

【インド】グジャラート州議会選挙後の経済運営と為替相場動向を考える	1ページ
【メキシコ】高インフレは低下の見込み、NAFTA再交渉に加え、大統領選にも注目	7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】グジャラート州議会選挙後の経済運営と為替相場動向を考える*

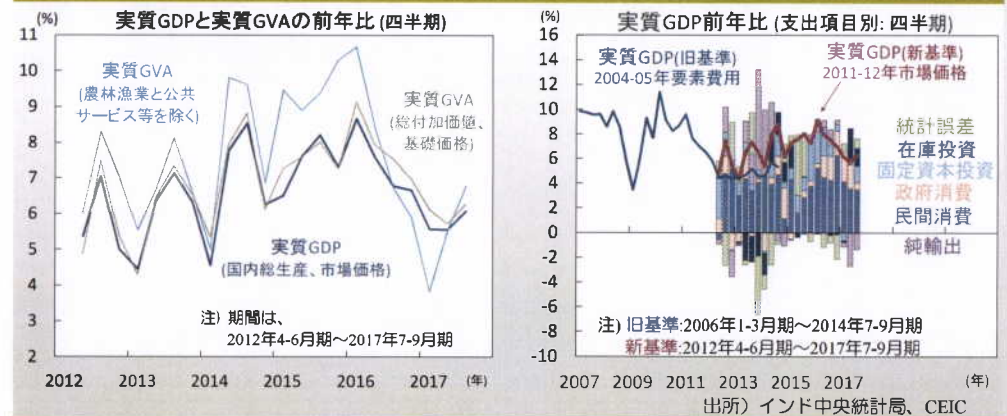
● 7-9月期の経済成長率は6期ぶりに加速

インド・ルピー相場の上昇率が鈍化しています。2017年上半に対米ドルで+5.2%上昇した同通貨は、年後半には+0.7%上昇(12月27日時点)。9月初より米ドル安基調が反転したに加え、経済指標が緩やかに悪化したことも背景です。また、12月の西部グジャラート州議会選挙では与党が政権を死守するも議席は減少。2-3月の北部ウッタル・プラデシュ州議会選挙で与党が圧勝した直後の「これで2019年の総選挙で与党が再選を果たし経済改革が継続することは確実」といった楽観論は揺らぎつつあります。ルピー相場は今後も底堅く推移するのか。本稿では、足元の政治経済状況や金融政策動向について分析した上で、今後のルピー相場動向について考察します。

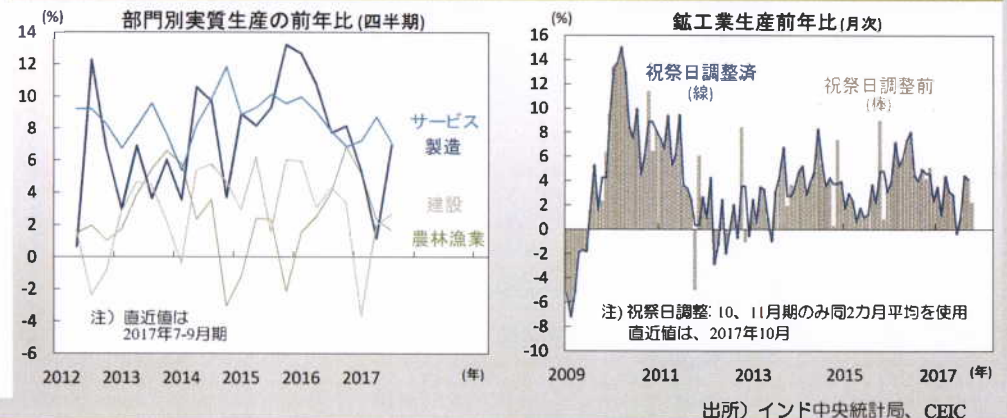
7-9月期の実質GDPは前年比+6.3%と前期の+5.7%より加速(図1)。成長率の加速は6期ぶりです。2016年11月の高額紙幣の廃貨と2017年7月の物品サービス税(GST)の導入を巡る混乱に下押しされた景気は回復を始めたものの、その速度は予想されたより遅いようです。生産側から算出された実質総付加価値(GVA)も同+6.1%と前期の+5.6%より加速。農業と公共サービスを除く実質GVAは同+6.8%と前期の+5.5%より急反発しており、高額紙幣廃貨に下押しされた部門の回復が目立ちます(図1左)。

需要側では、政府消費が減速し民間消費も鈍化した一方、民間部門を中心に固定資本投資が加速しました。民間消費は前年比+6.5%と前期の+6.7%より鈍化。農村家計を中心に非耐久財の消費が伸びたものの、都市部家計による耐久財消費が低迷しました。政府消費は同+4.1%と前期の+17.2%より減速。歳入低迷によって財政収支は悪化しており、財政赤字抑制目標の達成に向けて政府は経常歳出の実行を抑えました。固定資本投資は同+4.7%と前期の+1.6%より加速。+4%超えは5期ぶりです。総輸出は同+1.2%と前期と同率であった一方、総輸入は同+7.5%と前期の+13.4%より鈍化。純輸出の寄与度は▲1.3%ポイント(pt)と前期の▲2.6%ptより下げ幅が縮小しました。

【図1】民間と政府の消費が鈍化したものの、固定資本投資の伸びが加速(右)



【図2】新税導入の影響で減速した製造業生産が大きく反発(左)



● 新税導入直前の生産調整から一転し製造業が生産を加速

生産側のGVAでは、農林漁業が鈍化しサービス部門も減速した一方で、GSTの導入に伴う混乱から立ち直りつつある製造業が力強く加速しました(図2左)。

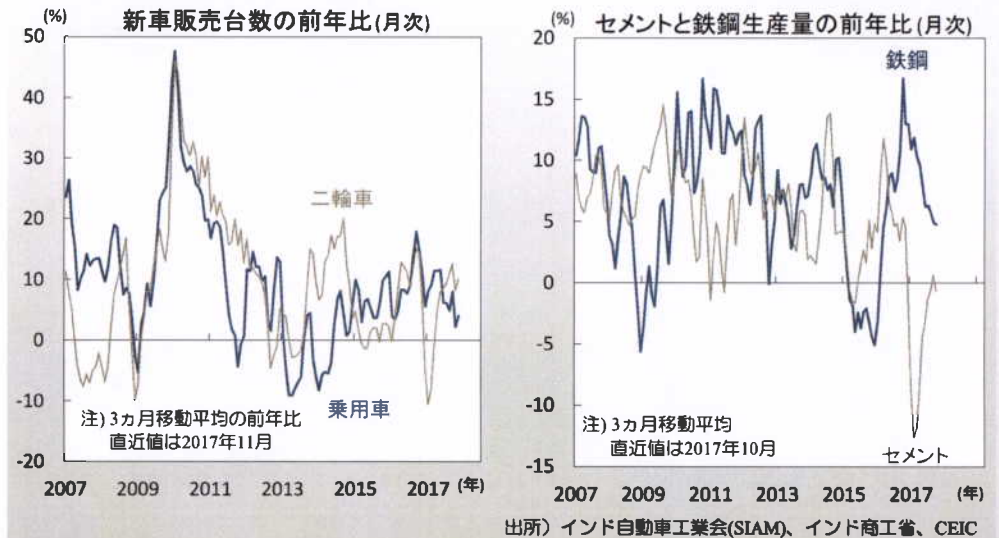
農林漁業は同+1.7%と前期の+2.3%より鈍化。雨季作物の不振によります。2017年の雨季の降雨量は平年の95%と十分であったものの、雨季後半(8-9月)にかけて地域的な偏りが生じ、一部の地域で大雨と雨不足が発生しました。鉱業は同+5.5%と前期の▲0.7%より反発しました。製造業は同+7.0%と前期の+1.2%より急加速しました。7月初のGST導入を控えて6月末にかけて取崩された在庫を積み増す動きが拡大。また、ヒンドゥー教祝祭日(Diwali)の前倒し(2016年:10月末、2017年:10月中旬)に伴って、祝祭日需要に応じるための生産も9月に前倒しとなった模様です。世界景気の回復に伴う輸出の伸びも同部門を支えました。建設業は同+2.6%と前期の+2.0%より加速しつつ軟調。不動産規制・開発法(RERA)による規制強化の影響とみられ、今後は農村部家計所得の下押しも懸念されます。サービス部門は同+7.1%と前期の+8.7%より鈍化しました。政府による経常歳出抑制に伴って公共サービス等が同+6.0%と前期の+9.5%より鈍化し、金融・不動産等も同+5.7%と前期の+6.4%より鈍化しました。

● 11月の製造業PMIは生産活動の拡大を示唆

預金と貸出の鈍化(図4左)に伴って銀行部門が低迷し、前述のRERA規制の強化が不動産部門の重しとなりました。流通・宿泊・運輸・通信部門の生産は前年比+9.9%と前期の+11.1%を下回りつつ堅調。なお、物品税等のデータがGST導入に伴って使用できなくなったため、統計局は代替的な推計手段を用いて同部門の生産を推計しました。今期の生産は過小評価されているとみられ、今後上方修正される可能性が高い模様です。

足元の景気指標は堅調です。11月の製造業の購買担当者指数(PMI)は52.6と前月の50.3より大きく改善しました(図4右)。生産(図5左、10月:50.3→11月:54.3)、新規受注(49.9→54.2)、新規輸出受注(48.0→50.6)など多くの項目が改善し、新規受注/在庫比率も上昇(図5右)。生産活動の活発化に伴って雇用も改善しました(51.4→52.3)。11月に201品目のGST税率が引き下げられたことによる一時的な影響もあるものの、企業活動は着実に回復している模様です。現金不足の解消やGST導入に伴う企業活動の混乱の収束に伴って、景気は今後も緩やかな回復を続けるでしょう。GST還付の遅れによる輸出業者の運転資金不足等の問題は政府の対応により徐々に緩和しており、GST納税手続きの簡素化等も企業の負担軽減と経済活動の正常化を促しています。

【図3】2016年末に現金不足で落込んだ二輪車販売は足元で回復(左)



【図4】減速の続いた貸出は足元で回復(左)、改善する製造業PMI(右)



● 緩やかな景気回復が続き、来年度は+7%台半ばの成長も

7-9月期に前年比+4.7%に加速した固定資本投資が今後も加速を続けるかは定かでないものの、今後、政府による資本注入を受けた国有銀行が不良債権の処理を進めれば、貸付と企業投資の緩やかな回復を促すと期待されます。4-6月期の急減速の影響から2017年度(～2018年3月)のGDP成長率は+6%台半ばと前年度の+7.1%を下回るものの、景気回復の継続に伴って2018年度は+7%台半ばまで加速すると予想されます。

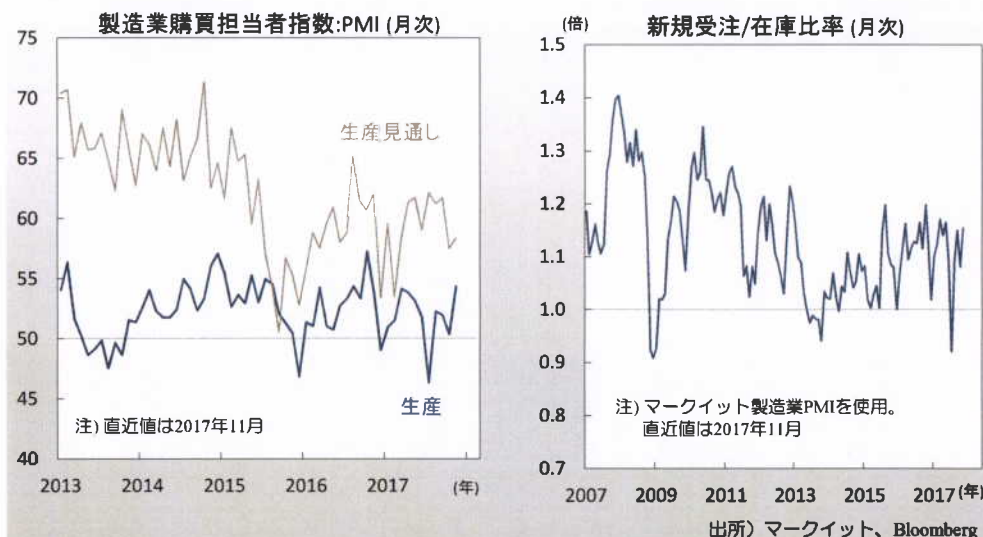
足元では物価が予想以上のペースで上昇しています。11月の総合消費者物価は前年比+4.9%と前月の+3.6%より急上昇(図6左)。食品物価が同+4.4%と前月の+2.3%を上回り(図6右)、総合物価を押し上げました。天候不順による玉ねぎやトマト価格の急騰が背景です。野菜は前月比(季節調整前)+6.9%上昇し、前年比は+22.5%と前月の+7.5%より上昇。2016年11月には高額紙幣廃貨に伴う現金不足で輸送費を払えなかった生産者が生産地で野菜を投売りし野菜価格が急落しており、同物価の前年比は前年同月の落込みからの反動(ベース効果)によっても押し上げられています(図7左)。国際価格の上昇を受けて燃料も同+7.9%と前月の+6.4%より上昇。政府による燃料税の引下げに伴って、ガソリンと軽油の価格の伸びは抑えられたものの(図7右)、LPガス価格が上昇しました。

● 準備銀行は政策金利を据置き政策姿勢を中立に維持

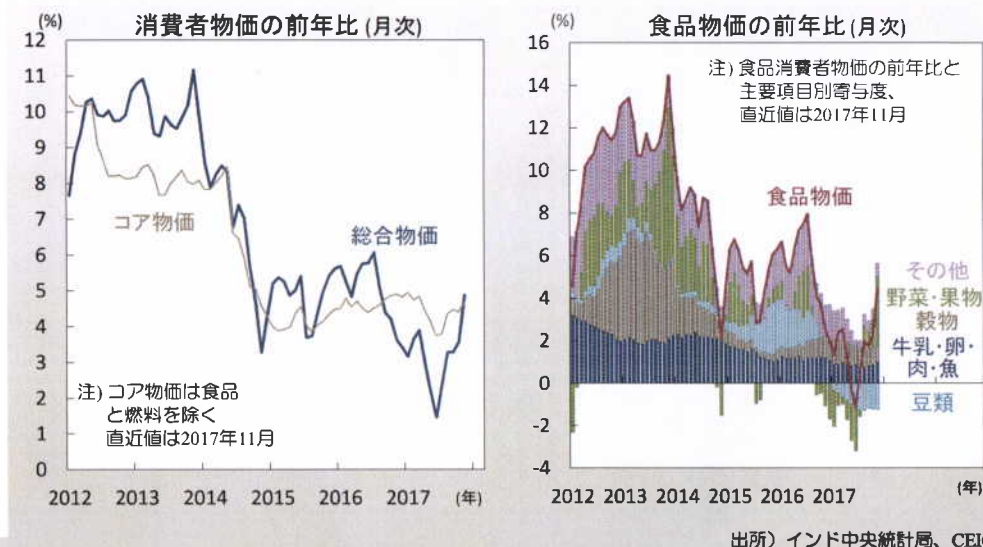
食品と燃料を除くコア物価も前年比+4.7%と前月の+4.4%より上昇しました(図6左)。コア物価の内では、とりわけ住居関連が同+7.4%と前月の+6.7%より加速。主に、給与委員会勧告による公務員の住宅手当(HRA)の引上げに伴う技術的な上昇とみられます。

物価が上昇を続ける中、インド準備銀行(RBI)は金利を据置いています。12月6日、RBIは政策金利を6%で維持。8月に10カ月ぶりの利下げ(6.25%→6%)を行って以降、据置きは2回連続です(図8右)。RBIの声明は、今年度後半(～2018年3月)の消費者物価前年比の予想を+4.3～4.7%と前回の+4.2～4.6%より上げました。声明は、上昇基調の家計のインフレ期待が食品や燃料価格の上昇によって一層押し上げられる可能性、投入価格の上昇が産出価格に転嫁される可能性、財政悪化による物価押し上げの可能性など物価上昇リスクを列挙。財政悪化に関しては、複数の州政府による農民債務の免除、燃料税の引下げ、複数品目のGST税率の引下げなどが背景です。一方、果物と野菜の価格の年末にむけての季節的な下落やGST税率の引下げによる物価押下げの可能性にも言及。政策金利を据置き中立的な姿勢を保ちつつ今後のデータを慎重に見極めると、前回と同様の文言を用いて今後の政策の方向性について言質を与えませんでした。

【図5】PMIの生産指数が反発し(左)、新規受注/在庫比率も上昇(右)



【図6】総合消費者物価の伸びが急加速(左)、野菜価格等が大きく上昇(右)



● 準備銀行は今年度後半の回復に期待し成長率予測を維持

RBIの声明は、今年度の経済成長率(実質GVAの前年比)の予想を+6.7%と、前回と同水準に据置き、7-9月期の成長率はRBIの予想を下回ったとしながら、今後の回復に期待している模様です。原油価格などコスト上昇に伴う企業収益の悪化や、天候不順に伴う雨季作物の収穫量の不振や乾季作物の作付けの遅れなど、景気下振れリスクを挙げた一方で、景気支援要因も列挙。企業による資本調達増加、世界銀行による投資環境評価の改善に伴う直接投資流入額の増加の可能性、国有銀行への資本注入にも助けられ進展する不良債権の処理などに言及しました。

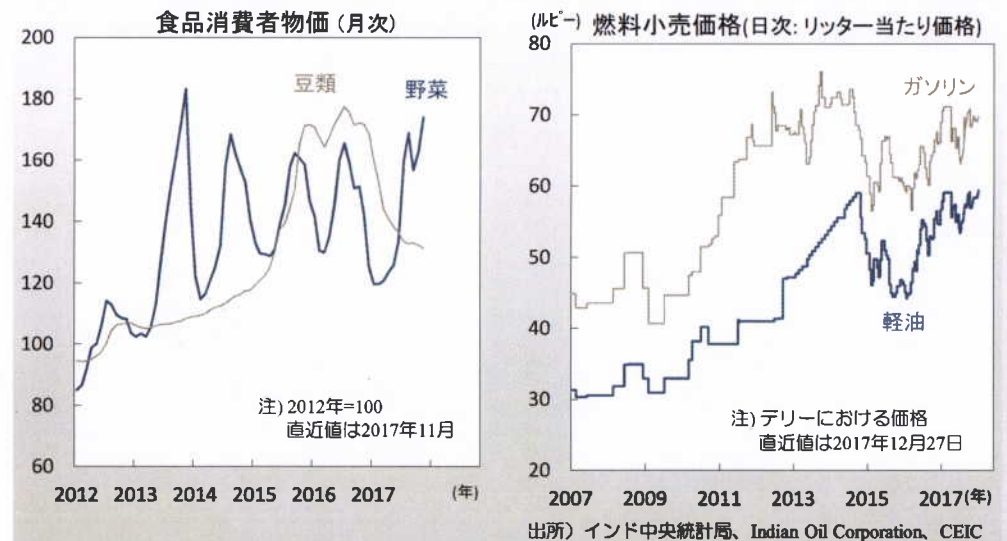
12月20日に公表された議事録では、インフレ上振れリスクを認めつつ弱い景気に配慮して金利を据置いたことがより明確になりました。外部委員3名で最もハト派とされるドラキア委員(今回まで4会合連続で利下げを主張)は、RBIスタッフ見通しは物価上振れリスクと景気回復の可能性を過大に評価していると批判し、金融緩和の余地は大きいと主張。一方で、RBI内部委員は3名とも物価上振れリスクを警戒。アチャルヤ副総裁は、原油価格上昇に伴う投入価格の上昇が小売価格に波及する可能性や足元の野菜価格の上昇に触れ、インフレが中期的にも目標の4%を上回るだろうと指摘しました。

● 政策会合議事録で準備銀行幹部のタカ派姿勢が明らかに

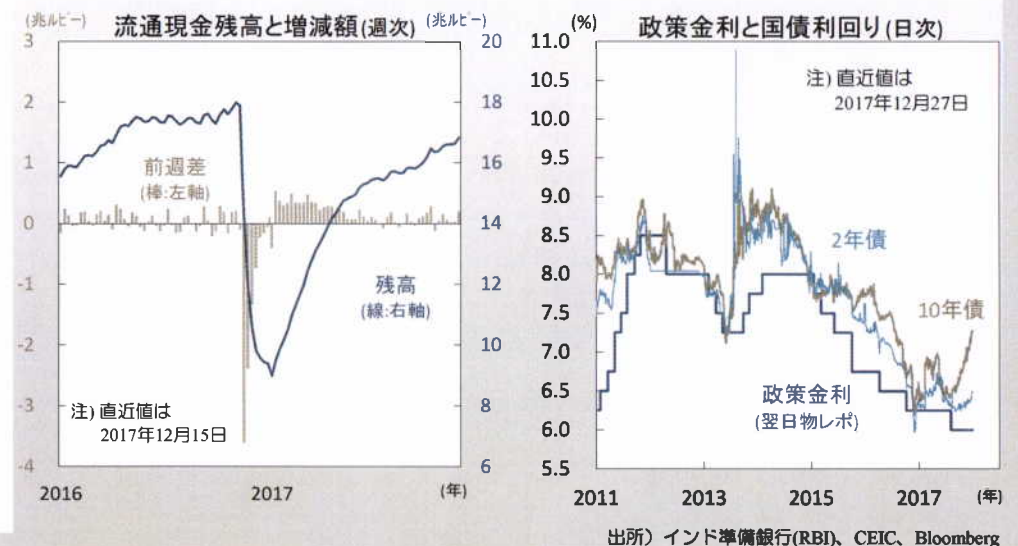
同副総裁は、現段階で緩和の余地はほぼないだろうと、追加利下げに否定的な考えを示しました。また、パトラ理事は、インフレ圧力が野菜以外の品目にも広がっており全般的な物価上昇のリスクが増したと指摘。累計2%ポイントの利下げ(図8右)による大規模な緩和は既にその役割を終えており、「緩和の終了を示唆しその縮小を始めるべき時が来た」と利上げ開始を検討すべきとの考えを示しました。パテル総裁は、経済状況は前回10月会合時と大きく変わらないが、原油価格の上昇が新たな懸念であるとなりました。警戒を怠らないことが重要であり、新たなデータに適切に反応できる柔軟性を保つために、金利を据置きつつ政策姿勢を中立に保つよう投票したと発言。次の動きは物価抑制のための利上げであるとの意図も連想させる表現を用いました。

原油高や食品物価の上昇とともにインフレ期待が高まる中、追加緩和の余地は限定的とみられます。また、4-6月期まで鈍化を続けた景気は回復を始めたばかりであり、利上げに耐えられる体力はないでしょう。RBIは今後も金利を据置きつつ、2019年にかけて利上げ開始の機会を探ると予想されます。ただし、インフレの予想以上の加速が見られた場合、2018年中への利上げ前倒しの可能性が高まるとみられます。

【図7】2016年11月の野菜価格落込みも、足元の前年比を押し上げ(左)



【図8】解消した現金不足(左)、政策金利を据置く準備銀行(右)



● グジャラート州議会選挙を巡り一時動揺した金融市場

2019年4-5月には、モディ首相の率いるインド人民党(BJP)政権の再選のかかった下院総選挙が控えます。金融市場は政治情勢への関心を高めています。12月18日、西部のグジャラート州(GJ州)議会選挙の開票が始まると金融市場は大きく動揺。事前の世論調査と出口調査で優勢であった与党BJPが野党インド国民会議派(INC)と拮抗し敗北の可能性が意識されたことが背景です。通貨ルピーの対米ドル相場は一時前日比▲1.0%下落し、株価(SENSEX指数)も一時▲2.6%下落しました。しかし、開票が進みBJPが議席数を減らしつつ勝利したことが分かると市場は安堵(図9右)。ルピーは▲0.3%安。株価は+0.4%高まで値を戻して同日を終えました。

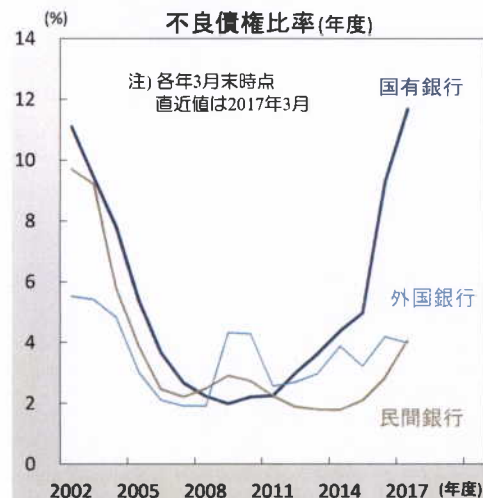
市場が大きく反応したのは、同選挙がモディ首相への信任投票と解釈されたためでしょう。GJ州はモディ氏が首相に就任するまで長らく州首相を務めたお膝元であり、同州の経済発展が評価されたことがモディ氏の中央政界進出の道を開いたと考えられています。また、2016年11月の高額紙幣廃貨や2017年7月初の物品サービス税(GST)導入は大きな経済混乱をもたらし景気を下押ししました(図1右)。今回の選挙は痛みを伴う経済改革に対する有権者の評価を図る場としても広く注目されることになりました。

● 与党再選のかかる2019年総選挙を控え農村部支援策も

2019年4-5月の下院総選挙までにも、カルナタカ州、マディヤ・プラデシュ州、ラジャスタン州などの重要州の議会選挙が控えます(図10左)。市場では、今回のGJ州議会選挙の結果が不振なら、政府が農村部の有権者の歓心を買うために歳出拡大に走るとの思惑も浮上。農作物の最低支持価格(MSP)の大幅な引上げなど財政悪化と食品物価上昇につながる措置を取りかねないとの懸念も意識されていました。しかし、BJPは議席数を減らしつつGJ州の政権を維持し、北部のヒマチャル・プラデシュ州ではINCから州政権を奪取することに成功(図9右)。こうした懸念はひとまず沈静化しました。

もっとも、2017年2-3月に同国最大の人口を擁するウッタル・プラデシュ州の議会選挙でBJPが圧勝した際に広まった「2019年の再選は確実」という楽観論が揺らぎつつあるのも事実。GJ州では都市部に比べ農村部でのBJPの得票率が低迷しており、2019年に向けて天候不順等に悩む農村部の支援は不可欠でしょう。財政の悪化と経済構造の悪化を避けつついかに農村部を支援するか、難しい舵取りが求められます。また、景気が勢いを欠き歳入が低迷する中でこれまでと同様に年度末(3月)にかけて歳出を抑制することは難しく、財政健全化の取組みは一時的に後退する可能性が高いでしょう。

【図9】グジャラート州議会選挙では与党BJPが政権を死守(右)



政党	下院総選挙		州議会選挙	
	前回 (2014年)	議席数	前回 (2012年)	今回 (2017年)
グジャラート(GJ)州				
インド人民党(BJP)	26 (100)	115 (63)	99 (54)	
インド国民会議派(INC)	0 (0)	61 (34)	77 (42)	
その他	0 (0)	6 (3)	6 (3)	
総議席	26 (100)	182 (100)	182 (100)	
ヒマチャル・プラデシュ(HP)州				
インド人民党(BJP)	4 (100)	26 (38)	44 (65)	
インド国民会議派(INC)	0 (0)	36 (53)	21 (31)	
その他	0 (0)	6 (9)	3 (4)	
総議席	4 (100)	68 (100)	68 (100)	

注) ()内は議席率.%、下院総選挙は州選挙区議席

出所) インド準備銀行(RBI)、インド選挙管理委員会、各種報道、CEIC

【図10】2019年春の下院総選挙前にも複数の州議会選挙を予定(左)

州名	州議会 政権党	州議会 議員任期	下院 議席数	上院 議席数
メガラヤ	INC	2018年3月	2	1
ナガランド	NPF	2018年3月	1	1
トリプラ	CPI(M)	2018年3月	2	1
カルナタカ	INC	2018年5月	28	12
ミゾラム	INC	2018年12月	1	1
デリー首都圏	AAP	2018年12月	3	3
チャティスガル	BJP	2019年1月	11	5
マディヤ・プラデシュ	BJP	2019年1月	29	11
ラジャスタン	BJP	2019年1月	25	10
シッキム	SDF	2019年5月	1	1
アルナチャル・プラデシュ	BJP	2019年6月	2	1
(参考) 議会下院	BJP	2019年6月	545	-
テランガナ	TRS	2019年6月	17	7
アンドラ・プラデシュ	TDP	2019年6月	25	11

注) INC:インド国民会議派、NPF:ナガランド人民戦線、CPI(M):インド共産党(マルクス派)、AAP:衆民党、BJP:インド人民党、SDF:シッキム民主戦線、TRS:テランガナ民族会議、TDP:テルグ・デーサム党。議席数は州選挙区議席。



出所) インド選挙管理委員会、インド議会上院、各種報道、インド準備銀行(RBI)、CEIC