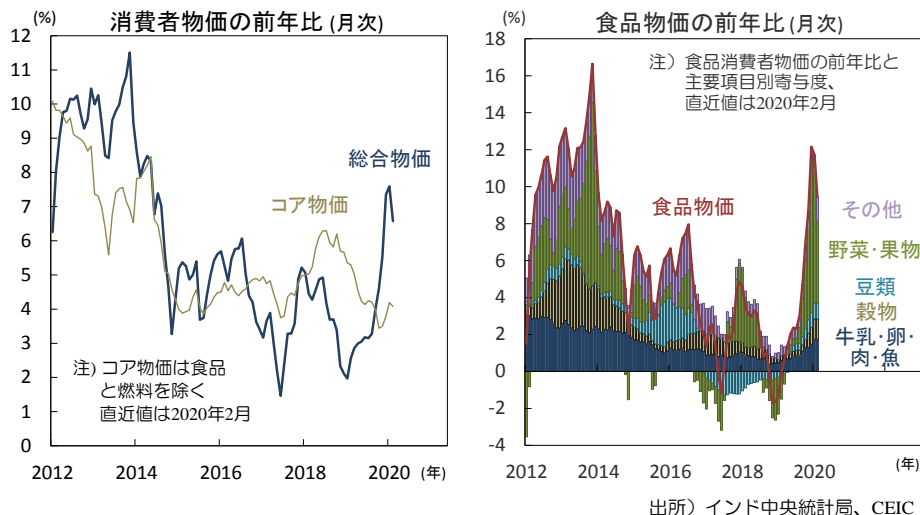


インド：肺炎懸念や金融不安の中、景気の支援のため来月初に利下げを実施か

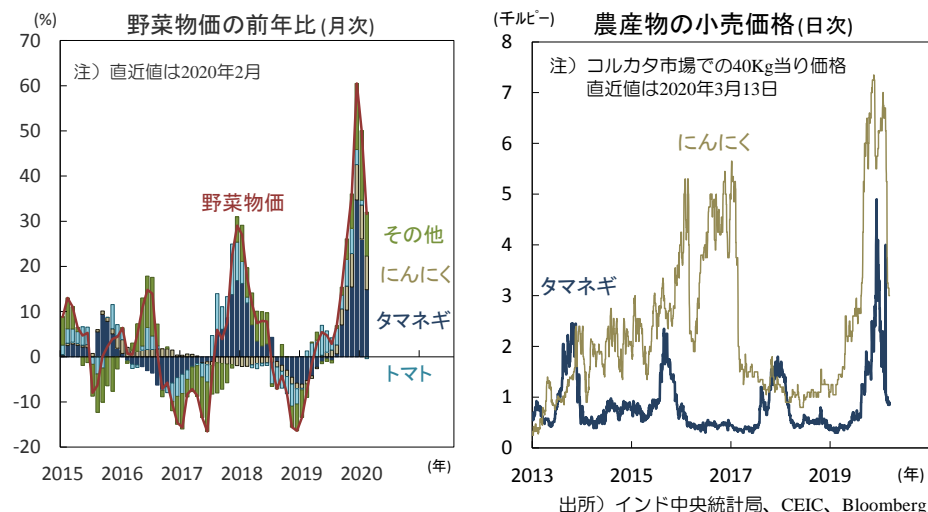
【図1】野菜価格の上昇率が鈍化を始め、総合物価を押下げ



深刻な景気低迷に見舞われるインドで、早期利下げの観測が浮上しています。先週12日、政府は2月の総合消費者物価が前年比+6.6%と前月の+7.6%より低下し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+6.7%を下回ったことを公表。昨年秋より上昇を続けていた物価が沈静化し、早期の利下げを後押しするとの期待を高めました。

2月の食品物価は同+9.5%と前月の+11.7%より鈍化し(図1右)、総合物価を押下げ。野菜が同+31.6%と前月の+50.0%より低下した影響です(図2左)。タマネギが同+140.3%と前月の+245.9%より鈍化。前月比(季節調整前)は同▲32.9%と前月の▲25.2%に次ぐマイナスであり、天候不順の影響で高騰した同価格の沈静化が食品物価を押下げました。また、穀物、肉・魚、卵、豆類、果物など食品物価の多くも鈍化しました。日次の野菜卸売物価は3月初以降も低下(図2右)。乾季作物の収穫が進むとともに、食品物価は低下を続けるでしょう。食品と燃料を除くコア物価は前年比+4.1%と前月の+4.2%より小幅に低下。内需が低迷する中、需要側からの物価上昇圧力はみられません。

【図2】タマネギやにんにくの価格は3月初以降も鈍化(右)



ガソリンは同+3.2%(前月:+7.4%)、軽油は同+0.2%(同+6.4%)と鈍化。国際燃料価格の低迷を受けて、国内小売物価が鈍化した影響です(図3左)。また、3月には、これまで引上げられたLPガス価格の引下げも行われています。食品物価の反落と燃料価格の低迷とコア物価の鈍化に伴って、今後も総合物価は鈍化を続けるでしょう。同物価の前年比は3月に+5%台半ば、今年半ばに+4%台半ばへと鈍化し、昨年末の物価上昇からの反動(ベース効果)が生じる今年末にかけては+2%台半ばまで低下すると予想されます。

景気は低迷しています。2月28日、政府は10-12月期の実質GDPが前年比+4.7%と前期の+5.1%より減速したと公表。統計は過去に遡って改定され、一昨年度の成長率は+7.2%から+7.0%へ、昨年度は+6.8%は+6.1%へと下方修正されました。昨年後半より急減速したと思われた景気は、過去2年間鈍化を続けていたこととなります。10-12月期の需要側では、固定資本投資が低迷し、内需(在庫投資を除く)の寄与度が+2.9ptと前期の+3.4ptより低下。純輸出と在庫投資も低下し、成長率を押下げました(図3右)。

● 需要側では投資と輸出、生産側では製造と建設が低迷

実質民間消費は前年比+5.9%と前期の+5.6%より加速。乾季作物の収穫拡大による農村部家計の所得環境の改善などが背景とみられます。政府消費は同+11.8%と前期の+13.2%を下回りつつ高い伸びを維持。景気が低迷する中、政府は前期に続き経常歳出実行を急ぎました。固定資本投資は同▲5.2%と前期の▲4.1%より下げ幅が拡大。不透明な需要見通しと低迷する設備稼働率の下で、民間企業の設備投資意欲は減退しています。外需では、世界景気の鈍化を受けて総輸出が同▲5.2%と前期の▲4.1%より下げ幅を広げ、総輸入も内需の低迷を背景に同▲11.2%と前期の▲9.3%より下げ幅が拡大。この結果、純輸出の寄与度は+1.5%ptと前期の+1.9%ptより縮小しました。

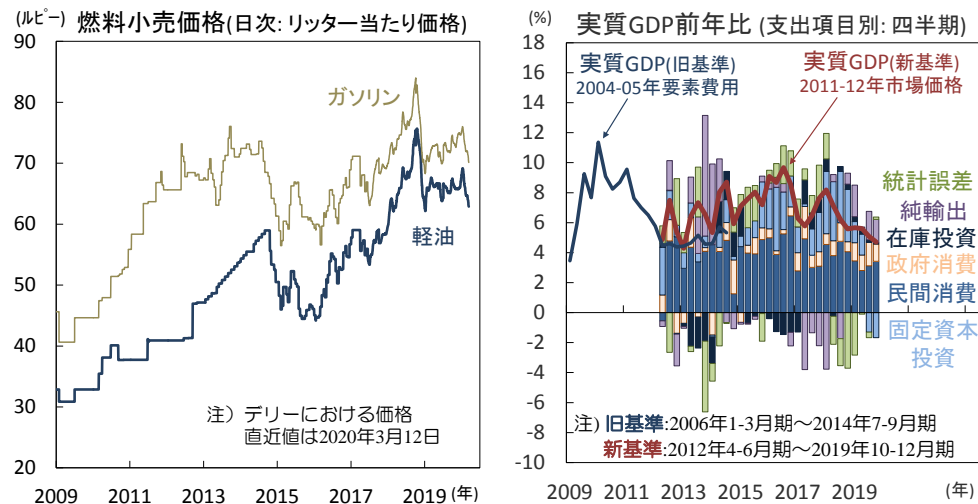
生産側から算出された実質総付加価値(GVA)は前年比+4.5%と前期の+4.8%より鈍化。政府支出を反映する公共サービス等が高い伸びを保ち、農林漁業も加速した一方、製造業がマイナスの伸びを続け建設業も減速したため、民間部門の動向を反映するコアGVA(農林漁業と公共サービス等を除く)は同+3.7%と前期の+4.2%より鈍化しました(図4左)。農林漁業は同+3.5%と前期の+3.1%より加速。天候条件の改善に伴って乾季作物の収穫が改善しました。鉱業も同+3.2%と前期の+0.2%より回復しました。

● 1月の生産は回復したが、今後の持続性には疑問も

製造業は同▲0.2%と前期の▲0.4%に次ぐマイナスの伸びでした(図4右)。輸出の低迷に伴って機械設備等が低迷し加工食品や衣服も鈍化。建設部門の低迷を受けて卑金属鉱物や金属製品も軟調でした。建設業は同+0.3%と前期の+2.9%より鈍化。ノンバンクの経営危機の影響が同部門を下押ししている模様です。サービス部門は同+7.4%と前期の+7.3%に続き堅調に拡大。政府の経常歳出の伸びを受けて公共サービス等が同+9.7%と前期の+10.1%を下回りつつ高い伸びとなり、流通・宿泊・運輸・通信も+5.9%(前期+5.8%)、金融・不動産等も+7.3%(同+7.1%)と加速しました。

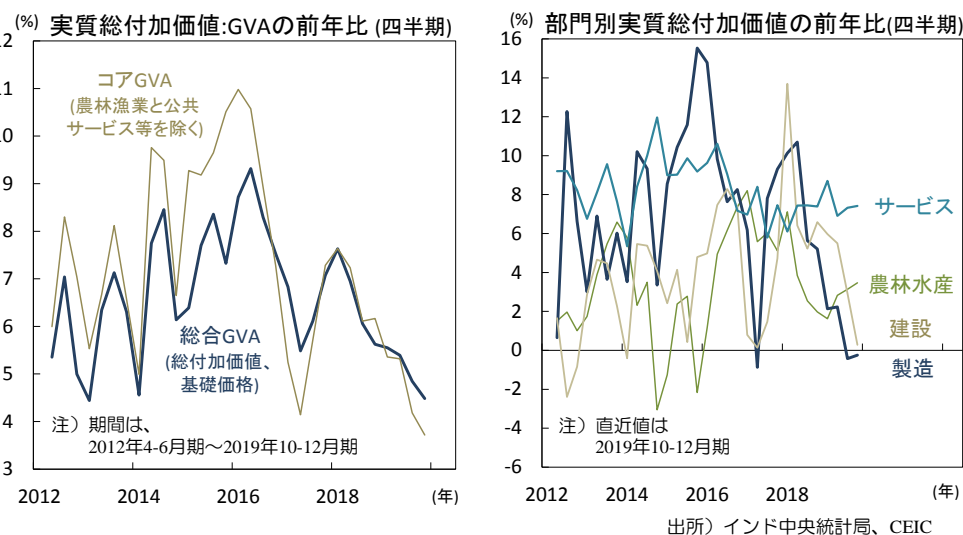
昨年末にかけて低迷した景気は、今年初より回復の兆しを見せています。先週12日公表された1月の鉱工業生産は前年比+2.0%と前月の+0.1%より加速(図5左)。製造業が同+1.5%(前月▲0.7%)、電力が同+3.1%(同▲0.1%)と反発し、鉱業も+4.4%(同+5.7%)と底堅く伸びました。品目別では、中間財が同+15.8%(同+13.3%)と加速し、資本財が同▲4.3%(同▲18.0%)、耐久消費財が同▲4.0%(同▲5.4%)、非耐久消費財が同▲0.3%(同▲3.9%)と下げ幅を縮めました。今年初より回復の兆しを見せる景気。しかし、3月以降は新型コロナウイルスの感染拡大と金融部門のストレスという逆風が強まる見込みです。

【図3】燃料価格は低下(左)、固定資本投資は2期連続のマイナス(右)



出所) Indian Oil Corporation、インド中央統計局、CEIC

【図4】製造業が2期連続でマイナスの伸びとなり、建設業も鈍化(右)



出所) インド中央統計局、CEIC

● 新型肺炎の感染拡大と金融部門のストレスという逆風

新型コロナウイルス(Covid-19)の感染者は15日時点で107人と2月末時点の3人より急増。今後も感染が急拡大し経済活動への影響が大きくなるリスクが残ります。政府は外国人に対して発行したビザを無効化。4月半ばまでは外国人の入国を制限する方針です。国内における出張の制限、会議やイベントの中止、個人旅行の自粛なども加わり、2018年時点でGDPの9.2%を占める観光部門(主に国内観光)は無視できない影響を受けるでしょう。また、海外経済の減速も重しとなる見込みです。同ウイルスの影響が中国に集中していた時点では、同国の製造業供給網と結びつきが強いインドの景気への影響は限定的とみられていたものの、感染が中国以外の国に広まり世界的な景気減速も懸念される現在では景気への下押し圧力は無視できません。

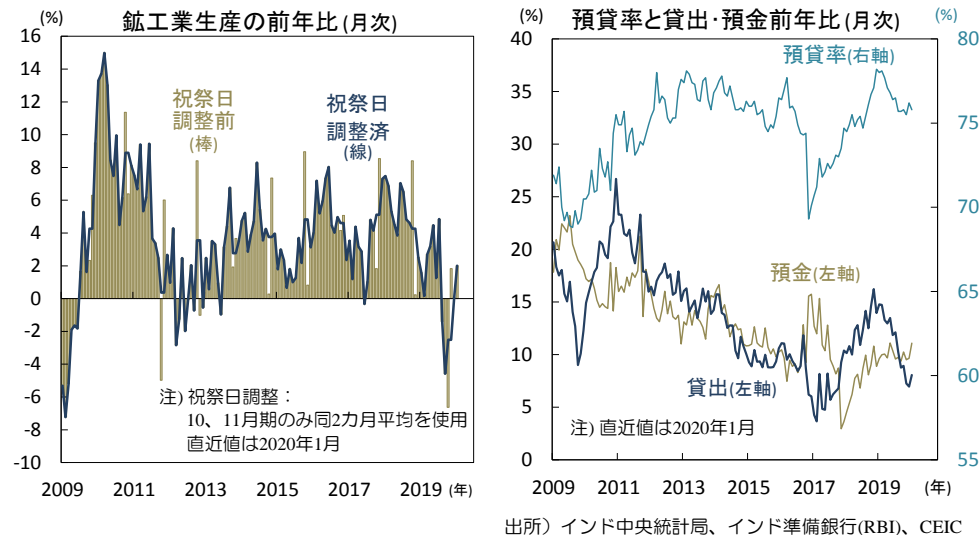
金融部門の資産の悪化も景気の重しとなるでしょう。2018年9月の大手ノンバンクの破綻以降、銀行とノンバンクと企業は債務削減を進めており、貸付は低迷し(図5右)、CP発行残高も減少(図6左)。ノンバンクからの借入に依存してきた不動産部門や中小企業の資金調達環境は悪化しています。3月5日には、インド準備銀行(RBI)が経営再建中のイエス銀行を管理下に置き、預金引出しを制限すると公表しました。

● 準備銀行は4月の会合で追加利下げを実施する見込み

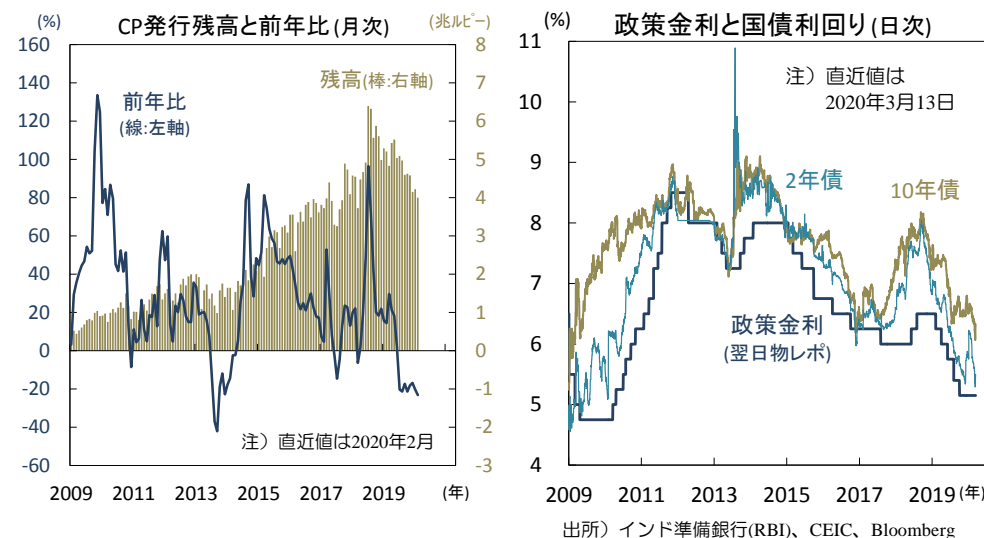
イエス銀行は貸出残高規模で民間5位の大手行。ノンバンクや商業用不動産向けの不良債権の増加に悩んでいました。同行の預金は全額保護されるものの、銀行や投資信託による同行向け債権(AT1債等)の償却は避けられない見込み。信用リスクへの意識が高まり景気低迷下での債務圧縮が続き、銀行部門の不良債権は今後も拡大するでしょう。また、1月16日、最高裁判所は移動通信8社に対して周波数使用料等約1.5兆ルピーの支払いを命令。多額の支払いに伴って、通信部門向けの不良債権の増加も懸念されます。今年度(～2020年3月)の成長率は+5.0%前後と昨年度の+6.1%より鈍化し、来年度の成長率は+5.5%前後と景気の回復は緩やかなものに留まると予想されます。

景気低迷下でも財政面からの景気支援余地は限定的。市場は追加的な金融緩和を期待しています。RBIは昨年2月から10月にかけて5回連続で政策金利を引下げた後(6.5%→5.15%)、今年2月まで2回連続で金利を据置き。総合消費者物価とともに期待インフレ率も上昇したことを警戒しての利下げの休止でした。しかし、物価は既に鈍化。RBIは次回4月3日の金融政策委員会(MPC)で政策金利を5.15%から4.9%へと引下げ、その後は年後半にかけて更なる追加緩和の機会を探ると予想されます。(入村)

【図5】回復する鉱工業生産(左)、低迷する銀行貸付の伸び(右)



【図6】CP残高は減少(左)、2月まで2会合連続で金利を据置き(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のために三菱UFJ国際投信が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。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、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に基づき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。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮しておりません。
- 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三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・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。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404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