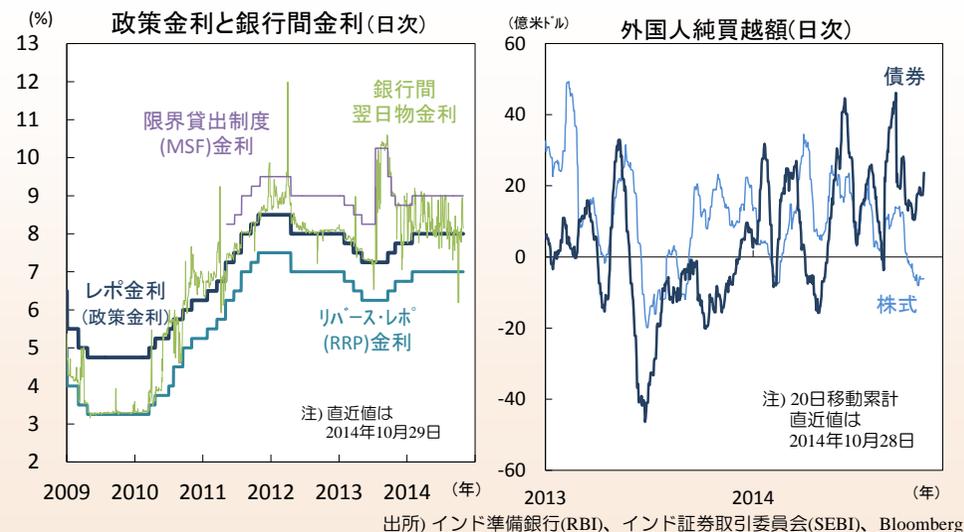
8月の鉱工業生産は前年比+0.4%と前月と変わらず。4-6月に3カ月連続で+3%を上回った後に足元で減速しています(図6左)。産業別では、電力が同+12.9%、鉱業が+2.6%と前月より加速した一方、製造業が▲1.4%と前月の▲1.0%より悪化(図6右)。テレビ・ラジオ・通信機器等の生産が急落し総生産を押し下げました。用途別では資本財が同▲11.3%と前月の▲3.9%より悪化、消費財も▲6.9%と3カ月連続のマイナスに。耐久消費財が同▲15.0%と大幅なマイナスとなり、非耐久消費財も▲0.9%と不調でした。中間財は+0.3%とかなりプラスを保ちつつも前月の+3.0%より鈍化しました。

## ● 今年度通年の成長率は+5%台半ばに回復か

4-6月期に加速した製造業部門の生産は7-9月期に入ってから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を押し上げた政府消費が、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。

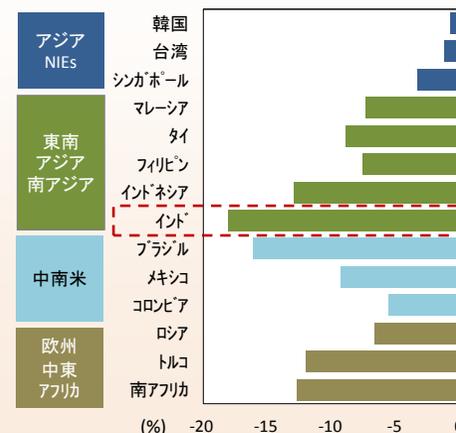
足元では、物価の鎮静化も目立ちます。10月13日、インド政府は9月の総合消費者物価が前年比+6.5%と前月の+7.7%より大きく低下し(図7左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.1%を下回ったことを公表。食品物価が同+7.6%と前月の+9.1%より鈍化し(図8左)、総合物価を押し下げました。主に、野菜物価が同+8.6%と前月の+15.0%から大きく低下した影響です(図8右)。燃料物価も同+3.5%と前月の+4.2%より鈍化、国際的な燃料価格の低下の影響とみられます。

【図9】4月以降4回連続で政策金利を据置いた準備銀行(左)

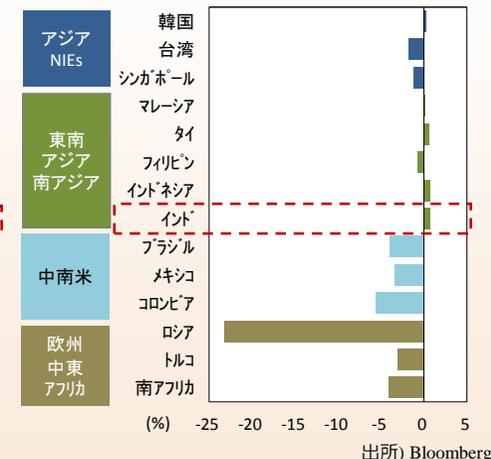


【図10】昨年急落したルピー相場(左)は、今年に入り安定化(右)

主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率  
(2014年4月30日~8月30日)



主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率  
(2013年12月31日~2014年10月29日)



## ● 物価抑制を重視し政策金利を高位で据置く準備銀行

10月のコア消費者物価は前年比+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伴う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月まで継続します(図8右)。総合物価は同月にかけて+5%台後半まで低下した後、上記効果のはく落や、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、+7%前後に上昇するとみられます。

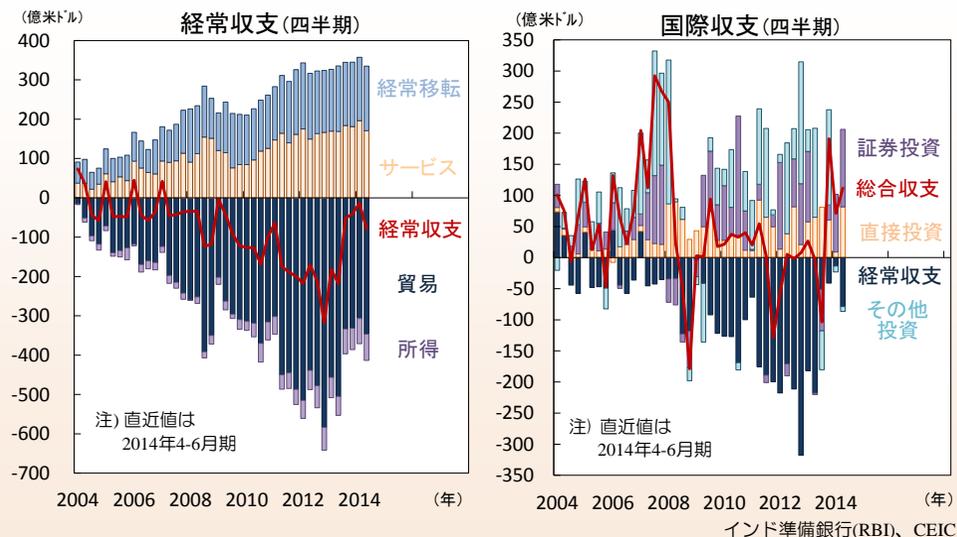
インド準備銀行(RBI)は、9月30日に政策金利を8%で維持。据置きは4月以降4回連続です(図9左)。RBIの声明は、原油価格の低下、通貨の安定、マイナスの産出ギャップ等により物価見通しは改善しているとしつつ、雨季の天候不順の影響で食品物価が今後上昇するリスクがあると指摘。消費者物価の前年比を来年1月に+8%以下に保つという非公式な短期目標の達成に自信を見せる一方、中期的な目標(2016年1月に同物価を+6%に抑制)には上ブレ・リスクがあると指摘。足元で一時的に物価が下落する中でも当面は金利を据置く方針とみられます。今後、雨季作物価格の上昇の影響が一巡した後、2月公表の来年度予算案で一層の財政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。

## ● 不安定な国際金融市場の中でも安定度目立つルピー相場

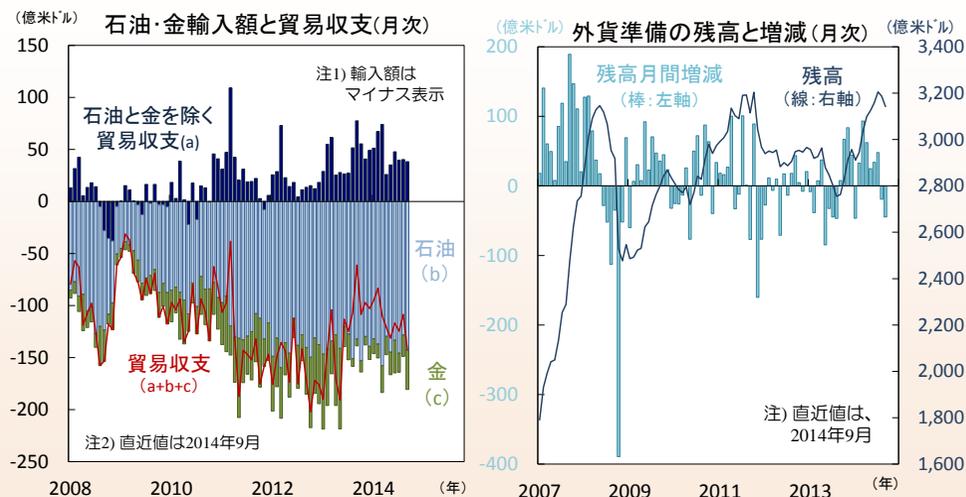
ルピーは今年初から10月29日までに対米ドルで0.7%上昇。米国の利上げ前倒しの観測から9月初より米ドル高基調が進み多くの新興国通貨が下落した中で、その安定度が目立ちます(図10右)。ルピーは、昨年5月初から8月末にかけて18.1%下落(図10左)。同期間に12%以上下落したブラジル、インドネシア、南アフリカ、トルコなどの通貨とともに「脆い5通貨」と呼ばれました。これら5カ国に共通したのは多額の経常赤字など経済の不均衡でした。しかし、インドは財政金融の引締めや金輸入の抑制などを通じて経常赤字を大きく縮小させることに成功(図11)。昨年9月に就任したラジャン総裁が率いるRBIの物価抑制に向けた強い姿勢、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は外貨準備の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12右)、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)

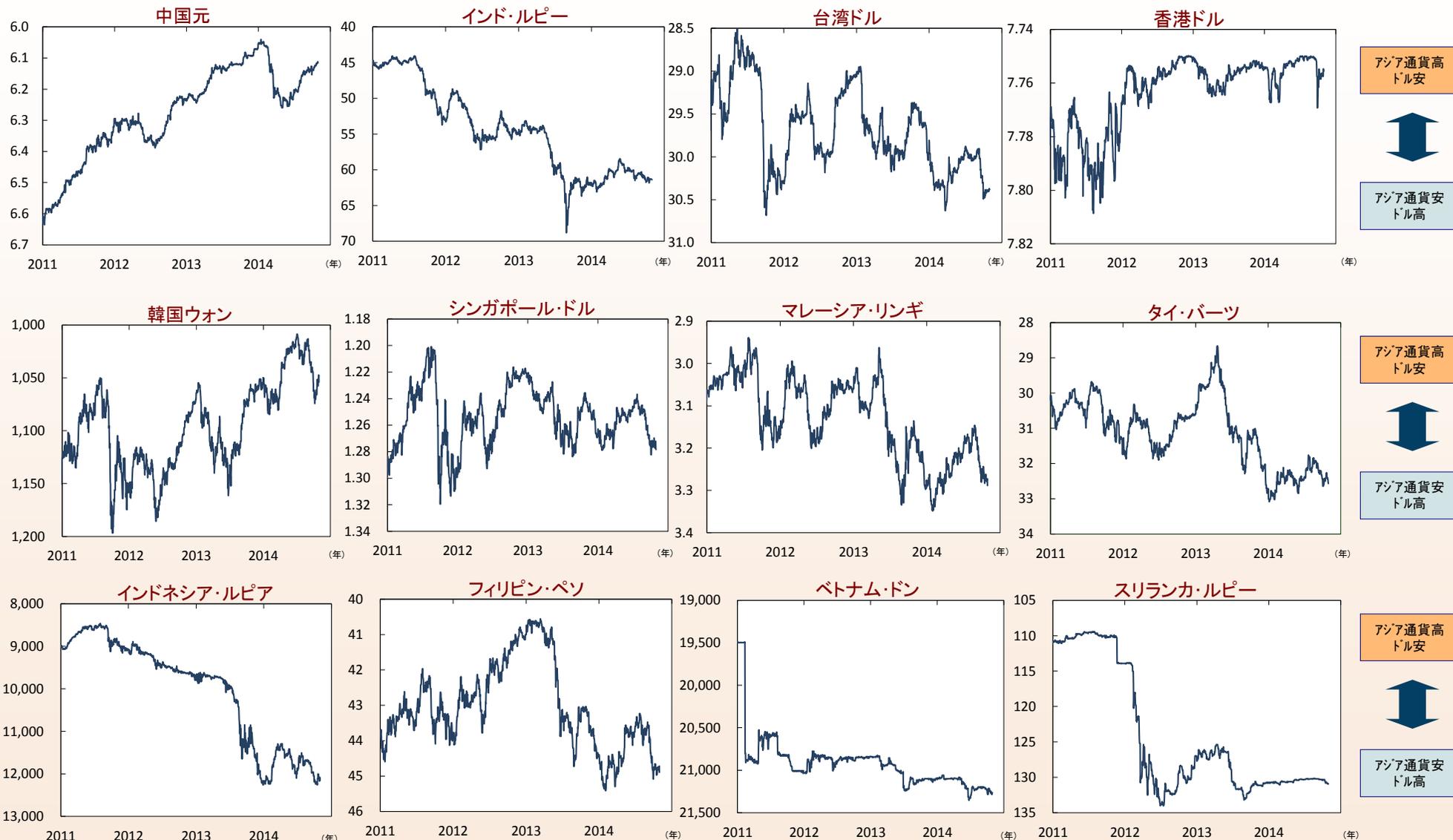
## 【図11】 昨年半ばにかけ拡大した経常赤字は、その後急速に縮小



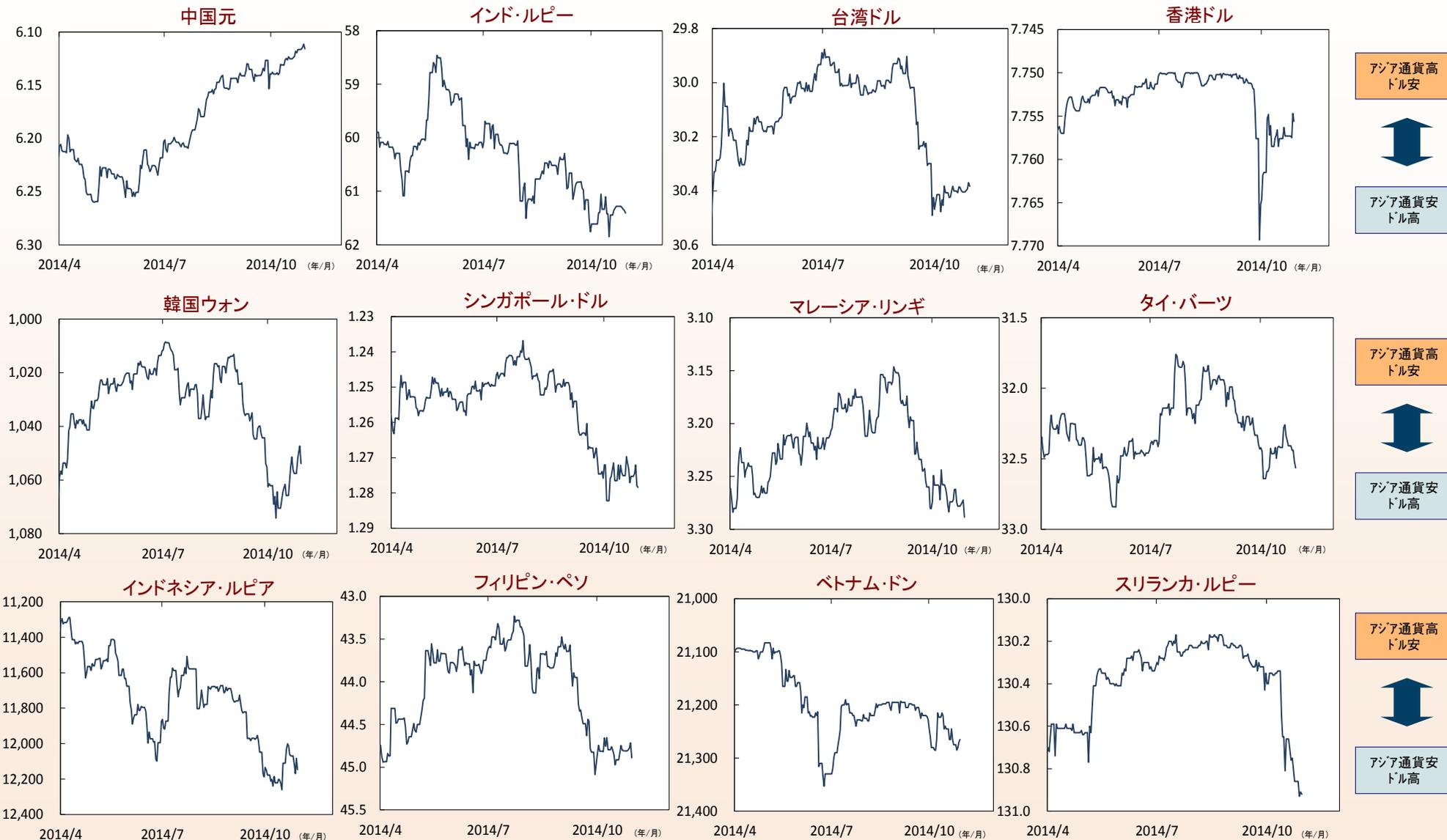
## 【図12】 過去のピーク近くまで回復した外貨準備残高(右)



## 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(1)過去3年間



## 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(2)過去6か月間



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、2014年10月30日、出所: 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・数値等はい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。（作成基準日：2014年10月31日）
- 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。

#### ○MSCIエマージング(出所: MSCI):

ここに掲載される全ての情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、その確実性及び完結性をMSCIは何ら保証するものではありません。またその著作権はMSCIに帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。