

## (アジア新興国経済)：利下げ局面の終了が近づくインド

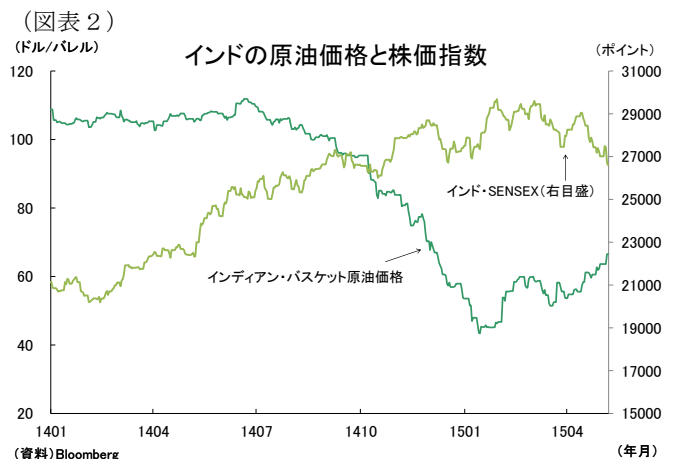
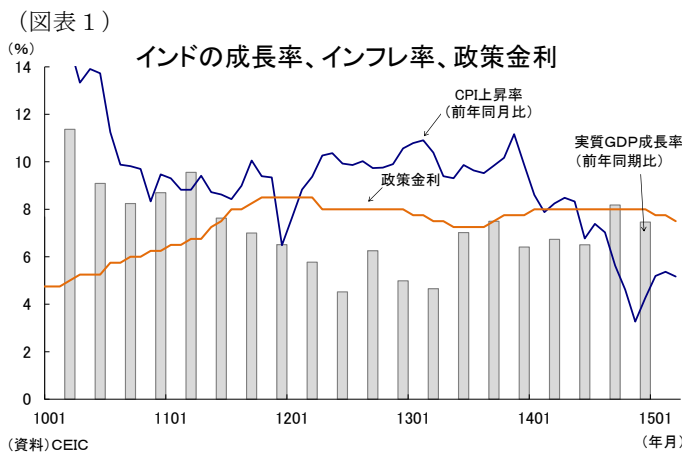
昨年の原油価格の下落は、インドの高インフレを和らげ、金融引き締め策の緩和が可能になるなど経済の追い風となった。しかし、足元では原油価格の底入れやモンスーン期の雨不足予報などから、先行きの利下げ余地には限りが見える。インドの株式市場は期待と実態の乖離が意識され始めており、更なる株高には実体経済の回復と構造改革の進展が求められている。

インド経済はここ数年、高インフレがGDPの6割を占める個人消費の足枷となり、インフレ抑制のための金融引締め策が投資を鈍化させ、景気回復力の乏しい状況が続いてきた(図表1)。しかし、昨年後半からの原油価格の下落は高インフレと高金利に悩む状況を一変させた。

消費者物価指数は昨年8月の前年比7.7%上昇から今年3月の同5.2%上昇まで低下しており、インド準備銀行(中央銀行)が昨年1月に示した「2016年1月までに6%」とする政策目標を既に下回っている。また、家計の1年後の予想インフレ率は、昨年9月の12.7%から今年3月には9.1%まで低下した。さらに、2月に公表された2015-16年度政府予算案においては、燃料補助金削減と燃料税増税を主因とした財政赤字の縮小に加えて、中央から地方への財源移転拡大によって州政府レベルの財政改革にも進展が見られた。

中央銀行は、昨年12月に示した利下げのための要件(インフレ率およびインフレ期待の低下、財政健全化)が進展したことを受けて、1月と3月に開催した臨時会合では政策金利(レポレート)を0.25%ずつ引き下げ、2月の定例会合では法定流動性比率(SLR)を0.5%引き下げ21.5%とした。4月7日の定例会合では、政策金利は据え置かれたが、中央銀行は「金融政策の緩和的スタンスを維持する」としており、今後の利下げの可能性を残している。3~4月にかけて見舞われた季節外れの大雨によるインフレ圧力が小さいと判断された場合、もう一段の利下げが見込まれる。

しかし、4月に入って原油価格は底入れ感が強まっている。インディアン・バスケット原油価格は4月末に1バレル63.6ドルと、今年最高値を更新した(図表2)。1月中旬に43ドル台まで下落した水準に比べると5割程度上昇したことになる。また、インド政府は、昨年10月にガソリン価格に続いて軽油価格を自由化しており、原油価格に対するインフレ率の感応度は



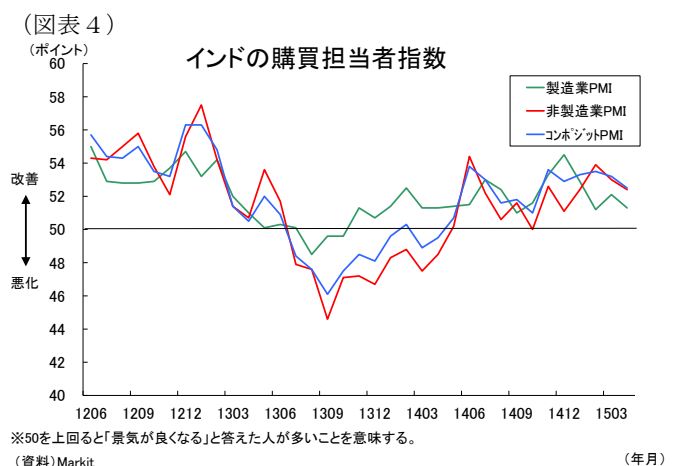
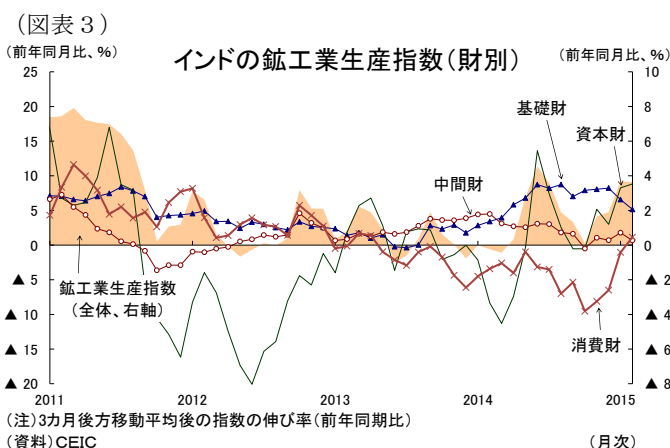
これまで以上に強まっているだけに、原油価格の動向には注意が必要だ。

また先行きは雨不足によるインフレ圧力が掛かる可能性が高い。インド気象局は4月に6～9月の南西モンスーンの見通しを発表し、今年は長期平均降水量(LPA)が93%となり、通常の96～104%を下回るとの予測を示した。灌漑設備が十分に整っていないインドでは、雨不足が食料インフレの高騰を招く可能性がある。さらに9月以降は、去年の物価下落の反動(ベース効果)や米国の利上げも見込まれ、夏以降に金融緩和に踏み切る可能性は低そうだ。

利下げ局面終了ともなれば、金融市場への影響は大きい。インド株は昨年5月の総選挙を前に新政権による成長期待で上昇トレンドに入り、昨秋以降は原油安による高インフレの沈静化と金融緩和への期待、そして大統領令による構造改革の前倒しなどが株価をサポートしてきた(図表2)。しかし、年明け以降は低調な企業業績を受けて期待と実態の乖離が意識され、株高は一服したように見える。この上、中央銀行の先行きの追加利下げ期待が剥落すると、インド株の調整局面が長引く恐れがある。

インド株が再び上昇トレンドに入るには、実体経済の回復と構造改革の進展が求められる。実体経済については、まず2月の鉱工業生産指数が前年同月比5.0%増と4ヵ月連続のプラスを記録したほか、4月の製造業PMIも景況の改善と悪化の節目を示す50を18ヵ月連続で上回っている点は好材料と言える(図表3・4)。また今後は2015-16年度予算で増額された公共投資が執行され、年明け以降の利下げ効果で民間投資の拡大も見込まれる。これがインド政府の掲げる「メイク・イン・インド」の進展と評価されれば、株価上昇に繋がるだろう。

一方、構造改革については、GST(物品・サービス税)の導入や土地収用法の改正、解雇規制の緩和などの重要課題は、野党が多数派を占める上院と州政府の反対に遭っており、この上院や州政府との「ねじれ」の構造は少なくとも2年ほどは続くと思われる。従って、この厳しい状況を乗り越え、政府が構造改革を進展できれば株価上昇に繋がるものの、進展させられないままだと「期待はずれ」と見なされて株価の下押し圧力となる。利下げ余地が限られ、構造改革が見込みにくいなか、実体経済の回復によってどれだけ株価を下支えられるのか、株式市場に流入する投資マネーは期待を実現に導く一因であるだけにインド株の動向に注目したい。



(齊藤 誠)