

分析レポート

海外経済金融

最近の新興国通貨下落とインド経済

多田 忠義

要旨

先進諸国での金融緩和によって発生した過剰流動性により、新興国へのマネー流入が増大してきた。しかし、最近では米国における量的緩和第3弾(QE3)の規模縮小が近い将来開始されるとの見方が強まり、新興国の多くで株安、米ドル高が進んだ結果、株価の水準は11年の欧州債務危機や米財政問題が不安視されたときの水準まで下げた。新興国は経常・財政収支ともに赤字であることが多く、短期的な資金の引き上げはファンダメンタルズにさらなる影響を与えかねない。

13年5~6月の対米ドル通貨下落率が大きかった新興国の一つであるインドでは、慢性的な経常・財政赤字の発生や、対外債務増加に直面している。こうした状況下での米ドル高印ルピー安は、インド国内のインフレ上昇に拍車をかけ、経済成長がさらに抑制される可能性が高い。また、さらなる財政赤字の増加は、ルピー安に拍車をかけることから、積極財政による景気対策やインフラ整備は期待できない。

インドでは、IT関連産業が成長し続けるほか、農林水産業も依然として成長を支える一方、欧州向けをはじめ輸出が落ち込んでいることが鉱工業の成長を鈍化させている。人口ボーナスを当面享受でき、また中間層人口の増加が望めるなど、海外から投資の対象となる潜在力は高いものの、構造上のリスクを依然抱えているといえる。

はじめに

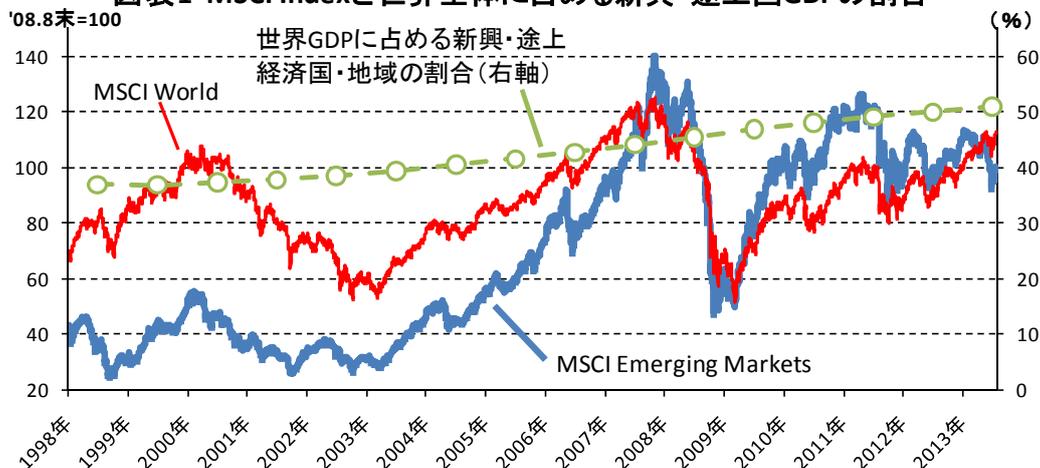
本レポートは、最近の新興国通貨安を概観したのち、新興国で特に注目されているインド経済をマクロ経済指標や株価、為替等を用いて検討し、今後の同国経済

を見通すことを目的とする。

新興国における通貨下落

13年5~6月の金融資本市場は世界各地でボラタイルな動きを見せた。きつ

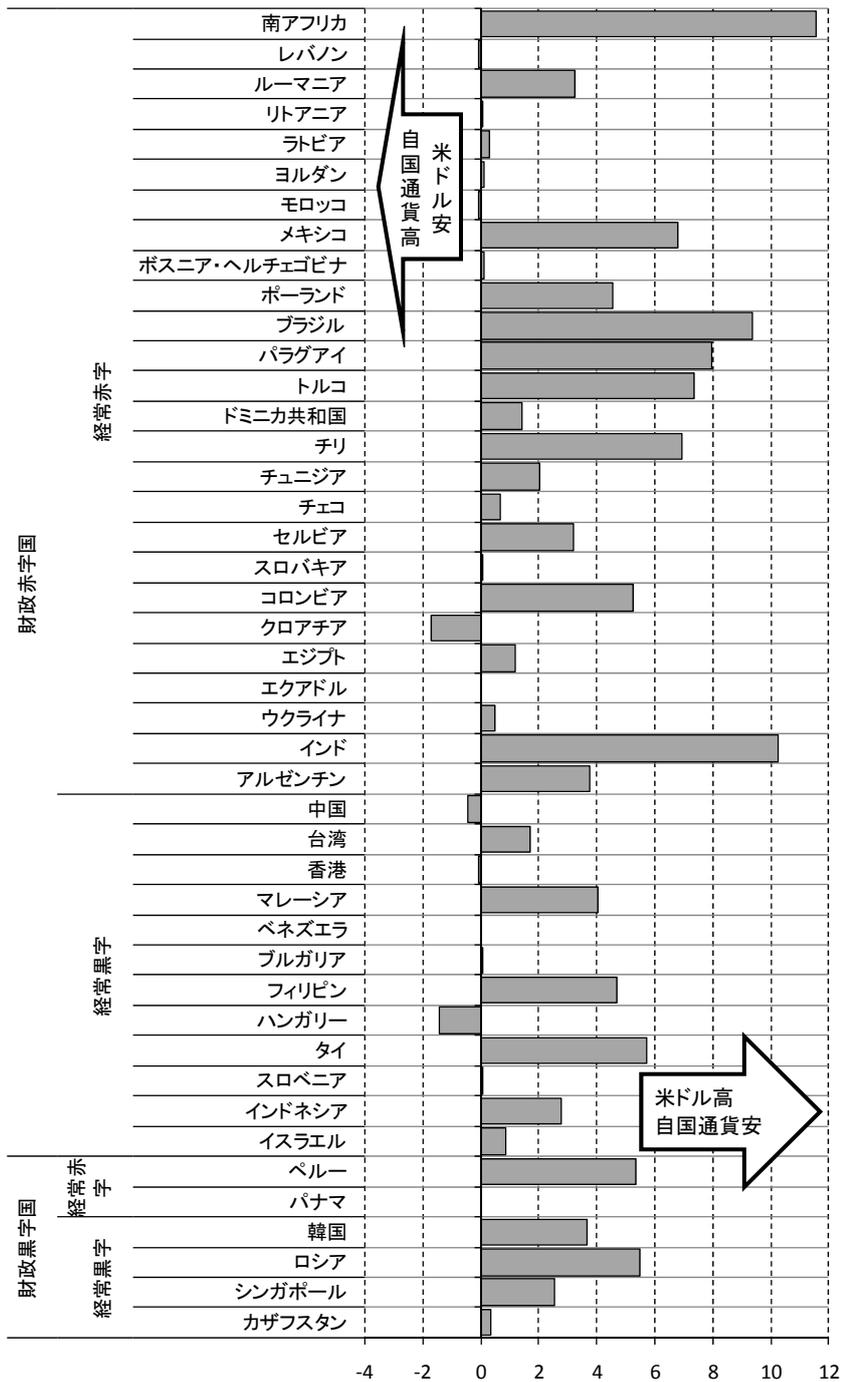
図表1 MSCI Indexと世界全体に占める新興・途上国GDPの割合



(資料) Bloomberg、Datastream (IMF WEO GDP based on PPP share of World total) より作成

(注) MSCI Emerging Markets Indices は、米地域(ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー)、欧州・中東・アフリカ地域(チェコ、エジプト、ギリシャ、ハンガリー、ポーランド、ロシア、南ア、トルコ)、アジア(中国、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、台湾、タイ)の計21の国・地域における浮動株の時価加重平均を1987年12月31日=100として算出。図表のMSCI Emerging/World Indexは2008年8月末を100とした。

図表2 13年5~6月における対ドル騰落率と経常・財政収支(2011年)



(資料)IMF World Economic Outlook Database, Bloomberg CMPT為替レートより著作作成
 (注)IMF(2012)において新興経済国・地域(Emerging Economy)に区分された69カ国のうち、2011年の経常・財政収支データの得られた44カ国を取りまとめた。なお、データの一部はIMFによる予測値である。対米ドルの騰落率は、13年4月30日と同6月28日の終値から算出した。

けは、5月に発表された米雇用統計や、5月22日のバーナンキFRB議長による議会証言で、市場に量的緩和政策第3弾(QE3)の規模縮小を近い将来開始する可能性を示唆したことである。

図表1は、近年の先進国、新興国経済の株価指数(リーマンショック直前の08年8月末を100として指数化)と新興・途上国GDPの世界シェアを示したものである。2000年代の世界景気は、アジア通貨危機、ITバブル崩壊後のリセッションから立ち直り、長期にわたる適度な景気拡大(グレートモデレーション)を経由した後、サブプライムローン問題やリーマンショックによって再び世界同時不況(世界金融危機)に陥った。この間、MSCI World(先進国)IndexよりもMSCI Emerging(新興経済)Indexの方が高い上昇率となっており、新興国ブームが本格化していることを裏付ける。

しかし、2012年下期以降、MSCI Emerging Indexは低下に転じ、足元ではMSCI World Indexが約4年ぶりにエマー

ジング指数を上回った。こうした株価指数の動きを踏まえると、新興国経済は欧州経済の長引く低迷によって徐々に減速し始めていた一方、日米をはじめとする先進諸国の金融緩和政策に一定程度支

られてきたといえる。そんな折、米 FRB のマネー供給が先細るとの懸念が台頭した結果、新興国通貨を売り、米ドルを買う動きが一気に広まったと考えられる。なお、IMF によって新興・途上国経済と区分される地域の GDP が世界 GDP に占める割合は現在 50%を超える水準に達しており（図表 1）、新興・途上国経済の減速が世界経済減速のリスク要素として今後ますます意識されることは間違いない。

次に図表 2 は、IMF（2012）で新興経済に分類された 69 の国・地域のうち、IMF World Economic Outlook Database に経常・財政収支データが得られた 44 ヶ国の対ドル騰落率（13 年 5～6 月）をまとめたものである。多くの新興国で、押し並べてドル高（＝自国通貨安）が進んだことを示している。もっとも目を引くのは、財政赤字国かつ経常赤字国が 44 ヶ国の過半を占めていることである。

そこで、図表 2 を財政・経常収支別にまとめ、区分ごとに対ドル平均騰落率を計算した結果が図表 3 である。平均値の差を検定したところ、財政赤字国における経常収支赤字・黒字国の差の検定で有意差は認められなかったものの（両側 t 検定、不等分散で $0.0849 > 0.05$ ）、経常・財政ともに赤字の国・地域で騰落率がや

や高い傾向を示した。

図表3 13年5～6月における対ドル平均騰落率

| | 財政赤字国 | 財政黒字国 | 計 |
|-------|----------|---------|----------|
| 経常赤字国 | 3.3 (26) | 2.7 (2) | 3.2 (28) |
| 経常黒字国 | 1.5 (12) | 3.0 (4) | 1.9 (16) |
| 計 | 2.7 (38) | 2.9 (6) | 2.7 (44) |

（資料）図表2に同じ（注）カッコ内は該当国・地域数

つまり、13 年 5～6 月にかけて、新興経済国・地域では押し並べて米ドル高自国通貨安となったことを意味する。対外債務依存、高インフレ、財政赤字など諸問題を抱える国・地域では、短期的な資金の引き上げが本格化すれば、ファンダメンタルズにさらなる影響を与えかねないだろう。

インドのマクロ経済・金融資本市場

人口約 12 億人を擁するインドは、BRICs の言葉に代表されるように新興国経済の中でも早くから潜在する成長力に注目されてきた国の一つである。

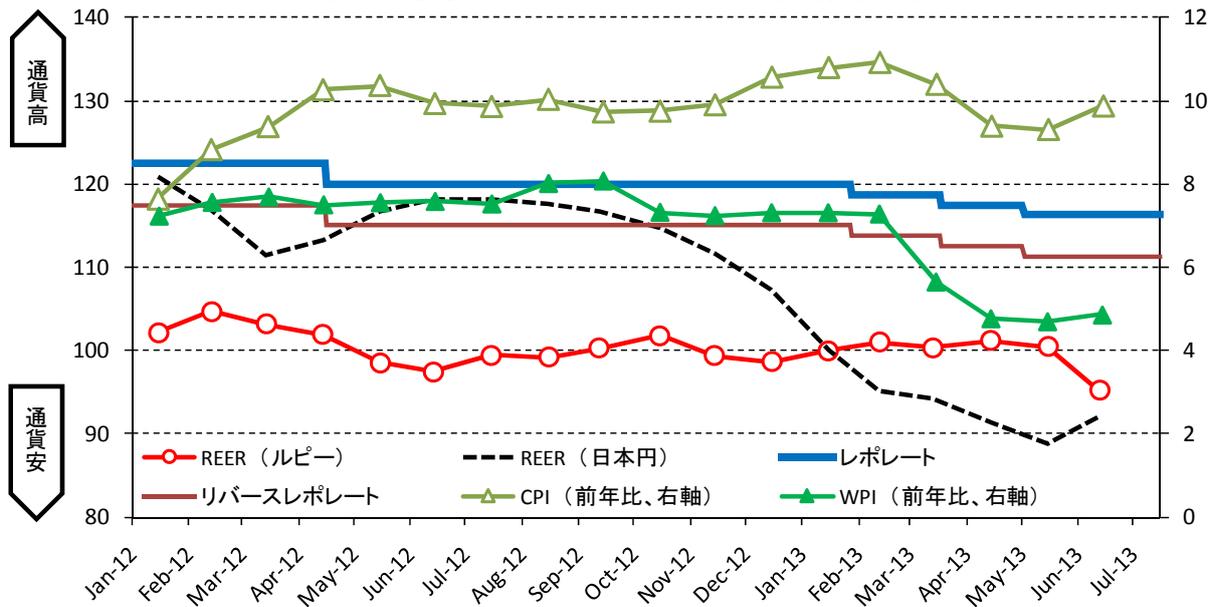
インドにおける金融資本市場の相場は、米国の金融政策だけに左右されるものではなく、貿易・資本取引相手国の経済情勢や、国内経済の動向にも左右される。そこで以下では、①インドの株式・為替相場の動き、②実質実効為替レート、政策金利、物価指数、③経常収支、財政収

図表4 インド株式指標 (SENSEX) と対米ドル為替相場の動き



Source: Thomson Reuters Datastream

'13/1/1 = 100 図表5 実質実効為替レート(REER)、政策金利、消費者物価指数 (％)



(資料) Bloomberg、Datastream (BIS Real Effective Exchange Rate) から作成

支、政府債務、④実質 GDP 成長率と部門別寄与度、からインドにおけるファンダメンタルズを捉え、最近の急速なルピー安に対する考察を行う。

① インドの株式・為替相場の動き

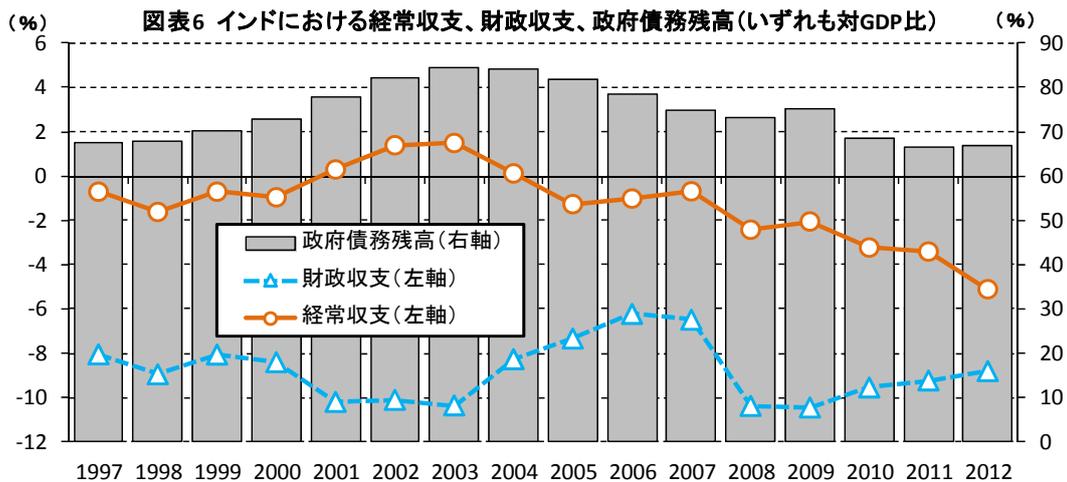
13年4月4日に日本銀行が量的・質的金融緩和の導入を発表、5月2日には欧州中央銀行が政策金利を25bps引き下げ0.5%とするなど、米国だけでなく日欧の金融緩和も加わり、世界的にリスク選好の地合いとなったことからインド株価も上昇し続けた。一方、5月10日の米4月雇用統計（非農業部門雇用者数の増減）が市場の予測を2万人上回る16.5万人増となったこと、5月22日にバーナンキFRB議長が、議会証言後の質疑でQE3の規模縮小の可能性に言及したことで、米ドルに先高観が生まれ、ルピーは対ドルで史上最高値を更新した（図表4）。なお、インド準備銀行（中央銀行、RBI）は7月15日に、ルピー安抑制策として、市中銀行がRBIから資金を借り入れる際の金利（MSFレート：Marginal Standing Facility Rate、バンク・レート）を200bps引き上げ10.25%とした。

② 実質実効為替レート、政策金利、物価指数

物価や貿易相手国の通貨変動を加味して算出される実質実効為替レートに着目すると（図表5）、日本円はこの半年で円高修正が実現し、米ドル、ユーロはほとんど変化がない。一方、インド・ルピーの実質実効為替レートは13年6月に通貨安へ転じた。

一方、インドでは消費者物価指数（CPI）の前年比が10%台で高止まりしている。金融政策の指標として注目されている卸売物価指数（WPI）は、石炭や鉱物価格が下落したことや、昨年为天候不順による食品価格上昇の影響も一服したことから13年3月以降急速に上昇率は低下している。インフレ率低下を受け、利下げ余地を拡大させたことから、景気回復を狙うRBIは、13年に入り、レポレート、リバースレポレートをそれぞれ引き下げた。

ただし、13年6月のWPIは再び上昇に転じており、このままルピー安が続けば、資源輸入に依存するインドの物価は再び上昇しかねない。こうしたインド経済に内在するリスクが、QE3の規模縮小観測に



(資料)IMF World Economic Outlook April 2013より作成 (注)財政収支は対潜在GDP比

よって大きく意識されるようになり、一段のルピー安へ向かったと考えられる。

③ 経常・財政収支、政府債務残高

図表2のとおり、インドは経常・財政収支がともに赤字国で、かつGDPに占める政府債務残高は高水準である(図表6)。

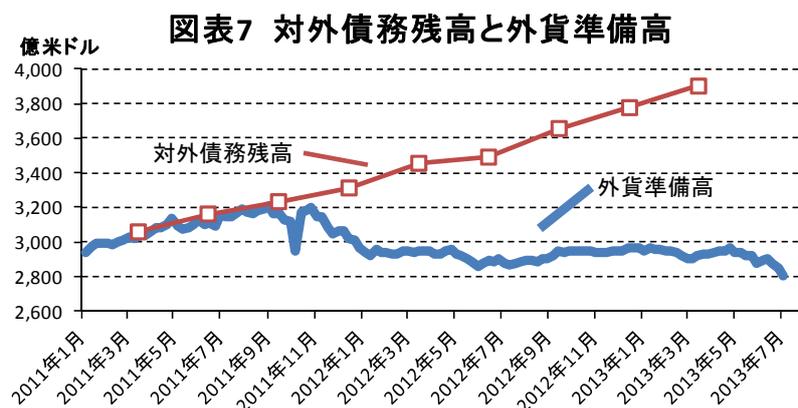
山田ほか(2011)によれば、IT関連産業はインドにおける主要なサービス輸出型産業として発展し、近年では輸出産業が発展し、輸出増が続いているものの、原油をはじめとする資源輸入の赤字を埋めるまでには至っていない。また、現在主要な輸出製品である宝石・宝飾品は今後大きく需要が伸びる見込みがないため、産業構造が転換されない限り経常赤字は続くものとみられる。

ただし、堀江(2013)が指摘するように、インドは海外からの投資を受け、資本収支黒字で経常赤字をオフセットする構造を有する。これは最近の外貨準備高が横ばいに推移していることから明らかであり(図表7)、最近のルピー安でも外貨準備が急減することはなかったため、金融不安が発生するリスクは当面低

いとみられる。一方、インドに対する海外からの投資は直接投資よりも証券やその他の投資割合が高く、インドに対する信認が低下した場合、資金の引き上げリスクは高まることを念頭に置かなければならない。なお、インド政府は7月16日に外資規制緩和を発表し、国外からの投資によるインド経済のテコ入れを模索する動きも出てきた。

また、恒常的な財政赤字は、インドが抱える大きなリスク要素である。過去15年間でみても(図表6)、対潜在GDP比で▲8~▲10%の赤字が続いている。財政赤字が大規模かつ慢性であることは、インド国内のインフレ圧力を高める要素であり、財政出動によるインフラ整備等の政府投資を実施しにくい。

さらに債務もリスク要素として確認する必要がある。政府債務残高の規模(対



(資料) Bloombergより作成

