

通貨ニュース(2016 年 5 月 25 日)

インドルピー:1~3 月期 GDP は減速、政府は通貨高を回避へ

- ・ インド 1~3 月期 GDP は前年比+7.0%と 2015 年 10~12 月期（同+7.3%）から小幅に減速すると予想
- ・ 個人消費や輸出に関する月次指標は好調だったものの、昨年 11 月の豪雨の影響が長引き、設備投資や在庫投資が弱含んだ可能性
- ・ インドルピーの実質実効為替レート（REER）上昇を受けた輸出の低迷により、年内の成長率は+7%近辺で伸び悩みリスクも

国際為替部
齋藤 周
03-3242-7065
amane.saito@mizuho-bk.co.jp

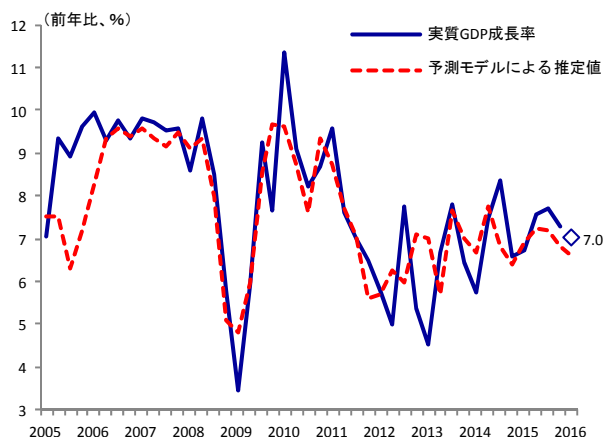
1~3 月期 GDP 成長率は小幅減速を予想

5 月 31 日（火）に発表されるインド 2016 年 1~3 月期 GDP は、現時点で入手可能な経済指標を用いて推計すると、前年比+7.0%と 2015 年 10~12 月期（同+7.3%）から小幅に減速したと予測される（図表 1）。個人消費や純輸出がプラスに寄与したと見られるものの、設備投資及び在庫投資が弱含んだことで成長率は小幅に減速した模様である。2015 年以降のインド経済は個人消費と設備投資を中心に+7%台後半を超える成長を見せるなど好調な推移を続けてきたが（図表 2）、一時的な要因もありそのペースが減速する見込みである。

個人消費は堅調も生産の落ち込みが減速の主因に

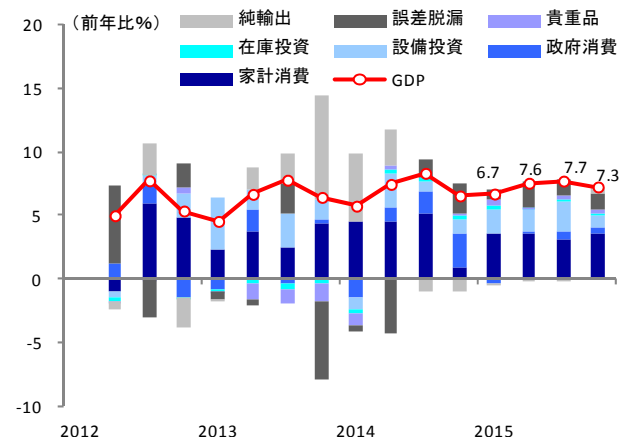
需要項目別に GDP の内訳を見ると、インド GDP の 55.0%（2015 年時点）を占める個人消費は前期（同+6.4%）からの小幅加速が見込まれる（図表 3）。足許、名目賃金の伸び率が消費者物価指数（CPI）の伸び率を上回ったことで実質賃金

図表 1： インド 1~3 月期 GDP 成長率予想



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 2： インド GDP 成長率の内訳



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

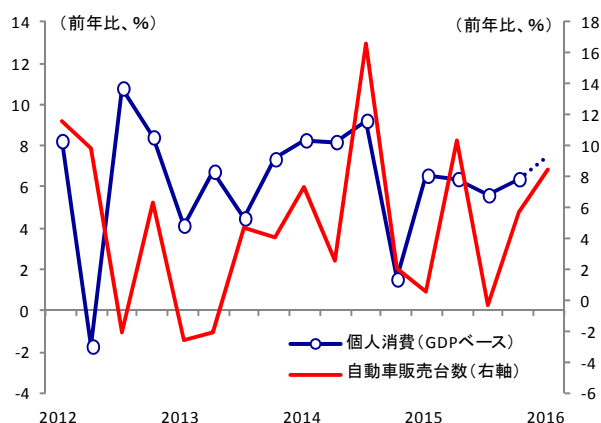
が堅調に推移したこともあり、個人消費動向を示す自動車販売台数は 1～3 月期に同+8.5%（10～12 月期：同+5.6%）と加速している。また、昨年秋からの一部鉄鋼製品への緊急輸入制限（セーフガード）や石炭の国内生産増加を背景に輸入量が減少したことで貿易赤字は縮小しており、純輸出寄与度も拡大が予測される（図表 4）。一方、設備投資及び在庫投資は GDP に占める割合が 33.6%と個人消費を下回るものの、減速幅が大きいことで 1～3 月期の GDP 成長率全体を下押しする見込みである。設備投資及び在庫投資との相関が強い鉱工業生産指数は、昨年 11 月に発生した南部タミルナドゥ州での豪雨の影響もあり、10～12 月期に同+1.9%（7～9 月期：同+4.9%）と減速したほか、1～3 月期にかけても同+0.2%と伸び率が大幅に低下しており、豪雨以降に企業の設備投資及び在庫投資は減速したと考えられる（図表 5）。

REER 上昇による輸出下押しは年内続く公算

今回、設備投資及び在庫投資に弱い動きが見られる一方で、個人消費とならんで成長の下支え要因として働いた可能性が高い純輸出だが、今後は国内消費拡大に伴う輸入増加が見込まれる上、インドルピーの実質実効為替レート（以下単に REER）の上昇に伴う輸出の伸び悩みも重なり、成長下押し要因に転じる恐れがある。

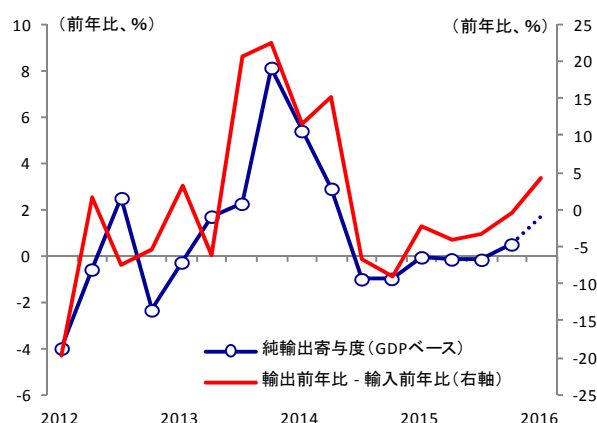
REER は、その前年比上昇率（6 四半期先行の値）が GDP 成長率を押し下げる関係にあることが確認できる（図表 6）。2014 年 6 月に ECB がマイナス金利を導入したことで、REER に占める割合が最も大きいユーロが下落ペースを速める中、インドルピー/ユーロ相場は上昇を続け、頭打ちの動きが見られた 2015 年 4 月頃にはインドルピーは対ユーロで+15.5%上昇している。この影響を受けて REER も同時期にかけて+7.4%上昇しており、こうした 1 年半程度前の自国通貨高による価格競争力の低下は徐々に輸出を押し下げ、生

図表 3： 個人消費の推移と予測



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 4： 純輸出の推移と予測



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

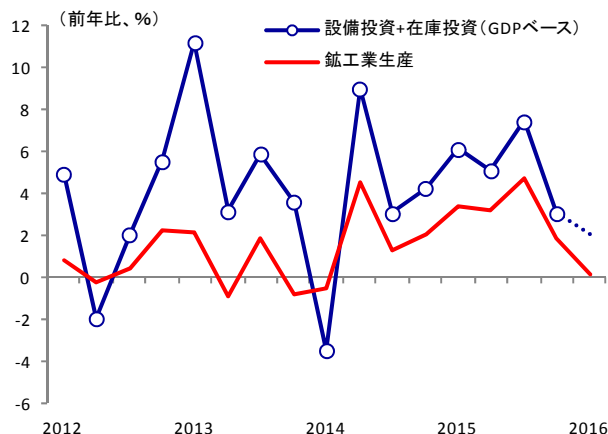
産活動を減速させることで足許の GDP 成長率を鈍化させた模様だ。このような 2014 年以降の REER 上昇の影響は 2016 年末にかけて続く公算が大きく、今年の GDP 成長率は+7%近辺で伸び悩むリスクも考えられる。

景気の下支えを目的に政府・インド準備銀行（RBI）は通貨高を回避か

1～3 月期 GDP が我々の予測通り小幅減速となった場合、同結果による INR 相場の短期的な値動きは限定的となるだろう。なお、2015 年以降は水準で見た REER はほとんど横這いで推移しており安定の兆しが確認できる。政府・RBI としては、GDP 押し下げ要因にもなる REER の上昇回避を志向している可能性は高く、今後は他通貨全般に対する過度なインドルピー高を避けると考えられる。

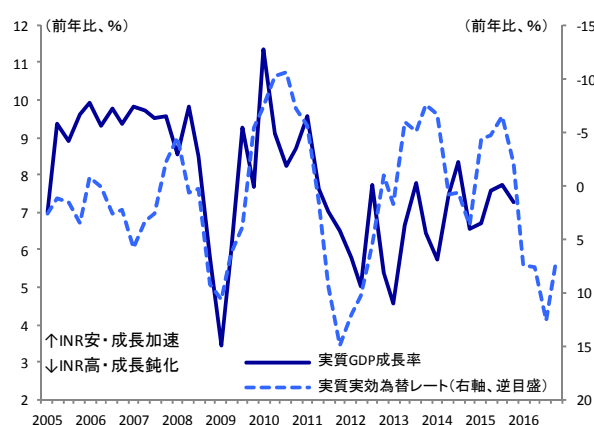
我々はドル/インドルピー相場に関し、6 月 FOMC にかけて米利上げ観測が熾ぶることによりインドルピー安が継続すると見ている。しかし、FOMC 通過後に見込まれる全般的なドル売り局面においては、インドルピーも他通貨同様に上昇する展開を予測している。なお、同局面ではインドルピー以外の通貨も対ドルで上昇することで REER が極端に押し上げられるとは考えにくく、政府・RBI は対ドルでのインドルピー安誘導には踏み切らないだろう。

図表 5：設備投資+在庫投資の推移と予測



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6：REER と GDP との相関関係



（資料）ブルームバーグ、みずほ銀行 ※REER は 6 四半期先行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。