

リサーチ TODAY

2013年9月17日

## 続新興国減速、ラジャンマジックでインドは回復可能か

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

“The Great Deceleration”とされる新興国の「減速」が話題になり、先月のTODAYでも新興国経済の減速への転換に注目した分析を3回に亘り紹介した。前回に続き、今日も海外に駐在するエコノミストの分析を紹介する。本日はインドである<sup>1</sup>。

インド経済を見ると、下記の図表のようにルピー安が5月下旬から始まり、8月には下落が加速、同月28日にはルピーの対ドル相場が1ドル=68ルピー台の最安値に達した。こうしたルピー急落の背景には、インドの経常赤字が拡大するなか、5月後半以降、米国のQE3縮小観測からリスクマネー供給が鈍化するとの見方がマーケットで生じ、新興国市場に流れていた資金の巻き戻しが生じ、海外投資家が債券を売り越して、インド市場からの資金を引上げたことがある。

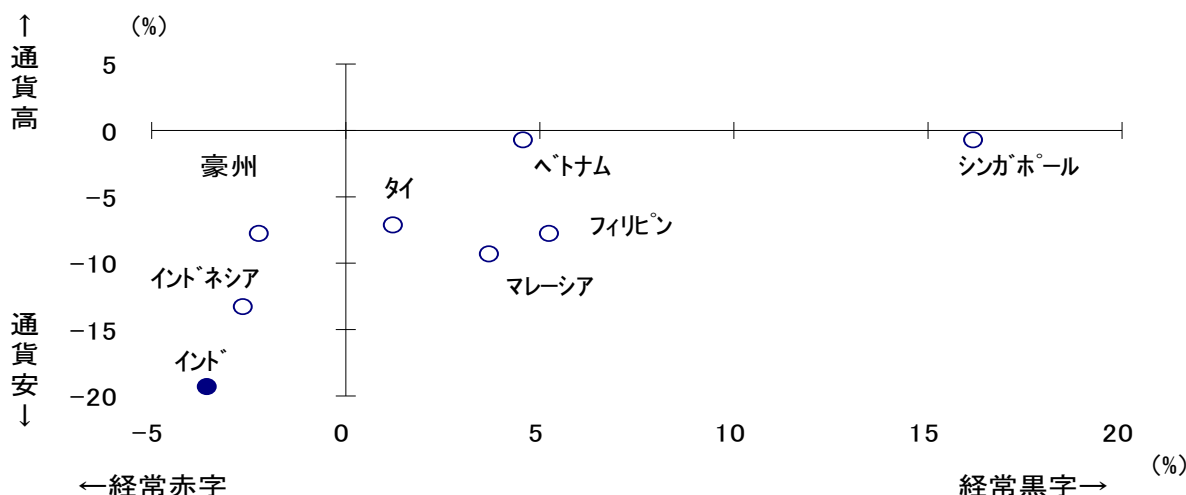
■図表: インドルピーの対ドル相場推移



(資料) CEIC

次ページ上段の図表は新興国の経常収支と為替の変化率を示す。インドの2013年1～3月期の経常赤字は名目GDP比3.6%で、アジアの主要新興国のなかで最も大きい。インドの中央銀行であるインド準備銀行(RBI)が持続可能と位置付ける2.5%の水準を大きく上回り、4月以降も高水準の経常赤字が続いている。インドの経常赤字が拡大するなか、そのファイナンスのために海外からの短期性資金に依存した構造は前回議論したトルコとも類似する。経常収支の赤字のなか、インド企業は外貨での借入も多く、自国通貨であるルピー下落は債務元本の拡大を招きスパイラル化するリスクをもつ。同図表をみても、5月以降の市場は経常収支の度合いで通貨を選別し、赤字国から資金流出が生じている状況にある。

■図表: 経常収支と為替変化率



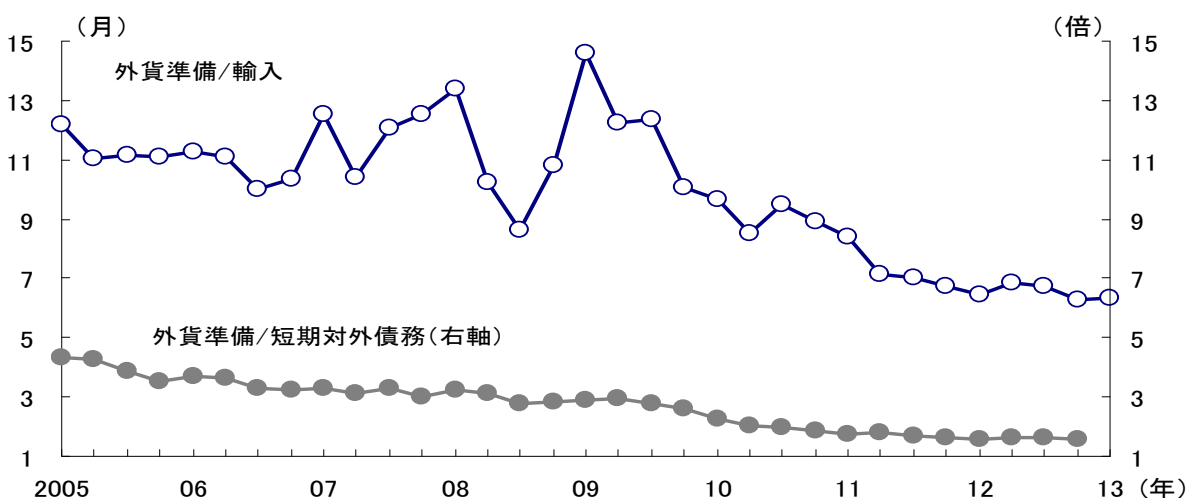
(注) 横軸の経常収支は名目 GDP 比で、2013年1~3月 (ベトナムのみ 2012年10~12月期)。

縦軸の為替変動率は5月22日~8月28日の対ドルレート変化率。

(資料) 各国統計、Bloomberg、CEIC よりみずほ総合研究所作成

下記の図表はインドの外貨準備を示す。一般的な目安とされる外貨準備/短期対外債務が1.0以上、外貨準備が月間輸入の3カ月分以上というメルクマールはカバーされるが、水準自体は低下が続いている。海外投資家のもう一段の短期資金の引揚げや格下げの動きには留意が必要だ。

■図表: インドの外貨準備状況推移



(注) 短期対外債務=残存期間1年未満

(資料) World DataBank Joint External Debt Hub、CEIC よりみずほ総合研究所作成

今年9月、RBI総裁にラジャン氏が起用された。このスター金融学者による異次元の金融政策、インドマジックでの危機打開が期待される。ただし、その成功には、インド経済の悪循環を断ち切るための、政府主導の構造改革が不可欠だ。今回、当社のレポートでは直接投資規制の緩和による外資の呼び込み、成長戦略として財政支出の配分見直しが必要とした。過去数年間のインド国内の過大な内需拡大・信用拡張に伴うISバランスの崩れた結果が経常赤字に繋がるだけに、内需抑制のダイエットを行いつつ、筋肉質になる構造改革の辛い対応が必要だ。先進国の回復がまだ完全でない今年後半をいかに乗り切るか、まさに正念場だ。

1 小林公司「通貨防衛に追われるインド」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2013年9月4日)