

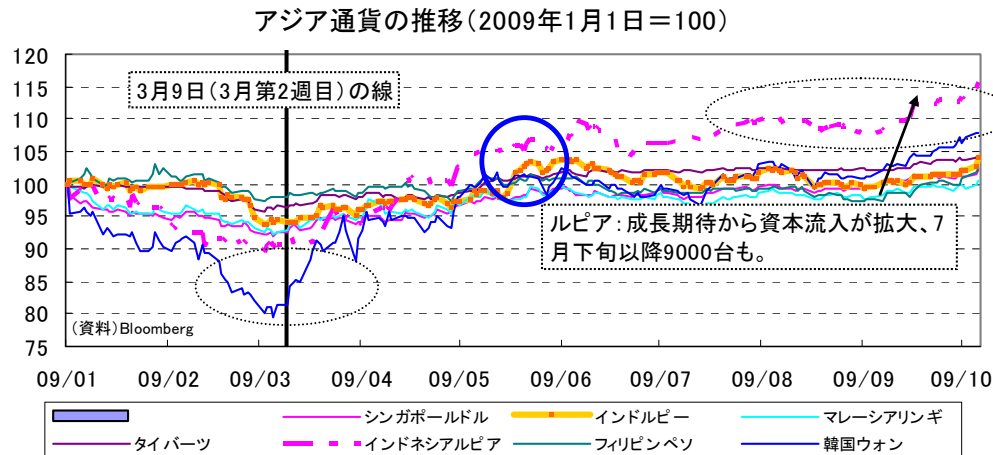
【通貨ニュース】

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10月7日

みずほコーポレート銀行
国際為替部

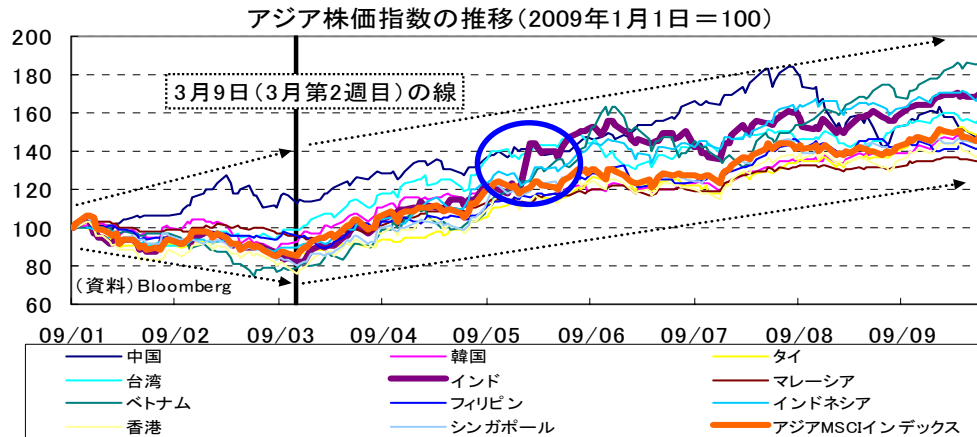
年初来のアジア為替相場の推移



●2009年初来のアジア為替相場の推移 — 4～6月期から相場の雰囲気が一転 —

- 為替市場、株式市場共に3月第2週を越えた辺りころから局面に変化。3月第2週は米大手金融機関の経営改善観測やバッドバンク構想への期待高揚が材料視され始めていた時期。
- 各国通貨(対ドル)の、1～3月期中の上昇率の平均は▲4.6%、4～6月期中の平均は5.6%となり、上半期でも前・後半で方向感が180度変化。
- 特に、韓国ウォンとインドネシアルピアの変動が大きいことが目立った。インドルピーは5月総選挙で与党勢力が圧勝したことを受け一段高となった(青丸の時期)。

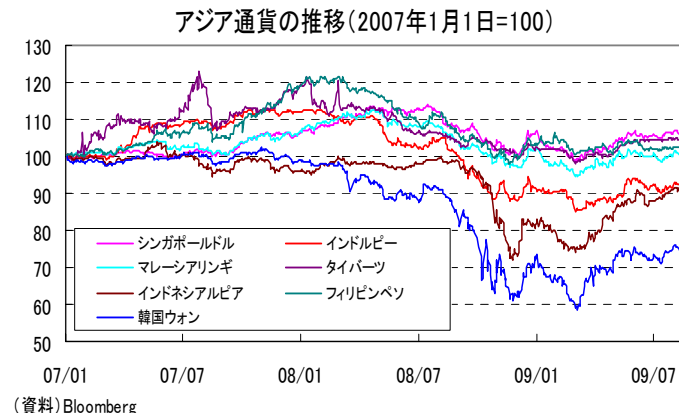
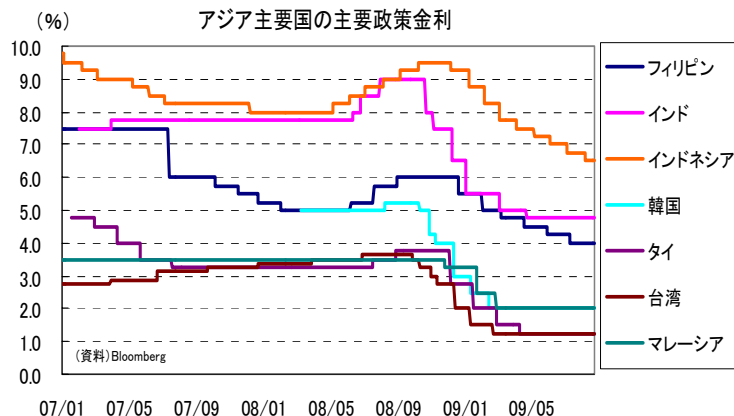
年初来のアジア株式相場の推移



●2009年初来のアジア相場の推移 — 8月入り後から中国の独走がストップ—

- 為替市場と同様に、株式市場も「3月第2週」を越えた辺りから局面に変化。中国株は8月に入り急落。2009年9月30日までの年初来上昇率は、ベトナム(約86.2%)、インドネシア(約71.7%)、インド(約66.7%)、と続く。
- インドは上図の青丸の時期に急上昇。総選挙の結果を市場が好感したものである。
- 4～6月期においてインドネシアの株は、通貨と共に、アジアでも特に大幅な上昇を示している。
- 各国株式市場の上昇率について平均を取ると、1～3月期中はほぼ横這いの0.0%だったが、4～6月期中は32.2%と急回復。但し、1～3月期は中国を除くと、▲2.6%と下落だった。

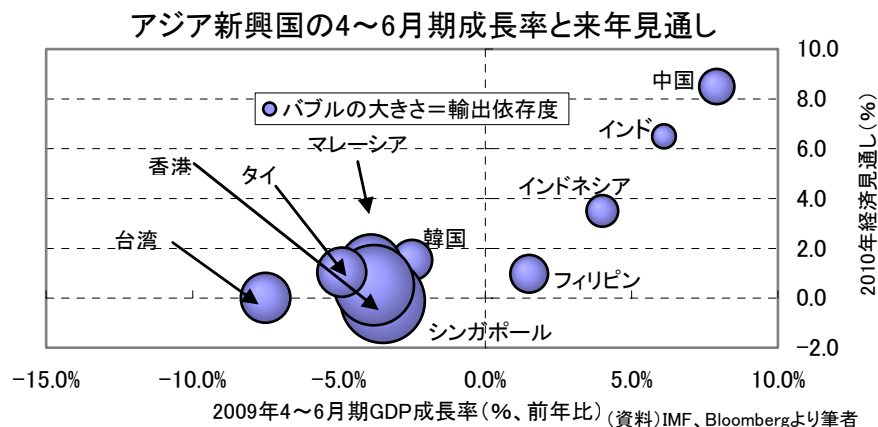
アジアの政策金利の推移(2007年1月～)



●2008年夏頃から各国共に利下げ局面に突入 — インドは相対的に高い政策金利水準 —

- 2008年夏頃から利下げ局面へのシフトがみられる。同時期からアジア通貨も下落基調に。
- 2007年以降の金融混乱のなか、2008年夏頃から「新興国離れ」の色合いが強まり始めた。なお、アジアの株価水準も同時期から下落基調に転じている(2009年3月から回復へ)。
- 2009年8月現在、インドの政策金利(4.75%)はインドネシアに次ぎ高い水準にある。なお、アジア新興国の利下げ局面は終結したと見る向きが多い。

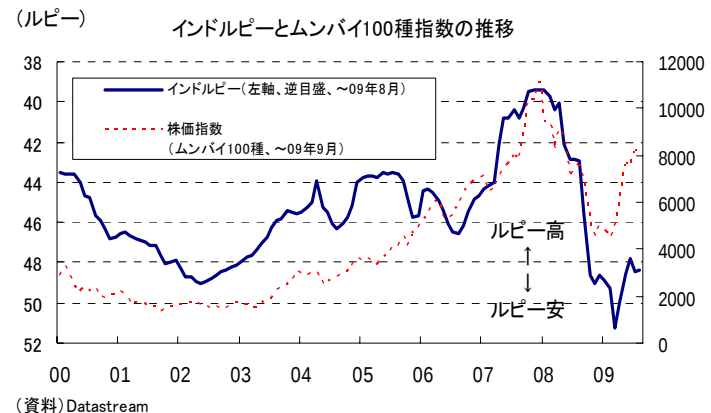
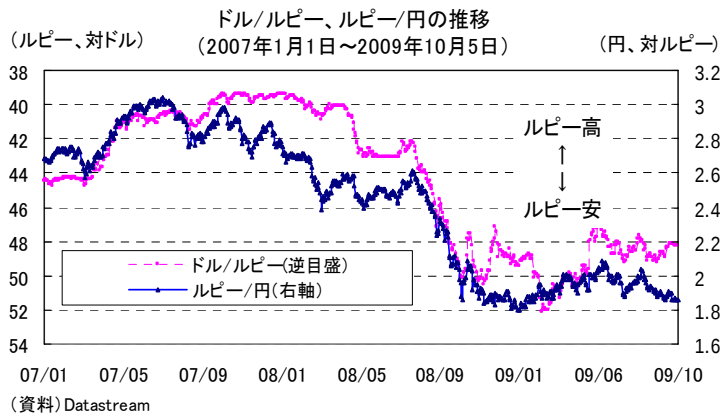
アジアの経済の現状と展望 (2009年各国の足もとと見通し)



●2009年4～6月期にみられるアジア新興国の復調機運

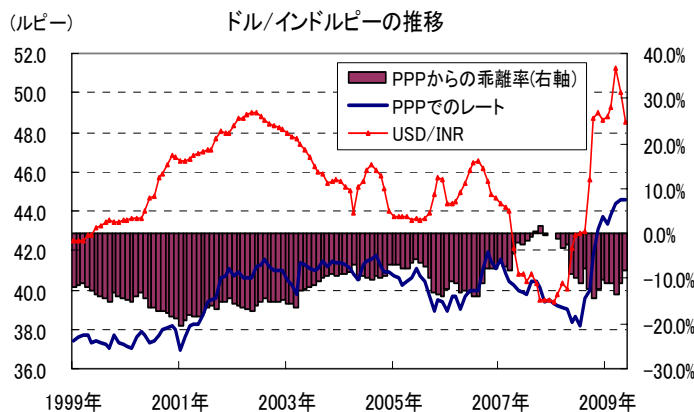
- 2009年1～3月期から4～6月期にかけて殆どの国で成長率が改善。
 - 特にシンガポールや香港など、1～3月期に大幅悪化となった国々の回復が目立つ
 - 但し、まだ多くの輸出依存型経済の国が前年比でマイナス圏に停滞している。
 - なお、前年比マイナス成長を回避したという意味でアジアのなかでも「勝ち組」にあった中国、インド、インドネシア、フィリピンの4か国については、若干格差が開いた印象を受ける。特に中国は足もと、見通し共に強さが際立っている。
 - 輸出依存度の大きい国・地域ほど左下のゾーンに留まり、経済見通しも弱いものとなっている。

最近のインド・ルピー相場の推移

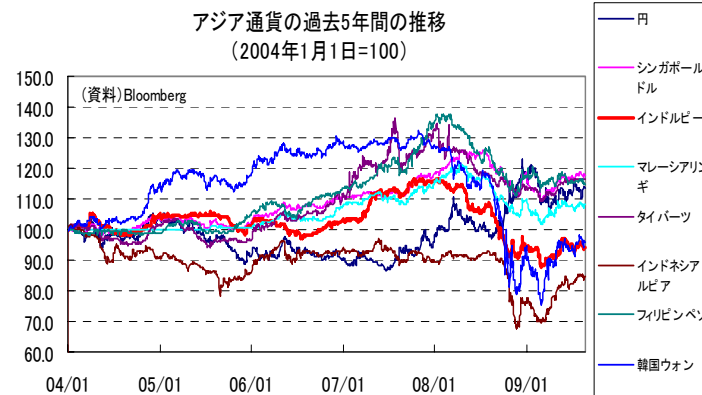


- 2007年央までは株式市場への資本流入等を背景にルピー高が進行した。
- しかし、2007年のサブプライム問題を契機に広がった「新興国回避」の傾向が2008年下期に加速。これに伴いルピーの減価圧力も増大、2008年通年で2002年央からの上昇分は帳消しに。
- 一方、2009年3月以来の楽観局面でアジアは通貨・株式市場共に大幅上昇。特にインドでは5月の総選挙の結果を受けて、通貨・株共に一段高へ。

ルピーのレベル感をみると・・・ (PPP、その他アジア通貨との比較)



(資料) Datastream



- 購買力平価(PPP)の算出には米印の生産者物価指数を使用。基準値は通貨危機を受けIMFの指導により主要通貨に対し通貨を切り下げた直後の半年間(1991年7～12月)の平均を使用。
- これを前提とすると、08年央以降、PPPから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、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、過去5年間でインドルピーは韓国ウォン、インドネシアルピアに並んで下落の大きい通貨。アジアではこの3通貨の変動が大きい。

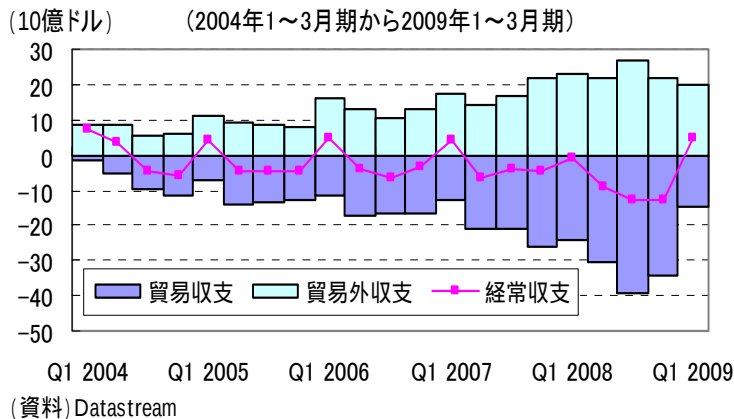
対外経済部門からみるインド～概要～

●09年1～3月期は8四半期ぶりに経常黒字を計上。資本流出は2四半期連続で純流出。

- ＜経常収支＞輸出が底堅い一方で、内需減速により輸入が減少したことで貿易赤字が大幅に縮小。
 - これまで経常収支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きた（※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）。
- ＜資本収支＞資本流入を牽引してきた外国資本投資などにブレーキ。
 - 外国資本投資及び対外借入れが牽引してきたが、07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）。08年10～12月期は10年ぶりの赤字へ。09年1～3月期も赤字。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が持続するのかが今後注目→2009年1～3月期で直接投資のフローはプラスに拡大している。

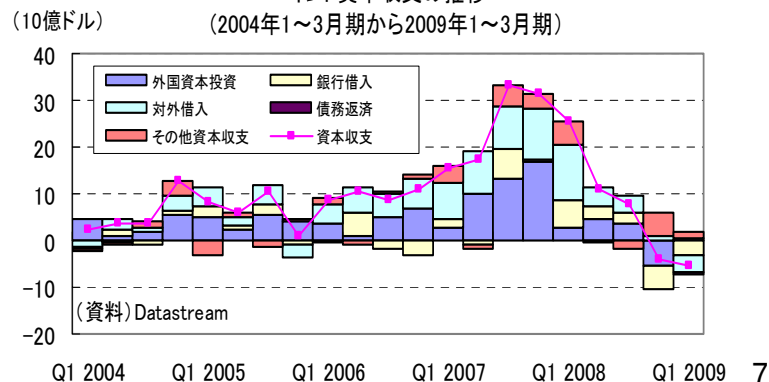
インド経常収支の推移(貿易及び貿易外取引)

(2004年1～3月期から2009年1～3月期)



インド資本収支の推移

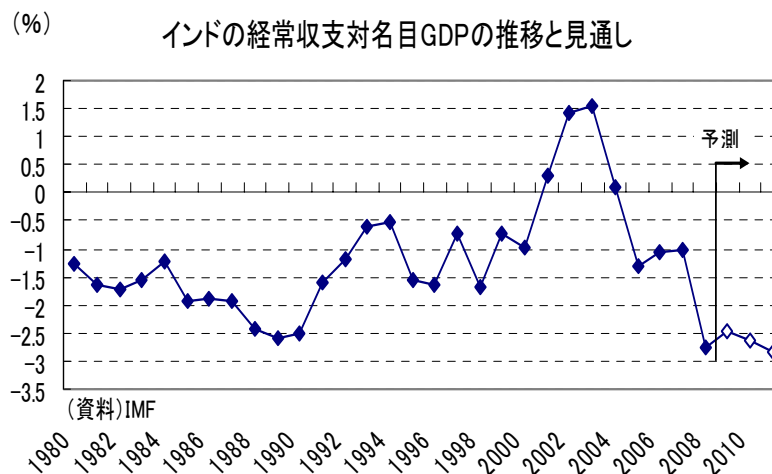
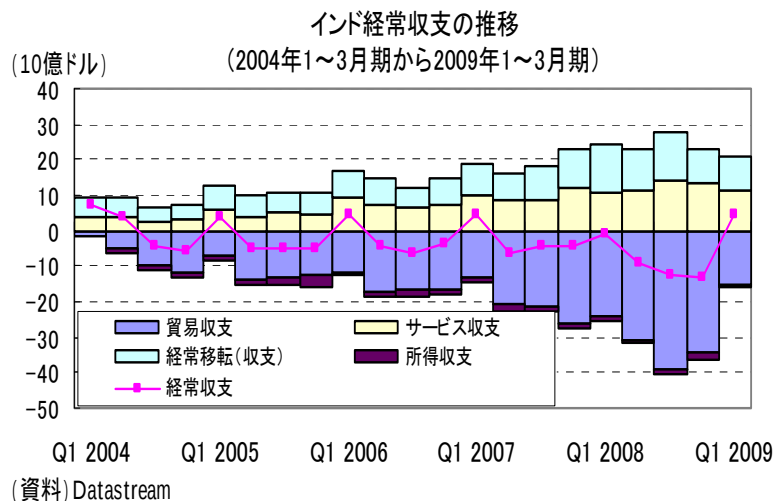
(2004年1～3月期から2009年1～3月期)



対外経済部門からみるインド～経常収支①～

●経常収支は歴史的に赤字体質。先行きも赤字の大きな改善は見込めず。

- 2008年の経常赤字は歴史的にみても高水準へ達していた(※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は明るい材料。
- 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、2008年下期は貿易赤字の拡大がそれ以上の速度で進んだ(※NRIについては後述)。
- 金融危機局面を経て、大型の景気対策を発表。「経常赤字/名目GDP」は当面は歴史的にみても悪化した水準が続く見通し(IMF春季予測2009)。



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、足もとでも黒字を伸ばしている。
 - 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に比べ欧州への輸出依存度が高い。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。

	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	2009年GDP成 長率(%)、①	2010年GDP成 長率(%)、②	②-①
インド	▲27.7%	12.9%	20.5%	2.5%	35.9%	13.2%	5.4	6.5	1.1
日本	▲35.7%	17.8%	14.0%	-	31.8%	15.5%	▲6.0	1.7	7.7
インドネシア	▲27.2%	9.5%	11.2%	20.2%	41.0%	26.1%	2.5	6.1	3.6
フィリピン	▲24.7%	12.7%	10.9%	12.4%	36.0%	35.1%	2.5	3.5	1.0
中国	▲23.0%	18.6%	20.3%	8.2%	47.1%	37.6%	7.5	8.5	1.0
韓国	▲21.8%	10.9%	12.4%	6.4%	29.7%	38.6%	▲4.0	4.1	8.1
タイ	▲26.4%	11.4%	12.8%	11.4%	35.6%	62.2%	▲3.0	4.7	7.7
マレーシア	▲22.6%	12.9%	10.5%	9.6%	33.0%	94.8%	▲3.5	5.8	9.2
香港	▲5.4%	12.8%	13.6%	4.3%	30.6%	166.5%	▲4.5	4.1	8.6
シンガポール	▲8.5%	7.1%	10.3%	4.9%	22.4%	188.2%	▲10.0	3.6	13.6

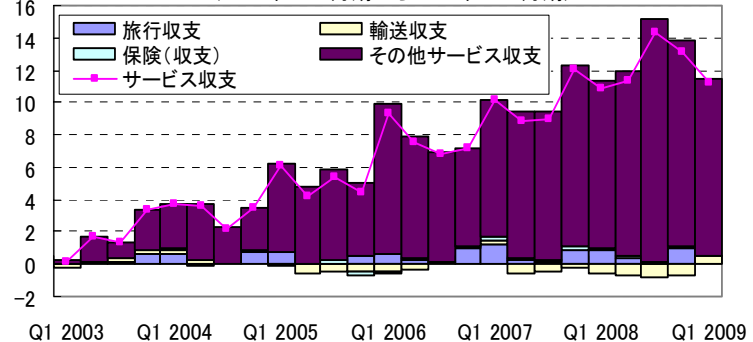
直近の輸出前年比はブルームバーグ最新の前年比を使用(2009年8月25日現在)。

フィリピンのGDP予測はADB見通しを使用(IMFでは2009年予測が入り手です)。

輸出依存度を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 Spring 2009

インド、サービス収支の推移
(2003年1～3月期から2009年1～3月期)



※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～

インドの国別輸出入動向（資料：JETRO）

【輸入】	2007/08年度 (4月～3月)			【輸出】	2007/08年度 (4月～3月)		
(単位：100万ドル、%)	金額	構成比	伸び率	(単位：100万ドル、%)	金額	構成比	伸び率
中国	27,094	11.4	55.3	米国	20,711	13	9.9
サウジアラビア	19,411	8.1	45.1	アラブ首長国連邦（UAE）	15,373	9.7	27.9
アラブ首長国連邦（UAE）	13,478	5.6	55.8	中国	10,787	6.8	30.1
米国	13,208	5.5	12.6	シンガポール	6,856	4.3	13
イラン	10,992	4.6	44.2	英国	6,583	4.1	17.3
スイス	9,833	4.1	7.8	香港	6,308	4	34.9
ドイツ	9,576	4	27	ドイツ	5,091	3.2	28
シンガポール	8,116	3.4	47.9	オランダ	4,841	3	81.4
オーストラリア	7,841	3.3	12	ベルギー	4,202	2.6	21
クウェート	7,694	3.2	28.5	イタリア	3,910	2.5	9.2
日本	6,327	2.7	37.8	日本	3,574	2.2	24.9
ASEAN	20,372	8.5	12.7	ASEAN	15,721	9.9	24.7
合計（その他含む）	238,605	100	28.9	合計（その他含む）	159,089	100	26

インドの財別輸出入動向

【輸入】	2007/08年度 (4月～3月)			【輸出】	2007/08年度 (4月～3月)		
(単位：100万ドル、%)	金額	構成比	伸び率	(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	原油・石油製品	24,882	15.6	34.2
電子機器	20,296	8.5	27.4	宝石・宝飾品	19,668	12.4	26.3
機械類（電気機械除く）	19,622	8.2	42.1	繊維製品（既製服除く）	9,528	6	14.7
金・銀	17,829	7.5	22	既製服	9,497	6	9.3
鉄鋼	8,186	3.4	36.6	機械類	8,725	5.5	34.2
輸送機器	8,159	3.4	13.4	薬品、医薬品、精製化学品	7,241	4.6	31.5
金属鉱石・スクラップ	7,884	3.3	2.9	輸送機器	7,029	4.4	43.4
真珠・貴石	7,336	3.1	1.9	金属加工品	7,028	4.4	39.9
有機化学製品	7,148	3	31.9	鉄鉱石	5,748	3.6	47.8
石炭・コークス・練炭	6,415	2.7	40.3	鉄鋼半製品	4,158	2.6	4.9
合計（その他含む）	238,605	100	28.9	合計（その他含む）	159,089	100	26

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。

- 総債務における多国間債務及び二国間債務の構成比は各々ほぼ半分に（多国間：31.3%⇒17.2%、二国間：18.9%⇒8.0%）。国際機関借入れ等の政府間債務の割合が減る一方、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。また、対外商業借入れ（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/対外債務」の比率は圧縮されているが（27.0%⇒20.9%）、「外貨準備/対外債務」の比率は短期債務や商業借入の増加で悪化（低下）している（324.3%⇒105.1%）。

⇒但し、債務自体は増えているものの、危機的な債務構造に変化しているわけではない。

インド対外債務の構造について

	1999年9月末		2009年3月末	
	金額	構成比	金額	構成比
多国間債務	30,836	31.3%	39,566	17.2%
うち政府間債務（国際機関等）	27,167	27.6%	35,725	15.5%
二国間債務	18,545	18.9%	20,587	9.0%
うち政府間債務	14,332	14.6%	14,655	6.4%
IMF	133	0.1%	0	0.0%
貿易信用	6,903	7.0%	14,604	6.4%
対外商業借入	20,787	21.1%	62,676	27.3%
NRI預金（長期）	11,952	12.1%	41,554	18.1%
ルピー建債務	4,535	4.6%	1,527	0.7%
短期債務	4,688	4.8%	49,373	21.5%
総債務	98,379	100.0%	229,887	100.0%
総債務/GDP%	27.0%	-	20.9%	-
短期債務/総債務%	4.8%	-	21.5%	-
外貨準備/短期債務	647%	-	489%	-
外貨準備/総債務	324.3%	-	105.1%	-

（単位）100万ドル

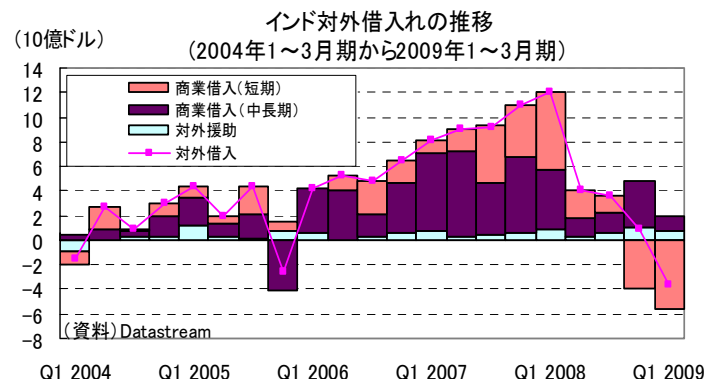
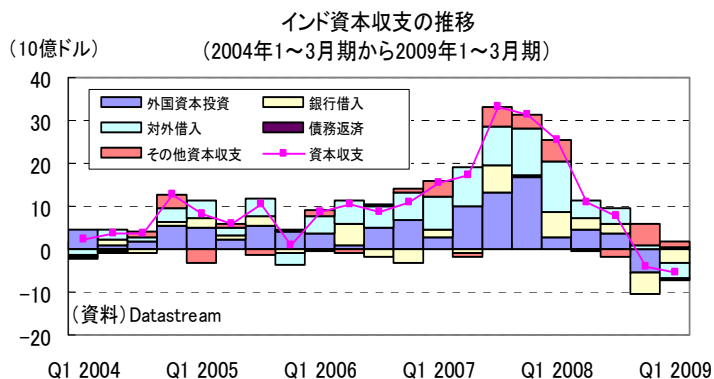
（資料）インド準備銀行、インド大蔵省

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。2009年1～3月期も流出が継続。

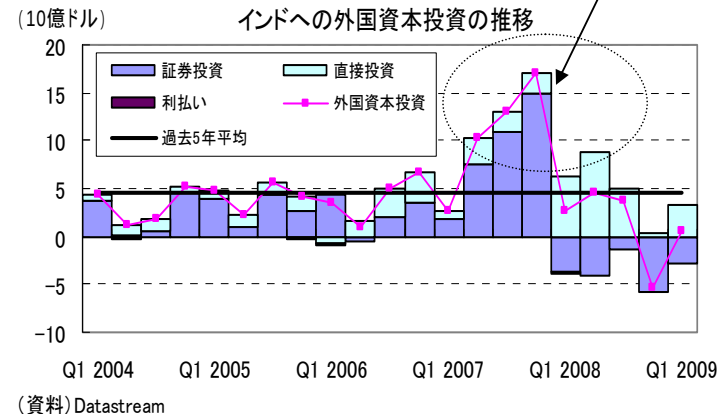
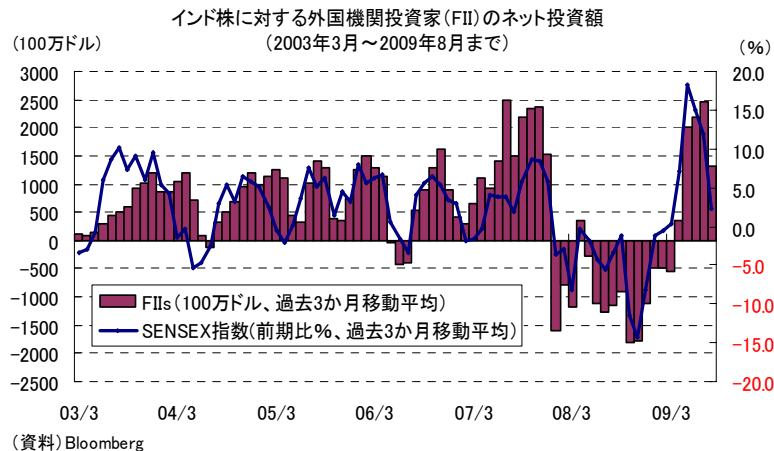
- ECBについては潜在力の高いインドの内需を当て込んだ海外からの貸出需要もあるが、インド国内よりも国外でファンディングするほうが資本コスト(金利)が安く済むのでECBが増えてきたという背景。ECBには海外からの協調融資等で得た資金がM&Aなどに使用されていたケースも→だが、信用収縮により短期借入資金の急な引揚げが発生
- デレバレッジの機運が高まった10～12月期の証券投資は過去最大の流出となり、資本収支赤字の主な原因に。
- 証券投資流入が減少する一方で、2008年以降拡大してきた直接投資も10～12月期に大幅減少(次頁参照)。2009年1～3月期も資本純流出が続いているものの、下げ幅は縮小している。

(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～

- 外国資本投資は資本流入に寄与してきたものの、2008年10～12月期に初の純流出に転じた。
 - インドの資本流入は「外国機関投資家(FII: Foreign Institutional Investors)」の動向が強く影響する。
 - 危機局面におけるデレバレッジ進行で純流出が続いたが、4月以降、純流入に転じている。
 - 2007年入り後は特に証券投資が外国資本投資全体を押し上げる働きをしてきた。しかし、2008年入り後、証券投資が純流出に転じ、その一方で直接投資が純流入を支える構図が継続してきた。
 - 過去5年、四半期ベースで平均45億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。ルピーが高値圏にあったのもこの時期。
 - 新興国からの資金引き上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とみられたが、歴史的なルピー安やインド経済のポテンシャルを鑑み、直接投資の減少は一時的なものとなっている⇒2009年1～3月期の資本収支では直接投資が資本の純流入を支える構図となっている。



対外経済部門からみるインド～NRIの動き①～

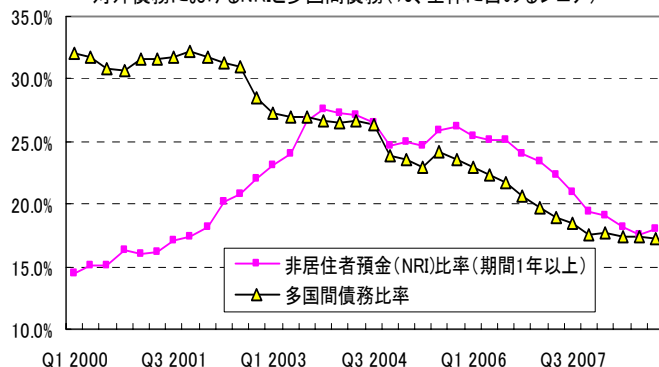
●非居住インド人 (Non-Resident-Indian: NRI) 預金について

- 2008年12月時点でインドの対外債務のうち、18.0%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られ、NRI預金は足もと増加傾向とみられる。

- インド準備銀行は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) 可否か	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。
 - 当局は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きた。引き上げに転じた2008年9月以降、下表の通り、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3月までに約43億ドルの純流入(前年同期は▲1億8千万ドルの純流出)、2009年4月～7月までには24億ドルの純流入(前年同期は▲7億ドルの純流出)
- ⇒ルピー安抑制の材料になりえる。

各種NRI用口座の変化(百万ドル)

(資料)インド準備銀

口座種類	2008年4月～2009年3月							2009年4月～2009年7月				
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	2008年4月～ 2009年3月	4月	5月	6月	7月	2009年4月～ 2009年7月
1 非居住者外貨預金口座	▲ 809	39	202	45	133	97	▲ 957	173	633	▲ 3	146	949
1年前	▲ 24	▲ 125	▲ 503	▲ 299	▲ 174	▲ 116	▲ 960	▲ 140	▲ 151	▲ 24	▲ 235	▲ 402
2 非居住者ルピー建て預金口座	645	124	▲ 220	▲ 192	607	710	2508	67	128	187	87	469
1年前	▲ 40	▲ 205	▲ 154	▲ 587	▲ 45	▲ 437	▲ 109	▲ 71	▲ 462	▲ 160	39	▲ 512
3 非居住者普通口座	302	445	314	246	▲ 98	627	2738	229	257	146	302	934
1年前	▲ 19	▲ 49	▲ 82	▲ 237	▲ 216	▲ 177	▲ 1030	▲ 204	▲ 148	▲ 77	▲ 163	▲ 592
合計	138	608	296	99	642	1434	4289	469	1018	330	535	2352
1年前	▲ 3	▲ 281	▲ 575	▲ 525	▲ 87	▲ 498	▲ 179	▲ 7	▲ 459	▲ 361	▲ 111	▲ 702

昨年比で大幅
に資金が流入
している。

通貨危機時との比較①

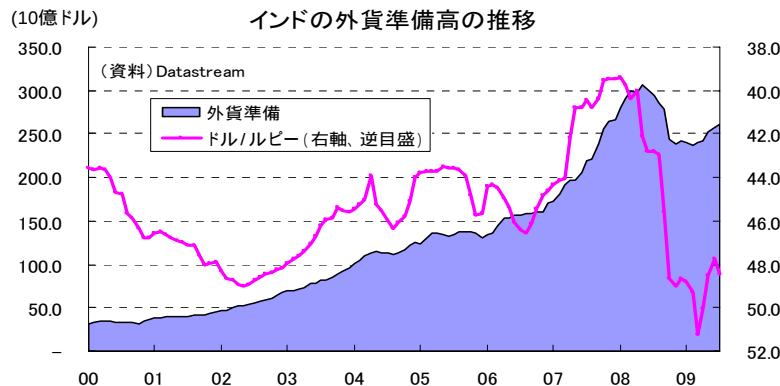
●過去(1991年)には通貨危機を経験したが、現状その懸念は薄い。

【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8月末時点の2,600億ドルは世界第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・ドル買い介入が実施され、外貨準備が蓄積された。
- 対外短期債務や輸入額の対比でも、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、**危機局面におけるデレバレッジの一環**で急速にルピー安が進行。外貨準備は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たが、依然として水準は十分なものがある(具体的な比率については後述)。

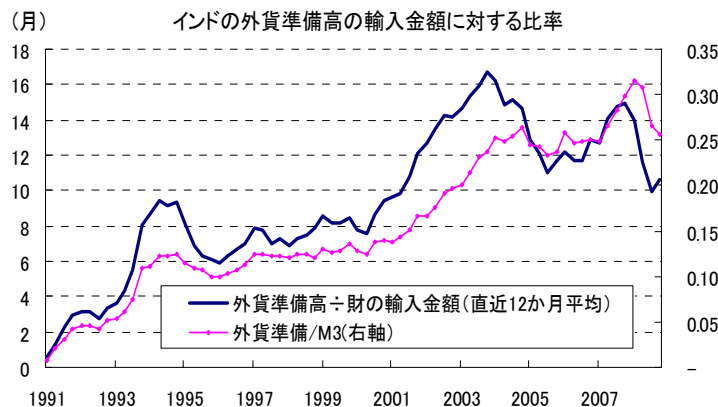


通貨危機時との比較②

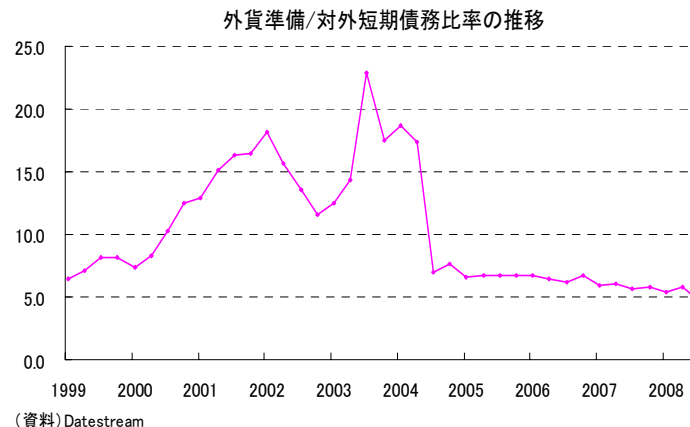
●危機が発生した1991年と比較すると、健全な状態(※計数を揃えて比較するため、外貨準備は2008年12月末時点を使用)

- 外貨準備/輸入額(単月):0.60か月(1991年4~6月時点) ⇒ 10.7か月(輸入額は直近12か月の単月平均)
→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10~12月期)
- 外貨準備/対外短期債務比率:6.4(1999年4~6月時点) ⇒ 4.7(債務は2008年10~12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(1.0)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)

⇒各種比率の劣化は確認されてはいるが、深刻な状況ではない。まして、通貨危機を懸念する必要はない。



(資料) Datastream



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。仮に昨年の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。
- 現段階で対外経済部門に健全性に疑念が持たれるような状況は無く、この点から通貨が投げ売りすすすめられるような展開は考え難いと考えられる。

【現状の数値】単位: 百万ドル(M3は10億ドル)	
直近の単月平均輸入額	22,648
マネーサプライ(M3)	939,000
対外短期債務(08年末Q4時点)	51,627
2009年3月末時点の外貨準備	256,937

単位: 百万ドル(M3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)	11.3	3.00	○	67,943	188,994
外貨準備/マネーサプライ(M3)	0.27	0.05	○	46,950	209,987
外貨準備/対外短期債務	4.98	1.00	○	51,627	205,310

※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～

●2009年7月6日、2009/2010年度予算案が公表され、市場はこれに失望。

- ・ ポイントは以下の2点。
 1. 改革路線の後退:農家への補助金拡大、国営・公営企業の資産売却回避。
 2. 財政赤字の拡大:対名目GDP比で2008年度▲6.0%から2009年度▲6.8%へ拡大。
- ・ 予算案発表後、長期金利は年初来高値圏で高止まり(2009年8月31日時点で7.431%付近)。
- ・ これを受け、株価、通貨共に大幅に売り進められる展開。インドルピーは総選挙直前(5月中旬)以来の49台まで下落。予算案が発表された際、総選挙ユーフォリアとも言えるルピーの急上昇分は一時的ではあるが殆どが剥落した→政治情勢が極めて大きな変動要因となる。

インド中央政府の予算案(2009年度当初予算案)			
	2007/2008実績	2008/2009年度予算(修正)	2009/2010当初予算
1.経常収入	541,864	562,173	614,497
2. 税収	439,547	465,970	474,218
3. 非税収入	102,317	96,203	140,279
4. 資本収入 (5+6+7)	170,807	338,780	406,341
5. 債務返済	5,100	9,698	4,225
6. その他受取	38,795	2,567	1,120
7. 借入れ等	126,912	326,512	400,996
8.歳入 (1+4)	712,671	900,953	1,020,838
9.非計画支出	507,589	617,996	695,689
10. 支出	420,861	561,790	618,834
11. 利払い	171,030	192,694	225,511
12. 資本支出	86,728	56,206	76,855
13. 計画支出	205,082	282,957	325,149
14. 経常支出	173,572	241,656	278,398
15. 資本支出	31,510	41,301	46,751
16.歳出 (9+13)	712,671	900,953	1,020,838
17. 経常支出 (10+14)	594,433	803,446	897,232
18. 資本支出(12+15)	118,238	97,507	123,606
19.歳入欠損 (17-1)	52,589	241,273	282,735
対名目GDP	-1.1	-4.4	-4.8
20.財政赤字{16-(1+5+6)}	126,912	326,515	400,996
対名目GDP	-2.7	-6.0	-6.8
21.基礎的財政収支 (プライマリーバランス) (20-11)	-44,118	133,821	175,485
対名目GDP	-0.9	-2.5	3.0

(資料) インド財務省

* GDP for BE 2009-2010 has been projected at Rs.6021426 crore assuming 10.97% growth over the advance estimate of

2008-2009 (Rs.5426277 crore) released by CSO.

\$ Does not include receipts in respect of Market Stabilization Scheme.

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(クラウディング・アウトの発生のリスク)※長期金利は年初来高値圏で推移(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＞

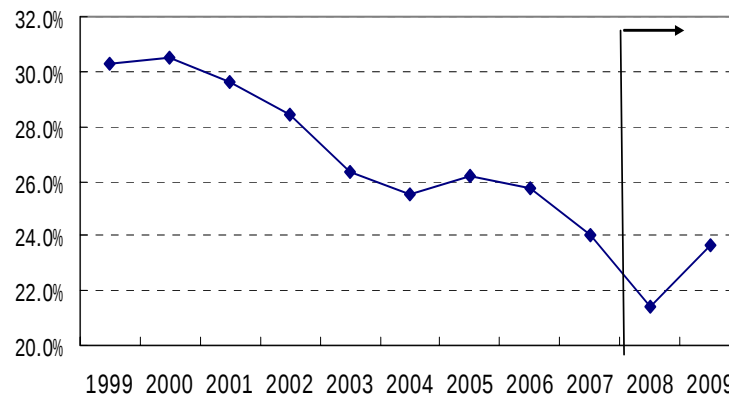
(資料) インド財務省(10億ルピー)

	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2006/07'
総調達額	237,910	282,480	344,120	262,814	328,442	379,190
国内調達	248,129	293,989	326,931	226,550	318,229	368,046
市場借入	116,483	105,721	68,192	120,535	124,536	143,958
少額貯蓄	6,731	-5,633	44,851	-11,235	746	29,664
州・公的年金	19,432	16,593	18,974	28,248	40,741	18,221
その他	105,483	177,308	194,914	89,002	152,206	176,203
海外調達	-10,219	-11,509	17,189	36,264	10,213	11,144
借入	-11,934	-13,488	14,752	33,365	7,892	9,111
贈与	1,715	1,979	2,436	2,881	2,321	2,033
財政赤字(※)	-240,953	453,046	-267,545	-290,550	-317,860	-374,266

(資料) インド財務省

※ここでの財政赤字は中央政府・州政府・連邦直轄地域の合計

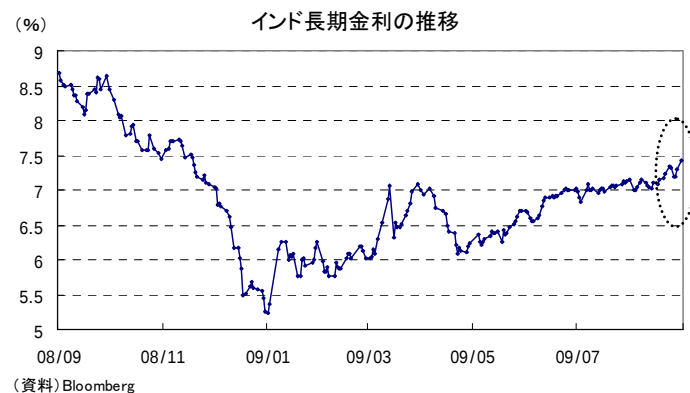
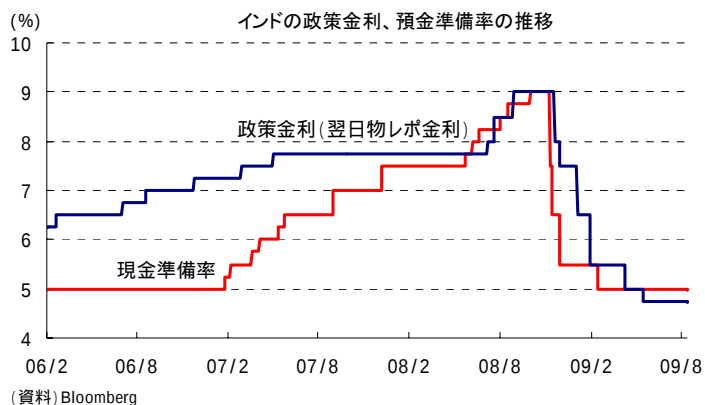
利払い対歳入比率



(資料) インド財務省

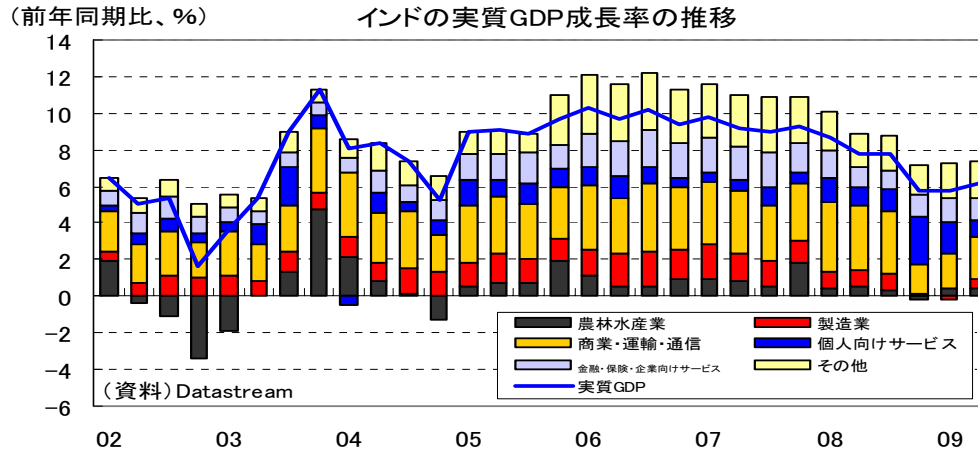
国内経済部門からみるインド ～金融政策や各種規制について～

- **景気底打ち観測が強まるなか、金融緩和局面は終了の見通し。**
 - － 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・政策金利が急速に引下げられる。10月以来、政策金利(レポレート)は4.25%、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8月現在、政策金利4.75%、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9月現在では、インドの市中銀行は預金総額の29.0%(5.0%+24%)が自由に使えないことになる。
 - － 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強含んでいる。**金融緩和のための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。
⇒**年央にかけて進んできた緩和路線は打ち止め観測が強まっている。**
この点はルピーが増価する材料になる。また、利下げをしたといっても、世界的にみれば依然高い政策金利を維持。



国内経済部門からみるインド ～マクロ経済動向①～

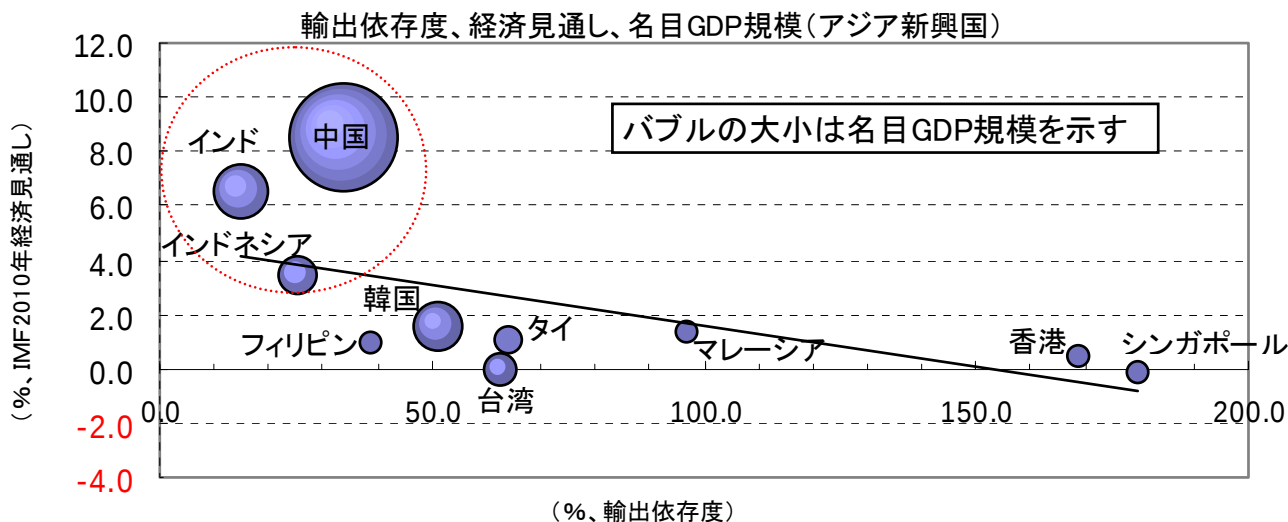
- **【現状】2009年4～6月期実質GDP成長率は前年同期比6.1%と新興国のなかでも高水準。**
 - － 前期は一部作物の不調が影響し、4年ぶりに農林水産業がマイナス寄与。国内就業者の約60%が農林水産業に従事する同国としては内需への大きな打撃が懸念された。
 - － 今夏は少雨懸念が経済のマイナス要因となる可能性。これを嫌気して株価が下落する局面も。これに対し、「深刻な干ばつでも、前年並みのGDP伸び率を維持できる見通し(シャルマ商工相、8月9日、ロイター)」との高官発言も見られ始めており、この影響は夏の収穫が始まる7～9月期GDPに出ると警戒される。
- **【見通し】2009年の成長率は鈍化も、2010年以降は上昇に転じる見通し。**
 - － 現状及び展望の力強さではインドと中国がアジアでは1つ抜け出している(前掲P.4をご参照)。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が共通点。
 - － IMF見通し(09年7月改訂)では2009年5.4%→2010年6.5%と加速する見通し。
 - － 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。今夏は平年以下の降雨量。「農民所得の減少→個人消費の減少」が成長の下方リスクとして警戒。



国内経済部門からみるインド ～マクロ経済動向②～

●欧米需要依存型からアジア域内需要依存型を期待

- 欧米への外需が縮小するなか、輸出依存度の高い国の出遅れ感が目立つ。但し、2009年のマイナス成長からは大半の国が脱する見通し。“*Emerging East Asia could see a V-shaped recovery (Asia Economic Monitor 2009, ADB)* (東アジア新興国はV字回復を展望できる)”との分析も見られる。
- 一方、赤丸で囲われた3か国は比較的高めの成長見通しとなる。この3か国はアジアの中で相対的に輸出依存度が低めの国々であると同時に、アジアで最も人口の多い3か国でもある。
- 次のステージは「欧米需要型」から大きな人口と潜在成長率を持つ「アジア域内需要依存型」への移行か。
- インドはアジアで輸出依存度が最も低い国で、人口は世界第2位。



(資料) IMF、Datastream

国内部門にみるリスク

～その他：政治、外交、文化等～

- 5月の下院総選挙結果を市場は歓迎。安定した政権基盤の確立を市場は歓迎。
 - インドの議会システムでは国民に直接選出される下院が力を持つ。2009年は5年に1度の選挙の年であった。
 - 国民会議派を筆頭とするUPA(統一進歩同盟)が過半数を大きく上回る議席(322議席/545議席)を獲得。
 - 国民会議派は資源高に起因するインフレ、テロ、経済不安が重なり支持を失いつつあるとみられていたが、シン首相は5年間の実績をアピールし、続投を主張。それが受け入れられたかっこう。
 - 最大野党のインド人民党(BJP)の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た。これを国民が嫌気した面もある。
 - 約7億人の有権者を抱える総選挙を問題なく実施できたことは、同国の民主制が安定している証左と考えられる。
 - 総選挙結果を受け、5月18日のインドルピーは急騰、SENSEX指数も過熱感からサーキットブレーカーが発動、取引停止に。選挙を境に、通貨も株も、一段高いレベルにシフトしている。
- 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:44.00～49.00**

- 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、下値余地は限定的のように思える。
- 一方で、累増する財政赤字が大きな減価リスクとなり得る。
- 例年比少ない雨量が農民所得の抑圧を通して経済に与える影響が懸念される。

- **通貨高の材料**

- 相対的に低い輸出依存度、巨大な人口を背景とした内需主導の経済構造などを背景に、GDP成長率は現状・見通し共にアジアでは中国に次ぐ2番手(ADB2009年見通し)。
- ルピーが歴史的な安値圏にあることを背景に、将来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」が増加傾向にある。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、政策金利4.75%(2009年9月4日現在)はアジアでも高い部類。

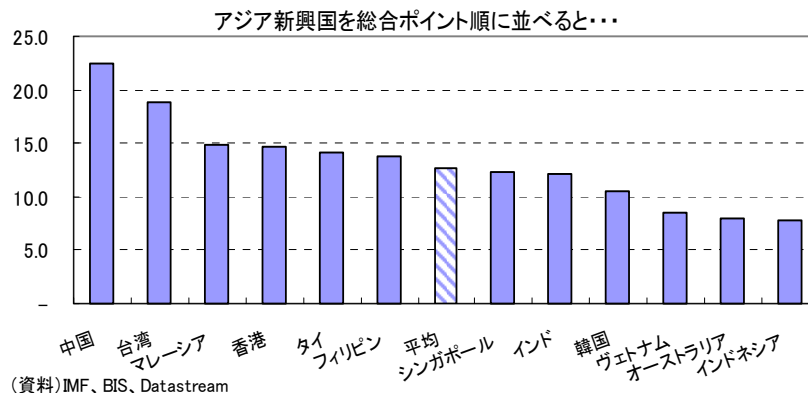
- **通貨安の材料**

- 拡大する財政赤字を背景として足もとで長期金利が年初来高値圏まで上昇。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)。
- 少ない今夏の降雨量。「農家所得の低迷→個人所得の低迷」で景気の下押しが警戒される。
- 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。

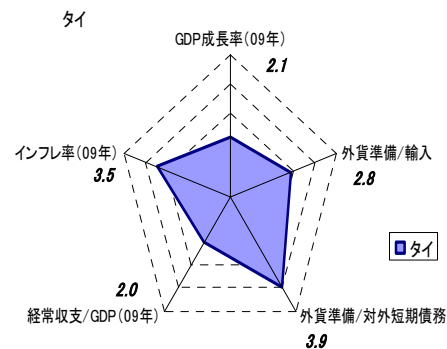
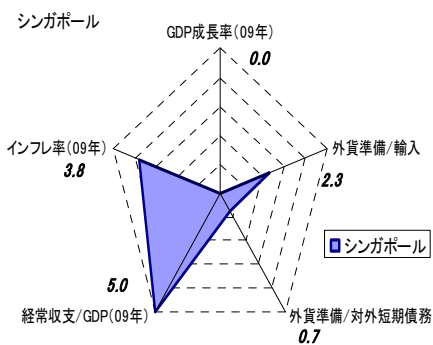
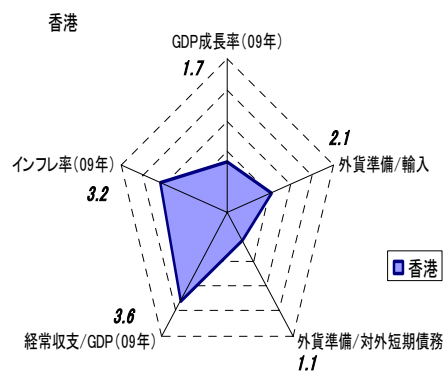
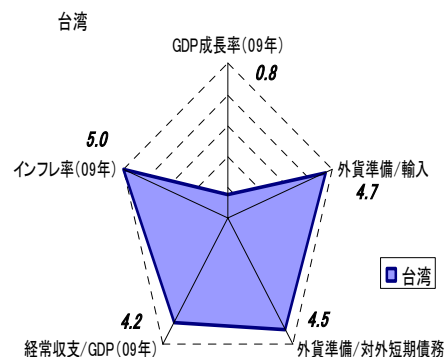
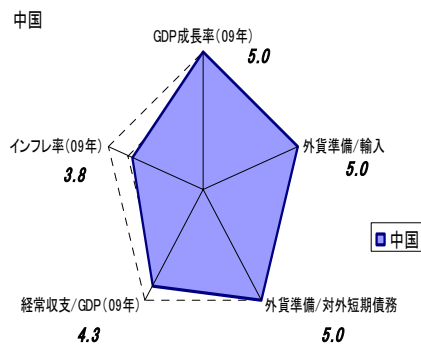
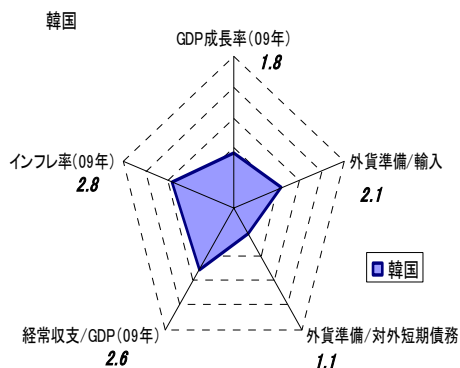
ご参考：マクロ経済指標でみるアジア経済①

レーダーチャート分析について

- ①GDP成長率(2009年見通し)、②外貨準備/輸入、③外貨準備/対外短期債務、④経常収支/GDP(2009年見通し)、⑤インフレ率(2009年見通し)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。下表は5項目を等ウェイトでみた場合の総合ポイント上位10か国。
 - 巨額の外貨準備を持つインドが下位に位置するのは、アジアの中では対外短期債務が相対的に高めになること、経常収支が低いこと、そしてインフレ率が最も高いことが背景にある。
 - 必ずしも総合ポイントの高低が経済の強弱を意味するわけではないが、新興国の対外経済部門を考える際、「通貨危機への耐性」としての目安になる。
 - インドネシアが低評価なのはアジアのなかでは相対的に外貨準備が薄く、インフレ率が高めであることが影響。あくまで資本流出が加速した際の耐性度合いを示し、一概にファンダメンタルズの弱さを示すものではない。
- ◆ 今後の注目としては今次局面で米国依存のリスクが顕在化した「輸出依存・外貨準備蓄積型」の成長モデルに変化が生じるか否か。中長期的には「内需依存型」の成長モデルが志向されるだろうが、それには家計の消費行動や産業政策の変更等も想定され、一朝一夕には期待できない。当面はアジア域内需要を活かす輸出依存型の経済が志向されるのではないかと。

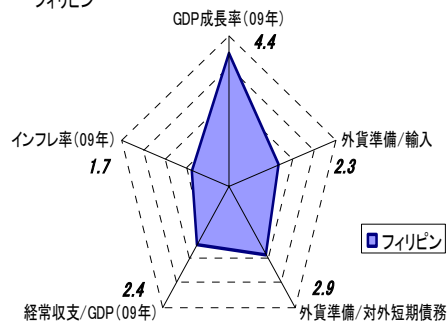


ご参考：マクロ経済指標でみるアジア経済②

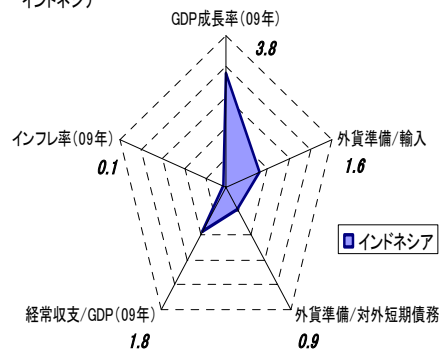


ご参考: マクロ経済指標でみるアジア経済③

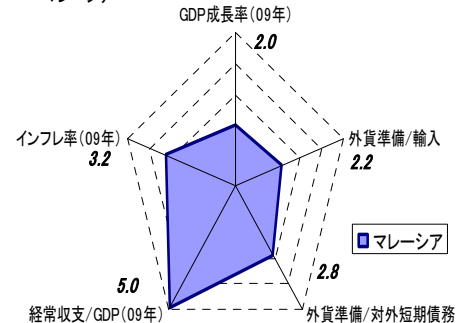
フィリピン



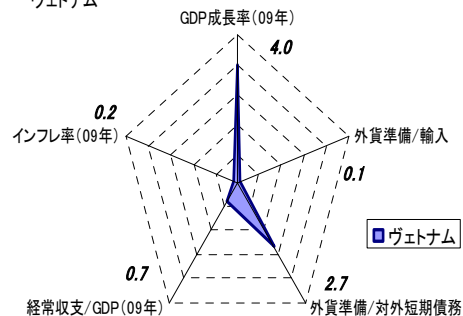
インドネシア



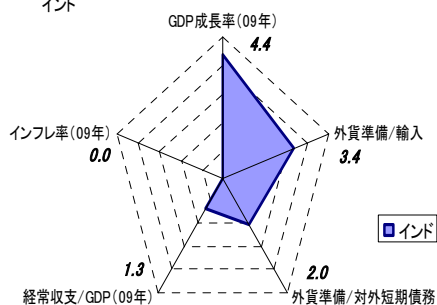
マレーシア



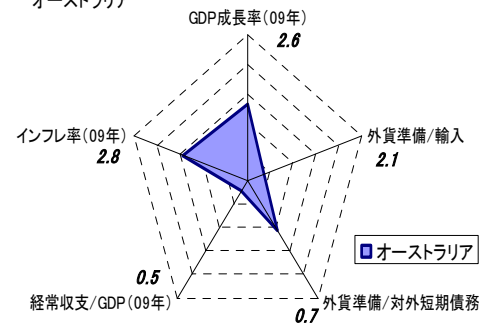
ベトナム



インド



オーストラリア



ご参考：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。
- 成長率、外貨準備の厚さ、経常収支で中国が頭一つ抜け出ている。

アジア総合ポイント上位10か国

	GDP成長率 (%、09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 (%、09年見通し)	インフレ率(%、 09年見通し)
中国	6.5	19.7	18.8	10.3	0.1
台湾	-7.5	17.2	13.8	9.7	-2.0
マレーシア	-3.5	5.7	5.3	12.9	0.9
タイ	-3.0	7.6	10.2	0.6	0.5
フィリピン	4.6	6.1	5.5	2.3	3.4
シンガポール	-10.0	6.0	1.6	13.1	0.0
香港	-4.5	5.5	2.0	7.2	1.0
インド	4.5	9.6	3.3	-2.5	6.3
韓国	-4.0	5.7	2.0	2.9	1.7
オーストラリア	-1.4	3.1	3.5	-5.8	1.6

(資料)IMF、BIS、Datastream

ご参考：マクロ経済指標でみるアジア経済⑤

※補足：レーダーチャートの作成方法

＜データの出处＞

- 外貨準備／輸入：外貨準備はDatastreamより各国最新時点。輸入額もDatastream(出处：IMFデータ)を使用し、直近12か月の単月平均額を使用。
- 対外短期債務：対BIS報告銀行ベースの1年未満債務。2008年12月時点※(資料)BIS「国際与信統計」
- GDP成長率、経常収支、インフレ率：全てIMFによる2009年春季の予測値※(資料) IMF World Economic Outlook,2009 Spring

＜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している。

国際為替部

マーケット・エコノミスト

唐鎌大輔

30

- 
- ◆ 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。