

【インド】出張報告：来春の総選挙を控え高まる政治的な不透明感、最悪期を脱したルピー相場	1ページ
【トルコ】対米ドル最安値を更新するリラ。対米関係や金融政策に注目	9ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】	11ページ

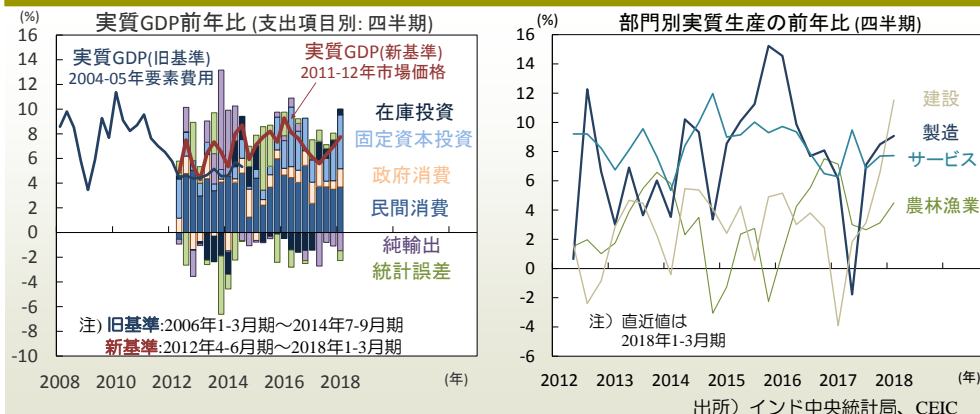
## 【インド】出張報告：来春の総選挙を控え高まる政治的な不透明感、最悪期を脱したルピー相場\*

### ● 1-3月期の実質GDP成長率は+7.7%と力強く加速

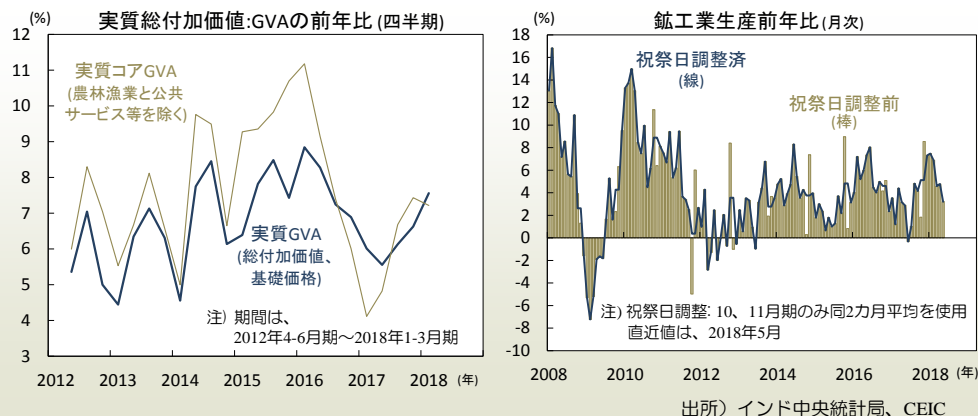
年初より軟調であったルピー相場が足元で安定化しています。原油高の一巡に伴う経常赤字の拡大懸念の後退、世界的な新興国資産売りの一巡、米中貿易摩擦や人民元安が意識される中で同国の対中貿易依存度の低さ等が支援材料とみられます。ルピー相場は今後も安定化するのか。本稿では、7月上旬にインド(ムンバイ)とシンガポールで行った聞き取り調査に基づき現地と海外の市場参加者の見方を紹介するとともに、今後の為替相場の動向について考察します。まず、景気物価の動向を概観した上で(1-3頁)、金融政策の動向について分析(3-5頁)。次に来春の下院総選挙に向けた政治動向と現地で意識されるモディ政権敗北の可能性について整理した上で(6-7頁)、今後のルピー相場の動向について考察します。

足元では景気の回復が続くものの、景気指標はまだら模様です。5月31日、政府は1-3月期の実質GDPが前年比+7.7%と前期の+7.0%より加速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.4%を上回ったことを公表しました。なお、1-3月期の景気加速にもかかわらず昨年度(～2018年3月)通年の成長率は+6.7%と前年度の+7.1%より鈍化。高額紙幣廃貨や物品サービス税(GST)導入に伴う混乱によって4-9月期の景気が落込んだ影響です。1-3月期の実質GDPの需要側では、政府支出の拡大等に助けられ政府消費や固定資本投資が加速。この結果、内需(在庫投資を除く)の寄与度は+9.5ポイント(pt)と前期の+7.0ptを上回り、純輸出の下げ幅拡大の影響を吸収し成長率を押し上げました(図1左)。民間消費は前年比+6.7%と前期の+5.9%より加速。主に、高額紙幣の廃貨直後の前年同期の落込み(前年比+4.2%と前期の+9.3%より急減速)からの反動(ベース効果)によるものとみられます。農村部の賃金は低迷しており(図3左)、小作農など土地なし労働者家計の購買力は低下している模様です。政府消費は同+16.8%と前期の+6.8%より急伸し、その寄与度は+1.5ptと前期の+0.7ptを上回りました。

【図1】足元で急伸する固定資本投資(左)と建設業生産の伸び(右)



【図2】公共サービスと農林漁業を除く生産の伸びは足元でやや鈍化(左)



## ● 政府のインフラ投資等を背景に固定資本投資が急伸

1-3月期の実質固定資本投資は同+14.4%と前期の+9.1%より加速しました。建設業生産が急加速し(図1右)、建設関連指標も伸張(図3右)。政府によるインフラ投資や低価格住宅の供給による押上げが大きい模様です。外需では、総輸出が同+3.6%と前期の+6.2%より鈍化した一方で、総輸入は同+10.9%と前期の+10.5%よりやや加速。この結果、純輸出の寄与度は▲1.5%ptと前期の▲1.1%ptより下げ幅が拡大しました。

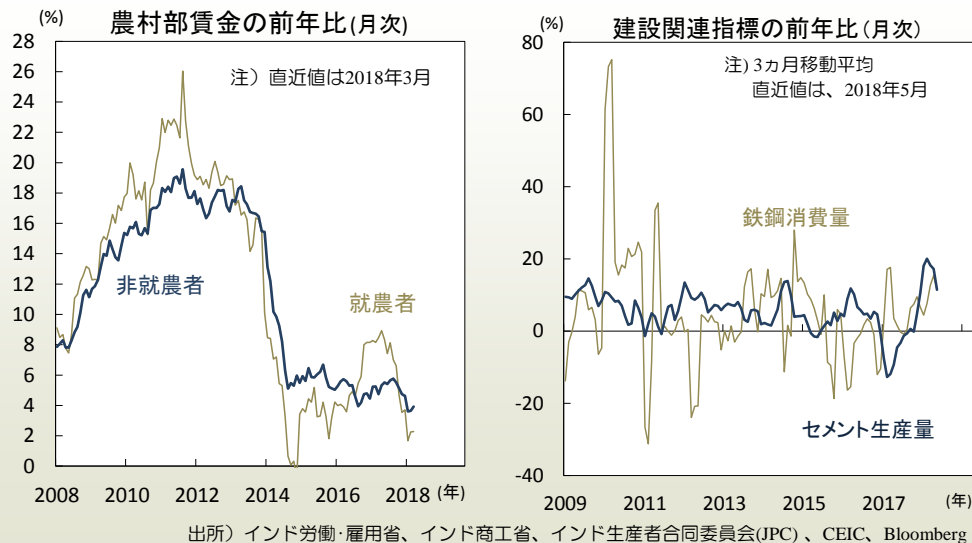
生産側の総付加価値(GVA)では、製造業や建設業が加速する一方で、サービス部門は前期と同率でした(図1右)。変動の大きい農業と公共サービス等を除くコアGVAは前年比+7.2%と前期の+7.4%より鈍化(図2左)。前年同期の落込みからの反動にも関わらず鈍化した同指標は、民間部門の弱さを示しています。農林漁業は同+4.5%と前期の+3.1%より加速。降雨量の回復に伴って穀物や園芸作物の生産が上向きしました。鉱業は同+2.7%と前期の+1.4%より上昇しました。製造業は同+9.1%と前期の+8.5%より加速。昨年7月初の物品サービス税(GST)導入に伴う混乱が収束し、生産活動は正常化した模様です。建設業は同+11.5%と前期の+6.6%より急加速。現金依存度の高い同部門は、高額紙幣廃貨の直後の前年同期に急減速しており、今回はその反動も生じました。

## ● 非耐久財生産の不振等から5月の製造業生産は鈍化

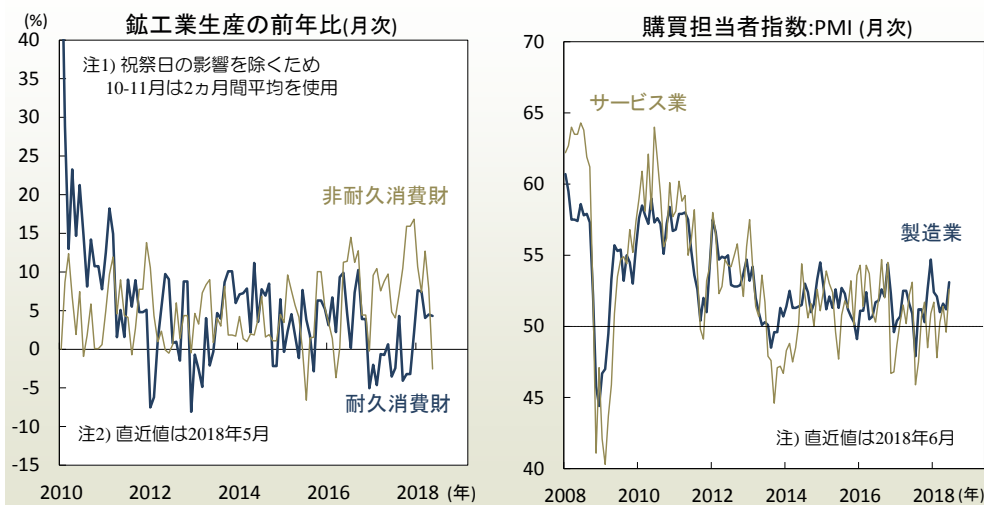
1-3月期のサービス部門生産は同+7.7%と前期と同率の堅調な伸びでした。農村部の家計消費や輸出の不振を受けて流通・宿泊・運輸・通信が同+6.8%と前期の+8.5%より鈍化し、金融・不動産等も同+5.0%と前期の+6.9%より鈍化したものの、政府の経常歳出の加速を受けて公共サービス等が+13.3%と前期の+7.7%を上回りました。4月以降の生産はやや勢いに欠けます。5月の鉱工業生産は前年比+3.2%と前月の+4.8%より鈍化(図2右)。鉱業が同+5.7%(前月:+4.0%)、発電が+4.2%(同:+2.1%)と加速したものの、製造業が+2.8%と前月の+5.3%より大きく鈍化しました。品目別では、資本財が同+7.6%と前月の+11.9%を下回りつつ堅調に伸び、耐久消費財も+4.3%と前月の+4.5%より小幅に鈍化するに留まった一方、非耐久消費財が▲2.6%と前月の+7.9%より反落(図4左)。農村部の土地なし労働者家計による消費の低迷等が背景とみられます。

昨年の4-6月期と7-9月期の成長率は、昨年7月初のGST導入に伴う混乱で押下げられており、今後も前年の落込みからの反動が成長率を押し上げるでしょう。また、来春の下院総選挙を控えた政府支出の拡大も景気を押し上げる見込みです。加えて、GST導入に伴う混乱の収束は、軽工業部門の輸出の回復も促すと予想されます(図5左)。

## 【図3】 低迷する農村部賃金(左)、堅調な建設関連指標の伸び(右)



## 【図4】 非耐久財の生産が鈍化(左)、製造業の景況感は良好(右)



## ● 今年度の経済成長率は+7.3%前後まで回復か

一方、高水準の国際原油価格、市場金利の上昇(図5右)、国有銀行部門が不良債権の処理を進める中で低迷する貸付(図6左)などが景気を下押しする見込みです。また、来春の総選挙を控える中での政治的な不透明感も、民間部門の投資の回復を遅らせるでしょう。前年からの反動で7-9月期まで堅調に伸びた成長率はその後鈍化しつつ、今年度通年のGDP成長率は+7.3%前後と、昨年度の+6.7%を上回ると予想されます。

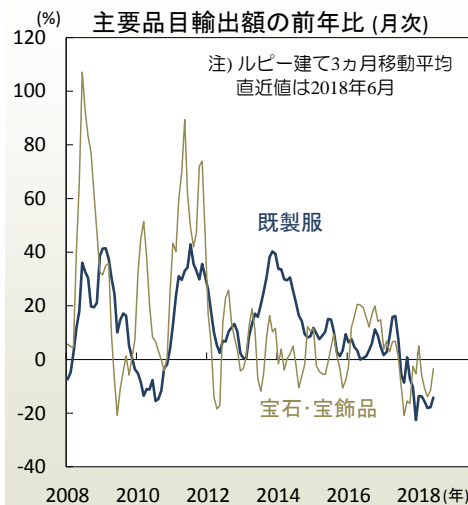
景気が拡大を続ける中で、物価は上昇しています。6月の総合消費者物価は前年比+5.0%と前月の+4.9%より上昇(図6右)。食品が同+3.2%と前月の+3.3%から鈍化した一方(図7左)、燃料が+7.1%と前月の5.8%を上回りました。国際原油価格の上昇の影響です。食品と燃料を除くコア物価は同+6.3%と前月の+6.1%を上回り、約4年ぶりの水準に上昇。公務員住宅手当(HRA)の引上げの影響で、住居関連が+8.4%と前月と同水準で高止まり、衣服、履物、保健、教育、娯楽等幅広い品目の物価が前月より加速しました。企業の投入価格は上昇を続けており(図8左)、需要の回復を背景に今後は産出価格への転嫁が進み、コア物価を押し上げるでしょう。雨季作物の収穫期にかけては、政府の農産物最低支持価格(MSP)引上げ(図8右)に伴う食品価格の上昇も予想されます。

## ● 6月と8月に連続利上げに踏み切った準備銀行

インフレ圧力が強まる中、インド準備銀行(RBI)は利上げを始めました。8月1日、RBIは政策金利を6.25%から6.5%に引上げ。利上げは前回6月に次ぐものです(図10左)。Bloomberg集計では、53社中40社が同利上げを予想。決定はほぼ市場の予想通りでした。

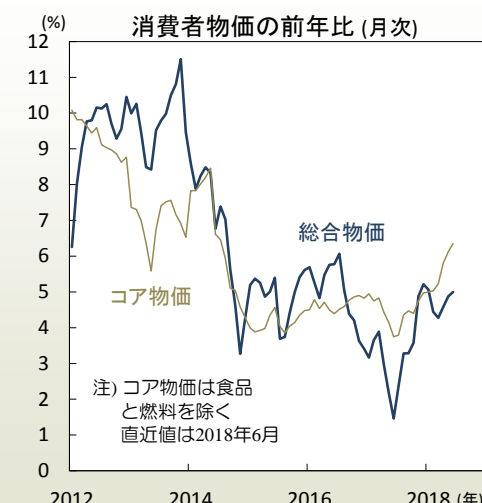
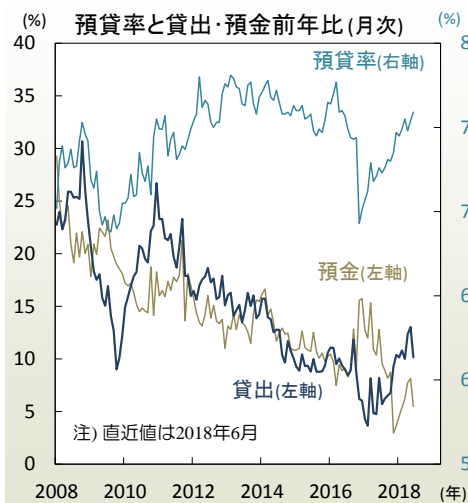
RBIの声明は、今年度の経済成長率の見通しを+7.4%で据置いたものの、消費者物価の見通しを修正。今年7-9月期は+4.6%(前回:+4.8~4.9%)、今年10月~来年3月は+4.8%(同+4.7%)とされ、来年4-6月期(今回初公表)は+5.0%とされました。声明は、物価に関わるリスクとして、(1)原油価格動向、(2)不安定な国際金融市場(ルピー安による輸入インフレ)、(3)家計の期待インフレ率の上昇、(4)企業の投入価格の上昇、(5)雨季の降雨量、(6)財政悪化リスク、(7)農作物の最低支持価格(MSP)の引上げ、(8)公務員の住宅手当(HRA)引上げの二次波及など、8項目を列挙。物価見通しは上振れ・下振れリスクが均衡しているとしつつ、上記を見る限り上振れリスクをやや強く意識している模様です。なお、(1)原油価格については、地政学リスクや供給要因による上振れに加え、貿易保護の広まりによる世界需要低迷に伴う価格下振れの可能性、(4)投入価格については、一次産品の国際価格低迷による上昇圧力の緩和の可能性が指摘されました。

## 【図5】新税導入で落込んだ軽工業部門の輸出はひとまず底打ちか(左)



出所) インド商工省、インド準備銀行(RBI)、CEIC、Bloomberg

## 【図6】低迷する銀行貸出の伸び(左)、上昇するコア物価の伸び(右)



出所) インド準備銀行(RBI)、インド中央統計局、CEIC



## ● 8月の利上げは5対1で決定、一人は金利据置きを主張

全会一致で利上げを決めた前回6月とは異なり、今回の利上げは5対1で決定(図9)。最もハト派とみられるドラキア委員が反対票を投じており、金利の据置きを主張したとみられます。前回6月会合の議事録によれば、同委員は物価見通しは今後下振れる可能性があるものの定かではないため、「中立的なスタンスを保ちつつ利上げすることが賢明」と発言。今回8月の連続利上げは不要という考えであったと推測されます。

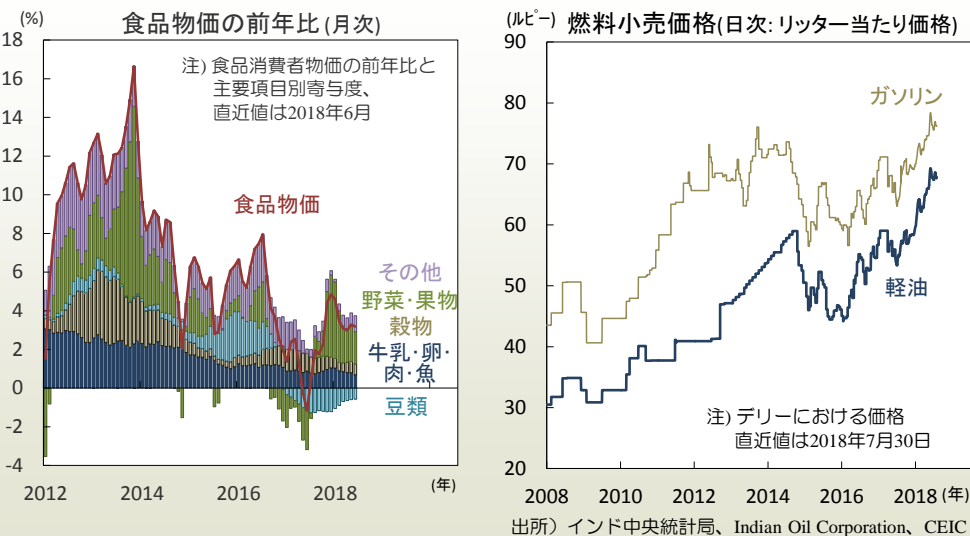
利上げ開始以降も「中立」とされる政策スタンスの意味に関しては、今回面談した現地市場参加者の間でも議論の対象となっていました。6月の会合前、市場参加者の一部は、6月に政策スタンスをインフレ警戒的に変更し8月に利上げを始めると予想。しかし、RBIは6月会合で利上げを始めつつスタンスを「中立」に維持、この決定に首を傾げる市場参加者も少なくありません。今回面談したRBI高官によれば、中立とは金利を上にも下にも動かせる意味であり、不確実性が高い現状ではこのスタンスが最適とのこと。8月会合後の会見でも、パテル総裁は中立的なスタンスについて同様の説明を行いました。しかし、市場参加者の一部からは、6月はMPC委員の妥協の産物として全会一致の利上げと中立的なスタンスとなったのではないかとこの見方も聞かれました。

## ● 連続利上げをしつつスタンスは「中立」に疑問の声も

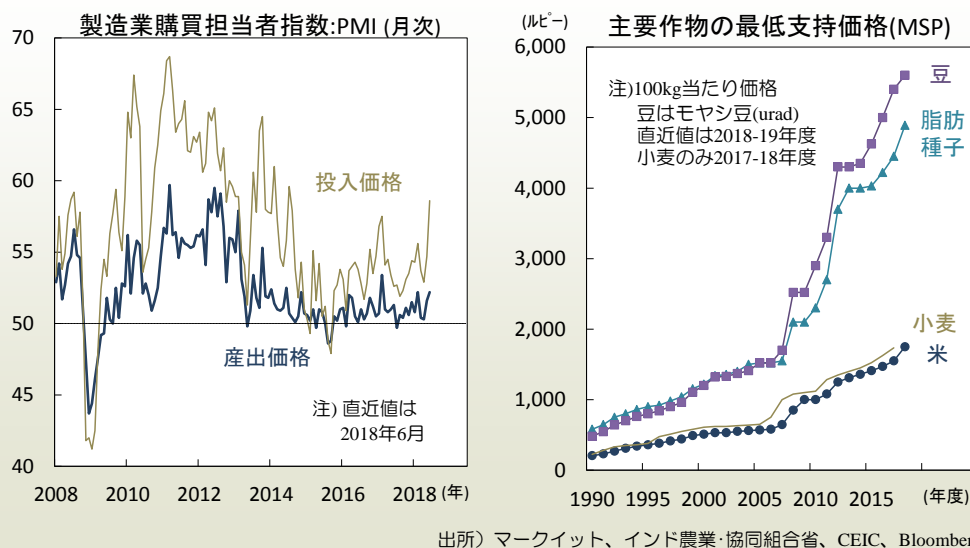
ドラキア氏を含むハト派の外部委員2名は6月の利上げを好まなかった一方、残り4名が6月の利上げとその後の追加利上げを志向。しかし、4対2で利上げとなると今後の方向性に関する不透明感を市場に感じさせてしまうため、ハト派2人に利上げを飲んでもらう代わりにスタンスを中立に維持したという見方です。この場合、ドラキア委員は「中立」スタンスを「連続利上げはしない」という意味に解釈したとも考えられます。

政策スタンスはラジャン前RBI総裁の下で声明に登場。当時は利下げを打ち止める一方で政策スタンスを「緩和的」に保ち、「当面利上げはない」というメッセージが送られました。しかし、パテル総裁が就任し金融政策委員会(MPC)が設立されると、RBIは政策スタンスを「中立」に変更。金利を上にも下にも動かせるよう中立的なスタンスが好ましいという、同総裁の考えが反映されたとみられます。今回面談したRBI高官は、個人的な見解としつつ、政策スタンスの明示は先進国が行うものであり、外部環境の影響を受けやすい新興国にはなじまないのではないかと指摘。声明にインフレ率の予想分布図(ファン・チャート)が添付され、議事録で各委員が自由に見通しを示せるため、声明における政策スタンスの掲載は不要ではないかとこの見方を示しました。

## 【図7】 落ち着いた食品物価(左)、上昇する燃料小売価格(右)



## 【図8】 製造業の投入価格が上昇(左)、作物の最低支持価格を引上げ(右)



## ● 今後は当面金利を据置き、来春以降に追加利上げか

もし、前述のRBI高官の考えがRBI幹部にも共有されている場合、将来的には声明から政策スタンスへの言及が消える可能性も否定できないと考えられます。

RBIによれば、公務員の住宅手当(HRA)の引上げに伴う一時的な物価押上げの効果を除いた場合、今年7-9月期の総合消費者物価の前年比は+4.4%、今年10月～来年3月期は+4.7～4.8%、来年4-6月期は+5.0%と徐々に上昇する見込みです。今年10月～来年3月期は、前年同期の物価上振れ(図10右、野菜など食品物価の上昇による)からの反動(ベース効果)が前年比の伸びを一時的に抑制。同効果がはく落する来年4-6月期の+5.0%(RBI予想)が、基調的なインフレ率と考えられます。このインフレ予想に基づけば、現在の実質政策金利は+1.5%。RBIが同水準を+1.5～2.0%の範囲に保つと仮定すると、あと一回の追加利上げが正当化されるでしょう。なお、上記のベース効果の結果、総合消費物価の伸びは今年6月をピークに一時的に低下し、家計の期待インフレ率の上昇を抑えるとみられます。8月会合後の会見で、RBI副総裁は金融政策の効果の浸透には時間がかかると発言。今回の前倒しの連続利上げの効果が浸透するのを見極めつつ、当面は金利を据置き、来春以降に追加利上げの機会を慎重に探すと予想されます。

## ● 中央銀行と市場の対話に改善の余地ありとの声も

インフレ目標制の導入と金融政策委員会(MPC)の設立から約2年間弱が経過。金融政策の透明度を高め期待インフレ率を抑制した上記制度は高く評価されています。しかし、MPCの市場との対話が円滑ではないとの指摘も広く聞かれました。4月のMPCの声明がハト派的と解釈され短期市場金利が低下したものの、2週間後に公表された同じ会合の議事録がタカ派的と解釈され金利が一転して上昇したことなどが背景です(注)。

同国MPCの議事録では、全委員が実名入りで自らの見解を表明。匿名で議論の内容を記述する米FOMCの議事録等とは対照的です。「政策決定は合意によるが、各委員は自身の責任で自らの見解を述べるべき」という当時のラジャンRBI総裁の考えが反映された模様です。しかし、今年4月の会合で金利据置に投票したRBIのアチャルヤ副総裁は、「次回会合では利上げを支持する可能性が高い」と同会合の議事録で表明。同様の事態はRBIのパトラ理事についても起こりました。実名入りで見解を公表される委員が「見解に一貫性がない」、「主張が二転三転する」等の批判を受けないように行動する結果、声明と議事録の内容がかい離してしまっている可能性もあり、こうした混乱を防ぐためにもRBI幹部と市場との対話の場の拡大が必要との声も聞かれました。

注) アジア・マーケット・マンスリー2018年5月号 4-5頁を参照。

## 【図9】6月の利上げは全会一致、8月の利上げは5対1で決定

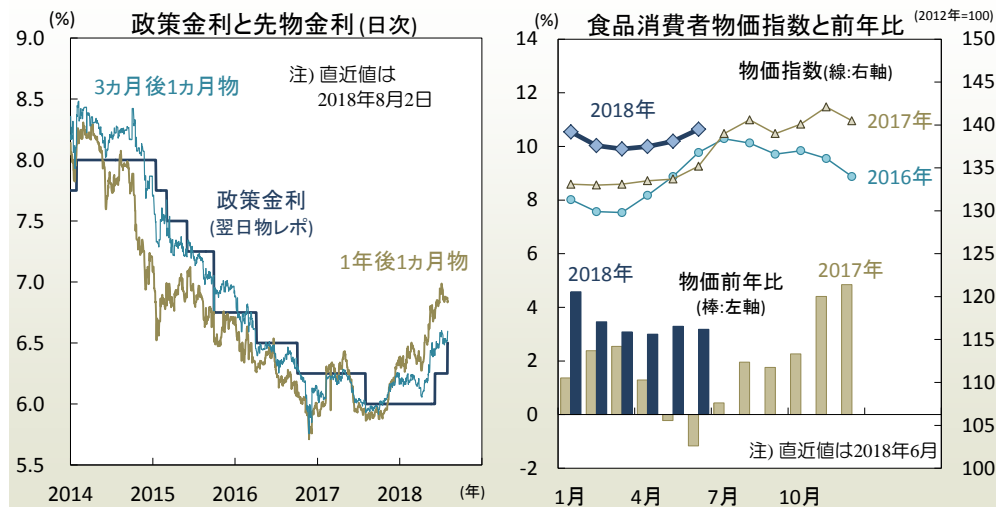
金融政策委員会(MPC)の決定と政策委員の投票結果

政策決定 ／政策委員	2016年		2017年				2018年					
	10月	12月	2月	4月	6月	8月	10月	12月	2月	4月	6月	8月
決定												
政策金利(%)	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.25	6.50
変更/維持	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→	→	↑	↑
内部委員												
ウルジット・パテル	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→	→	↑	↑
ヴィラル・アチャルヤ	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→	→	↑	↑
マイケル・パトラ	↓	→	→	→	→	→	→	→	→	↑	↑	↑
外部委員												
チェタン・ゲイト	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→	→	↑	↑
パミ・ドゥア	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→	→	↑	↑
ラヴィンドラ・ドラキア	↓	→	→	→	↓	↓	↓	↓	→	→	↑	→

注) →: 据置き、↑: 0.25%ポイント(pt)引上げ、↓: 0.25%pt引下げ、⇓: 0.5%pt引下げ

出所) インド準備銀行(RBI)

## 【図10】金利先物市場は1年以内の追加利上げを予想(左)



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

## ● 来春の下院総選挙でのモディ政権の再選を危ぶむ声も

来春に下院総選挙を控え、同国では政治的な不透明感が高まっています。昨年2-3月の北部ウッタル・プラデシュ(UP)州の議会選挙で与党インド人民党(BJP)が圧勝した直後は、「総選挙でのモディ政権再選は確実」という楽観論が台頭。しかし、こうした楽観論は既に後退し、現地では現政権の再選を危ぶむ声すら聞かれました。昨年12月のグジャラート(GJ)州議会選挙の農村部の選挙区でのBJPの苦戦、今年3月の下院補欠選挙でのBJPの惨敗、今年5月のカルナタカ(KA)州議会選挙でのBJPによる連立交渉の失敗などが背景です。与党の苦戦が懸念されるのは、(a)農村部の困窮と反与党感情の高まり、(b)野党が大連立を組みBJPに対抗しようとする動きの広まりなどのためです。

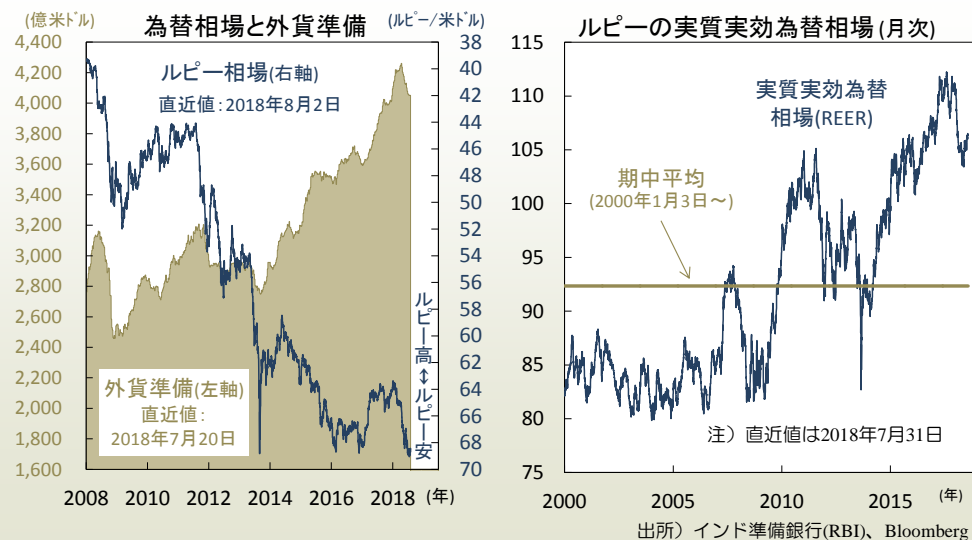
モディ政権は農村部家計の所得を増やすとの公約を掲げたものの、同部門の所得は低迷しています。現政権は、農村部家計への現金給付(全国農村雇用保障法:NREGAによる)や作物の最低支持価格(MSP)の伸びを抑えることで農村部の需要の過熱を抑制、食品物価を沈静化させ経済の安定化に成功しました。しかし、結果として農村部の所得は低迷しました。一方、数多くの地方政党を含む野党は、互いに共闘しない限り強力な与党BJPに対抗できないことに気づき、こうした戦略をとり始めました。

## ● BJP政権打倒を目指し、大連立の組成を画策する野党

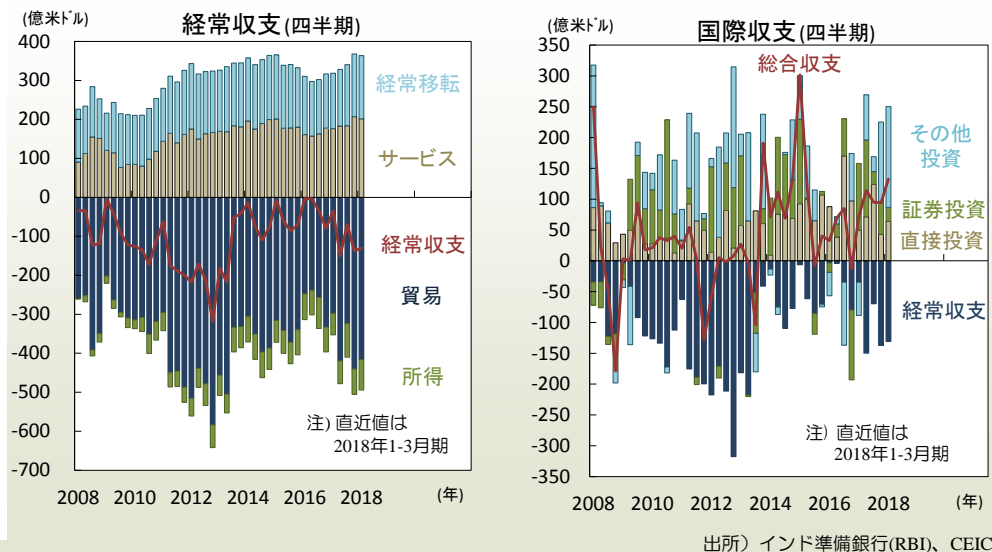
下院選挙は死票の多い小選挙区制であり、BJPが圧勝した2014年の総選挙でも同党の得票率は31%程度。仮に同選挙でBJPの率いる政党連合(国民民主同盟:NDA)以外の全政党が共闘して候補を統一していれば、NDAは惨敗していたはず。

2015年10-11月のビハール(BR)州議会選挙では、BJP以外の3政党(ジャナタ・ダル統一派:JD-U、民族ジャナタ・ダル:RJD、国民会議派:INC)が「大連立」を組んだため、BJPは惨敗。その後、UP州議会選挙では主要地方政党が連立の組成に失敗しBJPの圧勝を許したものの、UP州選挙区の下院補欠選挙では主要野党が連立した上で候補を一本化することで、BJPの候補を破りました。KA州議会選挙ではBJPが最多議席を獲得したものの過半数には届かず、議席数で2位のINCと3位と同州地方政党(ジャナタ・ダル世俗派:JD-S)が連立を組んだためにBJPは政権に就けませんでした。議席数で勝るINCが連立相手のJD-Sに州首相のポストを譲るなど、INCはBJPを打倒するために地方政党と連立することを優先課題としている模様です。来春の下院総選挙に向けて、INCや多数の地方政党が反BJPの政党連合を組成するのか、今後は主要政党による連立や協力の交渉の進展に注目すべきとの声が広く聞かれました。

【図11】4月まで軟調であったルピー(左)、割高感のある相場水準(右)



【図12】貿易赤字とともに経常赤字が拡大





## ● 年末の州議会選挙でBJP惨敗なら、総選挙敗退も意識か

今年末にはマディヤ・プラデシュ(MP)州やラジャスタン(RJ)州など主要州の議会選挙が予定されており、来春の総選挙の前哨戦として海外投資家に注目される見込みです。

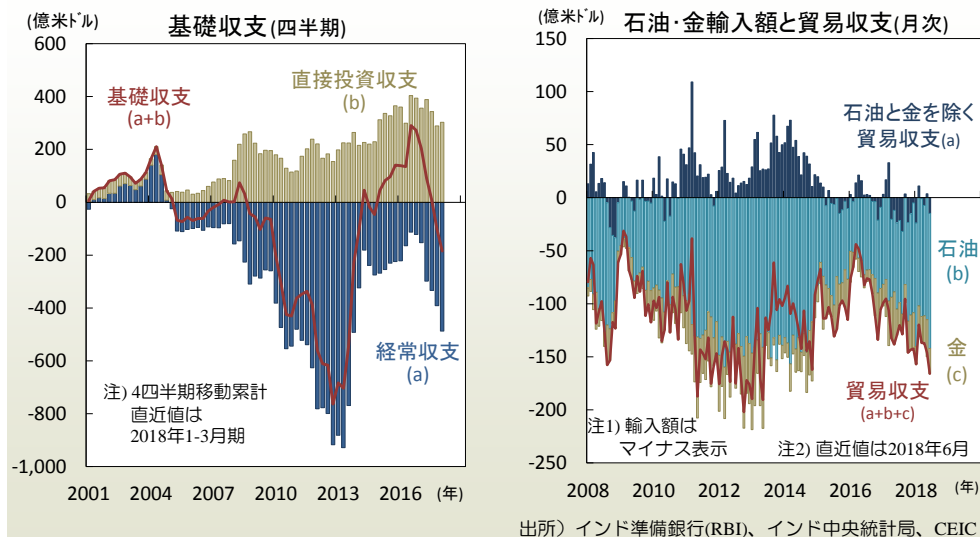
しかし、現地の市場参加者からは、下院総選挙と州議会選挙は別ものであり州議会選挙の結果で総選挙の動向を占うべきでないとの声も聞かれました。MP州とRJ州はBJPの政権州であり、守る側のBJPは反現職効果にも悩むでしょう。州議会選挙のたびに政権の代わるRJ州ではBJPの敗北が現実視され、州政権への支持率の低下するMPでも同党の敗北の可能性は低い模様です。しかし、二大政党(BJPとINC)が対決する上記2州と、多数の地方政党が入り乱れる下院総選挙は全く異なります。また、BR州議会選挙やUP州選挙区での下院補欠選挙で成功した野党による「反BJP連合」結成が、下院総選挙でも成功するかは疑問です。数多くの地方政党をまとめ上げるのは難しく、候補者の一本化も容易ではないでしょう。一本化の結果候補にならなかったことに反発する有力政治家が、自らの政党を離脱し独立候補として出馬した場合、支持者の票が割れ候補一本化の効果は薄れます。また、政治的信条や支持母体の異なる政党との連立に従来からの支持者が戸惑い、得票率が低下する可能性も否定できません。

## ● 議席数を減らしつつモディ政権再選がメイン・シナリオ

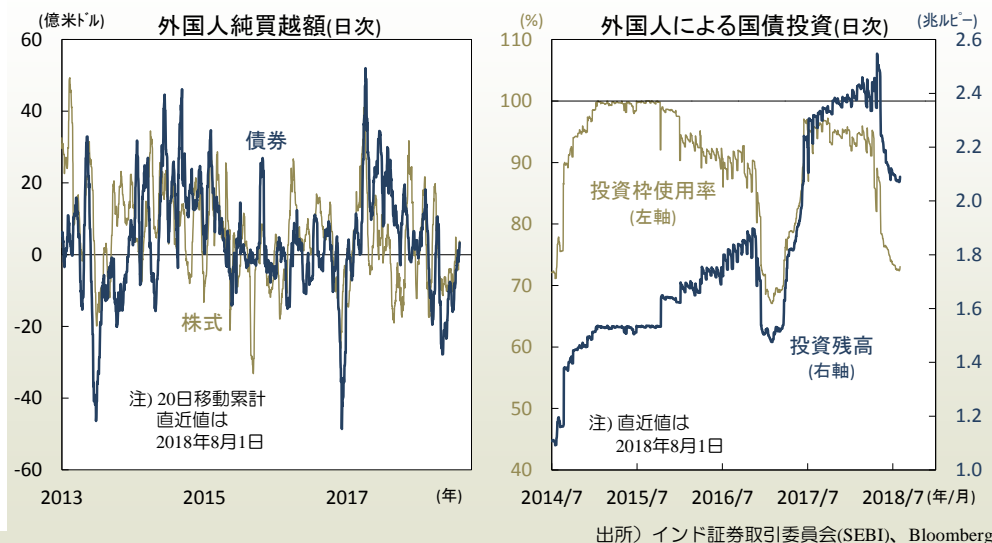
与党BJPの支持率が低下しているものの、モディ首相の支持率は引き続き高位です。2019年の総選挙には成人して初めて投票する有権者も多く、彼らには2002年のGJ州での宗教暴動の記憶はありません。このため、モディ首相(2002年当時はGJ州首相)を「強硬なヒンドゥー・ナショナリスト」とは考えず、「経済改革に取り組む清廉潔白な指導者」としてとらえていると思われ、与党に有利に働く可能性が高いと考えられます。

2019年春までには時間があり現段階で選挙結果を予測することは難しいものの、過半数を割り込むまで議席数を減らしつつBJPが最大議席を獲得し連立政権を組成することをメイン・シナリオとする市場参加者が多い模様です。年末のMP州とRJ州でBJPが惨敗した後に下院総選挙でBJP政権が再選された場合、年末にかけて下落したリスク資産価格が総選挙後に反発するという展開が予想されます。一方、多くの地方政党と連携したINCがBJPを破り政権に復帰する可能性も排除はできません。しかし、かつてのINC政権もGST導入などの税制改革を目指しており、政権交代があっても現政権の行った経済改革の巻き戻しはないでしょう。このためINCが勝利し一時的にリスク資産価格が下落しても、調整は短期に終わる可能性が高いと考えられます。

【図13】赤字に転じた基礎収支(左)、原油高とともに拡大した貿易赤字(右)



【図14】2月から6月のかけて証券市場からの資本流出が加速



## ● 年初から4月にかけてルピーはアジア最弱通貨に

通貨ルピーは年初より7月末までに対米ドルで▲6.8%と(図11左)主要アジア通貨最大の下落率。特に(a)4月末までの下落率が▲4.2%と不振でした。しかし、(b)それ以降7月末にかけては同▲2.8%とフィリピン(▲2.5%)やシンガポール(▲2.6%)に次いで限定的な下落率。(a)の期間は、同国独自の弱みが注目され資本の流出が加速した一方、(b)の期間には新興国やアジアの通貨が売込まれる中でルピーも下落したものの、同国への懸念が後退したことに伴って相場の下落率が小幅に留まったとみられます。

(a)の期間に意識された同国の弱みとは、(1)原油高に伴う経常赤字の拡大(図12)、(2)物価の上昇に伴う実質金利の低下、(3)財政赤字の拡大、(4)政治的な不透明感等です。財政悪化懸念は、昨年9月下旬に政府が赤字拡大を容認との報道を契機に浮上し、今年2月の今年度予算案での財政健全化目標の先送りや農産物MSPの大幅引上げ等によって強まりました。また、政治的な不透明感は、前述(6頁)のGJ州議会選挙(昨年12月)や、下院補欠選挙(今年3月)や、KA州議会選挙(今年5月)などを経て浮上。来春の総選挙で現政権が敗退し経済改革の動きが停滞すること、苦戦の予想される選挙を前に政府が大衆迎合的な政策を取り財政悪化や経済運営の質が悪化する可能性が懸念されました。

## ● 原油高の一巡などに伴い安定度を増すルピー相場

その後、5月下旬以降は国際原油価格の上昇が一巡し、経常赤字悪化の懸念が低下しました。また、6月からの利上げ開始に伴って、当局がインフレ抑制で後手に回るとの懸念も後退。前述(5頁)の通りベース効果によって7月以降の総合消費者物価の前年比は低下する見込みであり、実質金利低下の懸念は再燃しづらいでしょう。

2月から6月にかけて株式と債券市場から27億ドルと76億ドルの資本が流出した後、7月には2億ドルと1億ドルの純流入と(図14)、資本流出の動きは一巡。世界的な新興国資産売りの収束に伴う動きとみられます。一方、6月半ば以降は米中貿易摩擦の懸念が高まるとともに人民元相場が下落を始め、韓国、台湾、タイ、マレーシア等対中貿易依存度の高いアジア通貨が低迷。対中貿易依存度の低いインドのルピーへの下押し圧力は限定的です。足元では国際的なリスク選好度が回復しており、高金利の同国資産への資本流入を促すでしょう。もっとも、年末にかけては主要州議会選挙や来春の下院総選挙に伴う政治的な不透明感が増し、相場の上値を重くする見込です。ルピーは4月までのアジア最弱通貨の地位を返上し、今後の騰落率はアジア通貨平均並みとなるでしょう。金利も含めた総合収益率は相応に高くなると予想されます。(入村)

## 【図15】ムンバイ出張時の撮影写真より(1)



左上: 空港近くの市新街バンドラ地区のオフィスビル  
 左下: 夕刻の市新街を走る三輪タクシー(オートリクシャー)  
 右上: 空港近くの高速度路沿いの丘にある小規模な貧民街

出所: 筆者撮影

## 【図16】ムンバイ出張時の撮影写真より(2)



左上: 通勤列車の女性専用車両  
 左下: ムンバイ・ワリ地区の高層マンション建設現場  
 右上: ムンバイ旧市街のインド準備銀行(マラーティー語、ヒンディー語、英語の3言語表記)

出所: 筆者撮影



# 【トルコ】対米ドル最安値を更新するリラ。対米関係や金融政策に注目

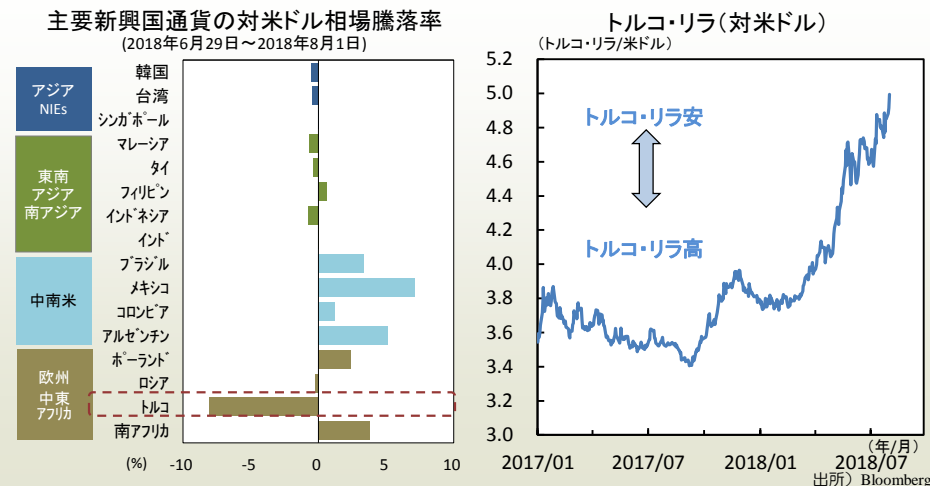
## ● 選挙後の新体制や米国の制裁を受けてリラは最安値を更新

7月初以降、新興国通貨は概ね堅調に推移（図1左）。米中貿易摩擦への警戒はあるものの、好調な米企業決算などを受け、世界的にリスク選好の動きが強まっています。こうした中で、主要新興国通貨の中で最も上昇している通貨がメキシコ・ペソ、最も下落している通貨がトルコ・リラです。ともに大統領選と議会選を終えたものの、市場の反応は対照的でした。両国とも、市場が懸念を抱く候補者が大統領に当選したものの、市場の不安を和らげることに成功したメキシコと、逆に懸念を高めたトルコで明暗が分かれました。また、トルコに関しては、2016年に発生したクーデター未遂事件に絡み対米関係が悪化し米国が制裁を科したことも通貨リラの重石となっています。本稿では、通貨が軟調なトルコに関して、選挙などの政治動向や対米関係、景気物価と金融政策の動向、一部で懸念される金融危機の可能性などについて考察します。

6月24日の大統領選では現職のエルドアン大統領が勝利し、総選挙では連立与党が議席数は減らしたものの過半数を上回り勝利しました（選挙前：351議席→選挙後：344議席）。現政権の再選によって政治的な不透明感が低下したことを市場は当初好感。しかし、7月9日には大統領の娘婿であるアルバイラク氏が財務相に指名され、中銀人事制度への大統領の関与が強化されました。これらの決定により利上げを嫌気するエルドアン大統領の考えが、金融政策に反映されやすくなるとみられます。

2016年7月15日、同国でクーデター未遂事件が発生（図2）。穏健イスラム教グループであるギュレン派とエルドアン大統領の勢力争いなどが原因とみられます。発生翌日16日にはクーデターは失敗し、短期間で収束しました。同事件により敵対する勢力への警戒を強めた大統領は、非常事態宣言を発動。事件への関与が疑われる米国の領事館職員や米国人の牧師を拘束したため、対米関係が悪化しました。領事館職員は2017年10月に拘束され、両政府は互いにビザ発給を停止するなど緊張が高まったものの、12月中には発給が再開され緊張は緩和。しかし、2018年7月26日には、トランプ米大統領とペンス米副大統領が2年間ほど拘留されている米国人牧師の釈放を求め大規模な制裁を科すとの考えを示し、8月1日にギョル司法大臣とソイル内務大臣に対する制裁が発動されました。同制裁により、両大臣の米国内の資産が凍結されるものの、トルコ経済全体への影響は限定的です。しかし、今後も当局が同牧師を解放しない場合、更に制裁が拡大する可能性もあり、リスクは高まっているとみられます。

【図1】7月初以降、新興国通貨が堅調な中でトルコ・リラの下落が際立つ



【図2】2016年7月に発生したクーデター未遂事件を受け、対米関係は悪化

### トルコの政治動向

2016年	7月	15日	トルコ軍の一部がクーデターを試みる
		16日	クーデター失敗。市民161人を含み、死者は265人
		20日	トルコ政府が非常事態宣言を発動(解除は2018年7月19日)
2017年	4月	16日	国民投票で大統領制への移行を決定
		10月	4日 トルコ治安当局が、クーデター関与の容疑で米国総領事館の職員を拘束 8日 米領事館職員の拘束を受け、米政府がビザ発給を停止、トルコ政府も発給停止
2018年	4月	18日	エルドアン大統領が2019年実施予定だった選挙を6月24日に前倒し実施することを決定
		24日	トルコの大統領選と総選挙が実施され、現与党連合が勝利
2018年	7月	19日	クーデター後の非常事態宣言を解除
		20日	クーデター関与疑惑の米国人牧師への釈放を求め、米上院議員が対トルコ経済制裁案を公表
		25日	トルコ政府は米国人牧師を自宅軟禁へと拘束を緩和も、ポンペオ米務長官は不十分と批判
		26日	トランプ米大統領とペンス米副大統領が釈放を求め、大規模な制裁を科すと表明
		8月	1日 米政府がトルコの司法大臣と内務大臣に対し、米国内の資産凍結等の制裁を発動

出所) 各種報道

## ● 近年の景気加速に伴って経済の不均衡が拡大

トルコの2017年の実質GDP成長率は、前年のクーデター未遂事件による落込みからの反動もあり前年比+7.4%と高成長を達成。2018年1-3月期GDP成長率も前年比+7.3%と高水準を維持しており、景気には過熱感もみられます（図3左）。2016年12月以降のインフレ率は、中銀が目標とする+3-7%を上回る水準で推移しています（図3右）。

高まるインフレ懸念に対し、2018年初から計5.00%の大幅利上げが行われましたが、6月のCPIではインフレの加速（5月：前年比+12.15%→6月：同+15.39%、図3右）が確認されたため、市場はさらなる利上げを期待しました。しかし、7月24日の金融政策決定会合では、政策金利が17.75%で据え置かれました。中央銀行は、既に行った利上げの効果を見極めると、据え置きを理由を声明文で説明。しかし、その後の7月31日に公表されたインフレ・レポートでは物価見通しが引き上げられています（2018年末は8.4→13.4%、2019年末は6.5→9.3%）。次回の会合は9月13日となり、同会合まで物価指数は2回発表される予定です（8月3日、9月3日）。先に発表される7月のCPIでは前年比+16.30%とさらにインフレ率が加速する見通しであり、中銀の対応が後手に回っているという印象を強め、通貨が押し下げられる可能性が高いとみています。

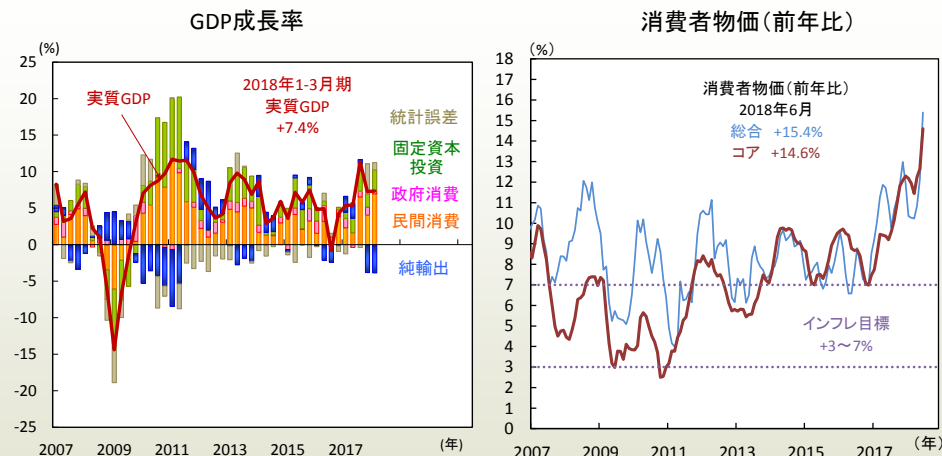
## ● リスクは高いものの、トルコ政府による自力再生の道は残る

利上げの後ずれが不安視されるのに加え、米国による経済制裁、通貨下落による対外債務の借換リスクなどが高まっており、一部では金融危機にまで発展するのではとの見方もありますが、短期的にはトルコ経済は持ちこたえとみています。

同国企業は金利の高い自国通貨の代わりに米ドルやユーロなどの低金利通貨で資金調達を行い、外貨建て債務を増やしていきました。債務の償還時に借り換えが出来ない、または返済の原資がないときに金融危機が発生すると考えられます。返済が迫っている（償還まで1年を切った）債務が短期対外債務となりますが、同債務に対する返済資金となる外貨預金などの短期対外資産がトルコの場合、債務を上回る水準で保有されています（図4右）。資産があれば借り換えも可能とみられ、トルコ経済が自力で再建の道を歩むこともまだ可能とみています。

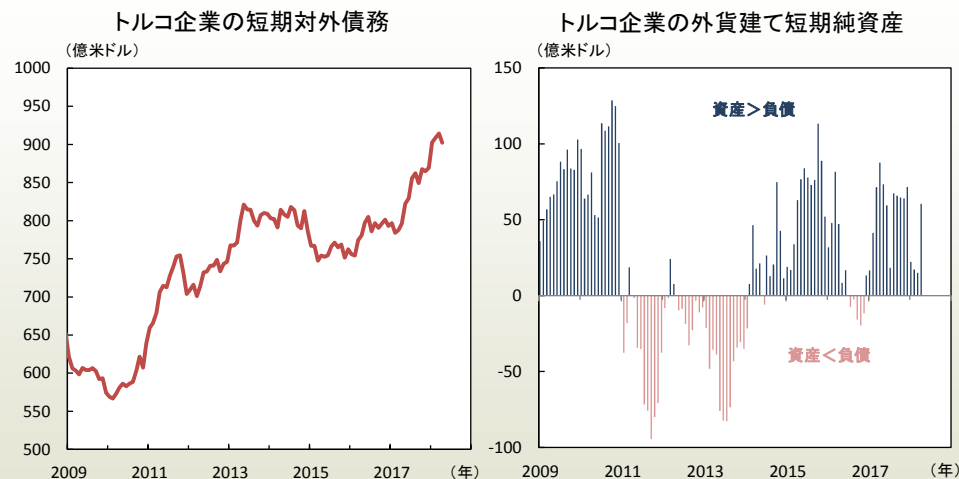
仮に金融危機に陥った場合、IMFなど国際機関指導のもと、再建が行われるとみられます。その際にまず求められるのが利上げとみられ、トルコ政府にとって利上げを自身するか、外圧であるかの違いしかないとみられます。十分な利上げが行われるまで、トルコ・リラは極めて不安定な状況にあるとみています。（永峯）

### 【図3】インフレ率は2016年末より中央銀行の目標を超過して推移



出所) トルコ統計局、トルコ中銀

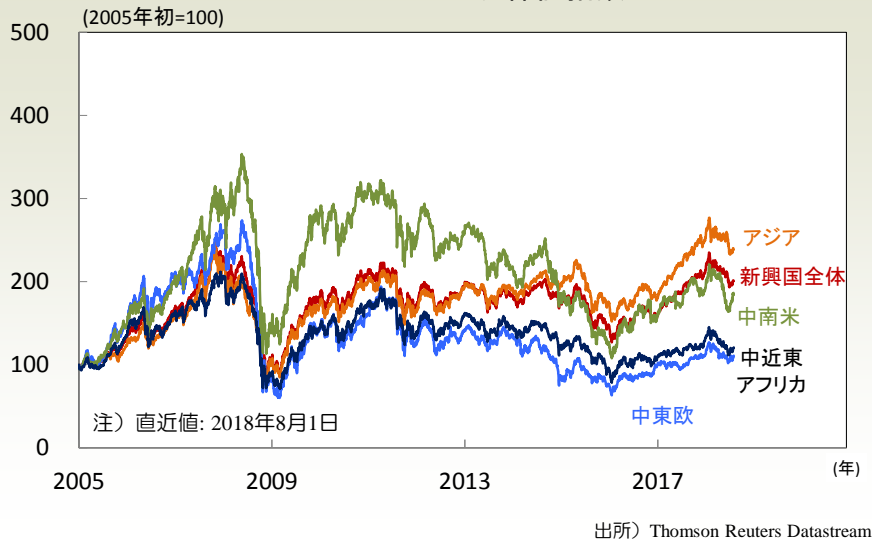
### 【図4】企業の短期対外債務が増加する一方、債務を上回る資産を保有



出所) トルコ中銀

# 【エマーシング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド

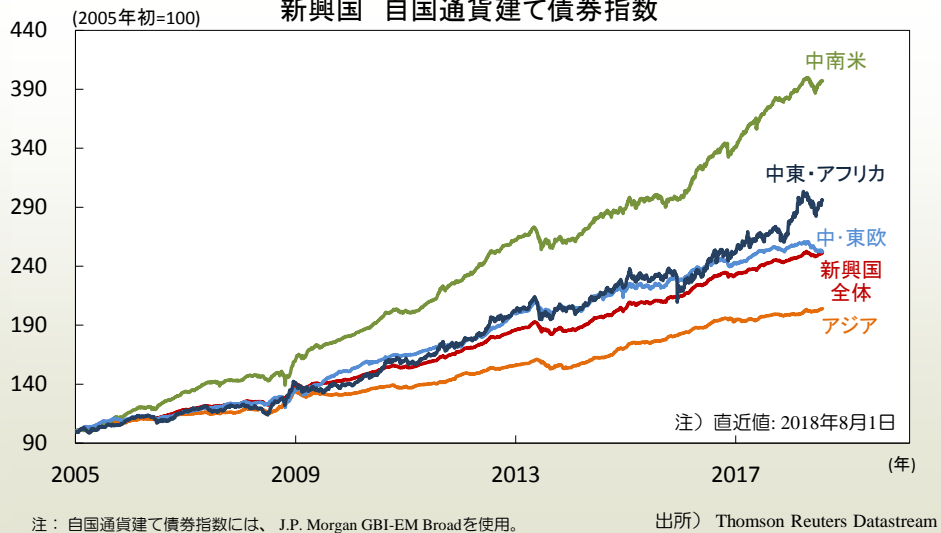
MSCIエマーシング株価指数



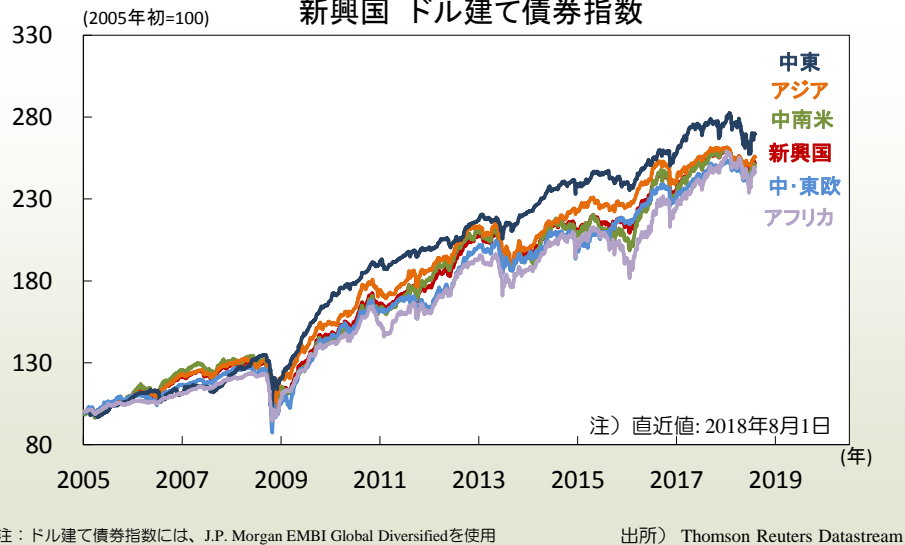
新興国債券と米国高利回り社債の信用スプレッド



新興国 自国通貨建て債券指数



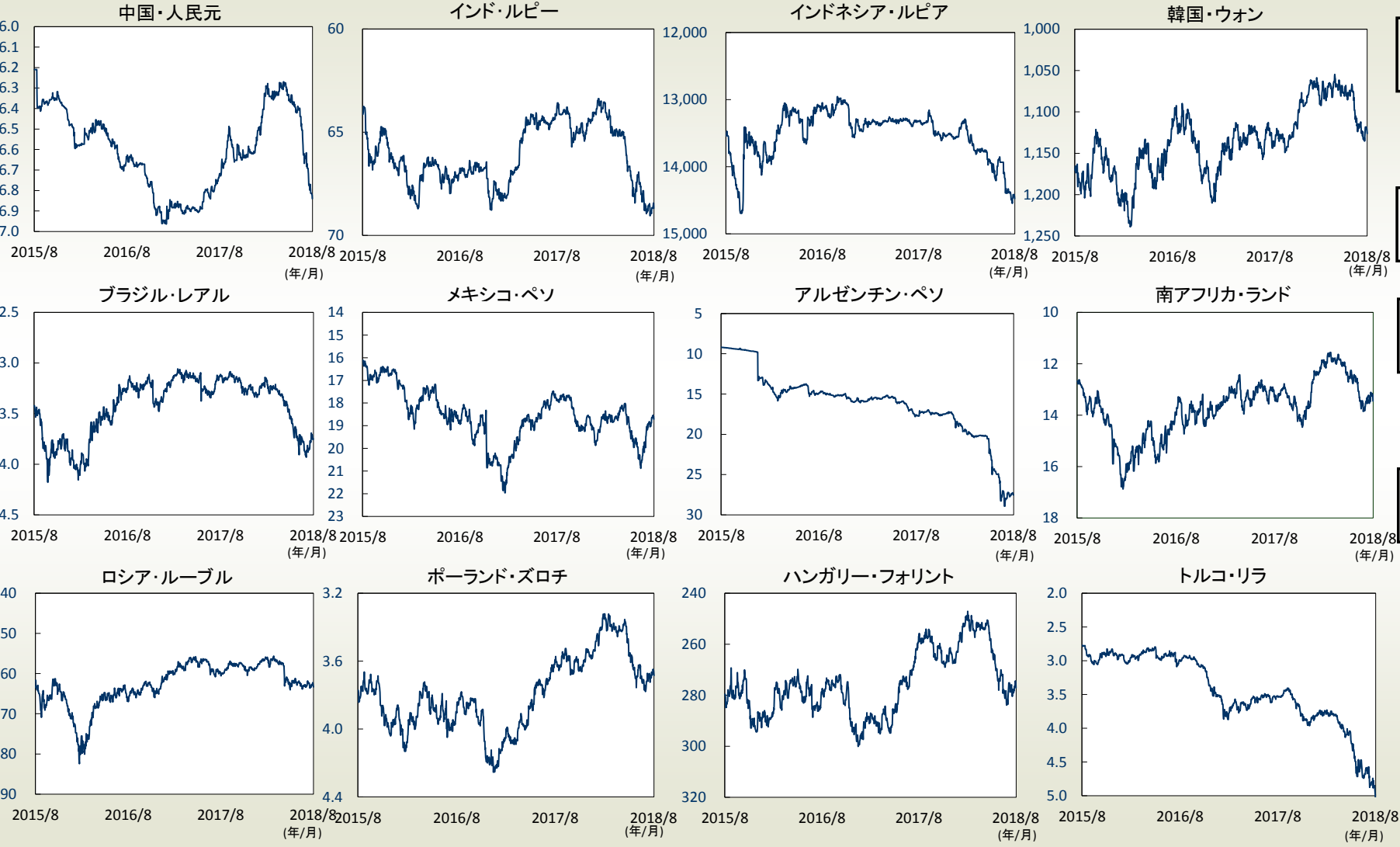
新興国 ドル建て債券指数





# 【エマーシング・マーケット・ウォッチ】②主要新興国通貨の対ドル相場：過去3年間

(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



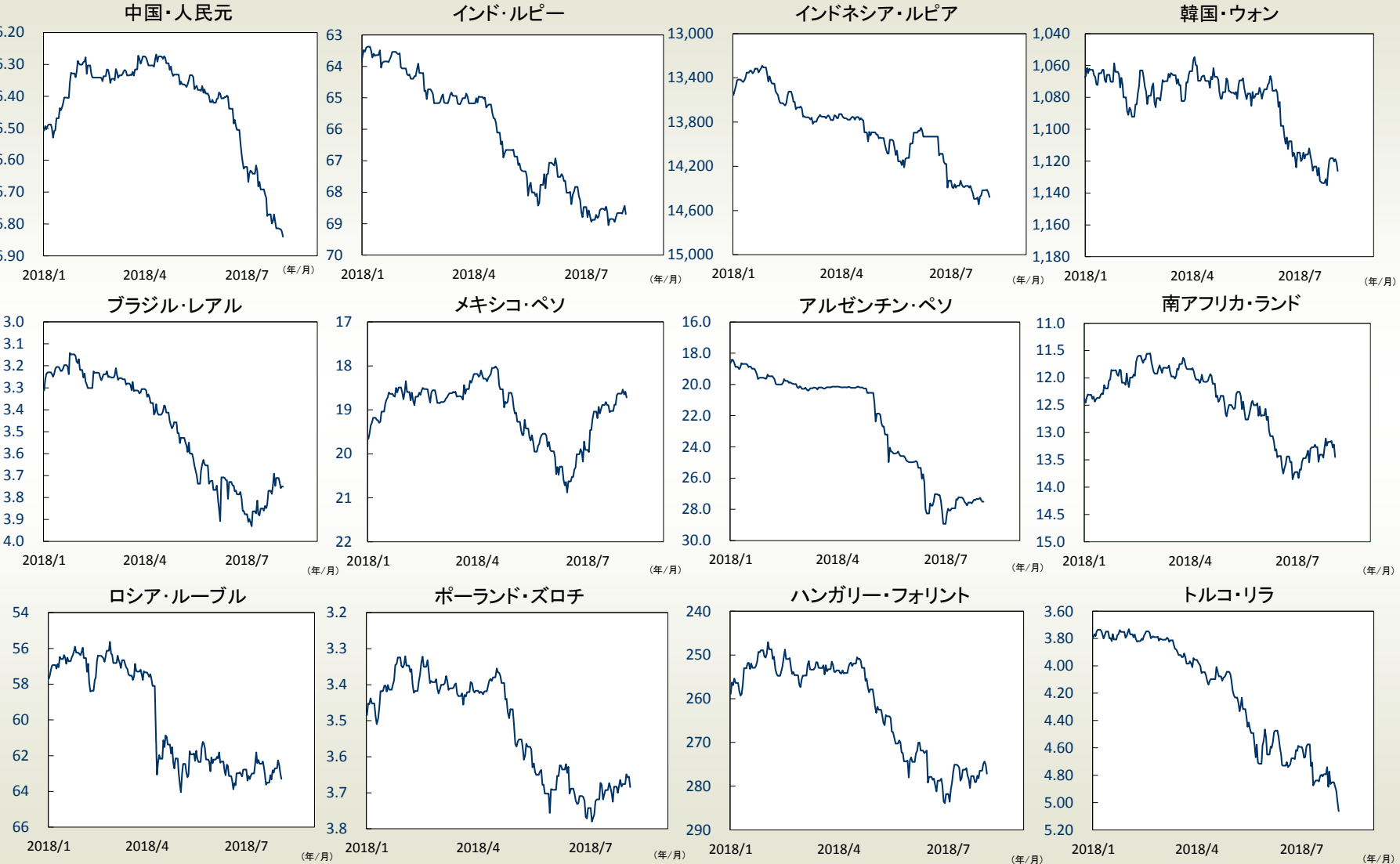
自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2018年8月1日

出所) Bloomberg

# 【エマージング・マーケット・ウォッチ】③主要新興国通貨の対ドル相場：過去6か月間

(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2018年8月1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。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成した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: 2018年8月3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エマージングに対する著作権およびその他の知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。

J.P. Morgan EMBI Global DiversifiedおよびJ.P. Morgan GBI-EM Broad：情報は、信頼性があると信じられる情報源から取得したものです。J.P. Morganはその完全性・正確性を保証するものではありません。本指数は許諾を受けて使用しています。J.P. Morganからの書面による事前承認なしに本指数を複製・使用・頒布することは認められていません。Copyright 2018, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

ICE BofAML US High Yield Indexに関する知的財産権、その他一切の権利はBofAメリルリンチに帰属します。BofAメリルリンチはICE BofAML US High Yield Indexを参照して行われる当社の事業活動・サービスに関し一切の責任を負いません。

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