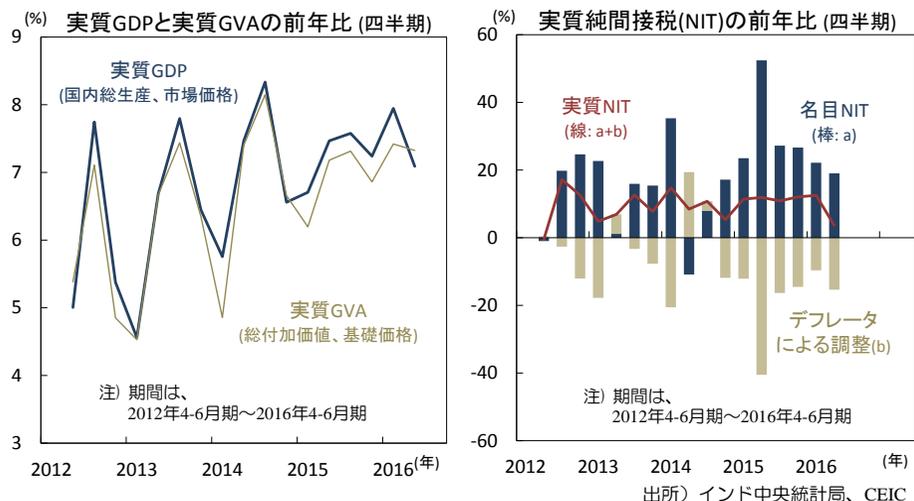


インド:4-6月期の景気減速はGDP統計の歪みによる誇張なのか

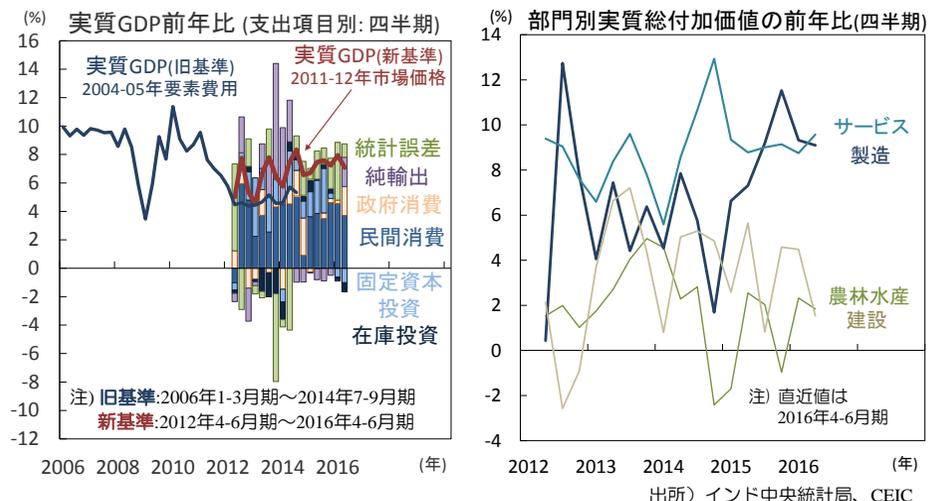
【図1】GDP成長率が急減速する一方、GVAはほぼ横ばいの伸び(左)



先週31日、インド政府は4-6月期の実質GDPが前年比+7.1%と前期の+7.9%より大きく減速したことを公表(図1左)。同成長率は市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.6%を下回り、市場参加者の間では予想外の成長率の鈍化への懸念が広まりました。

しかし、今回のGDP成長率の低下は統計の歪みで押し上げられた前期からの反動によるものであり、景気は大きく減速していないとみられます。GDPは、生産側から算出される総付加価値(GVA)に純間接税(NIT: 間接税マイナス補助金)を加えて計算。今回のGDPの伸び率低下は、NITの急減速によります。4-6月期には、間接税収の伸びが鈍化し、新年度入りに伴って前年度の未実行額も含めて補助金の給付が加速。この結果、名目NITの前年比は+19.0%と前期の+22.2%より鈍化しました。加えて、NITデフレータが前年比+14.8%と前期の+8.6%より上昇。新年度予算における間接税率の引上げ(農業、インフラ、高級車、環境税等)が反映されたことによります。デフレータの上昇に伴って実質NITが押し下げられ、同+3.6%と前期の+12.5%より急減速しました(図1右)。

【図2】需要側で政府消費、生産側でサービス部門が景気を押し上げ(右)



実質NITによる実質GDPの押し上げ幅は+0.2ポイントと前期の+1.3ポイントより大きく低下、今回の実質GDPの伸びの鈍化のほとんどがこの影響とみられます。前期の実質NITはデフレータの過小推計により押し上げられており([アジア・マーケット・マンズリー-8月号](#)、以下「資料」1-2頁参照)、今期の成長率の鈍化は、実質GDPを押し上げていた統計の歪みの縮小によるとみられます。実質GVAは、同+7.3%と前期の+7.4%とほぼ同水準であり(図1左)、足元の景気は底堅い拡大を続けていると考えられます。

実質GDP統計の需要側では、前期に引き続き固定資本投資が低迷する一方、民間消費は鈍化し、前期に低迷した政府消費が回復しました(図2左)。民間消費は前年比+6.7%と前期の+8.3%より減速。都市部家計の消費が底堅く伸びる一方、乾季作物の不振などから農村部家計の消費が低迷した模様です。政府消費は同+18.8%と前期の+2.9%より急加速。年度末(3月末)の財政赤字抑制目標が意識され前期に減速した政府歳出は、4月の新年度入りに伴って再び加速。食料補助金等が大きく伸びました。

● 農業や製造業が減速する一方、サービス部門が加速

4-6月期の実質固定資本投資は同▲3.1%と前期の▲1.9%より落込み幅が拡大。新年度入りに伴って公的投資が伸びたものの、多額の債務を抱え低い設備稼働率に悩む民間製造業部門の設備投資が低迷したとみられます。外需では、総輸出が同+3.2%と前期の▲1.9%より反発し、総輸入は同▲5.8%と前期の▲1.6%より落込み幅が拡大。この結果、純輸出の寄与度は+2.1%ポイントと前期の▲0.1%ポイントより反発しました。

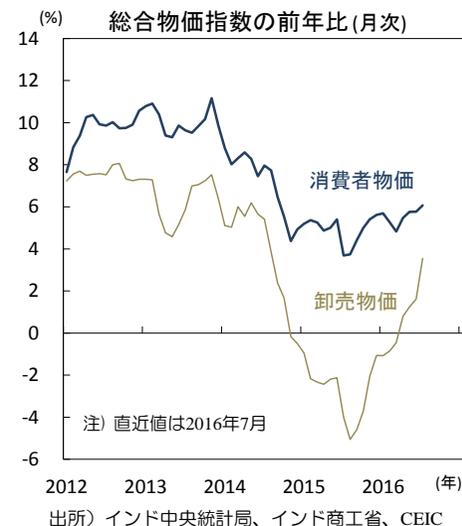
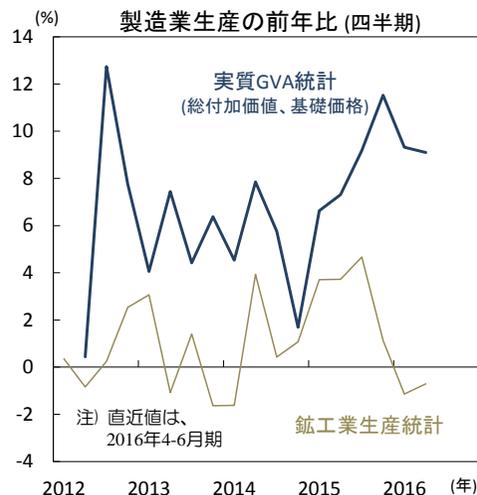
生産側の実質GVA統計では、農林漁業や製造業や建設業が減速する一方で、政府消費の伸びを受けてサービス部門が加速しました(図2右)。農林漁業は同+1.8%と前期の+2.3%より鈍化。雨不足の影響による乾季作物生産の不振に加え、畜産も鈍化しました。鉱業は同▲0.4%と前期の+8.6%より反落しました。製造業は同+9.1%と前期の+9.3%よりやや鈍化しつつ堅調。しかし、鉱工業生産統計の製造業生産は足元で低迷しており、両統計のずれが目立ちます(図3左)。GVAは産出より投入を除いて計算。過去2年ほど、一次産品価格の低迷で投入価格が低下する一方、産出価格は大きく下がっていません。しかし、投入と産出を実質化するために同一のデフレータが用いられており、実質投入が過小評価され実質GVAが過大評価されていると考えられます。

● 今年度の経済成長率は+7%台半ばと堅調さを維持か

なお、一次産品価格の低下の影響の一巡に伴い、投入価格に近い卸売物価と産出価格に近い消費者物価の伸び率の格差は縮小中(図3右)。今後、前述の歪みによる製造業生産の過大評価は解消されてゆくと考えられます。一方、サービス部門の生産は前年比+9.6%と前期の+8.7%より加速。流通・宿泊・運輸・通信が同+8.1%と前期の+9.9%より鈍化したものの、政府の経常歳出の加速を受けて公共サービス等が同+12.3%と前期の+6.4%より急伸び、金融・不動産等も同+9.4%と前期の+9.1%より加速しました。

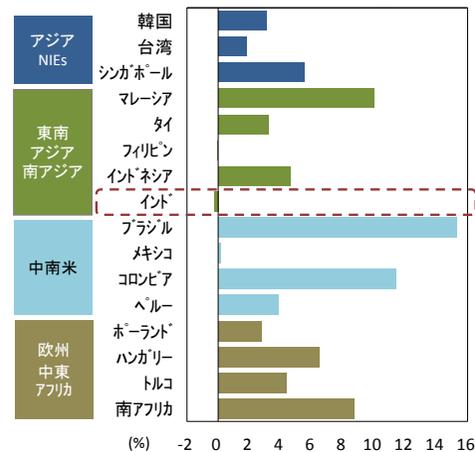
インド気象局(IMD)は今年の雨季(6-9月)の降雨量は平年を6%上回ると予想、過去2年連続の雨不足によって低迷してきた農村部家計の消費の回復が促されるでしょう。第7次給与委員会の勧告による公務員給与引上げも家計消費を支えるとみられます。また、今年1-3月期に鈍化した政府の投資支出と経常歳出は新年度入りに伴って再加速しています。今後は、外需が低迷し民間投資の回復が遅れる中でも家計消費等が景気をけん引するでしょう。今後、デフレータの過小推計によるNITや製造業生産の過大評価が解消され、GDP統計は経済実態に近い水準に近づくとみられます。今年通年のGDP成長率は+7%台半ばと昨年度の+7.6%に続く堅調なものになると予想されます。

【図3】 鉱工業生産統計との格差が大きいGDP/GVA統計(左)

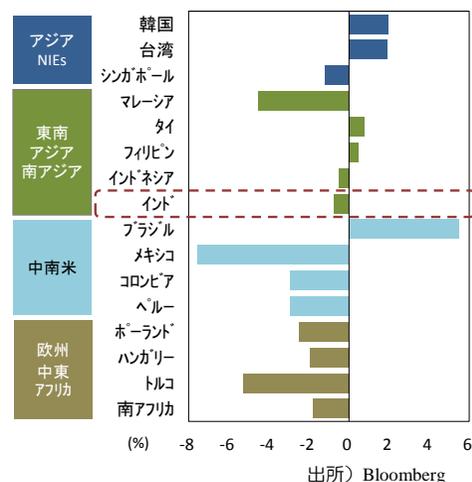


【図4】 4月末まで軟調だったルピーはその後打たれ強さを発揮

主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率 (2015年12月31日～2016年4月29日)



主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率 (2016年4月29日～9月2日)



● パテル準備銀行副総裁の総裁昇格を歓迎する金融市場

先月20日、政府はインド準備銀行(RBI)のウルジット・パテル副総裁を次期総裁に指名することを公表。6月18日にラジャン総裁が9月4日の任期末に退任することを公表したことにより市場でくすぶっていた不透明感はひとまず収束しました。

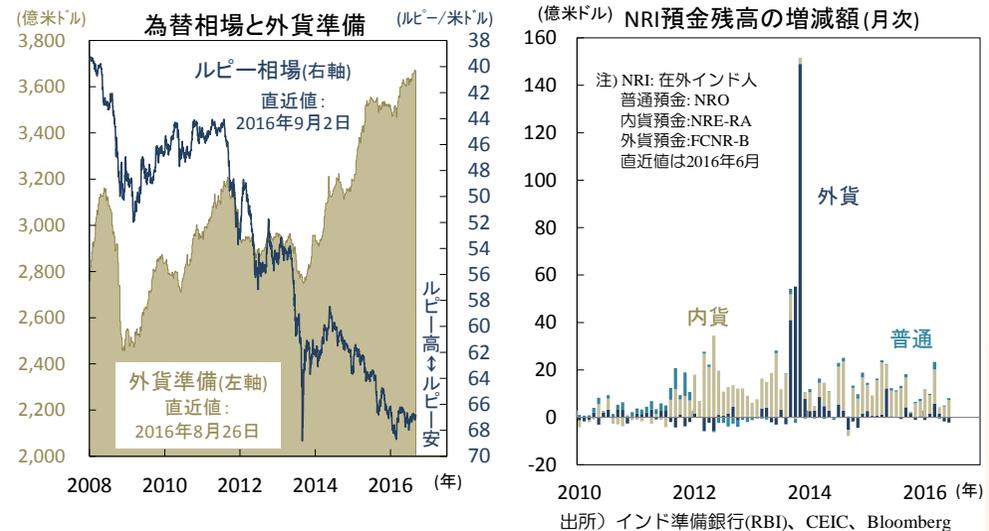
ラジャン総裁は通貨の安定化や物価の抑制や銀行部門の健全化等に取り組み、市場参加者より高い信認を得ており、その退任に市場は一時動揺。2-3年間の総裁任期延長がなかったのはやや異例でした。現地メディアは、匿名の関係者からの情報として、パテル副総裁や政府首席経済顧問等を総裁候補として報道(資料 3-5頁)。一部の候補者は従来より財政金融緩和の必要性を主張、RBIがインフレ容認的になるとの懸念も広まりました。しかし、政府はラジャン総裁の側近としてインフレ目標制を設計したパテル副総裁を指名。同氏は報道された候補者中で唯一、ラジャン総裁並みにタカ派とみられています。副総裁の昇格により今後もRBIは経済の安定性を重視した慎重な政策運営を行うでしょう。追加利下げ期待の後退から上記公表直後に株価と債券価格が下落したものの、その後両価格は反発。市場は健全な経済運営を評価している模様です。今後は、近く設立される金融政策委員(MPC)の顔ぶれに注目が集まります。

● 年初の軟調さを経て、4月末以降底堅さを増すルピー相場

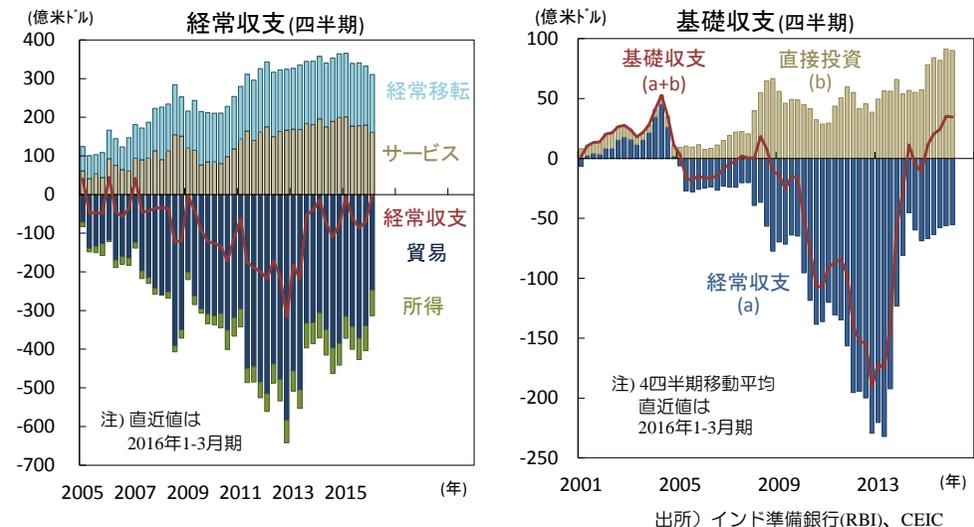
通貨ルピーは、年初より4月末まで対米ドル(以下「ドル」)で▲0.3%下落と、多くの新興国通貨が上昇する中でも軟調だったものの、その後先週2日にかけて▲0.7%下落と、多くの新興国通貨が下落する中で打たれ強さを発揮(図4)。年初からの軟調さは、昨年売込まれた新興国通貨が買戻される中で、恵まれた経済環境から例外的に買持ちにされてきた同通貨が売戻されたためとみられます。しかし、4月末までにはこうした調整も一巡した模様です。また、5月には破産法案が成立、8月には財サービス税(GST)導入に向けた憲法改正法案が成立するなど、経済改革に向けた動きが進展。昨年11月のピハール州議会選挙での与党惨敗の直後に広まった「上院野党の抵抗で経済改革は進展せず」という悲観論は後退し、同国への資本流入を促したとみられます。

9-11月には3年前の通貨急落時に設定の在外インド人(NRI)による外貨預金(FCNR)260億米ドル相当の期限が到来(図5右)。為替相場の変動性が高まろうものの、多額の外貨準備と相応の先物ドル買い持高を有するRBIは市場の混乱を抑えるでしょう。高い潜在成長力、落ち着いた物価、安定化した国際収支構造(図6)、高水準の金利など通貨支援要因は健在であり、同通貨は今後も底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図5】今年9-11月に集中する外貨預金の償還期限(右)



【図6】近年経常赤字の縮小と直接投資の増加で基礎収支が改善(右)



留意事項

◎投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としているため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。したがって、投資者のみなさまの投資元金が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた損益はすべて投資者のみなさまに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

◎投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

■購入時（ファンドによっては換金時）に直接ご負担いただく費用

- ・購入時（換金時）手数料 ... **上限 3.24%（税込）**

※一部のファンドについては、購入時（換金時）手数料額（**上限 37,800円（税込）**）を定めているものがあります。

■購入時・換金時に直接ご負担いただく費用

- ・信託財産留保額 ... ファンドにより変動するものがあるため、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

- ・運用管理費用（信託報酬） ... **上限 年3.348%（税込）**

※一部のファンドについては、運用実績に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。

■その他の費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等でご確認ください。

※その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

お客さまにご負担いただく費用の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法は、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三菱UFJ国際投信が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

各資産のリスク

◎株式の投資に係る価格変動リスク

株式への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動するため、株式の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎公社債の投資に係る価格変動リスク

公社債への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、公社債の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎信用リスク

信用リスクとは、有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となること等をいいます。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合または取引が不可能となる場合、市場実勢から期待される価格より不利な価格での取引となる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

国内株式・国内債券への投資は上記のリスクを伴います。海外株式・海外債券への投資は上記リスクに加えて以下の為替変動リスクを伴います。

◎為替変動リスク

海外の株式や公社債、REIT、オルタナティブ資産は外貨建資産ですので、為替変動の影響を受けます。そのため、為替相場が円高方向に進んだ場合には、投資元金を割り込むことがあります。

新興国への投資は上記リスクに加えて以下のカントリーリスクを伴います。

◎カントリーリスク

新興国への投資は、先進国への投資を行う場合に比べ、投資対象国におけるクーデターや重大な政治体制の変更、資産凍結を含む重大な規制の導入、政府のデフォルト等の発生による影響を受けることにより、市場・信用・流動性の各リスクが大きくなる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込む可能性が高まる場合があります。

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。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が行います。
- 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・状況であり、また、見通しなし分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、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・手数料等は考慮していません。
- 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国際投信経済調査部の見解です。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。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。



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