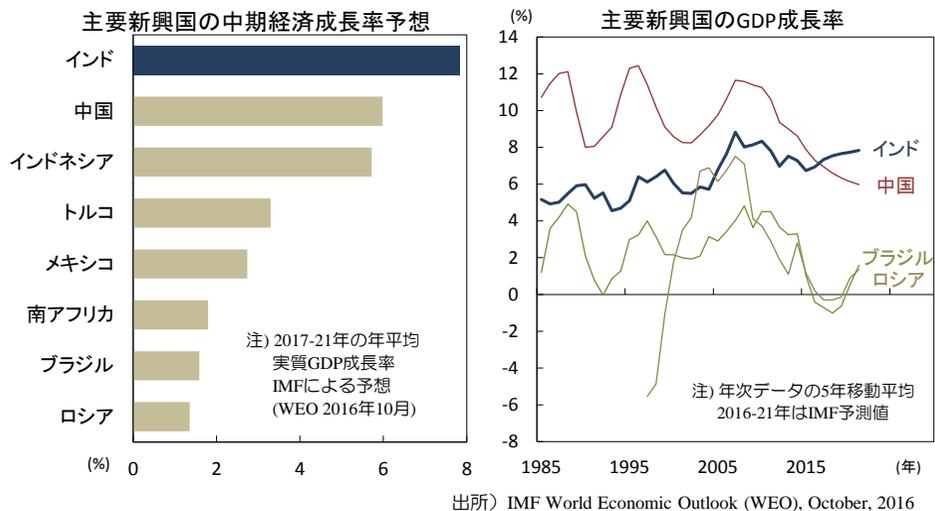


# インド:安定化した経済と対外収支、健全な財政・金融政策が支えるルピー相場

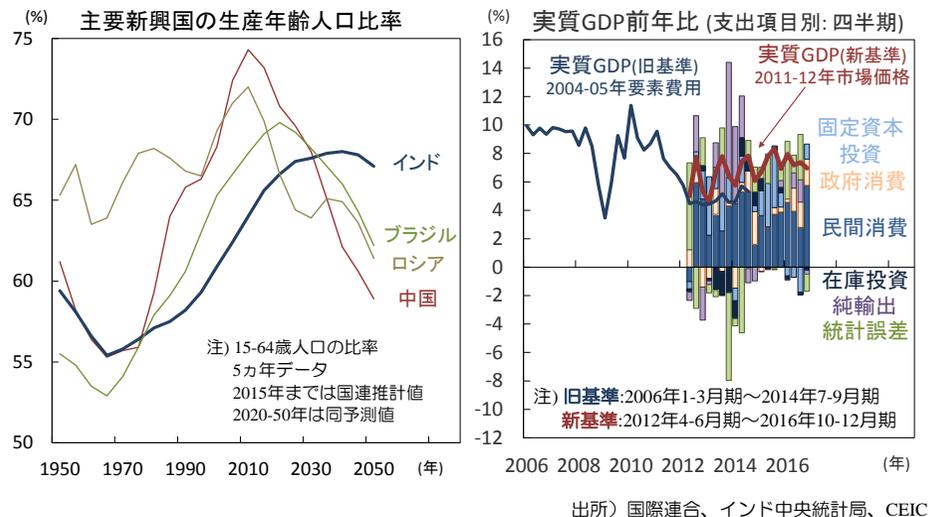
【図1】インドの経済成長率は中国を超え主要新興国最速に



近年、インド経済の好調ぶりが目立ちます。国際通貨基金(IMF)の予測によれば、同国の今後5年間(2017-21年)の実質GDP成長率は年平均+7.8%と中国の+6.0%を上回り、主要新興国で最速の成長率が見込まれています(図1左)。

1981-85年の同国の経済成長率は年平均+5.2%と、中国の+10.7%に劣後(図1右)。1978年に改革・開放路線に転じてから高成長の軌道に乗った中国との差は大きく、インドは「眠れる巨象」とも揶揄されていました。1947年の独立以来採用されてきた統制色の強い経済運営の下で貿易や投資は規制され、高関税と輸入数量制限が自由な貿易を阻害。恵まれた人口動態にもかかわらず(図2左)、同国は成長率を加速させることができずにいました。しかし、1980年代初めより漸進的な経済の自由化が進み、1991年の国際収支危機をきっかけに貿易の自由化も進展。同国は投資を加速させ、海外経済との統合を深めつつ成長率を高めました。そして、2005-07年にはGDP成長率が3年連続で+9%を上回り、中国と並ぶアジアの高成長国という評価を確立するに至りました。

【図2】恵まれた人口動態(左)、近年底堅く拡大する景気(右)



しかし、高成長軌道に乗って以降の経済の道のりも平坦ではありませんでした。2011-13年にかけて経済成長率が+5-6%台まで鈍化(図2右)、消費者物価の伸びが加速し(図3)、経常赤字が拡大するなど(図4)、経済はバランスを崩します。2013年5月以降に米長期金利が上昇し新興国から資本が流出を始めると同国からも資本が流出し、通貨ルピーは同年4月末から8月末にかけて対米ドルで18.1%下落(図5)。ブラジルやトルコ等とともに「脆い5カ国(フラジャイル・ファイブ)」の一角と呼ばれることになりました。

当時の経済の変調は、不安定な政治状況や健全さを欠く経済運営によります。2011年前半に政府関係者の関与する複数の汚職疑惑が浮上すると国会が空転し、経済改革の動きが停滞。政府による投資許認可の手続きが大幅に遅れ企業投資は急激に冷込みました。政府職員が汚職等への関与を疑われることを恐れたためとみられます。経済成長率が鈍化する中でも消費需要は強く物価が上昇を続けたため、インド準備銀行(RBI)は景気低迷下にもかかわらず高金利を維持することを余儀なくされました。

## ● 2013年にかけて大きく悪化した経済状況

当時、農村部への多額の現金給付などが内需を過熱させていました。農村部等を支持母体とするインド国民会議派(INC)が率いる政権は、全国農村雇用保証法(NREGA)による現金給付を積み増しました。低所得家計に給付された現金は直ちに消費に用いられ農村部の食品物価を押し上げ。また農村部の人件費も押し上げました。政府は多額の補助金を用いて燃料、食料、肥料の価格を抑制。結果としてこれらの過剰消費を促しました。RBIは物価抑制のために金利を上げたものの、銀行借入を負わない農村部の低所得家計の消費を抑えられず、企業投資や都市部家計の耐久財消費(自動車等)が抑制されることになりました。投資の低迷による生産能力の低下と強い消費需要によって、物価は一層上昇し経常赤字も拡大。燃料の過剰消費やインフレ・ヘッジのための金購入に伴って燃料と金の輸入額も増加し(図6左)、経常赤字を押し上げました。

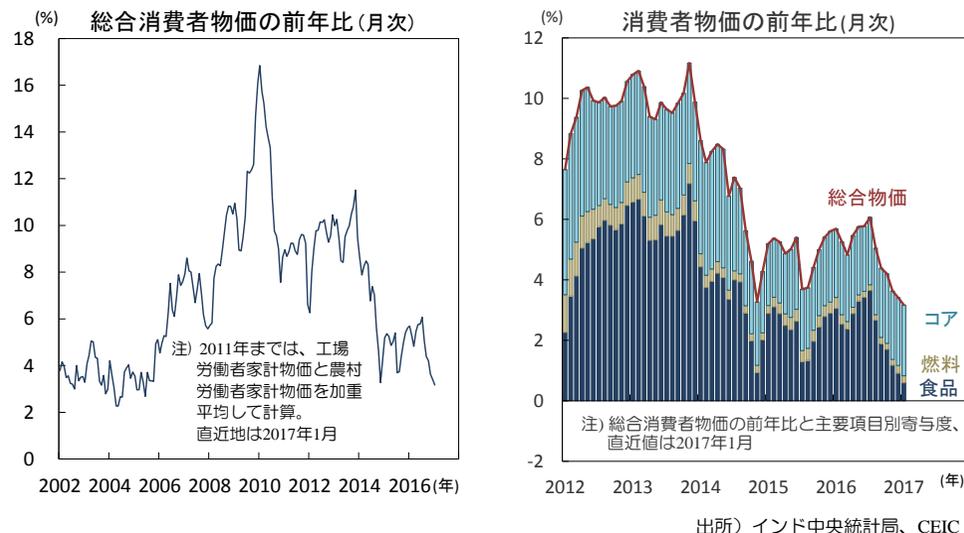
経済のバランスを崩し、2013年に通貨急落にも見舞われたインド。しかし、同国はその後、経済状況の改善のきっかけをつかみます。2014年4-5月の総選挙でインド人民党(BJP)が躍進し、30年ぶりに下院で単独過半数を占める政党が誕生。前政権の下で迷走を続けた経済運営が改められ経済構造の改善が進むという期待が高まりました。

## ● 2014年の政権交代を経て、経済運営の質が改善

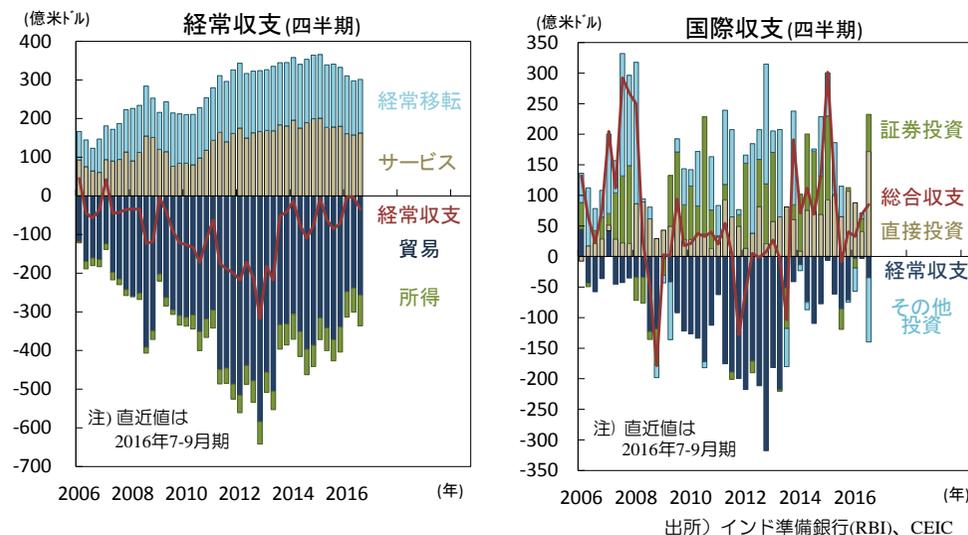
同選挙を経て首相となったナレンドラ・モディ氏は、2001年より北部グジャラート州の首相を歴任しました。同州は、電力や道路などインフラ整備を進め停電ゼロを達成し、内外資本を積極的に誘致、灌がい施設の整備で農業生産も実現。同州の経済成長率を押し上げたモディ氏が低迷するインド経済を蘇生するという期待が高まりました。

新政権は、財政収支の健全化に向けて歳出の伸びを抑制。軽油の小売価格の市場連動や天然ガス価格の引上げなど、燃料補助金の合理化を行いました。また、農村部の消費需要を過熱させた現金給付(NREGA給付)額の伸びを抑制。食品物価上昇の一因でもあった主要穀物の最低支持価格(MSP)の伸びも抑えました(図6右)。加えて、農作物の流通制度を合理化し、退蔵などの取締りを強化。機動的な穀物輸入と市中放出なども行い、食品物価を沈静化させました。エルニーニョ現象によって2014年より2年連続で雨季の雨不足が発生したものの、食品物価の高騰が起らなかったのは政府のこうした取組みによるとみられます(図3右)。また、2013年9月より3年間RBI総裁を務めたラグラム・ラジャン氏は、政府と協議を重ね金融政策委員会(MPC)の設立とインフレ目標制の導入を実現。金融政策運営の透明性と質の向上に貢献しました。

【図3】2012-13年に上昇した消費者物価の伸び率はその後鈍化



【図4】2013年半ばにかけて急拡大した経常赤字はその後縮小



## ● 沈静化する物価、縮小する経常赤字、底を打つ景気

モディ政権による一連の取組みによって経済は安定化しました。物価が沈静化するとともに、インフレ・ハッジ目的の金購入が減り、政府による輸入抑制策も相まって金の輸入額が減少(図6左)。2014年8月以降は国際原油価格の低下によって燃料輸入額も縮小し、拡大していた貿易赤字と経常赤字は急速に縮小しました(図4)。低迷していた景気も緩やかに回復(図2右)。前政権末期に低迷していた企業の投資は、政権交代に伴う経済環境の改善期待もあり、緩やかにではあるものの回復を見せました。

なお、モディ政権による経済改革の取組みの全てが順調に進んだわけではありません。BJPの率いる国民民主同盟(NDA)は下院で過半数を占めるものの、上院では少数派です。上院議員は州議会議員による間接選挙によって2年ごとに3分の1ずつ改選。NDAが主要な州議会選挙で勝利を重ねたとしても、上院議席数を積み増すには時間がかかります。BJPは、2014年のマハラシュトラ州やハリヤナ州の議会選挙で善戦したものの、2015年にはデリー準州とビハール州の議会選挙で惨敗しました。勢いづいた上院の野党は国会審議を妨害し、土地収用法案や財サービスタックス(GST)導入法案の成立を阻止。経済改革が停滞するとの懸念が市場参加者の間に広まりました。

## ● UP州議会選挙で与党躍進なら、現政権再選の可能性も

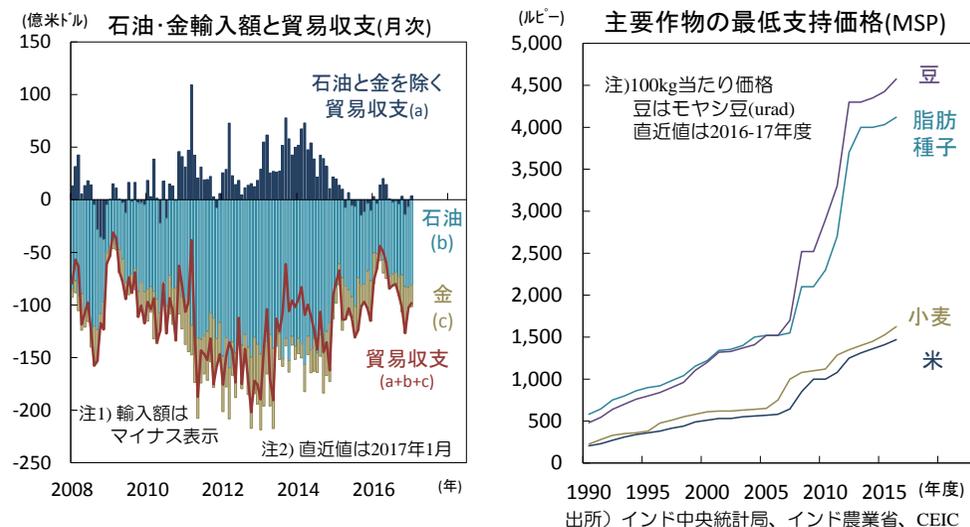
しかし、停滞した経済改革の動きはその後加速します。BJPは2016年4-5月のアッサム州議会選挙に地方政党と協力して臨み州政権の奪回に成功。同年6月の上院議員改選で議席を積み増しました。同年8月には、上院がGST導入に向けた憲法改正法案を3分の2以上の多数による賛成で承認。地方政党への協力要請などBJPによる地道な取組みによって、ついに税制改革にかかわる最重要法案が成立しました。

今年2-3月には、国内最大の約2億人の人口を有する北部ウッタール・プラデシュ(UP)州が州議会選挙を実施。2月11日に始まった投票は3月8日に終了し、3月11日には開票が行われる予定です。選挙直前の世論調査(Times Now-VMR調査)では、BJPが202議席と単独過半数を獲得、獲得議席予想第2位の社会主義党(SP)+インド国民会議派(INC)連合の147議席を大きく引離しました(図7左)。同国の世論調査の信頼度は極めて低いものの、仮にBJPが同選挙で躍進すれば現政権の経済運営への信認が厚いと解釈され、2019年の総選挙でNDA政権が再選されるとの期待が高まるでしょう。この場合、政府は農村部への現金給付の大幅増しなどの大衆迎合策に走ることなく、経済の安定化と財政の健全化を重視した現在の政策運営を続けると予想されます。

### 【図5】2013年に急落したルピー相場はその後安定化



### 【図6】石油・金輸入額はピーク時比低下(左)、穀物最低支持価格を抑制(右)



## ● 財政健全化志向の予算案、金利据置きを決めた準備銀行

2月1日、政府は来年度(2017年4月～)の予算案を公表。財政赤字のGDP比は3.2%と前年度(改定見込)の3.5%以下に抑えられました(図7右)。昨年11月の高額紙幣の廃貨措置に伴って一時的な景気の下押しが予想され、2-3月にはUP州議会選挙が控える中、景気刺激策は不可欠とみられていました。しかし、政府は経常歳出の増加につながる景気刺激策を必要最低限に抑え、財政健全化に向けた強い姿勢を印象付けました。

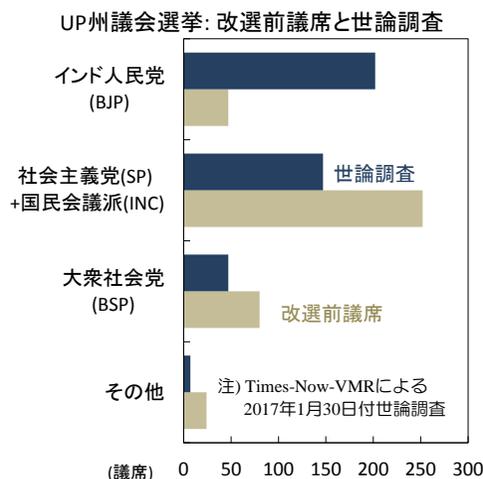
予算案の公表から1週間後の2月8日、RBIは金融政策委員会(MPC)で政策金利を6.25%で据置くことを決定(図8左)。Bloomberg集計ではエコノミスト39人中34人が6%への利下げを予想。市場の予想外の金利据置きでした。RBIの声明は政策スタンスを従来の「緩和的」から「中立」に変更。2015年1月に始まった利下げサイクルがひとまず終了したことを示唆しました。RBIは、高額紙幣の廃貨による景気下押しは一時的なものであり、野菜物価の急落等で12月に前年比+3.2%まで下がった総合消費者物価は年後半に+4.5~5%と物価目標の+4%を上回ると指摘。物価を持続的に+4%まで引き下げる必要性を強調しました。健全な財政政策と慎重な金融政策はルピーを支えるでしょう。MPC以降、長短国債利回りは上昇し実質金利の水準も反転しました。

## ● ショック耐久力の強いルピーは今後も底堅く推移か

通貨ルピーは、2013年末から今年2月末にかけて対米ドルで▲7.3%下落(図5)。米ドル高が進み、ロシア(▲43.9%)、トルコ(▲41.1%)、メキシコ(▲35.2%)、ブラジル(▲24.1%)などの通貨が大きく下落する中で、相対的な底堅さが目立ちました。

前述のとおり、景気は底を打ちインフレは沈静化。実質金利はプラスを維持しています。経常赤字の縮小と直接投資流入額の増加に伴って基礎的国際収支(経常収支+直接投資収支)がプラスに転じるなど、対外収支も安定化しています(図8右)。2013年のルピー相場急落時に相対的な外貨準備水準の低さを問題視された経験もあり、RBIは同準備を増強するべく資本流入局面での米ドル買い介入を継続。2月17日時点の外貨準備残高は3,627億ドルと2013年9月6日時点の2,748億ドルより+32%増加し(図5右)、2016年の財輸入の12ヵ月分、昨年9月末の短期対外債務の4.5倍に相当、対外バランスシートは強固です。今後も、米新政権の政策を巡る不透明感から、米長期金利や米ドルの上昇と新興国通貨の下押しなどが予想されます。しかし、相対的に高い実質金利、安定的な国際収支、輸出依存度の低さと内需主導の底堅い成長など、同国のショック耐久力は高く、今後もルピー相場は底堅く推移すると予想されます。(入村)

## 【図7】世論調査はUP州議会選挙での与党躍進を示唆(左)

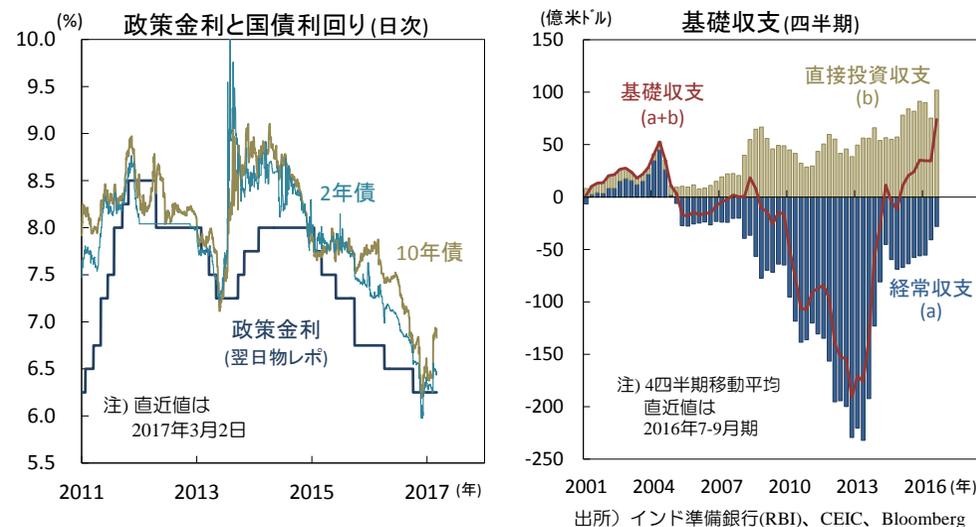


## 中央政府予算(年度: 4月～翌年3月)

年度	2012-13	2013-14	2014-15	2015-16	2016-17	2017-18
単位: 兆ルピー						
総歳入(a)	9.20	10.57	11.53	12.58	14.80	16.00
総歳出(b)	14.10	15.59	16.64	17.91	20.14	21.47
財政収支(a-b)	-4.90	-5.03	-5.11	-5.33	-5.34	-5.47
GDP比: %						
総歳入(a)	9.1	9.3	9.2	9.3	9.8	9.5
総歳出(b)	13.9	13.7	13.3	13.2	13.4	12.7
財政収支(a-b)	-4.8	-4.4	-4.1	-3.9	-3.5	-3.2

出所) 各種報道、インド財務省

## 【図8】据置かれた政策金利(左)、黒字に転じた国際収支の基礎収支(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、投資者のみならず投資元本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、投資元本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らず帰属します。

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をご確認ください。

※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、投資元本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、投資元本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、投資元本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、投資元本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、投資元本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、投資元本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運用を行います。
- 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・状況であり、また、見通ししない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。
- 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。

## 本資料中で使用している指数について

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