

【インド】「脆い5通貨」の一角よりいち早く脱したルピー相場の安定は今後も続くのか……………1ページ

【アジア・マーケット・ウォッチ】……………7ページ

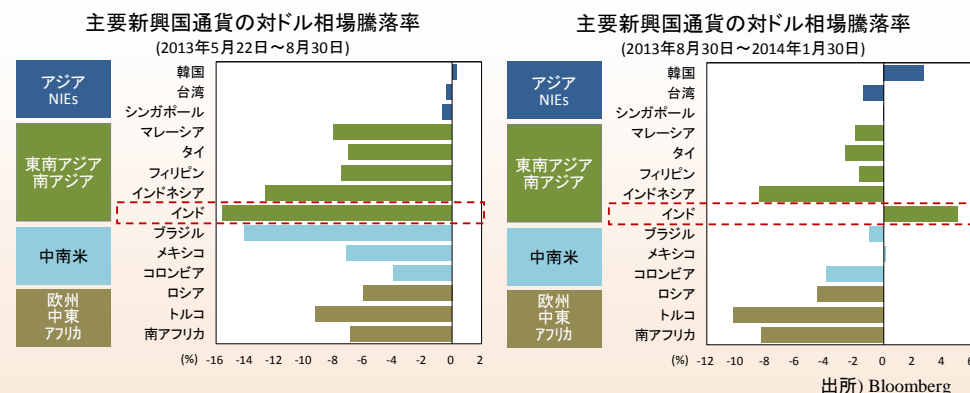
## 【インド】「脆い5通貨」の一角よりいち早く脱したルピー相場の安定は今後も続くのか\*

## ●トルコや南アフリカ等の通貨に比べ安定度の目立つルピー

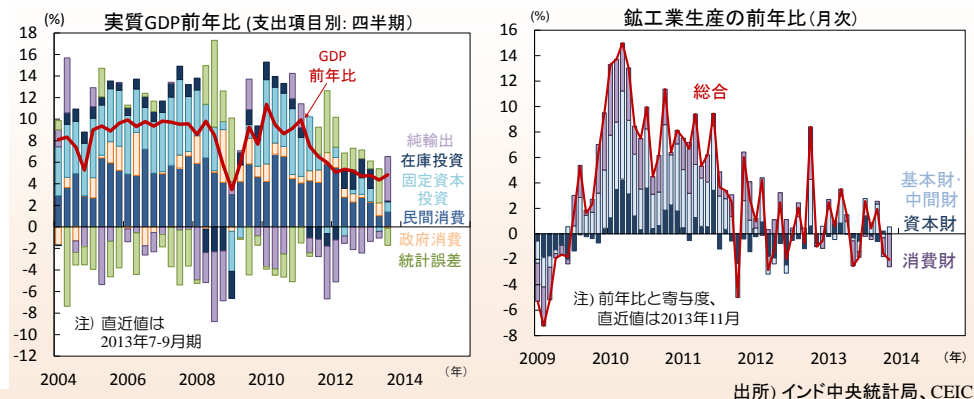
昨年9月以降、インド・ルピー相場の底堅さが目立ちます。昨年は、5月下旬より新興国からの資本流出が加速する中でルピー相場も急落。バーナンキ米FRB議長が同緩和の縮小を示唆した5月22日から、新興国通貨売りがひとまず一巡した8月末までの同通貨の対ドル相場下落率は15.6%と主要な新興国通貨で最大でした(図1左)。昨年初から8月末までの下落率も16.3%と大きく、同通貨は同様に下落率の大きかったブラジル、インドネシア、トルコ、南アフリカなどの経常赤字新興国の通貨とともに「脆い5通貨」と呼ばれることになりました。しかし、その後同通貨は安定し、昨年8月末から今年1月30日までの相場の騰落率は+5.0%と、多くの主要新興国通貨を上回りました(図1右)。本稿では、インドの景気物価状況や金融政策の運営などを概観するとともに、ルピー相場安定の背景を探り、その持続性について考察します。

7-9月期にかけて回復の兆しを見せた経済は、10月より再び失速しつつあります。7-9月期の実質GDPは、前年比+4.8%と前期の+4.4%より反発(図2左)。農林水産、製造、公益、建設、金融・不動産など多くの部門の生産の前年比が改善した結果です。9月の鉱工業生産の前年比も前年比+2.0%と前月の+0.4%より上昇。中間財の生産が伸び、企業の生産活動の回復も期待されました。しかし、同生産は10月より失速、11月の前年比は▲2.1%と前月の▲1.6%に続くマイナスの伸びに。耐久消費財の生産が落ち込み総生産を押し下げました。12月の製造業の購買担当者指数(PMI)は50.7と前月の51.3より悪化し新規受注指数も前月より悪化するなど(図3左)、景気の鈍化は続きそうです。財政収支が悪化しているため、政府は3月末の年度末に向けて赤字目標達成のために歳出の削減を行ない、昨年と同様に1-3月期の成長を下押しすると予想されます。4-5月の総選挙を控えて企業が新規投資を手控える中、投資の回復は年後半からとなるでしょう。今年通年のGDP成長率は+5%台半ばに留まる見通しです。

【図1】ルピーは昨年5-8月は主要新興国で最弱(左)、以降は最強に(右)



【図2】7-9月に改善した鉱工業生産は、10-11月に再び悪化(右)



## ● 11月に上昇した物価は12月には低下

物価は、やや不安定な動きを続けつつも、足元では緩やかに低下しています。総合卸売物価の前年比は、昨年5月に+4.6%と約3年半ぶりの水準まで低下し、その後緩やかに反転(図3右)。しかし同年8月には、7-8月のルピー相場急落に伴う輸入物価の上昇や天候不順による野菜価格の上昇を受けて、同+7.0%まで上昇。さらに、11月にはタマネギなど野菜価格の急騰のため同+7.5%まで上昇しました。市場参加者は、インフレーション再燃の可能性も懸念し始めました。しかし、12月の同物価は前年比+6.2%へと反落、一時的に急騰していた野菜価格が沈静化した結果でした。

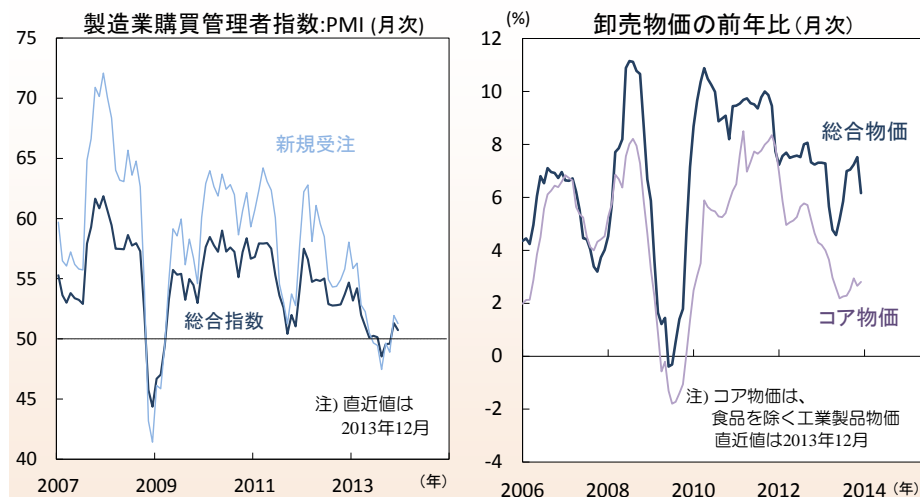
米国の量的金融緩和の縮小を巡る懸念で国際資本市場が混乱し7-8月にはルピー相場が急落し、これを受け物価も上昇。インド準備銀行(RBI)は難しい金融政策の舵取りを迫られてきました。7月半ばは、ルピー相場下落を抑えるために、RBIは短期金利の高め誘導を開始、政策金利(レボ金利)を7.25%で据置きつつ、銀行間翌日物金利の事実上の上限である限界貸出制度(MSF)金利を8.25%から10.25%まで引上げ、同時にレボ金利による資金供給量を大きく制限しました。この結果、銀行間金利は7.25%近くから10.25%近くへと大きく上昇しました(本レポート2013年9月号 4-5頁)。

## ● 昨年9月より政策金利体系の正常化を始めた準備銀行

国際資本市場が安定を欠く中、短期金利の引上げにもかかわらずルピー相場は続落(図4左)。RBIや政府は部分的な為替取引の規制なども導入するものの、通貨下落に歯止めをかけることはできませんでした。しかし、8月末にRBIが大手国有石油会社のドル建て輸入代金をスワップを通じて供与することを公表すると、ルピー相場は反発。国際金融市場の混乱が徐々に沈静化していたことにも助けられ、同相場は安定化していきました。9月初に就任したラジャン現総裁の下、RBIは、資本流入の促進策を導入。在外インド人(NRI)による期間3年以上の外貨預金(FCNR-B)を受入れた銀行と、中核的自己資本(Tier-I)と同額以内の対外借入を行った銀行に対して、RBIが市場より有利な相場で為替スワップに応じることとしました。RBIは、両制度を通じて総額340億ドルの資本を流入させ、国際収支を安定させることに成功しました。

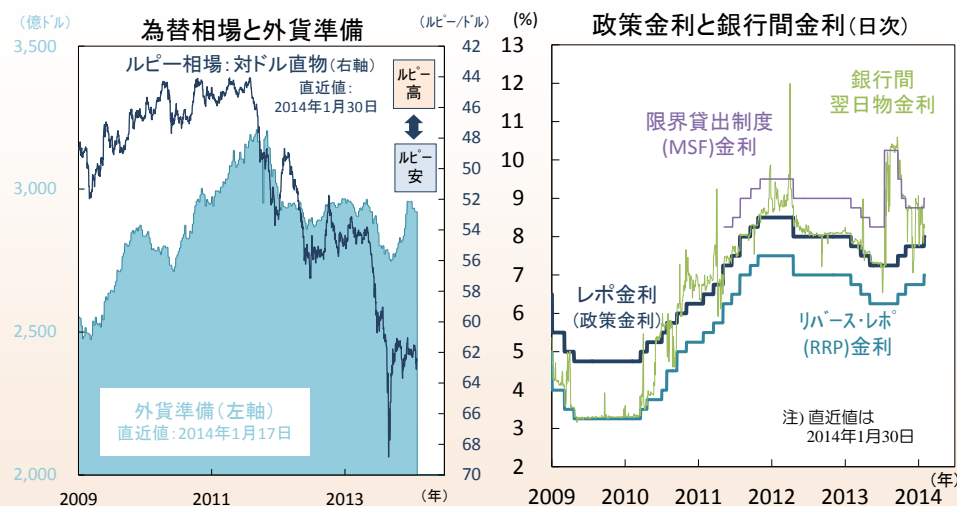
ルピー相場が安定を取り戻したことを受けて、新総裁下のRBIは、通貨防衛のために7月に大幅に引上げた短期金利の引下げに着手。レボ金利を3%ポイント上回る水準まで引上げたMSF金利を、9月から10月にかけて引下げ、従来どおりレボ金利を1%ポイント水準上回る水準へと正常化させました(図4右)。

【図3】12月の製造業PMIは、総合、新規受注ともに前月より悪化(左)



出所) Markit、インド工商省、CEIC

【図4】1月に市場の予想外の利上げに踏み切った準備銀行(右)



出所) インド準備銀行(RBI)、Bloomberg

## ● 新総裁の下で市場の予想外の利上げを行った準備銀行

金利体系の正常化は、MSF金利を上げると同時にレポ金利を上げることによって実現しました。このような政策運営を行った背景には、銀行間の流動性がひっ迫気味で翌日物金利がMSF金利と同水準である中、これを3%も下回るレポ金利が政策金利としてのシグナル効果を失ってしまうという問題意識があったと思われます。また、レポ金利を上げることなくMSF金利を下げた場合、RBIは金融緩和を行っているという印象を与えてしまうことも懸念されたと考えられます。

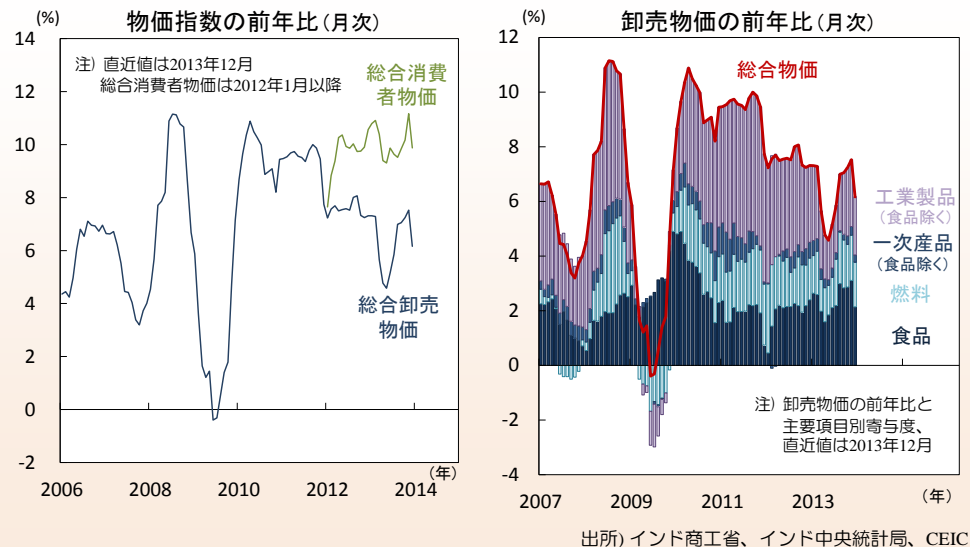
ラジャン総裁の就任後初となるRBIの金融政策見直しは9月20日。この時、7-8月に急落したルピー相場はひとまず安定化しており、前日の米国の政策会合は市場の予想を裏切り量的緩和縮小を開始しませんでした。市場参加者の殆ど(Bloomberg集計のエコノミスト36人全員)はRBIによる政策金利の据置きを予想、しかしRBIはレポ金利を7.25%から7.5%に上げ市場を驚かせました。RBIは、MSF金利を下げることによって高止まっていた銀行間金利の低下を促しつつ、予想外の政策金利の引き上げによってインフレへの警戒感を示し、「新総裁の下でよりインフレ警戒的となったRBI」を内外の投資家に強く印象付けることに成功したとみられます。

## ● 1月にも市場の予想外の利上げを行った準備銀行

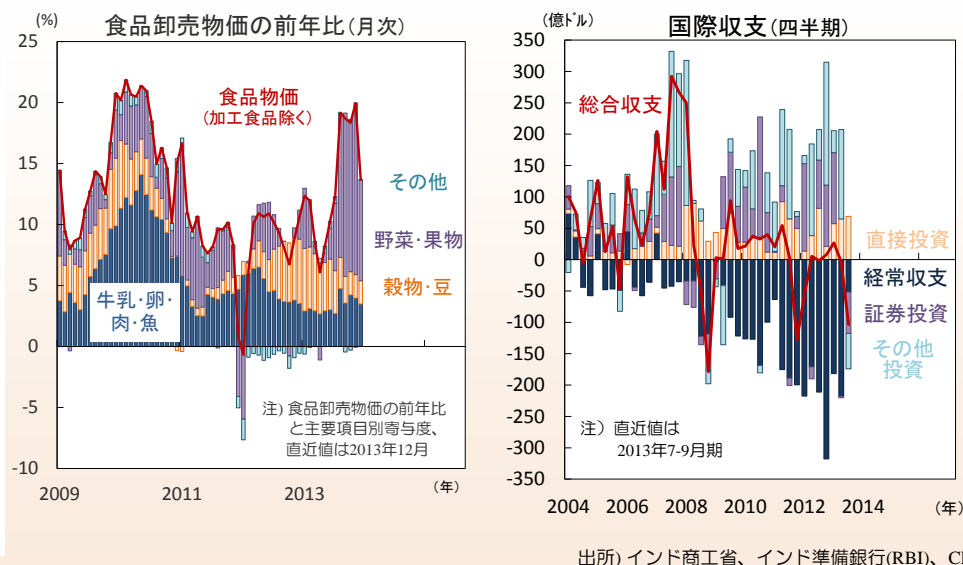
新総裁下のRBIは、その後もしばしば投資家の予想を裏切る政策決定を行いつつ、巧みなコミュニケーションによって投資家の信認を高めているとみられます。

12月18日の見直しでは、RBIは、市場参加者の多く(Bloomberg集計エコノミスト31人中26人)が利上げを予想する中で、政策金利を7.75%で据置きました。見直し直前に公表された11月の消費者物価と卸売物価が予想以上に上昇したものの(図5)、野菜物価の急騰による一時的なものと考えられたため(図6左)、ひとまずは金利を据置いて翌月のデータを待つとの判断でした。政策声明は、次月に期待通りに食品物価の大幅な低下やコア物価の下落が見られなければ、定例外の行動(緊急利上げ等)も辞さないと、政策運営の見通し(ガイダンス)を提示しました。翌12月の総合物価の前年比は、消費者物価が+9.9%、卸売物価が+6.2%と前月の+11.2%、+7.5%より大きく低下(図5左)、RBIの予想通り11月にかけ急騰した野菜価格がその後急速に低下した影響です。11月の鉱工業生産の予想外の不調もあり(図2右)、市場参加者の多く(Bloomberg集計エコノミスト45人中42人)は、1月28日の見直しでの金利据置きを予想。しかし、RBIはこうした予想に反して、政策金利を7.75%から8%に上げました。

【図5】11月に上昇した消費者/卸売物価は、12月に低下(左)



【図6】急騰した野菜物価の反落で、食品物価が12月に低下(左)





## ● 総合消費者物価の抑制を重視し始めた準備銀行

RBIの声明は、高騰した野菜価格の反落によって総合物価は大きく低下したものの、コア消費者物価は高止まりコア卸売物価は上昇した(図3右)と指摘、前回示したガイダンスに沿った利上げ決定であったと説明しました。また、声明は、前週に公表された金融政策枠組みの見直しと強化にかかわる専門委員会(パテル委員会)の報告書にも言及。同報告書も提案する2015年1月時点での総合消費者物価の前年比の+8%への低下を実現するには、今回の利上げが必要と指摘しました。同報告書は、総合消費者物価によるインフレ目標の導入、金融政策委員会の設立などを提案(図7)。今回の決定と同時に公表された経済金融報告書(四半期)には、総合消費者物価の予測分布図(ファンチャート)のみが掲載され、前回掲載されていた卸売物価が掲載されないなど、RBIが従来の卸売物価重視から消費者物価重視にシフトしつつある様子もうかがえます。

声明は、今後、物価がRBIの見通し通り低下すれば、近い将来の追加利上げは不要であり、見通し以上の速度で物価低下が継続すればより緩和的になる余地も生まれると記述。RBIは、今後は今年半ばまで政策金利を据置き、自らの見通し通り消費者物価の低下がみられるかを慎重に見極めようとする予想されます。

## ● 新総裁の下で高まる準備銀行への信認もルピーを下支えか

インフレ抑制を重視する現RBIに対する投資家の信認は、ルピー相場を支える要因の一つとみられます。ラジャン現総裁は、就任直後より資本流入の促進策を導入し、市場の予想外の利上げなどでインフレ警戒的な姿勢を印象付けました。国際金融市場の混乱が一時沈静化した時期と総裁の就任時期が重なった幸運にも助けられ、ルピー相場は安定し、市場参加者には「新総裁の就任で全てがうまくいった」という印象が残りました。当時、世界中の主要メディアが、IMFのチーフ・エコノミストやシカゴ大学教授などを務めた世界的に著名なエコノミストである新総裁の一挙一動に注目。新総裁しばしばメディアに登場し、インフレ抑制や経済と金融部門の改革の必要性などを訴え、「新総裁の下で生まれ変わろうとするRBI」の印象を世界に広めたと思われる。

ルピー相場は、予想外の速度で進んだ対外収支の改善にも支えられています。同国の経常赤字は2013年4-6月期には93億ドルとGDPの4.9%まで拡大、貿易赤字の拡大が主因でした(図8左)。しかし、10-12月期の貿易赤字は300億ドルと、4-6月期の500億ドルより大きく縮小(図8右)。ルピー安と先進国景気の回復にも助けられ財輸出が伸び、金輸入の抑制策などによって輸入が大きく減少したことが主因です(図9左)。

## 【図7】総合消費者物価によるインフレ目標導入を提案したパテル委員会

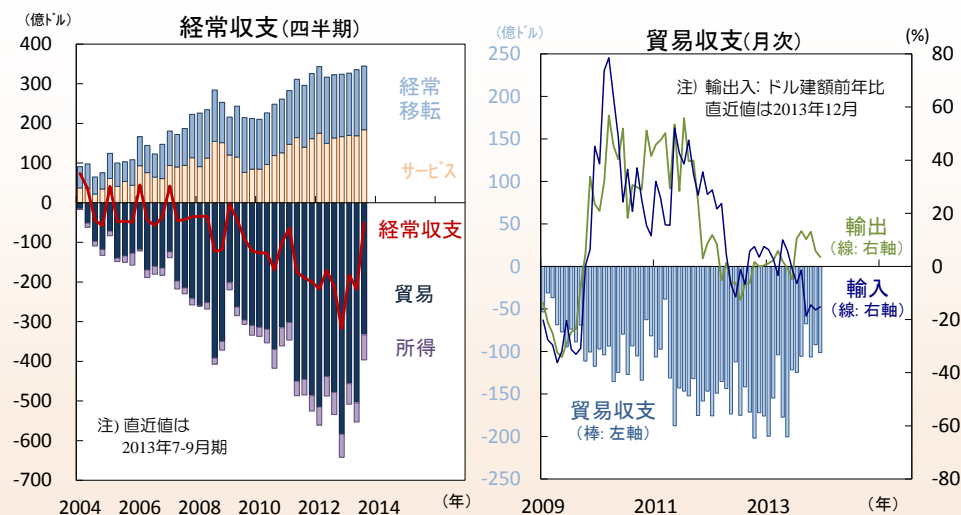
### パテル委員会\*報告書による提案の概要

(\* 金融政策枠組みの見直しと強化にかかわる専門委員会)

<b>インフレ目標</b>	
総合消費者物価の前年比+4%±2%(+2-6%)を目標とする	
12カ月以内に消費者物価の前年比を+8%に抑制	
24カ月以内に消費者物価の前年比を+6%に抑制	
<b>金融政策委員会等</b>	
RBI幹部3名と外部委員2名の計5委員による金融政策委員会の設置	
政策会合の頻度を現状の年8回から年6回に変更	
<b>政策金利と操作手段</b>	
第1段階	翌日物レポ金利を政策金利、銀行間翌日物金利を操作目標とし、操作目標を政策金利の水準に誘導。ターム物レポ入札制度を導入。
第2段階	ターム物レポによる資金調節が定着した段階で、政策金利を14日物レポ金利の誘導目標に変更。同レポ金利を操作目標とする。
<b>金融政策の波及を妨げないよう、整備すべき事項</b>	
財政赤字のGDP比を3%以内に抑制	
価格、賃金、金利に対する規制の撤廃	
法定流動性準備率(SLR)の引下げ	

出所) RBI, (2014), Report of the Expert Committee to Revise and Strengthen the Monetary Policy Framework

## 【図8】輸出の伸びと輸入の落込みによって、貿易収支が改善(右)



出所) インド準備銀行(RBI)、インド中央統計局、CEIC

## ● 経常赤字の圧縮で他の新興国に先行するインド

昨年5月からの新興国の資本流出局面では、経常赤字幅の大きな国の通貨の下落が目立ち、外貨準備の水準にも注目が集まりました。同国は、経常収支が赤字の主要新興国の中でも、同収支の改善がいち早く進んでいます(図9右)。また、水準の低さが一時間問題視された外貨準備も緩やかに増加し、昨年12月末の同準備は2,957億ドルと、資本流出が始まる前の4月の水準近くに回復(図10左)。RBIは、ルピー高が進む局面ではドル買い介入を行って同準備の積増しを図っている模様であるものの、従来水準を回復したことを受けて、今後は介入の規模が徐々に縮小していくと予想されます。

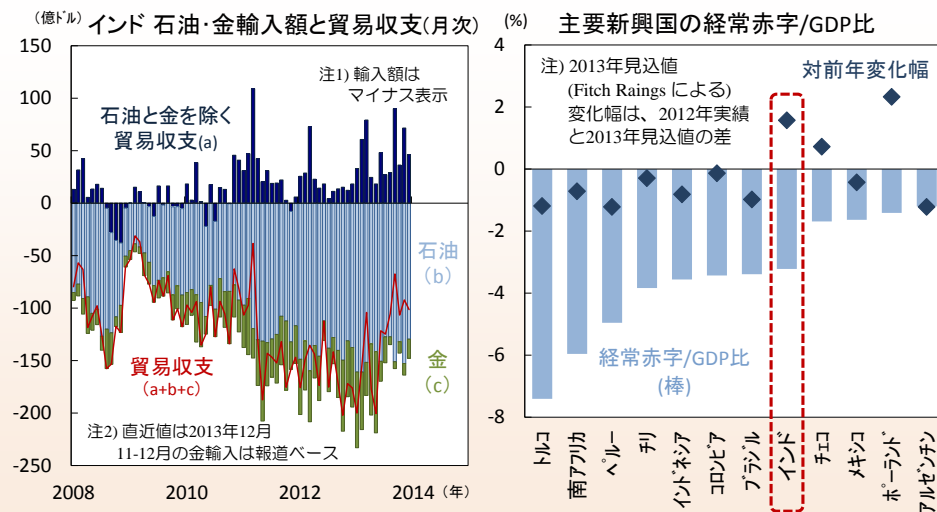
昨年9月以降のルピー相場の安定は、数多くの一時的な相場安定策に支えられており、これらの安定策が解除された時の影響も懸念されました。大手石油会社の石油輸入代金(ドル資金)をRBIが提供する措置は、既に昨年内に終了。現在、石油会社は市場でドル資金を調達しており、また、為替スワップを通じてRBIから借入れたドル資金の返済を進めているものの、ルピー相場は大きく下押しされていません。在外インド人(NRI)からの外貨預金や銀行の対外借入への優遇措置も昨年内に終了。RBIが行ったスワップの期間は前者が3年超で後者が1年超であり、返済はまだ先です。

## ● 当面、相対的に底堅い推移が予想されるルピー相場

昨年9月以降は、流出超であった株式投資資本が流入超に転じたことも、ルピー相場を支えました(図10右)。株式投資家の多くは、今年4-5月に総選挙で政権交代が起こり経済改革が進むことを期待した模様です。最大野党のインド人民党(BJP)は、北西部のグジャラート州首相として同州の投資促進や経済開発に高い実績を上げたナレンドラ・モディ氏を事実上の首相候補に指名し、同党の支持率は高まっていました。しかし、総選挙の前哨戦として注目された昨年末の州議会選挙では、BJPがマディヤ・プラデシュ州やラジャスタン州で圧勝したものの、デリー首都圏では新党の庶民党(AAP)が票を伸ばし連立政権を組閣するという波乱もあり、総選挙の行方は予断を許しません。

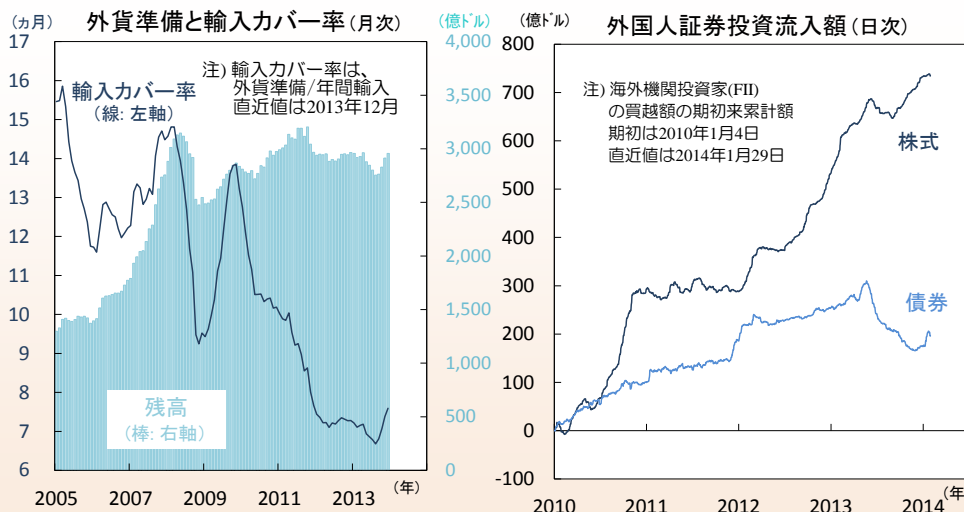
株式投資資本は年初より勢いを失った一方、これまで流出基調であった債券投資資本が流入基調に転換(図10右)。対外収支の改善を背景に為替相場が安定性が増す中で、高金利の同国債券への資本流入は当面継続する可能性が高いでしょう。財政赤字拡大に悩む政府は、年度末の3月にかけて赤字圧縮するため民営化を加速させる見込みです。民営化に伴う海外からの資本流入や、4月の新年度入りに伴う輸出業者のドル売りヘッジも予想される中、ルピー相場は当面底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図9】他の経常赤字新興国に比べ赤字縮小規模の大きいインド(右)



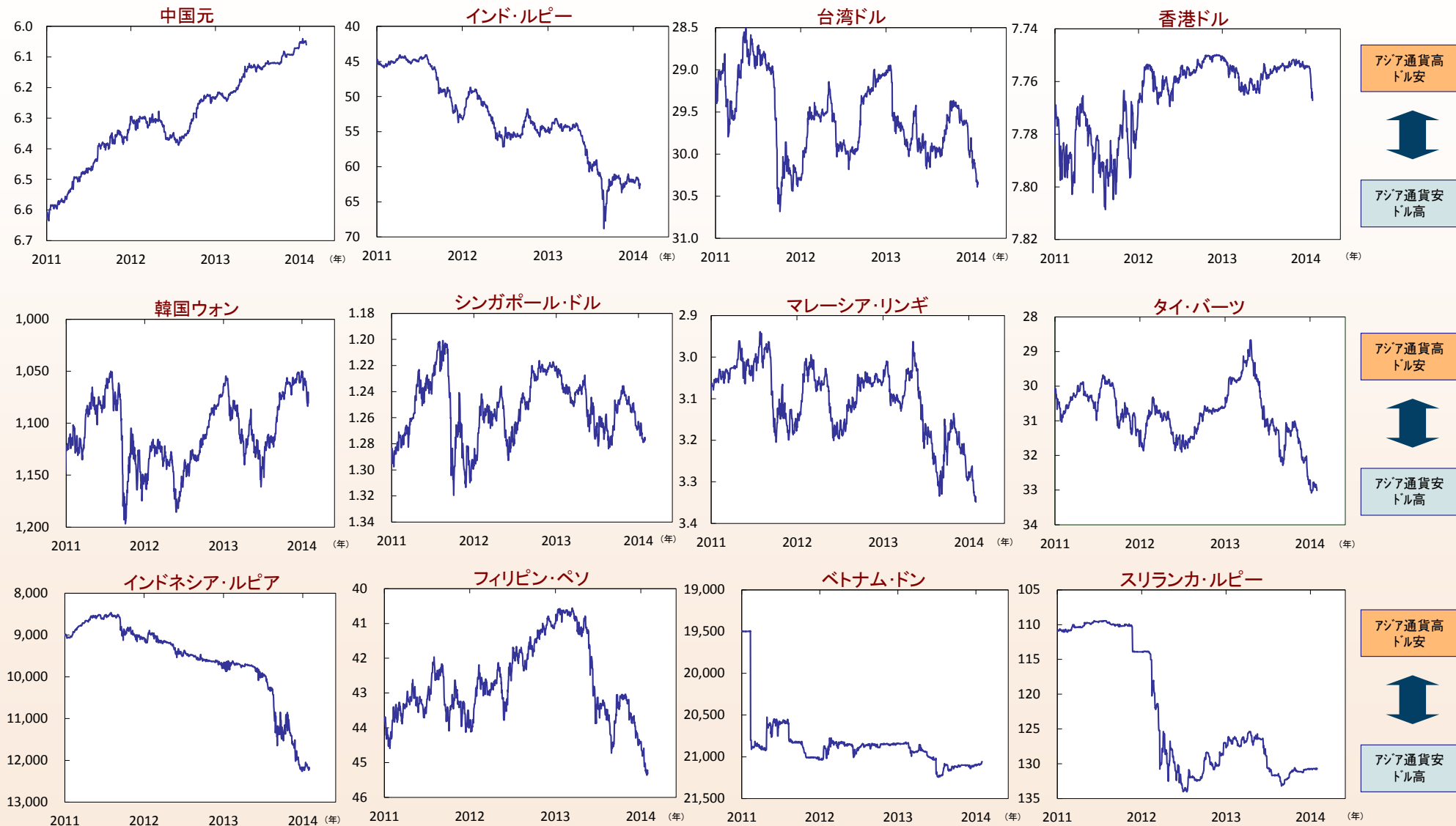
出所) インド工商省、インド準備銀行(RBI)、Fitch Ratings、CEIC

【図10】流出基調だった債券投資資本もようやく流入基調に(右)



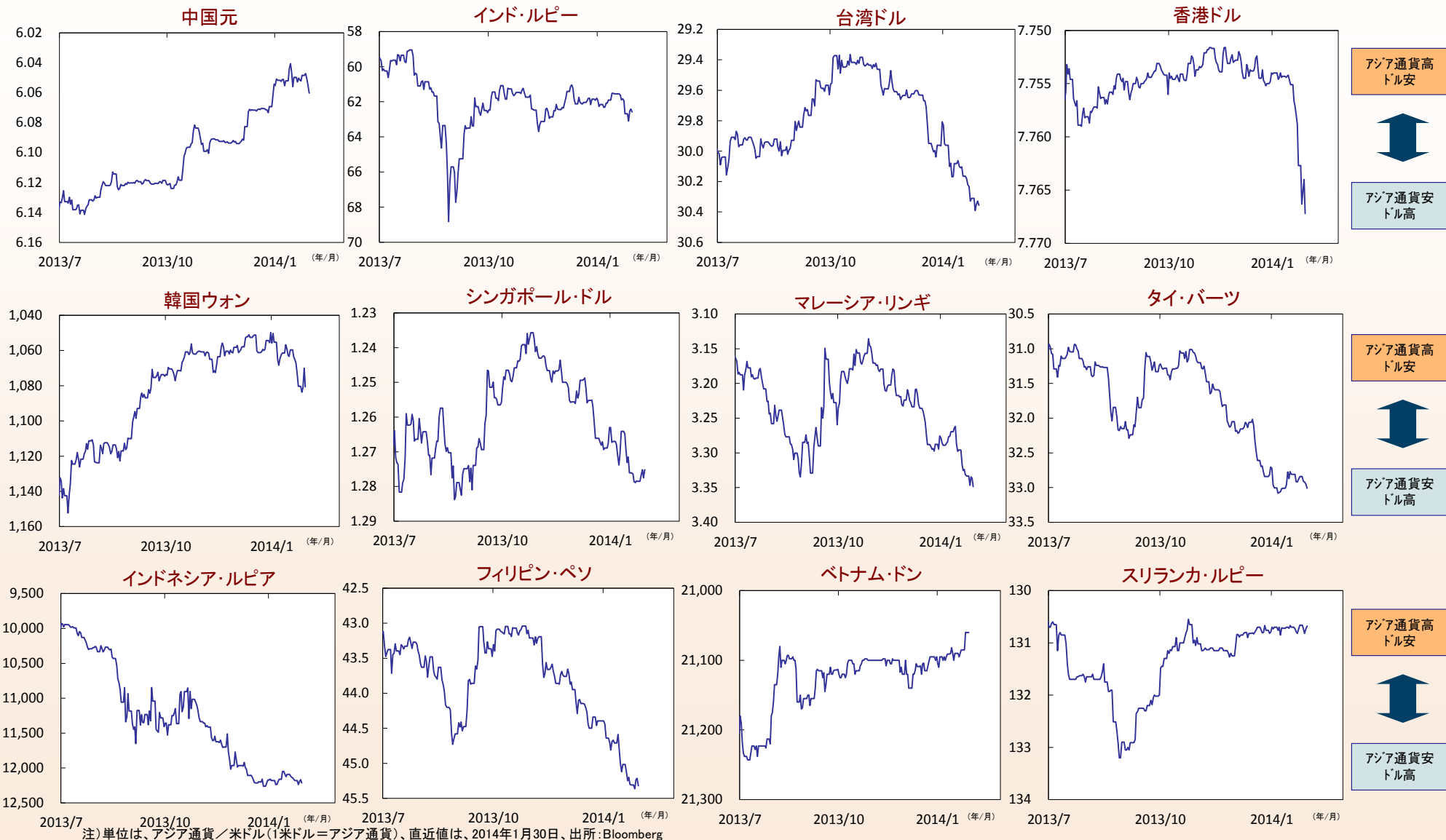
出所) インド準備銀行(RBI)、インド工商省、インド証券取引委員会(SEBI)、CEIC、Bloomberg

# 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(1)過去3年間



注) 単位は、アジア通貨 / 米ドル (1米ドル = アジア通貨)、直近値は、2014年1月30日、出所: Bloomberg

# 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(2)過去6か月間



### 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：2014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投資情報部の見解です。  
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。