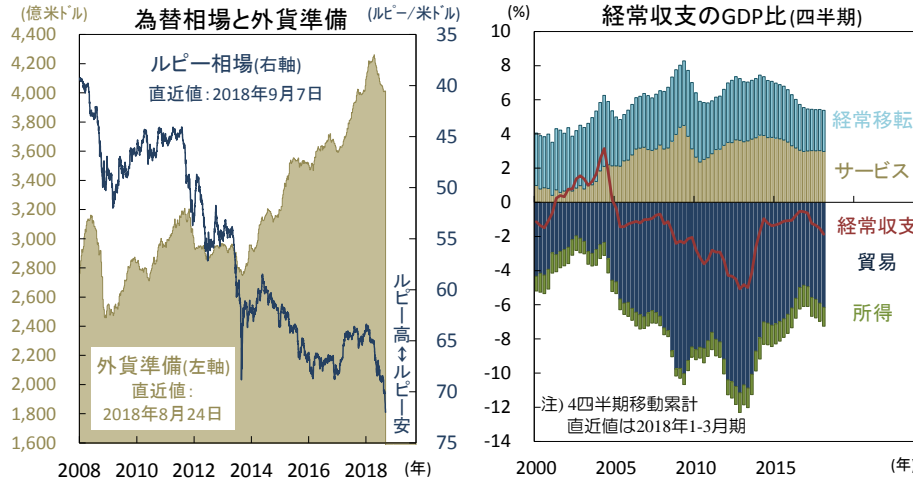


## インド：アジア最弱通貨に転落したルピーの下落に歯止めはかかるのか

【図1】下落するルピー(左)、経常赤字幅は2013年当時より低位(右)

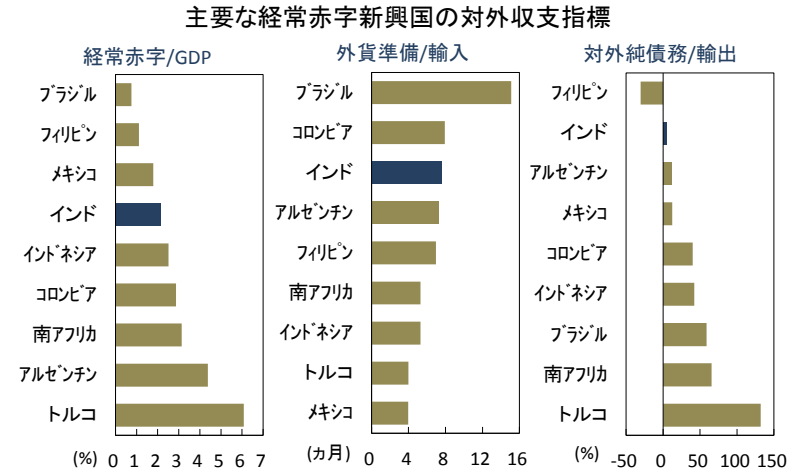


出所) インド準備銀行(RBI)、CEIC、Bloomberg

インド・ルピーが軟調です。先週、同通貨は対米ドルで▲1.0%下落し、年初来でも同▲11.0%と(図1左)、主要アジア通貨最大の下落率。年初より軟調であったルピーは、8月上旬のトルコ・リラ急落直後より下げ足を早めており、2013年の新興国通貨下落時(バーナンキ・ショック)と同様に今後も相場が急落するとの懸念も一部で浮上しました。

もっとも、インドの経済状況は2013年当時より改善しており、上記の見方はやや悲観的過ぎると思われます。2013年当時、同国では拡張的な財政政策の下で景気が過熱するとともに、物価が上昇し経常赤字が膨張するなど経済の不均衡が拡大。しかし、その後誕生したモディ政権の下で、財政赤字の削減や物価の抑制や経済構造の改善が図られ、同国経済は上記のような不均衡が生じづらい体質になりました。足元では原油高に伴って経常赤字が拡大しているものの、赤字幅は2013年当時より限定的です。今年1-3月期まで4四半期累計の経常赤字はGDP比1.9%と、2013年4-6月期までの+5.0%を大きく下回ります(図1右)。また、国際収支の構造も当時より安定化しています。

【図2】インドの対外収支は他の経常赤字新興国より安定的



注) Fitch Ratingsによる2018年予想。輸出入は経常勘定の受取額と支払額。

出所) Fitch Ratings

2013年4-6月期までの4四半期には直接投資収支の黒字が経常赤字の24%のみをカバーしたのに対して、今年1-3月期まででは同62%をカバー。経常赤字の調達構造は2013年当時より改善しています。また、他の主要新興国(経常赤字国)と比較しても、現在の同国の対外収支は安定的です。経常赤字と対外純債務の水準が低く、外貨準備の水準が高いため、同国の対外ショックへの耐久力は相対的に高いと考えられます(図2)。

では、なぜルピーの下落が足元で加速しているのか。当局がルピー安を容認しているという見方が広まったためと思われます。インド準備銀行(RBI)が公表した4-6月の直物ドル売り介入額は144億ドルで、同期間の先物持高の減少額(介入推計額)の102億ドルを加えると、直先物の介入額は246億ドル。2013年のルピー急落時の同介入額(6~11月)の270億ドルに近い金額です。しかし、7月初より8月24日まで約2か月間の外貨準備の減少額は48億ドルと低下(先物残高は現在未公表)。トルコ・リラが急落し新興国通貨全般に下押し圧力がかかった局面での介入が十分でなかった可能性は否めません。

## ● 8月のトルコ・ショック時にルピー急落を許した当局

ルピー相場は、トルコ・リラ急落前日の8月9日の1ドル=68.682ルピーから翌週16日に同70.157ルピーへと下落。5-6月には多額の介入によって同69ルピーを超えるルピー安が阻止されたのに対し、8月には1週間足らずの間に心理的な節目の70ルピー台突破を許したことに市場参加者は驚きました。また、財務省の経済局次官が「1ドル=80ルピーとなっても、他の新興国通貨も下落しているなら心配しない」と発言したと8月14日に報じられ、当局がルピー安を容認しているとの思惑が浮上。過去数年の実質実効相場の上昇に伴う割高感の解消が図られているとの見方も根強い模様です(図3左)。介入の強度が弱まった背景は不明ながら、急速な外貨準備の減少による市場の動揺や、介入に伴う市場のルピー流動性のひっ迫が懸念された可能性も考えられます。

トルコやアルゼンチン市場の混乱が早期に収束する気配はなく、米国の貿易政策を巡る不透明感や中国景気の鈍化懸念も市場のリスク選好度を悪化させるでしょう。米国が金融緩和の解除を粛々と進める中、当面、新興国通貨への下押し圧力が続く可能性が高いと思われます。もっとも、インドの当局は、ルピー相場の下落が管理可能な範囲を超えそうになった際には相場の安定化に向けた行動をためらわないでしょう。

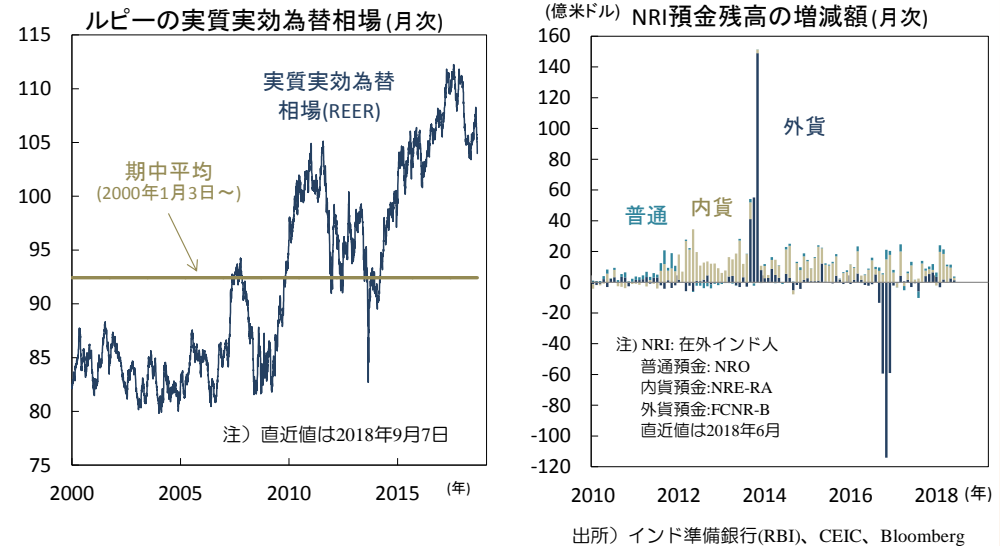
## ● ルピー相場は今後も当面やや軟調に推移か

同国の外貨準備の水準を見る限り介入余力は相応に残っています。また、2013年のルピー急落時には当局が複数の措置を導入。石油販売会社に対する為替スワップの提供(同会社による市中でのドル買いの抑制)、在外インド人(NRI)による長期の外貨預金に対する優遇的なスワップ金利の提供などの資本流入促進策(図3右)、金など輸入の抑制策(輸入関税引上げ等)などです。なお、当時は短期金利の大幅引上げ(図4左)、金利コリドー上限の限界貸出制度:MSF金利引上げも行われたものの、相場の安定化に貢献しなかったため、同措置の導入は今回見送られる可能性が高いと考えられます。

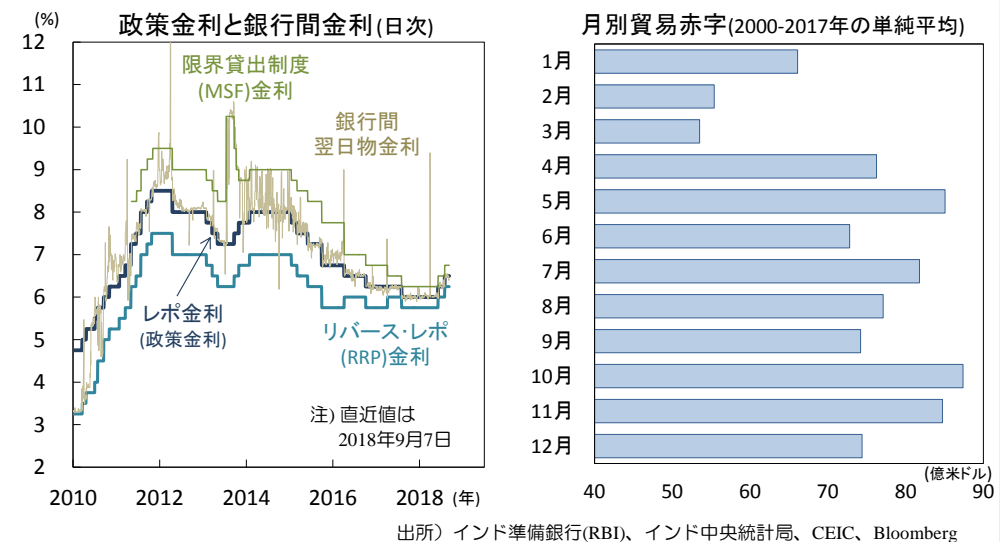
今後10-11月には、ヒンドゥー教の祝祭日(Diwali)に伴う金輸入の増加によって貿易赤字が季節的に拡大(図4右)。また、年末の主要州議会選挙(マディヤ・プラデシュ、ラジャスタン)に関わる直近の世論調査によれば、州政権党の与党BJPが敗れる可能性が高く、来春の下院総選挙での同党苦戦の連想からリスク資産の上値は重くなるでしょう(注)。政治的な不透明感は直接投資の流入も鈍化させるとみられます。ルピーは、トルコや南アフリカ等対外収支の弱い国の通貨ほどの下落はしないでであろうものの、今後も当面、主要アジア通貨に比べると軟調に推移すると予想されます。(入村)

注) アジア・マーケット・マンスリー2018年8月号 6-7頁を参照。

【図3】2013年には当局の措置によって多額の外貨預金が流入(右)



【図4】例年10-11月には金輸入の増加から貿易赤字が拡大(右)



出所) インド準備銀行(RBI)、インド中央統計局、CEIC、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のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき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。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮しておりません。
- 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三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・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。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会