

インド経済ウォッチ

焦点は再びインフレにシフト

- ▶ 3月のWPI上昇率は2ケタに達する見通しだが、4月以降は鈍化し始める見込み。HSBCでは、今年12月までにWPI上昇率が5%まで低下するとみている。
- ▶ WPIとCPIの動向からは十分把握できないが、基調的なインフレ圧力はすでに強まっている。
- ▶ RBIは4月の政策決定会合で利上げに踏み切るとみられる。HSBCでは、2011年半ばまでの累計利上げ幅を200bpと予想。

来年度予算案の発表を終え、市場の関心は財政政策から再びインフレ率に移りつつある。特に、1月の農業労働者CPI上昇率は前年比+17%超と10余年ぶりの上昇幅を記録した。一方、WPI上昇率も2ケタ台に近づいている（1月は同+8.6%）。果たしてインフレ率はどこまで上昇し、いつピークを打つのか、そしてインド中銀（RBI）はどう対応するのか。

こうした点に答えるため、国際コモディティ価格の動向とWPIの構成項目を結び付けた弊社独自のチャートをアップデートしたほか、WPIの製造業物価上昇率を予測する新たなモデルを作成した（3ページの上から2つ目の図を参照）。新予測モデルは、食品と原油、金属価格、ルピーの対ドル相場を加味している。HSBCの分析では、鉱工業生産の物価への影響は無視しうる程度であったため、鉱工業生産は加味していない。

結論から言えば、1月15日付の「インド経済ウォッチ」で示した弊社の見方を変える理由はほとんど見当たらない。HSBCでは、同レポートで今年3月のWPI上昇率予想を前年比+8%から+10%に上方修正する一方、コモディティ価格が再び急騰しないかぎり、前年比の上昇率は急速に低下する見通しであると指摘した。インド政府の推計によれば、来年度予算案で発表された税制変更による影響でヘッドラインWPI上昇率は0.4%押し上げられる見通しだが、予測の上では誤差の範囲内にとどまる。

HSBCの予測モデルでは、コモディティ価格がおおむね横ばいで推移した場合、WPI上昇率は今年末までに5%前後まで鈍化し、2011年3月までに2~3%まで低下することを示唆している。これは、足元のコンセンサス予想を大きく下回る。

CPIについては、WPI上昇率とCPI上昇率の相関性が低いことをまず指摘しておきたい。実際、1997年以降の両者の相関係数は農業労働者CPIベースで0.1弱、工業労働者CPIベースで0.15である。とはいえ、HSBCではCPI上昇率がWPI上昇率とほぼ同時期に頭打ちになるとみている。

Robert Prior-Wandesforde*
Economist
The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited Singapore Branch
+65 6239 0840
robert.prior-wandesforde@hsbc.com.sg

Prithviraj Srinivas*
Economics Associate, Bangalore

View HSBC Global Research at:
<http://www.research.hsbc.com>

*HSBC Securities (USA) Incの非米国関連会社の従業員であり、NYSE/NASDのRRではありません。

発行(原文): The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited Singapore Branch

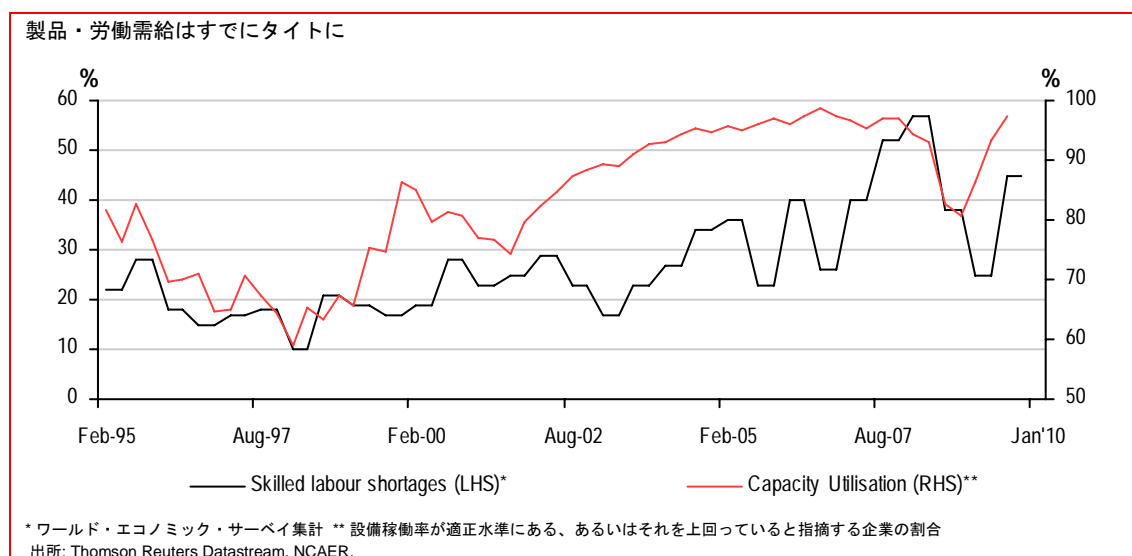
ディスクレーム/ディスクロージャー
本レポートの末尾に記載されています。
併せてお読みください。

食品価格の動向が CPI 上昇率を左右するカギとなる。農業労働者 CPI に占める食品のウエートは 70%弱（工業労働者 CPI は 46%）で、この 2 年は大幅な上昇が続いており、1 月は前年比 +20.5% と 1998 年 11 月以来の高水準を記録した。今後の食品 CPI を予測する上で判断材料の 1 つになるのが、週次ベースの WPI 食品価格の動向だが、直近の 2 月 20 日終了週まで加速が続いている。しかし、上昇率が鈍化する可能性もある。国際食品価格の上昇率が頭打ちになっているもようで、インド国内ではラビ期（乾季）の収穫が好調となる可能性が高まっている。また、多くのサンプリング調査対象者から一部の食品価格の下落が報告されている。

HSBC では WPI 上昇率と CPI 上昇率を予測する際、①コモディティ価格の動向（主に国際価格の動向を反映）と②インド国内のサプライサイドとほぼこの 2 点だけを注目している。国内の需要動向も WPI 上昇率と CPI 上昇率に何らかの影響を及ぼしているとみられるが、HSBC の分析ではこれは非常に小さい。仮に影響を及ぼしているとするれば、これは政策当局にとって問題である。WPI 上昇率、CPI 上昇率のいずれに対しても大幅なコントロールが期待できないだけでなく、これらの変数は国内で生じるインフレ圧力を正確に測る指標にならないからである。

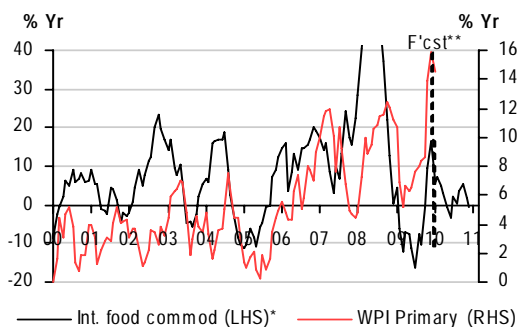
このため、RBI やインド政府は政策決定や政策の有効性の判断を行う際、その他の指標も幅広く検討する必要がある。インドにはあいにくタイムリーな雇用・賃金統計が存在せず、これがさらに状況を難しくしている。とは言え、熟練労働者不足を指摘する企業の割合（World Economic Survey）や設備稼働率が「適正水準にある、あるいはそれを上回っている」と指摘する企業の割合など、調査ベースの指標がわずかながらある。

心配なことに、両指標ともすでに景気回復局面の初期段階で比較的高水準に達している（下図を参照）。RBI がこれらの指標を見ていない可能性もあるが、独自の情報源から類似のデータを手入していると思われる。このため、HSBC 予想通り、WPI 上昇率と CPI 上昇率が 4 月以降鈍化したとしても、RBI は来月の金融政策決定会合で利上げを開始するとみられる。過去を振り返ると、RBI が WPI 上昇率と CPI 上昇率の動向に素直に従わなかった事例は多い。



経済指標と見通し

ようやく頭打ち？

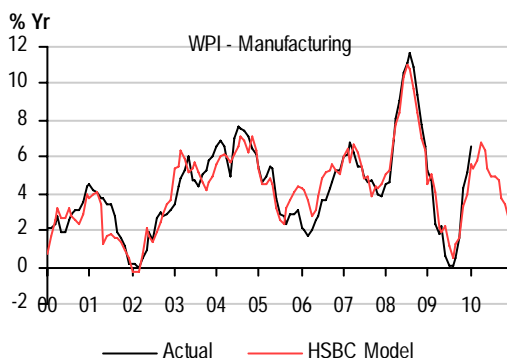


* Economist 食品価格指数（インドルピー換算） ** Economist 食品価格指数が現行水準で推移と仮定
出所: HSBC, CEIC

WPI — 1次産品

- ▶ WPI の 1 次産品（主に食品）価格の上昇率は 1998 年末以来の高水準近辺にあり、国際食品価格の上昇幅を大きく上回っている（左図）。
- ▶ 少雨による影響が大きいとみられるが、デマンドサイドの要因も一因と考えられる。特に公務員の賃上げや全国農村雇用保障制度により所得が押し上げられ、消費も増加したとみられる。
- ▶ とはいえ、1 次産品価格の上昇率はほぼピークアウトしている。これは、国際食品価格動向やラビ期の収穫が好調となる見通しであることが背景。多くのサンプリング調査対象者からは、一部の食品では絶対ベースでも価格が下落しているとの報告がある。

製造業の物価上昇率は 4 月に頭打ちとなる見通し

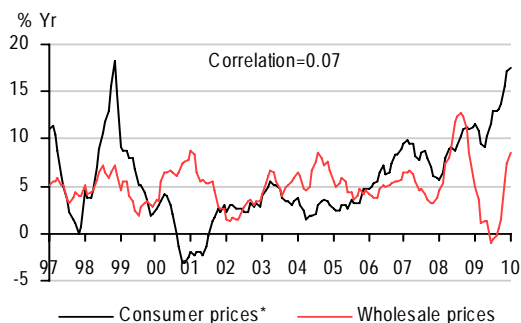


出所: HSBC, CEIC

WPI — 製造業

- ▶ 製造業（ウエートは 64%）の物価上昇率も加速。しかし、こちらもそう遠くない時期にピークを打つ見通し。
- ▶ 左図は、製造業の物価上昇率に関する新たな HSBC 予測を示しており、近い将来のピークアウトを示唆している。この新予測モデル（R2=0.87）には、食品と原油、金属価格、ルビーの対ドル相場などが加味されているが、鋳工業生産の物価への影響は認められなかったため、加味されていない。なお、これは上記の要因が現行水準で推移したと仮定した場合の予測である。
- ▶ HSBC モデルによれば、製造業の物価上昇率は 4 月に頭打ちとなる見通しだが、左図が示唆するよりも上昇率はやや高くなる見込み。これは同モデルが来年度予算案で発表された税制変更による影響（インド政府の推計では、WPI 上昇率が 0.4%押し上げられる見通し）を考慮していないため。

CPI 上昇率はいつ、どの程度の水準で頭打ちとなるか？



出所: HSBC, CEIC * 農業労働者 CPI 上昇率

WPI と CPI

- ▶ CPI 上昇率は軒並み加速が続き、1990 年代末以来の水準に達している。1 月の工業労働者 CPI は前年比 +16.2%、農業労働者 CPI は同 +17.6% を記録。
- ▶ 左図が示す通り、WPI 上昇率と CPI 上昇率の相関性はほぼないに等しいが、CPI 上昇率が 4 月ごろから鈍化し始めなければ驚きと言える。
- ▶ 農業労働者 CPI に占める食品のウエートは約 70%（工業労働者 CPI は 46%）と圧倒的に大きい。上記の理由からそれほど遠くない時期に上昇率は鈍化するとみられる。
- ▶ このため、ヘッドライン WPI 上昇率と CPI 上昇率は 2010 年 4-6 月に鈍化し始める見通し。しかし、これは基調的なインフレ圧力が落ち着き、利上げの必要性がないことを意味するのではない（1-2 ページを参照）。

経済指標カレンダー

3月12日以降の4週間

| 経済指標 | 前回 | HSBC 予 | コメント |
|-----------------------|------|--------|---|
| 3/12 鉱工業生産 (1月) | 16.8 | 17.5 | 12月は季調後前月比+4.6%と大幅上昇を記録したため、1月は一部のセクターで鈍化する見通し。インフラ指数(鉱工業生産指数の4分の1を占める)は1月分がすでに公表されており、前年比+9%と堅調だった。 |
| 3/14 WPI上昇率 (2月、前年比) | 8.5 | 9.6 | 1次産品価格の上昇率は落ち着きつつあるが、より重要な製造業でインフレ圧力の兆しが見られる。現時点では加工食品からの押し上げ圧力が強いが、食品以外が年内に加速し始めるとみられる。3月のWPI上昇率は減税の一部縮小による押し上げ効果が見込まれる。 |
| 3/19 農業・農村労働者CPI (2月) | 17.5 | 17.8 | 燃料コスト増や耐久財価格の上昇でCPI上昇率は加速する見通しだが、極めて近い将来にピークを打つとみられる。食品の小売価格は冬季後の食料供給改善で落ち着く見通し。 |
| 3/31 工業労働者CPI (2月) | 16.2 | 16.6 | |
| 4/1 HSBC製造業PMI (3月) | 58.4 | n/a | |
| 4/1 輸出 (2月、前年比) | 11.5 | 15 | 輸出、輸入ともに前年比でプラスに転じ、向こう数カ月は2ケタの伸びを記録する見通し。輸入の伸びが輸出の伸びを上回り、貿易収支は悪化が見込まれ、2月の貿易収支は115億ドルの赤字となる見通し。 |
| 4/1 輸入 (2月、前年比) | 35.5 | 65 | |

出所: HSBC 予想

主要経済予測

- ▶ HSBCでは、2010/11年度の実質GDP成長率を前年比+8.5%と予想しており、足元のコンセンサス予想(+7.9%)を上回る。農業生産の大幅な回復や財政・金融刺激策の運行効果、石油・ガス生産の増加、アジア・世界の力強い貿易回復が成長を下支えしよう。
- ▶ WPI上昇率は今後も加速し、3月は前年比+10%とRBIの最新予測の同+8.5%を

上回る見込み。しかし、その後は急速な鈍化が見込まれるため、3月がピークとなる見通し。

- ▶ HSBCでは、4月20日に開かれる次回の金融政策決定会合でレポ金利とリバースレポ金利の引き上げが開始されるとみている。2010年暦年では、現金準備率(CRR)はさらに計125bp引き上げられ、レポ金利とリバースレポ金利も同程度引き上げられるとみる。

HSBCのインド経済予測サマリー

| %年度 | 2009/10 | 2010/11 | 2011/12 | 09年7-9月 | 10-12月 | 10年1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|------|------|--------|
| GDP | 7.2 | 8.5 | 8.3 | 7.9 | 7.7 | 7.2 | 7.9 | 7.1 | 9.1 |
| 農業 | -3.0 | 7.1 | 2.7 | 0.9 | -7.0 | -5.8 | 2.8 | 5.0 | 11.0 |
| 製造業 | 8.3 | 6.9 | 6.3 | 9.0 | 11.0 | 9.0 | 7.0 | 6.8 | 7.3 |
| サービス業 | 9.4 | 9.5 | 10.2 | 9.0 | 10.7 | 10.0 | 9.5 | 7.5 | 10.0 |
| WPI | 3.6 | 6.8 | 4.5 | -0.1 | 4.5 | 9.3 | 9.0 | 8.0 | 6.0 |
| CPI* | 11.2 | 12.5 | 6.0 | 11.8 | 13.3 | 17.0 | 16.0 | 14.0 | 12.0 |
| 貿易収支(GDP比%) | -8.2 | -9.0 | -8.3 | - | - | - | - | - | - |
| 経常収支(GDP比%) | -1.0 | -2.0 | -1.7 | - | - | - | - | - | - |
| 財政収支(GDP比%) | -6.9 | -5.8 | -4.9 | - | - | - | - | - | - |
| CRR** | 5.50 | 7.25 | 7.75 | 5.0 | 5.0 | 5.75 | 6.25 | 6.75 | 7.0 |
| リバースレポ金利(%)** | 3.50 | 4.75 | 5.25 | 3.25 | 3.25 | 3.25 | 3.75 | 4.25 | 4.50 |
| レポ金利(%)** | 5.0 | 6.25 | 6.75 | 4.75 | 4.75 | 4.75 | 5.25 | 5.75 | 6.00 |
| 10年債利回り(%)** | 7.8 | 8.4 | 7.8 | 7.0 | 7.6 | 7.8 | 8.0 | 8.2 | 8.3 |
| INR/USD** | 48.0 | 46.0 | 44.5 | 48.1 | 46.5 | 48.0 | 47.5 | 47.0 | 46.5 |

出所: HSBC *工業労働者CPI **年度末(期末)の水準

重要開示事項

本レポートはマクロ経済に関する情報提供を目的として作成されたものです。当レポートで使用しているグラフ、表等は参考データであり、将来の結果を保証するものではありません。

本レポートの原文(英語版)はHSBC グローバルリサーチに属するグローバルエマージングマーケット・マクロ・アンド・ストラテジー・チームによって2010年3月5日に発行されました。

追加重要事項開示：

以下HSBC グローバルリサーチが発行するリサーチレポート、アナリストレポートに関する重要事項を記述いたします。

アナリストの報酬は投資銀行部門を含むHSBC 全体の収益性を一部勘案して支払われます。本レポートを執筆したアナリストの証言 — 本レポートで述べられている個別企業や証券に関する見解はすべてアナリスト個人の見解を正確に反映したものであり、アナリストの報酬は、直接・間接の別を問わず、本レポートで述べられている見解と一切関連がなく、今後もないことを証します。

HSBC は、リサーチ業務に関連して起こる潜在的な利害の対立を適切に確認して、管理する手順を採用しています。リサーチの作成と配布に従事しているHSBC のアナリストとその他のスタッフは、HSBC の投資銀行業務とは独立した管理報告ラインの下に業務を遂行しています。投資銀行業務とリサーチの間に適切なチャイニーズ・ウォールを設置し、全ての機密および価格敏感情報が適切に取り扱われることを確実にしています。

ディスクレーム

(当資料記載内容についてご留意いただきたい事項)

1. 当レポートは、HSBC 投信株式会社(以下、当社)が情報提供を目的として編集したものです。したがって勧誘を意図したものではありません。
2. 当レポートの内容は、当社が信頼に足ると判断する情報に基づき作成していますが、その正確さを保証するものではありません。
3. 掲載された企業につきましては、あくまで直近のトピックとしてご紹介させていただいたものであり、個別銘柄の売買の推奨を意図したのではなく、当社が運用を行う投資信託への組入れを示唆するものでもありません。
4. 当レポートにおける見解等は、作成時点のものであり、今後予告なしに変更される場合があります。データ等は過去の実績を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。また、当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

HSBC 投信株式会社

金融商品取引業者
関東財務局長(金商)第308号
加入協会/(社)投資信託協会、
(社)日本証券投資顧問業協会

〒103-0027
東京都中央区日本橋3丁目11番1号
HSBCビルディング

Tel : 03-3548-5690
Fax : 03-3548-5679