

【インド】ルピー相場の年初来の堅調さの背景と今後の相場動向を探る 1ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】 7ページ

【インド】ルピー相場の年初来の堅調さの背景と今後の相場動向を探る*

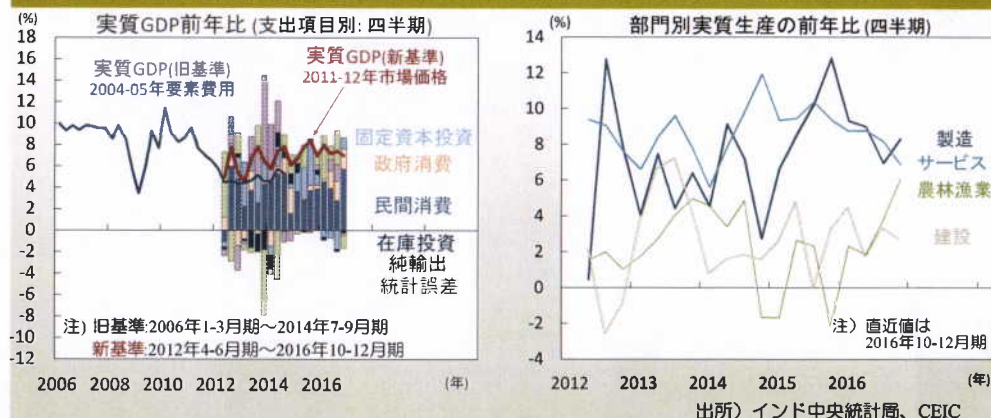
● 10-12月期のGDPは高額紙幣の廃貨にもかかわらず堅調

インド・ルピー相場が堅調です。同通貨は今年初より4月末にかけて対米ドルで+5.7%上昇と、主要アジア通貨では台湾や韓国に次ぐ上昇率を記録。底堅い景気拡大や落ち着いた物価、安定化する国際収支、健全な財政金融政策運営、求心力を高めるモディ政権による経済改革の期待などが背景とみられます。ルピー相場は今後も堅調に推移するのか。本稿ではルピー相場上昇の背景とその持続性について考察します。まず、足元の景気(1-3頁)と物価(3頁)を概観し、金融政策の方向性について分析(4-5頁)。次に、2-3月に行われた北部ウッタール・プラデシュ州の州議会選挙における与党インド人民党(BJP)連合の圧勝の背景と今後の政策運営への影響について分析した上で(5-6頁)、足元のルピー相場の状況と今後の動向について考察します(6頁)。

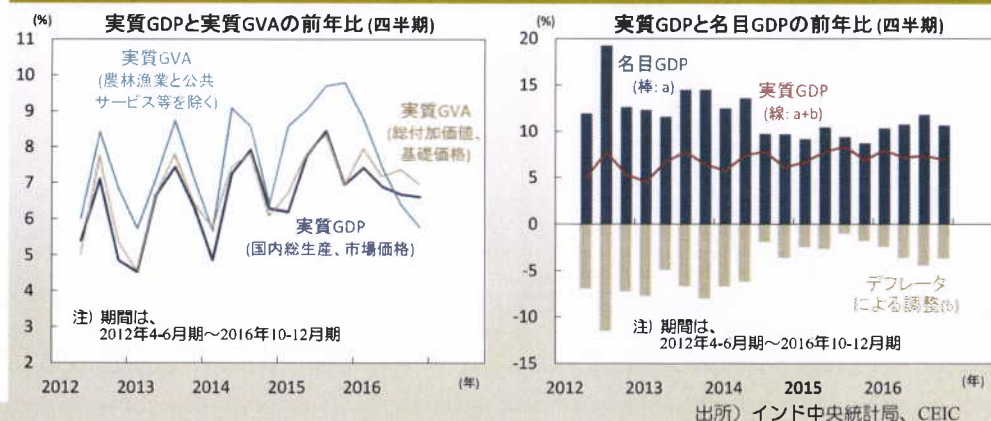
3月28日、インド政府は10-12月期の実質GDPが前年比+7.0%と前期の+7.4%より鈍化しつつ(図1左)、市場予想(Bloomberg集計中央値)の+6.1%を大きく上回ったことを公表しました。政府は昨年11月8日に高額紙幣の廃貨を決定しており、市場参加者は現金依存度の高い経済は大きく下押しされると予想。予想外に堅調な成長率は、従来よりくすぶっていたGDP統計の精度への疑念を再浮上させることになりました。

10-12月期のGDP成長率が予想外に堅調であったのは、(a)廃貨の影響を受けづらい部門の成長が好調であったこと、(b)廃貨となった紙幣の使用が一部の部門に限って容認され廃貨の影響が緩和されたこと、(c)GDP統計が廃貨の影響を強く受ける部門の生産活動を十分に捕捉できていなかったこと(上記の統計の精度にかかわる要因)などによるとみられます。生産側の実質GVA(総付加価値)では、農林漁業が前年比+6.0%と前期の+3.8%より加速し(図1右)、公共サービス等も同+11.9%と前期の+11.0%に続き堅調。降雨量の回復に伴う農業生産の伸びや政府の経常歳出の伸びに加え、両部門が廃貨の影響を受けづかったことも堅調な伸びの背景と考えられます。

【図1】製造業と農林漁業が加速し、建設業とサービス部門は鈍化(右)



【図2】高額紙幣廃貨の影響を受けやすい部門の生産は大きく鈍化(左)



● 精度の低いGDP統計は景気下押し効果を過小評価か

農林漁業と公共サービス等を除く実質GVAの前年比は+5.8%と、前期の+6.4%や前々期の+7.4%より大きく鈍化し、実質GVAの+6.6%、実質GDPの+7.0%を下回っており(図2左)、両部門の加速がなければ経済成長率の鈍化幅はより大きくなっていただとされます。また、廃貨が決まった後の混乱の広がりを受けて、政府は、農業、流通、公益などの部門に限って廃貨された紙幣を継続して使用することを容認しました。流通・宿泊・運輸・通信が同+7.2%と前期の+6.9%より加速し、公益も同+6.8%と前期の+3.8%を上回ったのは、こうした措置によって廃貨の影響が抑えられたためとみられます。

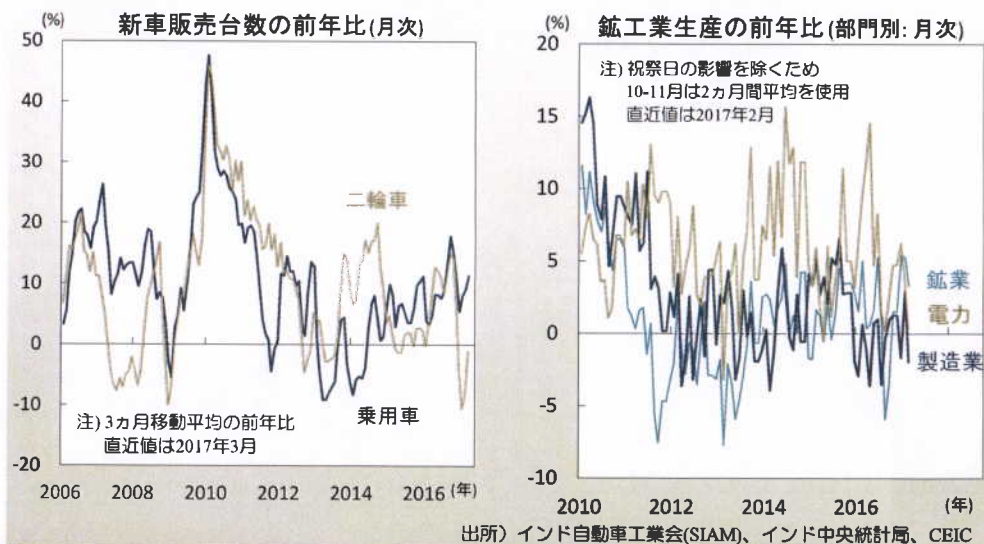
GDP統計の精度の低さは、非組織(インフォーマル)部門による生産活動の不十分な捕捉、需要項目の推計の精度の低さ等によります。製造業のGVAは同+8.3%と前期の+6.9%より加速。同部門の2割強が小規模な非組織部門と推計され、廃貨による下押しの大きい同部門の生産が計上されずGVAの伸びが押し上げられた模様です。需要側の民間消費は同+10.1%と前期の+5.1%より急加速。降雨量の回復による農業所得の改善、第7次給与委員会勧告による公務員給与の引上げなど同消費の支援要因はあるものの、廃貨による農村部家計の消費需要の押下げ等を十分に反映していないと思われる。

● 現金依存度の高い部門の生産の減速が顕著

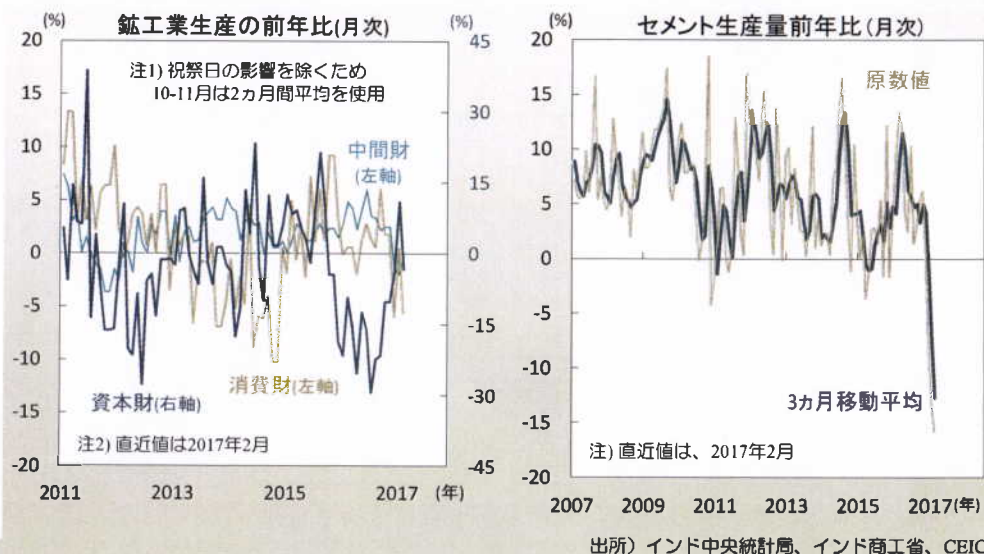
昨年10-12月期の二輪車の販売台数は前年比▲4.4%と7-9月期の+15.1%より反落(図3左)。農村部の耐久財消費は、現金不足に伴って急速に落込んだ模様です。生産側のGVAでは建設業が同+2.7%と前期の+3.4%より低下。同部門の現金依存度の高さゆえに下押しが生じた模様です。金融・不動産等も同+3.1%と前期の+7.6%より低下しました。需要側のGDP統計では、政府消費が+19.9%と前期の+15.2%より加速。中央政府が財政赤字の縮小に向けて歳出を抑制する一方、州政府は経常歳出の実行を加速させた模様です。固定資本投資は同+3.5%と前期の▲5.3%より反発し、4期ぶりにプラスの伸びとなりました。外需では、総輸出が同+3.4%、総輸入も同+4.5%と前期より反発し、純輸出の寄与度は▲0.3%ポイントと前期の+1.6%ポイントより反落しました(図1左)。

1月以降、景気は回復しているものの、その足取りは勢いを欠きます。2月の鉱工業生産は前年比▲1.2%と前月の+3.3%より反落。製造業が同▲2.0%と前月の+2.9%より反落し(図3右)、総生産を押し下げました。財別では、消費財が▲5.6%と前月の+0.5%より反落(図4左)。非耐久消費財が同▲8.6%と前月の▲3.0%より下げ幅を広げた影響です。高額紙幣の廃貨の影響を強く受ける農村部の家計消費需要の低迷が背景とみられます。

【図3】高額紙幣の廃貨直後に急減した二輪車販売台数は現在回復中(左)



【図4】2月に落込んだ消費財生産(左)、セメント生産もマイナスの伸びに(右)



● 一時50を割込んだ購買担当者指数 (PMI) は反発

なお、非耐久財の中でも特に砂糖の生産が急落。サトウキビ生産地の雨不足による生産量減少の影響も加わった模様です。2月の資本財生産は前年比▲3.4%と前月の+10.9%より反落。変動の激しい同生産の落込みも総生産を押下げました。セメント生産の落込みに加え(図4右)、プラスチック機械やアルミニウム電線の生産も鈍化しました。購買担当者指数(PMI)は、製造業もサービス業も廃貨措置後の11-12月にかけて50を割込み、生産活動の縮小を示唆(図5左)。その後、3月には製造業が52.5でサービス業が51.5と50を上回ったものの、廃貨直前の10月の54台を下回っています。廃貨による下押しの最悪期は過ぎたものの、現在、経済は未だ回復の途上にあるとみられます。現金不足の解消による経済活動の正常化は今年4-6月期からとなるでしょう。

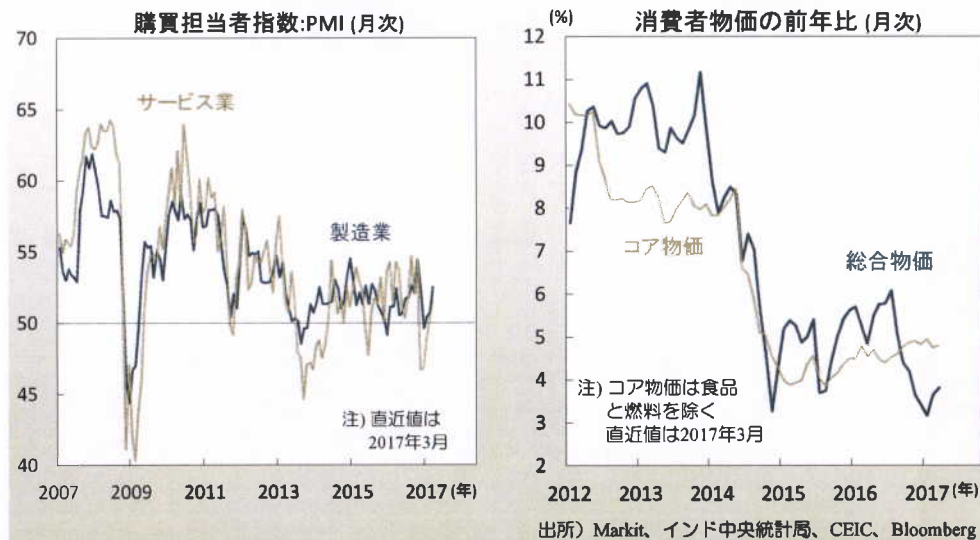
10-12月期のGDP統計は今後下方修正され、1-3月期の成長率も+7%を下回ると予想されます。昨年度(2016年4月～)前半に+7.2%成長した経済は下期に減速し、年度通年では+7%前後と前年の+7.6%より鈍化するでしょう。その後、現金不足の解消による経済活動の正常化や流動性の改善に伴う累積利下げの浸透(銀行貸付金利の低下)等によって景気は拡大し、今年度通年の成長率は+7%台半ばまで加速すると予想されます。

● 総合消費者物価は2ヵ月連続で上昇するも依然低位

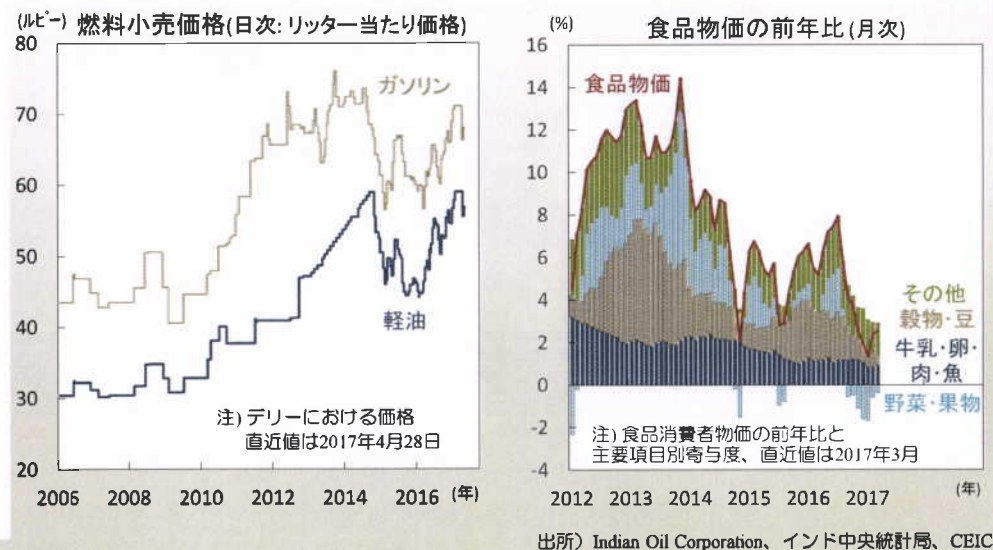
今年初にかけて低下した物価の伸び率は足元で上昇に転じたものの低位です。3月の総合消費者物価は前年比+3.8%と前月の+3.7%よりわずかに加速(図5右)。今年1月に同+3.2%と現統計の公表開始以来最低の水準に低下した後、2ヵ月連続で上昇しました。

燃料物価が同+5.6%と前月の+3.9%より上昇し、総合物価を押し上げました。足元の燃料小売価格の上昇(図6左)と前年同月の低物価の影響(前年低ベース効果)によります。一方、食品物価も同+2.5%と前月の+2.4%よりわずかに上昇しました(図6右)。穀物、卵、乳製品、果物等の上昇率が加速したものの、豆類が同▲12.4%と前月の▲9.1%より下げ幅が拡大。足元の小売価格の落ち着きと前年同月の高騰からの反動によります(図7左)。また、野菜も同▲7.2%と前月の▲8.3%より下げ幅を縮小しつつ7ヵ月連続のマイナスとなり、食品物価の上昇を抑えました。昨年の雨季以来の降雨量の回復に伴う収穫量の増加に加え、高額紙幣の廃貨に伴って輸送運賃の現金払いが難しくなり収穫地の近くで叩き売りされる野菜が増えた影響とみられます。食品と燃料を除くコア物価は同+4.8%と前月の+4.7%よりわずかに上昇(図5右)。緩やかな景気の拡大が続く中でも、未だに需要側からの物価押し上げ圧力の兆しは見えません。

【図5】一時大きく悪化したサービス業PMIは足元で回復(左)



【図6】野菜などによる下押しもあり、食品物価の上昇率は低位(右)



● 準備銀行は市場の予想外の金利コリドー幅縮小を実施

4月6日、インド準備銀行(RBI)は政策金利を6.25%で据置くとともに、金利コリドーの幅を縮小。リバース・レポ金利の引上げ(5.75%→6%)と限界貸出制度(MSF)金利の引下げ(6.75%→6.5%)によって、同コリドーを政策金利±0.25%に狭めました(図7右)。

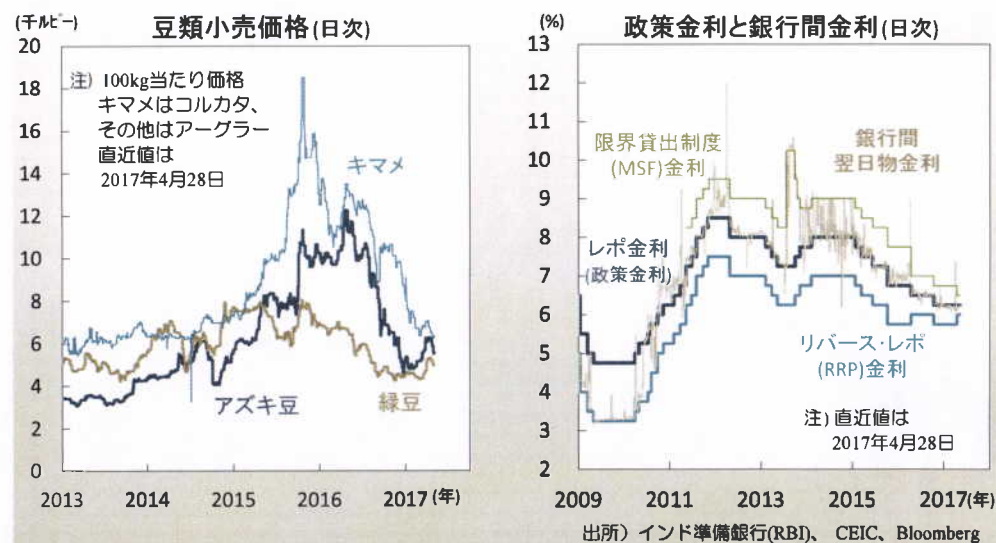
市場参加者は政策金利の据置きを予想していたものの、同コリドーの縮小は予想外でした。今回の縮小は、低下気味の銀行間翌日物金利を政策金利に近づけることを意図したものと考えられます。昨年11月の高額紙幣の廃貨に伴って銀行部門の預金が急増するとともに(図8左)、短期金利は低下しており、RBIはこうした状況が緩和的と解釈されることを懸念したと思われる。RBIは変動金利のターム物リバース・レポ入札で流動性を吸収。今後も、流動性の水準を中立に戻すために、必要に応じて公開市場操作(OMO)による資金吸収や現金預金準備率(CRR)の引上げを行う見込みです。なお、RBIは国債などの担保が不要な常設預金制度(SDF)の新設も検討しているものの、RBI法の改正に時間がかかるため今回の導入はできないと判断した模様です。銀行預金としてひとまず吸収された廃貨紙幣は今後も新札の供給とともに引出される見込みです。現金流通量が回復するとともに、銀行間の流動性は徐々に縮小すると予想されます。

● 準備銀行は今後の消費者物価上昇への警戒感を表明

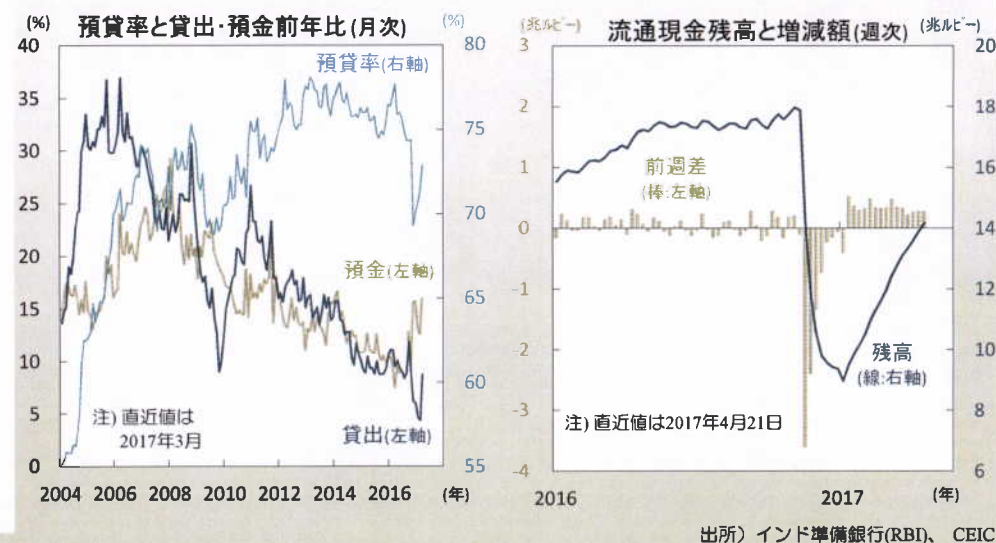
RBIの声明は、足元で低水準の総合消費者物価の前年比(図5右)は今後上昇し、今年4-9月期に平均+4.5%、10-3月期に同+5%になると予想。物価の上振れリスクとして、(a)雨季の雨不足による食品物価の上昇、(b)公務員の住宅手当の引上げ(第7次給与委員会勧告による。物価押し上げ幅予想は+1.0-1.5%pt)、(c)財サービス税(GST)導入による一時的な物価上昇、(d)一般政府の財政赤字の拡大などを列挙しました。(a)に関しては、4月18日にインド気象局(IMD)が平年並みの雨季の降雨量を予想する一方、豪州気象庁がエルニーニョ現象(雨不足の原因)の発生確率は50%と公表。不透明感が残ります。(d)に関して、RBIは農民債務免除の動きに懸念を表明。北部ウツタル・プラデシュ州の議会選挙で勝利した与党BJPの政権が同州で行う措置を念頭に置いた模様です。

声明は物価の上振れ/下振れリスクは均衡しているとしつつ、上振れリスクを強調。内需の改善とともに企業の価格設定力が回復し投入価格の上昇が転化されやすいこと、産出ギャップが徐々に縮小し需要側からの圧力が生じやすいことを指摘しました。高額紙幣の廃貨によって急減した流通現金の残高は徐々に回復(図8右)、一時大きく悪化した企業の景況感(図5左)や耐久財消費の伸びも底を打ち上昇し始めています。

【図7】2015-16年に急騰した豆類の物価は足元で沈静化(左)



【図8】高額紙幣の廃貨で急増した預金(左)、減少した流通現金残高(右)



● 準備銀行は今年末まで金利を据置きその後利上げ開始か

RBIの声明は、今後も中立的な姿勢を保つとし、将来の政策は今後のデータ次第と記述。今後の物価上昇が見込まれる中、+4%の物価目標を掲げる同行は今年末まで政策金利を据置き、その後の利上げの開始時期を慎重に探る可能性が高いと考えられます。RBIは、今年2月に市場の予想外の金利据置きを決めた上、政策の方向性を「緩和的」から「中立」に変更し利下げ打ち止めを示唆。高額紙幣の廃貨に伴って景気が押下げられる中でも金融緩和を行わず、中期的な物価抑制を重視する姿勢を印象付けました。4月の金利コリドー縮小も、こうした姿勢の強さを改めて示したのと考えられます。

破産法の改正や財サービス税(GST)の導入などの経済構造の改善に取り組んできたモディ政権は足元で求心力を高めており、今後も経済改革の進展が期待されます。2-3月に実施された北部ウッタール・プラデシュ(UP)州議会選挙ではインド人民党(BJP)の連合が州政権党の社会主義党(SP)の連合を破り、総議席の8割超を獲得する圧勝を果たしました(図9左)。市場参加者は、国政選挙であるかのようにモディ首相自身が前面に出て戦った今回のUP州議会選挙を政権への信任投票として注目しており、今回の BJP の圧勝によって同首相の求心力が強まり経済改革が進展するという期待が高まりました。

● 州議会選挙で圧勝し求心力を高めたモディ政権

2014年の下院総選挙で圧勝した BJP も、上院では少数派です。上院の野党はしばしば審議妨害を行い、土地収用法の改正や財サービス税(GST)導入に向けた改憲法案など重要な経済改革法案の成立を阻止。安定的な政策運営のためには上院の議席の積増しが欠かせません。上院議員は州議会議員による間接選挙で2年ごとに3分の1ずつ改選。上院議席の拡大のためには、規模の大きい州議会選挙で勝利を重ねる必要があります。BJPは北部のヒンディー語圏に強みを有するものの、人口規模の大きいUP州やビハール(BH)州の政権はこれまで有力な地方政党によって担われてきました。

2014年の下院総選挙では、モディ旋風に乗る BJP が UP 州や BH 州の選挙区で地方政党を破り圧勝しました。しかし、2015年の BH 州議会選挙では、BJP の躍進を警戒する地方政党らが大連立を組み BJP は惨敗。直後に上院の野党が勢いづく経済改革法案の審議を妨害しました。UP 州は人口2億人超を擁する国内最大州。2019年の下院総選挙での再選を狙う BJP にとって負けられない選挙でした。また、高額紙幣の廃貨措置に対する有権者の評価を図る上でも今回の選挙は注目されました。富裕層などによる不正蓄財を問題視する市民は、闇資金の追放を目指す廃貨措置を歓迎した模様です。

【図9】北部ウッタール・プラデシュ州の議会選挙では与党BJPの連合が圧勝(左)

主要州議会選挙結果

政党	下院総選挙		州議会選挙	
	前回(2014年)	前回(2012年)	今回(2017年)	
ウッタール・プラデシュ(UP)州				
インド人民党(BJP)連合	71 (88.8)	47 (11.7)	325 (80.6)	
SP+INC連合	7 (8.8)	252 (62.5)	54 (13.4)	
大衆社会党(BSP)	0 (0.0)	80 (19.9)	19 (4.7)	
その他	2 (2.5)	24 (6.0)	5 (1.2)	
総議席	80 (100.0)	403 (100.0)	403 (100.0)	
パンジャブ(PJ)州				
SAD+BJP連合	6 (46.2)	68 (58.1)	18 (15.4)	
インド国民会議派(INC)	3 (23.1)	46 (39.3)	77 (65.8)	
庶民党(AAP)	4 (30.8)	0 (0.0)	20 (17.1)	
その他	0 (0.0)	3 (2.6)	2 (1.7)	
総議席	13 (100.0)	117 (100.0)	117 (100.0)	

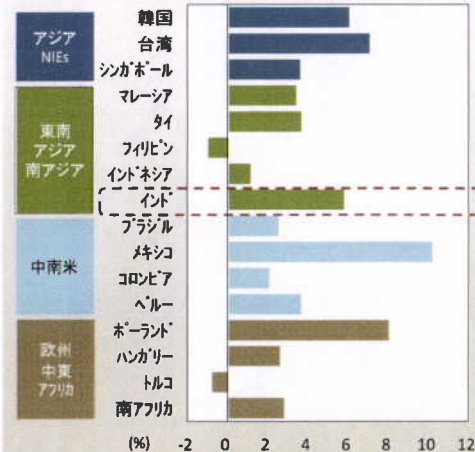
注) ()内は議席率の%表示。
 SP: 社会主義党、INC: インド国民会議派、
 BJP: インド人民党、SAD: シロマニ・アカリ・ダル



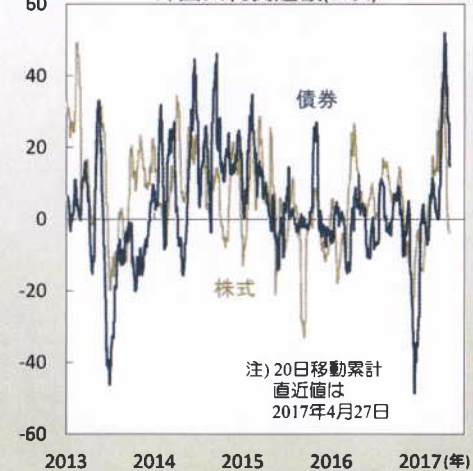
出所) インド選挙管理委員会、各種報道、インド準備銀行(RBI)、Bloomberg

【図10】堅調なルピー相場(左)、州議会選挙の直後より資本流入が加速(右)

主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率 (2016年12月30日～2017年4月28日)



外国人純買越額(日次)



出所) インド証券取引委員会(SEBI)、Bloomberg