

## KAMIYAMA Reports vol. 44

# インド：改革は進んでいるのか・・・

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- 政策の方向性の変化に注目：農業・地方振興へ
- 金融改革も大胆に、利下げも続く？
- 石油下げ止まりなど、新興国へのリスク・オンもプラス

## 政策の方向性の変化に注目：農業・地方振興へ

これまでモディ政権（インド人民党＝BJP）はビジネスに優しい政権と考えられ、ビジネスのしやすい国になるという目標を持って改革が進められてきた。ところが、最近ではインフラや工業向けの土地収用を容易にする政令の制定を断念し、物品サービス税（GST）改正案も先送りしたことなどから、改革の行方に疑念を持つ投資家も増えている。しかし、2月末に政府が示した2016年度（2016年4月～2017年3月）予算案では、地方への配分が増えている。しかも、地方開発ではなく直接的に農業への予算を確保しており、新しい政策の方向性は明確といえる。農業への支出は、農家の消費増大となって経済に波及するだろう。

次に、この政策は元気を失っていた与党の支持率を高めることも期待できる。新しい予算執行で道路や電気供給などの目に見える成果も出やすいため、2019年の総選挙に向けて、BJPの地方人気を強めることになりそうだ。ただし、野党（国民会議派）も支持を失っているため、結果として地方政党が力を強めたともいえる。政府・与党の強い地方とそうでない地方とでは、土地収容や水道、電力など地方の役割が大きい政策について考え方の違いが大きくなり、地方政府と中央政府の政策協調は複雑で難しくなる恐れがある。引き続き、地方選挙の結果を見ながら、政府・与党が議会を動かして改革を進めることができるかに注目することになる。

なかなか改革の成果が出てこないと投資家が残念に思っていたところに、いくつか注目すべき改革の兆しが見えてきたことに加え、相対的に高い成長率予想（16年4月時点のIMF（国際通貨基金）予想は2016年度GDP成長率+7.5%）も相まって、インドへの注目が続くとみている。

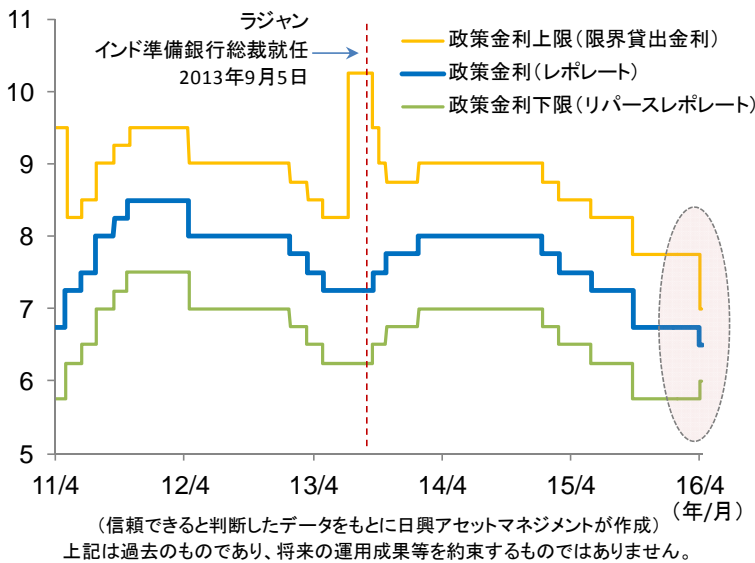
## 金融改革も大胆に、利下げも続く？

4月1日の新年度から、小口貯蓄（銀行預金ではない政府による制度で、銀行預金全体の7%程度の残高）の金利を、四半期ごとに国債利回りの水準に合わせて変更できるようになった。これにより、政治的に受け入れにくいとみられてきた金利の大きな変更は、市中金利に合わせて機動的な変更が可能になったことで、政策金利の引き下げが全体に行き渡りやすくなり、レバレッジの高い企業（借入金が多く財務安定性が低い企業）や金融業にメリットがある。15年に累計1.25%ポイントの利下げ局面で、民間金利は0.7%ポイント程度の低下にとどまっていたが、政府は16年3月に小口貯蓄の金利を0.4～1.3%ポイント引き下げたことから、今後は、銀行融資の金利にまで低金利が波及しやすくなると期待できる。

4月5日、インド準備銀行（以下、中央銀行）は半年ぶりに利下げを決定し、政策金利（レポレート）を6.75%から6.5%に引き下げた。利下げは予想通りであったが、今回の政策変更には中央銀行の態度に大きな変化がみられた。

## 政策金利などの推移

(2011年4月初～2016年4月13日)



政策金利の上限に当たる限界貸出金利を引き下げ(7.75%⇒7.00%)、下限に当たるリバースレポレート(市中銀行が中央銀行に資金を預け入れる金利)を引き上げており(5.75%⇒6.00%)、銀行の資金調達(実質的に調達金利上限を引き下げ)をしやすくしたことだ。さらに、公開市場操作のスタンスを資金吸収から資金ニュートラルに変更したようだ。これらの施策は、銀行融資の金利低下と残高の伸びを促すことになる。

このところ不足していたモンスーン期の降雨量(農業生産ひいては消費者態度の悪化)が、エルニーニョの影響低下で改善するか否かなどにより、今後の景気見通しや政策金利水準も変わるとされているが、インドにおいて、金融緩和傾向は全体として金融業にポジティブである。また、自動車販売に占める販売金融の使用率が高いことから、農機や自動車販売などにとってもポジティブと期待できる。

## 石油下げ止まりなど、新興国へのリスク・オンもプラス

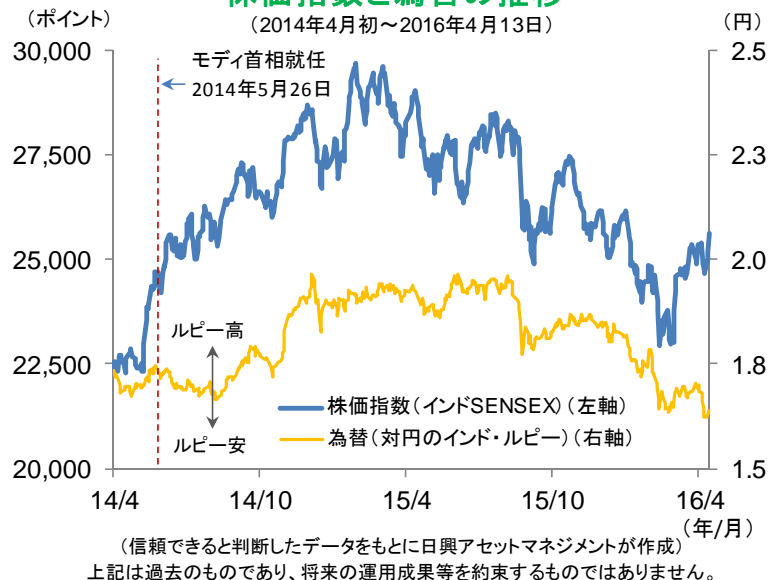
中央銀行が発表した企業収益動向(法人企業統計)をみると、2015年第4四半期でサービス・セクターに収益性の改善がみられる。このことは、企業収益の今後のさらなる回復の兆候と考えることができる。全体的に売り上げの回復が遅れているものの、原油など資源の価格下落に支援されてコストが下がり、収益が回復し始めている。今後、地方への財政出動拡大で農業関連業種の収益機会も増すとみられる。

近年モンスーン期の雨不足や、利下げの遅れ、政府の改革の遅れなどを背景に期待を裏切ってきた企業収益の回復は、9月ごろまでに確認されることになるだろう。また、金利低下局面を背景として、企業業績の成長期待が再び高まり、原油価格の下げ止まりが幅広く新興国への懸念を後退させ、投資家がリスクを取る行動につながるになれば、資金が流入し為替水準は安定すると思われる。

米国の利上げが早まることは資金流入を減少させるリスクとなり得るが、米国を中心とした世界需要の回復は、最終的にインドの回復にも資すると考えられる。市場が動くタイミングが変わる可能性はあるが、トレンドへの影響は小さいとみている。

## 株価指数と為替の推移

(2014年4月初～2016年4月13日)



PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter [https://twitter.com/NikkoAM\\_official](https://twitter.com/NikkoAM_official)