

通貨ニュース(2014 年 1 月 15 日)

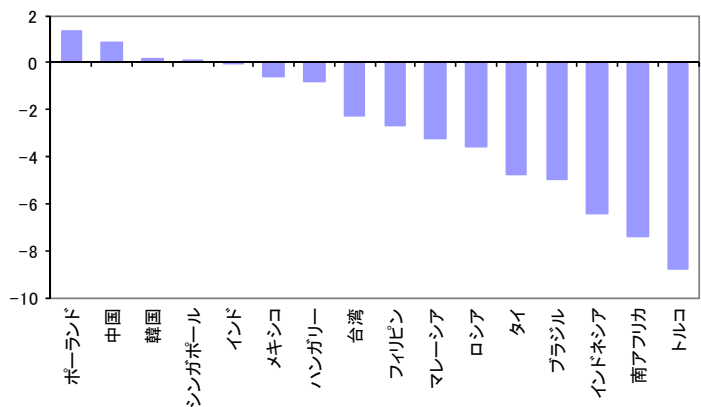
インドルピーを支える 3 つの要因

2013 年 10 月末以降、FRB の tapering 観測を背景に米 10 年債金利が断続的に上昇する中、新興国通貨総じて軟調な展開となったが、インドルピーはほぼ横ばいで推移している。その要因として、①貿易赤字(経常赤字)の縮小、②インド準備銀行(中央銀行、RBI)への信認回復、③政権交代に伴う経済改革進展への期待の 3 つが指摘できる。金輸入抑制策が目に見えて効果を発揮したことで貿易赤字は明らかに改善しているほか、9 月に就任したラジャン総裁率いる RBI の金融政策にも安心感がある。そして、2014 年 5 月までに実施される総選挙において、最大野党・インド人民党(BJP)が勝利を収め、モディ首相の下で経済改革が進展するとの期待は大きい。但し、金輸入抑制策が貿易収支を一段と改善させる余地はほとんど残されていないうえ、金融政策に出来ることにも限界はある。BJP が勝利しても単独過半数は取れず、次期政権も安定を欠いた連立政権となる公算が大きく、過度な楽観は禁物である。

～底堅さが目立つインドルピー～

2013 年、一時は年初来▲25%以上の急落に見舞われたインドルピーだが、足許では底堅く推移している。米 QE 縮小(いわゆる tapering)の可能性が市場で意識される中、米 10 年債金利は 10 月末の 2% 台半ばから断続的に上昇し、12 月 17～18 日の FOMC において 2014 年 1 月からの tapering 開始が決定されると、12 月末には 3% 台に到達した。2014 年に入り、先週末に発表された米 12 月雇用統計が予想外に大きく悪化したことで米 10 年債金利

(対ドル、%) EM 通貨騰落率(2013 年 10 月 31 日～2014 年 1 月 14 日まで)



(資料) Bloomberg

は急低下したものの、現状は 2.8% 近辺で推移している。その間の新興国通貨の値動きをみると、「フラジャイル・ファイブ¹」を筆頭に総じて軟調な展開となった。2014 年に入り米金利低下に併せてドル売りが強まると新興国通貨も対ドルで買い戻されたものの、依然として基調的には軟調である。その中でもルピーはほぼ横ばいで推移するなど底堅さを見せているが、そうした動きの要因としては、①貿易赤字(経常赤字)の縮小、②インド準備銀行(中央銀行、RBI)への信認回復、③政権交代に伴う経済改革進展への期待の 3 つが指摘できる。

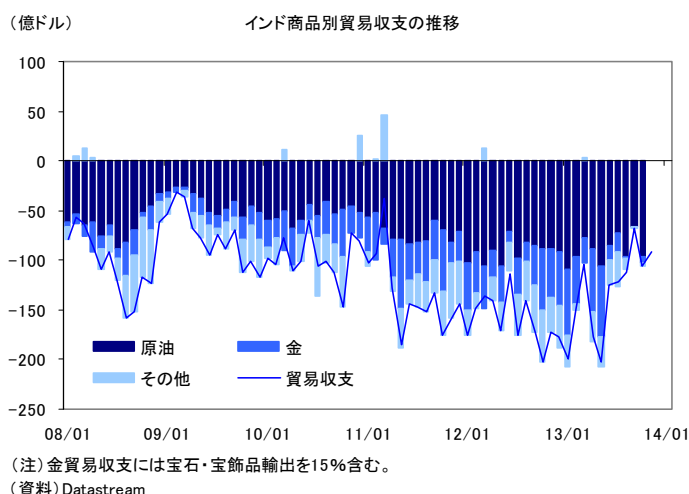
¹ 高インフレや経常収支赤字が問題となっているブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカの 5 か国 (5 通貨) を指し、FRB が金融政策の正常化へと向かう中で中期的に逆風に晒されるとみる向きが多い。
当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

～金輸入抑制策に伴う貿易赤字の縮小～

ルピーが大きく下落した背景には大幅な経常赤字が挙げられるが、足許では予想以上の速さで赤字額が縮小している。12月2日に発表されたインド7～9月期の国際収支統計では、経常赤字が▲52億ドルと4～6月期の▲218億ドルから約4分の1へと縮小し、対GDP比では▲1.2%と4～6月期の同▲4.9%から急低下した。これだけ急激に経常赤字が縮小したのは、金輸入抑制策に伴う貿易収支の改善が効いている。

インドの経常赤字は専ら貿易赤字によるものであり、当局は貿易赤字拡大を抑制すべく、2013年に奢侈品である金の輸入に対する規制を強化した。具体的には、金輸入に課される関税率を年初の4%から2%ずつ3回に亘って引き上げて10%としたほか、金輸入の少なくとも20%を再輸出用とし、残りの国内販売用についても宝飾品産業向けに限定するなどの規制を打ち出した。金輸入抑制策導入当初は、駆け込み需要を背景として一時的に金の輸入が膨らんだものの、その後は目に見えて効果を発揮しており、これまで金輸入の目的の1つとして指摘されていた資産価値防衛としての金輸入は制限され、宝飾品産業の加工原材料といった実需向けや、再輸出向けにほぼ限られている。

但し、金輸入は既に10億ドル程度まで縮小しており、金輸入抑制策が貿易収支を改善させる余地はほとんど残されていないのも事実で、更なる貿易収支の改善は見込み難い状況ではある。それでも、国際収支統計における基礎収支(経常収支+直接投資収支)が7～9月期に2009年4～6月期以来の黒字を計上するなど、ルピー相場を取り巻く需給環境は大きく改善しており、2013年前半のようなルピー相場の脆弱性は薄れつつあると評価できる。



～ラジャン総裁が取り戻した中銀の信頼～

また市場では、9月4日にインド準備銀行(中央銀行、RBI)の総裁に就任したラグラム・ラジャン氏の手腕を評価する声も多い。ラジャン氏は2003～2006年にIMF(国際通貨基金)のチーフエコノミストを務めていたが、2005年に米国ワイオミング州ジャクソンホールで開催されたカンザスシティ連銀主催の年次シンポジウムで、世界的な金融危機を3年前に予測したことで知られる。米シカゴ大学の教授を歴任するなど、経済・金融界における著名人物なだけに、RBI総裁就任の可能性が浮上した当初からラジャン氏に対する市場の期待は高かった。

これまでのところ、ラジャン総裁は就任直後から市場参加者の心をがっちりと掴んでいるように見える。ラジャン総裁は9月4日の記者会見において、通貨の安定を成し遂げることがRBIの果たすべき主な使命だと指摘し、その上で「それはインフレの発生源が国内であろうと、為替相場の変動などに由来するものであろうと、インフレ期待を低位安定させることを意味している」と説明。就

任直後の9月20日に発表した金融政策報告において、市場の予想に反して政策金利であるレポレート^①を25bp引き上げ、10月29日の金融政策報告でも同様に25bp利上げして7.75%とした。

12月18日の金融政策報告では、先に発表されたインド11月卸売物価指数が予想に反して大きく上昇したことから、市場では利上げ予想が大勢であったものの政策を据え置いた。政策据え置き^②の理由として、声明で「足許の物価は高すぎるが、短期的にどう動くか不確実である」と指摘し、「景気が弱く、金融政策の効果が現れるのに時間がかかることを考慮すると、不確実性を減らすために更なるデータを待つ価値がある」とした。同時に、「(据え置き)決定は際どい判断」だったと明記したうえ、「食品物価の低下及びその波及による総合物価の低下が見られない場合、もしくはコア物価が低下しない場合には会合スケジュールに関わらず行動を起こす」と表明しており、引き続きインフレ警戒姿勢は解いてはいない。

今回、市場の信認低下リスクを犯しながらも予想に反して政策見送りを決めたが、判断に至った理由を明確に示し、これまで通り物価抑制(通貨安定)を最優先とする一貫した姿勢をみせており、RBIの金融政策は依然として透明性が維持されている。利上げ見送りを受けてもルピー相場が安定していることにも表れているように、RBIに対する市場の信認は毀損していないと判断できよう。

～政権交代に伴う経済改革進展への期待～

最後に、ルピーを支えている要因の3つ目として、政権交代に伴う経済改革進展への期待を挙げておきたい。

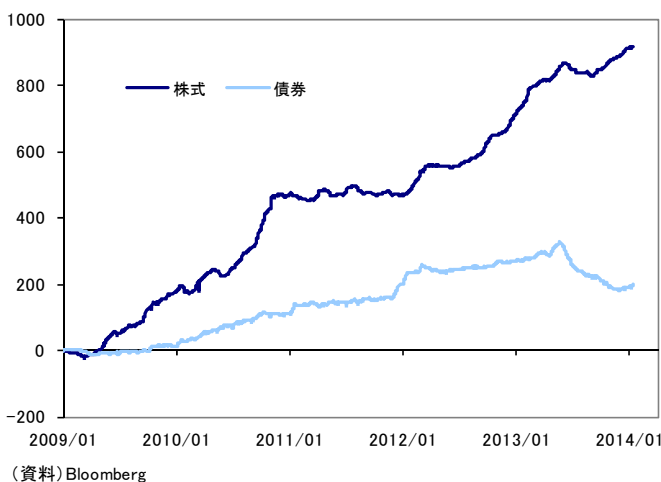
インドでは2014年5月までに総選挙が実施される予定である。それに先駆け、11月から12月初めにかけて行われた州議会選挙(中部のマディヤプラデシュ州とチャッティスガル州、北東部ミゾラム州、デリー首都圏(州に相当))は総選挙の前哨戦として注目を集め、12月8～9日に一斉に開票が行われた。結果は、改革推進に積極的な最大野党・インド人民党

(BJP)が4州で勝利を収め、インド株式市場では史上最高値を更新する動きがみられている。

BJPが9月に総選挙の首相候補として指名したナレンドラ・モディ氏は、2001年に西部グジャラート州の首相に就任し、電力供給のインフラ整備に力を入れて「ゼロ停電」を実現。道路や港湾などの基幹インフラも整え、自動車最大手のマルチ・スズキの工場招致などに成功し、同州をインドで最も高い成長を遂げている州の一つに躍進させた立役者として評価されている。市場では、2014年の総選挙でBJPが勝利し、BJPを率いるモディ氏が首相に就任した場合、インド国内のビジネス環境が改善し、インドの景気が持ち直すとの見方が多い。

実際、9月以降の新興国株式市場では軟調相場が目立つ国が多い中で、インド株式市場では上昇トレンドが継続している。海外機関投資家(FII)によるインド株式・債券投資動向をみても、米

(億ドル) 海外機関投資家(FII)のインド証券累積投資額(2009年以降)



FRBのtapering観測を背景に債券投資は低迷する一方で、株式投資は盛り上がっている。

但し、新政権による経済改革への過度な期待は禁物である。上述した州議会選挙が行われた州は、人口比でインド全体の約15%、かつ元々BJPの支持率が高い地域だったことから総選挙での勝利を結論づけるのは早計である。辺境の北東部ミゾラム州では、連立与党の中核である国民会議派(INC)や地方政党が強く、BJPは惨敗に終わっている。今のところ、BJPが勝利して下院第一党となり、市場が期待しているように、モディ氏が首相に就任するのがメインシナリオである。だが、BJPの議席数は単独過半数の272議席には及ばず、170～200議席程度に留まるとの見方が多い。つまり、現政権の中核であるINCが前回総選挙時に獲得した206議席とほぼ変わらず、次期政権も過半数割れのBJPを中心とした連立政権となる公算が大きい。それゆえ、総選挙を経ても現状から状況が一変する見込みは小さい状況下、株式市場では期待先行で盛り上がっている面も否めず、総選挙前後で調整を迫られる展開には警戒したい。

以 上

国際為替部
多田出 健太(TEL: 03-3242-7065)
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp