

【インド】出張報告：年初来のルピー相場の堅調さは今後も持続するのか…………… 1ページ

【エマージング・マーケット・ウォッチ】…………… 10ページ

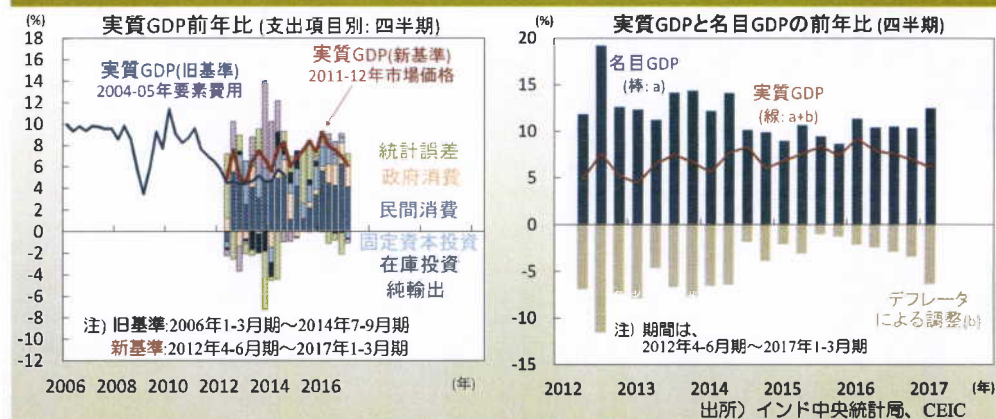
【インド】出張報告：年初来のルピー相場の堅調さは今後も持続するのか*

● 1-3月期の景気の急減速は統計の歪みによる誇張も

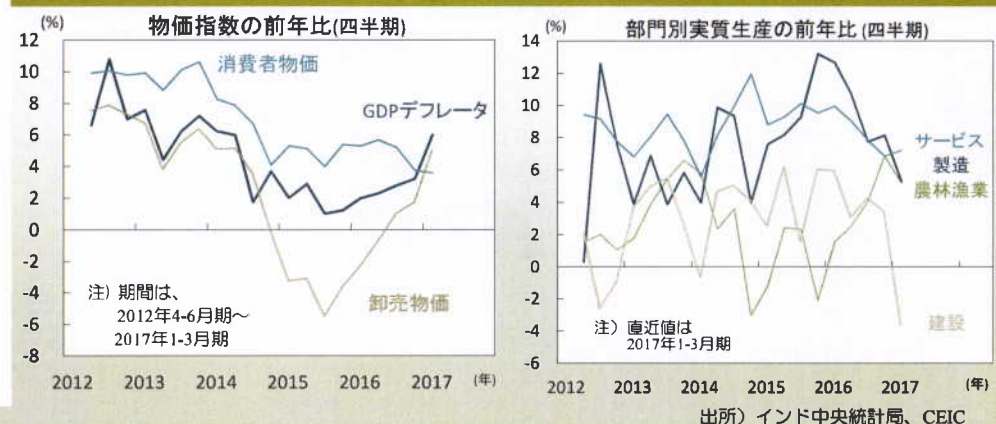
ルピー相場が堅調です。年初から8月9日までの同通貨の対米ドル相場上昇率は+6.4%に上りました。今年2-3月の主要州議会選挙での与党の圧勝後に上昇した同通貨は、今年8月初にかけても再び上昇。追加利下げに伴う景気支援の期待などが背景とみられます。ルピー相場の堅調さは今後も持続するのか。本稿では、7月上旬にインド(ムンバイ)とシンガポールで行った聞き取り調査に基づき現地と海外の市場参加者の見方を紹介するとともに、今後の為替相場の動向について考察します。まず、足元の景気動向(1-4頁)を概観した上で、州議会選挙後の政治動向(4-5頁)と今後の経済改革の見通し(6頁)について記述。次に、足元の物価動向(7頁)と金融政策の動向(7-8頁)について分析した上で、今後の為替相場動向について考察します(8-9頁)。

今年1-3月の経済成長率は、昨年11月の高額紙幣の廃貨措置などによって大きく押下げられたものの、落込み幅は統計の歪みによって誇張されている模様です。5月31日に公表された同期のGDPは前年比+6.1%と前期の+7.0%から減速し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.1%を大きく下回りました。昨年11月の高額紙幣廃貨に伴って10-12月期に鈍化した景気は、1-3月期に緩やかに回復すると市場は予想。購買担当者指数(PMI)や二輪車の販売台数の伸び(農村部の耐久財需要の指標)は11-12月にかけて悪化した後に1月より緩やかに回復、1-3月期の景気回復の期待を高めていました。前記のとおりこの鈍化は統計の歪みにもよるとみられます。同期の名目GDPの前年比は+12.5%と前期の+10.4%より加速。実質GDPが押下げられたのはデフレーターが同+6.0%と前期の+3.2%より急伸したためです。デフレーターは消費者物価(CPI)と卸売物価(WPI)を加加重平均して計算されており、その動きを見る限り後者の比重が高い模様です(図2右)。しかし、WPIはサービス物価を含んでおらず、サービス部門が49%を占めるGDPを実質化する指数として適切かについては疑問が残ります。

【図1】1-3月期のGDP成長率は+6.1%と前期の+7.0%から急減速(左)



【図2】1-3月期に上昇したデフレーター(左)、急減速する建設業生産(右)



● 生産・物価統計の改定も1-3月期のGDPを押下げ

1-3月期の成長率は、GDP統計の遡及改定によっても押下げられているとみられます。政府は、WPIと鉱工業生産(IP)統計の基準年を2004-05年から現在のGDP統計と同様の2011-12年に変更し、新しい両統計を用いてGDP統計の遡及改定を行いました。新系列と旧系列の統計の伸び率の差は2016年1-9月期にかけて拡大しており、IP統計(生産)の伸びは旧系列より高く、WPI統計(デフレータ)の伸びは旧系列より低くなりました(図3)。この結果、昨年1-3月期の実質GDPは上方修正され、その前年比は遡及改定前の+7.9%から+9.2%に上昇。前年同期の実質GDPの水準が上方修正された反動(前年高ベース効果)によって、今年1-3月期のGDPの前年比が押下げられました。

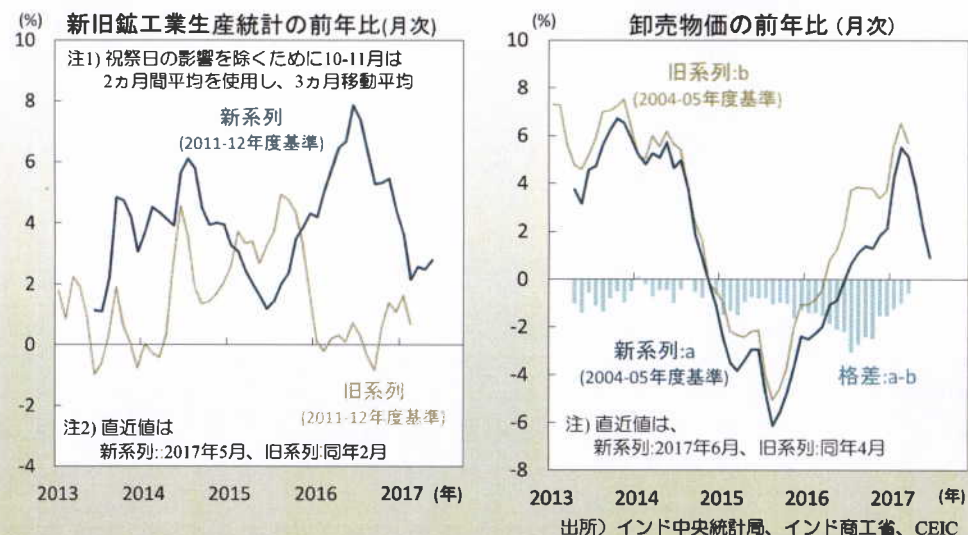
今年1-3月期のGDPの需要側を見ると、輸出入と政府消費の伸びが加速した一方で固定資本投資が反落し、民間消費が鈍化しました(図1左)。民間消費は同+7.3%と前期の+11.1%より鈍化し、高額紙幣の廃貨前の7-9月期の+7.9%を下回りました。二輪・四輪者など耐久財消費の販売の伸びを見る限り、前期の実質民間消費は過大評価されていると思われます。政府消費は同+31.9%と前期の+21.0%より加速。第7次給与委員会の勧告に基づいて連邦政府の公務員給与が大幅に引上げられたことによるとみられます。

● 加速する農林漁業と落ち込む建設業の生産

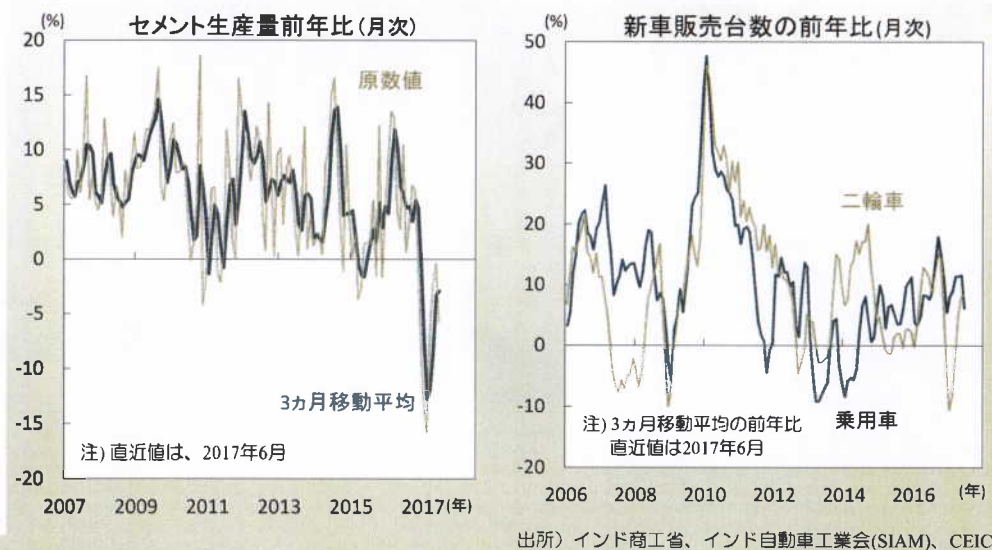
1-3月期の実質固定資本投資は前年比▲2.1%と前期の+1.7%より反落。遡及改定後の統計では約3年ぶりにマイナスの伸びとなりました。高水準の不良債権と過剰設備や低い貸付の伸びが、引き続き民間設備投資の回復を妨げているとみられます。外需では、世界景気の回復を受けて総輸出が同+10.3%と前期の+4.0%より加速した一方で、総輸入も同+11.9%と前期の+2.1%より伸び率が上昇。この結果、純輸出の寄与度は▲0.3%ポイントと前期の+0.4%ポイントより反落しました(図1左)。

生産側の実質総付加価値(GVA)では、鉱業とサービス部門以外の全てが鈍化しました。農林漁業は同+5.2%と前期の+6.9%より鈍化しつつ、底堅い伸び(図2右)。昨年雨季以降の降雨量の回復による収穫量の増加が背景とみられます。鉱業は同+6.4%と軟調だった前期の+1.9%より加速しました。製造業は同+5.3%と前期の+8.2%より鈍化。前期の統計が、現金不足による中小企業の生産の落ち込みを十分に反映できていなかった影響もあるとみられます。建設業は同▲3.7%と前期の+3.4%より反落。建設部門の動向を反映するセメント生産量の伸びは同▲11.9%と前期の▲0.8%より下げ幅が拡大しており(図4左)、現金依存度の高い同部門の活動は大きく下押しされた模様です。

【図3】基準年の変更と改定等によって、生産・物価統計が大きく変化



【図4】建設業の不振で落ち込むセメント生産(左)、急落した二輪車販売(右)



● 7月の新税 (GST) 導入は一時的に景気を下押し

サービス部門は同+7.2%と前期の+6.9%より加速。現金依存度の高い運輸や不動産の落ち目の影響を政府支出の加速がカバーしました。流通・宿泊・運輸・通信が同+6.5%(前期:+8.3%)で、金融・不動産等も同+2.2%(同:+3.3%)と鈍化。一方、政府の経常歳出の伸びを受けて公共サービス等が同+17.0%と前期の+10.3%より急伸びしました。昨年度(～2017年3月)の下期の実質GDPは前年比+6.5%と上期の+7.7%より大きく鈍化。10-12月期のGDPが押し上げられ1-3月期が押し下げられるという統計上の歪みはあったものの、高額紙幣の廃貨に伴って昨年度下期の景気が大きく下押しされたことに疑いはありません。

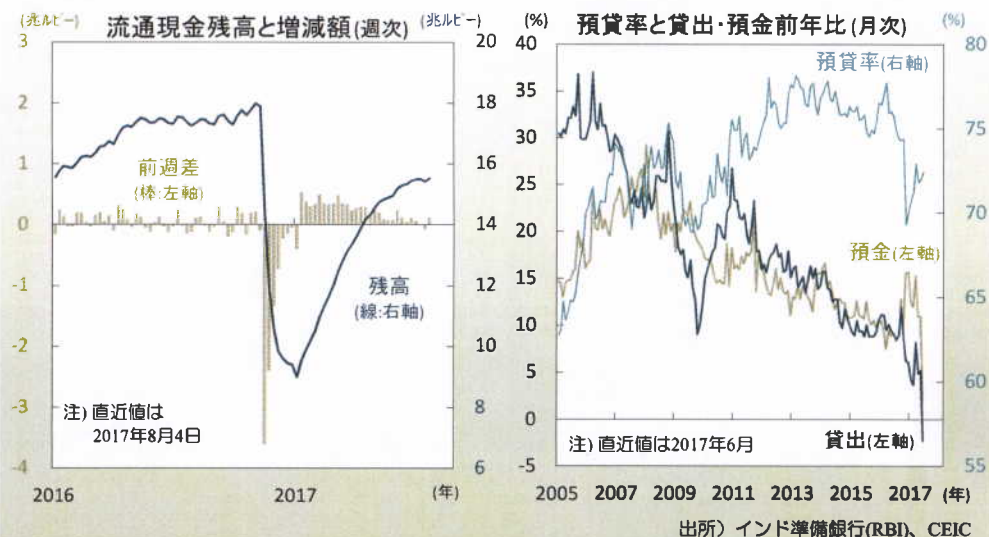
4月以降は新紙幣の流通に伴って現金不足が解消し(図5)、経済活動は正常化しつつあります。しかし、7月初の物品サービス税(GST、全国統一の一般消費税)の導入に伴う混乱等もあり、景気回復の足取りには不安も残ります。5月の鉱工業生産は前年比+1.7%と前月の+2.8%より鈍化(図6左)。部門別では製造業が同+1.2%と前月の+2.3%より鈍化し(図6右)、財別では資本財が同▲3.9%、耐久消費財が▲4.5%となり総生産を押し下げました。前年同月の伸びからの反動(ベース効果)に加え、GST導入に伴う不透明感を嫌気して企業が在庫圧縮のための生産抑制を行った影響もあるとみられます。

● 7月の製造業購買担当者指数 (PMI) は50台割れ

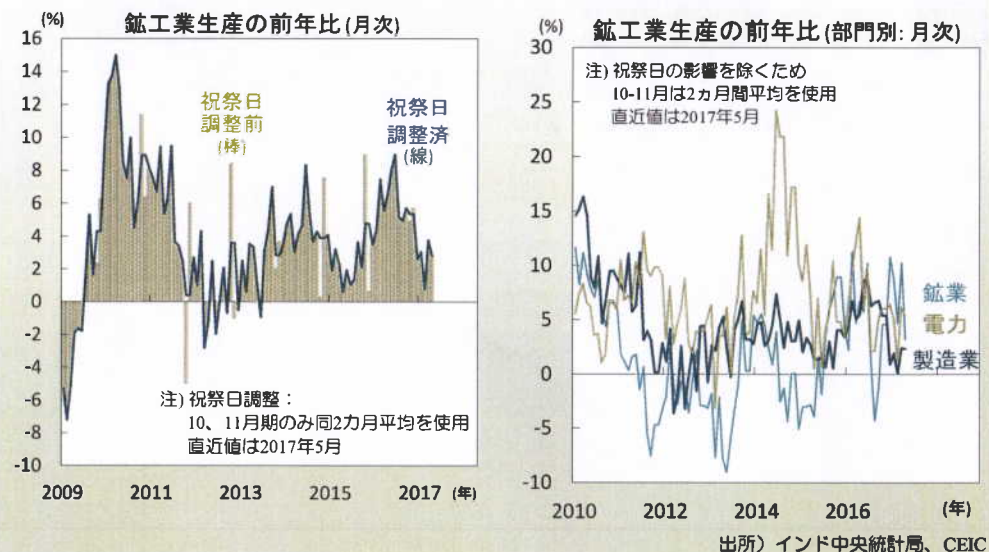
7月の製造業購買担当者指数(PMI)は、47.9と前月の50.9より低下(図7左)。企業活動の縮小を示す50台割れは高額紙幣の廃貨直後の2016年12月以来です。生産(6月:51.7→7月:46.3)や新規受注(51.3→46.2)が大きく低下し、総合指数を押し下げました。

製造業部門の活動は、GST導入に伴う混乱などから下押しされました。新規受注が低下する一方で新規輸出受注は鈍化しつつ50を上回っており(図7右、52.8→51.0)、国内受注が大きく悪化した模様です。複数税率の新税の導入に伴って最終財の価格がいくらかになるのか部品供給者と最終財生産者で解釈が異なるといった問題が生じ、発注や生産が低迷した模様です。売上の低迷に伴って完成品在庫は増加(47.0→50.2)し、新受注/在庫比率は約4年ぶりに1倍を下回りました(図8左)。購買数量(50.8→47.7)や雇用(50.2→49.5)も悪化。需要低迷に直面した企業の一部は雇用の調整も行った模様です。投入価格が上昇する一方で(52.6→52.7)、産出価格は低下(51.3→49.7)。新税導入に伴う投入価格の上昇の影響を転嫁できず、企業の収益率は下押しされたとみられます。一方、足元の生産の急落にもかかわらず、将来の生産見通しは改善(図8右、59.0→62.1)。企業は、GSTの導入による混乱は一時的なものであると考えている模様です。

【図5】流通現金残高は高額紙幣廃貨で急減した後、新紙幣流通で回復(左)



【図6】製造業の生産が減速し、鉱工業生産の伸びを下押し



● 年末にかけて景気は加速し通年で+7%台前半の成長率が

GSTの導入は、非効率で歪みの大きい従来の税制を正すためのものです。従来は、財とサービスの生産や消費に対して中央政府と州政府が複数の間接税を適用。複数の税と数多くの税率の存在や不十分な仕入税控除(州をまたぐ取引にかかるもの)などから、間接税の累積課税によって価格が歪み、州をまたぐ取引が阻害されてきました。GSTの税率に関しては、歳入の減少などを懸念する州政府と政治的な妥協を重ねた結果、全国統一の税率ではなく複数の基本税率と追加税率が適用されるなど制度が複雑化。単一税率による制度に比べて経済活動の効率化の度合いは低下するものの、従来の税制による歪みを除くことによる中期的な成長率の押上げが見込まれます。

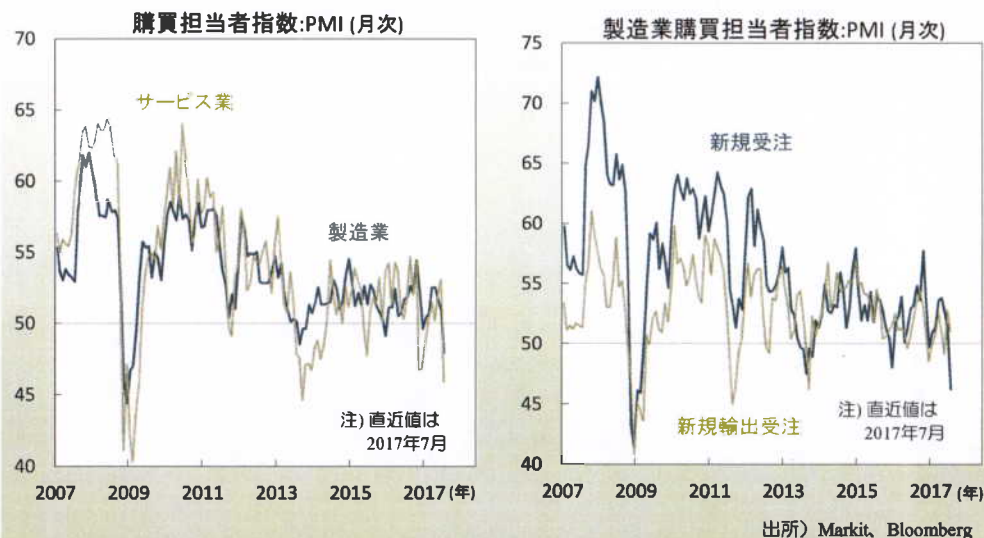
高額紙幣の廃貨に伴う混乱によって1-3月期にかけて減速した景気は、現金流通量の回復とともに4-6月期から加速するものの、景気回復の速度は7月初のGST導入を巡る混乱から一時的に抑制されるでしょう。今年10-12月期以降は、上記の混乱の影響も一巡し、天候条件の改善に伴う農業生産の伸びと農業所得の改善、公務員給与引上げに伴う民間消費の押上げなどが、景気拡大の速度を加速させるとみられます。今年度通年のGDP成長率は+7%台前半と前年度の+7.1%より緩やかに加速すると予想されます。

● UP州議会選挙圧勝で2019年のBJP政権再選確度が上昇

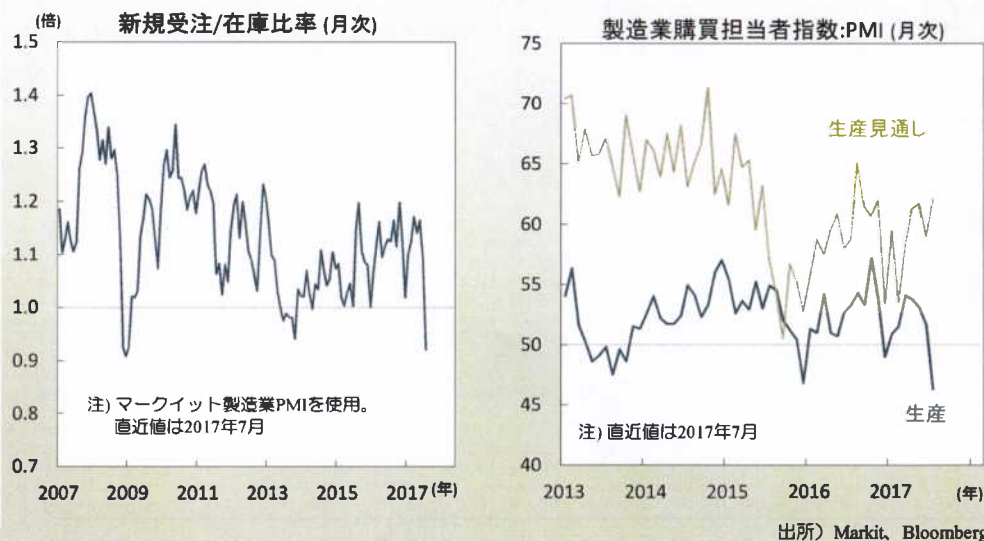
足元の政治状況は改善しており、経済構造の改善に向けた取組みが進みやすい環境とみられます。ムンバイで面談した複数の市場参加者からは、今年2-3月のウッタル・プラデシュ(UP)州議会選挙における与党インド人民党(BJP)の圧勝に伴って、2019年の下院総選挙におけるBJP政権の再選の可能性が高まったとの指摘が聞かれました。

UP州議会選挙はモディ首相が前面に出て戦っており、同州でのBJPの圧勝は首相の求心力を高めました。前州政権党(社会主義党:SP)の内紛という敵失と、BJPの支持母体であるヒンドゥー・ナショナリストの民族奉仕団(RSS)による草の根レベルの選挙運動もBJPの勝利に貢献した模様です。UP州の首相にはヒンドゥー・ナショナリスト強硬派のヨギ・アディティヤナート下院議員が就任。RSSが選挙協力の対価として同氏の就任を求めたとの指摘も聞かれました。仮に首相候補名が事前に公表されていれば、強硬な同氏への警戒感からBJPの得票率も下押しされたとみられ、首相候補を公表せずにモディ首相が前面に出る戦略が奏功した模様です。強力な集票力を持つRSSはBJPにとって欠かせない存在。しかし経済政策に関するBJPとRSSの考えが常に一致するわけではなく、RSSとの関係は歴代のBJP指導部にとって悩みの種でもありました。

【図7】PMIは、高額紙幣廃貨と新税導入の直後に50台割れ(左)



【図8】低下する新規受注/在庫比率(左)、製造業の生産見通しは堅調(右)



● RSSとの距離を適度に保ち経済運営に専念するモディ首相

自らもRSS出身であるモディ首相は、こうした問題にも比較的うまく対処している模様です。政府は、RSSが反対してきたGSTの導入に成功。宗教・社会問題はRSS、経済運営はBJPが担当するという住み分けが成立しているとの声も聞かれました。

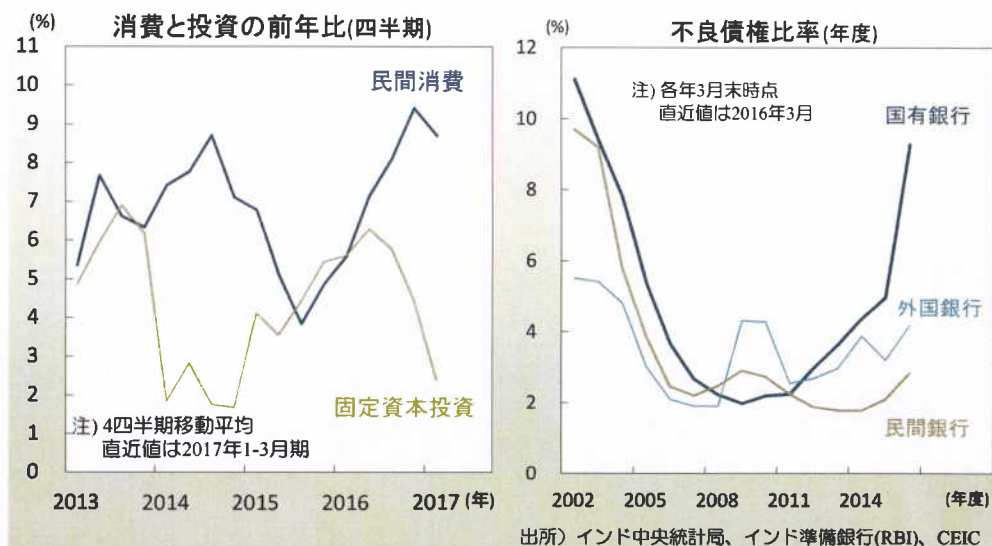
BJPが政権を担う州ではヒンドゥー教を重視したかのような教科書の改訂が行われ、多元主義を重視する知識人等はこれを批判。一連の改訂はRSSの主導によるものとみられます。こうした住み分けが成立する限り、RSSが反対する民営化や直接投資自由化も今後ある程度進むであろうとの意見も聞かれました。一方、BJPによる州議会選挙での勝利に伴ってRSSと関係の深い過激派組織が勢いづいているのも事実です。ヒンドゥー教で神聖視される牛の権利を守る自警団の活動は活発化しており、牧畜業者への脅迫、暴行、殺害などが増加しています。彼らの攻撃の対象は、牛の死体の解体を行うヒンドゥー教徒の最下層カーストにまで及んでおり、事態の進展次第では政治問題化するリスクも無視できない模様です。なお、RSSが最下層カーストを嫌う一方、BJPは同階層出身の大統領候補を擁立し選挙に勝利。人口の多い同階層の支持獲得を狙った動きとの見方が強く、ここでもBJPの独自色が発揮された模様です。

● 地方政党との連立でビハール州政権に復帰したBJP

モディ首相も下位カースト出身であり、BJPはヒンドゥー教上位カーストの政党であるという従来の印象は薄れつつあります。同首相は演説で経済発展の重要性を訴え、都市部の有権者の支持を拡大。民族主義的なBJPを支持しないがモディ首相は支持する有権者も少なくない模様であり、UP州議会選挙での圧勝につながったとみられます。

7月27日には、ビハール州の有力地方政党であるジャナタ・ダル統一派(JDU)がBJPとの連立を公表。BJPの求心力の向上が期待されます。JDUはかつてBJPと連立し2期連続でビハール州の政権を担ったものの、2014年の下院総選挙を控えたBJPがイスラム教徒に不人気なモディ氏を事実上の首相候補としたことに反発し、連立を解消。2014年の下院総選挙ではモディ旋風に乗るBJPに惨敗を喫したものの、2015年の州議会選挙ではBJP以外の政党と「大連立」を組んだ上でBJPを破り圧勝しました。しかし、州政権は連立相手である民族ジャナタ・ダル(RJD)の幹部の汚職疑惑などから内紛が絶えませんでした。JDUのニティシュ・クマール氏は7月26日に州首相を辞任すると翌27日にBJPの率いる国民民主同盟(NDA)への参加を公表し、州首相に復帰。2015年の州議会選挙で惨敗したBJPは、再び同州の政権に参加することとなりました。

【図9】 堅調な消費と低迷する投資(左)、国有銀行で不良債権が増加(右)



【図10】 食品物価の伸びがマイナスに転じ、総合物価の伸びを押下げ

