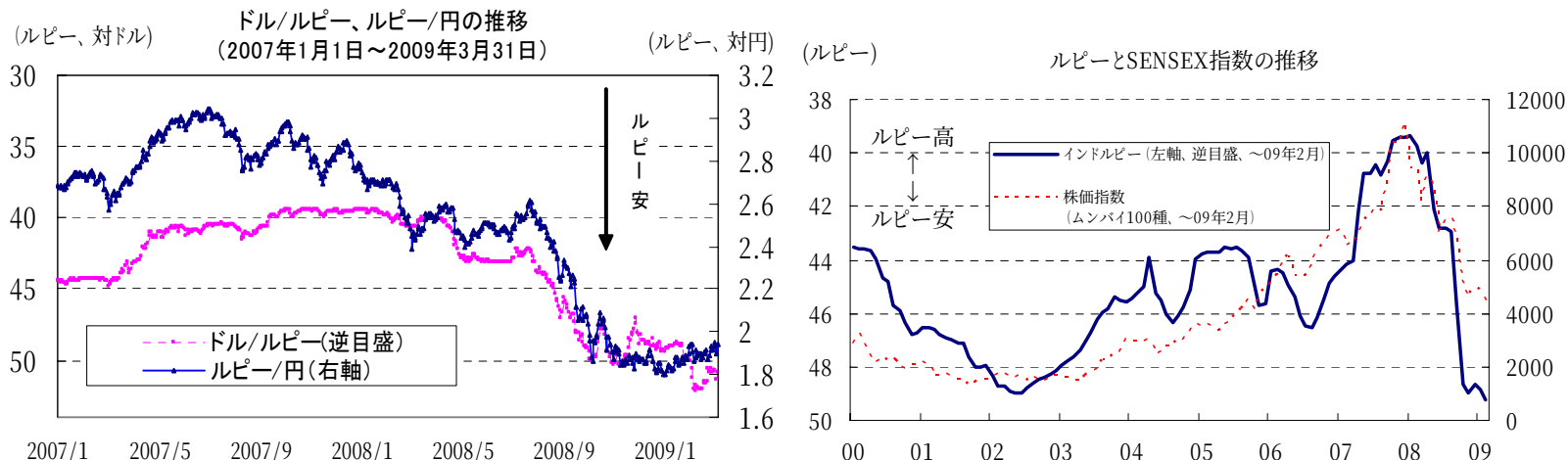


インド・ルピーを取り巻く状況について －為替相場の動向と注目材料－

2009年4月17日

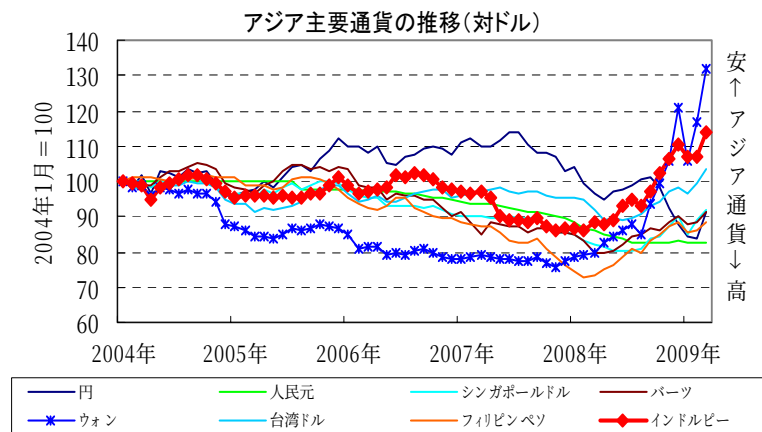
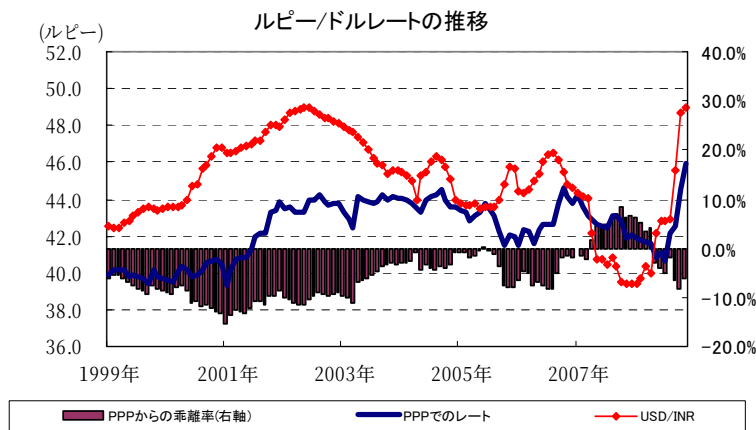
みずほコーポレート銀行
国際為替部

最近のインド・ルピー相場の推移



- 2007年は主として株式市場への資本流入等を受けてルピー高が進行してきた経緯があるが、株価指数は2008年末時点で3年以上前の水準まで下落。
- 2007年央のサブプライム危機を契機に広がった「新興国回避」の傾向が2008年下期に加速。これに伴いルピーの減価圧力も増大、2008年通年で2002年央からの上昇分は帳消しに。
- 対ドル、対円、双方に対して2年前(2007年1月1日起点)から2～3割程度減価している。
- インドルピーは2008年1月1日以降から足もと(2009年4月1日現在)にかけて韓国ウォンに次ぎ下落したアジア通貨(ウォンは約▲32.2%、ルピーは約▲22.3%)。なお、インドルピーは「予め水準を定めない管理変動相場制度(IMF分類)」にあり、過度な変動には介入警戒感がある。

ルピーの水準感をみると・・・ (PPP、その他アジア通貨との比較)



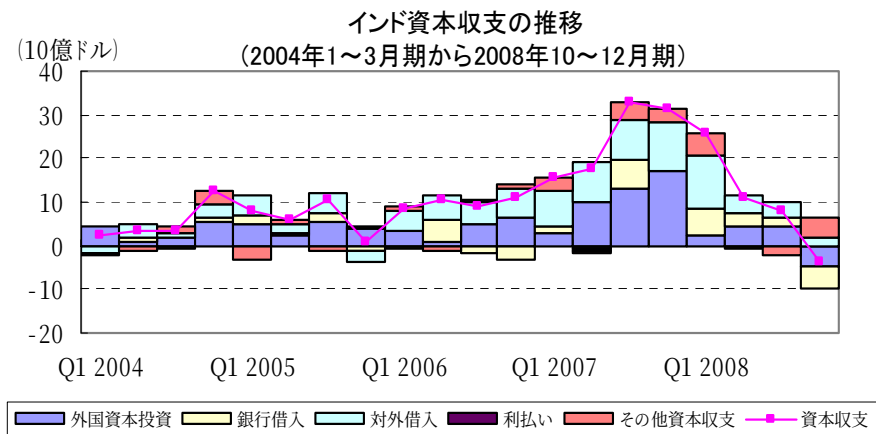
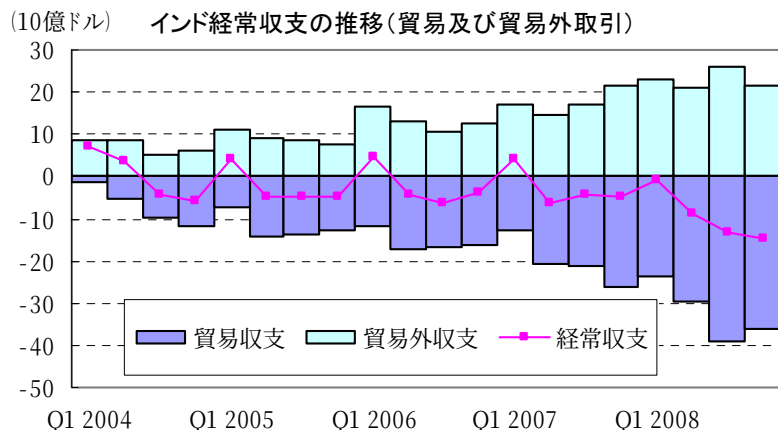
- 購買力平価(PPP)の算出には両国の生産者物価指数を使用。基準時点は通貨危機を受けて、IMFの指導により主要通貨に対して通貨を切り下げた直後の半年間(1991年7～12月)の平均を取った。これを前提とすると、08年央以降PPPからのルピー安方向への乖離が目立つ。だが、2001年程ではない。(但し、PPPは基準時点を何処に置くかで大きく変わるのであくまで1つの見方)。
- その他アジアの主要通貨と比較した場合、5年前(2004年1月)を100とした推移をみると、インドルピーは韓国ウォンに次いで下落している。アジアではこの両通貨の下落が突出している。ちなみに人口が多く内需が厚いフィリピンのペソなどはこの局面にあっても安定している。

⇒今後の経済成長を鑑みれば、現在歴史的な最安値圏にあるルピーの下値余地は限定的ではないか。

対外経済部門からみるインド～概要～

●慢性化する経常赤字を資本流入で埋合せる構図に異変。資本収支は10年ぶりの赤字に。

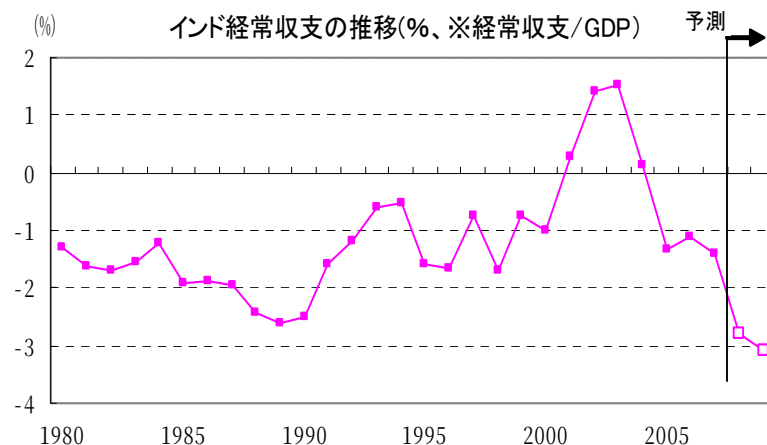
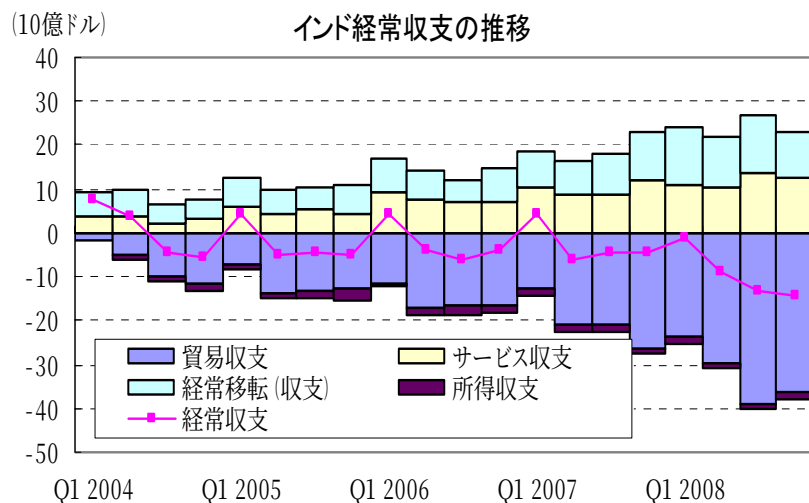
- 外国からの投資（証券・直接）及び対外商業借入が資本流入を支えてきたが、今次金融危機によって急ブレーキ。
 - 経常収支については貿易外取引で稼いだ黒字を貿易収支が食い潰す構図が定着している（※貿易外収支とは「サービス収支＋経常移転収支＋所得収支」の合計。財取引以外の収支）。詳細は後述。
 - 資本流入は主に外国資本投資及び対外借入れが牽引してきたものの2007年7～9月期にピークアウト。（※外国資本投資＝証券投資＋直接投資＋利払い）。2008年10～12月期は10年ぶりの赤字へ。詳細は後述。
 - 長期的な視点を伴う直接投資のような“足の遅い投資”はアジア危機時に左程引き揚げられなかった経験則もあるので、証券投資流入が弱含むなかでインドへの直接投資残高が持続するか否かが今後注目。



対外経済部門からみるインド～経常収支①～

●経常赤字は歴史的に赤字体質だが、今後一層の拡大の見通し。

- 2008年入り後、経常赤字は歴史的にみても高水準へ達しつつある(※なお、ルピーが急速に下落し始めたのも2008年入り後)。稼ぎ頭のソフトウェアサービス輸出が安定的な黒字となっているのが明るい材料。
- 構造的には、歴史的に非居住インド人(NRI: Non-Resident-Indian)からの送金(経常移転収支に該当)が経常赤字の大部分をファイナンスしてきたが、近年貿易赤字の拡大がそれ以上の速度で進んでいることが挙げられる(※NRIについては後述)。
- 過去20年間平均でみれば、経常赤字は概ねGDP比▲1%程度で推移してきたが、2008年、2009年と「経常赤字/名目GDP」は歴史的にみても高水準へ達する見通し(IMF秋季予測2008)。



対外経済部門からみるインド～経常収支②～

●他のアジア新興国とは異なる貿易構造～慢性的な経常赤字体質。サービス収支と非居住インド人送金が黒字～

－ 貿易収支の特徴：対米依存よりも対欧依存。アジアのなかでも輸出依存度が低い。

- ①低い輸出依存度：成長のエンジンは内需。加工貿易体制を持たず輸出に頼らない経済。
- ②対米依存度は低い：その輸出においても米国よりも欧州への依存度が高い。
- ③資源輸入大国：最大の輸入品目は原油（輸入額の33.4%。※2007年JETRO）。

－ 貿易外収支の特徴：黒字基調を維持。背景には以下の2点。

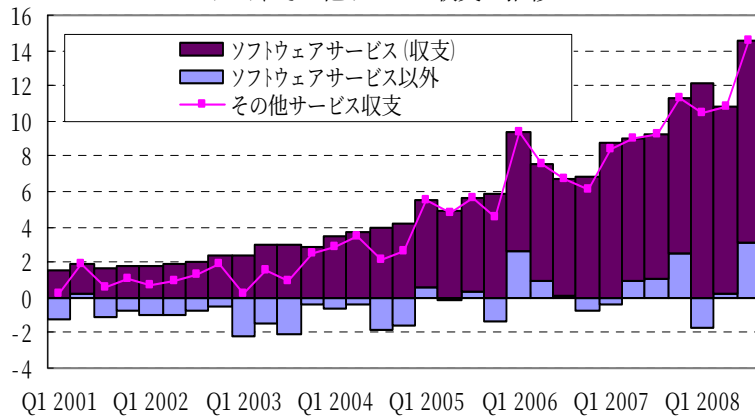
- ①サービス輸出：インド特有の強さとして「ソフトウェアサービス（※）」輸出が強く、大きな黒字。
- ②経常移転収支：非居住インド人（NRI：Non-Resident-Indian）からの送金が多額に上る。

※サービス収支は「旅行収支＋輸送収支＋その他サービス収支」から構成される。インドの場合「その他サービス」がサービス収支黒字の大半を占め、その殆どが「ソフトウェアサービス」で説明可能。

⇒【見通し】：地理的にも近いことから他のアジア諸国より欧州への輸出依存度が比較的高い。

欧州の景気減速で下振れ圧力を受けやすく赤字基調の経常取引面からはルピー安圧力が想像されやすい。

(10億ドル) インド、その他サービス収支の推移



	直近の輸出 前年比	対米依存度	対EU依存度	対日依存度	対日米欧依存度	輸出依存度	2007年GDP成 長率(%, ①)	2008年GDP成 長率(%, ②)	②-①
インド	▲16.0%	14.9%	21.4%	2.5%	38.7%	13.2%	9.3	7.9	▲1.4
日本	▲47.6%	20.4%	14.7%	-	35.1%	15.5%	2.1	0.7	▲1.4
インドネシア	▲35.5%	10.2%	11.6%	20.7%	42.6%	26.1%	6.3	6.1	▲0.2
フィリピン	▲40.6%	17.0%	17.0%	14.5%	48.5%	35.1%	7.2	4.4	▲2.8
中国	▲25.7%	19.1%	19.9%	8.4%	47.4%	37.6%	11.9	9.7	▲2.2
韓国	▲17.1%	12.4%	14.8%	14.8%	42.0%	38.6%	5.0	4.1	▲0.9
タイ	▲25.3%	12.6%	13.8%	11.9%	38.3%	62.2%	4.8	4.7	▲0.0
マレーシア	▲27.8%	15.6%	12.8%	9.1%	37.6%	94.8%	6.3	5.8	▲0.6
香港	▲21.8%	13.7%	13.5%	13.5%	40.7%	166.5%	6.4	4.1	▲2.3
シンガポール	▲23.7%	8.9%	10.7%	4.8%	24.5%	188.2%	7.7	3.6	▲4.1

直近の輸出前年比はブルームバーグより最新の前年比を使用(2009年3月26日現在)。

輸出依存度使用する輸出額および名目GDPはDataStream。

2009年成長見通しはIMF World Economic Outlook Autumn 2008

※補足：対外経済部門からみるインド ～経常収支③：財、相手国別貿易データ～

インドの国別輸出動向（2007年4月～2008年3月）

(単位:100万ドル、%)	金額	構成比	伸び率
米国	20,711	13	9.9
アラブ首長国連邦 (UAE)	15,373	9.7	27.9
中国	10,787	6.8	30.1
シンガポール	6,856	4.3	13
英国	6,583	4.1	17.3
香港	6,308	4	34.9
ドイツ	5,091	3.2	28
オランダ	4,841	3	81.4
ベルギー	4,202	2.6	21
イタリア	3,910	2.5	9.2
日本	3,574	2.2	24.9
ASEAN	15,721	9.9	24.7
合計（その他含む）	159,089	100	26

(出所)JETRO

インドの国別輸入動向（2007年4月～2008年3月）

(単位:100万ドル、%)	金額	構成比	伸び率
中国	27,094	11.4	55.3
サウジアラビア	19,411	8.1	45.1
アラブ首長国連邦 (UAE)	13,478	5.6	55.8
米国	13,208	5.5	12.6
イラン	10,992	4.6	44.2
スイス	9,833	4.1	7.8
ドイツ	9,576	4	27
シンガポール	8,116	3.4	47.9
オーストラリア	7,841	3.3	12
クウェート	7,694	3.2	28.5
日本	6,327	2.7	37.8
ASEAN	20,372	8.5	12.7
合計（その他含む）	238,605	100	28.9

(出所)JETRO

インドの財別輸出動向（2007年4月～2008年3月）

(単位:100万ドル、%)	金額	構成比	伸び率
原油・石油製品	24,882	15.6	34.2
宝石・宝飾品	19,668	12.4	26.3
繊維製品（既製服除く）	9,528	6	14.7
既製服	9,497	6	9.3
機械類	8,725	5.5	34.2
薬品、医薬品、精製化学品	7,241	4.6	31.5
輸送機器	7,029	4.4	43.4
金属加工品	7,028	4.4	39.9
鉄鉱石	5,748	3.6	47.8
鉄鋼半製品	4,158	2.6	△ 4.9
合計（その他含む）	159,089	100	26

(出所)JETRO

インドの財別輸入動向（2007年4月～2008年3月）

(単位:100万ドル、%)	金額	構成比	伸び率
石油・石油製品	79,657	33.4	39.6
電子機器	20,296	8.5	27.4
機械類（電気機械除く）	19,622	8.2	42.1
金・銀	17,829	7.5	22
鉄鋼	8,186	3.4	36.6
輸送機器	8,159	3.4	△ 13.4
金属鉱石・スクラップ	7,884	3.3	△ 2.9
真珠・貴石	7,336	3.1	△ 1.9
有機化学製品	7,148	3	31.9
石炭・コークス・練炭	6,415	2.7	40.3
合計（その他含む）	238,605	100	28.9

(出所)JETRO

対外経済部門からみるインド ～対外債務構造について～

●10年前から対外債務構造は大きく変化。政府間借入れから、足の速い資金へ頼る構造に。

- 多国間債務及び二国間債務の総債務における構成比は各々ほぼ半分に圧縮。国際機関借り入れ等の政府間債務の圧縮が進んだ結果(多国間:31.3%⇒17.5%、二国間:18.8%⇒8.4%)
- 代わって短期債務比率は急上昇。インドの対外債務は政府間借入れから、足の速い資金に頼る構造に変容したといえる。一方で、対外商業借り入れ(銀行間取引含む)や長期(1年以上)のNRI預金も増えている。
- 近年の高成長により、名目GDP対比でみた対外債務は圧縮されており(27.0%⇒20.2%)、外貨準備に占める対外債務比率も大幅に改善している(324.3%⇒134.9%)。

⇒債務自体は増えているが本質的に危機的な債務構造に変化しているわけではない。

(※但し統計制約上、2008年9月までのデータ、金融危機本格化後の変化について結果が待たれる)。

インド対外債務内訳

	1999年9月末		2008年9月末	
	金額(100万ドル)	構成比	金額(100万ドル)	構成比
多国間債務	30,836	31.3%	38,902	17.5%
うち政府間債務(国際機関等)	27,167	27.6%	35,319	15.9%
二国間債務	18,545	18.9%	18,782	8.4%
うち政府間債務	14,332	14.6%	13,828	6.2%
IMF	133	0.1%	0	0.0%
貿易信用	6,903	7.0%	12,153	5.5%
対外商業借入	20,787	21.1%	60,342	27.1%
NRI預金(長期)	11,952	12.1%	40,622	18.2%
ルピー建債務	4,535	4.6%	1,707	0.8%
短期債務	4,688	4.8%	50,104	22.5%
総債務	98,379	100.0%	222,612	100.0%
総債務/GDP%	27.0%	-	20.2%	-
短期債務/総債務%	4.8%	-	22.5%	-
外貨準備/短期債務	6.5	-	6.0	-
外貨準備/総債務	324.3%	-	134.9%	-

単位: 100万ドル

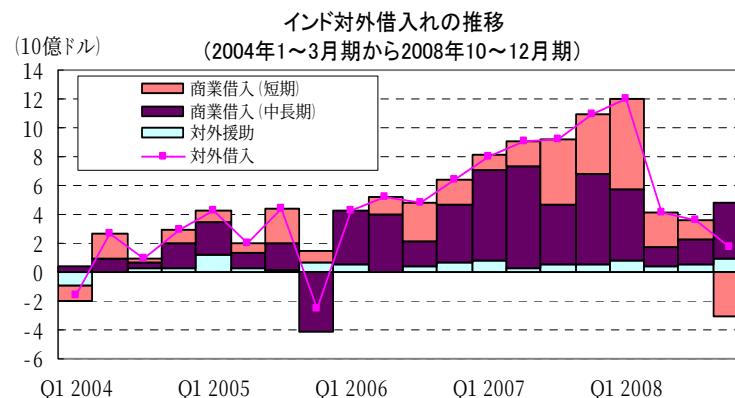
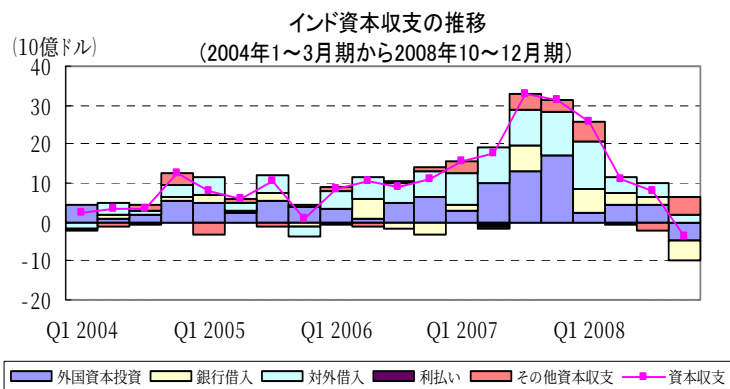
出典: インド準備銀行、インド大蔵省

対外経済部門からみるインド～資本収支①～

●資本流入を牽引してきた要素は①対外商業借入れ(ECB: External-Commercial-Borrowings*)、②証券投資、③直接投資、である。2007年7～9月期にピークアウトした資本流入は2008年10～12月期に11年ぶりの純流出へと転化。

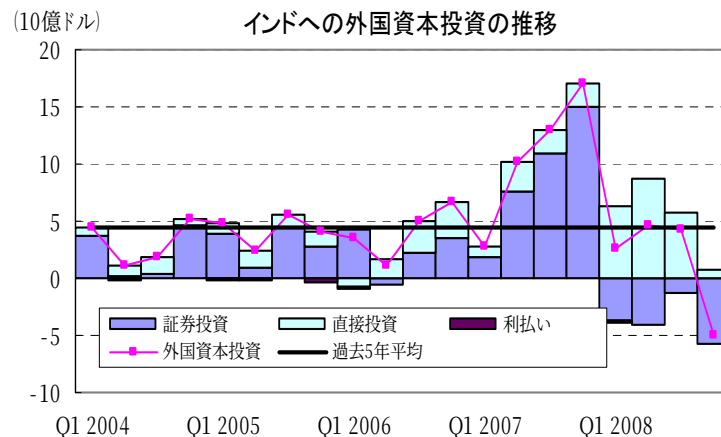
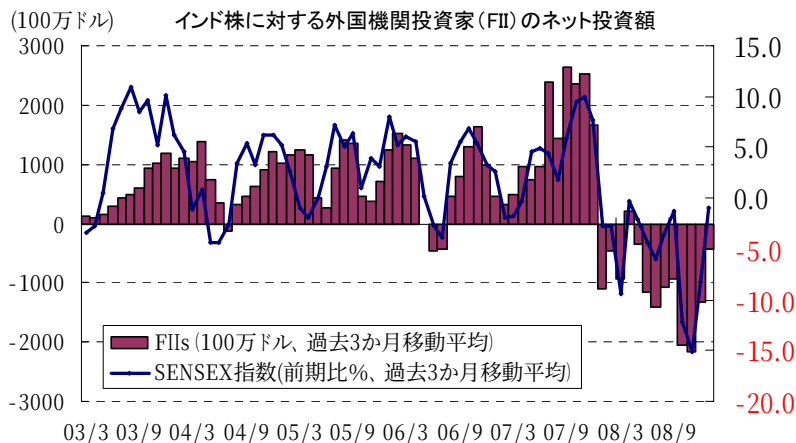
- ECBについては潜在力の高いインドの内需を当て込んだ海外からの貸出需要もあるが、インド国内よりも国外でファンディングするほうが資本コスト(金利)が安く済むのでECBが増えてきたという背景。ECBには海外からの協調融資等で得た資金がM&Aなどに使用されていたケースも→だが、信用収縮により短期借入資金の急な引揚げが発生
- デレバレッジの機運が高まった10～12月期の証券投資は過去最大の流出となり、資本収支赤字の主な原因に。
- 証券投資流入減少と入れ替わりに、2008年以降拡大してきた直接投資も10～12月期に激減。但し、まだ純流入を保っており、歴史的なルピー安のもとで流入を復調できるかがカギ。

(注)対外商業借り入れ(ECB: External Commercial Borrowing)とは、海外の銀行からの借り入れ、バイヤーズクレジット、サプライヤーズ・クレジット、海外での社債発行などのうち、平均借入期間が3年以上のものを指す※JETROより引用。
なお、以下の図で「対外借入れ=対外援助+ECB(短期)+ECB(中長期)」であり、殆どがECBである。



対外経済部門からみるインド～資本収支②～

- 2007年以降で資本流入を牽引したのは圧倒的に証券投資。2008年10～12月期は初の純流出。
 - インドの資本流入は証券投資、主に「外国機関投資家(FII: Foreign Institutional Investors)」がその動向を左右してきた。⇒危機局面のデレバレッジ進行で基調が変わってしまった。
 - 2008年入り後、「証券投資」は純流出に転じる一方、インドの内需に期待した「直接投資」が大きなプラスのフローを維持してきた。⇒08年10～12月期に激減。直接投資がプラスのフローを維持できるか否か。
 - 過去5年、四半期ベースで平均44億ドル程度の流入が続いてきたことを鑑みると、「2007年4～6月期から2007年10～12月期」だけが大幅に流入金額が膨張。ルピーが史上最高値圏にあったのもこの時期。
 - 新興国からの資金引き揚げムードに加えテロの影響もあり、直接投資が低調推移することは避けられないだろうが、歴史的なルピー安やインド経済のポテンシャルを鑑みると、ある程度の直接投資は期待できるのでは。



対外経済部門からみるインド～NRIの動き①～

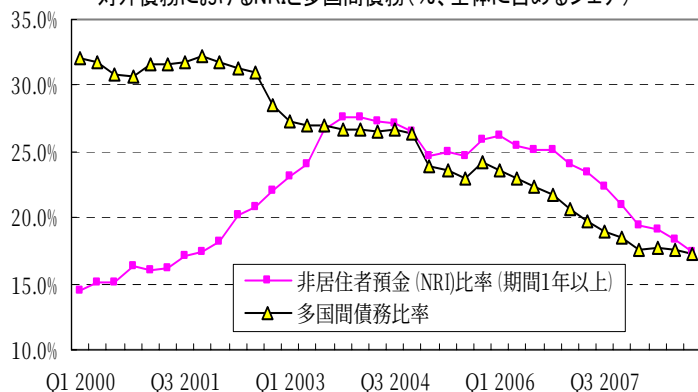
●非居住インド人(Non-Resident-Indian: NRI)預金について

- 2008年9月現在、インドの対外債務のうち、18.2%がNRI預金。ピーク(2004年1～3月期、27.6%)からは落ち込んだが、ルピー安で将来の上昇を期待したマネーが非居住者内貨預金口座(※ルピー建預金)へ流入しつつある。
- インドの対外債務に占めるNRI預金の割合は2000年以降、上昇してきたという経緯がある。2000年代初頭のITバブル期に海外で収入を拡大したインド人IT技術者の存在も影響したとみられる。
- インドの対外債務全体に対する比率で見ると、IBRD(国際復興開発銀行)等の国際機関融資を多く含む多国間・二国間債務の比率が下落する一方、NRI預金割合が上昇してきた⇒国の発展と共に、インドの抱える対外債務の多くがNRIの預金へ代わってきた。

●ルピー安を受け、NRI金利は相次いで引き上げ、NRI預金は足もと上昇傾向とみられる。

- RBIは2007年までのルピー高局面では非居住者預金の上限金利引き下げを行い、資金流入を回避する姿勢であったが、昨年9月以降で引き上げへ転じている。昨年比でNRI口座への資金流入は増加中。
- NRI口座は以下の3種類存在する。現在は非居住者ルピー建て預金に資金が集まりつつある(次頁参照)。

対外債務におけるNRIと多国間債務(%、全体に占めるシェア)



NRI預金口座には3つの種類がある

	口座開設が可能な者	取扱外貨	Repatriable (本国送金可能) 可否	適用金利(2009年4月7日現在)
①非居住者外貨建預金口座(FCNR(B): Foreign Currency Non-Resident(Banks))	NRI(非居住インド人)	米ドル、円、ユーロ、ポンド、カナダドル、豪ドル	可能	LIBOR/SWAP+100bp(※2008年9月は「LIBOR/SWAP-25bp」)
②非居住者内貨建預金口座(NR(E)RA: Non-Resident (External) Rupee Accounts)	NRI(非居住インド人)	インドルピー	可能	LIBOR/SWAP+175bp(※2008年9月は「LIBOR/SWAP+50bp」)
③非居住者普通口座(NRO: Non-Resident Ordinary Rupee Account)	非居住者(一部禁止条件あり)	インドルピー	不可能(一部条件により可能)	各行が決めるものとする。

(資料)インド準備銀行

対外経済部門からみるインド～NRIの動き②～

- 歴史的安値圏にあるルピーの上昇を見込み、ルピー建てNRI預金へ資金流入。
 - ルピー下落に歯止めをかけるための一案としてNRI向け金利を引き上げる措置を取っている。引き上げに転じた2008年9月以降、下図の通り、昨年比で顕著に効果がみられる。
 - 歴史的最低安値圏にあるルピーを背景に非居住者ルピー建て預金(NRE)を中心にNRI専用口座の残高が増加傾向にある。将来のルピー高局面を期待した流入とみられる。2008年4月～2009年1月までに11億4千万ドルの純流入(前年同期は3億7千万ドルの純流出)
- ⇒ ルピー安抑制の材料に。

昨年比で大幅に資金が流入している。

各種NRI用口座の変化(百万ドル)

(資料)インド準備銀行

口座種類	2008-09 (P)											2008年4月～ 2009年1月
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月		
1 非居住者外貨預金口座	▲ 140	▲ 151	124	▲ 235	▲ 291	29	▲ 809	39	202	38		▲ 1194
1年前	▲ 41	▲ 46	▲ 195	▲ 78	▲ 163	▲ 128	▲ 24	▲ 125	▲ 503	▲ 299		▲ 670
2 非居住者ルピー建て預金口座	▲ 71	462	160	▲ 39	▲ 205	527	645	124	▲ 220	▲ 245		1138
1年前	▲ 320	▲ 265	▲ 167	▲ 187	▲ 122	▲ 126	▲ 40	▲ 205	▲ 154	▲ 587		▲ 373
3 非居住者普通口座	204	148	77	163	128	182	302	445	314	238		2201
1年前	▲ 22	▲ 9	▲ 85	▲ 29	▲ 269	▲ 164	▲ 19	▲ 49	▲ 82	▲ 237		▲ 637
合計	▲ 7	459	361	▲ 111	▲ 368	738	138	608	296	31		2145
1年前	▲ 257	▲ 302	▲ 113	▲ 294	▲ 16	▲ 90	▲ 3	▲ 281	▲ 575	▲ 525		▲ 406

通貨危機時との比較①

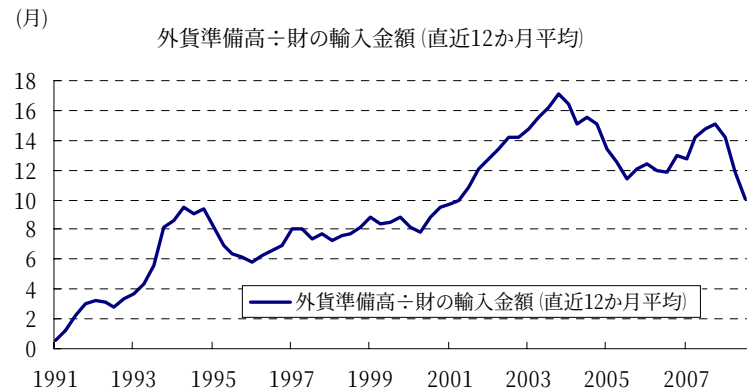
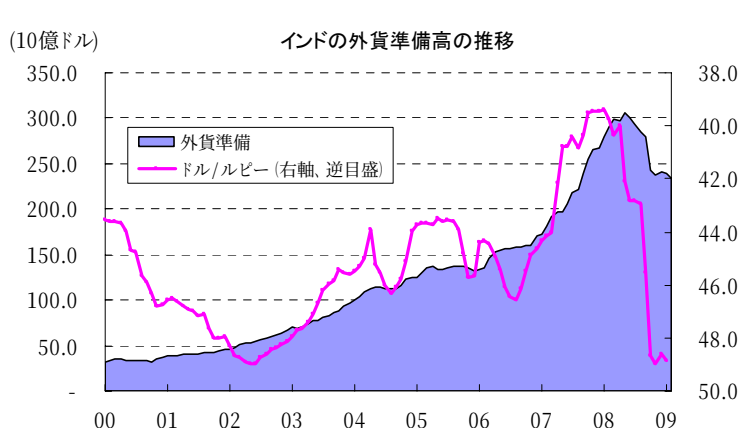
●過去(1991年)には通貨危機を経験したが、現状その懸念は薄い。

【過去:通貨危機の経緯】

- 90年8月に湾岸戦争が勃発⇒原油価格の高騰、中東出稼ぎ労働者からの送金の減少、輸出も減速⇒インドの外貨準備が底をつき始める(1990年末の「外貨準備/輸入」比率は1.0を割り込んでいた※現在は当時の約10倍以上の水準にある)。
- インドはIMFからの約18億ドルのCCFF (Compensatory and Contingency Financing Facility:輸出変動・偶発保障融資制度 借款※)を導入すると共に、輸入抑制措置を図り、急場を凌いだ。※IMF融資のなかでも外生的偶発要因による国際収支困難の救済を目的とするスキーム。

【現状:豊富な外貨流動性】

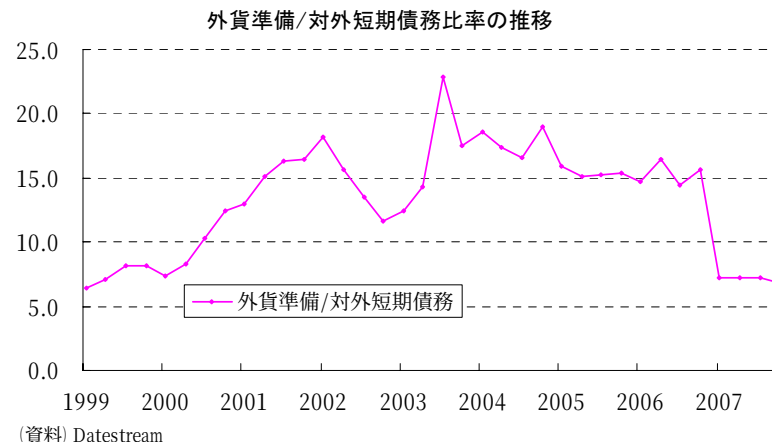
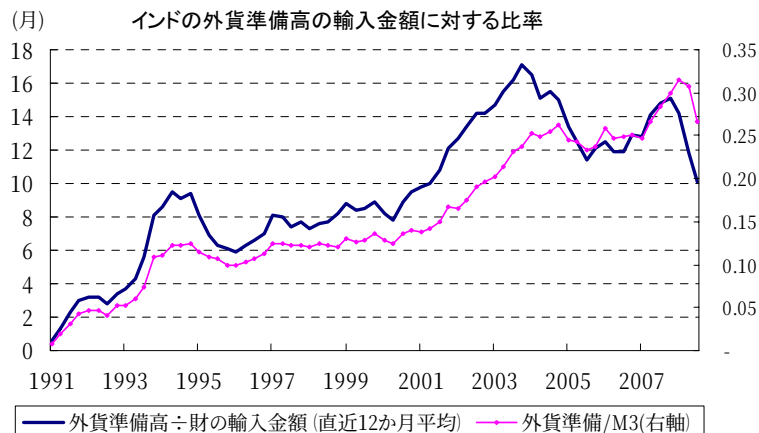
- しかし、現状のインドの外貨準備は厚い。2009年3月末時点の2,432億ドルは世界第5位の水準。
- 2000年前半以降のルピー上昇局面においてルピー売り・ドル買い介入を実施、外貨準備が蓄積される。
- 対外短期債務や輸入額に対比でも、水準は十分。潜在的な成長力を鑑みれば、直接投資の流入も期待され、現下のルピー安は**危機局面におけるデレバレッジの一環**と考えるのが妥当ではないか。08年入り後の急速なルピー安に対する外貨売り・ルピー買い介入により急減少しているものの、依然として通貨危機を懸念する水準にはない(具体的な比率については後述)。



通貨危機時との比較②

●危機が発生した1991年と比較すると、健全な状態を維持している(※外貨準備は2008年12月末時点を使用)

- 外貨準備/輸入額(単月):0.6か月(1991年4~6月時点) ⇒ 10.1か月(輸入額は2008年平均)
→健全性基準(約3~6か月)を大きく上回っている。
- 外貨準備/マネーサプライ(M3):0.01(1991年4~6月時点) ⇒ 0.27(M2は2008年11月時点)
→足もと減少がみられるも、健全性基準(0.05~0.20)の上限を超える推移が続いている。
- 外貨準備/対外短期債務比率:6.4(1999年4~6月時点) ⇒ 4.83(債務は2008年7~9月期)
(※統計の制約上、90年初期のデータは無し) →ピーク時より急低下したものの、健全性基準を大幅に上回る。なお、対外短期債務はインド準備銀行のものを使用)
- 外貨準備/総対外債務:324.3%(1990年4~6月期時点) ⇒ 134.9%(2008年4~6月期)
⇒各種比率の劣化は確認されてはいるが、深刻な状況、まして通貨危機を懸念する必要はない。



通貨危機時との比較③

●危機目安までの距離を考える。外貨準備は十分か？

- 対輸入比率は依然2桁を維持しており十分な支払い能力がある。
- 対外短期債務比率も現状では高い。仮に直近4四半期(08年1～3月期から08年10～12月期)と同ペースで対外短期債務が増加し、外貨準備が減少した場合でも、1.00を割るのは2011年10～12月期。対外短期債務への耐性は現段階では強いと考えられる。
- 但し、急激なルピー安が継続し、介入により外貨準備の急減少が続けば、タイミングは早まる可能性も孕んでいる。

⇒現段階で通貨危機が懸念される状況とはいえない。外貨獲得能力への懸念から通貨が投げ売られる展開は考え難く、現状のルピー安はファンダメンタルズを悲観したものというよりも、デレバレッジの一環として売られている側面が大きいとみられる。

【現状の数値】単位: 百万ドル	
2008年Q4の輸入額	23,978
2008年Q4マネーサプライ(M3)	909,332
2008年Q3の対外短期債務	50,072
2008年12月末時点の外貨準備	241,681

単位: 百万ドル(M2は10億ドル)	08年	危険水準	判定	危険水準に達する外貨準備額	現外貨準備水準との乖離
外貨準備/輸入額(単月平均)	10.1	3.00	○	71,935	169,746
外貨準備/マネーサプライ(M3)	0.27	0.05	○	45,467	196,215
外貨準備/対外短期債務	4.83	1.00	○	50,072	191,609

※輸入は2008年末における、過去1年の単月平均輸入

※対外短期債務はインド準備銀行

※直近1年間の平均伸び率は対外短期債務が前期比+10.9%、外貨準備が前期比▲2.0%

※危険水準は米財務省等が注視しているレベルで、一般的に上述のような水準が想定されている。

※Source: DataStream, Reserve Bank of India

国内経済部門からみるインド ～拡大する財政赤字①～

●財政は慢性的な赤字。2009/2010年度予算案も赤字拡大見通し。

＜2008/2009年度予算改訂版について＞

- 2009年2月16日に「08/09年度当初予算の改定」と「09/10年度予算案」が発表された。
- 「08/09年度当初予算」については財政赤字が名目GDP比で▲2.5%から▲6.0%へ大幅拡大。背景には08年度前半における原油急騰で肥料補助金等が嵩んだことに加え、インフラ等への公共投資が拡大したこと等がある。

※インドは石油関連製品につき政府が価格統制しており、国営石油会社が安値で販売して出た損失は石油債等の国債発行で補填する。08年度改定予算では相当の債券発行が上乘せされた。

- なお、州政府を含むと赤字はGDP比で10%を超える。

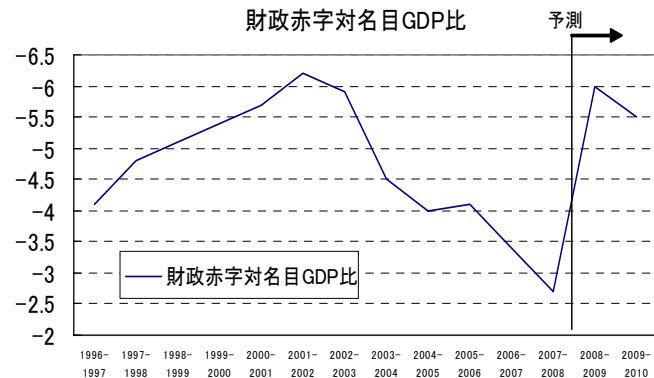
＜2009/2010年度当初予算について＞

- 「09/10年度当初予算案」については、市場で期待されていたほどの景気刺激策は現時点では織り込まれず。
- 但し、財政赤字は名目GDP比で▲5.5%と、前年度より縮小を見込むも依然大幅。現状の経済情勢を踏まえれば、更なる景気対策により前年度よりも悪化する可能性も有り得る。GDP比で進んできた過去10数年の改善は今次金融危機で帳消しになった格好。
- 国内景気減速が歳入を押さえることも考えられ、この点も財政赤字のリスク。

インド中央政府の予算案(2008年度当初予算改定及び2009年度当初予算案)

(千百万ルピー)

	2007/2008実績	2008/2009当初予算	2008/2009当初予算改定	2009/2010当初予算
1. 歳入総額	541,928	602,935	582,175	608,561
2. 税金 (net to Centre)	439,547	507,150	465,970	467,596
3. 非税収入	102,378	95,785	96,203	111,965
4. 資本収入(8+9+7)	170,807	147,949	338,780	343,880
5. 債務返済	5,100	4,497	9,698	6,725
6. その他受取	38,795	10,165	2,567	1,120
7. 借入れ等	126,912	133,287	326,512	332,838
8. 歳入(1+4)	712,732	750,884	900,953	953,231
9. 許諾支出	507,650	507,498	617,996	688,082
10. 支出	420,922	448,352	561,790	598,798
11. 利払い	171,030	190,807	192,694	226,511
12. 資本支出	86,728	59,146	56,206	66,346
13. 許諾支出	205,082	243,388	282,957	285,149
14. 経常支出	173,572	209,767	241,656	246,344
15. 資本支出	31,514	33,619	41,301	36,806
16. 歳出(9+13)	712,732	750,884	900,953	953,231
17. 経常支出(10+14)	594,494	658,119	803,446	848,098
18. 資本支出(12+15)	118,238	92,765	97,507	105,149
19. 歳入収支(17-1)	92,550	55,184	241,273	238,834
対名目GDP	-1.1	-1.0	-4.4	-4.0
20. 財政収支(16-(1+5+6))	126,912	133,287	326,515	332,838
対名目GDP	-2.7	-2.5	-6.0	-5.5
21. 基礎的財政収支 (プライマリーバランス)(20-11)	-44,116	-57,529	133,821	107,324
対名目GDP	-0.9	-1.1	-2.5	-1.8



国内経済部門からみるインド ～拡大する財政赤字②～

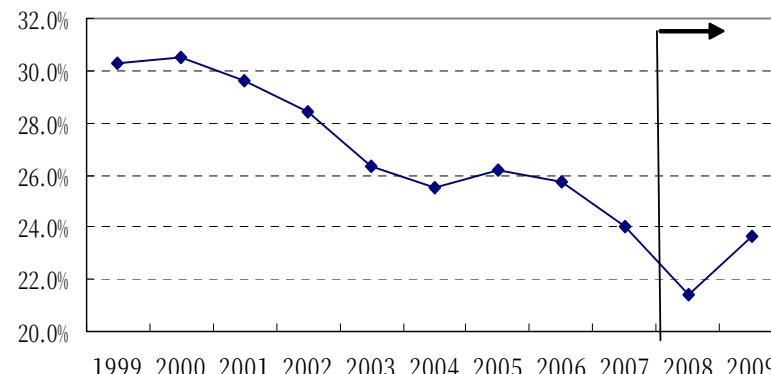
- 財政赤字はルピーのリスクと成りえそうだが、危機的状況とはいえず。
 - 歴史的に財政赤字の太宗は国内で調達⇒国内債務が累増し、長期金利上昇へ繋がりやすい⇒民間投資を抑制(クラウドディング・アウトの発生のリスク)※2009年入り後にインドの長期金利は上昇基調(次頁図参照)。
 - 過去10年で歳入に占める利払いの割合は低下してきたが、2009年度は悪化に転じる見通し。長期金利上昇と合わせて、こうした財政赤字体質と利払い負担がインドルピーを考える上でリスクと考えられる。
 - しかし、中央政府の債務残高は名目GDP比で「04/05年度67.5%→05/06年度65.9%→06/07年度63.6%→07/08年度60.6%」と経済規模からすれば債務比率はむしろ低下している。
 - インドの商業銀行は預金準備率(CRR: Cash Reserve Ratio)が5%に設定されているうえ、法定流動性比率(SLR: Statutory Liquidity Ratio)の分(24%)だけ国債購入が義務付けられており、これが財政赤字ファイナンスに寄与している。だが、昨年11月、11年ぶりにSLRも引き下げられており、これが財政赤字拡大に影響する可能性もある。
- ⇒経常赤字と財政赤字の「双子の赤字体質」は常にルピーの上値を重くするとみられる。

財政赤字の調達構造<国内・海外>

(資料) インド財務省(10億ルピー)

	2000/01	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07
財政収支	222,374	240,953	269,904	267,545	318,320	330,564
国内調達	214,965	248,129	293,989	326,931	290,414	322,845
市場借入	85,341	116,483	105,721	68,192	117,534	131,100
少額貯蓄	8,192	6,731	-5,633	44,851	-5,532	4,523
州・公的年金	23,661	19,432	16,593	18,974	25,572	11,673
その他資本受取	90,594	96,747	177,685	196,021	152,840	175,549
海外調達	8,318	-10,219	-11,509	17,189	10,484	10,882
借入	7,505	-11,934	-13,488	14,753	7,514	8,324
贈与	813	1,715	1,979	2,436	2,970	2,558
その他	-909	3,043	-12,576	-76,574	17,422	-3,163

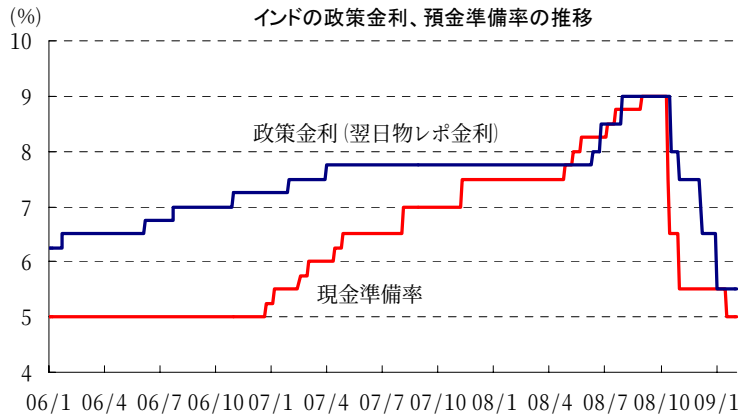
利払い対歳入比率



(資料) インド財務省

国内経済部門からみるインド ～金融政策や各種規制は緩和方向へ①～

- ・ インフレ抑制のための金融引締め局面は2008年央で終了。
 - － リーマンショック後に国内大手銀で取り付け騒ぎ。信用逼迫で金利が急騰、インド準備銀行(RBI)は緩和へ。
 - － 2008年10月13日の現金準備率大幅引下げ(9.00%⇒7.50%)を皮切りに、準備率・政策金利を急速に引下げられる。10月以来、政策金利(レポレート)は3.5%、現金準備率(CRR: Cash Reserve Ratio)は4.0%の引下げが行われ、半年で約2年前の水準に。**※2009年3月現在、政策金利5.0%、現金準備率は5.0%。**
 - － 前頁の通り、インドでは現金準備率の他に、「法定流動性比率(SLR: Statutory Liquidity Ratio)」が設定されている。これは預金総額のうち一定割合をインド国債へ振り向けることを強制する比率であり、現在は24%。1997年10月以来、11年ぶりのSLR引下げが2008年11月1日に行われた(25%⇒24%)。つまり、2009年3月現在、インドの市中銀行は預金総額の29.0%(5.5%+24%)を中央銀行に付託する義務がある。
 - － 但し、前述の**2009/2010年度の暫定予算案発表後、財政赤字拡大懸念からの長期金利は上昇傾向にある**。SLR引下げは国債消化の観点から相応のリスクを背負うことになる。
- ⇒依然不透明な世界経済情勢を背景にインフレ懸念も後退、少なくとも年央にかけて緩和路線は続くとみられる。
この点はルピーが減価する材料になっていくとみられるが、世界的にみれば高い政策金利を維持。



国内経済部門からみるインド ～金融政策や各種規制は緩和方向へ②～

- 政策金利以外にもリバースレポレートの引下げや資本規制緩和も
 - 対外商業借入れ(ECB)に課せられていたLIBOR(6M)とのスプレッド幅を相次いで拡大。
 - 9頁にもある通り、外国人機関投資家(FII)の投資が鈍化していることが国内株式低迷に影響している(※)
 - だが、各種金融緩和を経ても銀行による融資は増えていない。商業銀行部門の融資/預金残高比率は2008年央から右肩下がり。一方で、政府証券への投資は比較的伸びている。金融緩和は信用創造に結びついておらず、経済の下支えに十分貢献できていない可能性がある。銀行部門に滞留する現金が減少傾向にある点も懸念されるところ。

※インド株式市場への投資はインド証券取引委員会の認可を受けた海外適格機関投資家(FII)のみが許可される。このFIIがインド株式を裏づけに発行する証券がP-note(参加証券)。P-noteに投資することで許可を得ていない非居住者もインド株式市場へ投資することができる。

政策金利引き下げを中心としたインド金融政策当局の対応

9月16日	NRI向けの預金金利引き上げ	ルビー建て(NRE:Non-Resident External rupee account)、ドル建て(FCNR:Foreign Currency Non-Resident account)とも上限を50bp引き上げ。 NRE⇒LIBOR/SWAP+50bpへ、FCNR⇒LIBOR/SWAP-25bpへ。
	法定流動性比率(SLR)の引き上げ	25%⇒24%へ。
22日	対外商業借入れ(ECB)に係る規制緩和措置	①インフラ部門(電力、道路等)が借入れる上限額:年間1億ドル⇒5億ドル。 ②借入れ金利:7年以上の借入れはLIBOR(6M)+350bp⇒+450bpへ。
10月6日	預金準備率(CRR)引下げ	9.0%⇒8.5%へ。
	P-note発行規制を緩和	株式参加のために外国機関投資家(FII)が要するP-noteに関する規制を緩和。
10日	預金準備率(CRR)引下げ	8.5%⇒7.5%へ。
15日	預金準備率(CRR)引下げ	7.5%⇒6.5%へ。
	NRI向けの預金金利引き上げ	NRE: LIBOR/SWAP+100bpへ。 FCNR: LIBOR/SWAP+25bpへ。
20日	政策金利(レポレート)の引下げ	9.0%⇒8.0%へ。
	対外商業借入れ(ECB)に係る規制緩和措置	①借入れ金利:期間3年以上5年未満までの借入れ金利につき、LIBOR(6M)のスプレッドを200bpから300bpへ、期間5年以上7年未満については350bpを500bpへ、そして期間7年以上を450bpから500bpへと引き上げた。
22日	貿易金融の金利上限を緩和	
27日	政策金利(レポレート)の引下げ	8.0%⇒7.5%へ。
11月3日	預金準備率(CRR)引下げ	100bpを2回に分けて引き下げることを決定。6.5%から5.5%へ。
	投資およびノンバンクセクターへの資金供給	対象をノンバンクに拡大した資金供給スキームを発表
15日	NRI向けの預金金利引き上げ	NRE: LIBOR/SWAP+175bpへ。 FCNR: LIBOR/SWAP+100bpへ。
	特定業種向け貸出のリスクウェイト調整	商業用不動産を担保とする貸出やノンバンクセクターへの貸出し、リスクウェイトを150%から100%へ引き下げた。
17日	NRI向けの預金金利引き上げ	NRE: LIBOR/SWAP+175bpへ。 FCNR: LIBOR/SWAP+100bpへ。
12月6日	政策金利(レポレート)の引下げ	7.5%⇒6.5%へ。
	リバース・レポレートの引下げ	6.0%⇒5.0% (※リバースレポレートの引下げは5年3か月ぶり)
1月2日	政策金利(レポレート)の引下げ	6.5%⇒5.5%へ。
	リバース・レポレートの引下げ	5.0%⇒4.0%へ。
3月4日	政策金利(レポレート)の引下げ	5.5%⇒5.0%へ。
	リバース・レポレートの引下げ	4.0%⇒3.5%へ。

(資料)インド準備銀行、インド証券取引委員会

指定商業銀行部門の各種比率の推移

(%)	2008年7月	8月	9月	10月	11月	12月	2009年1月	方向感
融資/預金比率	10.5	9.8	9.9	6.7	7.2	6.8	5.9	↘
投資/預金比率(投資対象は政府関連証券)	30	30.2	28.8	30.4	30.1	30.6	31.9	↗
現金/預金比率	72.8	72.9	74.4	75.1	74.7	74.2	71.9	↘

(資料)インド準備銀行

国内経済部門からみるインド

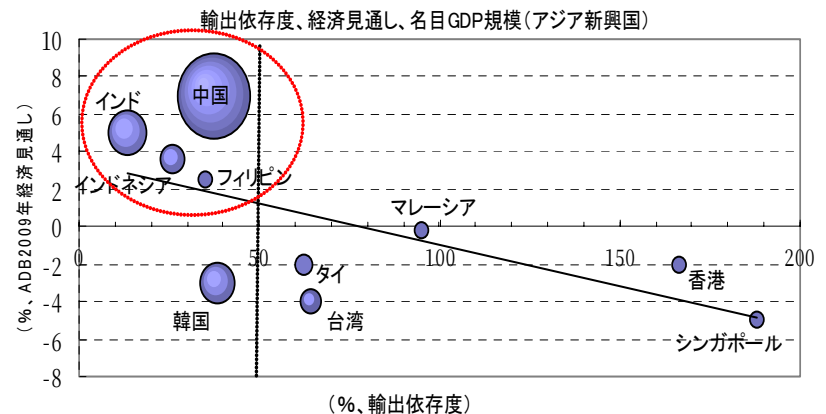
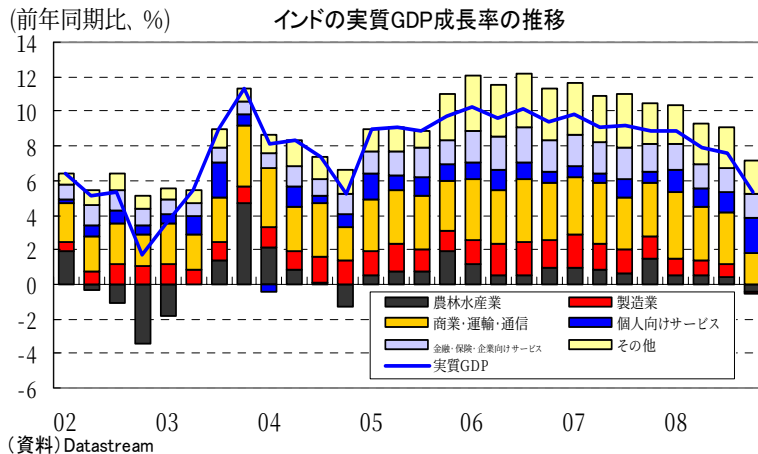
～金融政策や各種規制は緩和方向へ※(P-noteを巡る経緯)～

- **P-Note発行規制(2007年10月～)**(参考資料JCIF「多額の資本流入が続くインド」、2007年11月1日)
 - 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り、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。

**⇒以上のような、P-note発行規制は2008年10月に解除。
国内への資金流入促進を図る。**

国内経済部門からみるインド ～マクロ経済動向～

- 【現状】2008年10～12月期実質GDP成長率は前年同期比5.3%と前期の同7.6%から大幅に鈍化。**
 - 一部作物の不調が影響し、4年ぶりに農林水産業がマイナス寄与。国内就業者の約60%が農林水産業に従事する同国では内需への大きな打撃となる。金融緩和が進められているものの、融資/預金比率は伸び悩んでおり、製造業も10年ぶりにマイナス成長に。
 - また、インド経済で最大のウエイトを持つ商業・運輸・通信業が2004年10～12月期以来の低い伸びとなったことが成長率を押さえた最大の要因。
- 【見通し】2009年の成長率は鈍化も、2010年以降は上昇に転じる見通し。**
 - 輸出依存度が小さく、巨大な人口を持つ内需主導の経済であることは有利な点。下図はADBの「2009年経済見通し」と各国の「輸出依存度」をプロットしたもの。相対的にみて「輸出依存度が低く」、「人口が多い」国は高い成長率になる傾向が感じられる。図の左上の4か国はアジアで最も人口が多い4か国である。
 - 資源価格の騰勢が一服したことも同国にはプラス材料。
 - しかし、天候要因等により農業生産が政府の想定比を下回れば、GDPも下押しされるリスク。



国内部門にみるリスク

～その他：政治、外交、文化等～

- 5月の下院選挙の行方が注目される。二大政党の支持率は低く、どちらかが勝っても連立政権となる模様。
 - インドの議会システムでは国民より直接選出される下院が力を持つ。2009年は5年に1度の選挙の年。
 - 現状では与党国民会議派が優勢とされているが、資源高に起因するインフレ、テロ、そして経済不安が重なり支持を失いつつある。シン首相は5年間の実績をアピールし、続投を主張。
 - 最大野党のインド人民党(BJP)はテロ対策を筆頭に現政権の失策を批判。支持基盤の大半はヒンズー教徒であり、同国において少数派であるイスラム教徒との摩擦がテロの芽になる可能性が指摘されている。
 - 外交面では対パキスタン関係が最大の懸念材料とみられるが、BJPはパキスタンに対し強硬姿勢とされ、同党が政権を取れば、テロ懸念が増すとの向きもある⇒外国資本の動向に影響しないか懸念される。
 - 選挙日程は4月16日投票開始、5月16日投票開票。国内警備上の理由から、州ごとに数回に分けて行われる。
- ヒンズー至上主義集団による欧米文化の排斥が社会問題化。
 - 発展と共に経済格差が社会で拡大。下流層による過激な行動が増えていることが温床に。
 - 2009年1月25日、ヒンズー至上主義集団が飲食店(パブ)を襲撃、インドの伝統に反するとして暴行。同種の事件が多発していることから、現地では「ヒンズーのタリバン化」と社会問題化している⇒こちらも外国資本の動向に影響しないか懸念される。

インドの議会～2院制～

上院	
議席数	245議席
	各州議会が選出。12名は大統領による指名
任期	6年
	2年毎 1/3ずつ改選
解散	なし
下院	
議席数	545議席
任期	5年
解散	内閣による解散権あり

当面のインド・ルピー相場のイメージ

• 半年程度の予想レンジ:47.0~52.0

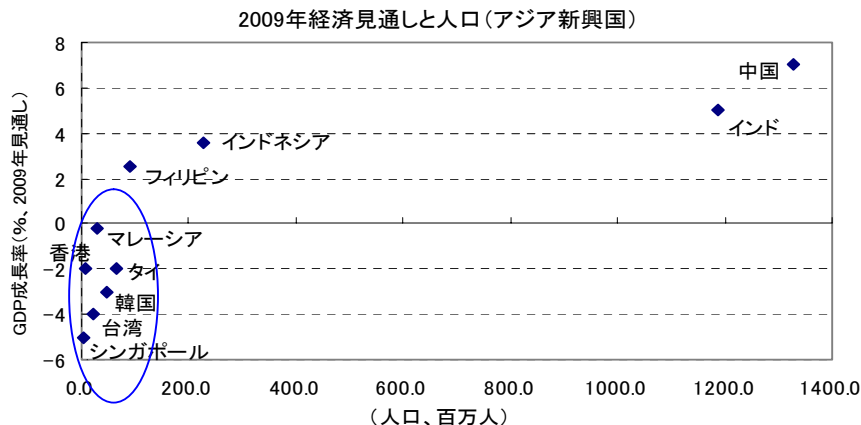
– 累増する財政赤字と長期金利上昇とリスク回避姿勢の断続的な後退を鑑みると、一段の減価リスクは否定できない。しかし、内需主導で依然高い経済成長が見込まれること、比較的政策金利が高いこと、既に歴史的安値圏にあること等々を鑑みると、下値余地は限定的であるように思える。

• 通貨高の材料

- 多くのアジア新興国と違い、インドの輸出依存度は相対的に低く(前掲、P20の図)、巨大な人口を背景とした内需主導の経済構造が奏功し、成長率見通しはアジアの中でも相当高い部類に入る(ADB2009年見通し)。
- 歴史的な安値圏にあることを背景に後の値上がり利益を見越した非居住者による「ルピー建預金」が蓄積する傾向にあり、こうした動きが通貨の下支えになるように感じられる。それ以外の各種資本規制緩和も下支え材料。
- 緩和局面にあるとはいえ、依然として政策金利5.00%(4月13日現在)は高い部類。

• 通貨安の材料

- 拡大する財政赤字を背景とした長期金利の上昇が経済の投資活動を阻害する恐れ。しかも、ADB見通しの試算に拠れば、財政出動の効果はアジアの中でも最も薄い部類(GDPを0.5ポイント程度押し上げるに過ぎない)。
- テロやパキスタン情勢等の地政学的リスクを嫌気した外国資本(直接投資含む)の引き揚げ。
- 悲観が高まる局面ではデレバレッジを「新興国離れ」で進める地合いが解消されたわけではない。

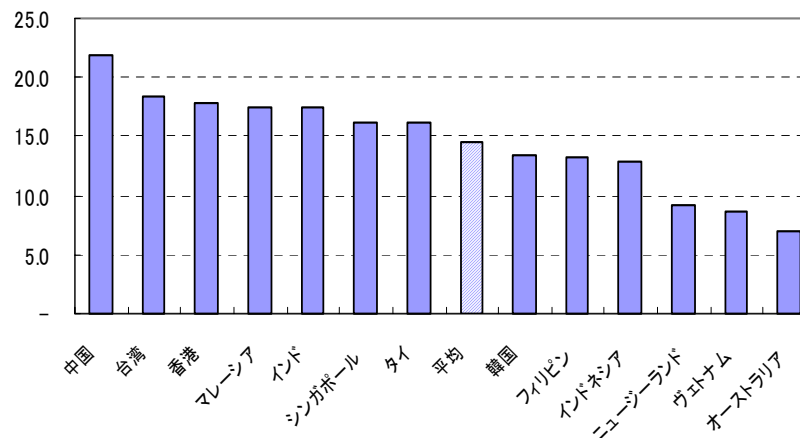


国際為替部 為替営業第一チーム 唐鎌大輔

参考：マクロ経済指標でみるアジア経済①

レーダーチャート分析について

- ①GDP成長率、②外貨準備/輸入、③外貨準備/対外短期債務、④経常収支/GDP、⑤インフレ率の5項目について相対的な強さをレーダーチャートで表している。右図は5項目を等ウェイトでみた場合の総合ポイントを序列化。→インドはアジア大洋州の中で上位グループ。
- 全般的に外貨準備を潤沢に保有する国が上位に来る評価となる。
- アジア大洋州では外貨準備の薄いオセアニアやインフレ率が高いベトナムが下位にくる。
- 必ずしも総合ポイントの高低が経済の強弱を表すわけではないが、新興国においては「通貨危機への耐性」としての目安になる。



<データの出処>

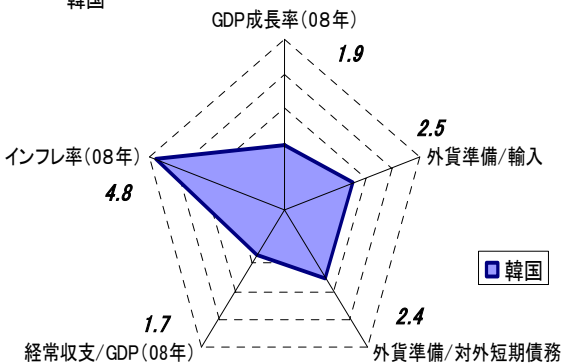
- 外貨準備/輸入：ベトナムは07年末時点。インドネシア、マレーシアは08年4-6月期時点。それ以外は08年7-9月期時点。輸入は2007年の単月平均。※（出処）DataStream
- 短期対外債務：2008年6月時点。※（出処）B I S「国際与信統計」
- GDP成長率、経常収支、インフレ率：全て2008年の予測値。※（出処）IMF World Economic Outlook

<数値の計算方法>

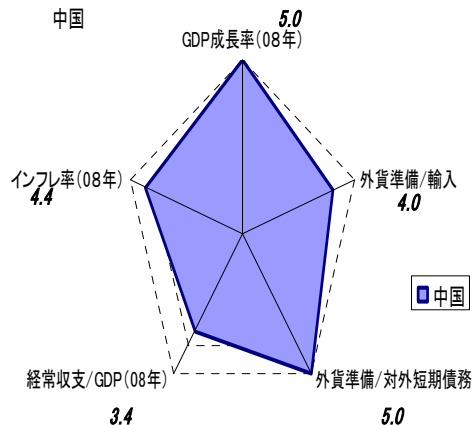
- アジア大洋州13カ国を対象に、各々の数値について偏差値を計算し、最大値が5、最小値0となるようにプロット。
 - 「外貨準備/輸入」と「外貨準備/対外短期債務」は対数値に変換した上で、偏差値を計算し、0～5へプロットしている。
- なお、インフレ率については数値が高いほど評価が低くなるように調整。

参考：マクロ経済指標でみるアジア経済②

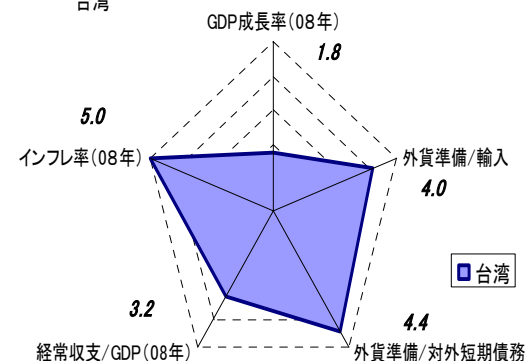
韓国



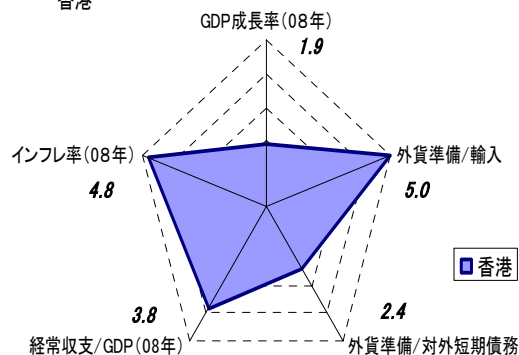
中国



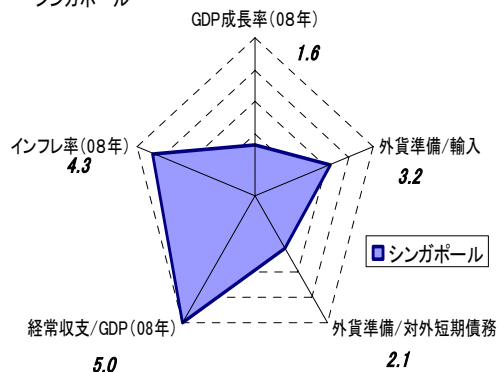
台湾



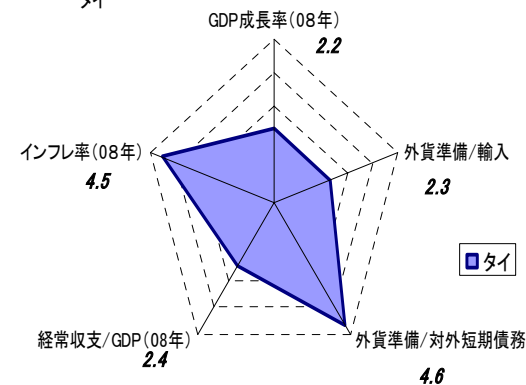
香港



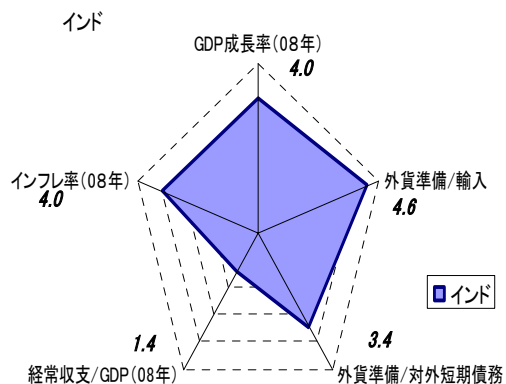
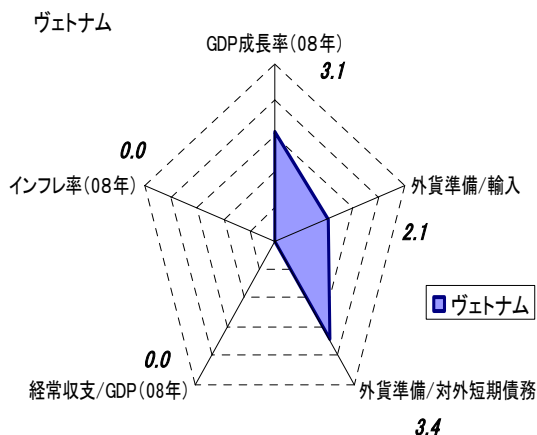
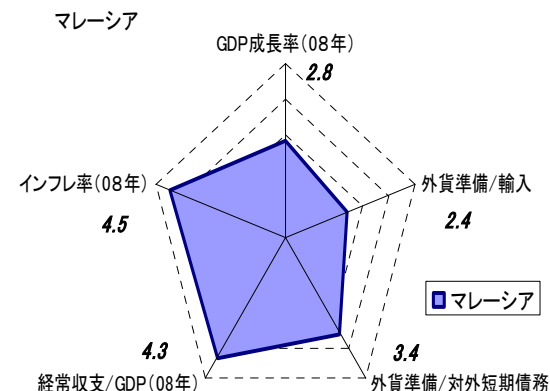
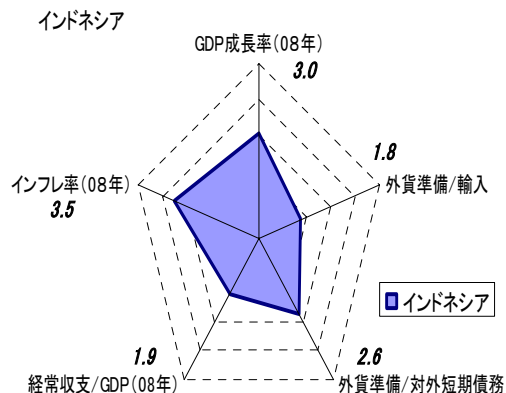
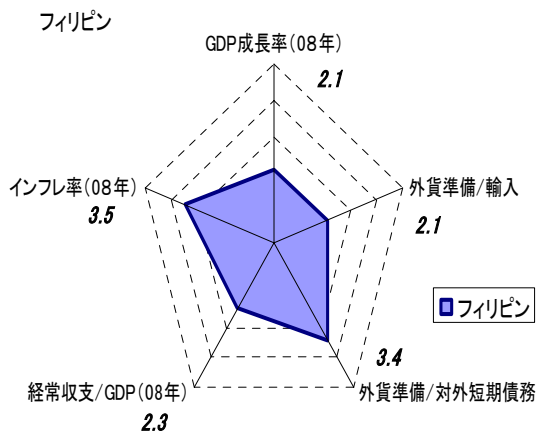
シンガポール



タイ



参考：マクロ経済指標でみるアジア経済③



参考：マクロ経済指標でみるアジア経済④

(※補足):レーダーチャートの原数値について

- チャートにプロットした各項目の原数値については以下の通り。

	GDP成長率(08 年見通し、%)	外貨準備/輸入 (月)	外貨準備/対 外短期債務	経常収支 /GDP(%)	インフレ率 (07年、%)
韓国	4.1	7.2	1.6	0.6	2.5
中国	9.7	15.4	11.9	11.1	4.8
台湾	3.8	15.4	7.5	8.3	1.8
香港	4.1	25.2	1.5	12.3	2.0
シンガポール	3.6	10.1	1.2	24.3	2.1
タイ	4.7	6.3	9.0	6.1	2.2
フィリピン	4.4	5.7	3.2	4.4	2.8
インドネシア	6.1	4.8	1.8	2.5	6.4
マレーシア	5.8	6.7	3.9	14.0	2.1
ヴェトナム	6.3	5.6	3.4	-9.6	8.3
インド	7.9	20.1	3.4	-1.8	6.4

(Source: IMF、BIS)

- 
- ◆ 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。