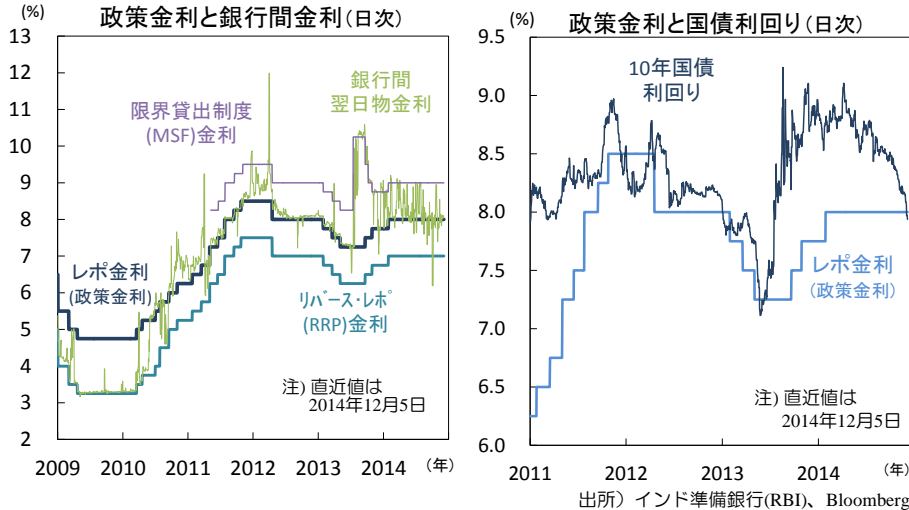


## インド：政策金利を据え置きつつ来年初の利下げの可能性を示唆した準備銀行

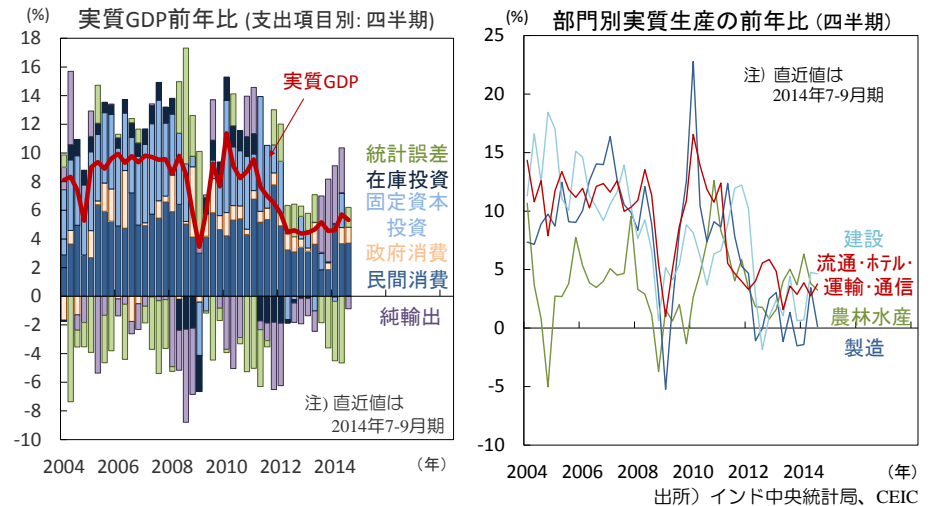
【図1】政策金利が据置かれるも、利下げ期待から国債利回りが低下



先週2日、インド準備銀行(RBI)は政策金利を8%で据置くとともに(図1左)、政策声明で来年初の利下げの可能性を示唆。利下げ前倒しが意識される中、市場では長短金利ともに低下。10年国債利回りは前日の8.06%から7.97%まで低下しました(図1右)。

利下げの可能性が示唆された背景には、予想外の速度で低下する物価と、景気拡大ペースの緩やかさがあったと考えられます。11月28日に公表された7-9月期の実質GDPは前年比+5.3%と市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+5.0%を上回りつつ、前期の+5.7%より減速しました(図2左)。市場参加者が+5.0%への減速を予想したのは、4-6月期に急伸した政府歳出の反動減や、作付け期の雨不足の影響を受ける雨季作物の収穫が始まることに伴う農業生産の落込みを予想したためです。しかし、政府消費や農業生産は当初見込まれたほどには落ちず、市場予想を上回る成長率となりました。民間消費は前年比+5.8%と前期の+5.6%より加速。経済回復に伴う所得環境の改善期待などが背景とみられます。また、政府消費は同+10.1%と前期の+8.8%より上昇しました。

【図2】サービス部門の生産が堅調な一方、製造業が減速(右)



新政権は財政赤字圧縮のために歳出の抑制に取り組んでいるものの、実質ベースの歳出は未だ高い伸びを続けている模様です。固定資本投資は同0.0%と前期の+7.0%より減速。前期の急伸からの反動です。低い輸出の伸びと設備稼働率、企業の高い負債比率などが投資の持続的な回復を妨げている模様です。外需では、総輸出が前年比▲1.6%と前期の+11.5%より反落し、総輸入は同+1.1%と前期の▲0.4%より反転。この結果、純輸出の寄与度は▲0.9%ポイントと前期の+3.1%ポイントより反落しました。

生産側では、サービス部門が堅調な一方、製造業が減速、農林漁業も緩やかに鈍化しました(図2右)。農林漁業は前年比+3.2%と前期の+3.8%より減速。作付け期(6-7月)の雨不足の影響を受けた雨季作物の収穫が始まり、穀物、豆類、脂肪種子などの生産が落ちた影響です。一方、生育サイクルの短い野菜の生産は8月以降の降雨量の回復に伴って伸び、畜産等も堅調に伸びて、雨季作物の減収の影響をカバー。総生産の落込みを和らげました。鉱業は、同+1.9%と前期の+2.1%よりやや鈍化しました。

## ● 今年度の経済成長率は+5.5%程度まで緩やかに回復か

7-9月期の製造業の生産は前年比+0.1%と前期の+3.5%より減速。輸出と設備投資の低迷などが背景です。公益(電力・ガス・水道)は、同+8.7%と前期の+10.2%より鈍化しつつ堅調でした。建設業は同+4.6%と前期の+4.8%よりやや鈍化。サービス部門は同+7.1%と前期の6.8%よりやや加速しました。政府消費の伸びを受けて公共サービス等が同+9.6%と前期の+9.1%から加速。金融・保険・不動産等も同+9.5%と前期の+10.4%より鈍化しつつ堅調でした。貸付の伸びが鈍化する一方で、政府による低所得家計への預金普及促進策(Jan Dhan Yojana)などが同部門の伸びを支えているとみられます。

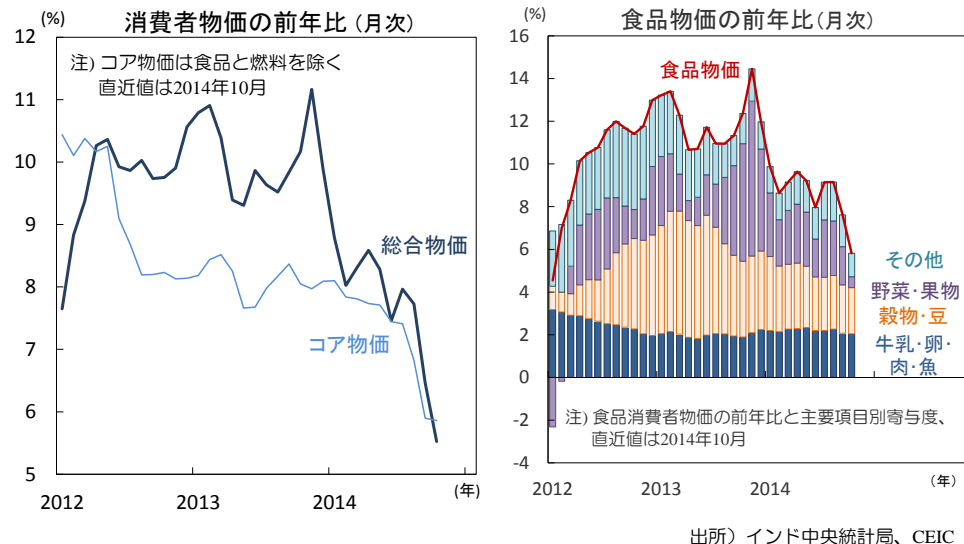
前期と今期に高い伸びを見せた政府消費も、政府が歳出抑制を図る中で今後は減速するでしょう。税収の伸びの鈍化などから財政赤字は足元で拡大しており、政府は年度内の裁量的歳出を一律10%削減する方針です。一方、民間消費は今後も堅調に拡大する見込みです。農業生産の堅調な伸びと国際的な一次産品価格の低迷で、家計の購買力は回復し、裁量的消費を押し上げると予想されます。10-12月期の成長率は前年比+5%台半ばまで回復し、今年度(～2015年3月)の成長率は+5.5%前後と前年度の4.7%を上回り、来年度の成長率は+6%台半ばと更に成長率が加速すると予想されます。

## ● 足元で予想以上のペースで低下する消費者物価

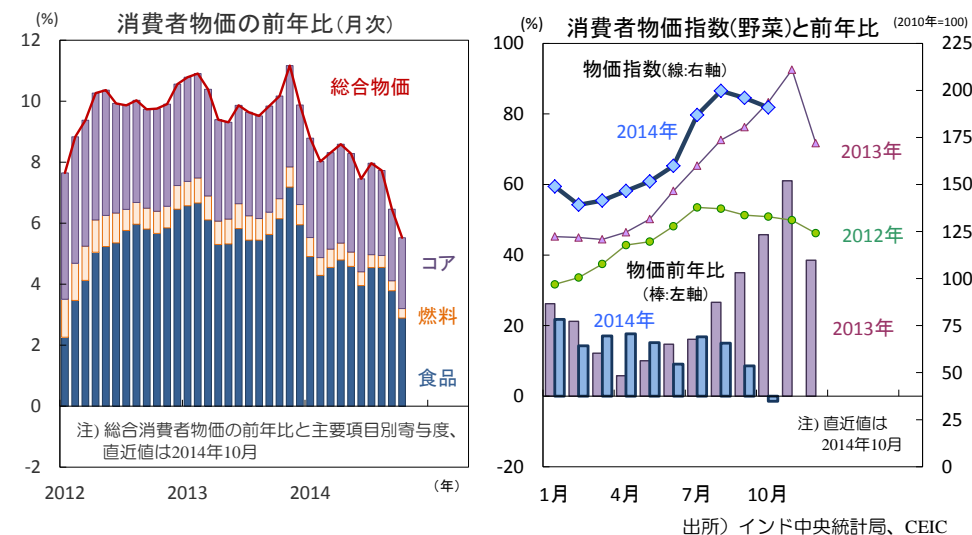
11月12日に公表された10月の総合消費者物価は前年比+5.5%と前月の+6.5%より大きく低下し(図3左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の5.7%を下回りました。

食品物価が同+5.8%と前月の+7.6%より鈍化し(図3右)、総合物価を押下げました(図4左)。野菜物価が同▲1.4%と前月の+8.6%より反落した影響などによります(図4右)。野菜物価は前月比(季節調整前)▲2.6%と前月の▲1.9%に続くマイナスの伸び。8月以降の降雨量の回復に伴う収穫量の増加が背景です。前年同月に天候不順から同物価が高騰したことからの反動(前年高ベース効果)も加わり、同物価の前年比は大きく押下げられています(図4右)。また、国際的な燃料価格の低下を受けて、燃料物価も前年比+3.3%と前月の+3.5%に続き低く、燃料コストの低下で運輸通信物価も同+2.7%と前月の+2.5%に続き低位で推移し、総合物価の伸びを抑えました。食品物価の前年比を押下げているベース効果は11月にかけて強まり、12月からはく落します(図4右)。しかし、足元の食品物価や燃料物価の落ち着きを見る限り、12月以降の前年比の反転は穏やかなものとなるでしょう。総合消費者物価の前年比は、11月に+4%台後半まで低下した後、12月から3月にかけて+6-7%へ反発する可能性が高いと予想されます。

【図3】野菜等の価格低下が食品物価の伸びを抑える(右)



【図4】野菜物価の前年比急落の背景にはベース効果も(右)



### ● インド準備銀行は、来年初の利下げの可能性を示唆

消費者物価が足元で鈍化する中、前述のとおり、RBIは、先週2日の金融政策見直しで政策金利を8%で据置くことを決定しました。Bloomberg集計ではエコノミスト48人中44人が据置きを予想しており、ほぼ市場予想通りの決定でした。

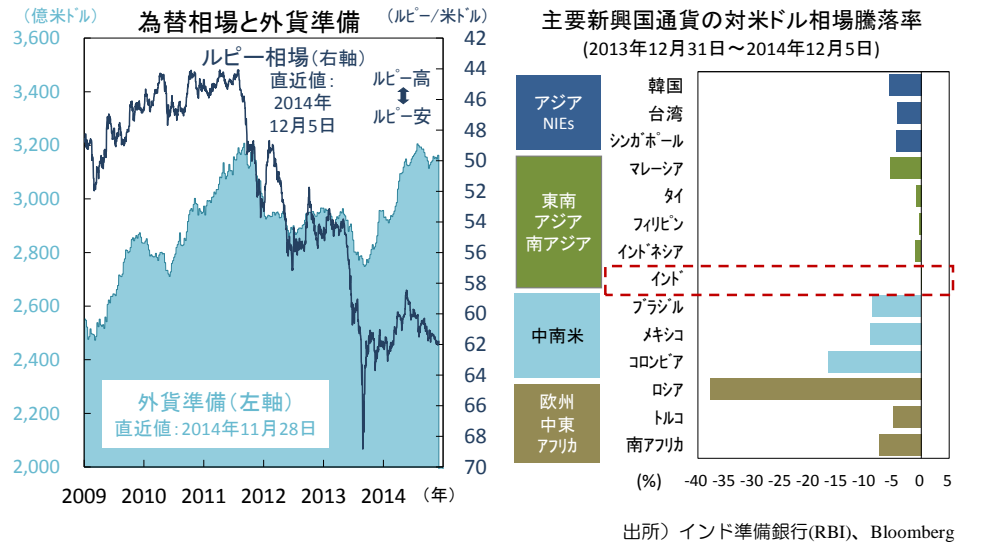
RBIの声明は、足元で消費者物価が急速に鈍化していると記述。一方、足元の物価の前年比はベース効果によって一時的に押下げられており、作付け期の雨不足による雨季作物の収穫減少を乾季作物の収穫でカバーしきれないため食品物価は今後はやや上昇するだろうとも指摘。物価の先行きに不確実性が残る現状で、金融政策スタンスを変更(利下げ)するのは時期尚早としました。しかし、もし、今後も物価とインフレ期待の低下が続き、かつ、財政健全化に向けた進展があった場合、政策スタンスが来年初に変更される(利下げが行われる)可能性が高く、タイミングは定例の政策見直し時期外となるかも知れないと述べました。10月の州議会選挙の勝利で求心力を高めた現政権は、2月公表の来年度予算案に詳細な財政再建策を盛り込むとみられます。RBIは来年の2月または4月に利下げを開始し、来年中に累計0.75%ポイント程度の利下げを行って、緩やかに回復しつつある景気の下支えを図ると予想されます。

### ● 米ドル高基調の下でも底堅さが目立つルピー相場

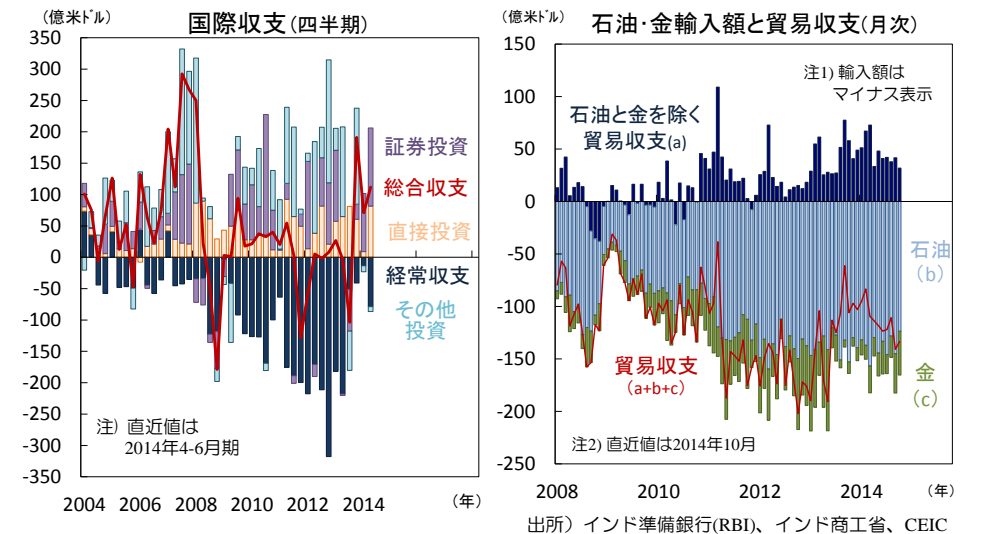
ルピーは今年初から先週5日までに対米ドルで0.02%上昇。9月初より米ドル独歩高が進み多くの新興国通貨が下落した中で、その底堅さが目立ちます(図5)。当局は財政金融の引締めや金輸入の抑制策などを通じて、昨年の通貨急落時に懸念された経常赤字を大きく縮小させることに成功(図6左)。足元では世界的な原油価格の低迷が続ぎ、石油の純輸入国である同国の交易条件は改善、物価の沈静化でインフレ・ヘッジ目的の金投資も減少する見込みです。今後も石油と金の輸入額は抑制され(図6右)、経常赤字の拡大を抑えると予想されます。また、昨年9月に就任したラジャン総裁が率いるRBIの物価抑制に向けた強い姿勢、今年5月に誕生したモディ政権が行う経済改革に伴う潜在成長力の改善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、国際収支は現在黒字基調です。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増加(図5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】9月以降の米ドル高基調の下でもルピー相場は底堅く推移



【図6】原油価格の低迷に伴って、貿易収支は今後改善か (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。