

【インド】景気が減速する中、利下げ開始の機会をうかがい始めた準備銀行(RBI)	1ページ
【メキシコ】景気は緩やかに減速する一方、年後半からの上昇が期待される為替相場	4ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】	7ページ

【インド】景気が減速する中、利下げ開始の機会をうかがい始めた準備銀行(RBI)

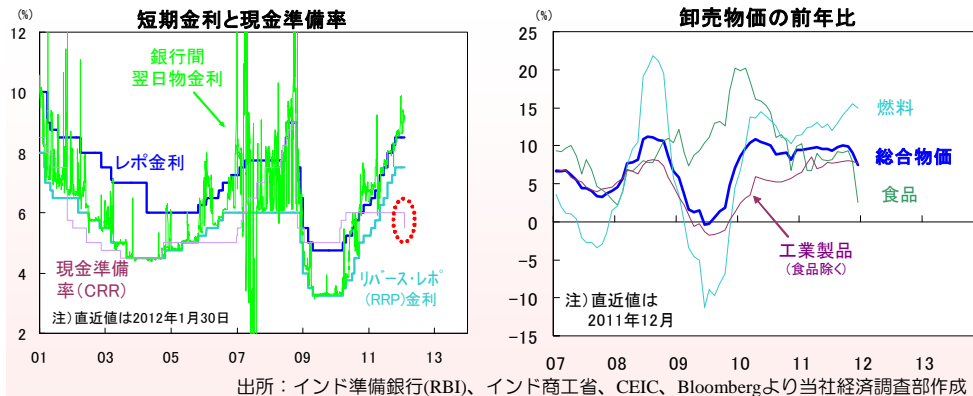
● 市場の予想外の現金準備率(CRR)引下げを実施

1月24日、インド準備銀行(RBI)は、定例の政策見直しで市場の事前予想通り政策金利(レポ金利)を8.5%で据置く一方、現金準備率(CRR)を6%から5.5%へ引下げを決定(1月28日より適用、図1左)。予想外のCRR引下げ(Bloomberg集計では、エコノミスト21人中16人が据置き予想)を受け、市場には利下げ開始は近いとの思惑が広まり、株価(ムンバイSENSEX30種指数)は直後より上昇、前日比+1.5%高で日を終わりました。

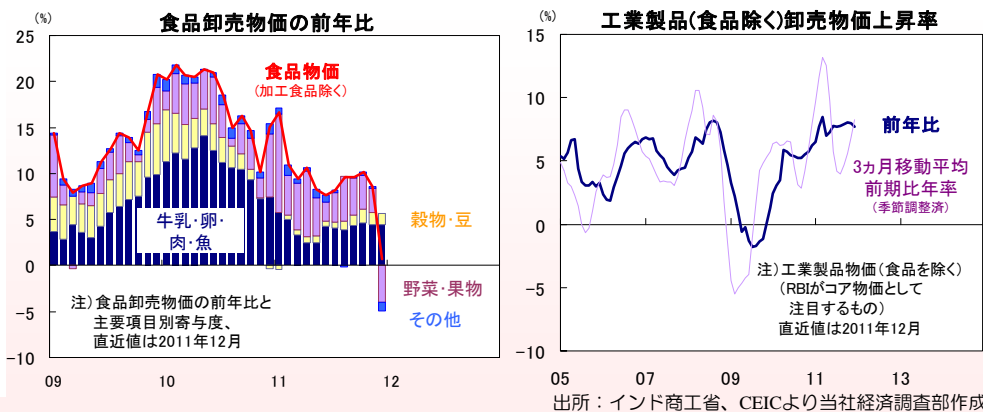
RBIは、インフレ圧力が高まる中、2010年3月から2011年10月にかけて、政策金利を4.75%から8.5%まで引上げ、同圧力の抑制を図ってきました(図1左)。今回の金利据置きは前回12月の見直し時に次ぐ2度目のものです。今回、近い将来の利下げ開始という期待が広まった背景には、足元のインフレ沈静化の兆しもあったとみられます。1月16日に公表された12月の総合卸売物価の前年比は+7.5%と、前月の+9.1%から大きく鈍化し、22ヵ月ぶりに9%を下回りました(図1右)。総合物価を押下げたのは食品物価です。同物価の前年比は+2.6%と、前月の+7.9%から急速に鈍化しています。

なお、12月に鈍化した物価が今後も低下を続けるかについては、不透明感も残ります。今回、食品物価を押下げたのは主に野菜・果物価格ですが(図2左)、同価格が12月に前年比▲14.9%と前月の+9.6%から急落したのは、前年同月に天候不順による不作で同価格が前年比+25.8%も急騰したことからの反動という一時的な要因によります。一方、高タンパク食品(牛乳・卵・肉・魚)の物価は高止まっており、政府による農村部への事実上の現金給付(全国農村雇用保証法: NREGAによる)が同部門の消費需要を押上げている可能性が高いと思われます。加えて、燃料価格の前年比も+14.9%と高止まっています(図1右)。さらに、RBIがコア物価として注目する工業製品物価(食品除く)も同+7.7%と、前月の+8.0%からやや低下するに留まり(図2右)、RBIが「容認できる範囲(comfort zone)」とする4-5%を大きく上回っています。

【図1】インフレ率が鈍化する中、現金準備率引下げを実施(左)



【図2】依然として鎮静化の兆しの見えないコア物価(右)



● 高止まるインフレや大幅な利上げなどの下で減速する景気

一方、大幅な累積利上げの効果の浸透などに伴って、景気は足元で減速しています。昨年7-9月期のGDP前年比は+6.9%と前期の7.7%から急減(図3左)。前年比の+7%台割れは、世界的な金融危機から間もない2009年4-6月期以来です。

需要項目を見ると、固定資本投資の前年比が▲0.6%と前期の+7.9%から急減速し2年半ぶりのマイナスになりました。民間消費も同+5.9%と前期の+6.3%より鈍化。高止まるインフレ率が消費者心理を冷やし、借入金利の上昇が都市部の中間所得層による自動車やバイクなど耐久財の消費を抑制したとみられます。一方、政府消費は前年比+4.0%と前期の+2.1%より加速し、成長率を0.5ポイント押し上げたものの、民間消費や固定資本投資の寄与度の低下をカバーするには至りませんでした。

生産側を見ると、鉱工業部門の落込みが目立ちます(図3右)。鉱工業は+2.0%と同+6.5%より急減速。企業投資の落込みなどを受けて、製造業は+2.7%と前期の+7.2%より大きく鈍化しました。一方、サービス部門が前年比+9.3%と前期の+10.0%に引き続き堅調でした。減速しつつも底堅い消費需要がサービス部門を支えており、卸売小売・ホテル・通信部門は前年比+9.9%、金融保険は+10.5%と堅調な伸びを保ちました。

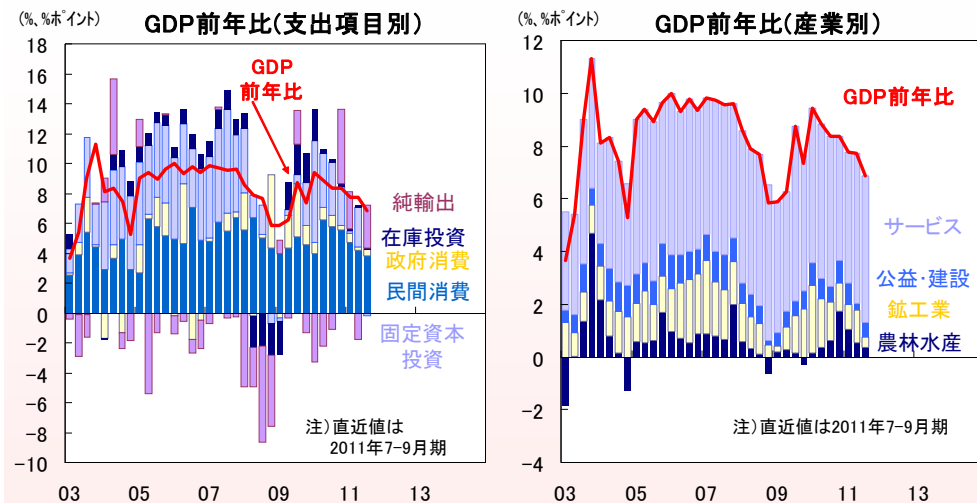
● 鉱工業生産の伸びも鈍化が続く

1月12日に公表された昨年11月の鉱工業生産の前年比は+5.9%と前月の▲4.7%から急回復しました(図3右)。もっとも、11月急回復は、昨年10月のヒンドゥー教大祭(Diwali)連休が10月に前ズレした(一昨年は11月)影響で、同月の生産の前年比が急増したことによる一時的な上ブレの様相です。

昨年10-11月2ヵ月平均の鉱工業生産の前年比は+0.5%と、9月の+2.0%、8月の+3.4%より減速。祝祭日前ズレの影響を取り除くと、足元で生産の鈍化が続いていることが分かります(図4左)。とりわけ、上記期間の資本財生産は前年比▲16.2%と、9月の▲6.5%、8月の+4.0%から急落。金利上昇に伴う企業投資の落込みなどの影響とみられます。一方、消費財の生産は同+6.6%と9月の+4.3%より改善。非耐久財消費が+7.8%と9月の▲0.2%より回復し、生産を押し上げました。一方、耐久財生産は同+5.3%と9月の+9.2%より鈍化しています。借入金利の上昇などに伴って、都市部の中間所得層を中心に自動車やバイクなど耐久財の消費が伸び悩んでいることを反映したものと考えられます(図4右)。

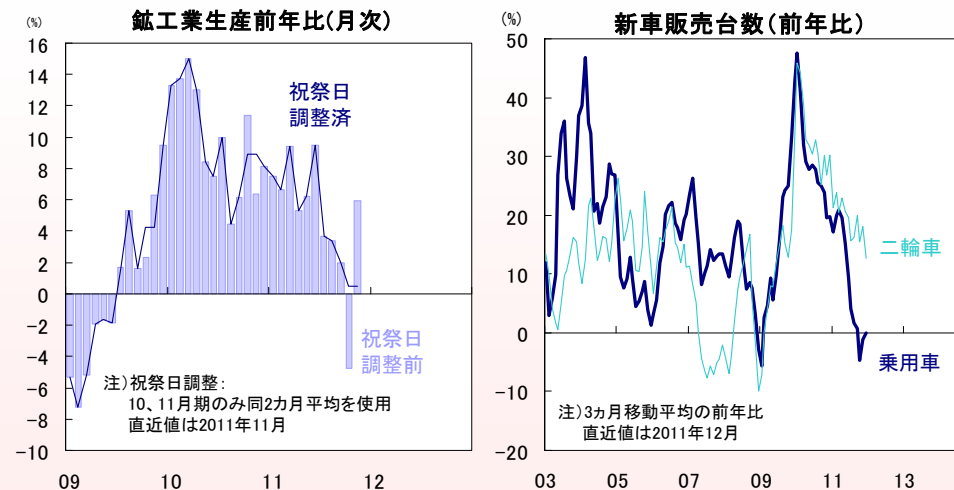
RBIも足元の景気鈍化を認識しており、今回の政策見直しと同時に、2012年度(～2012年3月)のGDP成長率見通しを従来の+7.6%から+7.0%へと修正しました。

【図3】 急減速する固定資本投資(左)、鉱工業の生産が鈍化(右)



出所) インド統計改革実施省(MOSPI)、CEICより当社経済調査部作成

【図4】 鈍化する鉱工業生産(左)と耐久財消費の伸び(右)



出所) インド統計改革実施省(MOSPI)、インド自動車工業会(SIAM)、CEICより当社経済調査部作成

● 依然としてインフレ警戒姿勢を崩さない準備銀行(RBI)

RBIは声明の中で、今回のCRR引下げの決定では、(1)経済成長の減速、(2)依然高いインフレ率とインフレ上昇リスク、(3)銀行間の流動性のひっ迫(図4左)、などを考慮したとしています。(2)のインフレ動向については、高タンパク食品(牛乳、卵、肉、魚等)や工業製品(食品除く)など、需要側の圧力を反映しやすい物価が高止まっていることを指摘(図2)。また、世界的な原油価格の上昇、昨年8月以降のルピー相場下落(図4右)による輸入物価上昇、財政収支悪化(主に政府消費支出の上押し)による内需刺激などがインフレ圧力を生む恐れがあるとしています。

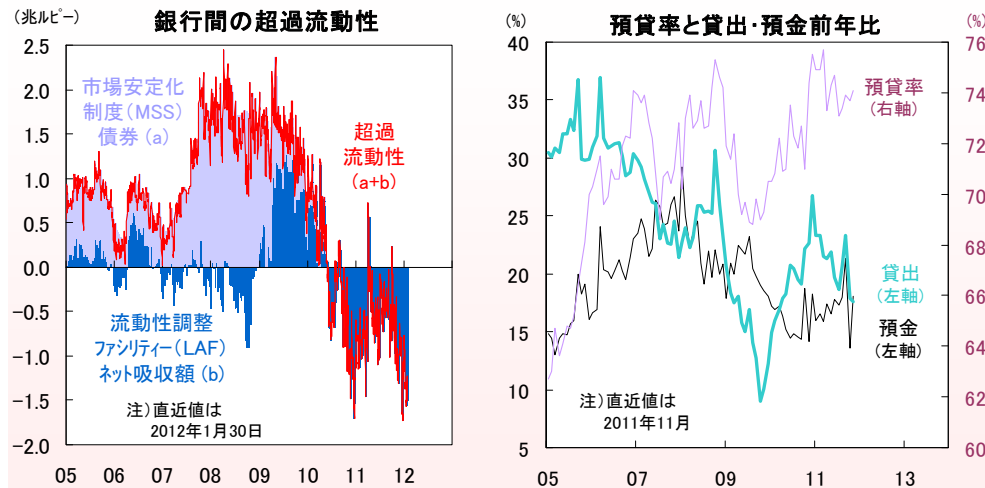
一方、(3)の流動性ひっ迫は、法人税の前納や昨年11月以降のRBIによる大規模なルピー買い替介入に伴う資金吸収によるとみられます。CRR引下げ実施直前の1月27日時点で、銀行間の流動性不足額(RBIによる翌日物資金供給額)は1.5兆ルピーに達しており(図5左)、銀行間翌日物金利は9.2%と、政策金利(レボ金利)の8.5%を大きく上回っていました(図1左)。RBIは、流動性のひっ迫が容認できる範囲を超えており、(実物部門への)信用の流れを妨げ経済成長を抑制するリスクがあると指摘。CRR引下げは、恒久的な流動性供給を行う上で最も効果的な手段としています。

● 利下げ開始は3月または4月の政策見直し時か

RBIは、今回の声明で、潜在的なインフレ圧力が残る現在、利下げを始めるのは時期尚早であり、持続的なインフレ鈍化の兆候を待つ必要があると記述。一方、「金利(引上げ)の循環は既にピークを打ち、将来の行動は引下げ」と、前回と同様の表現で将来の利下げ開始の可能性を示唆しました。RBIは、今後、コア物価(食品除く工業製品物価)が持続的に低下するか、財政刺激が抑制されるのか(財政収支悪化に歯止めがかかるか)、3月に公表される政府予算が十分に緊縮的なものになるのかなどを睨みながら、利下げ開始の時期を慎重に探るでしょう。

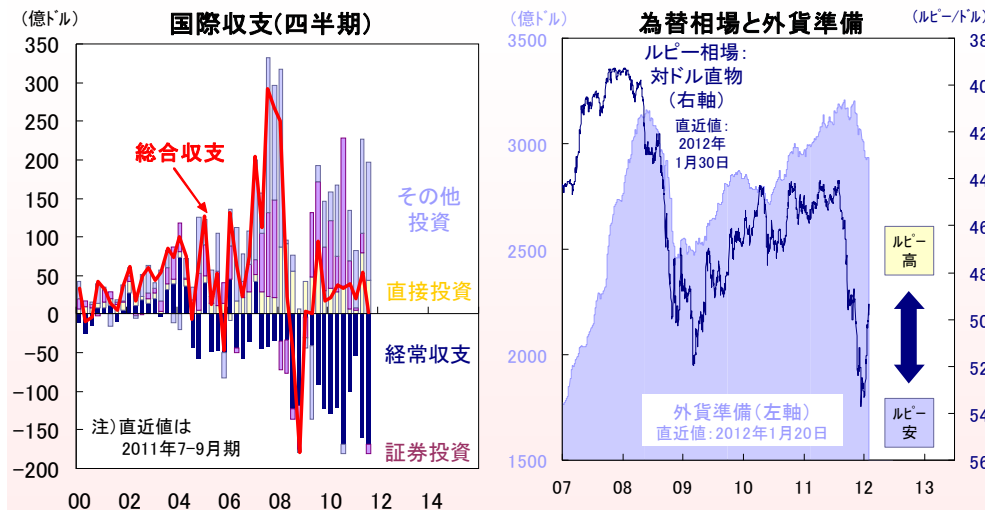
株式市場を初めとする金融市場の参加者の一部は、大幅な利下げが景気回復を促す展開も期待している模様ですが、今回と2008年の国際金融危機直後(累計4.25%ポイントの利下げを実施)では状況が大きく異なります。現在は危機後の大規模な景気刺激策により財政が悪化している上、農村部への現金給付に伴い同部門での賃金上昇圧力が増しています。過去数年の投資の鈍化に伴って経済の供給能力は低下し、インフレしが加速しやすくなっているとみられます。利下げ開始の時期は次回3月15日、またはその次の4月17日の政策見直し時となり、今年通年の利下げ幅は、1.0~1.5%ポイント(年末の政策金利は7.0~7.5%)に留まる可能性が高いと考えられます。(入村)

【図5】 ひっ迫する銀行間の流動性(左)、鈍化する銀行貸出の伸び(右)



出所：インド準備銀行(RBI)、CEIC、Bloombergより当社経済調査部作成

【図6】 為替相場は昨年8月以降の急落の後、昨年末より反発(右)



出所：インド準備銀行(RBI)、CEIC、Bloombergより当社経済調査部作成



【メキシコ】景気は緩やかに減速する一方、年後半からの上昇が期待される為替相場

メキシコ経済は2012年に向け緩やかな減速が見込まれ、予防的な利下げの可能性もあるでしょう。一方、ペソ相場は昨年後半に大きく下落しており、リスク許容度が改善する今年後半にかけ、堅調な推移が期待されます。

● 緩やかな減速が見込まれるメキシコ経済

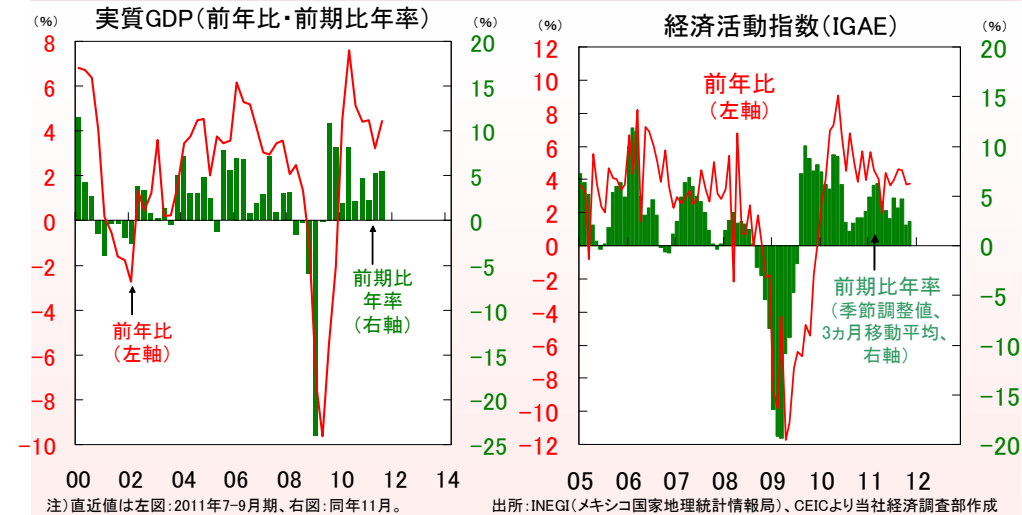
メキシコ経済は2010年以降、輸出の8割を占める米国経済が回復に向かうとともに外需が回復。外需の拡大はやがて内需にも浸透し、裾野を広げながら堅調な拡大を続けてきました。直近の2011年7-9月期の実質GDPは前年比+4.5%と、引き続き堅調です（図1左）。

内需の堅調さは10-12月期も続き、2011年の成長率は+4%に達したとみられます。ただし、月次GDPの代替指標として注目される、11月のIGAE（経済活動指数）は前月比+0.2%と、前月の同▲0.6%からプラスに転じたものの、回復の勢いは弱まっています（図1右）。内訳を見ると、サービス業中心の第三次産業が、+0.3%と3カ月連続でプラスの伸びとなり、全体を押し上げた一方、製造業などの第二次産業は前月の▲0.5%から+0.1%と緩やかな回復に留まっています。第三次産業の堅調な伸びについては、同月は米国の年末商戦の様態に1年で消費が最も盛り上がる時期であり、今年は耐久財の値引き販売が例年以上に活発に行われたことにより、小売売上高が前年比+7.5%と大幅な伸びになった影響が大きいとみられます（図2左）。一方、外需は減速が続いています。12月の非石油輸出は米国向け自動車・家電などを中心に鈍化しているため、生産も鈍化が続いている公算が高いでしょう（図2右）。中央銀行は1月の金融政策決定会合で、景気悪化リスクについて「一段の悪化を示している」と10・12月に続いて下方修正しており、2012年に入っても外需を中心に景気減速が続いている可能性が高いと考えられます。

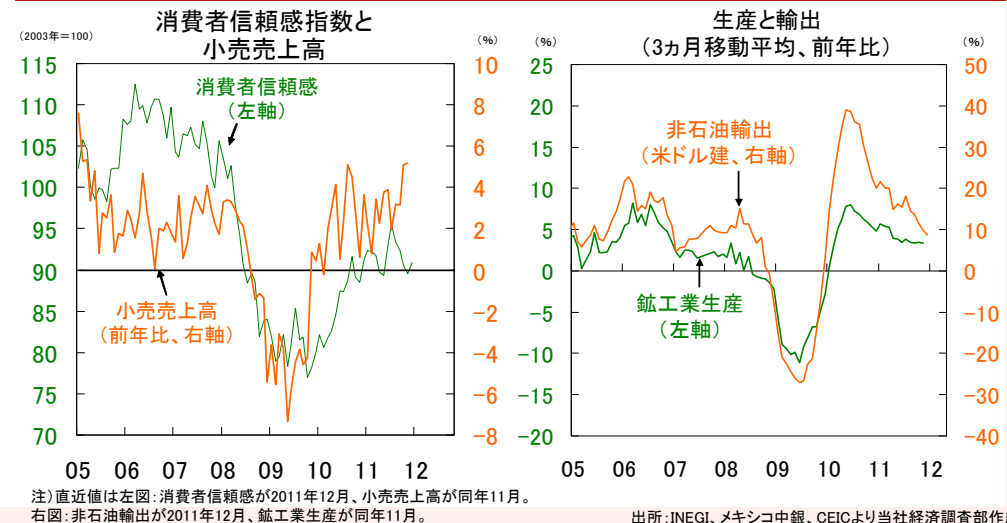
世界経済が減速に向かうとともに、輸出は2012年前半にかけて鈍化が続くと予想されます。輸出鈍化の影響は徐々に投資意欲や雇用の伸びを抑え、足元で堅調な内需を緩やかに減速させるでしょう。一方、内需の緩やかな減速によって輸入の伸びは輸出を上回ると予想され、純輸出は2012年の成長率を押し下げると考えられます。結果、通年の成長率は+3.5%を若干下回る程度まで低下すると予想されます。

一段の景気悪化リスクとしては、欧州情勢の悪化により米国経済が減速し、輸出が大きく減速する可能性や、欧州系銀行の資本増強の影響が挙げられます。同国の銀行部門の貸出のうち、約7割を外資系銀行が占めているため、欧州系銀行が自己資本強化のため同国向け債権の圧縮を進め、貸出縮小によって内需が減速するリスクも否定できません。

【図1】景気は減速に向かう見通し



【図2】消費は底堅い一方、輸出は減速が見込まれる



● インフレ率は一時的に加速も、安定推移が続く見通し

同国のインフレ率（消費者物価の前年比）は目標（2-4%）の範囲内での推移が続いていますが、2011年12月が前年比+3.8%と、前月の+3.5%から若干加速しました（図3左）。

内訳を見ると、電力料金の値上げなどにより、管理価格が前年比+6.2%伸び、ノンコア物価を前年比+5.3%に押し上げました（図3右）。コア物価は、前年比+3.4%と引き続き安定的ですが、小幅ながら3ヵ月連続で加速。2010年以降経済の堅調な回復によって産出ギャップがほぼ解消に近づく中、2011年後半にかけて進行したペソ安に伴う輸入物価上昇の影響も波及しているとみられ、年前半にかけ緩やかな上昇が続くでしょう。ただし、雇用の改善に比べ、労働力人口の増加も大きいと、失業率の改善ペースは緩慢です（図4左）。外需減速によって、製造業を中心に雇用の改善ペースは更に鈍くなると予想されるため、コア物価の上昇は限定的なものに留まると予想されます。

2012年後半以降は、内需の減速が見込まれることに加え、前年同月の上昇からの反動もあり、インフレ率は低下に向かうと予想されます。また、欧州債務問題が一旦収束に向かうなど、リスク回避局面が年後半以降顕著に進めば、ペソの上昇も期待され、インフレ率の押し下げに一定程度寄与すると期待されます。このため総合物価は一時的に目標上限の+4%を超過するものの、年末には+3.5%程度まで低下する可能性が高いでしょう。

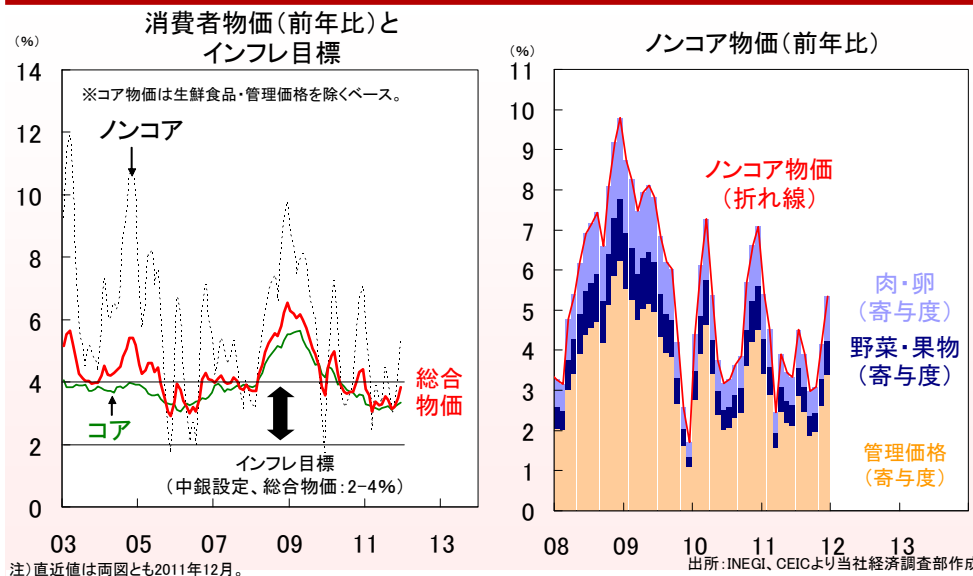
● 政策金利を据え置いても、利上げの可能性は後退

2012年1月20日の金融政策委員会で、メキシコ中銀（以下「中銀」）は金利据え置きを決定。政策金利は2009年7月の利下げ（4.75%⇒4.5%）以降据え置かれています（図4右）。

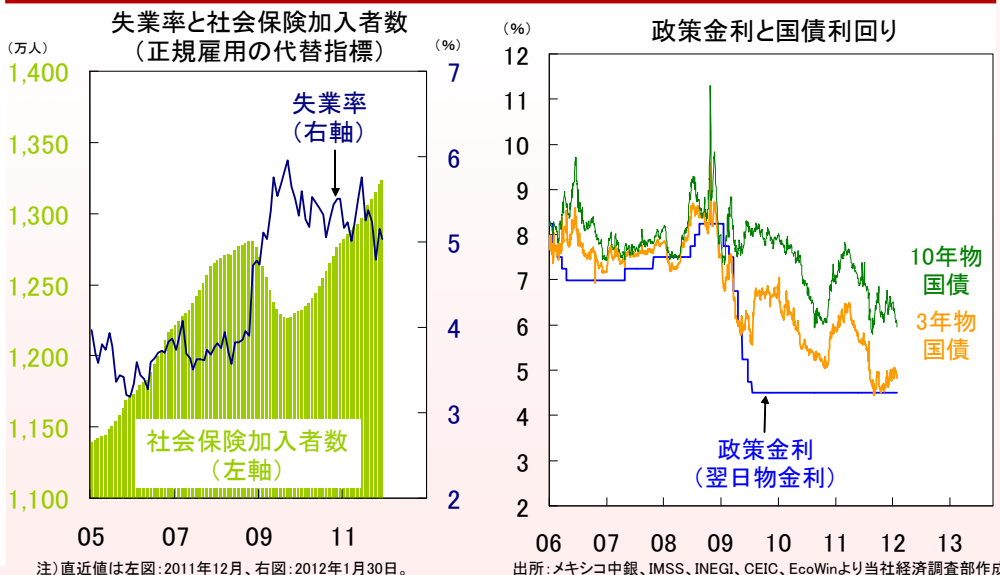
2011年後半より、世界経済の先行き悪化懸念が強まる中、同国経済の減速リスクも浮上する一方で、内需が堅調に拡大する中、ペソ安の進行がインフレ率を加速させる懸念も台頭。12月の会合では、利上げと利下げ、両方の可能性が議論された模様です。しかし、1月会合の声明文では、景気減速のリスクについて、「一段の悪化を示している」と言及する一方、インフレ率上昇のリスクは、「中立的」と前月から変更されませんでした。また、1月の会合前には、中銀関係者から「ペソ安がインフレ率に与える影響は過去に比べて弱まっている」といった趣旨の発言も見られ、一部の金融政策決定委員の間では、通貨安によるインフレ・リスクは過去ほど大きくないと考えられているようです。今後景気減速が見込まれることもあり、少なくとも年内の利上げの可能性は後退したと考えられます。

一方、欧州債務問題の進展を巡る懸念から、同国経済が一段と減速するリスクは依然として残るため、早ければ3月の会合で中銀は0.25%ポイントの利下げに踏み切り、年末までに政策金利を4%まで引き下げると予想されます。

【図3】 総合物価は上昇も、コア物価は安定推移が続く



【図4】 政策金利据え置きを続ける中銀(右)



● 国債を中心とする証券投資資本が流入

2011年7-9月期の国際収支は、多額の証券投資資本の流入が続き、基礎収支（経常収支プラス直接投資）の赤字やその他投資資本の流出などをカバーした結果、9四半期連続の黒字となりました（図5左）。内訳を見ると、経常赤字は▲37億ドルと、前期の▲30億ドルからやや悪化。米国からの労働者送金は堅調な流入が続く一方、内需拡大によって財輸入代金やサービス支払額が増加した結果、財・サービス収支の赤字が拡大したことが主因です。加えて、その他投資もネットで▲63億ドルが流出。商業銀行など、民間部門に対する非居住者からの資本が▲71億ドル国外へ流出し、公的部門の+9億ドルを大きく上回っています。（資産サイドの詳細は不明）

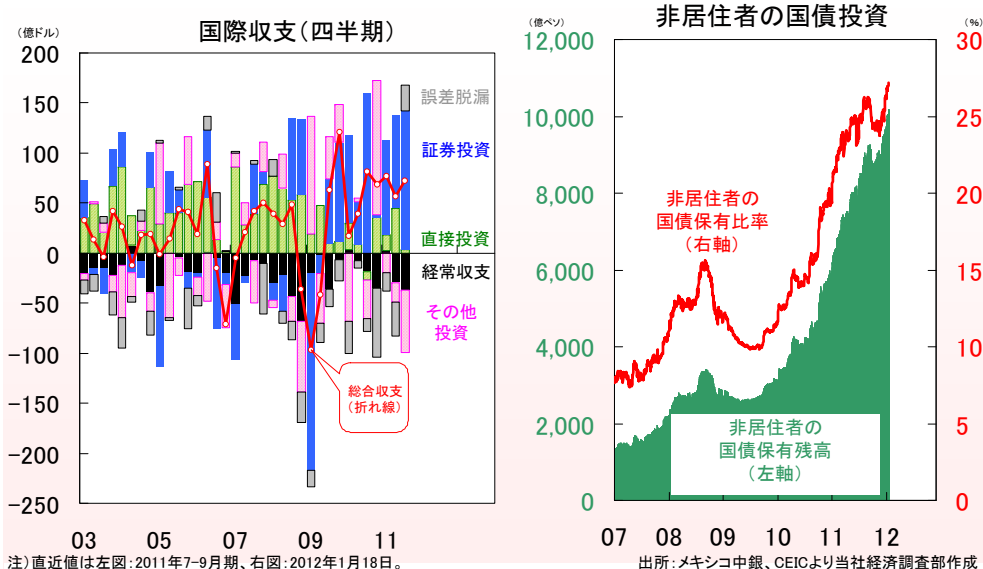
一方、証券投資の流入は堅調で、同期も139億ドルの大幅流入超となりました。2010年10月に世界主要国の債券市場指標である、シティグループ世界国債インデックス（WGBI）へ同国国債が採用されて以降、同指標をベンチマークとする海外機関投資家を中心に同国債の組み入れが進んでいる模様で、2010年初に12%程度であった国債保有残高に占める非居住者の比率は、2011年12月までに約27%へ上昇（図5右）。固定利付国債に限っては4割超に達しています。ペソの対ドル相場が2011年夏まで堅調に上昇したのも、こうした多額の債券投資資本の流入によるものであったと考えられます。

● 年後半からの上昇が期待される為替相場

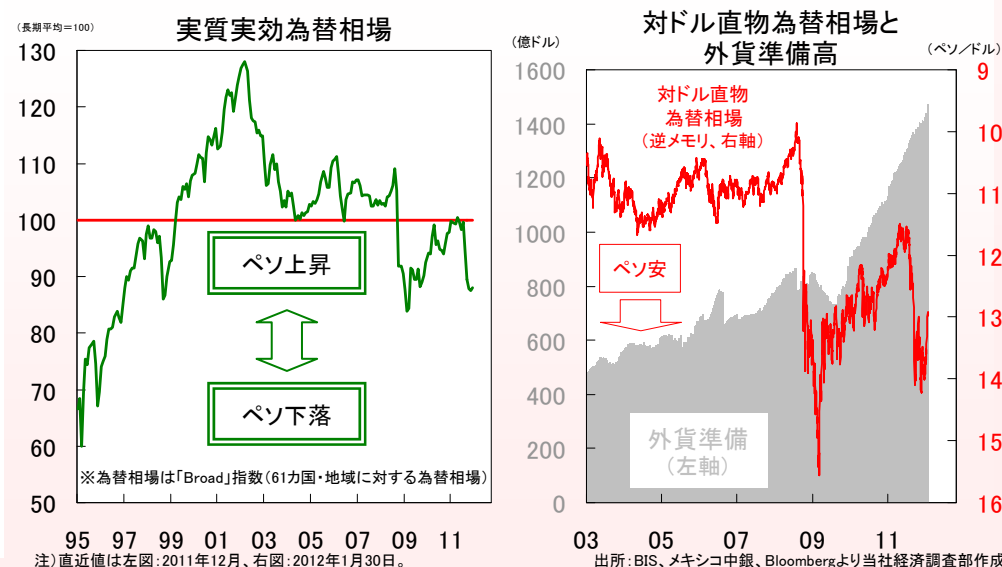
ペソの対ドル相場騰落率は、2011年7月末から同年末まで▲15.8%下落。ポーランド・ズロチ（同▲19.4%）、ブラジル・レアル（同▲17%）など、投資家のリスク回避姿勢が強まる局面で売られやすい新興国通貨と同様、大幅に下落しました。2012年は引き続き底堅い内需を背景に輸入が緩やかに伸び、経常赤字が若干拡大するものの、年初には日本の自動車メーカーや周辺部品メーカーが新工場設立を発表するなど、米国を隣国とする地理的優位性や、ペソ安によるコスト競争力の高まりなどを背景に、直接投資の流入が経常赤字を補い、基礎収支はほぼ均衡すると予想されます。また、国際収支の動向は引き続き証券投資など投資家のリスク許容度に左右される傾向が強まると予想されます。

ペソの直物相場の大幅な下落によって、実質実効為替相場（貿易相手国との物価水準を考慮した為替相場）も2009年の対ドル安値をつけた3月並みの水準まで低下。割高感はありません（図6左）。2012年前半は、欧州情勢の進展をはじめとする、世界経済・金融市場のリスク要因がくすびっており、ペソは値動きの粗い展開が続く見通しです。年後半以降、投資家のリスク許容度の改善が進むと期待される局面では、低い資本取引規制導入リスクや、相対的に高い金利水準などが同国への投資を引き付け、ペソの対ドル相場は年末にかけ堅調な推移を続けると予想されます（図6右）。（三木）

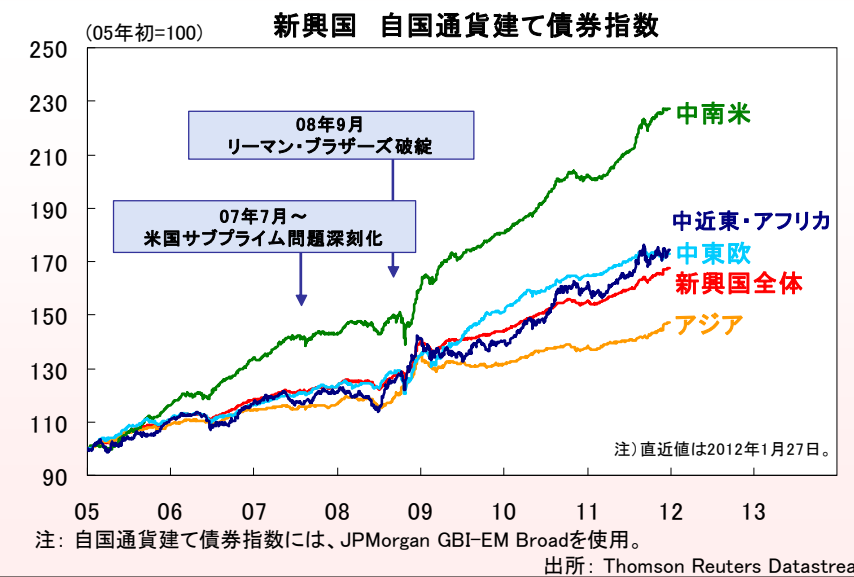
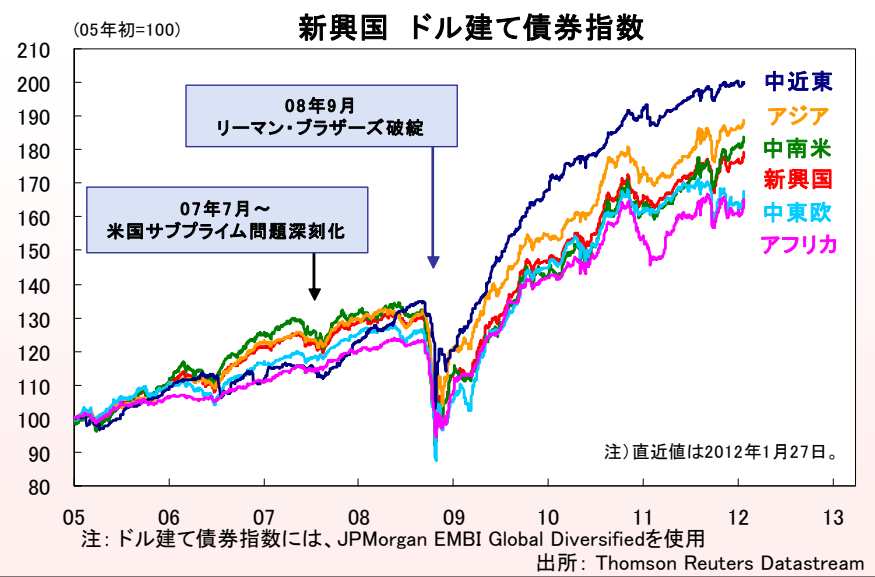
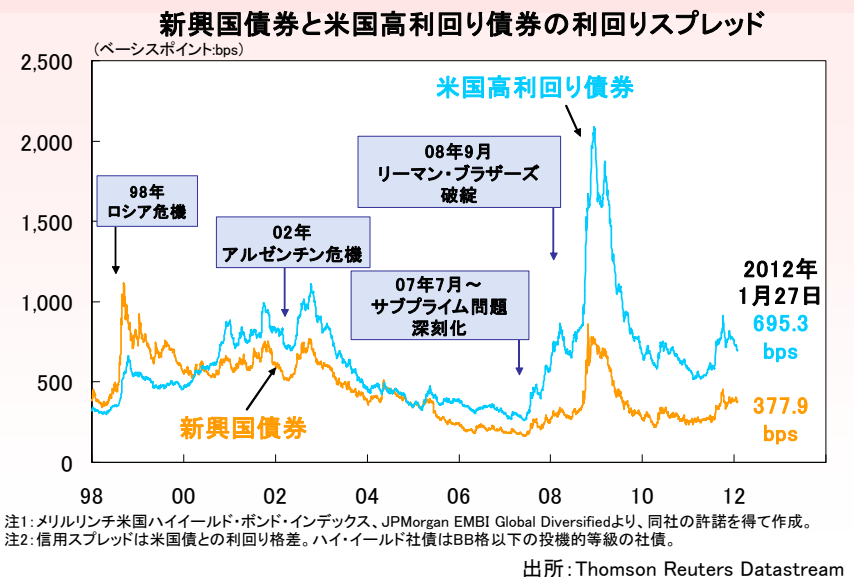
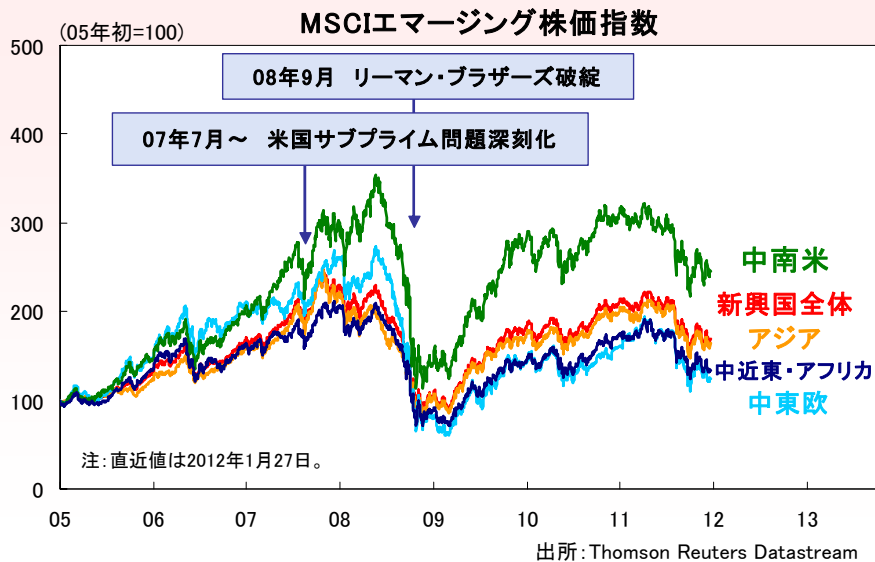
【図5】 国債投資を中心に証券投資資本の流入が続く



【図6】 物価格差を考慮しても大きく下落したペソ相場(左)



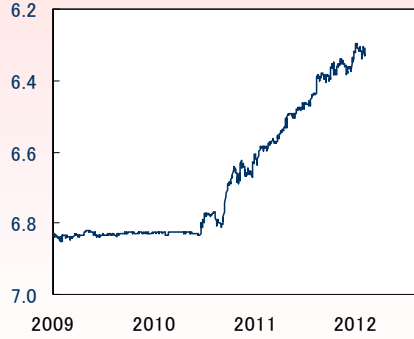
【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド



【エマーシング・マーケット・ウォッチ】②主要新興国通貨の対ドル相場：過去3年間

(自国通貨/1ドル)

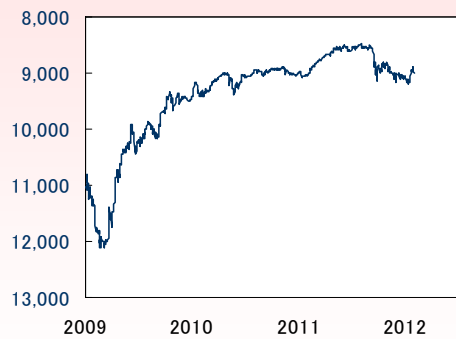
中国・人民元



インド・ルピー



インドネシア・ルピア



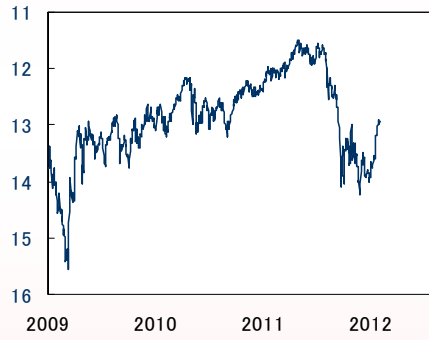
韓国・ウォン



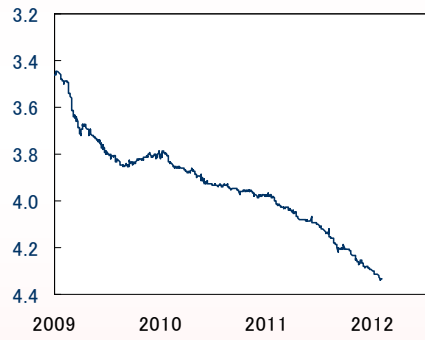
ブラジル・リアル



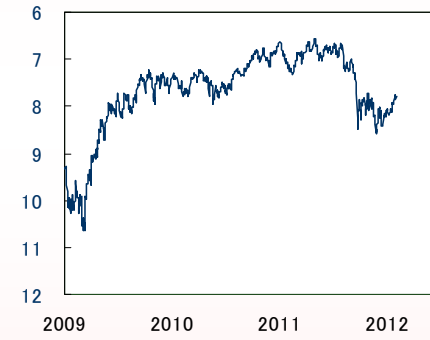
メキシコ・ペソ



アルゼンチン・ペソ



南アフリカ・ランド



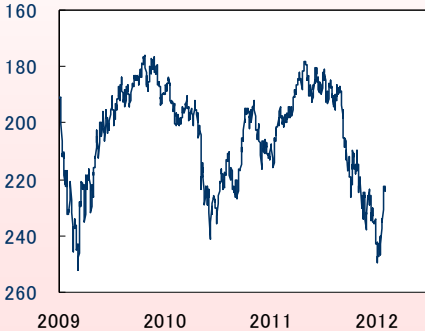
ロシア・ルーブル



ポーランド・ズロチ



ハンガリー・フォリント



トルコ・リラ



自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

自国通貨高
米ドル安



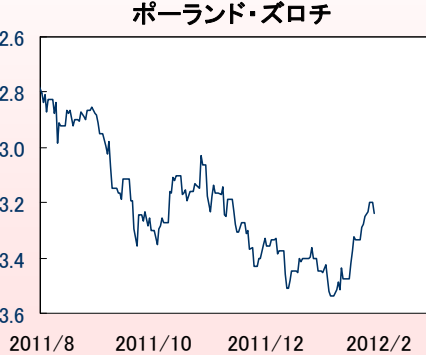
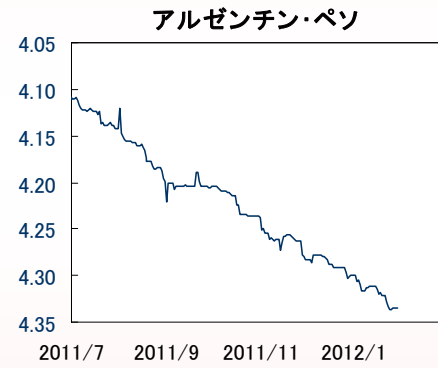
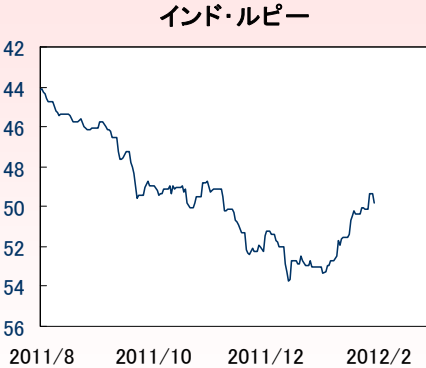
自国通貨安
米ドル高

注) 直近値は2012年1月30日

出所) Bloomberg

【エマーシング・マーケット・ウォッチ】③主要新興国通貨の対ドル相場：過去6カ月間

(自国通貨/1ドル)



注) 直直値は2012年1月30日

自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

出所) Bloomberg

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を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2012年1月31日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに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。
- 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国際投信投資顧問経済調査部の見解です。また、国際投信投資顧問が設定・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。

本資料で使用している指数について

MSCIエマージング（出所：MSCI）：ここに掲載される全ての情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、その確実性及び完結性をMSCIは何ら保証するものではありません。またその著作権はMSCIに帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。

JPMorgan EMBI Global DiversifiedはJPMorgan Chase & Co. の子会社であるJ.P. Morgan Securities LLCが公表する債券インデックスであり、その著作権および知的所有権は同社に帰属します。同インデックスはエマージング・カントリーの国債を中心とした債券の投資総合収益を指数化したものです。

JPモルガンは、JPMorgan GBI-EM(以下“GBI-EM”)及びそのサブインデックスが参照される可能性のある、又は販売奨励の目的で“GBI-EM”及びそのサブインデックスが使用される可能性のあるいかなる商品についても、出資、保証、又は奨励するものではありません。JPモルガンは、証券投資全般若しくは本商品そのものへの投資の適否、又は“GBI-EM”及びそのサブインデックスが債券市場一般のパフォーマンスに連動する能力に関して、何ら明示又は黙示に、表明又は保証するものではありません。