

【インド】出張報告：年初来のルピー相場の堅調さは今後も持続するのか…………… 1ページ

【エマージング・マーケット・ウォッチ】…………… 10ページ

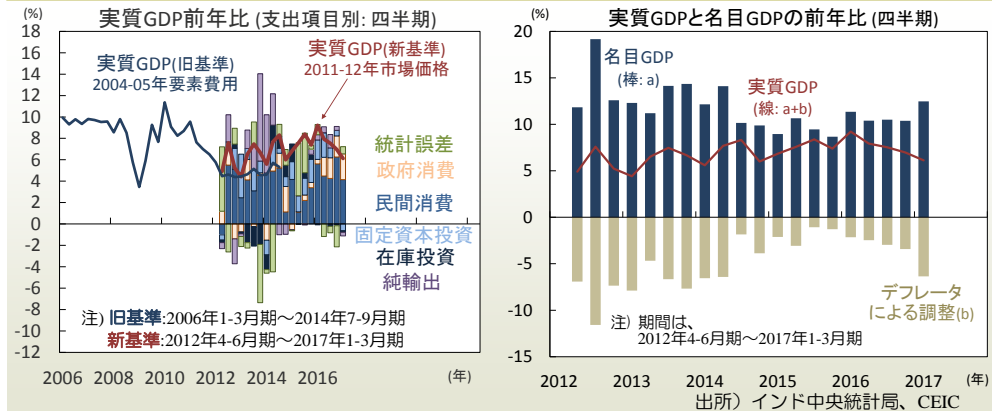
【インド】出張報告：年初来のルピー相場の堅調さは今後も持続するのか*

● 1-3月期の景気の急減速は統計の歪みによる誇張も

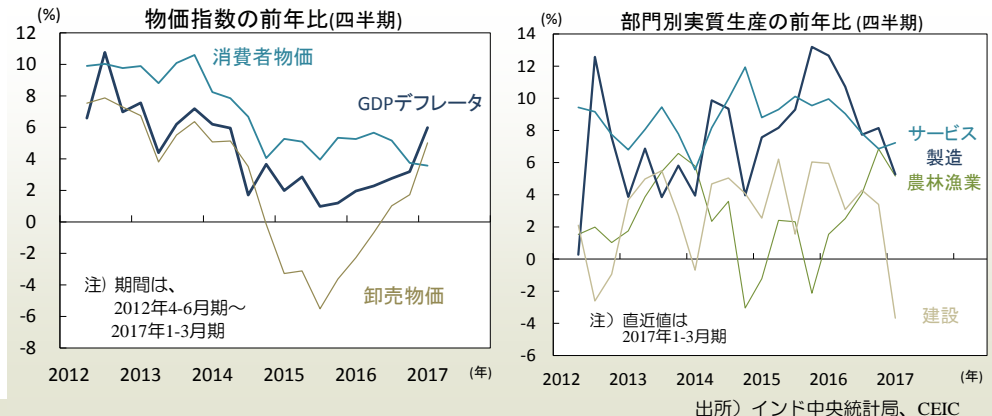
ルピー相場が堅調です。年初から8月9日までの同通貨の対米ドル相場上昇率は+6.4%に上りました。今年2-3月の主要州議会選挙での与党の圧勝後に上昇した同通貨は、今年8月初にかけて再び上昇。追加利下げに伴う景気支援の期待などが背景とみられます。ルピー相場の堅調さは今後も持続するのか。本稿では、7月上旬にインド(ムンバイ)とシンガポールで行った聞き取り調査に基づき現地と海外の市場参加者の見方を紹介するとともに、今後の為替相場の動向について考察します。まず、足元の景気動向(1-4頁)を概観した上で、州議会選挙後の政治動向(4-5頁)と今後の経済改革の見通し(6頁)について記述。次に、足元の物価動向(7頁)と金融政策の動向(7-8頁)について分析した上で、今後の為替相場動向について考察します(8-9頁)。

今年1-3月の経済成長率は、昨年11月の高額紙幣の廃貨措置などによって大きく押下げられたものの、落込み幅は統計の歪みによって誇張されている模様です。5月31日に公表された同期のGDPは前年比+6.1%と前期の+7.0%から減速し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.1%を大きく下回りました。昨年11月の高額紙幣廃貨に伴って10-12月期に鈍化した景気は、1-3月期に緩やかに回復すると市場は予想。購買担当者指数(PMI)や二輪車の販売台数の伸び(農村部の耐久財需要の指標)は11-12月にかけて悪化した後に1月より緩やかに回復、1-3月期の景気回復の期待を高めていました。前記のとおりこの鈍化は統計の歪みにもよるとみられます。同期の名目GDPの前年比は+12.5%と前期の+10.4%より加速。実質GDPが押下げられたのはデフレータが同+6.0%と前期の+3.2%より急伸したためです。デフレータは消費者物価(CPI)と卸売物価(WPI)を加重平均して計算されており、その動きを見る限り後者の比重が高い模様です(図2右)。しかし、WPIはサービス物価を含んでおらず、サービス部門が49%を占めるGDPを実質化する指数として適切かについては疑問が残ります。

【図1】1-3月期のGDP成長率は+6.1%と前期の+7.0%から急減速(左)



【図2】1-3月期に上昇したデフレータ(左)、急減速する建設業生産(右)



● 生産・物価統計の改定も1-3月期のGDPを押下げ

1-3月期の成長率は、GDP統計の遡及改定によっても押下げられているとみられます。政府は、WPIと鉱工業生産(IP)統計の基準年を2004-05年から現在のGDP統計と同様の2011-12年に変更し、新しい両統計を用いてGDP統計の遡及改定を行いました。新系列と旧系列の統計の伸び率の差は2016年1-9月期にかけて拡大しており、IP統計(生産)の伸びは旧系列より高く、WPI統計(デフレーター)の伸びは旧系列より低くなりました(図3)。この結果、昨年1-3月期の実質GDPは上方修正され、その前年比は遡及改定前の+7.9%から+9.2%に上昇。前年同期の実質GDPの水準が上方修正された反動(前年高ベース効果)によって、今年1-3月期のGDPの前年比が押下げられました。

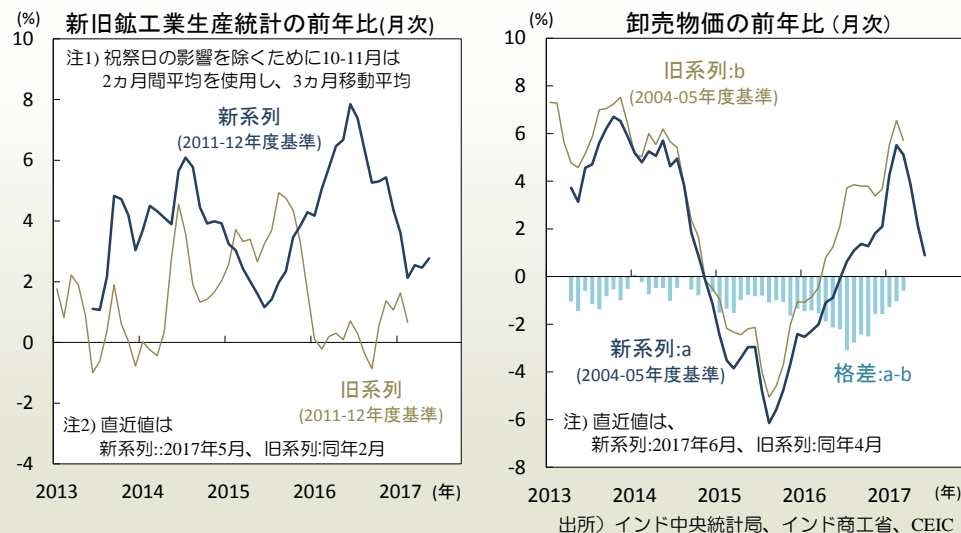
今年1-3月期のGDPの需要側を見ると、輸出入と政府消費の伸びが加速した一方で固定資本投資が反落し、民間消費が鈍化しました(図1左)。民間消費は同+7.3%と前期の+11.1%より鈍化し、高額紙幣の廃貨前の7-9月期の+7.9%を下回りました。二輪・四輪者など耐久財消費の販売の伸びを見る限り、前期の実質民間消費は過大評価されていると思われます。政府消費は同+31.9%と前期の+21.0%より加速。第7次給与委員会の勧告に基づいて連邦政府の公務員給与が大幅に引上げられたことによるとみられます。

● 加速する農林漁業と落ち込む建設業の生産

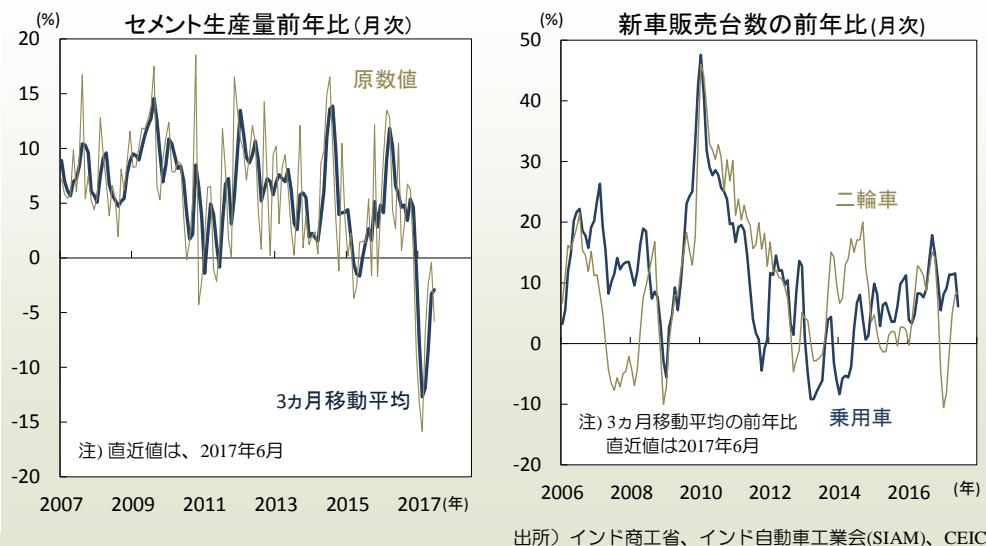
1-3月期の実質固定資本投資は前年比▲2.1%と前期の+1.7%より反落。遡及改定後の統計では約3年ぶりにマイナスの伸びとなりました。高水準の不良債権と過剰設備や低い貸付の伸びが、引き続き民間設備投資の回復を妨げているとみられます。外需では、世界景気の回復を受けて総輸出が同+10.3%と前期の+4.0%より加速した一方で、総輸入も同+11.9%と前期の+2.1%より伸び率が上昇。この結果、純輸出の寄与度は▲0.3%ポイントと前期の+0.4%ポイントより反落しました(図1左)。

生産側の実質総付加価値(GVA)では、鉱業とサービス部門以外の全てが鈍化しました。農林漁業は同+5.2%と前期の+6.9%より鈍化しつつ、底堅い伸び(図2右)。昨年の雨季以降の降雨量の回復による収穫量の増加が背景とみられます。鉱業は同+6.4%と軟調だった前期の+1.9%より加速しました。製造業は同+5.3%と前期の+8.2%より鈍化。前期の統計が、現金不足による中小企業の生産の落ち込みを十分に反映できていなかった影響もあるとみられます。建設業は同▲3.7%と前期の+3.4%より反落。建設部門の動向を反映するセメント生産量の伸びは同▲11.9%と前期の▲0.8%より下げ幅が拡大しており(図4左)、現金依存度の高い同部門の活動は大きく下押しされた模様です。

【図3】基準年の変更と改定等によって、生産・物価統計が大きく変化



【図4】建設業の不振で落ち込むセメント生産(左)、急落した二輪車販売(右)



● 7月の新税 (GST) 導入は一時的に景気を下押ししか

サービス部門は同+7.2%と前期の+6.9%より加速。現金依存度の高い運輸や不動産の落ち目の影響を政府支出の加速がカバーしました。流通・宿泊・運輸・通信が同+6.5%(前期:+8.3%)で、金融・不動産等も同+2.2%(同:+3.3%)と鈍化。一方、政府の経常歳出の伸びを受けて公共サービス等が同+17.0%と前期の+10.3%より急伸びしました。昨年度(～2017年3月)の下期の実質GDPは前年比+6.5%と上期の+7.7%より大きく鈍化。10-12月期のGDPが押し上げられ1-3月期が下げられるという統計上の歪みはあったものの、高額紙幣の廃貨に伴って昨年度下期の景気が大きく下押しされたことに疑いはありません。

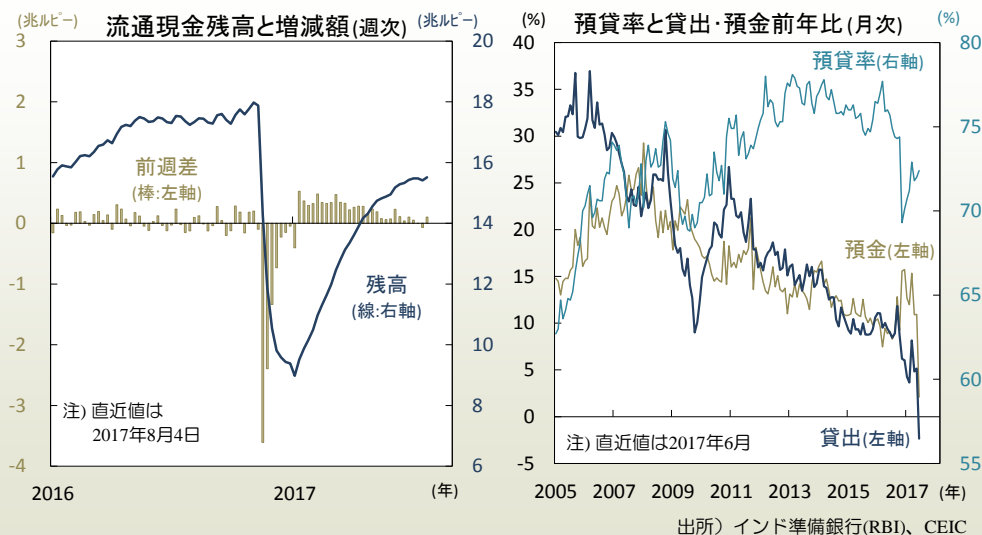
4月以降は新紙幣の流通に伴って現金不足が解消し(図5)、経済活動は正常化しつつあります。しかし、7月初の物品サービス税(GST、全国统一の一般消費税)の導入に伴う混乱等もあり、景気回復の足取りには不安も残ります。5月の鉱工業生産は前年比+1.7%と前月の+2.8%より鈍化(図6左)。部門別では製造業が同+1.2%と前月の+2.3%より鈍化し(図6右)、財別では資本財が同▲3.9%、耐久消費財が▲4.5%となり総生産を押し下げました。前年同月の伸びからの反動(ベース効果)に加え、GST導入に伴う不透明感を嫌気して企業が在庫圧縮のための生産抑制を行った影響もあるとみられます。

● 7月の製造業購買担当者指数 (PMI) は50台割れ

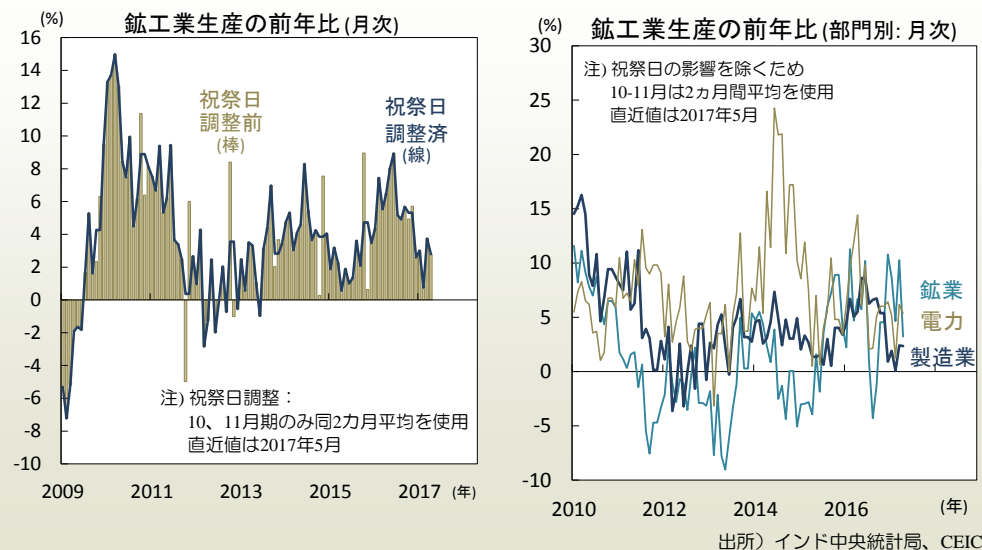
7月の製造業購買担当者指数(PMI)は、47.9と前月の50.9より低下(図7左)。企業活動の縮小を示す50台割れは高額紙幣の廃貨直後の2016年12月以来です。生産(6月:51.7→7月:46.3)や新規受注(51.3→46.2)が大きく低下し、総合指数を押し下げました。

製造業部門の活動は、GST導入に伴う混乱などから下押しされました。新規受注が低下する一方で新規輸出受注は鈍化しつつ50を上回っており(図7右、52.8→51.0)、国内受注が大きく悪化した模様です。複数税率の新税の導入に伴って最終財の価格がいくらかになるのか部品供給者と最終財生産者で解釈が異なるといった問題が生じ、発注や生産が低迷した模様です。売上の低迷に伴って完成品在庫は増加(47.0→50.2)し、新受注/在庫比率は約4年ぶりに1倍を下回りました(図8左)。購買数量(50.8→47.7)や雇用(50.2→49.5)も悪化。需要低迷に直面した企業の一部は雇用の調整も行った模様です。投入価格が上昇する一方で(52.6→52.7)、産出価格は低下(51.3→49.7)。新税導入に伴う投入価格の上昇の影響を転嫁できず、企業の収益率は下押しされたとみられます。一方、足元の生産の急落にもかかわらず、将来の生産見通しは改善(図8右、59.0→62.1)。企業は、GSTの導入による混乱は一時的なものであると考えている模様です。

【図5】流通現金残高は高額紙幣廃貨で急減した後、新紙幣流通で回復(左)



【図6】製造業の生産が減速し、鉱工業生産の伸びを下押し



● 年末にかけて景気は加速し通年で+7%台前半の成長率か

GSTの導入は、非効率で歪みの大きい従来の税制を正すためのものです。従来は、財とサービスの生産や消費に対して中央政府と州政府が複数の間接税を適用。複数の税と数多くの税率の存在や不十分な仕入税控除(州をまたぐ取引にかかるもの)などから、間接税の累積課税によって価格が歪み、州をまたぐ取引が阻害されてきました。GSTの税率に関しては、歳入の減少などを懸念する州政府と政治的な妥協を重ねた結果、全国統一の税率ではなく複数の基本税率と追加税率が適用されるなど制度が複雑化。単一税率による制度に比べて経済活動の効率化の度合いは低下するものの、従来の税制による歪みを除くことによる中期的な成長率の押し上げが見込まれます。

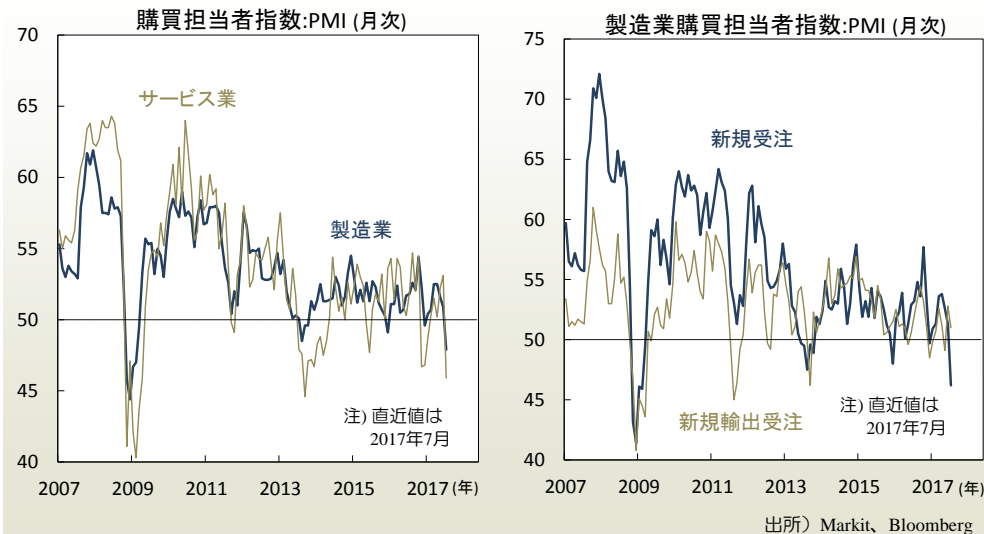
高額紙幣の廃貨に伴う混乱によって1-3月期にかけて減速した景気は、現金流通量の回復とともに4-6月期から加速するものの、景気回復の速度は7月初のGST導入を巡る混乱から一時的に抑制されるでしょう。今年10-12月期以降は、上記の混乱の影響も一巡し、天候条件の改善に伴う農業生産の伸びと農業所得の改善、公務員給与引上げに伴う民間消費の押し上げなどが、景気拡大の速度を加速させるとみられます。今年度通年のGDP成長率は+7%台前半と前年度の+7.1%より緩やかに加速すると予想されます。

● UP州議会選挙圧勝で2019年のBJP政権再選確度が上昇

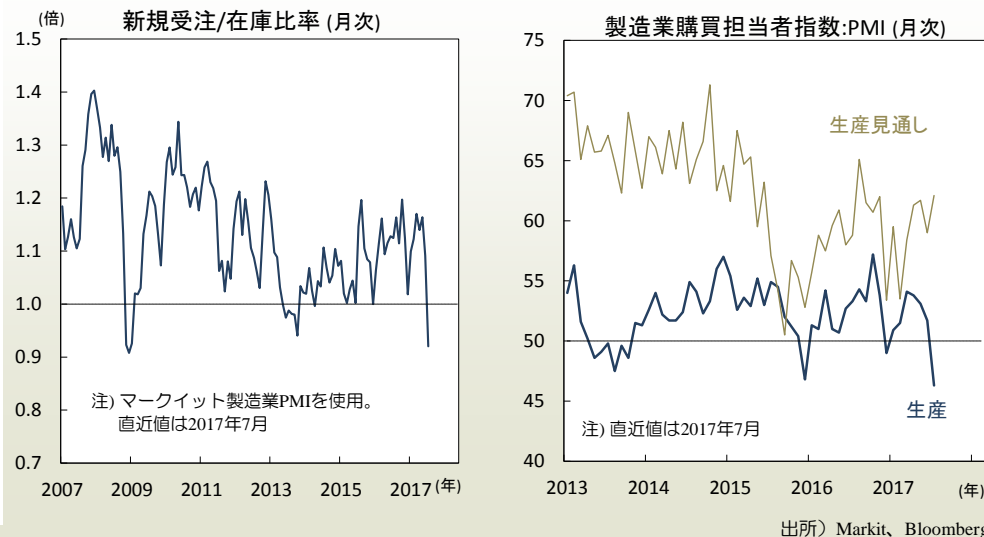
足元の政治状況は改善しており、経済構造の改善に向けた取組みが進みやすい環境とみられます。ムンバイで面談した複数の市場参加者からは、今年2-3月のウッタル・プラデシュ(UP)州議会選挙における与党インド人民党(BJP)の圧勝に伴って、2019年の下院総選挙におけるBJP政権の再選の可能性が高まったとの指摘が聞かれました。

UP州議会選挙はモディ首相が前面に出て戦っており、同州でのBJPの圧勝は首相の求心力を高めました。前州政権党(社会主義党:SP)の内紛という敵失と、BJPの支持母体であるヒンドゥー・ナショナリストの民族奉仕団(RSS)による草の根レベルの選挙運動もBJPの勝利に貢献した模様です。UP州の首相にはヒンドゥー・ナショナリスト強硬派のヨギ・アディティアナート下院議員が就任。RSSが選挙協力の対価として同氏の就任を求めたとの指摘も聞かれました。仮に首相候補名が事前に公表されていれば、強硬な同氏への警戒感からBJPの得票率も下押しされたとみられ、首相候補を公表せずにもディ首相が前面に出る戦略が奏功した模様です。強力な集票力を持つRSSはBJPにとって欠かせない存在。しかし経済政策に関するBJPとRSSの考えが常に一致するわけではなく、RSSとの関係は歴代のBJP指導部にとって悩みの種でもありました。

【図7】PMIは、高額紙幣廃貨と新税導入の直後に50台割れ(左)



【図8】低下する新規受注/在庫比率(左)、製造業の生産見通しは堅調(右)



● RSSとの距離を適度に保ち経済運営に専念するモディ首相

自らもRSS出身であるモディ首相は、こうした問題にも比較的うまく対処している模様です。政府は、RSSが反対してきたGSTの導入に成功。宗教・社会問題はRSS、経済運営はBJPが担当するという住み分けが成立しているとの声も聞かれました。

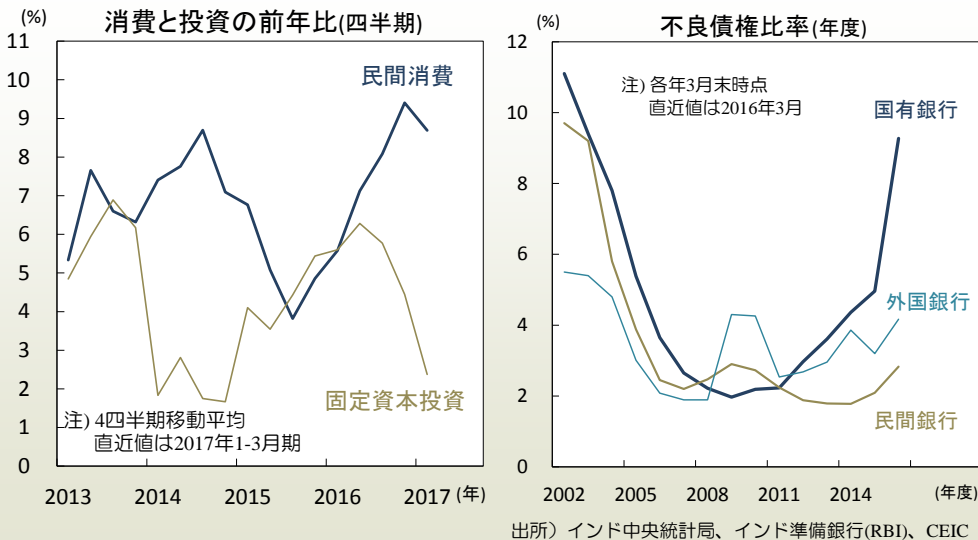
BJPが政権を担う州ではヒンドゥー教を重視したかのような教科書の改訂が行われ、多元主義を重視する知識人等はこれを批判。一連の改訂はRSSの主導によるものとみられます。こうした住み分けが成立する限り、RSSが反対する民営化や直接投資自由化も今後ある程度進むであろうとの意見も聞かれました。一方、BJPによる州議会選挙での勝利に伴ってRSSと関係の深い過激派組織が勢いづいているのも事実です。ヒンドゥー教で神聖視される牛の権利を守る自警団の活動は活発化しており、牧畜業者への脅迫、暴行、殺害などが増加しています。彼らの攻撃の対象は、牛の死体の解体を行うヒンドゥー教徒の最下層カーストにまで及んでおり、事態の進展次第では政治問題化するリスクも無視できない模様です。なお、RSSが最下層カーストを嫌う一方、BJPは同階層出身の大統領候補を擁立し選挙に勝利。人口の多い同階層の支持獲得を狙った動きとの見方が強く、ここでもBJPの独自色が発揮された模様です。

● 地方政党との連立でビハール州政権に復帰したBJP

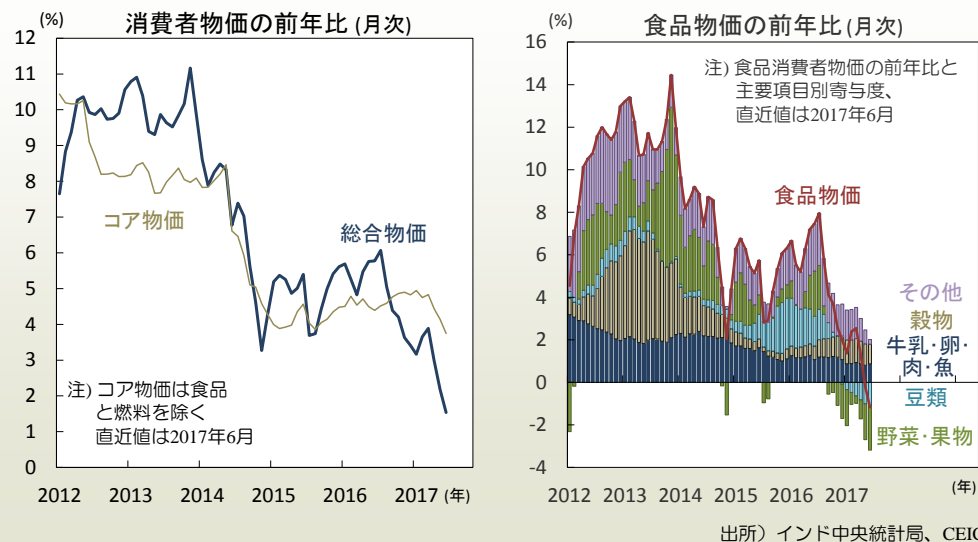
モディ首相も下位カースト出身であり、BJPはヒンドゥー教上位カーストの政党であるという従来の印象は薄れつつあります。同首相は演説で経済発展の重要性を訴え、都市部の有権者の支持を拡大。民族主義的なBJPを支持しないがモディ首相は支持する有権者も少なくない模様であり、UP州議会選挙での圧勝につながったとみられます。

7月27日には、ビハール州の有力地方政党であるジャナタ・ダル統一派(JDU)がBJPとの連立を公表。BJPの求心力の向上が期待されます。JDUはかつてBJPと連立し2期連続でビハール州の政権を担ったものの、2014年の下院総選挙を控えたBJPがイスラム教徒に不人気なモディ氏を事実上の首相候補としたことに反発し、連立を解消。2014年の下院総選挙ではモディ旋風に乗るBJPに惨敗を喫したものの、2015年の州議会選挙ではBJP以外の政党と「大連立」を組んだ上でBJPを破り圧勝しました。しかし、州政権は連立相手である民族ジャナタ・ダル(RJD)の幹部の汚職疑惑などから内紛が絶えませんでした。JDUのニティシュ・クマール氏は7月26日に州首相を辞任すると翌27日にBJPの率いる国民民主同盟(NDA)への参加を公表し、州首相に復帰。2015年の州議会選挙で惨敗したBJPは、再び同州の政権に参加することとなりました。

【図9】 堅調な消費と低迷する投資(左)、国有銀行で不良債権が増加(右)



【図10】 食品物価の伸びがマイナスに転じ、総合物価の伸びを押下げ



● 土地収用・労働法改正は2019年の総選挙後に本格化か

UP州議会でのBJP圧勝を受けて、海外投資家は経済改革の加速を期待。しかし、投資環境の改善に不可欠な土地収用法や労働法の改正は政治的なリスクが大き過ぎるため、2019年の下院総選挙前に大きな進展があることは期待しがたいとの見方が広く聞かれました。政府は44の労働法を4本に集約し(社会保障、賃金、労使関係、労働環境)、雇用者に厳しい現行制度を改革することを検討。JDUとの連立に前後して賃金に関わる法案を閣議承認するなど労働法改正に着手しました。しかし、政治的議論の多い労使関係法案への取組には時間がかかるとみられ、総選挙前に進展するかは不透明です。

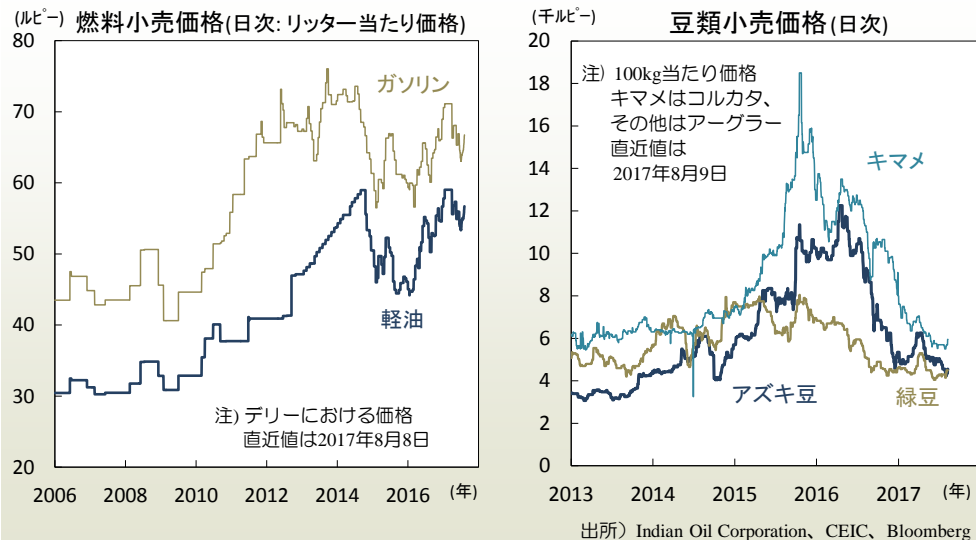
2019年の総選挙までの期間には、銀行の不良債権処理の促進や闇資金の追放への取組が進むとの見方が現地で広く共有されていました。同国では、民間消費が堅調な一方で、固定資本投資が低迷(図9左)。企業部門の過剰債務と銀行部門の不良債権が主因です。債務者側では電力や鉄鋼や通信などインフラ関連部門、債権者側では国有銀行がこうした問題に直面(図9右)。国有銀行に関しては、(a)与信基準の甘さ、(b)3年毎に政府機関等から天下りで行ってくる経営者による不適切な経営、(c)起業家と癒着した政治家の圧力を同銀行部門が受けやすいことなどが背景との指摘が聞かれました。

● 不良債権処理の加速を促す準備銀行

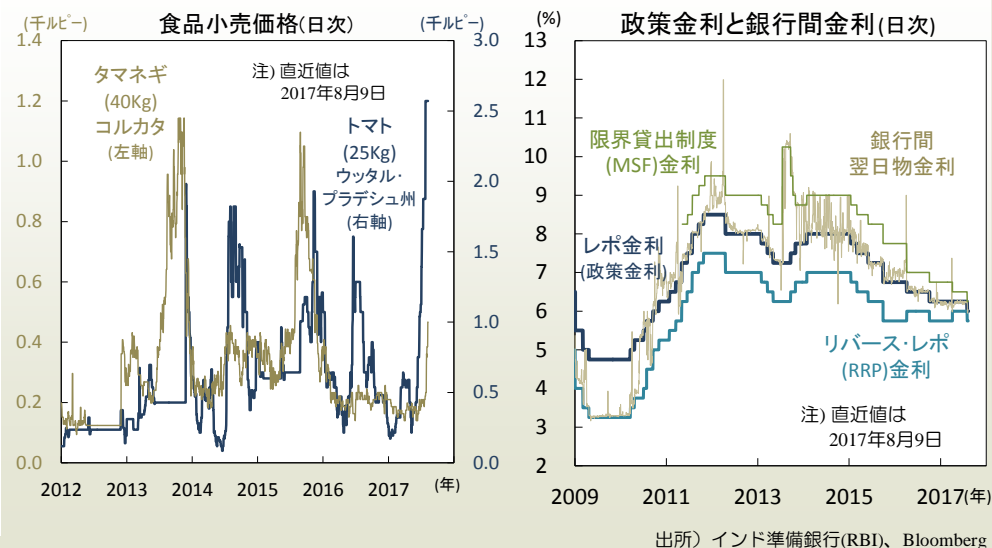
今年6月にはインド準備銀行(RBI)が12件の大口不良資産(負債額600億ルピー以上で債務の6割以上が不良資産である企業)について、改正破産法による処理を行うよう銀行に命令。債務の一部免除など再編交渉が行われ、180日(+猶予措置90日)を経ても合意が成立しなければ企業清算手続きが始まります。清算は貸手と借手双方にとって経済的な負担が大きく、合意に向けた努力が促される見込みです。BJP政権が2016年5月に導入した改正破産法を活用するための試みであり、ここで成立した債務免除比率などが今後のその他不良資産を処理するためのモデル・ケースとなると期待されます。

従来、国有銀行が債務免除を行うと、しばしば中央捜査局(CBI)が削減率が寛大過ぎないか、債務者から贈賄があったのではないかなどを調査。銀行は債務免除をためらったとされます。しかし、合同債権者委員会(JLF)における6割以上による決定が拘束力を持つようになったこと(従来は75%以上)、RBIも加わる委員会が債務削減案を(内容を精査することなく)承認することによってこうしたリスクは排除される模様です。改正破産法による不良債権処理が円滑に進むのか、債務者企業が司法制度を用いた債権回収の妨害や遅延工作を行う余地はなくなったのか、今後の進展に注目が集まります。

【図11】 昨年初まで高騰した豆類の小売価格は供給増加によって低下(右)



【図12】 上昇するトマト価格(左)、昨年10月以来の追加利下げを実施(右)



● 足元で予想以上に鈍化する消費者物価の伸び

物価は足元で大きく鈍化しています。6月の総合消費者物価は前年比+1.5%と前月の+2.2%より低下し、現統計の公表開始以来の最低値を更新(図10左)。食品が同▲1.2%と前月の▲0.2%より落込み(図10右)、総合物価を押下げました。豆類が同▲21.9%と前月の▲19.5%より下げ幅が拡大し、野菜が▲16.5%と前月の▲13.4%より落込んだ影響です。燃料も同+4.5%と前月の+5.5%より鈍化。国際燃料価格の低下とルピー高の影響によるとみられます。なお、食品物価の前年比は前年の価格上昇からの反動(ベース効果)で押下げられているものの、同効果は今年8月よりはく落する見込みです。野菜の前月比(季節調整前)は+6.1%と前月の+1.8%より上昇。足元のトマト価格の高騰などが背景です(図12左)。ベース効果のはく落や公務員住宅手当の引上げに伴って、総合物価の前年比は来年3月にかけて+4%台半ば近くまで上昇すると予想されます。

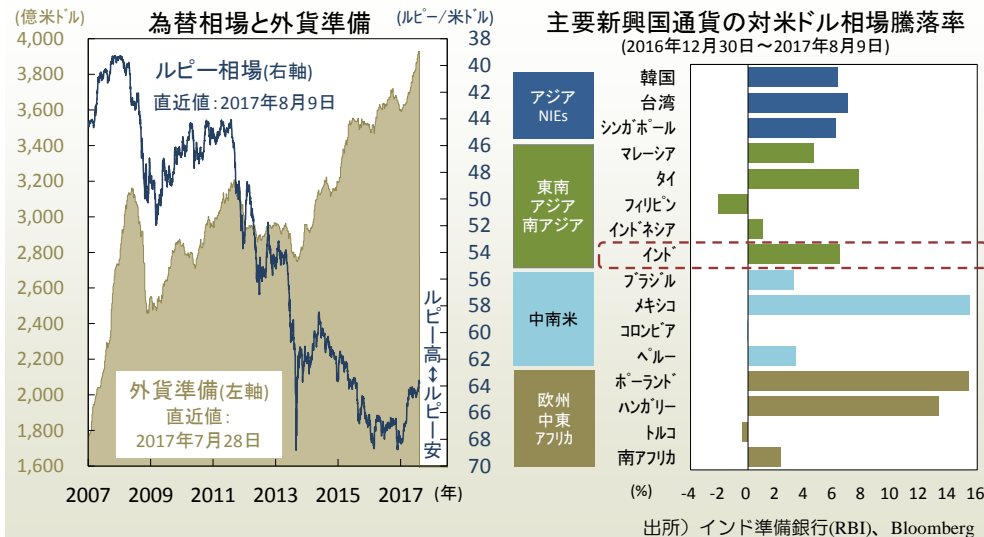
予想以上の物価の鈍化等を受けて、インド準備銀行(RBI)は追加利下げに踏み切りました。8月2日、RBIは金融政策委員会(MPC)で政策金利(翌日物レポ金利)を6.25%から6%に引下げることを選定。利下げは昨年10月以来5会合ぶりであり、2015年1月以降の累積利下げ幅は2%ポイントに上ります(図12右)。

● 昨年10月以来の追加利下げに踏み切った準備銀行

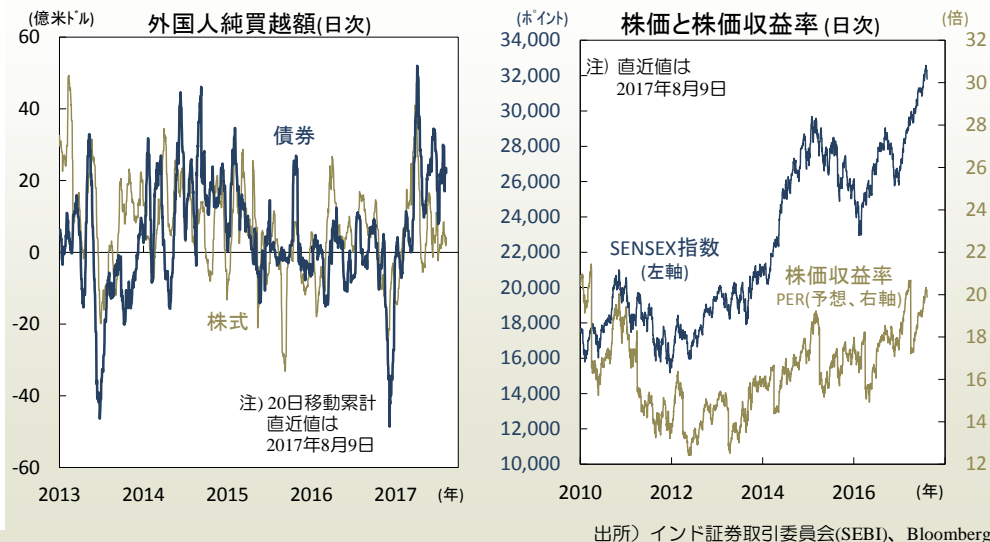
今回の利下げは賛成:4名、反対:2名で決定。パトラ委員(RBI理事)は据置き、ドラキア委員(インド経営大学院教授)は5.75%への利下げを主張しました。

RBIの声明は、(a)今後予想される総合物価の軌道の低下、(b)過去3カ月のコア物価の低下、(c)物品サービス税(GST)の円滑な導入、(d)平年並みの雨季の降雨量などが金融緩和の余地を生んだと、利下げの背景を説明。前回6月の声明で+3.5-4.5%とした今年度下期(~2018年3月)の総合物価の伸びは、公務員住宅手当の引上げの影響を除けば「+4%をやや上回る程度」とされました。今年6月のコア物価(食品と燃料を除く)の前年比は+3.7%と今年3月の+4.8%から低下(図10左)。総合物価が鈍化する中でもコア物価の伸びが下げ渋るという今年3月までの状況が変わり、追加利下げを検討してきたRBIの背中を押したとみられます。8月1日時点で雨季(6-9月)の累積降雨量は平年を1%上回っており、国土の84%が平年並みかそれ以上の降雨量と、地域的な偏りも限定的です。恵まれた降雨量の下で、雨季作物の作付けは加速しており、一部地域における豆類とコメの作付けの遅れは解消、綿花と雑穀の作付け面積は昨年水準を上回りました。今年の雨季作物の収穫量は昨年を上回り、今後の食品物価の上昇を抑える見込みです。

【図13】年初より堅調に上昇したルピーの対米ドル相場



【図14】多額の資本流入額(左)、やや割高となった株価(右)



● 州政府の公務員給与・住宅手当引上げも物価を押し上げか

声明は、今後の物価の押し上げ要因として、(a)複数の州による農産物免除に伴う州政府財政の悪化、(b)州政府による公務員給与と住宅手当の引上げ、(c)一部の野菜(トマト等)や動物性タンパク質(牛乳等)の価格の足元での上昇等を列挙。第7次給与委員会の勧告に基づいて連邦政府の公務員の給与と住宅手当が引上げられた後、今後は州政府の公務員についても同様の引上げが行われる見込みです。仮に今年度中に全ての州が連邦政府並みの引上げを行った場合、今後18-24ヵ月間に総合物価は+1%ポイント押し上げられるとRBIは試算。前述の物価見通しは同押し上げ効果を含んでいません。一方、物価の抑制要因としては、(a)十分な降雨量と効果的な供給管理による食品物価の抑制、(b)コア物価の鈍化による総合物価の抑制、(c)一次産品価格の安定を挙げました。

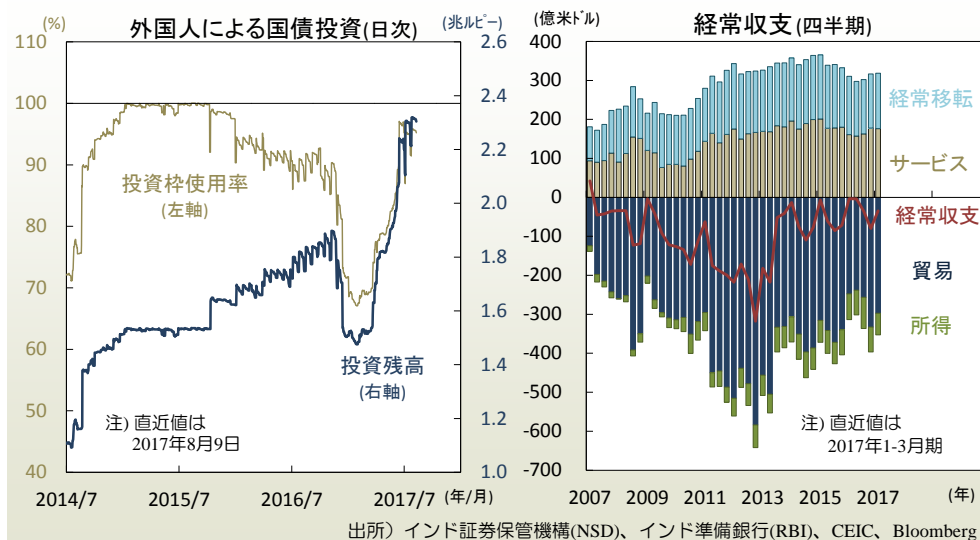
声明は、企業の過剰債務と銀行の不良債権という「双子のバランス・シート問題」にも言及。同問題が投資の回復を妨げ、累積利下げの効果が浸透するのを妨げていることを問題視している模様です。RBIは、民間投資の回復やインフラのボトルネックの解消等が重要であり、州による投資計画の迅速な認可が必要と記述。政府とRBIは不良債権処理の促進と国有銀行への資本注入等を通じて投資の回復を促すとしました。

● 今後は据置きがメインシナリオだが追加利下げの可能性も

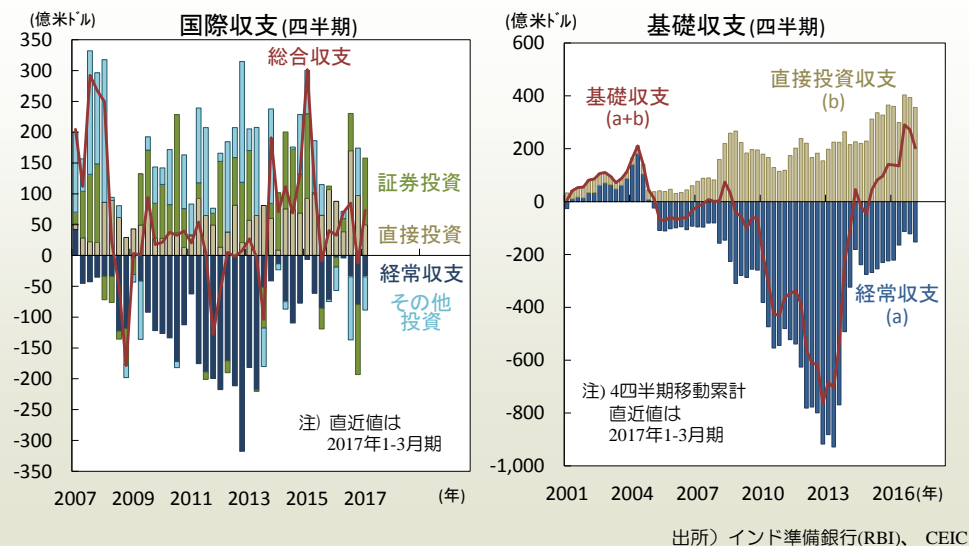
声明は、様々な要因によって足元で物価が低下しているものの、一時的な要因と構造的な要因を分離することは難しいと記述。物価は、天候改善に伴う収穫量の増加や輸入の増加による豆類や穀物の供給過剰など一時的な要因と、食品供給管理の改善や期待インフレ率の水準の低下といった構造的な要因によって押し下げられているとみられます。RBIは、政策の方向性を前回と同様の「中立」に保った上で今後のデータを注視するとし、今回で利下げが打ち止めか否かについてヒントを与えませんでした。総合物価の伸びを持続的に+4%に抑えることを目標とするRBIは、今後は政策金利を据置きとみられます。しかし、物価の軌道が今後も予想を下回り続けた場合、今年末から来年初にかけて1回(0.25%ポイント)の追加利下げを行う可能性が高まるでしょう。

通貨ルピーは年初より8月9日までに対米ドルで+6.4%上昇。主要アジア通貨ではタイ(+7.8%)と台湾(+6.7%)に次ぐ上昇率でした(図13)。年初より米ドル安が進む中、恵まれた経済環境で実質金利も高い同国に資本が流入。ルピーは(a)2月初より4月末までに同+5.6%上昇し、その後ほぼ横ばいで推移した後、(b)7月25日より8月4日までに1.3%上昇。(a)の期間には1ドル67ルピー台後半から63ルピー台後半まで相場が動きました。

【図15】投資枠の上限に近づく外国人の国債投資額(左)



【図16】経常赤字の縮小と直接投資の増加で基礎的国際収支が黒字に(右)



● 従来に比べルピー相場上昇に寛容になった準備銀行

一方、前記(b)の期間に、1ドル64ルピー台前半から63ルピー台半ばまでルピー高が進行(図13左)。同63ルピー台半ばの相場は約2年ぶりです(図13左)。

RBIは両方向の市場介入によってルピー相場を安定的に保ちつつ、資本流入局面ではドル買い介入で相場の上昇を抑えると同時に外貨準備を増強。2013年の世界的な新興国からの資本流出局面(バーナンキ・ショック時)に外貨準備の水準の相対的な低さを懸念された経験から、同準備の増強を図ってきた模様です。このため、前記(a)と(b)の期間に相場上昇を容認したことにはやや意外感もありました。(a)の期間には2-3月のUP州選挙でのBJP圧勝に伴うモディ首相の求心力の上昇と経済改革進展の期待、(b)の期間には7月27日のJDUの連立参加による政権基盤の安定化と8月2日の追加利下げによる景気支援の期待などが、同国への資本流入を加速させたとみられます(図14左)。この局面で、RBIは介入を強化することなく相場の上昇を容認。米ドル安基調が続いてきたことや物価の鈍化に伴って実質実効相場の上昇が抑えられていたことなども、RBIのルピー高に対する警戒感を緩めたと考えられます。また、これまで続けてきたルピー相場安定化の弊害への配慮もあるとの指摘も現地市場関係者から聞かれました。

● 相場上昇速度は鈍化すれど今後も底堅い相場が継続か

RBIのラジャン前総裁は、ルピー相場の安定化を重視し市場介入を積極化。同氏が総裁に就任した2013年9月当時、内外の投資家はルピー相場の急落と変動の大きさを懸念しており、為替相場の安定化が経済の金融市場の安定化に不可欠でした。しかし、両方向の介入で相場の変動が抑制されると、企業の為替ヘッジ比率は低下。昨年9月に就任したパテル現総裁はこうしたリスク意識の緩みを問題視し、為替相場を過度に安定させないよう市場介入の運営を改めたのではないかと指摘も聞かれました。

当面、今年2-4月のような対ドル相場の大幅な上昇がみられる可能性は低いでしょう。多額の資本流入もあり、株価は既にやや割高となり(図14右)、外国人による国債の投資枠も上限近くまで使用されています(図15)。しかし、底堅い景気拡大と落ち着いた物価、経常赤字の縮小(図15右)と直接投資の増加に伴って黒字に転じた基礎的国際収支(図16右)、相対的に高い実質金利など、ルピー相場の支援材料は健全です。年内には外国人の国債投資枠の引上げが行われる可能性が高く、緩やかな資本流入が継続するとみられます。RBIによる介入によって為替相場の変動性は低く、金利水準が相対的に高い同国の債券への投資の期待総合収益率は相応に高いと考えられます。(入村)

【図17】ムンバイ出張時の撮影写真より(1)



左上: 空港近くの市新街バンドラ地区のオフィスビル
 左下: 通勤時間帯の市新街に並ぶ三輪タクシー(オートリクシャー)
 右上: 上は廃貨された旧500ルピー紙幣
 下は、新発の2000ルピー紙幣

出所: 筆者撮影

【図18】ムンバイ出張時の撮影写真より(2)

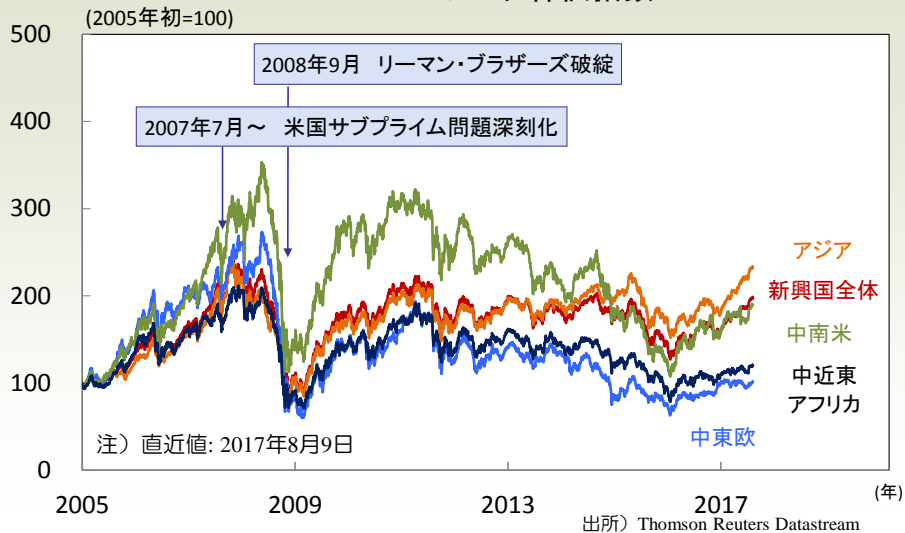


左上: 小雨模様の夕刻の旧市街(今回の出張は雨季の最中)
 左下: 空港付近の貧民街近くの小規模商店街には、第4世代移動通信の代理店も
 右上: 新市街近くの道路沿いの小規模店舗

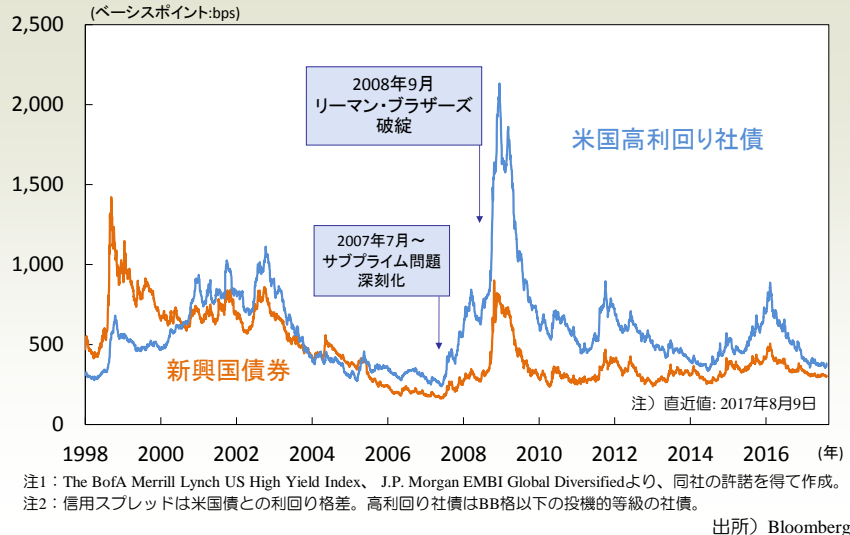
出所: 筆者撮影

【エマーシング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド

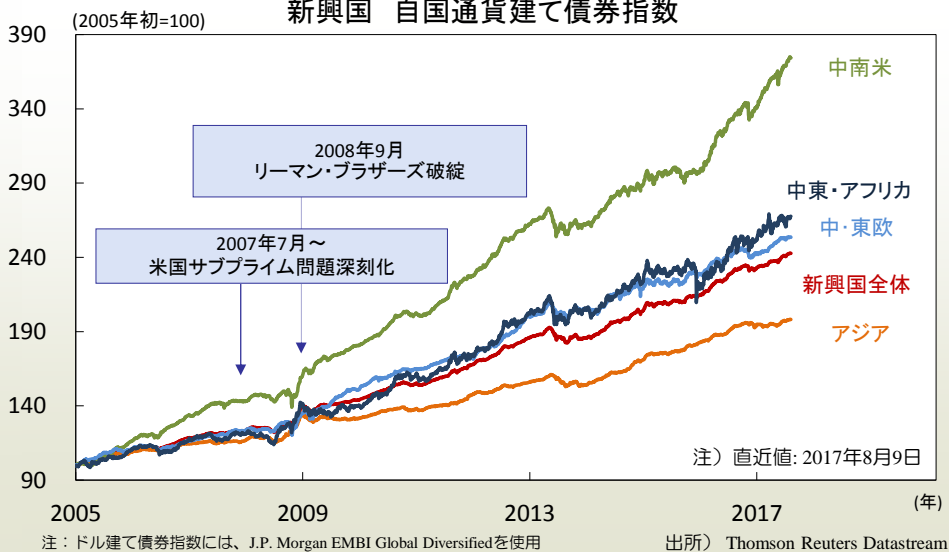
MSCIエマーシング株価指数



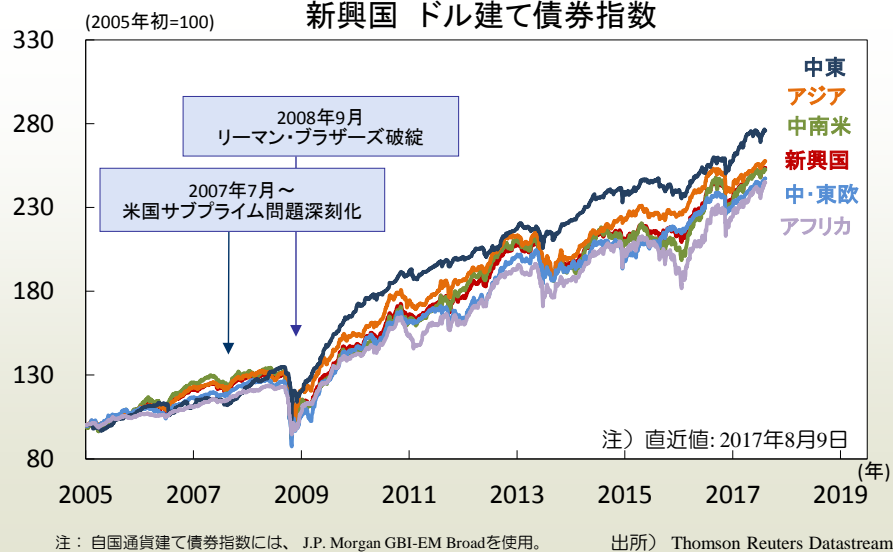
新興国債券と米国高利回り社債の信用スプレッド



新興国 自国通貨建て債券指数

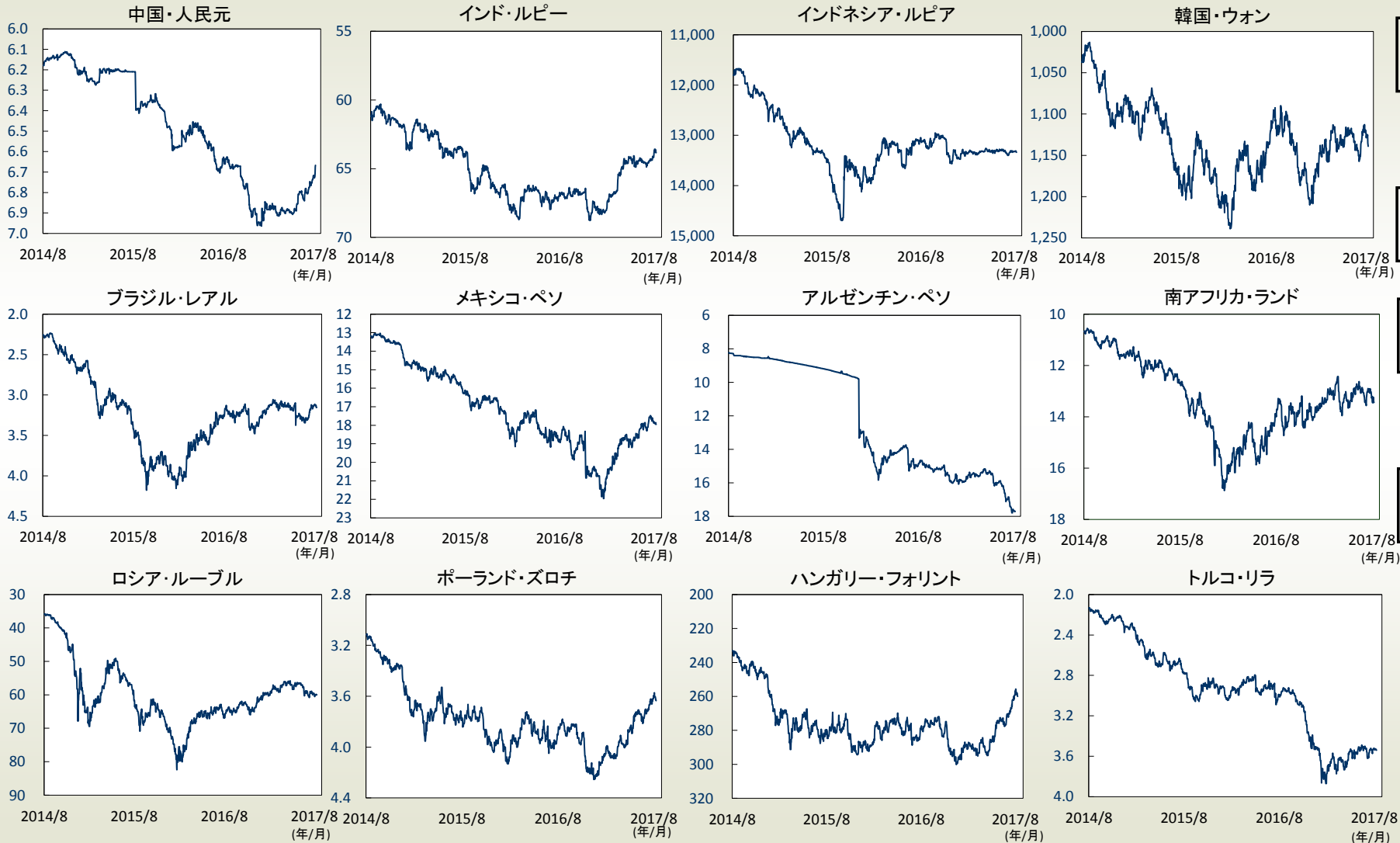


新興国 ドル建て債券指数



【エマージング・マーケット・ウォッチ】②主要新興国通貨の対ドル相場：過去3年間

(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

自国通貨高
米ドル安



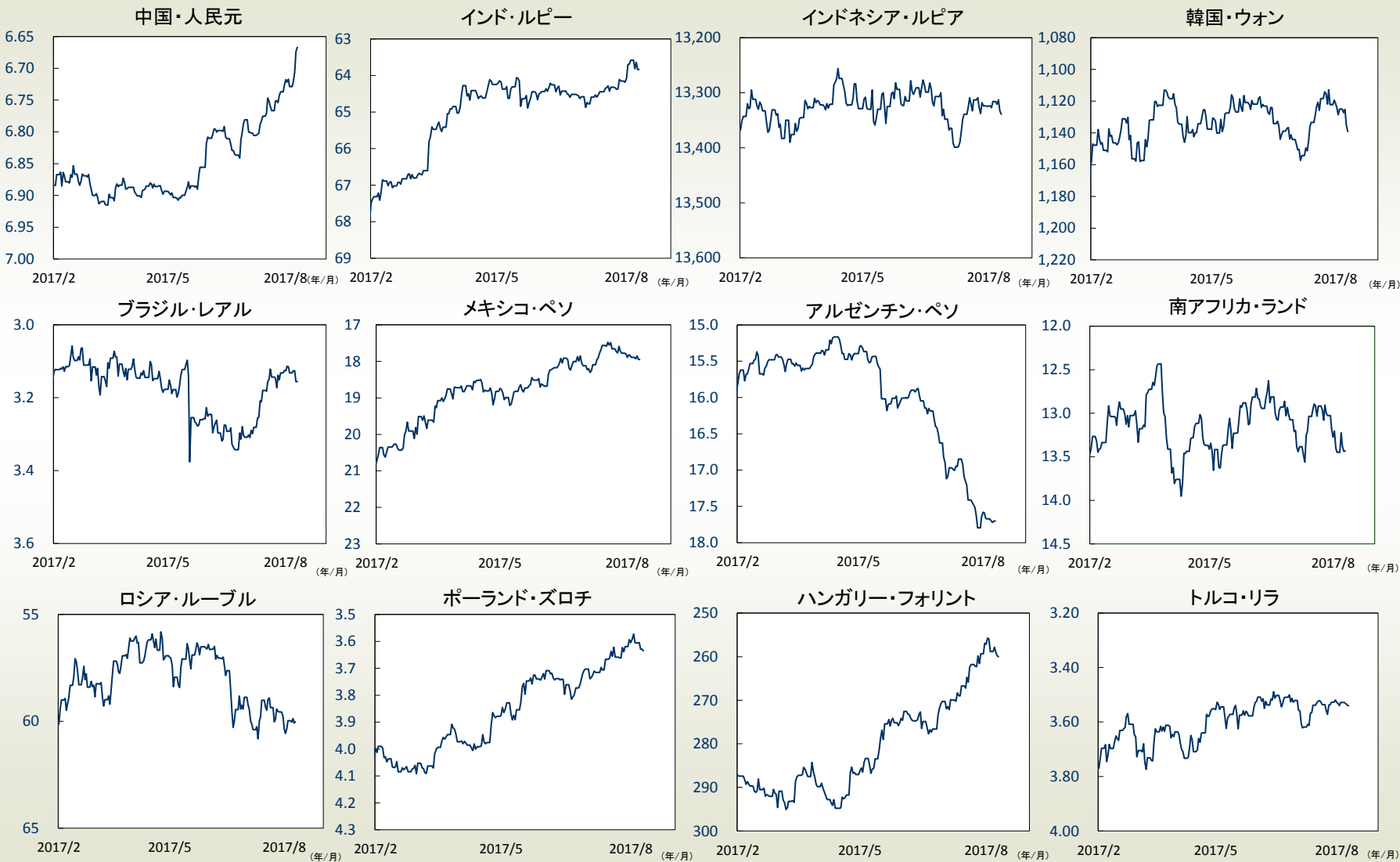
自国通貨安
米ドル高

注) 直近値は2017年8月9日

出所) Bloomberg

【エマージング・マーケット・ウォッチ】③主要新興国通貨の対ドル相場：過去6か月間

(自国通貨/1米ドル)



注) 直近値は2017年8月9日

出所) Bloomberg

自国通貨高
米ドル安自国通貨安
米ドル高自国通貨高
米ドル安自国通貨安
米ドル高自国通貨高
米ドル安自国通貨安
米ドル高

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。本資料は、投資勧誘を目的とする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。（作成基準日: 2017年8月10日）
- 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・状況であり、また、見通しなし分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、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・手数料等は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。

本資料中で使用している指数について

MSCIエマージングに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。

J.P. Morgan EMBI Global DiversifiedおよびJ.P. Morgan GBI-EM Broad：情報は、信頼性があると信じられる情報源から取得したものです。J.P. Morganはその完全性・正確性を保証するものではありません。本指数は許諾を受けて使用しています。J.P. Morganからの書面による事前承認なしに本指数を複製・使用・頒布することは認められていません。Copyright 2017, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

The BofA Merrill Lynch US High Yield Indexに関する知的所有権、その他一切の権利はBofAメリルリンチに帰属します。BofAメリルリンチはThe BofA Merrill Lynch US High Yield Indexを参照して行われる当社の事業活動・サービスに関し一切の責任を負いません。

Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



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