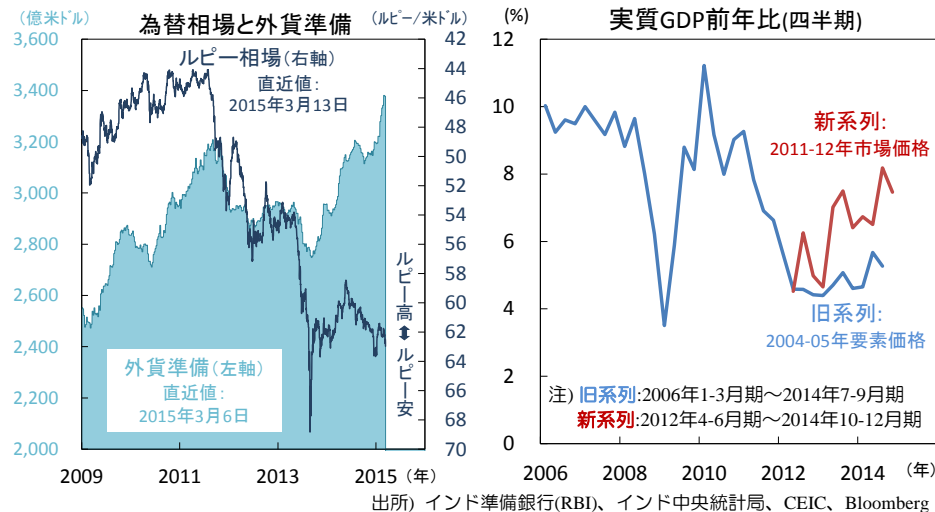


インド：ルピー相場は、なぜ米ドル高基調の下でも底堅さを保っているのか

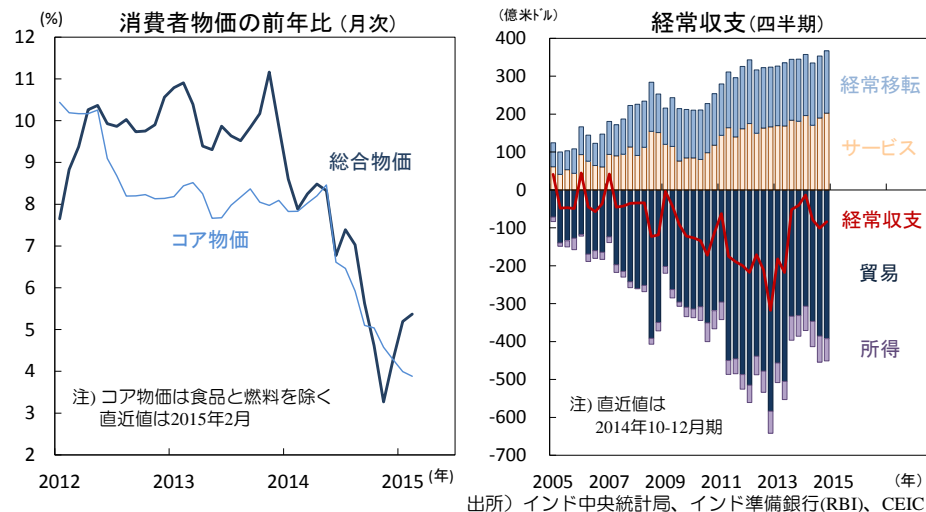
【図1】他の主要新興国通貨に比べ安定度の目立つルピー(左)



インド・ルピー相場が堅調です。同通貨は年初より先週13日にかけて対米ドル(以下「ドル」)で+0.1%上昇(図1左)。米国の利上げ開始が意識される中でも底堅く推移し、同期間に▲18.2%と▲11.6%下落したブラジルやトルコの通貨とは対照的でした。

底堅い相場の背景には、①景気回復、物価鎮静化、経常赤字縮小など経済状況の改善、②財政再建に取組みつつインフラ投資や投資環境改善を通じて成長力強化を図る政府の姿勢、③インド準備銀行(RBI)の慎重な政策運営への信認等があると考えられます。足元で、景気は緩やかに回復しています。2月9日、政府は10-12月期の実質GDPが前年比+7.5%と前期の+8.2%より鈍化しつつ堅調に拡大したことを公表。統計基準の大幅な改定によって、旧来の統計が示すより早いペースで景気回復が進んでいたことが明らかになりました(図1右)。先週12日に政府が公表した1月の鉱工業生産は、前年比+2.6%と前月の+3.2%より鈍化しつつ、市場予想(Bloomberg集計中央値)の+0.7%を超過。部門では製造業が同+3.3%と堅調に伸び、財別では資本財が同+12.8%と好調でした。

【図2】鈍化を続けるコア物価(左)、縮小する経常赤字(右)



物価も落ち着いています。先週12日公表の2月の総合消費者物価は前年比+5.4%と前月の+5.1%より上昇しつつ低位(図2右)。食品物価は同+6.8%前月の+6.3%より上昇、主に野菜物価を押下げていた前年の高騰からの反動(前年高ベース効果)がはく落した影響であり、食品物価の前月比(季節調整前)は0.0%でした。食品と燃料を除くコア物価は前年比+3.9%と前月の+4.0%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。

2013年のルピー急落の一因となった経常赤字も大きく縮小。10-12月期の同赤字は84億ドル(図2右)でGDP比1.6%と、前期の同2.0%より改善。2014年暦年では同1.9%と前年の2.6%、前々年の5.0%より縮小しました。2月の貿易赤字は68億ドルと、前月と前年同月の83億ドルより縮小。国際燃料価格の低下を受けて燃料輸入額が61億ドルへと大きく減少しました(図3左)。金輸入額も20億ドルと前月の16億ドルに続き低位で、貿易赤字が拡大していた2013年2月の55億ドルを大きく下回ります。物価沈静化に伴う期待インフレ率の低下がインフレ・ヘッジ目的の金需要を抑制していると考えられます。

● 補助金削減とインフラ投資増額を行う政府

政府は、先月28日、2015-16年度の政府予算案を公表。公表直後の株価とルピー相場は底堅く推移しており、同予算案は金融市場に好感された模様です。

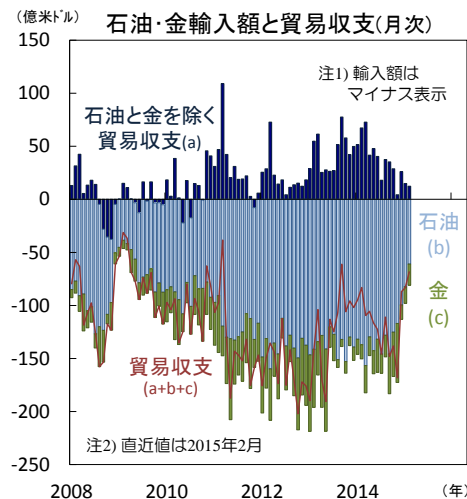
同予算案は、補助金を削減し公共投資を増額するなど歳出構造を改善。一方、財政赤字幅はGDP比3.9%と前年度(改定見込)の4.1%より縮小しつつ、前年度の中期財政収支見通しで示した同3.6%を超過。インフラ投資増額を重視し、同赤字をGDP比3%に縮小する財政再建目標の達成時期を2017-18年度へ1年先送りしました。補助金歳出はGDP比1.7%と前年度の2.1%より抑制(図3右)。一方、公共投資等の資本歳出は同1.7%と前年度の1.5%より積増、国有企業によるインフラ投資等を含む公的部門の資本歳出(防衛分野を除く)はGDP比3.4%と、前年度の2.7%を大きく上回ります。法人所得税に関しては、税控除を縮小するとともに税率を現行の30%から25%へと漸進的に引下げの方針を公表。また、一般的租税回避規定(GAAR)の適用を2017年4月に先送りし遡及適用は行わないことも決定。前政権下で高まった、外国企業による投資環境悪化の懸念を和らげるための措置とみられます。財務相は、2月28日の予算演説で、政府とRBIが新しい金融政策の枠組みの導入について合意したことも公表しました(図4左)。

● 恵まれた環境の下でルピー相場は今後も底堅く推移か

同合意に伴って、RBIが提案していたインフレ目標制を正式に導入することが決定。財務相は、金融政策委員会(MPC)を設置するため、年内にもRBI法を改正する方針も示しました。予算案公表より間もない3月4日、RBIは緊急利下げを行い、政策金利を7.75%から7.5%に引下げ。緊急利下げは、1月15日に続く2回目です。RBIの声明は、足元のインフレ圧力の鈍化に加え、財政健全化に向けた進展が利下げを促したと記述。需要を押し上げる補助金歳出を削減し、経済の供給能力の改善につながるインフラ投資を増額したことも評価した模様です。予想外の利下げは通常は通貨安要因となるものの、ルピーは前回の緊急利下げの直後と同様に対ドルで上昇しました。金利低下による景気押し上げを期待する株式投資家の資本が流入したこと、インフレ率が低下し実質政策金利がプラスに転じる中での利下げであったことなどが背景とみられます。

緩やかな景気回復、落ち着いた物価、縮小する経常赤字などに加え、政府の取組に伴う中期的な成長力回復の期待など、同国は極めて恵まれた環境にあります。多くの主要新興国で成長力の低下が懸念される中、同国への証券投資資本は流入を続ける可能性が高く、ルピー相場は今後も底堅く推移することが予想されます。(入村)

【図3】原油価格低迷にも助けられ貿易赤字が縮小(左)



中央政府予算(年度:4月～翌年3月)

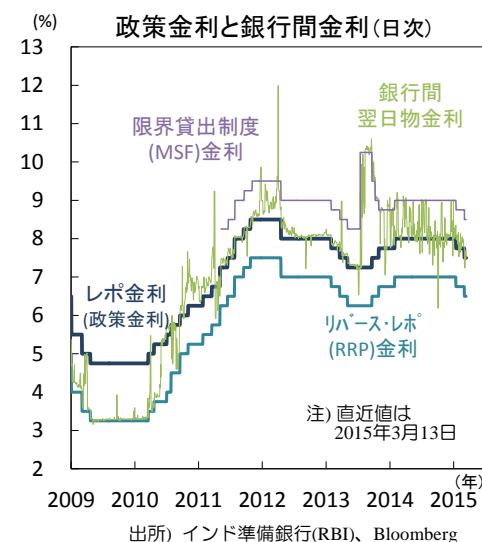
年度	2011-12	2012-13	2013-14	2014-15	2015-16
単位:兆ルピー	実績	実績	実績	改定見込	予算案
総歳入(a)	7.88	9.20	10.57	11.69	12.22
税金	6.30	7.42	8.16	9.08	9.20
民営化収入等	0.18	0.26	0.29	0.31	0.70
総歳出(b)	13.04	14.10	15.59	16.81	17.77
経常支出	11.46	12.44	13.72	14.89	15.36
内)利払	2.73	3.13	3.74	4.11	4.56
内)補助金	2.18	2.57	2.55	2.67	2.44
資本歳出	1.59	1.67	1.88	1.92	2.41
財政収支(a-b)	-5.16	-4.90	-5.03	-5.13	-5.56
市場調達純額	4.36	4.67	4.54	4.47	4.56
GDP比:%					
総歳入(a)	8.8	9.1	9.3	9.2	8.7
税金	7.0	7.3	7.2	7.2	6.5
民営化収入等	0.2	0.3	0.3	0.2	0.5
総歳出(b)	14.5	13.9	13.7	13.3	12.6
経常支出	12.7	12.3	12.1	11.8	10.9
内)利払	3.0	3.1	3.3	3.3	3.2
内)補助金	2.4	2.5	2.2	2.1	1.7
資本歳出	1.8	1.7	1.7	1.5	1.7
財政収支(a-b)	-5.7	-4.8	-4.4	-4.1	-3.9

出所) インド商工省、インド財務省、CEIC

【図4】インフレ目標制の導入(左)、2度目の緊急利下げ(右)

金融政策枠組に関する政府とRBIの合意
(インフレ目標制度の導入)

インフレ目標
2016年1月までに総合消費者物価の前年比(以下「インフレ率」)を+6%未満に抑制
2016-17年度のインフレ率目標は+4%±2%(+2-6%)
政策金利の設定、対外公表等
RBI総裁(不在の時は金融政策担当の副総裁)が政策金利等を決定
RBIは6か月ごとに下記を公表
a) 物価上昇要因、b) 6-18か月後のインフレ予想
インフレ目標の達成基準
下記の場合はインフレ目標未達成とする
(i) 2015-16年度以降、3四半期に渡り+6%超
(ii) 2016-17年度以降、3四半期に渡り+2%未満
目標未達成の場合、RBIは政府に下記を報告
(i) 目標未達成の理由、(ii) 目標達成に向けた是正措置、(iii) 目標達成までの所要期間



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。