

【インド】出張報告：ノンバンク危機の後遺症に悩む経済、財政健全化期待で国債価格は上昇……………1ページ
【アジア・マーケット・ウォッチ】……………9ページ

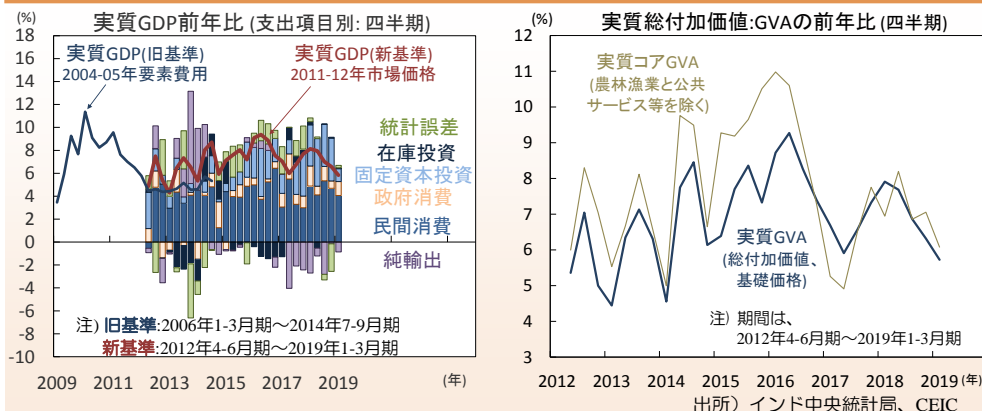
【インド】出張報告：ノンバンク危機の後遺症に悩む経済、財政健全化期待で国債価格は上昇*

● 1-3月期のGDP成長率は約4年ぶりに+6%台割れ

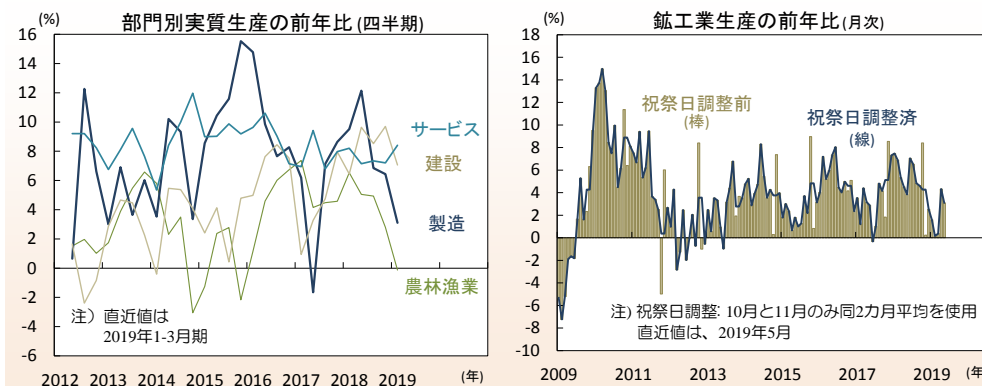
インドの長期国債利回りが足元で大きく低下(価格は上昇)。財政健全化等に伴う需給悪化懸念の後退や追加利下げの期待などが背景です。一方、株価は軟調。景気が悪化しても大規模な刺激策を取ろうとしない政府への失望等が背景とみられます。今後も国債価格は堅調に推移するのか。本稿では、7月上旬にインド(ムンバイ)とシンガポールで行った聞き取り調査に基づき現地と海外の市場参加者の見方を紹介するとともに、今後の相場の動向について考察します。まず、足元の景気動向(1-4頁)を概観した上で、金融政策(4-5頁)、政治動向(5-6頁)、ノンバンク部門の状況などについて分析し(6-7頁)、今後の為替相場と国債市場動向について考察します(7-8頁)。

足元では景気が大きく鈍化。短期的な押下げ要因に加え中期的な押下げ要因もあり、早期の回復は期待できません。短期的な押下げ要因は、(a)4-5月の総選挙前の政治的な不透明感による民間投資の低迷や、(b)年度末の3月にかけて財政赤字抑制目標の達成のために行われた政府歳出の抑制などであり、中期的な押下げ要因は、(c)ノンバンク(NBFC)による貸付の急減や、(d)農村部の困窮など。政府の支援にも関わらず農村部の困窮は容易に解消せず、ノンバンク問題の早期収束の可能性も低いとみられます。1-3月期の実質GDPは前年比+5.8%と前期の+6.6%より減速。成長率の+6%台割れは約4年ぶりです(図1左)。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。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。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1左)。

【図1】固定資本投資が急減速し、民間消費も鈍化(左)



【図2】製造業、建設業、農林漁業等幅広い部門の成長が鈍化(左)



● 固定資本投資が急減速し景気を下押し

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3左)。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。

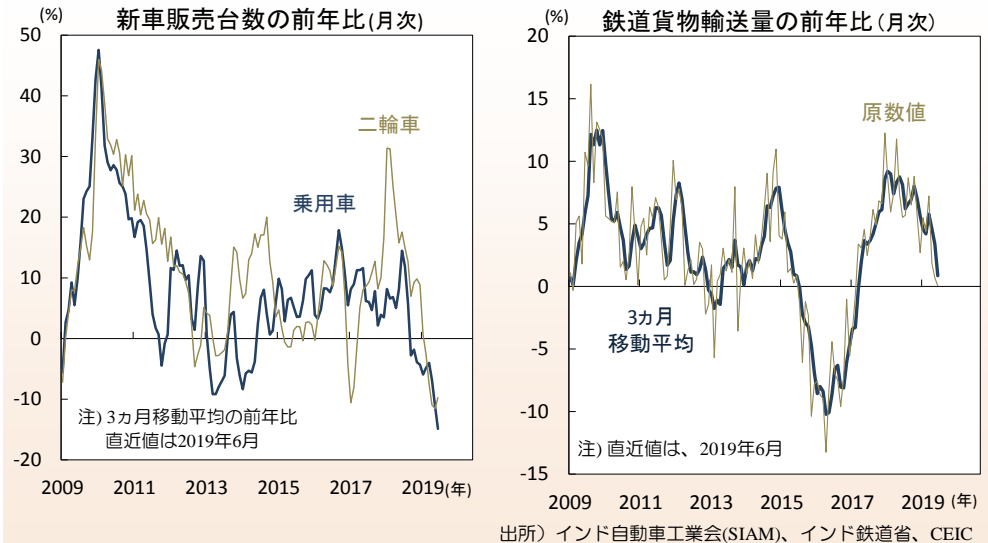
政府消費は前年比+13.1%と前期の+6.5%より加速。連邦政府が財政赤字抑制目標の達成のために経常歳出を抑制した一方、4-5月に下院総選挙を控えて、州政府による歳出が加速したとみられます。固定資本投資は同+3.6%と前期の+11.7%より急減速し、寄与度は+1.1%ptに低下。前期まで5期連続で+3.5%ptを上回る寄与度で成長を支えてきた同投資が減速したことが、今期の成長率を下押ししました(図1左)。財政赤字抑制目標の達成を図る連邦政府が3月末の財政年度末にかけて投資歳出を抑制したことに加え、4-5月の下院総選挙を控えて高まった政治的な不透明感が企業心理を悪化させ投資の先送りを促したとみられます。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(図1左)。

● 内需と外需の減速に伴って製造業が鈍化

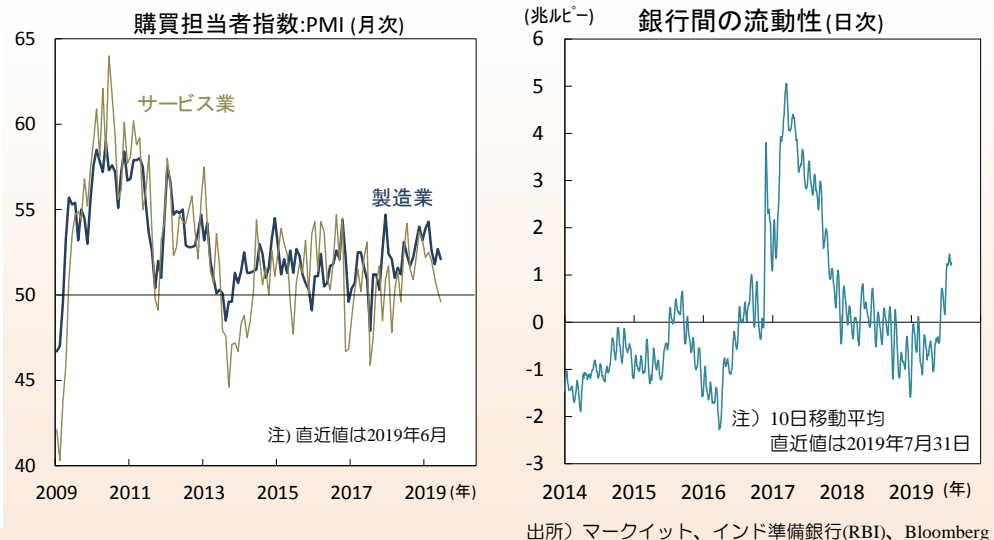
生産側から算出される実質総付加価値(GVA)は、同+5.7%と前期の+6.3%より低下(図1右)。製造業と農林漁業の減速が成長率を押下げ、建設業の伸びの鈍化も重しとなりました。民間部門の動向を反映するコアGVA(農林漁業と公共サービス等を除く)も同+6.1%と前期の+7.1%より大きく鈍化し約2年ぶりの低水準となりました。

農林漁業は同▲0.1%と前期の+2.8%より反落(図2左)。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次速報による)。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。高額紙幣の廃貨に伴う現金不足や物品サービス税(GST)導入に伴う混乱など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するとともに、機械設備や家具や精製燃料の伸びも落込みました。建設業は同+7.1%と前期の+9.7%より減速しました。

【図3】 低迷する新車販売台数(左)、鉄道貨物輸送量も減速(右)



【図4】 サービス部門の景況感が悪化(左)、銀行間流動性のひっ迫は緩和(右)



● 今後は財政金融刺激策で景気は緩やかに回復の見込み

1-3月期のサービス部門生産は同+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同部門の預貸率が改善したこと等が背景とみられます。

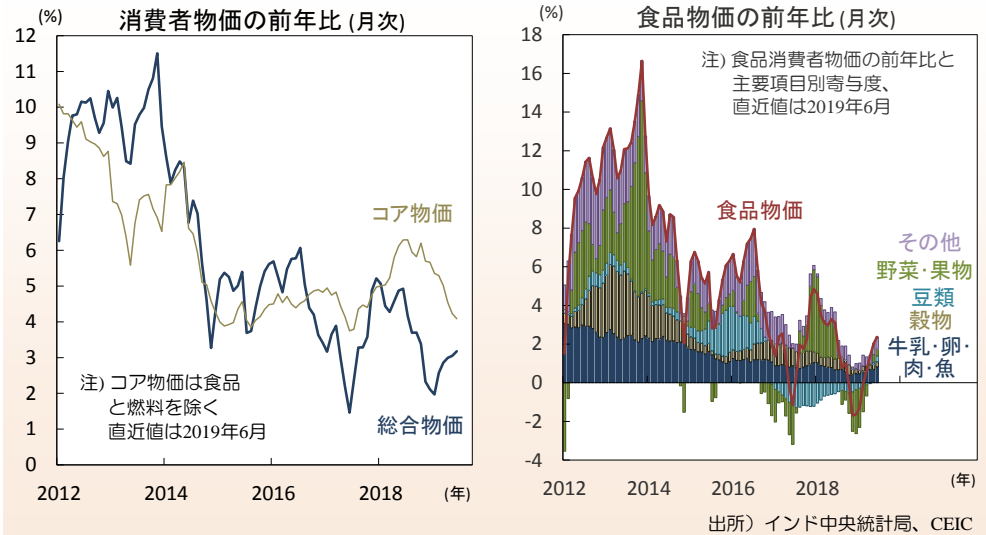
4月以降の月次景気指標も軟調であり(図2右、図3、図4左)、4-6月期のGDP成長率も1-3月期と同様に冴えない模様です。景気回復が始まるのは、早くとも今年半ば以降と思われる。今年後半の成長率は、金融緩和や財政刺激策等の効果の浸透、政治的不透明感の低下を受けた民間投資の回復、前年同期の景気鈍化からの反動(前年低ベース効果)等によって押し上げられる見込みです。今後は、ひっ迫気味であった金融環境の緩和が(図4右)、連続利下げの効果の浸透を促すでしょう。また、現政権は選挙公約に従って農家への所得支援制度と年金制度導入(対象は60歳超)を行う構えであり、GDP比0.5%の支出が実現する見込み。これに加えて、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実現すると考えられます。

● 今年度の成長率は+7%前後と引続き軟調か

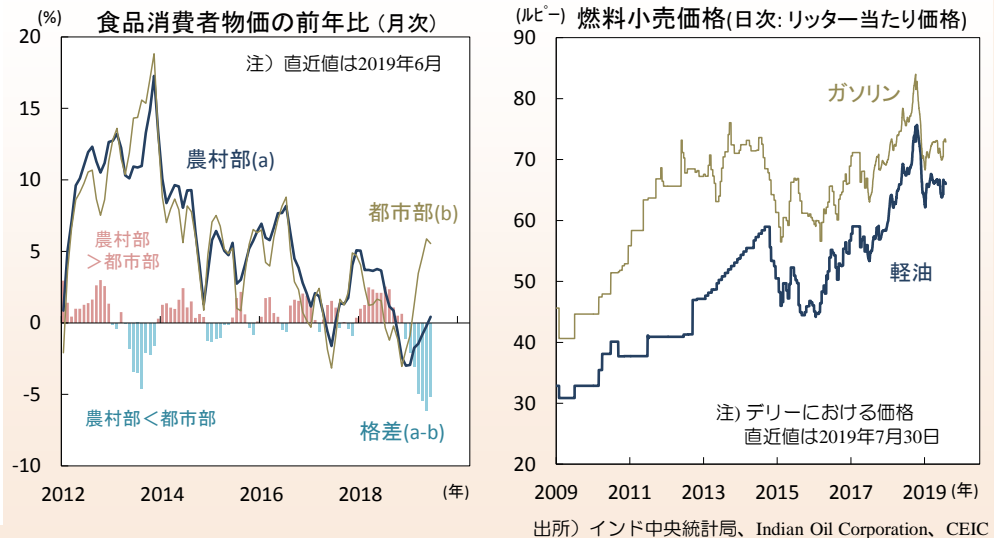
緩やかな上昇を始めた食品物価は、近年悪化した農業部門の交易条件を改善させ同部門の回復を促す見込み。エルニーニョ現象に伴う雨不足の発生が農業部門に関するリスクであるものの、雨季入り直後に低迷した降雨量は主要作物の作付けが本格化する7月初より徐々に回復しており、同リスクは低下しています。一方、世界景気の減速に伴う輸出の鈍化は、今後も景気の重石となるでしょう。今年度のGDP成長率は+7%前後と昨年度の+6.8%より回復しつつ依然として潜在成長率を下回ると予想されます。

足元の物価は落ち着いています。6月の総合消費者物価は前年比+3.2%と前月の+3.0%より上昇しつつ、11カ月連続で物価目標中央値の4%を下回りました。総合物価が6カ月連続で上昇する一方で、食品と燃料を除くコア物価は8カ月連続で低下。高止まっていたコア物価と低迷を続けた総合物価は収れんしつつあります(図5左)。景気が低迷する中でのコア物価の上昇は、農村部での教育や医療関連物価の上昇など行政措置等に伴う一時的なもの。一方、総合物価の鈍化は食品の低迷によるものでした。食品物価は昨年末より上昇に転じました(図5右)。6月の食品物価は同+2.4%と前月の+2.0%より加速。豆類や穀物が上昇し、魚・肉・卵・乳製品など高タンパク食品も伸びました。

【図5】コア物価は鈍化、総合物価と食品物価は上昇



【図6】低迷していた農村部の食品価格は足元で底打ち(左)



● 消費者物価上昇率は年末年始にかけ+4%前後まで上昇か

低迷していた農村部の食品物価が上昇する一方で、上昇を続けた都市部の同物価には頭打ちの兆しが見えるなど、地域ごとのばらつきは収れんしつつあります(図6左)。燃料は前年比+2.3%と前月の+2.5%より低下。落ち着いた燃料小売価格によるものの(図6右)、今後は燃料税引上げに伴う上昇が見込まれます。コア物価は前年比+4.1%と前月の+4.2%より低下。農村部を中心に高止まっていた保健や教育物価が今年初めに比べ緩やかに低下し、衣服・履物や運輸・通信も鈍化、住居関連は横ばいでした。

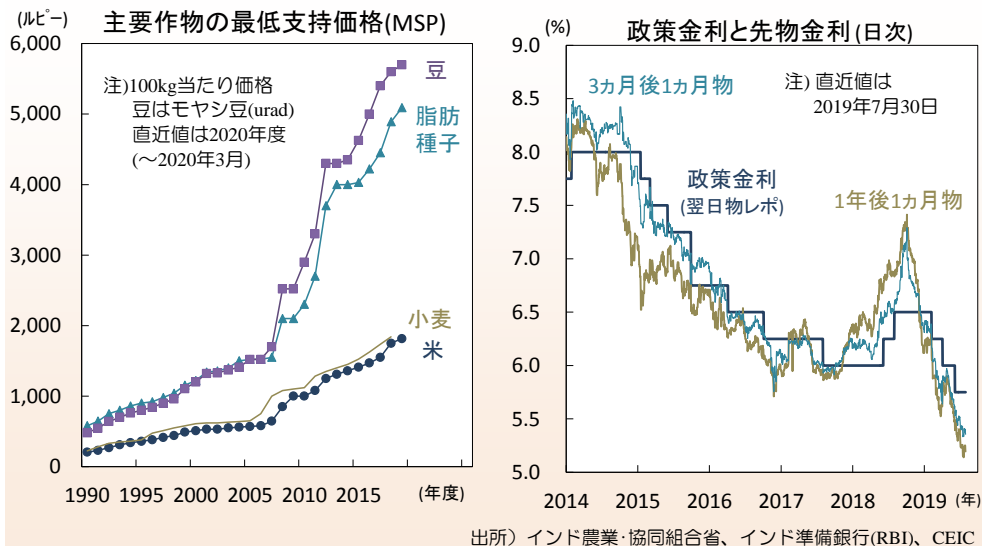
今後も、景気回復が緩やかなものに留まり、一時的な押し上げ要因もはく落する中で、コア物価は低下を続けるでしょう。食品物価については雨不足による上昇のリスクが残るものの、雨不足は足元で緩和。雨季入り後の累積降雨量は7月末時点で前年比▲11%と6月末時点の▲33%より改善し、7月26日時点の作付面積も前年比▲7%と6月末時点の▲25%より回復しています。また、政府が穀物備蓄の放出を始めたこと、今年度のコメの最低支持価格(MSP)の伸びが前年比+3.7%に抑えられたことも(前年度:+12.9%)、食品物価の上昇を抑えるとみられます(図7左)。総合物価の前年比は当面+3%前半で推移した後、年末年始にかけて+4%前後に上昇すると予想されます。

● 3回連続で利下げを行い政策スタンスを「緩和的」に変更

穏やかな物価の下で景気が低迷を続ける中、インド準備銀行(RBI)は今年初より利下げを開始。低迷する景気を金融面から支えようとしています。6月6日、RBIの金融政策委員会(MPC)は政策金利を6%から5.75%に引下げ。利下げは3回連続です(図7右)。

今回の決定で注目されるのは、(a)政策スタンスが「中立」から「緩和的」に修正され今後の追加利下げが示唆されたこと、(b)今年2月の利下げ開始以降初の全会一致の利下げとなり景気刺激の重要性がMPC参加者間で共有されたとみられることです(図8)。RBIは今年度の経済成長率見通しを前回の+7.2%から+7.0%に引下げました。声明は、前回会合時に比べマイナスの産出ギャップが更に拡大するなど、成長の勢いは著しく弱まっていると指摘。投資が急減速したことや民間消費の鈍化が続いていることは懸念だとしました。声明は、物価の見通しは目標を下回っており、民間投資を再活性化するなど総需要を刺激し景気下振れ懸念に対応する余地がある、と今回の利下げの意図を説明しました。また、声明はこれまでの累積利下げの効果が十分に浸透していないことも問題視。4月までに累計0.5%ptの利下げをした後も、銀行の新規融資の平均金利は0.21%ptしか下がらず、既存融資の同金利は0.04%pt上昇したと指摘しました。

【図7】作物の最低支持の伸びを抑制(左)、3回連続で利下げを実施(右)



【図8】6月の利下げは、年初来初の全会一致で決定

金融政策委員会(MPC)の決定と政策委員の投票結果

政策決定 / 政策委員	2016年		2017年				2018年				2019年						
	10月	12月	2月	4月	6月	8月	10月	12月	2月	4月	6月	8月	10月	12月	2月	4月	6月
決定																	
政策金利(%)	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.25	6.50	6.50	6.50	6.25	6.00	5.75
変更/維持	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→	→	↑	↑	→	→	↓	↓	↓
内部委員																	
ウルジット・パテル	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→	→	↑	↑	→	→	-	-	-
ヴィラル・アチャルヤ	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→	→	↑	↑	→	→	→	→	↓
マイケル・パトラ	↓	→	→	→	→	→	→	→	→	↑	↑	↑	→	→	↓	↓	↓
シャクティカンタ・ダス	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	↓	↓	↓
外部委員																	
チェタン・ガート	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→	→	↑	↑	↑	→	→	→	↓
パミ・ドゥア	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→	→	↑	↑	→	→	↓	↓	↓
ラヴィンドラ・ドラキア	↓	→	→	→	↓	↓	↓	↓	↓	→	→	↑	→	→	↓	↓	↓

注) →:据置き, ↑:0.25%pt引上げ, ↓:0.25%pt引下げ, ↓↓:0.5%pt引下げ

出所) インド準備銀行(RBI)、CEIC

● 今後も来年初までに計2回の利下げを実施か

RBIの声明は、4-5月にマイナスであった銀行間の流動性(▲3,000~7,000億ルピー)が6月には+6,600億ルピーのプラスになったと指摘。RBIは4月に期間3年の為替スワップで3,487億ルピー、5月に国債買取オペで2,500億ルピーの流動性を市場に供給しています。銀行間の流動性がプラスとなったことに伴って(図4右)、今後は政策金利低下の影響がより早く波及することを期待している模様です。

6月の会合以降、前述の通り雨不足が緩和したことに伴って食品物価上昇のリスクは低下しました。また、7月初公表の予算案は財政赤字の抑制を目指しており、景気が低迷する中で大規模な財政刺激策が導入され赤字が拡大するという懸念も解消。RBIにとって追加利下げを行いやすい環境が整ったとみられます。第2次モディ政権で財務相に就任したニルマラ・シタラマン氏は7月5日に今年度予算案(～2020年3月)を公表(図9)。国有銀行への資本注入(7,000億ルピー)やインフラ投資の強化などを盛り込みつつも、財政赤字のGDP比を3.3%と前年度(改定見込)の3.4%に抑え、ルピー建て長期国債の発行額も抑制しました。RBIは、次回8月7日のMPCで政策金利を5.5%に引下げ、来年初までの間に更に同金利を5.25%へと下げると予想されます。

● 側近が主要閣僚に就任、モディ首相の政治基盤が強固に

4-5月の総選挙を経て誕生した第2期モディ政権では、第1期政権に参加したインド人民党(BJP)重鎮のアルン・ジャイトリー財務相とスシュマ・スワラジ外務相が健康上の理由で退任。注目された財務相には、前述の通りシタラマン前防衛相が就任しました。同氏はジャイトリー前財務相と親密であり、今年度予算案を見る限り、市場が期待したとおり前財務相の慎重な財政運営方針を引き継いだ模様です。

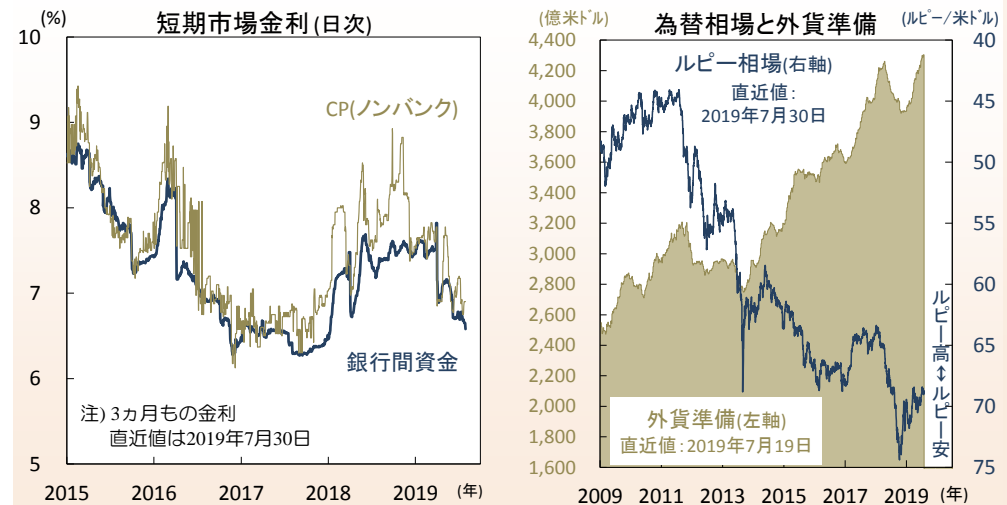
今回の組閣で最も注目されたのは、アミット・シャーBJP総裁の初入閣。同氏はグジャラート(GJ)州首相時代のモディ首相を支えてきた側近であり、同氏が内務相に就いたことによって首相の政治基盤が一層強固になったとの見方が広く共有されています。閣内の地位は、1位:モディ首相、2位:シャー内務相、3位:ラーシナート・シン防衛相の順であり、シャー氏は事実上の副首相との指摘も聞かれました。なお、シタラマン新財務相はBJP党員歴が10年余りと短く、下院議員でなく上院議員であるなど、政治家としては軽量級。このため、経済・財政政策の運営に対してはシャー内務相(証券会社勤務歴があり小規模な銀行の取締役を務めたこともあるなど経済や金融に明るい模様)や首相府が強い影響を及ぼすのではないかとの見方もあるようです。

【図9】今年度予算案の財政赤字はGDP比3.3%と前年度より縮小

年度	2011-12	2012-13	2013-14	2014-15	2015-16	2016-17	2017-18	2018-19	2019-20
単位: 兆ルピー									
実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	改定見込	予算案
総歳入(a)	7.88	9.20	10.57	11.53	12.58	14.40	15.51	18.23	20.83
税収	6.30	7.42	8.16	9.04	9.44	11.01	12.43	14.84	16.50
民営化収入等	0.18	0.26	0.29	0.38	0.42	0.48	1.00	0.80	1.05
総歳出(b)	13.04	14.10	15.59	16.64	17.91	19.75	21.42	24.57	27.86
経常歳出	11.46	12.44	13.72	14.67	15.38	16.91	18.79	21.41	24.48
内)利払	2.73	3.13	3.74	4.02	4.42	4.81	5.29	5.88	6.61
内)補助金	2.18	2.57	2.55	2.58	2.42	2.03	2.24	2.99	3.39
資本歳出	1.59	1.67	1.88	1.97	2.53	2.85	2.63	3.17	3.39
財政収支(a-b)	-5.16	-4.90	-5.03	-5.11	-5.33	-5.36	-5.91	-6.34	-7.04
市場調達純額	4.36	4.67	4.54	4.45	4.04	3.47	4.10	4.23	4.23
GDP比: %									
総歳入(a)	8.8	9.1	9.3	9.2	9.3	9.5	9.1	9.7	9.9
税収	7.0	7.3	7.2	7.2	7.0	7.3	7.3	7.9	7.8
民営化収入等	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.6	0.4	0.5
総歳出(b)	14.5	13.9	13.7	13.3	13.2	13.0	12.5	13.0	13.2
経常歳出	12.7	12.3	12.1	11.7	11.3	11.1	11.0	11.4	11.6
内)利払	3.0	3.1	3.3	3.2	3.3	3.2	3.1	3.1	3.1
内)補助金	2.4	2.5	2.2	2.1	1.8	1.3	1.3	1.6	1.6
資本歳出	1.8	1.7	1.7	1.6	1.9	1.9	1.5	1.7	1.6
財政収支(a-b)	-5.7	-4.8	-4.4	-4.1	-3.9	-3.5	-3.5	-3.4	-3.3

出所) インド財務省

【図10】ノンバンクの調達金利上昇は一巡(左)、底堅いルピー相場(右)



出所) インド準備銀行(RBI)、Bloomberg

● 今後は物品サービス税制や破産法関連の改革が課題

総選挙で圧勝し求心力を高めた現政権は、1期目を実現した物品サービス税(GST)導入や破産法改正について制度の定着に向けた改善に取組むとみられます。複雑なGST税率の簡素化や課税対象外品目の縮小、判事数の不足などによって機能不全となっている破産処理の改善などが急務との指摘が広く聞かれました。

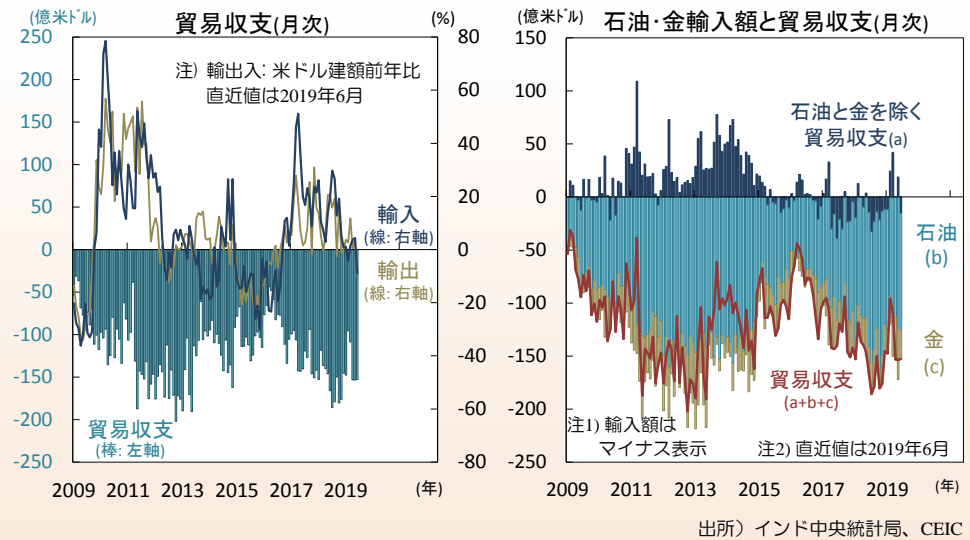
昨年11月より表面化したノンバンクの経営危機に関しては、最悪期を越え市場は安定しつつあるものの、同部門縮小による景気への下押し圧力は残っている模様です。近年のノンバンクによる与信の急成長は、(a)中小規模の国有銀行の融資の低迷という需要側の要因と、(b)銀行間流動性の緩和に伴うノンバンクの資金調達の活発化という供給側の要因が背景。中小規模の国有銀行は、多額の不良債権を抱えたため、2017年半ば以降当局より相次いで早期是正措置(PCA)を発動されたため新規融資が困難となり、同銀行部門からの借り手はノンバンクからの融資に依存することになりました。また、2016年11月の高額紙幣の廃貨に伴って、銀行部門に多額の預金が積み上がり銀行間市場の流動性が緩和。銀行部門はノンバンクへの貸付を積極化し、市場金利の低下に悩んだ投資信託も高金利のノンバンク債券の購入をこぞって増やしました。

● 昨年10月に表面化したノンバンク危機はひとまず収束

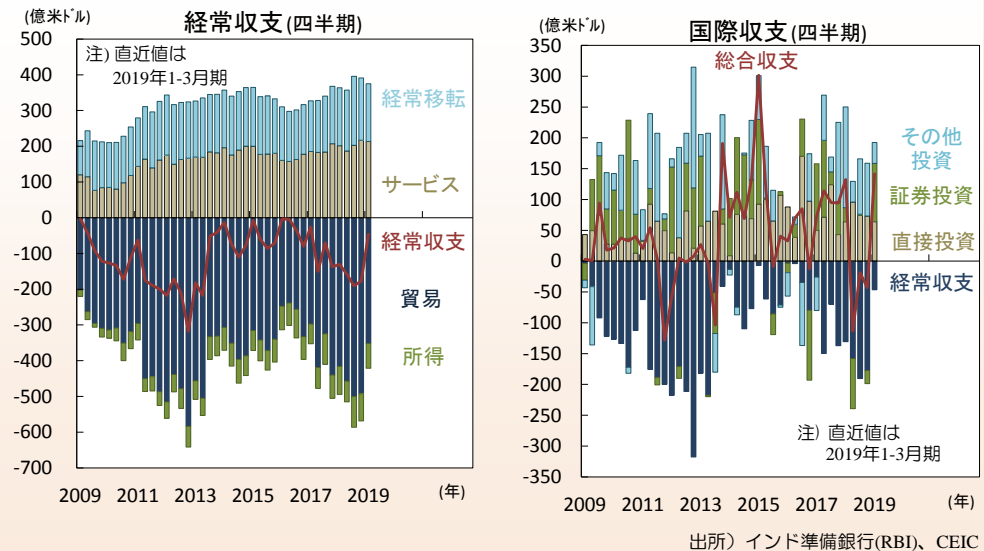
2017年9月頃には銀行間の流動性が正常化。国際原油価格の上昇に伴うインフレ懸念から国債利回りは上昇し、2018年半ばからはRBIが利上げを開始しました。ノンバンクの調達金利が上昇するとともに借入期間も短期化。ノンバンク社債の買い手であった投資信託は、短期のCPIにしか投資しなくなりました。この結果、同部門のバランスシートには短期調達/中期貸付という期間のミスマッチが生じていました。

こうした中で、2018年11月にインフラ金融を専業とするノンバンクIL&FSが社債利払いを停止。同社の国内格付けが直前まで最上位(AAA)であり、銀行や投資信託は多額の与信を行ったものの、同社は多数の子会社を有し事業の実態は不透明な面がありました。市場はパニックに陥り、ほぼ全てのノンバンクが新規借入を受けられなくなったため、流動性不足による連鎖破綻の懸念も浮上。なお、銀行に比べ規制の緩やかなノンバンク部門には一部の大手企業と多数の中小企業が存在し、住宅融資、自動車融資、個人融資、企業融資、マイクロファイナンスなど多様な部門で事業を展開しています。市場のパニックが終息するとともに、貸し手である銀行や投資信託は健全なノンバンクとそれ以外を識別するようになり、事態は沈静化しつつある模様です(図10左)。

【図11】輸出入とも低迷し、貿易赤字が足元で拡大(左)



【図12】1-3月期には経常赤字が縮小し、国際収支が4期ぶりに黒字に



● 不動産開発部門向け不良債権増加の懸念も浮上

大手外銀アナリストによれば、現在も資金調達に困難なノンバンクは資産ベースで2割程度とのこと。調達環境の悪化を受けて彼らの多くが新規与信を抑制。増資やプライベート・エクイティへの資産売却等を行う動きも見られ、同部門のリスクは低下しています。金融監督を行うRBIは、一定規模以上のノンバンクに対して流動性カバレッジ比率規制を導入すべく検討を開始。一方、一部の市場参加者が求めた同部門向けの流動性供給制度は設置されていません。今回面談したRBI高官は、優良な先はCPや社債発行が可能になっており、モラル・ハザードを招きかねない流動性支援制度は不要との立場。なお、ノンバンクの与信が低迷する一方で銀行の与信は伸びているものの、ノンバンクに依存していた企業の資金需要を完全にカバーすることは難しい模様です。

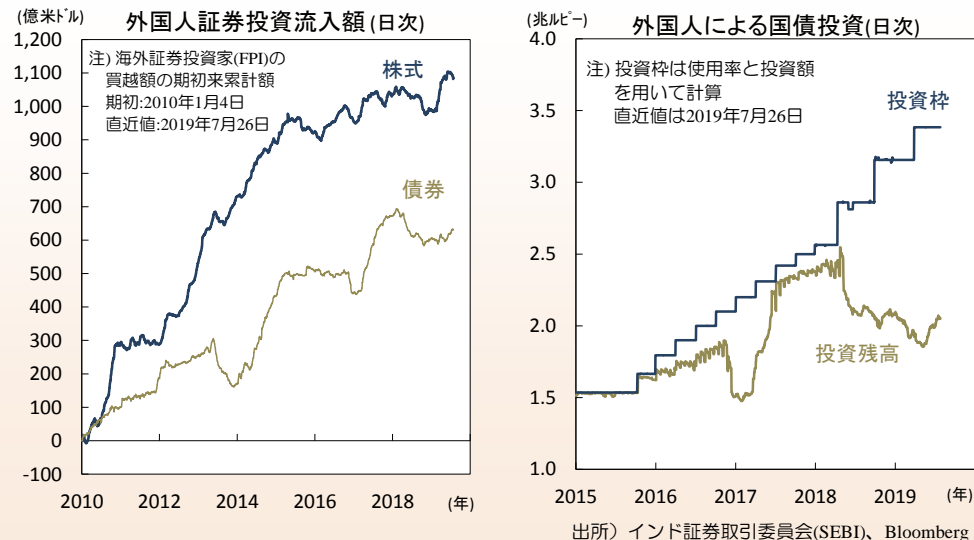
貸付ブーム期には、不動産開発部門に対して一部のノンバンクが節度に欠ける融資攻勢をかけており、同部門の不良債権の蓄積が懸念されていました。同部門は多額の取引も現金で決済、汚職と闇資金取引と資金洗浄の温床とされてきたため、現政権は同部門への規制を強化し2016年には不動産規制・開発法(RERA)を施行。同年の高額紙幣廃貨や、2017年のGST導入も同部門の事業にマイナスの影響を与えました。

● 直接投資資本流入の加速がルピー相場の支援材料

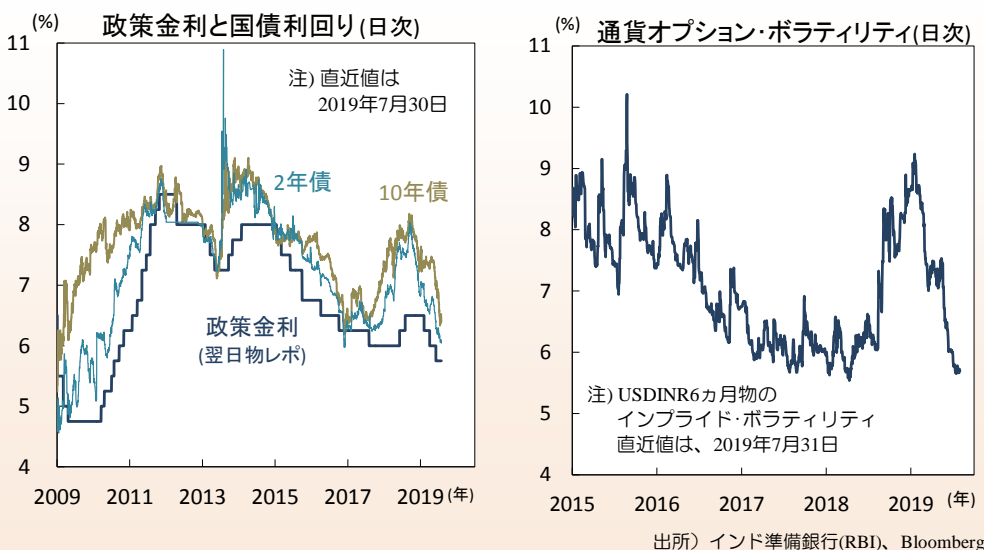
3-4年前には不良債権が集中する部門といえば電力等のインフラ部門や鉄鋼等の製造業。しかし、こうした部門の不良債権処理は徐々に進みつつあり、今後問題が顕在化するのには不動産開発部門であろうとの指摘が市場参加者や当局者から聞かれました。

ルピーは年初から7月末にかけて対米ドルで+1.4%上昇と、主要新興国平均並みの騰落率。1-2月は総選挙を控えた政治的不透明感等を受けて低迷し、3月は与党BJPの支持率の急回復を歓迎し反発。4-5月は材料出尽くし感もあり横ばいで推移し、6-7月は米金融当局のハト派化と高金利国への資本流入に助けられ対米ドルで上昇しました。今後のルピーに関しては、相場の支援要因と制約要因が拮抗しているためレンジ内で横ばい推移を予想する市場参加者が多数。ルピー支援要因は、(a)直接投資資本の流入、(b)債券投資資本の流入などで、制約要因は、(c)景気と株式投資資本流入の低迷、(d)資本流入時のドル買い介入を活発化するRBIの姿勢などです。(a)直接投資資本の流入に関しては、下院総選挙の終了に伴う政治的不透明感の低下がこれまで様子見姿勢であった海外企業の投資意欲を高めるであろうこと、今年度予算に製造業部門の直接投資を促すための税制優遇が盛り込まれたこと等がこれを促す見込みです。

【図13】予算案公表後は株式投資資本が流出し、債券投資資本が流入(左)



【図14】10年債利回りは急低下(左)、ルピーの予想変動性も低下(右)



● 株式投資資本の低迷と当局の為替介入がルピーの重しに

一方、(b)債券投資資本の流入に関しては、今年度予算案が財政赤字抑制を志向し、かつ調達額の1割程度を外貨建て国債発行で賄う方針を盛込んだため、財政悪化に伴う自国通貨建て長期国債増発の懸念が後退したことや、追加利下げの見通しが強まっていることが支援材料。海外投資家による国債保有比率は現在3.8%と投資上限の6%まで余裕があり(図13右)、高金利の新興国債への資本流入の動きも追い風です。当局が同国債のユーロクリア決済の実現に向けて取組んでいることも支援要因といえます。

(c)景気と株式投資資本流入の低迷に関しては、上記予算案に大規模な内需刺激策が盛り込まなかったことに海外投資家は失望。同国株式は既に割高であり、高水準の企業収益見通しも今後下方修正される見込みです。海外投資家の一部に対する長期キャピタルゲイン税率が引上げられたこともマイナス材料です。(d)RBIによるドル買い介入は年初より加速し、外貨準備は年初より6月末にかけて約343億ドル増加。証券投資流入局面では、将来の流出に備え外貨準備の増強が行われている模様です。今年5月に米財務省が公表した為替政策報告書は、同国を監視リストから除外。外貨準備の増加を伴う直物ドル買い介入に対する当局の心理的な抵抗感は低下したとみられます。

● 国債需給悪化懸念後退と利下げ期待で長期金利は低下

内外の市場参加者の多くは、長期国債利回りが今後一層低下すると予想していました。現在は、10年債利回りが政策金利を上回る一方(図14左)、10年以降の利回りはほぼ平坦。この背景には、10年債の増発懸念と銀行による国債投資の低迷があった模様です。10年債の増発懸念は、歳入の低迷や農村部支援策の必要に伴う財政悪化が背景。一方、投資家需要に関しては、期間10年超を好む国内の年金や生命保険の需要が旺盛。一方、期間10年以内の国債の主要な投資家である国内銀行が、2018年の金利上昇時の損失の経験等から金利変動リスクを嫌い国債投資を手控えていることが背景です。

政府は7月5日に公表した予算で、今年度(～2020年3月)の連邦財政赤字のGDP比を3.3%と総選挙前に公表された暫定予算の3.4%より圧縮し、来年度赤字目標は同3.0%とする方針を公表。楽観的な歳入見通しなど予算前提には疑問もあるものの、景気が悪化するなかでも消費刺激策等を封印し財政赤字縮小の方針を堅持した予算に対する債券市場参加者の評価は概ね好意的でした。財政赤字圧縮と外貨建て国債発行計画もあり、ルピー建て10年国債増発による需給悪化懸念は後退。RBIによる追加利下げの見通しも加わり、長期金利はここから一段の低下が予想されます。(入村)

【図15】ムンバイ出張時の撮影写真より(1)



- 左上: インド準備銀行(RBI)壁面のエンブレム
- 左下: 旧市街チャーチゲイト駅ホームに停車中の列車
- 右上: 上記駅構内の注意書きは迷惑行為への罰金額を記載

出所: 筆者撮影

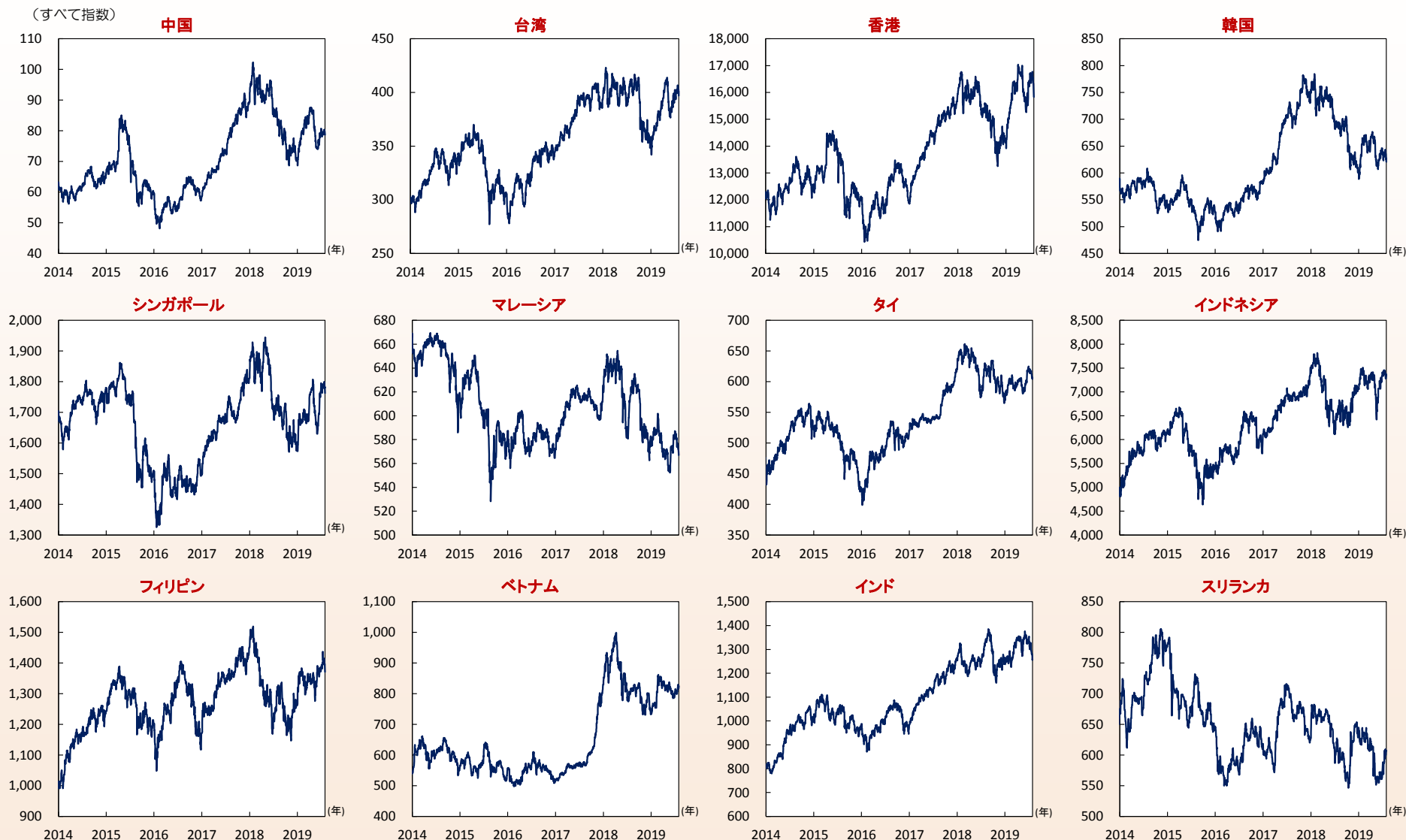
【図16】ムンバイ出張時の撮影写真より(2)



- 左上: 旧市街の軽食堂(立食)
- 左下: 夕刻の新市外オフィスビル入口で車を待つ会社員たち(現地訪問した7月上旬は雨季)
- 右上: ムンバイ国際空港の第2ターミナル

出所: 筆者撮影

【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

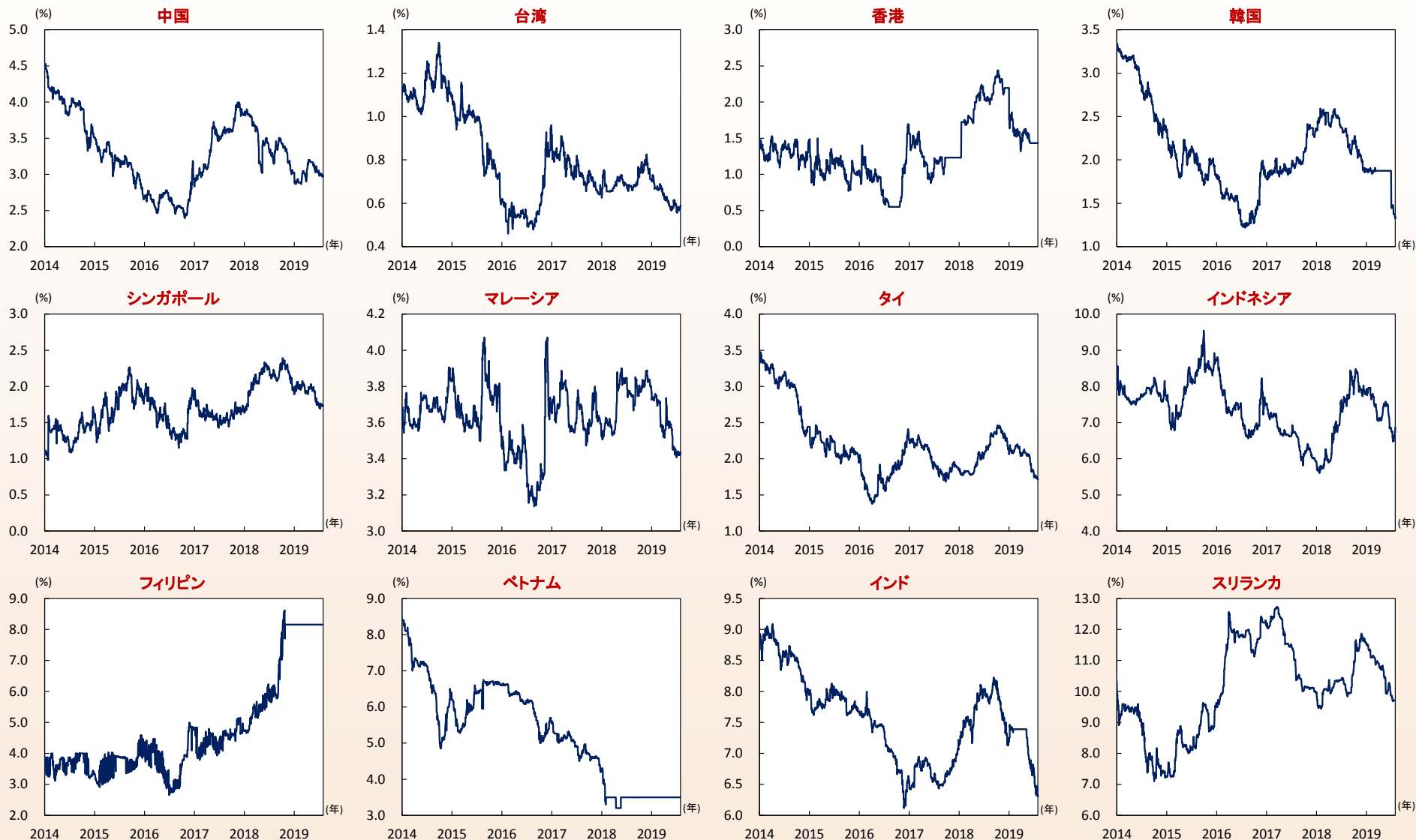


注1) 直近値は、2019年7月31日。

注2) ベトナムとスリランカはMSCIフロンティア・マーケット インデックス、その他はMSCI オールカントリー・ワールド インデックスの国別指数（現地通貨ベース、配当込み）。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2019年7月31日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【アジア・マーケット・ウォッチ】(3)アジア通貨の対ドル相場

中国元



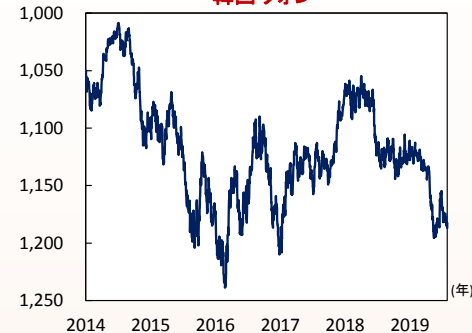
台湾ドル



香港ドル



韓国ウォン

アジア通貨高
ドル安アジア通貨安
ドル高

シンガポール・ドル



マレーシア・リンギ



タイ・バーツ



インドネシア・ルピア

アジア通貨高
ドル安アジア通貨安
ドル高

フィリピン・ペソ



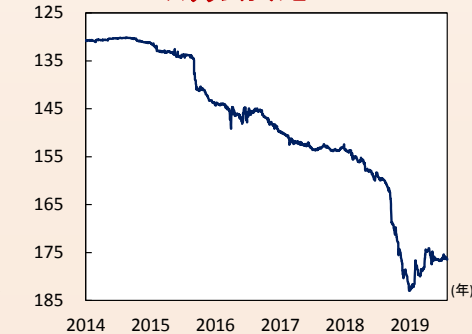
ベトナム・ドン



インド・ルピー



スリランカ・ルピー

アジア通貨高
ドル安アジア通貨安
ドル高

注) 単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2019年7月31日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

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。本資料は、投資勧誘を目的とする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。（作成基準日: 2019年8月1日）
- 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いません。
- 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。

本資料中で使用している指数について

MSCI オールカントリー・ワールド インデックス、MSCI エモフィア・マーケット インデックスに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



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