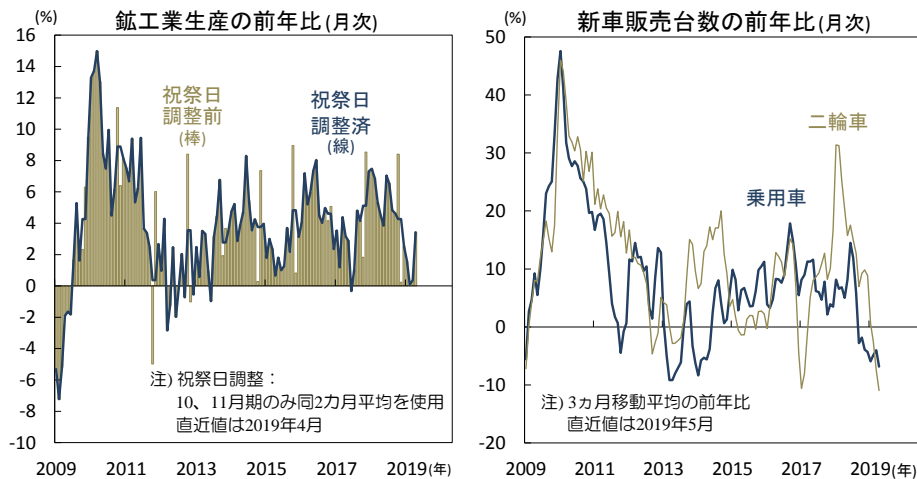


インド:4月の鉱工業生産は予想以上に加速したが、景気回復には時間が必要か

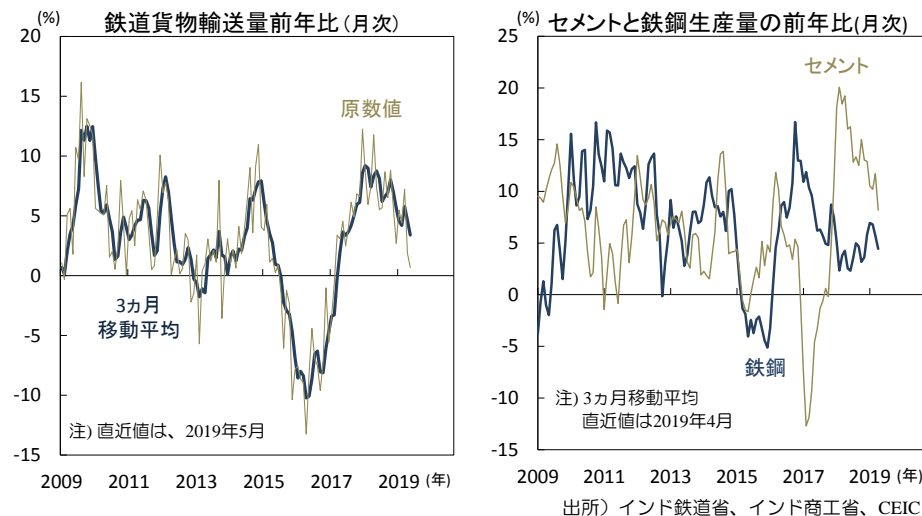
【図1】 鉱工業生産は4月に反発(左)、新車販売は足元で低迷(右)



先週12日、インド政府は4月の鉱工業生産が前年比+3.4%と前月の+0.4%より加速し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計中央値)の+0.6%を上回ったことを公表。品目別では資本財が同+2.5%(前月:▲8.4%)、耐久消費財も同+2.4%(同:▲3.1%)と反発し、非耐久消費財も同+5.2%(同:+1.0%)より加速しました。部門別でも製造業が同+2.8%(同:+0.1%)、鉱業が同+5.1%(同:+0.8%)、電力が同+6.0%(同:+2.2%)と幅広い部門が加速しました。

低迷していた鉱工業生産が反発したことは朗報であるものの、新車販売(図1右)や鉄道貨物輸送量や鉄鋼・セメント生産等は鈍化し(図2)、製造業とサービス業のPMIもやや軟調(図3左)。単月の生産の回復のみでは、景気の底打ちを確認するには材料不足です。今年3月にかけて景気は大きく鈍化。5月31日、政府は1-3月期の実質GDPが前年比+5.8%と前期の+6.6%より減速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+6.3%を下回ったことを公表、成長率の+6%台割れは約4年ぶりです(図3右)。昨年度(～2019年3月)通年の成長率も同+6.8%と前年度の+7.2%より鈍化し5年ぶりの低水準となりました。

【図2】 鉄道貨物輸送量(左)やセメントと鉄鋼生産は鈍化(右)



1-3月期の実質GDPの前年比は、前年同期の景気加速からの反動(ベース効果)と足元の景気の鈍化によって押下げられました。足元の景気の鈍化は内需と外需の低迷によるもの。内需の鈍化は4-5月の選挙を前に高まった政治的不透明感による民間投資の急減速などの一時的な要因に加え、ノンバンクの資金調達環境の悪化や農村部の困窮などによるとみられます。GDP統計の需要側では、在庫投資の寄与度は+0.1%ポイント(pt)と前期と変わらなかったものの、固定資本投資の急減速を受けて内需(在庫投資を除く)が+6.4%ptと前期の+9.1%ptより低下し、総輸出の鈍化に伴って純輸出が▲0.9%ptと前期の▲+0.2%ptより下げ幅を広げ成長率を下押ししました(図3右)。

民間消費は前年比+7.2%と前期の+8.1%より鈍化。耐久財の消費が軟調であり、農村部では二輪車、都市部では四輪車の販売が低迷しています(図1右)。農村部所得の低迷が同部門家計の消費を下押しし、流動性不足に悩むノンバンクによる消費者融資の低迷や実質金利の上昇が都市部家計の消費の重しとなったとみられます。

● 政治的な不透明感等から固定資本投資が急減速

1-3月期の実質政府消費は前年比+13.1%と前期の+6.5%より加速。連邦政府が財政赤字抑制目標の達成のために経常歳出を抑制した一方、4-5月に下院総選挙を控えて、州政府による歳出が加速したとみられます。固定資本投資は同+3.6%と前期の+11.7%より急減速し、寄与度は+1.1%ptに低下。前期まで5期連続で+3.5%ptを上回る寄与度で成長を支えてきた同投資が減速したことが、今期の成長率を下押ししました。財政赤字抑制目標の達成を図る連邦政府が3月末の財政年度末にかけて投資歳出を抑制したことに加え、4-5月の下院総選挙を控えて高まった政治的な不透明感が企業心理を悪化させ投資の先送りを促したとみられます。外需では、総輸出が同+10.6%と前期の+16.7%より減速するとともに、総輸入も同+13.3%と前期の+14.5%より鈍化。この結果、純輸出の寄与度は▲0.9%ptと前期の▲0.2%より下げ幅が拡大しました。

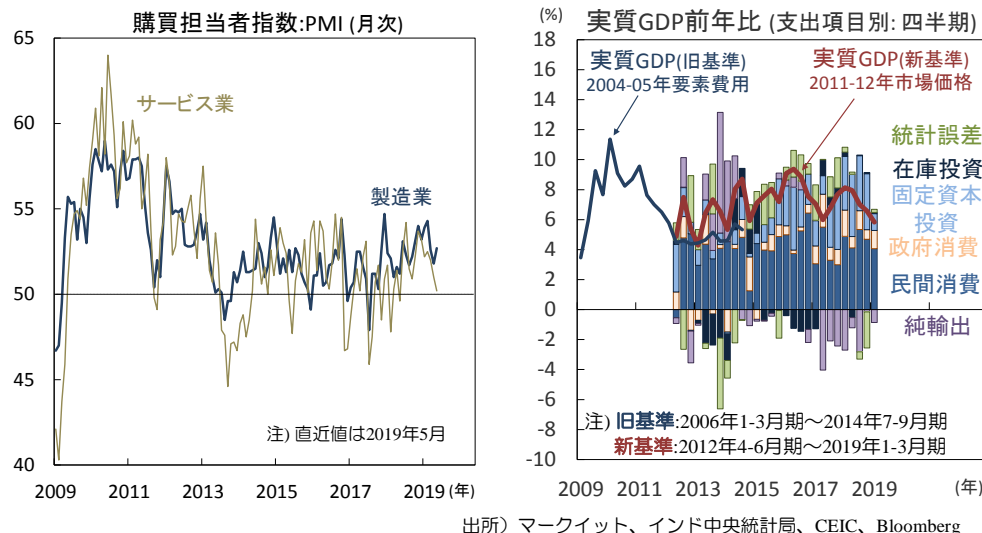
生産側から算出される実質総付加価値(GVA)は、同+5.7%と前期の+6.3%より低下。製造業と農林漁業の減速が成長率を押下げ、建設業の伸びの鈍化も重しとなりました。民間部門の動向を反映するコアGVA(農林漁業と公共サービス等を除く)も同+6.1%と前期の+7.1%より大きく鈍化し約2年ぶりの低水準となりました。

● 製造業生産の伸びは約2年ぶりの水準まで鈍化

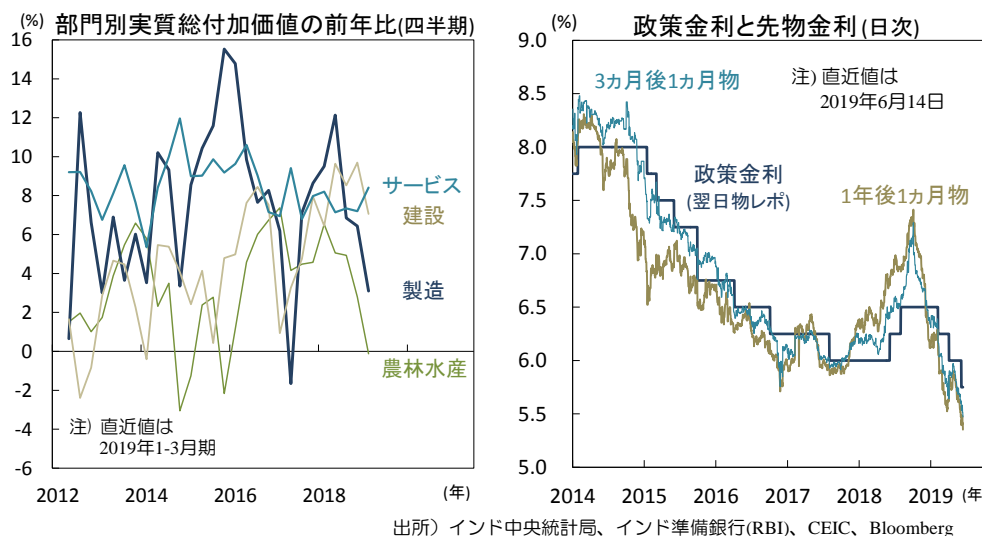
農林漁業は同▲0.1%と前期の+2.8%より反落。マイナスの伸びは約3年ぶりです。雨不足と地域的な降雨量のばらつきなどの影響から、乾季作物の生産が同▲2.7%と前年の+5.7%より反落しました(農業省3次速報)。鉱業は同+4.2%と前期の+1.8%より加速。石炭生産が伸びた影響です。製造業は同+3.1%と前期の+6.4%より鈍化。高額紙幣の廃貨と物品サービス税(GST)導入に伴う混乱から景気が急減速した2017年4-6月期以来の低水準です。家計消費の低迷に伴って飲料や繊維など非耐久財の生産が落込み、国内新車販売の低迷や輸出の落込みを受けて運輸機器の生産も反落。建設投資の減速に伴って鋼材やセメントなど資本財の生産が鈍化し、機械設備や家具や精製燃料の伸びも落込みました(図2右)。建設業は同+7.1%と前期の+9.7%より減速しました。

サービス部門は同+8.4%と前期の+7.2%より加速しました。家計消費の減速を受けて流通・宿泊・運輸・通信が同+6.0%と前期の+6.9%より鈍化したものの、政府の経常歳出の加速に伴って公共サービス等が同+10.7%と前期の7.5%より上昇し、金融・不動産等も同+9.5%と前期の+7.2%を超過。ノンバンクによる貸出が低迷する一方で、銀行部門の貸出が伸び預貸率が改善したこと等が背景とみられます。

【図3】低下するサービス業PMI(左)、GDP成長率は鈍化(右)



【図4】鈍化する製造業と建設業(左)、追加利下げを織込む市場(右)



● 足元で軟調な景気も今年後半から回復か

4月以降の月次景気指標も軟調であり、4-6月期の成長率も1-3月期と同様に冴えない模様。景気回復は今年半ば以降からとなりそうです。今年後半の成長率は、金融緩和や財政刺激策等の効果の浸透、政治的不透明感の低下を受けた民間投資の回復、前年同期の景気鈍化からの反動(前年低ベース効果)等によって押し上げられる見込みです。

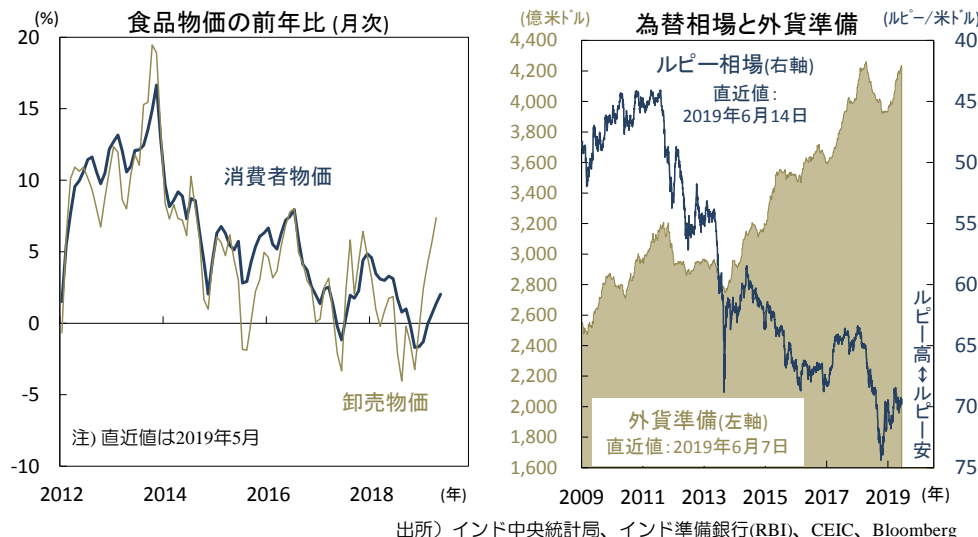
インド準備銀行(RBI)は2月から6月まで3回連続で利下げを実施(図4右)。6月には利下げを行うとともに政策スタンスを中立から緩和的に変更しており、早ければ8月にも追加利下げがあるでしょう。足元ではひっ迫気味の金融環境がこれまでの連続利下げの効果浸透を妨げているものの、例年6-8月には季節的に金融環境が緩和します。RBIが検討中の流動性管理手法の見直しも、政策効果の浸透を助ける可能性があるでしょう。また、現政権は選挙公約に従って農家への所得支援制度と年金制度導入(対象は60歳超)を行う構えであり、GDP比0.5%の支出が実現する見込みです。これに加えて、連邦政府と州政府の剰余金は約1兆ルピーに上り、選挙前に実施できなかった歳出の加速も今後みられるでしょう。緩やかな上昇を始めた食品物価は(図5左)、近年悪化してきた農業部門の交易条件を改善させ同部門の回復を促す見込みです。

● 米ドル買い介入で外貨準備を増強する準備銀行

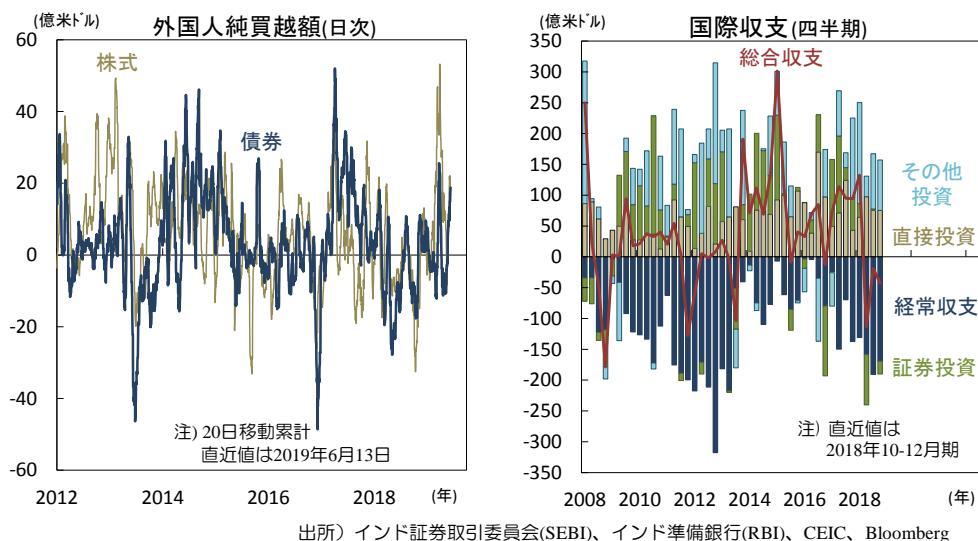
一方、エルニーニョ現象に伴う雨季の雨不足の発生が農業部門に関するリスクです。また、世界景気の減速に伴う輸出の鈍化は、今後も景気の重石となるでしょう。今年度のGDP成長率は+7%前後と昨年度の+6.8%より緩やかに回復すると予想されます。

通貨ルピーは年初より先週14日までに対ドルで+0.04%上昇と(図5右)、主要アジア通貨平均並みの騰落率。総選挙を控え与党の支持率が反転した3月には同+2.3%と堅調であったものの、4-5月は同▲0.8%と軟調でした。総選挙での与党BJPの圧勝と今後の経済改革に伴う中期的な潜在成長力の改善を、市場は既に織込んだ模様。関心は今後の利下げ幅に移っています。外貨準備は年初より5月末にかけて285億ドル増加(図5右)。同期間に株式・債券市場には114億ドルの資本が流入(図6左)、RBIは資本流入局面のドル買い介入で外貨準備を増強しています。米財務省は5月公表の報告書でインドを為替操作監視国リストから除外。当局の介入への心理的な抵抗感は低下したでしょう。4月下旬より低下する原油価格に伴って縮小の見込まれる経常赤字、対中輸出依存度の低さなど米中対立への感応度の低さ等がルピーを支えるものの、当局のドル買い介入が続く中、ルピー相場は当面横ばいで推移すると予想されます。(入村)

【図5】反発する食品物価(左)、外貨準備はルピー高局面で増加(右)



【図6】今年初から5月末にかけて証券市場に114億米ドルが流入(左)



・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