

インド・ルピーの動向について

2008年8月22日

**みずほコーポレート銀行
国際為替部**

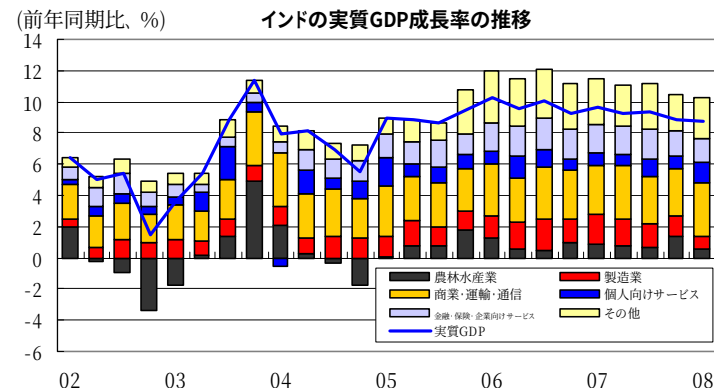
最近のインド・ルピーの動向

- 2008年4月以降、リスク回避の動きによる外国人投資家のインド株売り越しや、原油高に伴う輸入代金増加からのドル買いからルピー安が進行。
- いったん小康を得たものの、ここに来て財政面の不安などを背景に再び下落基調を強めている。
- 円に対しては、リスク回避姿勢が強まり、円キャリー取引の巻き戻しが進む局面（2007年8月、11月、2008年3月）で円高に振れたまま、戻り鈍く推移。



インドの経済動向

- 1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比8.8%で前期と同水準。おおむね横ばい推移が続いている。
 - 2007年度（2007年4月～2008年3月）の成長率は9.0%で、3年連続9%台となった。
- 中国に次ぐ高成長国。
 - 経済諮問委員会による2008/09年度（2008年4月～2009年3月）のGDP成長率見通しは7.5～8.0%。
 - チダンバラム財務相：今年度の成長率について「8%をやや上回る水準」と予測。（8月15日付け日本経済新聞）
 - 電力不足や輸送網の整備の遅れが成長を抑制している面があって、持続的な経済成長のためには、インフラ投資の拡大が必要。
 - 経済成長のうえで外需依存の度合いは低いため、世界経済の減速に対し、周辺国ほどの影響を受けにくいとの期待もあるが、どうか。



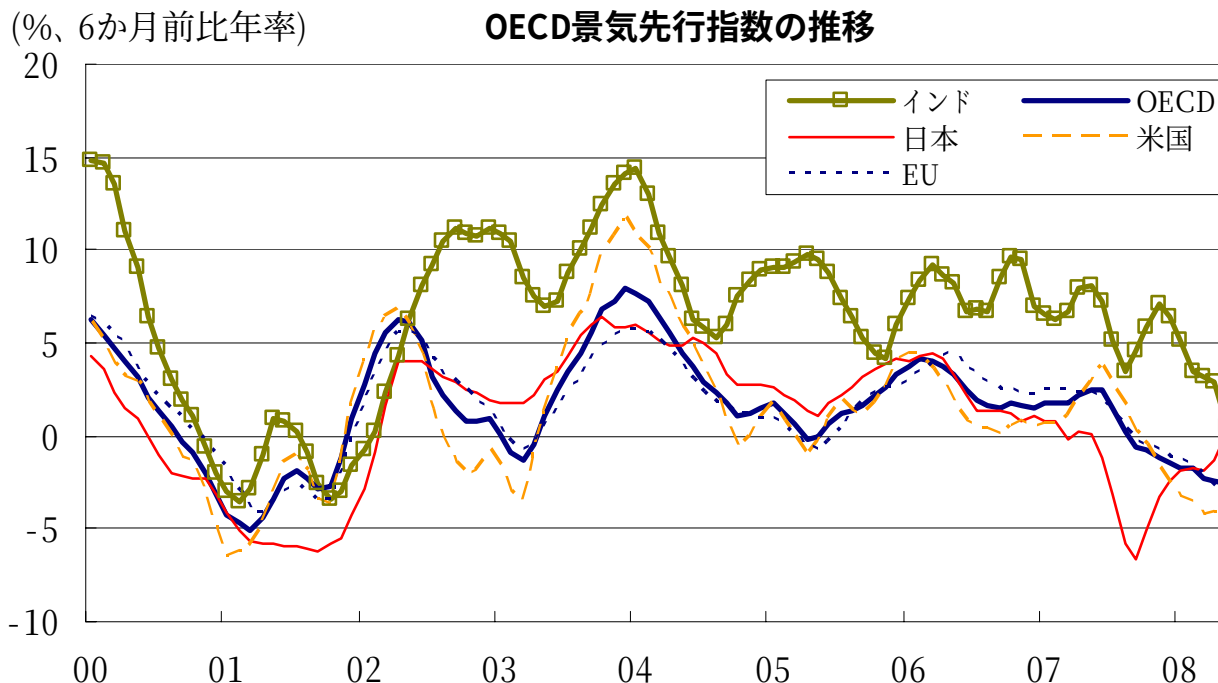
インドの経済見通し

年度	2006	2007	2008(f)	2009(f)
実質GDP	9.6	9.0	7.0	7.0
国内需要	9.2	9.8	6.2	5.8
消費支出	7.1	8.3	4.7	4.2
政府支出	6.2	6.9	6.0	5.0
総固定資本形成	15.1	13.8	10.3	9.0
輸出	18.9	7.5	13.0	11.8
輸入	24.5	7.7	10.3	7.7
GDPデフレーター	5.6	4.3	10.0	5.0
卸売物価	5.4	4.7	11.0	6.2
失業率				
財政収支 (対名目GDP比率)	▲ 6.4	▲ 4.3	▲ 4.3	
経常収支 (対名目GDP比率)	▲ 1.1	▲ 1.5	▲ 3.5	▲ 2.0

(資料) IIF

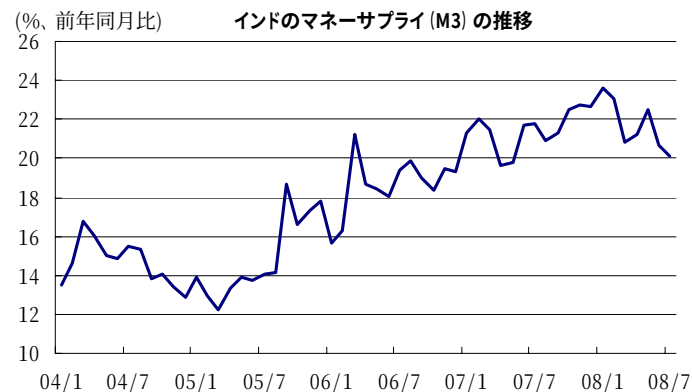
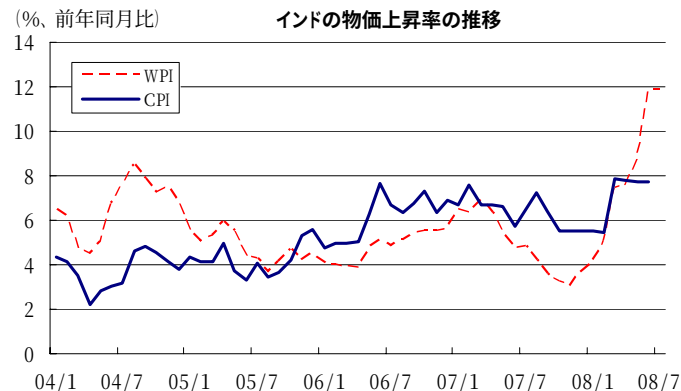
OECD景気先行指数からみた展望

- 景気先行指数からみると、引き続き先進国を上回る力強さを残しながらも、急速に減速感が強まり、これまでのような優位性は失いつつある。



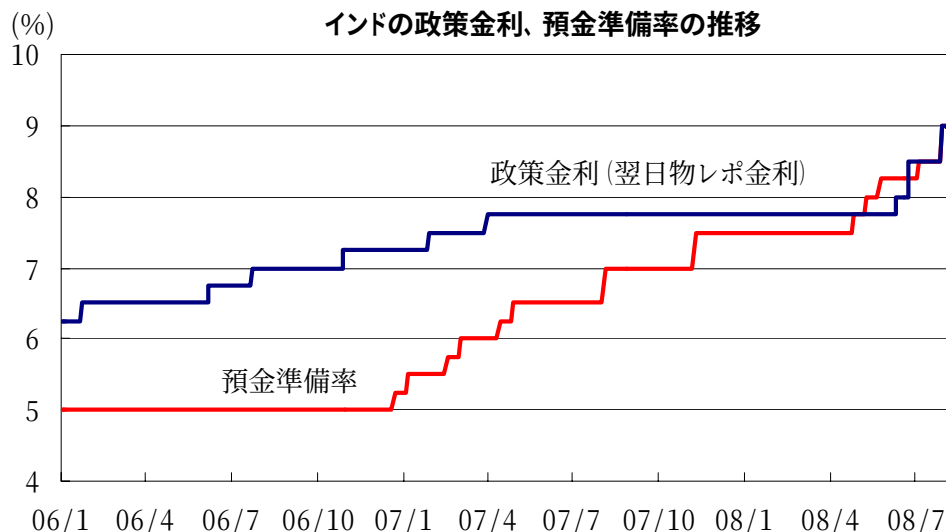
インドの物価動向

- 物価の上昇は懸念材料となっている。
 - － 中央銀行 (RBI) は、今年度の卸売物価上昇率の目標を5.0%、中期的には4.0～4.5%としている。しかし、3月中旬には3年半ぶりに8%を突破し、その後も上昇。足もとでは12%台に達している。
 - － 過剰流動性や、不動産価格の急騰
 - RBIが誘導目標としているマネーサプライ (M3) は、足もとでは前年比20%近くで、目標 (16.5～17.0%) を上回る増加ペースとなっている。
 - － 原油高
 - 原油の輸入依存度は7割に達し、最近の原油高の影響大。
 - － 経済成長研究所 (IEG) は7月14日、2008年末まで2ケタのインフレが続くとの見方を示した。
 - － チダムバラム財務相は、「インフレ抑制のためには、経済成長率が多少低下してもやむを得ない」と指摘。
 - － 政府は3月末から4月にかけてインフレ対応策を実施。
 - 食用油の輸入関税の撤廃・引き下げ
 - 一部品種を除くコメの輸出禁止
 - 一部鉄鋼製品の基本関税の撤廃



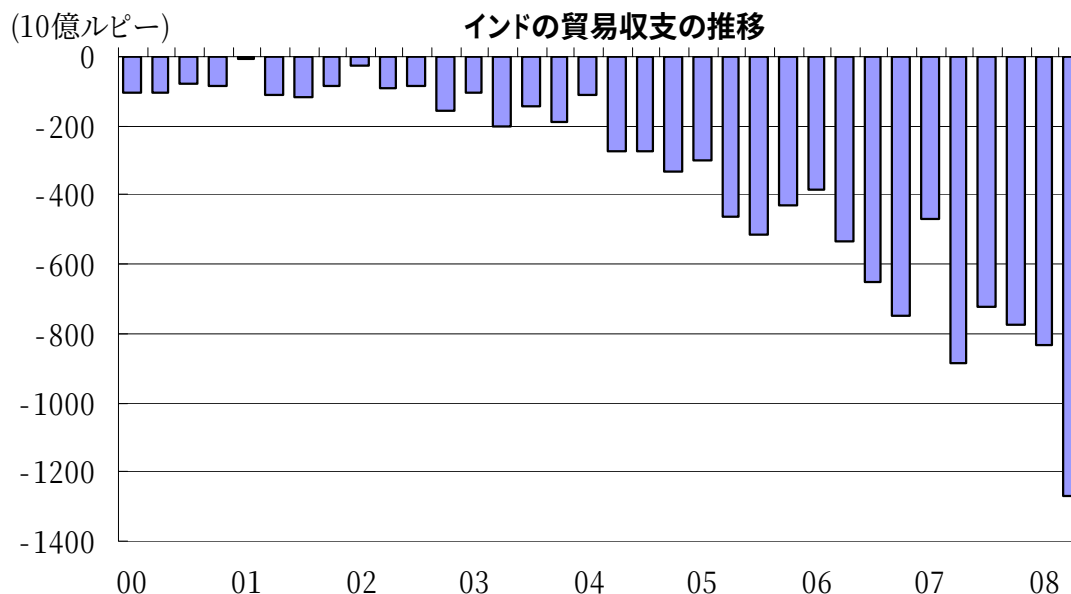
金融引き締め姿勢を強める

- ・ インフレ抑制のため、2006年以降断続的に金融引き締めを実施。政策金利は5月末の7.75%から、足もとでは9.0%まで引き上げられている。とくに直近は、7月30日に8.5%から9.0%へ0.5%ポイントの利上げが行われた。
 - － 世界的な景気減速のインド経済への影響と、原油・食品価格等がインフレを加速させるとの懸念の両にらみながら、インフレ抑制を優先。
 - － 金利引き上げのほか、預金準備率も引き上げている。



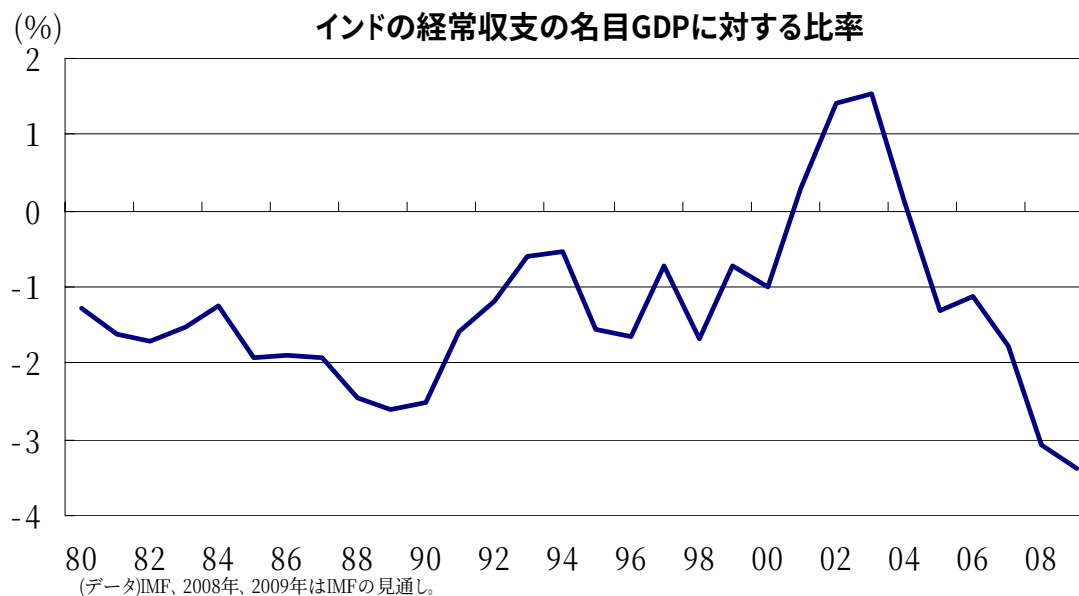
インドの貿易収支

- ・ 経済自由化路線による景気拡大を背景に、輸入が輸出以上に拡大する傾向があって、貿易赤字額は拡大基調。そこに来ての原油高に伴う輸入金額の増加で、貿易赤字額は一段と拡大。
 - － 欧米市場などで競合する中国やパキスタン、バングラデシュなどの為替レートに比べルピー高が際立った結果、インド製繊維製品の輸出競争力は低下。
 - ・ 財務省は昨年、数度にわたって繊維メーカーを含む輸出業者への救済策を打ち出した。
 - － 輸入に占める原油・石油製品の比率は約3割に達し、原油高のもとでは輸入金額の増加に直結しやすい。



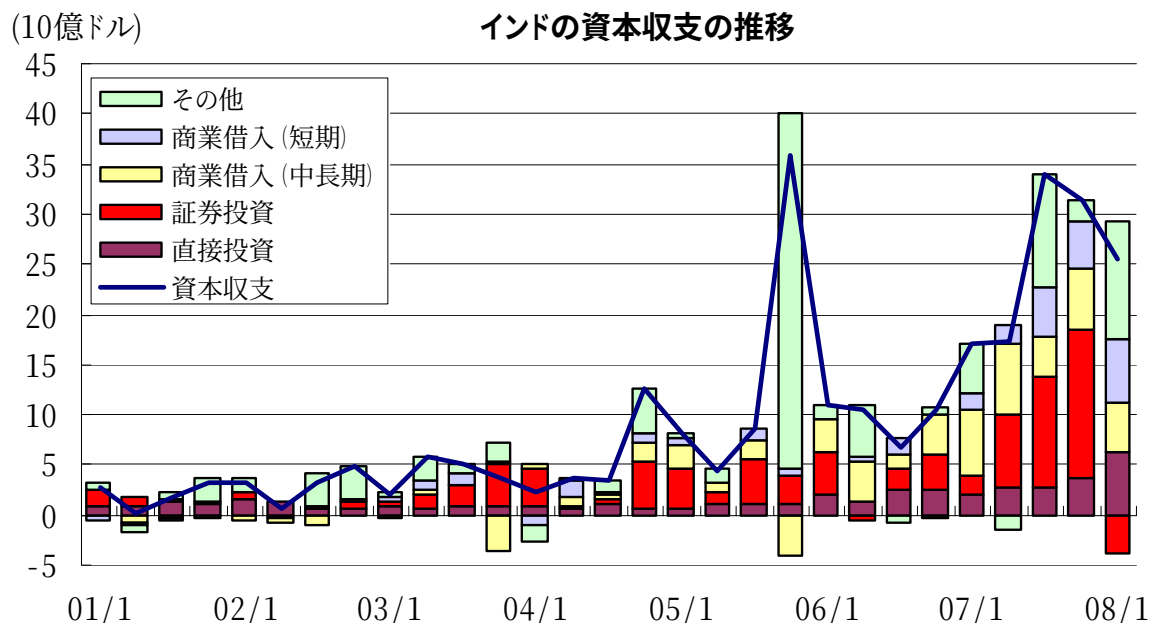
インドの国際収支 (経常赤字の拡大)

- 貿易赤字の拡大を背景に経常収支も悪化。IMFによると来年にかけて悪化が継続し、名目GDP比率は80年代後半の記録を超える見通し。



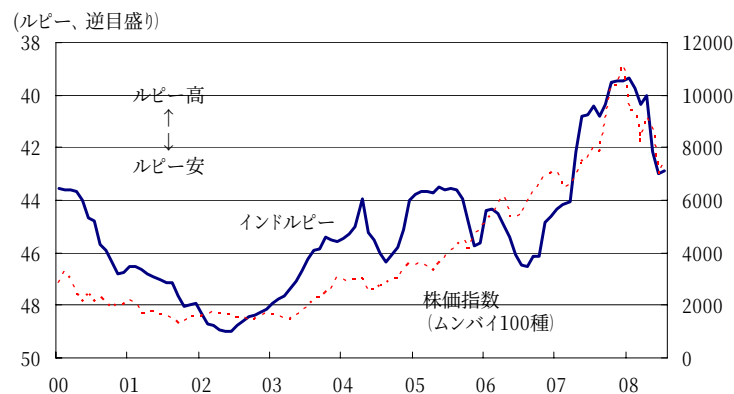
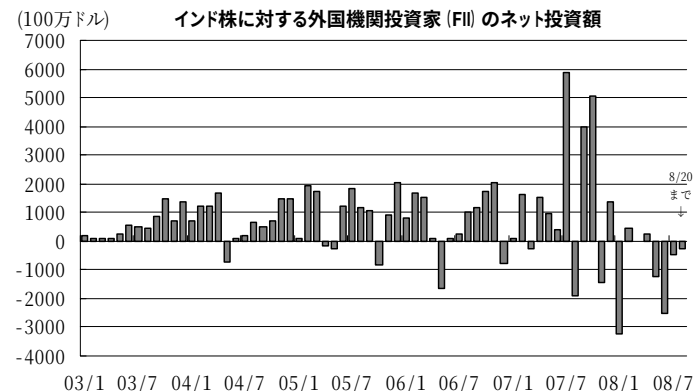
インドの国際収支（資本収支）

- 慢性化した経常赤字を、外国からの資金流入が支えるかっこう。
 - 近年は株式を中心とした証券投資、商業借入（オフショア外銀の融資）が目立つ。
 - 「その他」でおもな項目は、国際機関や先進諸国による援助、非居住者預金など。
 - 過剰な資本流入により、経常赤字が拡大している面も。
 - チバンダラム財務相「資本流入を緩やかにするための策を講じてきたし、今後行う。景気刺激となる資本の流入を阻害することなく、適度な水準にする必要がある。」（2008年1月24日）
- ただし、今年に入ってから、証券投資は売り越しの基調が続いており、借入依存の高まりが目立つ。



外国人投資家のインド株投資

- 外国人投資家によるインド株への投資は、今年に入り、処分超の経常が強まっている。
 - デカップリング論が見直され、世界的な景気後退懸念が強まるなか、エマージング諸国に対する投資が全体的に慎重化した。
 - 景気減速や米印原子力協定を巡る内政の混乱を嫌気して、投資資金を引き上げる動きが広がった。投資規制もある程度影響した可能性。
- 株価の下落がルピー安に直結。

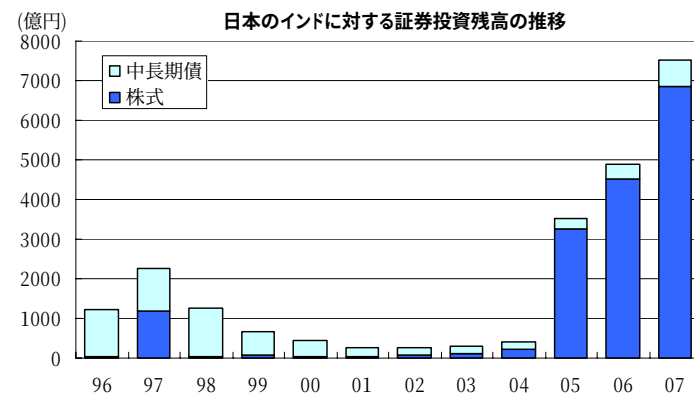
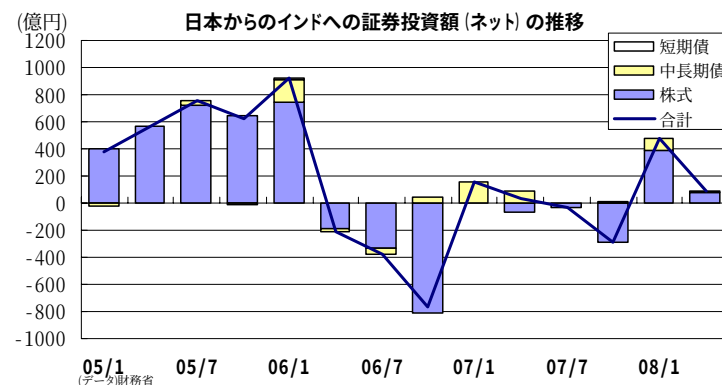


株式投資の規制 (P-Note発行規制)

- P-Note発行規制 (2007年10月)
 - 外国からの株式投資の仕組み
 - 国内株式への投資は、インド証券取引委員会 (SEBI) に登録した外国機関投資家 (FII) にのみ認められている。
 - FIIとして登録していない、あるいは、登録したくない投資家は、FIIが発行するP-Note (Participatory Note＝参加証書) の売買を通じて、インド株投資を行う。
 - P-Noteは、インド株式等を裏付けとしてFIIが発行する証書で、裏付けとなる株式の配当やキャピタルゲインはP-Noteの購入者の者となる。
 - P-Noteの取引は、取引所を介さず相対で行われるため、匿名性が高いことが特徴。このため、P-Noteはヘッジ・ファンドを中心に利用される一方、当局はその取引内容を十分に把握できない点を以前から問題視していた。
 - P-Noteの発行規制
 - SEBIは投機的な資金流入を防ぎ、株式市場への資金流入ペースを抑制させることを目的に、2007年10月16日にP-Noteの発行規制案を発表。
 - 先物・オプションなどのデリバティブ付きのP-Noteについては、新規発行・更新を停止する。また、FIIは18か月以内に既存のポジションを更新する必要がある。等
 - 規制の効果
 - デリバティブ付きのP-Noteは18か月以内にポジションを解消する必要がある、株式市場に売り圧力がかかりやすい。
 - もっとも、ヘッジ・ファンドなどがFIIとして登録を行えば、そうした売り圧力は緩和される。
 - 参考資料
 - JCIF「多額の資本流入が続くインド」、2007年11月1日

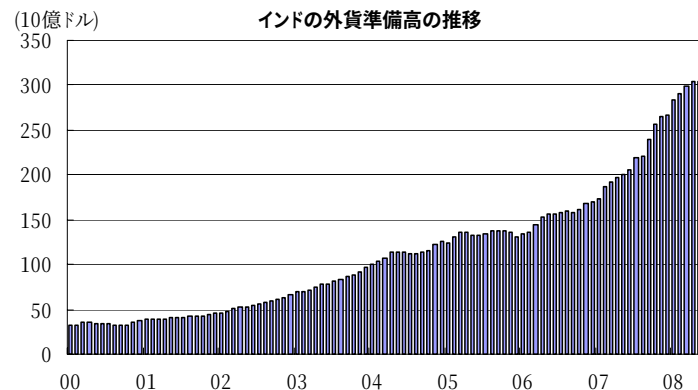
日本からインドへの証券投資

- **日本からのインド株投資は2005年に急拡大。残高は一気に拡大した。**
- **ただし、2006年のフローはむしろ売り越しで、その後も総じて小幅。強いて言えば2008年1月、2月に盛り上がりを見せた。**
 - 2006年、2007年の残高の高まりは、インドへの投資ブームによる面があるにしても、基本的には価格面の押し上げの影響が強かったと見受けられる。



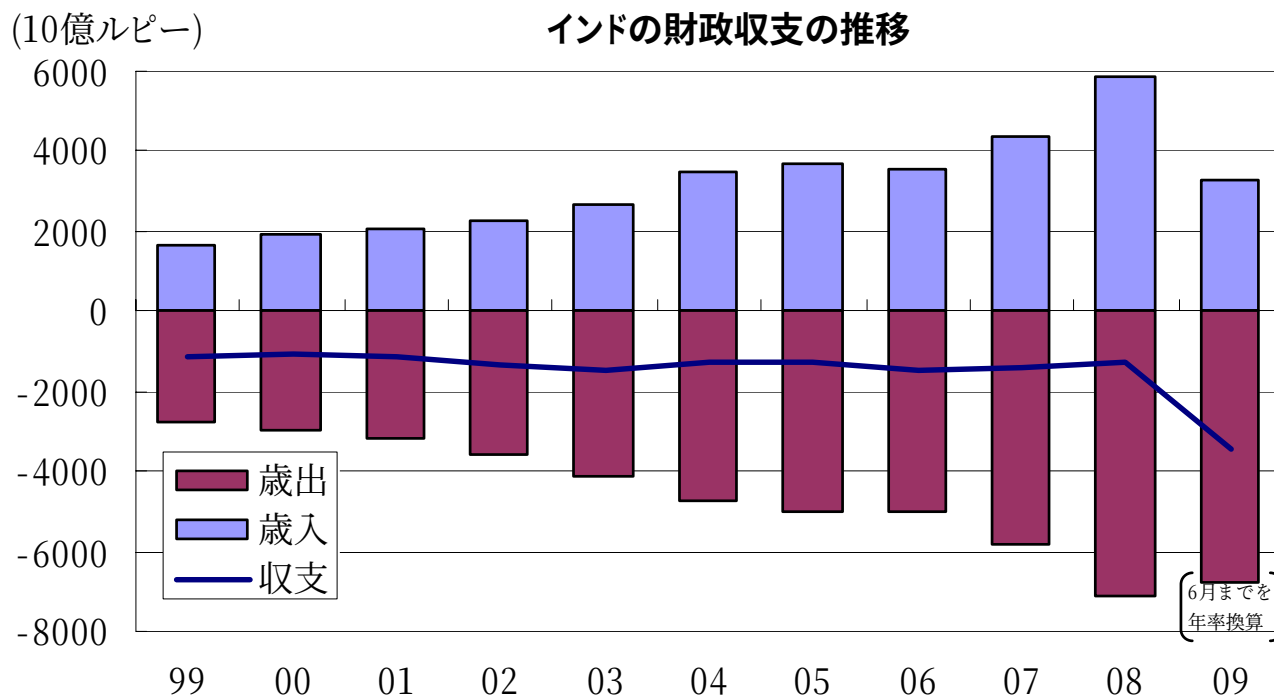
外貨準備の積み上がり

- ルピー高圧力が強まるなか、輸出企業支援を目的に中銀が随時、ドル買い介入を行ったことから外貨準備は増加してきた。とくに2007年からは急増。
- しかし、最近のルピー安に対しては反対にドル売り介入が行われ、外貨準備は頭打ちに。
 - 6月末時点で3,023億ドル。
 - 月間輸入金額の15か月分に相当。
 - 対外債務残高（2007年末、2,045億ドル）を優に上回る。



財政収支の悪化

- ・ 燃料と食品価格の上昇を相殺するための政府補助が財政を圧迫。
- ・ 8月14日、公務員報酬の引き上げが決定されたことを受けて、財政がさらに圧迫される恐れ。



格下げのリスク

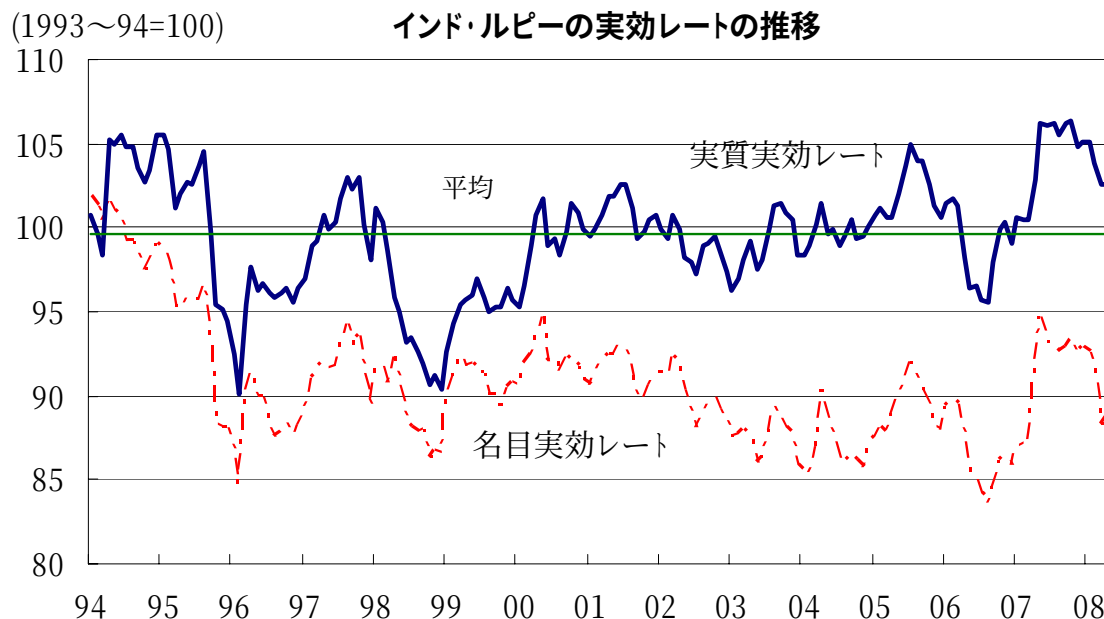
- ・ 外貨建て債務格付けが投資適格級からジャンク (投機的) 等級に戻るリスク
 - この4年の間に、財政赤字の改善、対外支払いポジションの強さ、活発な経済成長を背景に格付けは投資適格級に引き上げられていた。
 - 対外支払いポジションは引き続き強いものの、経済成長の鈍化、財政赤字の拡大などに懸念。
 - フィッチ・レーティングスは7月15日、インドの自国通貨建て格付けを「BBB-」に据え置きつつも、見通しを「安定的」から「弱含み」に引き下げた。
 - ・ 財政状況が著しく悪化していることに加え、予算に含まれていない助成金を賄うために国債発行を大幅に増やしていることが理由。
 - ムーディーズは8月4日、まだ、格付けを脅かすほどではないとしつつも、「適切な財政政策面の対応が行われなければ、金融当局によるマクロ経済調整に負担がかかることになる」、「その結果、政策金利や市場金利が上昇し、成長の著しい減速を招く恐れがある」と言及。そのうえで、「外的ショックが高まるなかで引き続き財政政策の対応が不適切だったり、国内インフレの上昇が加速すれば、インドのソブリン格付け見通しが安定的からネガティブに変更される圧力が高まる」と指摘。(ロイターニュースによる)

政治面の不透明感はいったん後退

- ・ 7月22日、新内閣の信任決議案の採決が行われ、賛成多数で可決された。
 - 早期解散・総選挙の可能性が後退。
 - 金融業界での外資の役割拡大などに向けた改革への支持を取り付ける環境が整ったとして、市場は好感。
 - ・ 外国人投資家はインドの民間銀行に最大74%に出資できるが、経営に関する議決権は10%に抑えられている。その議決権が、出資比率に沿って増やすことなどが検討される。
 - もっとも、外国企業の直接投資は黙っていても入ってくるのに対し、むしろ、資金流入をどう抑えるかも課題。

インド・ルピー高の行き過ぎ感の調整

- 昨年、チダムバラム財務相「(ルピーは) 快適な範囲をやや超えている」と指摘 (2007年10月18日)。
- しかし、このところのルピー下落で、実質実効レートは長期平均を下回るようになり、むしろ、安定をはかる水準になったともいえる。



インド・ルピーを取り巻くリスク要因

- ・ 経済・社会体制の構造的な問題。
 - － 保護主義的傾向、インフラの未整備、など。
- ・ 国内生産の拡大に伴い、人材確保の困難、製品価格の高騰といった供給制約要因が表面化する恐れ。
- ・ サブプライム危機で、金融市場の動揺が強まるなかで、外国人投資家が資金引き揚げに動く懸念。
 - － 資金流入の勢いに翳りがみられるようになっており、米金融市場動向と相まって、調整の可能性。
 - － インド経済のファンダメンタルズに顕著な変化がなくても、米欧の投資家のリスク許容度の変化に応じて、株安、資本流出が進みやすい。
- ・ パキスタンとの関係。
 - － ムシャラフ大統領辞任後の政情。

当面のドル、円について

- 米国の金融市場の混乱や経済の先行き懸念を背景にドルが売られたのに対し、最近では、世界的な景気後退懸念が強まったことで、ドル以外の通貨の調整色が強まり、ドルが相対的に浮上するかどうかで全面高の様相となった。
- しかし、このところのドル買いには、ドルに対する過度の楽観が感じられる。米経済の後退色が強まるのは、むしろこれから。株式市場も波乱含みと強い警戒を残す。
- 円に積極的な買い材料が欠ける分、ドル安になることがあっても、円高に弾みはつきにくい。ドル/円相場は上下しつつ、徐々に円高ドル安方向に展開すると予想。
- なお、投資家のリスク回避姿勢が強まる局面では、円買い圧力が強まる可能性。
- また、原油価格の動向も重要な要素となる。本邦では原油高が輸入金額の増加、貿易黒字の縮小につながってきたのに対し、原油価格が下落すれば再び黒字拡大となる可能性（ただし、グローバル・リセッションの懸念が足を引っ張る恐れ）。米国では、インフレ懸念が利上げ観測につながってきたが、そこに修正が入りやすくなる。

当面のインド・ルピーの展望

- 半年程度の予想レンジ
 - 対ドル 41.0～45.0 (前回見通しの38.5～41.0からルピー安に修正)
 - 対円 2.30～2.65 (前回見通しの2.55～2.85から円高ルピー安に修正)
- ルピー安方向への修正の背景
 - 世界的な景気減速、後退懸念を受けて、投資家の新興国への姿勢が慎重化。
 - インドは、財政面で憂慮されるようになった。
 - もっとも、インド・ルピーは実質実効ベースではすでに大幅な調整を経ており、この先の下落余地は大きくはないのかもしれない。
 - ただし、巨額の貿易赤字、経常赤字を抱え、インド自身の経済成長の減速が明らかになるようだと、ルピーが一段と不安定になる恐れ。
- 通貨高の条件
 - 資本流入の回復
 - 対内証券投資の回復には、インド、そして新興国全般に対するコンフィデンスが回復する必要があるように感じられる。そのためにはまず、経済の減速が軽微にとどまることが重要と考えられる。
 - もともと、長期投資の観点からの投資意欲は根強い。
 - 例えば、ドバイ・インターナショナル・キャピタル (DIC)は今後3年でインド、中国、日本に計50億ドルを投資する計画を示した。運用規模は現在の130億ドルから向こう3～4年で最大300億ドルに増やす計画ともされ、インド、中国、日本への投資は総資産の1/5から1/6を占める可能性が指摘される。(2008年2月19日)

- 
- ◆ 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コーポレート銀行に属し、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。