

2011年12月21日

広告審査番号 MFB162-111221

MSRC 審査番号 06-B-111221-02

## インド経済ウォッチ (No.11-10)

政策運営に手詰まり感、為替急落で対策発表  
～インド金融政策、株式市場見通し

投資調査部 折原 豊水

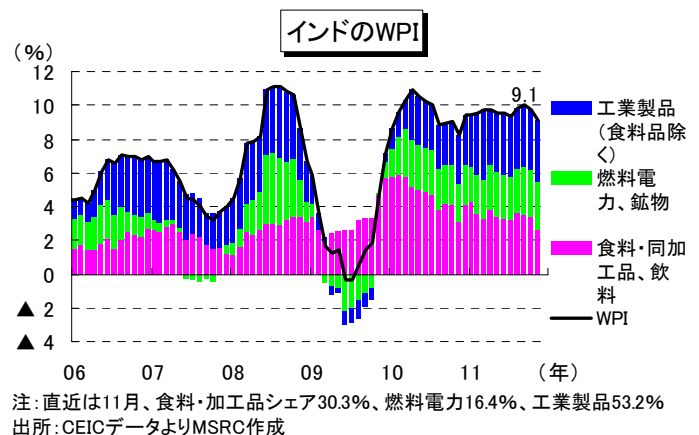
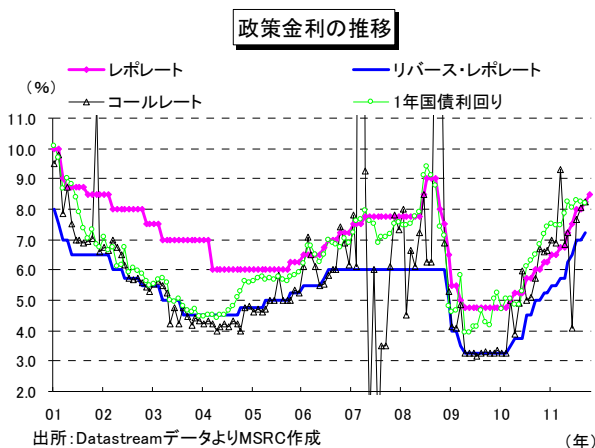
## &lt;ポイント&gt;

- ・ 12月会合で利上げ打ち止めも、金融緩和の遅れで景気減速が当面、続く見込み
- ・ ルピーの急落受け、為替先物に対する規制を発表、為替介入などで外貨準備は急減
- ・ 経済政策運営などで指導力を発揮できないシン首相、政治リスクは株価にネガティブ
- ・ 株価は景気減速や為替の不安定な動き、政策運営の手詰まり感などで下値不安を抱えた展開か

## 12月会合で利上げ打ち止めも、金融緩和の遅れで景気減速が当面、続く見込み

インド準備銀行（以下、中銀）は12月16日の定例会合で政策金利を8.5%で据え置き、金融引き締めから様子見姿勢に転じた。事前の市場予想通りの結果となった。

中銀は金利据え置き理由について、金融引き締めや海外経済の減速などで景気の減速が強まっていること、インフレも緩和の兆しがみられることなどを挙げた。そうしたうえで、「景気のダウンサイドリスクを考慮すれば、金融政策のサイクルは今後、(引き締めから) 転換するだろう。ただし、インフレリスクは引き続き高く、(金融政策の) タイミングや対応の幅は今後数カ月の経済情勢によるだろう」と述べた。中銀としては、景気の減速が想定よりも厳しいため、インフレ率の鈍化傾向が確認されれば、直ぐにでも利下げに転じたいことが窺われる。ただ、ルピーの下落が直近で2割を超え、このまま下落が止まらなければ、輸入物価の上昇圧力に加えて、通貨の信認低下などでインフレ期待を更に高めるリスクがある。中銀は12月15日に為替先物に対する投機の抑制策を発表しており、為替相場やインフレ動向を見ながら、利下げのタイミングを探るとみられる。



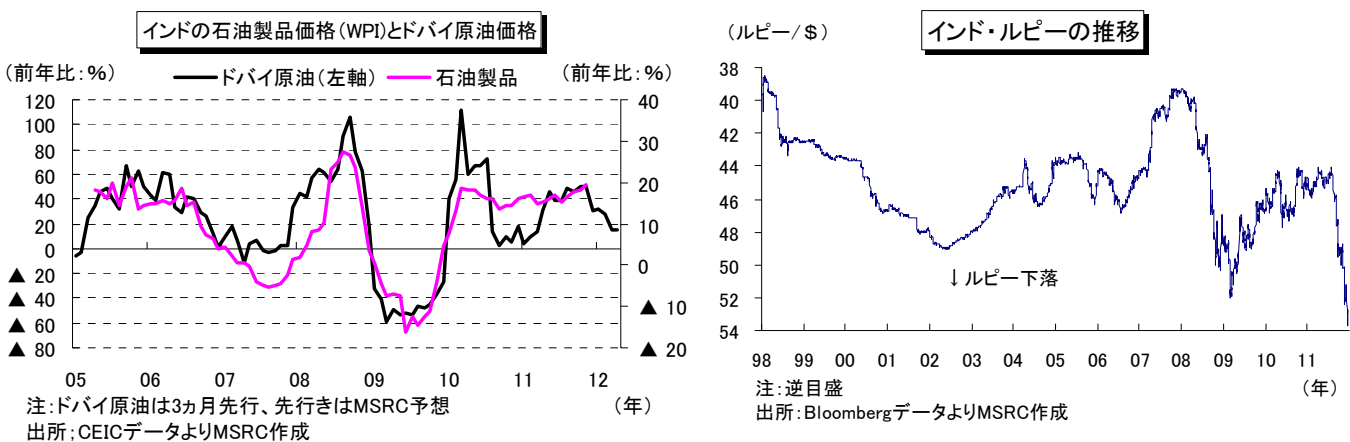
インフレ率は11月が前年比+9.1%と前月（同+9.7%）から目立って鈍化したのは、直近では初めてとなる。夏場の天候が良かったことで穀物など農産物価格が下落したことが大きい。一方、石油製品や工業製品は前月並みとなった。今後のインフレ率については、石油製品が前年比で20%近い上昇が続いているが、ドバイ原油価格の1割程度下落や前年のベース効果による押し下げ、一方で、インド・ルピーの2割強の下落による押し上げなどを考慮すると、石油製品の寄与度は来年春にかけて+2%pから+1%p程

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

度まで低下し、インフレ率は、12年春にかけて8%前後まで鈍化すると予想している。中銀の想定である12年3月時点で前年比+7.0%までは低下しないとみられる。

金融政策は、インフレ率の鈍化傾向を確認するのに今しばらく時間を要する一方で、企業の資金調達環境は、不良債権の増加による銀行の貸出姿勢の慎重化や貿易金融など対外借り入れ環境のタイト化、株式市場の低迷などで悪化してきている。そのため、12年1月以降、預金準備率の引き下げなどで実質的な金融緩和に踏み切りつつ、インフレ率の鈍化傾向が確認される12年春先以降、利下げに転じるとみている。12年末時点では政策金利は7.25~7.75%程度を想定している。

財政政策については、11/12年度予算の財政赤字は当初の想定である▲4.5%よりも悪化することが現実となっており、州政府を含めた財政赤字は▲8~9%程度と高水準ななかで、来年度予算で思い切った歳出拡大に踏み出す余地は、格付けや為替などへの悪影響、インフレ抑制などの面からも難しいのではないかとみている。



**ルピーの急落受け、為替先物に対する規制を発表、為替介入などで外貨準備は急減**

インド・ルピーは、12月14日には対ドルで54.3ルピーと史上最安値を更新、下落率も▲20%を超える軟調な展開が続いている。前回リーマン・ショック直後の下落率を上回る下げとなっており、欧州債務問題によるリスク・オフに加えて、インフレと景気の減速を巡って、金融・財政政策がジレンマに陥っていることなどが影響している。

こうしたなか、12月15日に中銀は為替先物取引に対する規制を発表した。ひとつは、海外投資家やインド企業がルピーの先物ポジションを解消した場合、当該契約の再設定を禁止するものである。貿易絡みのヘッジや投機目的などでルピー売りポジションが増え、ルピーの下落を助長していたことが背景とみられている。同様に、銀行などの為替ポジションについて、オーバーナイトの上限額を個別行毎に設定・削減することも発表した。9月から11月にかけて、対外商業借り入れや輸出入に関する借り入れ金利の引き上げ、在外インド人向け預金金利の引き上げなど通貨安対策を発表したものの、効果は限定的であったことから、今回思い切った対応に踏み切った形だ。発表後には一時、ルピーが上昇しており、短期的に一定の効果も期待される。なお、インドの為替売買高をみると、03年の月間1000~2000億ドルから11年には1.0~1.3兆ドルに大きく増加している。特に、先物取引が全体の半分近くを占めており、影響が大きいことが窺える。

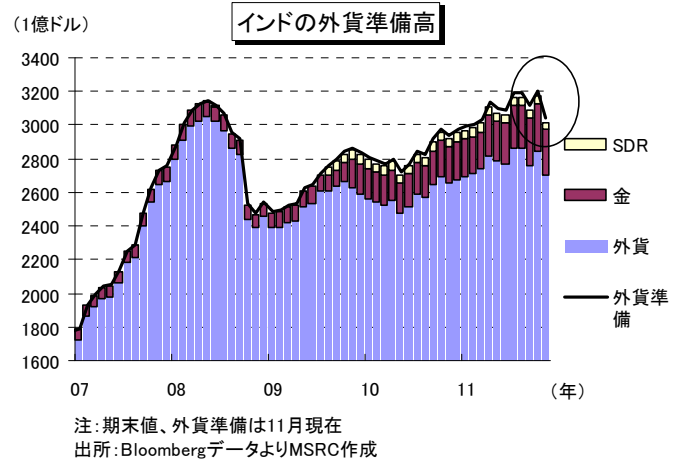
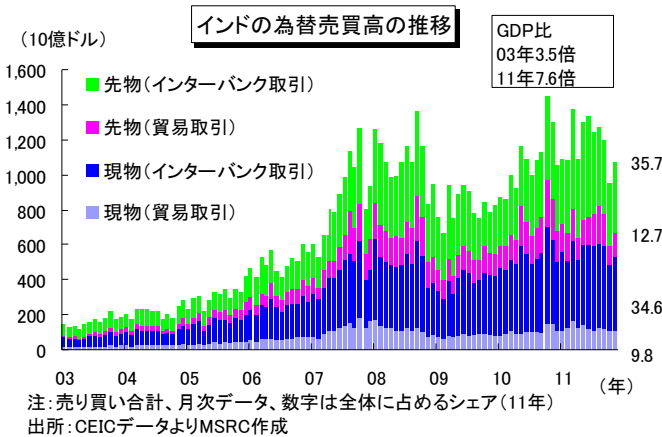
また、為替介入についても、9、10月とも小幅ではあるが実施している。ルピーが一段と下落した11月以降、介入を増やしている可能性もある。外貨準備は11月末時点で3050億ドルと10月末からわずか1

カ月に 150 億ドル、▲5%程度急減している。前回リーマン・ショック時の教訓からすれば、貿易金融など短期の対外借入れも影響が出ているとみられ、外貨準備などを活用した資金繰り支援が今後、必要になる可能性もあろう。

当局による外貨資金調達支援や通貨安抑制に向けた対応

日付	項目	主な内容
9月23日	対外商業借入れ(ECB)の規制緩和	産業部門はECBの自動認可ルートの上限が5億から7.5億ドルに上げ 特定のサービス部門も1億ドルから2億ドルに引き上げ
11月15日	輸入に関する貿易信用の上限金利上げ	借入れ金利を6か月Libor+200bpsから350bpsに上げ (借入れ期間は1年未満及び1年～3年対象)
	輸出に関する貿易信用の上限金利上げ	借入れ金利を6か月Libor+200bpsから350bpsに上げ (180日以下など、細則あり)
11月23日	対外商業借入れ(ECB)の上限金利上げ	期間3年から5年について、libor+300bpsを350bpsに上げ 5年以上は500bpsで据え置き
	在外インド人向け預金金利引き上げ	ルピー建て定期預金(NRE:1～3年物)はlibor+175bpsから275bpsに上げ 外貨建て預金(FNCR)はlibor+100bpsから125bpsに上げ
12月15日	為替先物取引に対する規制	・インド企業や海外投資家がルピーの先物取引のポジションを解消した場合、当該契約の再設定を禁じる(細則あり) ・輸入に絡む為替のヘッジ可能額を、輸入額の過去3年平均もしくは 昨年の金額の高い方の75%から25%に引き下げ ・銀行(公認ディーラー)などの為替ポジションについて、オーバーナイトの 上限額を個別行毎に削減する
12月16日	在外インド人向け預金金利の自由化	・在外インド人向け預金(NRE,NRO)の預金金利の自由化(細則あり)

出所:インド中銀資料よりMSRC作成



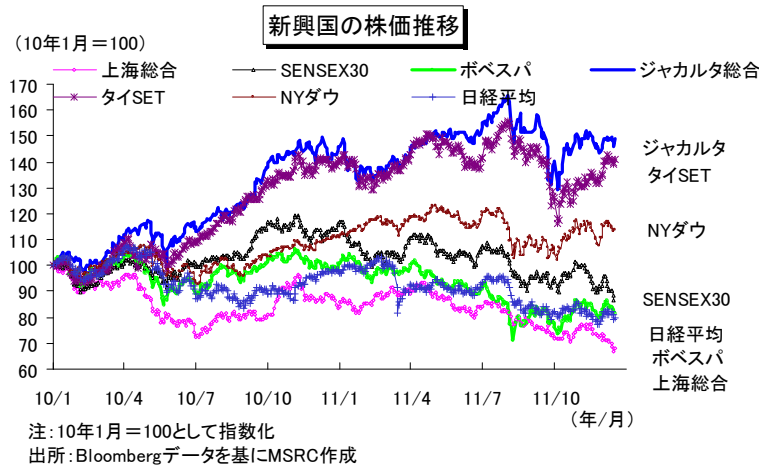
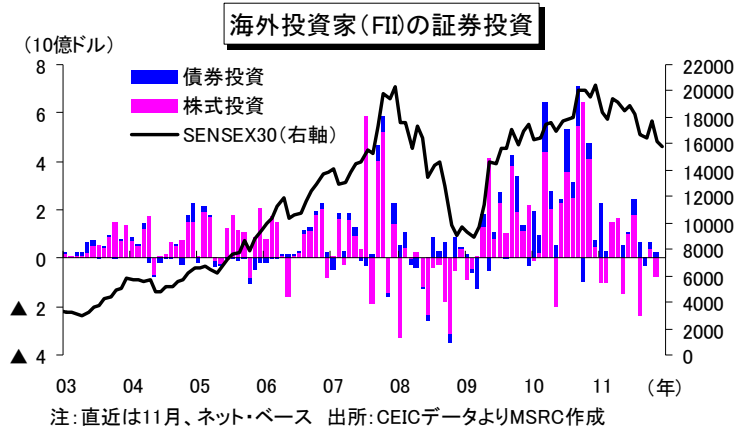
経済政策運営などで指導力を発揮できないシン首相、政治リスクは株価にネガティブ

政治面では、シン首相は閣僚や与党幹部の贈収賄などが昨年後半から 11 年前半にかけて続いていたことや、インフレ・景気減速などに対する政策対応を巡って不満が燻っており、支持率は低迷しているようだ。直近も 12 月に入って 11 月に発表した外資による小売業参入と 51%までの出資認可を撤回した。野党に加えて連立を組む一部の党からの強い反対が影響した。シン首相の指導力の低さを改めて確認する形となっている。次回下院総選挙は 2014 年と先であるが、一部の現地報道では与党幹事長のラフル・ガンジー氏などに禅譲する可能性も出てきているようだ。ネルー首相を曾祖父にもち、母親が与党の現党首であり、インドきっての名門の流れを汲む。前回 09 年の総選挙ではガンジー氏の若さ (1970 年生まれ) を売りにした選挙戦略などで与党は勝利したが、次期総選挙を睨んで、どういったタイミングでカードを切るのか注目される。現状の厳しい経済環境のなかで、首相交代による総選挙の前倒し実施などの可能性は高くないとみているが、仮に政局の不透明感などが生じた場合には、政治リスクとして株価のネガティブ材料となろう。

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

株式市場の見通しとしては、SENSEX30は15400ポイントと1月の高値から▲25%程度下落となっているが、金融緩和の遅れによる景気の減速や、欧州債務問題による投資家のリスク・オフ、為替の不安定な動きなどから、来年春頃にかけて14000ポイント台までの下値不安をかかえた軟調な展開が続くとみている。株価の持ち直しは景気回復や国営銀行などの不良債権処理や資本増強の進展、12/13年度予算における財政規律が大きく悪化しないことが確認されることなどで年後半以降と予想している。新興国のなかでも相対的に出遅れた展開が当面、続くのではないかと。◆



**みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

**【金融商品取引法に係る重要事項】**

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料（国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750% [税込み]、最低2,625円 [税込み]の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等）をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等:みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会:日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、  
社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

**株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL:<http://www.mizuho-msrc.com/>

**みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。