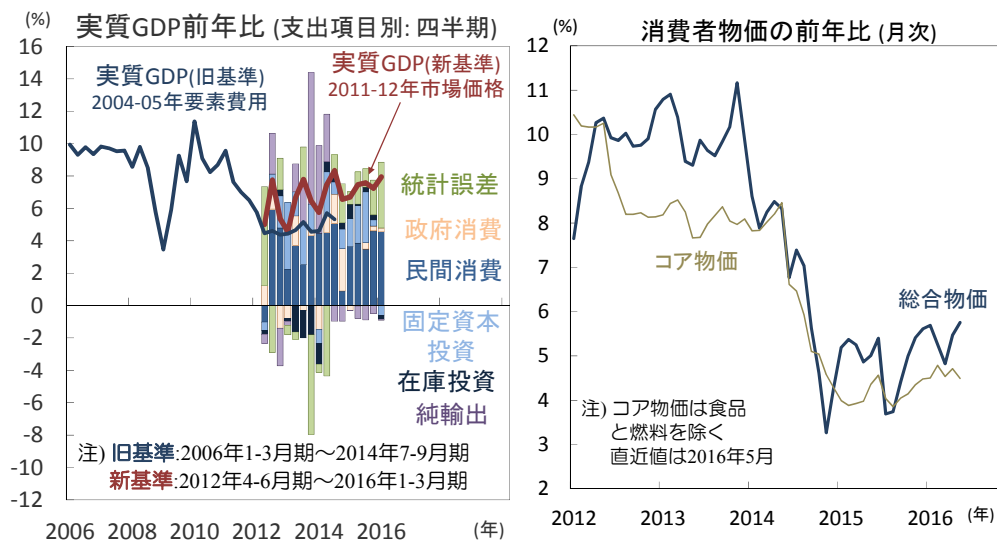


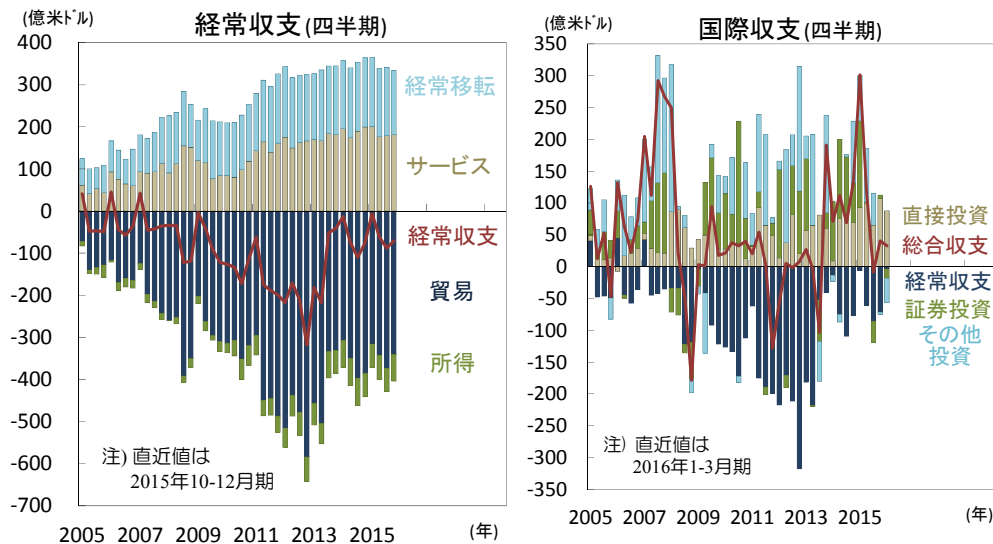
インド:ラジャン準備銀行総裁の退任後のルピー相場の方向性を考える

【図1】 緩やかに回復する景気(左)、沈静化する物価(右)



出所) インド中央統計局、CEIC

【図2】 2013年半ばにかけて急拡大した経常赤字はその後縮小



出所) インド準備銀行(RBI)、CEIC

6月20日、週明けのムンバイ市場では朝方よりインド・ルピーが下落し、一時1米ドル67.690ルピーと前日比0.9%安に。前週末の18日にインド準備銀行(RBI)のラジャン総裁が9月4日の任期末に退任することをRBI職員に通知、これまでの総裁達と同様に2年程度の任期延長があるだろうという期待が裏切られ、市場に失望が広がりました。

同総裁は、インドの経済と金融市場の安定の象徴でした。同氏は国民会議派を中核とする前政権下の2013年9月にRBI総裁に就任。当時、同国は景気の低迷(図1左)と物価の高騰(図1右)と経常赤字の拡大(図2)に悩んでいました。米当局者が量的金融緩和の縮小を示唆した同年5月以降、ルピー相場が急落し(図3左)、ブラジルやトルコ等とともに「脆い5カ国」と呼ばれました。ラジャン総裁就任直後のRBIは、在外インド人(NRI)による期間3年以上の外貨預金や銀行による対外借入に対する優遇措置を導入し、総額340億ドルの資本流入を実現。世界的なリスク選好度の回復も重なり急落していたルピーは安定化し、「新総裁が金融市場を安定化に成功した」という印象を広めました。

米シカゴ大学教授やIMFの首席エコノミストを務め世界的に著名な経済学者である同氏は、就任直後より内外の経済紙の取材に応じ、物価抑制や経済と金融部門の改革の必要性を力説。「新総裁の下で生まれ変わるRBI」の印象を世界に広め、同国への信頼を高めました。また、ルピー相場が安定した後は、市場の予想外の連続利上げを行い(図3右)、物価抑制を図りました。金融政策の運営に関しては、消費者物価を用いたインフレ目標制の導入にも着手。総裁一人が最終的な政策判断を行う制度を合議制に変更するため、金融政策委員会(MPC)を設置することで政府と合意しました。

RBIは、多額の広義不良債権を抱える銀行部門の健全化への取組みも強化しました。銀行に昨年4月までに貸出条件緩和債権を正常債権から分離させた上で、資産査定(AQR)の実施を指示。利払原資の貸付や返済先延ばしのための借換等の適正な分類を求めました。昨年12月には、ラジャン総裁が分類後の債権に対する引当を2017年3月までに行うよう各銀行に要請。銀行部門の健全化の総仕上げに向けた動きでした。

● 与党議員等から発せられたラジャン総裁への批判

就任直後より、通貨ルピーの安定化、物価の抑制、銀行部門の健全化等に取り組み、海外投資家の厚い信認を得たラジャン総裁。しかし、2014年5月の現政権誕生の前後より与党インド人民党(BJP)の議員等からの批判など摩擦が生じていたのも事実です。

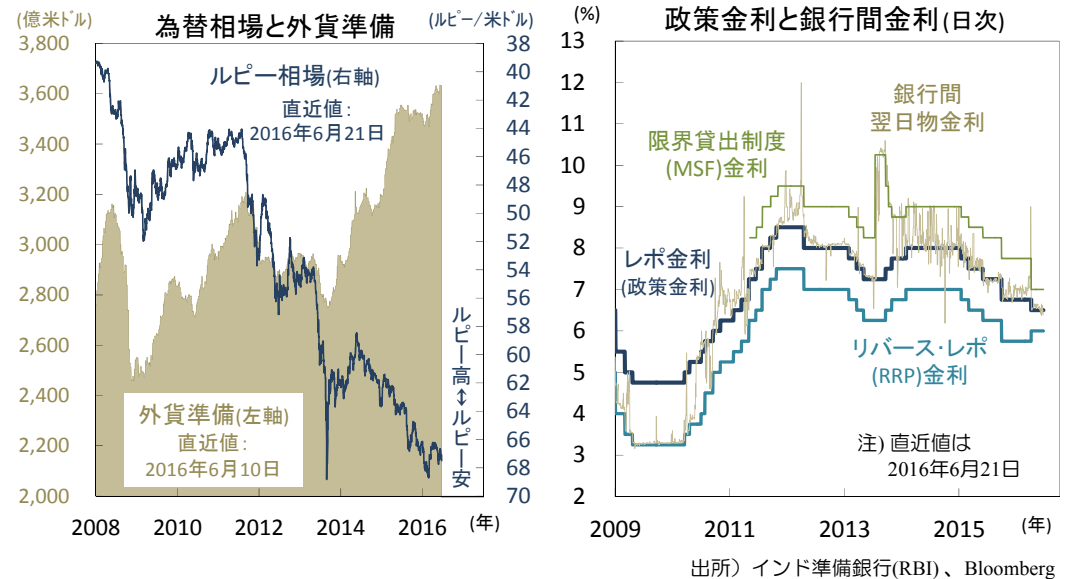
政策金利の水準が高いと考える実業界、不良債権の処理を迫られる銀行界、政府からの圧力に屈せず自身の意見を率直に述べる同氏を快く思わない財務省幹部など、同総裁には少なからぬ敵がいた模様です。昨年3月には、ヒンドゥー教徒が神聖視する牛の解体や牛肉の所持・販売を西部マハラシュトラ州(BJP政権州)が禁止し、同年9月には北部ウッタル・プラデシュ州で、牛肉を食べたと噂されたイスラム教徒が群集に暴行され死亡。イスラム教徒等の少数派に対する不寛容な動きの広まりに対する懸念が高まりました。こうした中、ラジャン総裁は同年10月末に自らの出身大学で経済発展における寛容さと他者への尊敬の重要性について講演。上記の出来事には一切言及しなかったものの、こうした動きへの批判と受け止められ、BJPの支持母体である民族奉仕団(RSS)幹部の反感を買ったとされます。くすびっていたラジャン総裁への批判は、今年5月に再燃。BJPの重鎮が総裁任期の延長への反対を表明しました。

● 市場の関心は後任の準備銀行総裁候補にシフト

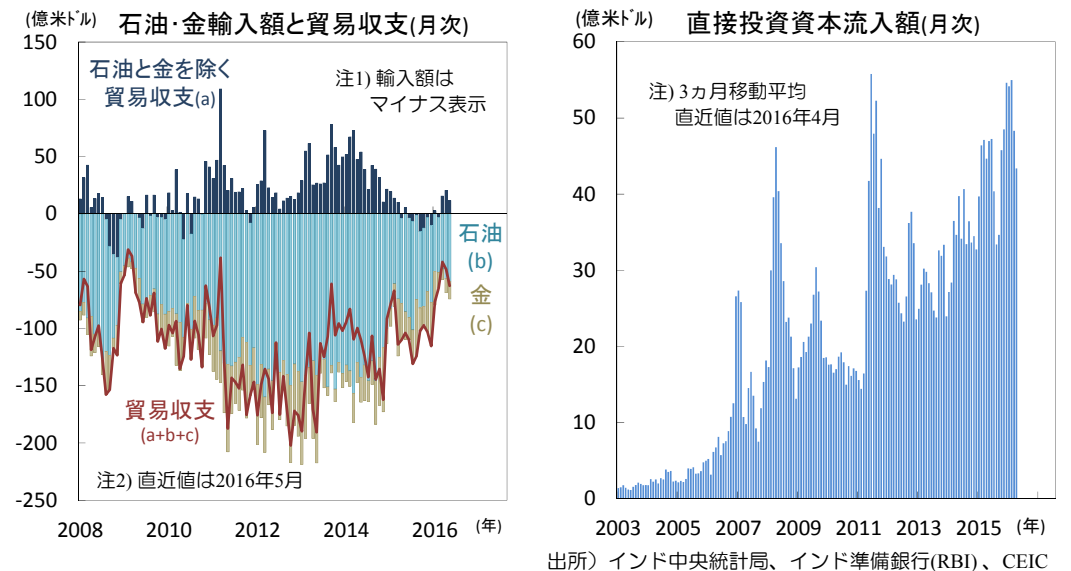
BJPのスプラマニアン・スワミ上院議員は、モディ首相への書簡でラジャン総裁の任期を延長すべきでないと進言。金利を「不要に高く」保ち経済を疲弊させ、政府を批判したなどと同総裁を批判しました。ジャイトリー財務相はこうした発言を非難したものの、モディ首相は「任期延長は行政上の手続きに過ぎない」と述べるのみで事態を静観。こうした中で、今年9月に同総裁が退任することが確定、市場参加者は同首相にラジャン総裁を守る意思と能力がなかったことに失望を隠せませんでした。

先週19日の総裁の退任表明を受けて、ジャイトリー財務相は後任者を早期に指名するとツイッターに投稿。現地紙は、匿名の関係者からの情報としてアルビンド・スプラマニアン政府首席経済顧問、ウルジット・パテルRBI副総裁、ラケシュ・モハン元RBI副総裁を含む複数の候補者の名を報道。ラジャン氏の功績の大きさをゆえに後任者の荷は重いものの、優れた能力と業績を持つ後継者候補に事欠かないのも事実のようです。当面は、銀行部門の再建と近く設立される金融政策委員会(MPC)による金融政策運営を軌道に乗せられるかが焦点。しかし、最も重要な制度設計は既にほぼ終わっており、総裁の交代によってこれらの取組みが滞る可能性は低いとみられます。

【図3】2013年9月よりドル買い介入の積極化で外貨準備が増加(左)



【図4】石油と金輸入の減少で貿易黒字が縮小(左)、増加する直接投資(右)



● 経済状況改善もあり、総裁退任の市場への影響は限定的

前述の通り、ラジャン総裁が退任を表明した直後の20日のムンバイ市場では、朝方よりルピーが対米ドルで前日比0.9%下落しました。しかし、その後は英国のEU離脱懸念の後退に伴うリスク選好の動き等から同相場の終値は前日比0.3%安まで回復。総裁退任の影響は軽微であり、市場の関心は後継者選びに移ったとみられます。

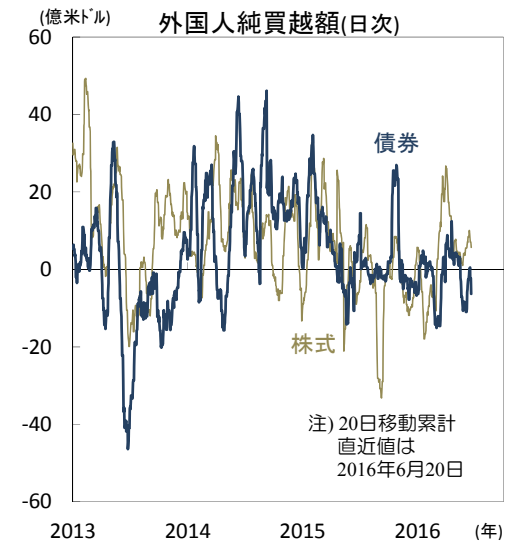
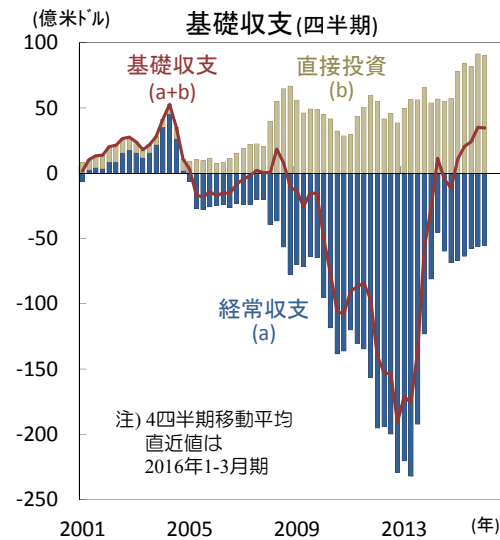
ラジャン総裁の就任当時に比べ、景気は回復し、物価は沈静化し、経常赤字は縮小(図1、図2)。国際原油価格の低下で燃料の純輸入国である同国の貿易赤字は縮小し、燃料小売価格の低下で物価は沈静化、都市部家計の購買力が改善し民間消費が回復しました。こうした幸運に加え、物価抑制に向けた慎重な金融政策運営、投資環境の改善、食品流通制度の改善や機動的な備蓄管理なども経済の安定化に寄与。物価の安定化に伴ってインフレ・ヘッジ目的の金購入も減少し、貿易赤字が縮小(図4左)。直接投資の自由化等に伴う同投資の流入額の増加(図4右)と経常赤字の縮小に伴って基礎収支が黒字基調となり(図5左)、証券投資への依存度が低下するなど、国際収支は安定化しています。2013年9月以降は国際収支が黒字化する中でRBIがドル買い介入を積極化し外貨準備の水準も上昇(図3左)、対外ショックへの耐久力が増えています。

● 経済改革停滞の懸念が後退し、ルピーは当面底堅く推移か

ルピーの対米ドル相場は、昨年▲4.7%と世界的なリスク回避相場の中でも底堅く推移したものの(図6左)、今年初より6月21日にかけては▲2.0%と主要新興国ではメキシコ・ペソに次いで不振(図6右)。昨年は、原油価格の低迷、中国景気や米利上げを巡る懸念からリスク回避の動きが強まる中で、主要新興国の中でも恵まれた環境にあった同国資産は例外的に買持ちにされました。しかし、今年2月より米利上げ先送り観測から市場のリスク選好度が増し昨年売込まれ割安となった高金利新興国通貨を買戻す動きが強まる中、ルピーの売戻しが生じたとみられます。昨年10-11月のビハール州議会選挙で与党が惨敗し、上院野党の抵抗で経済改革が停滞するとの懸念が高まったことも、現政権による経済改革を期待した株式投資資本の流出を促しました。

しかし、今年2-5月の予算国会では破産法など複数の経済改革法案が通過。昨年11月にビハール州議会選挙を終え来年4-5月のウッタル・プラデシュ州まで重要な州議会選挙がない中、政治対立が生じづらくなり経済改革を巡る審議が進みやすい環境が整ったとみられます。安定的な国際収支、多額の外貨準備、恵まれた経済環境、高水準の金利等に支えられ、通貨ルピーは底堅く推移すると予想されます。(入村)

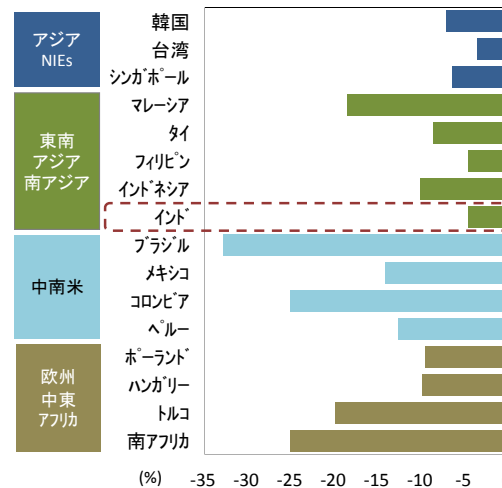
【図5】 経常赤字縮小と直接投資黒字拡大で基礎収支が黒字基調に(左)



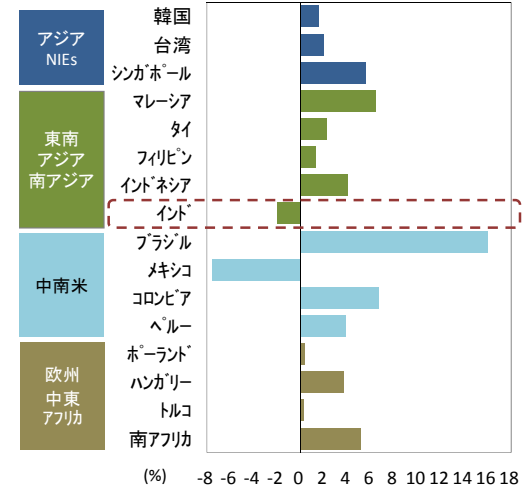
出所) インド準備銀行(RBI)、インド証券取引委員会(SEBI)、CEIC、Bloomberg

【図6】 昨年打たれ強さ発揮のルピーも、今年リスク選好局面では不振(右)

主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率
(2014年12月31日～2015年12月31日)



主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率
(2015年12月31日～2016年6月21日)



出所) Bloomberg

留意事項

◎投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としているため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。したがって、投資者のみなさまの投資元金が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた損益はすべて投資者のみなさまに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

◎投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

■購入時（ファンドによっては換金時）に直接ご負担いただく費用

・購入時（換金時）手数料 ... **上限 3.24%（税込）**

※一部のファンドについては、購入時（換金時）手数料額（**上限 37,800円（税込）**）を定めているものがあります。

■購入時・換金時に直接ご負担いただく費用

・信託財産留保額 ... ファンドにより変動するものがあるため、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

・運用管理費用（信託報酬） ... **上限年 3.348%（税込）**

※一部のファンドについては、運用実績に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。

■その他の費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等でご確認ください。

※その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

お客さまにご負担いただく費用の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法は、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三菱UFJ国際投信が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

各資産のリスク

◎株式の投資に係る価格変動リスク

株式への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動するため、株式の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎公社債の投資に係る価格変動リスク

公社債への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、公社債の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎信用リスク

信用リスクとは、有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となること等をいいます。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合または取引が不可能となる場合、市場実勢から期待される価格より不利な価格での取引となる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

国内株式・国内債券への投資は上記のリスクを伴います。海外株式・海外債券への投資は上記リスクに加えて以下の為替変動リスクを伴います。

◎為替変動リスク

海外の株式や公社債、REIT、オルタナティブ資産は外貨建資産ですので、為替変動の影響を受けます。そのため、為替相場が円高方向に進んだ場合には、投資元金を割り込むことがあります。

新興国への投資は上記リスクに加えて以下のカントリーリスクを伴います。

◎カントリーリスク

新興国への投資は、先進国への投資を行う場合に比べ、投資対象国におけるクーデターや重大な政治体制の変更、資産凍結を含む重大な規制の導入、政府のデフォルト等の発生による影響を受けることにより、市場・信用・流動性の各リスクが大きくなる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込む可能性が高まる場合があります。

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。

■投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。

■投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。

■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。

■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、見通ししない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いません。

■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国際投信経済調査部の見解です。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。

■投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡りする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

■クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご留意ください。