

インド、下院総選挙の見通しと市場の予想シナリオ

2018年の地方選挙結果の影響と経済環境

情報提供資料 2019年3月1日

インドの下院総選挙が、4～5月に実施される見込みです。前回選挙（2014年）で30年ぶりに単独での過半数議席を獲得したインド人民党（BJP）が与党の立場を維持し、モディ首相が政権を維持できるかが注目されています。

選挙の見通しや金融政策・財政政策との関係についてご説明します。

▶ 地方選挙では与党優位の情勢に変化

- 5年に1度行われる下院総選挙が、4～5月に実施される見込みです。前回の選挙時には、3月5日に選挙日程が発表され、4月7日から5月12日の間に9フェーズに分けて選挙が行われ、開票は5月16日でした。
- 昨秋まではモディ首相率いるインド人民党（BJP）が今回の選挙でも優位とみられていましたが、昨年の地方選挙の結果を受けて情勢は変化してきています。インド北東部3州で2月に投票が行われた地方選挙では、BJPは議席数を伸ばしました。5月のカルナタカ州での地方選挙では前回の選挙時より議席数を伸ばしたものの、過半数獲得には至りませんでした。また、11月から12月中旬にかけて投票が行われた5州の地方選挙では、4州で議席を減らす形となりました。

【選挙制度】

| 議席数 | 任期 | 選出法 | その他 | |
|-------------|-------|------------------------------|------------------------|--------------------------|
| 上院 | 245 | 6年 (2年に1度、 1/3ずつ改正) | 州議会議員による選挙 (間接選挙) | 途中解散なし。 |
| 下院 | 545 | 5年 | 1選挙区1人の小選挙区制 (直接選挙) | 途中解散あり。 上院に対して優位性を持つ。 |
| 下院 対象議席数 | 543議席 | 下院議席数は545議席であるが、うち2議席は大統領が指名 | | |
| 選挙制度 | 小選挙区制 | 1選挙区、1議席。有権者は支持する政党に投票。 | | |

出所：各種報道に基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

▶ 2月発表の予算案では農家・中間層対策を意識

- 12月開票の地方選挙で議席数を増加できなかった要因として、国際的な農産物の価格下落等で収入が減少した農家の支持が伸びなかったことや雇用創出が不十分だったことが指摘されています。2月1日に発表された2019/20年度の国家予算案は、総選挙を控えて、こうした農家や中間層の支持拡大を意識した内容となりました。
- 予算案では、小規模農家1世帯当たり年間6,000ルピー（約9千円*）の所得補助の直接支給、個人所得税の免除対象の拡大（中間層への減税）等が発表されました。農家への所得補助は総額約7,500億ルピー（約1.14兆円*）に上るとの試算で、歳出は前年度比約13%増の約27兆84百億ルピー（約42.5兆円*）となりました。2019/20年度の財政赤字目標が従来より緩められたため、財政規律への懸念が高まりました。 * 1ルピー=1.53円で換算。

【財政赤字目標】

| | 2018/19年度 予算案発表時 | 修正後** |
|-----------|---------------------|-------|
| 2018/19年度 | 3.3% | 3.4% |
| 2019/20年度 | 3.1% | 3.4% |
| 2020/21年度 | 3.0% | 3.0% |

** 2019/20年度予算案で示された修正後目標
(出所) インド財務省のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

▶ RBIが1年半ぶりの利下げ

- 予算案が発表された6日後の金融政策決定会合で、インド準備銀行（RBI、中央銀行）は、政策金利を0.25%引き下げました。インドでは消費者物価指数（CPI）に占める食品の割合が高く、食料品価格は市民の生活に大きく影響するため、インフレ率が有権者の投票行動に大きく影響すると言われています。
- 足元では食料品価格は低下しており、原油価格がピークアウトしたこともあり燃料価格も落ち着いてきたことから、インフレ率は低位安定して推移しています。利下げにより経済が活性化することが期待されます。また、インフレは落ち着いた状態が続くことが見込まれ、政策スタンスを従来の「調整された引き締め」から「中立」に変更したことから、追加利下げの可能性もあると考えられます。

【インドの政策金利と消費者物価指数（CPI）上昇率（前年同月比）の推移】（2013年1月～2019年2月）



出所：Bloomberg L.P. のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。
CPI上昇率は2019年1月まで。2014年12月までは旧基準（2010年=100）、2015年1月以降は新基準（2012年=100）による統計。

東洋ブルデンシャル社はイーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルデンシャル・ファイナンシャル社とは関係がありません。

※当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として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。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。※当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。※当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。※当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379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

190228 (04)

- 2018年に大幅に上昇した原油価格は、国民の政権への不満増加につながったと考えられています。しかしながら、原油価格は昨年末にピークアウトし、世界的には原油生産が増加していることから、落ち着いた値動きとなっています。
- 原油高がインドの経常収支やインフレ、財政収支の悪化リスクとなり、通貨ルピーの下落要因の一つとなりましたが、ルピーも対米ドルで反発傾向にあります。

➤ 想定される選挙シナリオ

- 弊社グループ会社のアナリストは、BJPは単独過半数とはいかないものの、現在の状況を踏まえて、220議席程度を獲得できるだろうと予想しています。（220議席は下表のシナリオ①に該当）その場合、連立政権を樹立しモディ政権が維持されると思われることから、今後も改革路線が維持される見込みです。
- 選挙を巡って起こり得るシナリオとして、以下の4つが市場では想定されています。

【選挙の予想シナリオ】

| ＜モディ首相続投＞ | |
|-----------|--|
| シナリオ① | モディ首相率いるインド人民党（BJP）が第一党となるも単独過半数に至らず、連立政権を樹立 |
| シナリオ② | BJPが過半数の273以上の議席を獲得し、単独政権を確立 |
| ＜野党政権奪取＞ | |
| シナリオ③ | インド最大野党の国民会議派（INC）による連立政権。ラフル・ガンジー氏が首相に。 |
| シナリオ④ | BJPもINCも議席を伸ばせず、地域政党の寄せ集めによる第三の政権 |

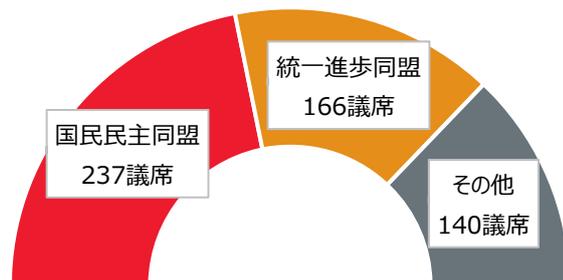
出所：各種報道の情報に基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

【インドルピー（対米ドル）および原油先物価格の推移】 （2015年12月末～2019年1月末）



出所：Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

【獲得議席数予想（全543議席）*】



*12月28日～1月8日にかけて行われたIndia Todayの調査による。

※国民民主同盟は、BJPを中心に形成された与党連合。対して、統一進歩同盟は、INCを中心とする野党連合。

- 各種世論調査からは、野党が政権を奪取する場合は、現状の最大野党である国民会議派（INC）による連立政権の可能性（シナリオ③）が、BJPもINCも議席を伸ばせず第三の政権が誕生する可能性（シナリオ④）より高いと見られます。シナリオ③が実現した場合、政策の継続性への疑問から一時的に調整する可能性も想定されますが、一方で想定範囲内として選挙結果を待っていた国内外の待機資金が戻ってくることも考えられます。シナリオ④は実現可能性が低いと見られるものの、実現した場合は、政策を巡る不透明感の強さが嫌気されて株式市場から資金が流出する可能性も考えられます。
- 選挙前後は先行きの不透明感から、株式市場のボラティリティが高まる傾向にあります。1月に発表されたIMFの世界経済見通しの改訂版では、2019年と2020年に世界の主要国で経済成長の減速が予想される中、インドは逆行して経済成長が加速することが予想されています。インドのファンダメンタルズが強固なことに変わりはなく、選挙を巡って変動性が高まった局面は、中長期的に見て良好な投資機会となる可能性もあると考えられます。

※当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として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。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。※当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。※当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。※当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。