



2011年のインド経済：ルピー急落に関する一考察

神戸大学 経済経営研究所

准教授 佐藤 隆広

1. はじめに

2011-12年度のインド経済の成長見込みは、大蔵大臣の予算演説（2011年2月）で示された9%という高い値から計画委員会による推定（同年12月）による7~7.5%にまで引き下げられているとはいえ、依然としてインド経済は7%を超える堅調な成長経路を歩んでいる。

経済成長が緩やかに減速した理由は、明確である。2010年以降、インド経済は高率のインフレに直面しているが、この高率のインフレを抑えるために、インド準備銀行（Reserve Bank of India: RBI）が金融引き締め政策として政策金利を断続的に引き上げている。代表的な政策金利であるレポレートは、2010年3月の4.75%から2012年1月時点の8.5%にまで上昇している。すなわち、短期的な景気後退という犠牲を払って、RBIがインフレ対策を行っているのが成長減速の要因である。このことは、景気とインフレのトレードオフという古典的な問題として容易に理解できる。

これに対して、2011年8月からルピーが対ドルレートで急落しているが、この理由を説明することは難しい。わたしは、現在、インドで在外研究をおこなっていることもあり、日ごろの公私にわたる交流から、インド在住の多くの日本人や日系企業にとってこのルピー急落が切実な問題であることを感じている。もちろん、ことはルピーだけではなく、円高問題もそうだ。ルピー建てで給料をもらっている日本人のみならず、必要不可欠な部品や原料を海外から輸入していたり、インド国外で生産されたものを輸入販売している日系企業も、このルピー安・円高問題に頭を悩ませている。他方で、インド進出を考えている日本企業にとっては、ルピー安・円高は追い風になっているはずでもある。わたしは、インドで「この円高の波に乗って、インド企業を買い叩け」と檄をとばす勇ましい意見を聞いたことすらある。いずれにしても、わたしは、インドにおいて、ルピー安・円高問題の大きさを痛感した。

実際に、日次のルピーの対ドル為替レートの推移を示している図表1を通じて、このルピー急落を確認したい。2011年8月を境にして、ルピーが急落していることが明確に確認できる。2011年7月29日の1ドル44.219ルピーから、2012年1月10日の51.594ルピーまでの約5カ月間で17%程度も下落している。

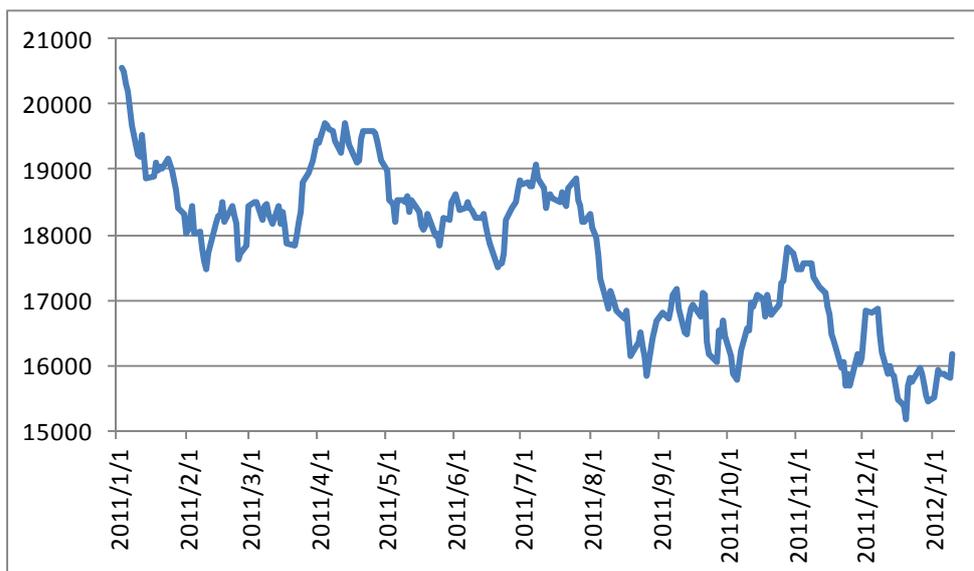
図表 1 : ルピーの対ドル為替レートの推移 (日次)



資料 : Pacific Exchange Rate Service (<http://fx.sauder.ubc.ca/>).

また、ルピー急落と並行して、株価も急落している。図表 2 は、インドの代表的な株価指数であるボンベイ証券取引所の Sensex 指数である。為替レートの急落が発生した 8 月を境に、株価も大きく急落していることが明確に観察できる。為替レートと株価に甚大な影響を与えているのが外国機関投資家(Foreign Institutional Investor: FII)の動向であることがよく知られているが、こうしたルピーと株価の急落の背景にも FII のインド株式・債券の売り越しが存在していることは、後で改めて確認したい。

図表 2：ボンベイ証券取引所株価指数（Sensex 指数）



資料：Bombay Stock Exchange (<http://www.bseindia.com/stockinfo/indices.aspx?ind=SENSEX>).

この小論は、いくつかのグラフを用いることによって、2011 年後半におけるルピー急落の原因を考察しながら、インドにおける名目為替レートの決定にかかわる要因を探ることにしたい。もちろん、小論は、本格的な学術的貢献を目指すものではなく、インド在住の日本人や日系企業が寄せる素朴な疑問「ルピーはどのように急落しているのか、今後のルピーはどうなっていくのか」に対する覚え書きのようなものである¹。

2. 短中期の為替レートの決定要因

先に、2011 年 8 月を境にルピーが急落していることを指摘したが、ここでは急落直後数日間におけるインドの英字新聞 *The Hindu* の記事を通じて、市場関係者がこの急落をどのように受け止めてきたのかを確認したい（以下は、記事の要旨である）。

2011 年 8 月 3 日（水）付けの記事：アナリストは、投資家の関心が、米国における弱い景気回復や世界的な株式市場の低落に移った、と述べている。ブローカーがいうには、不確実な世界経済見通し・高い国内インフレ・工業成長の鈍化などに加えて、首相経済審議会(Prime Minister's Economic Advisory Council: PMEAC)による成長予測が当初 9%であったのが 8.2%に下がったことが株式購入の意欲に打撃を与えた。ディーラーは、銀行・輸入業者・精油業者などからの新規のドル需要や国内株式市場の低落がルピー下落に圧力をかけてい

¹ 小論で言及する為替レート決定理論については、たとえば、参考文献[2]などを参考にされたい。インド経済全般について詳しく知りたい場合は、参考文献[1]を推薦する。また、参考文献[4][5]は、世界同時不況前後のインド経済の状況をわかりやすく解説している。参考文献[3][6]は、インド経済に関する専門書であるが、小論では言及していない為替レートをめぐる他の諸問題についても検討を加えている。

る、と述べている²。

4日(木)付けの記事：株式市場の低落の真っ只中における輸入業者からの持続的なドル需要に引きずられて、ルピーが下落している³。

5日(金)付けの記事：食料インフレが8%を超えたため、さらなる利上げがRBIによってなされるのではないかと、投資家が懸念している。ブローカーがいうには、外国のファンドによる急激な売りが市場ムードを落ち込ませている。Bonanza PortfolioのSenior Research analystであるShanu Goel氏は、「午後のセッションで売りが集中したのは、RBIが金利を強力に引き上げているにもかかわらず、高いインフレ数値がでたことに対して市場が悲観的になったからです」と述べている。また、マーケットアナリストがいうには、Pranab Mukherjee大蔵大臣が国会においてインフレ抑制のためのいかなる戦略にも言及しなかったことも、市場予想に悪影響を与えた。ルピーも、国内株式市場の急落とともに海外における継続的なドル需要とともに下落している⁴。

6日(土)付けの記事(1)：インド証券監督局(Securities and Exchange Board of India: SEBI)のU. K. Sinha議長によれば、米国市場の崩落に引きつられてボンベイ証券取引所とナショナル証券取引所(National Stock Exchange)の株価指数が急落しているときでも、インドの証券市場は健全である。また、シンハ氏は、「われわれの規制メカニズムやリスク管理システムは完璧に機能しており、何ら問題にすることもない」、さらに、「今日[金曜日]の株価急落はインドもその一部となっている世界的な趨勢の結果であろう」と述べた⁵。

6日(土)付けの記事(2)：Kotak SecuritiesのSenior Vice-President (Private Client Group Research)であるDipen Shah氏は、「インド市場は今日[金曜日]大幅に調整された」と述べた。これは、欧米市場の落ち込みと軌を一にしている。彼は、「それ[米国の連邦準備制度理事会による金融緩和政策]が市場にとって短期的には良いであろうが、長期的にみると米国経済にとって悪い影響を与えるであろうと思う。インドにとってもまた、長期的には悪い影響を与えるであろう。なぜなら、コモディティ価格が再度高騰するかもしれないからである」と述べている。Geojit BNP ParibasのResearch HeadであるAlex Mathews氏は、「Nifty株価指数は新しい底値である5116をつけた。この水準がひとつの重要な基準になる」と述べている。彼がいうには、投資家は、この四半期の結果が芳しくないため企業収益については依然として自信がない。高金利は企業収益を圧迫するであろう。とくに、欧米への輸出からの収益の割合が大きいIT企業は、売上の減少にも直面している⁶。

6日(土)付けの記事(3)：外国為替ディーラーがいうには、資本流出の増大と輸入業者とりわけ精油業者による継続的なドル買いがルピーの下落を促進している⁷。

9日(火)付けの記事(1)：先週金曜日にStandard & Poor'sによる米国国債格付けの引き下げや欧州債務危機に対応して、8日月曜日にPranab Mukherje大蔵大臣は、「われわれの制度は強く、[われわれは]現在の状況で起こりうるいかなる問題にも対処できるように準備を

² <http://www.thehindu.com/todays-paper/tp-business/article2317558.ece>

³ <http://www.thehindu.com/todays-paper/tp-business/article2320594.ece>

⁴ <http://www.thehindu.com/todays-paper/tp-business/article2323561.ece>

⁵ <http://www.thehindu.com/todays-paper/tp-business/article2329410.ece>

⁶ <http://www.thehindu.com/todays-paper/tp-business/article2329411.ece>

⁷ <http://www.thehindu.com/todays-paper/tp-business/article2329413.ece>

している」と述べた。また、彼は、政府は「ペンディングになっている改革の実施を早急に実現し、国際経済状況に注視する・・・われわれは、国内消費を喚起することに注力し、この国内成長の牽引役に刺激を与える」とも述べている。RBIは、証券市場におけるパニック売りを防止するために、その声明でつぎのように述べている。「われわれは、進展している事態に対して速やかに適切な対応を行う・・・RBIの目下のプライオリティは、金利や為替レートの過剰なボラティリティを防止するために適切なルピーならびに外貨の流動性を国内市場で確保することである」。これらの声明にもかかわらず、FIIによる多額の売りで市場は混乱した。ルピーが資本流出で下落したのに対して、安全資産として金（ゴールド）買いが殺到した。大蔵大臣は、「資本や貿易フローに対するなにかしらの影響はありうるだろう。しかし、インドの成長ストーリーは強くので、われわれは、たとえ一時的な資本流出が発生したとしても FII はインドを魅力的な投資先としてみてくれるであろうと思う」と述べている。市場の落ち込みの良いところは、国際的なコモディティ価格の軟調化である。このことは、インフレ抑制や財政バランス維持に貢献するであろう⁸。

9日（火）付けの記事（2）：月曜日のルピーは、米国の国債価格付けの引き下げ後の世界的な株式市場の落ち込みのなかで機関投資家が資金を引き上げたことが原因で、1ドル45ルピーの大台に乗ったあと過去6週間のなかでは最も低い44.97/98ルピーで取引を終了した。ルピーの下落は、ドルに対してルピーが増価することに懸念していた輸出業者には驚きをもって迎えられた。輸出業者は、米国の国債価格付けの引き下げはルピーの増価をひいてはインドの国際競争力を低下させるといつてきた⁹。

10日（水）付けの記事（1）：市場関係者は、インド経済の強いファンダメンタルズに対する大蔵大臣の自信とCapital MarketのJoint SecretaryであるThomas Mathew氏のつぎのような確信に言及している。すなわち、FIIは投げ売りをすることはないであろう。そして、このことは短期的な市場の回復を後押しする。しかし、最終的には世界的なマイナス要因が優勢になるであろう。市場関係者がいうには、市場は、投資家心理を高めるような声明が出されるのではないかという期待をしながら、木曜日夜に予定されている米国中央銀行の政策会議を待っている¹⁰。

10日（水）付けの記事（2）：火曜日のルピーは23パイサ下落し、45.20/21ルピーになった。これは、過去10週間のなかでは最も低い水準である。株式市場が継続的に落ち込んでいるなか、輸入業者からのドル需要が継続している。また、急激な資本流出もルピーに対する圧力をかけている。実際、FIIは8月2日から直近5営業日で8億3834億ドルの資金を引き上げている¹¹。

11日（木）付けの記事：証券市場は、ボンベイ証券取引所の株価指数が6日連続下落していた流れを止めた。株価は、273ポイント上昇し、17000台を超える17131に到達した。米国の連邦準備が景気後退に歯止めをかけるために金利の据え置きを決定したあと、投資家は世界的に割安になっている株式を購入したのが原因である。Pranab Mukherjee 大蔵大臣

⁸ <http://www.thehindu.com/todays-paper/article2338090.ece>

⁹ <http://www.thehindu.com/todays-paper/tp-business/article2338067.ece>

¹⁰ <http://www.thehindu.com/todays-paper/tp-business/article2341302.ece>

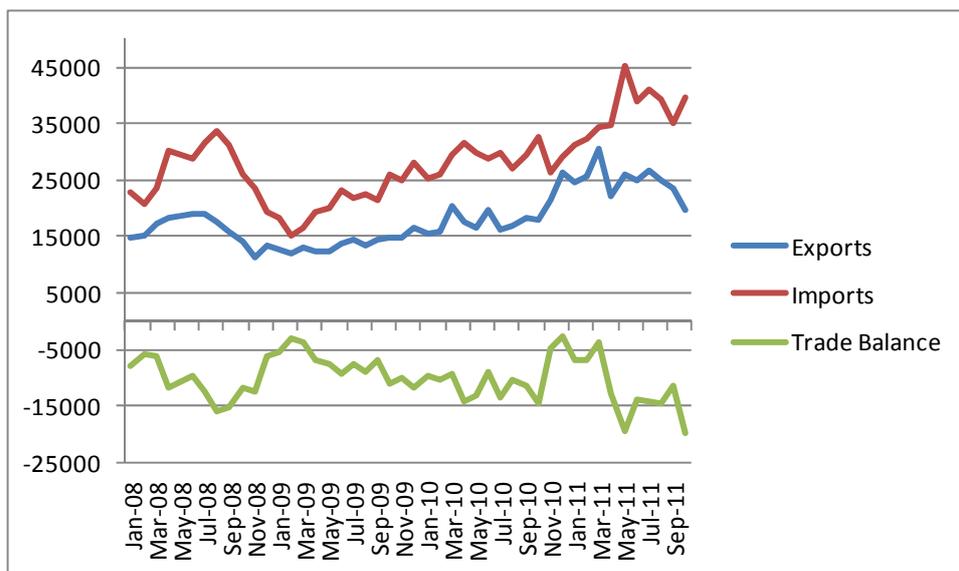
¹¹ <http://www.thehindu.com/todays-paper/tp-business/article2341303.ece>

は、「RBI と大蔵省は、必要とされるいかなるステップも実施するという緊密な協力関係にある。外貨の流動性不足という事態は一切ない」と述べている。しかし、株式市場が回復を示したにもかかわらず、ルピーは水曜日に7日連続下落した¹²。

以上、2011年8月3日付けから8月11日付けの *The Hindu* から株式市場と外国為替市場の記事の要旨を紹介した。ルピーの対ドル為替レート決定の要因として、この記事から読み取れる点を2点指摘しておきたい。第1は、ドルに対する実需の急増である。輸入業者が輸入代金の決済のためにドルを大量に買い求めていた（とりわけ上記の新聞記事では精油業者が特記されていた）。実際に、貿易データでこのことを確認してみたい。図表3は、輸出、輸入および貿易収支の推移を示したものである。これによれば、2011年3月時点で40億ドル程度であったが貿易赤字が4月に一挙に130億ドル、さらには5月には190億ドルにまで膨らんでいる。変動があるものの、2009年の前半から貿易赤字は趨勢的に悪化傾向にあることが読み取れる。当然、輸入業者によるドル需要が輸出業者によるドル供給を恒常的に上回っているため、貿易だけ取り出してみるならば、ドルに対する超過需要が増加傾向にありとくに2011年4月以降それがいっそう激しくなったことが理解できる。このことは、たしかに、ルピー急落の要因のひとつと考えて良い。

¹² <http://www.thehindu.com/todays-paper/tp-business/article2344965.ece>

図表 3 : 輸出・輸入・貿易収支 (月次、単位 : 百万ドル)



資料 : RBI, *Handbook Statistics of Indian Economy 2010-11*, and do., *RBI Bulletin*, January 2012.

第2は、資本流出の急増である。とくに、証券市場と外国為替市場をつなぐFIIが、大量に証券市場で売り越しを行なっている。保有している株式や債券をルピーに現金化し、それを外国為替市場でルピーを売りドルを購入している。いわゆる「換金売り」という現象である。新聞記事からは、こうした資本流出の直接的な原因として、欧米における国家債務問題やインド経済のパフォーマンスの低下などによって引き起こされた投資家心理 (market sentiments) の急激な悪化があることが読み取れる。

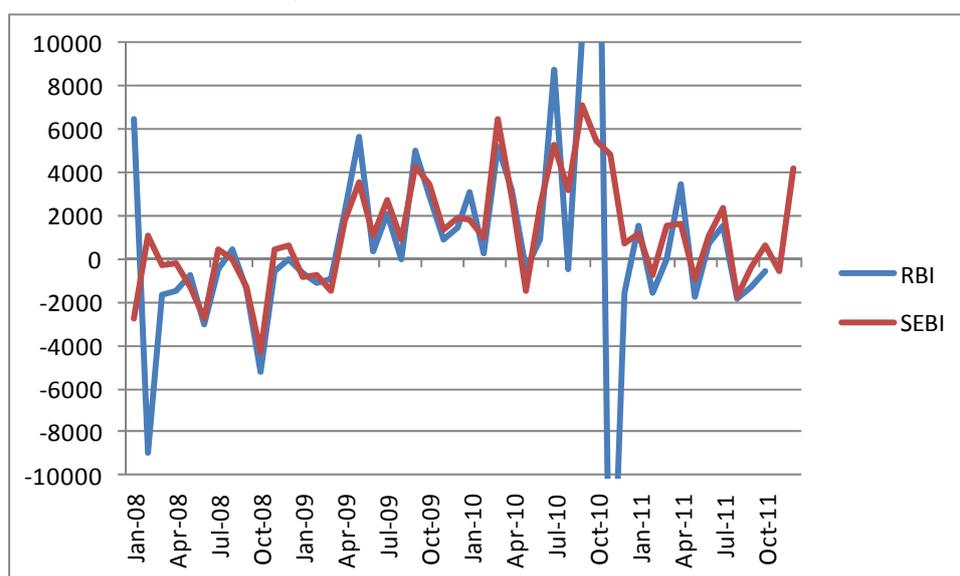
もちろん、投資家心理という言葉は便利であるが、それが一体具体的には何を意味しているのかを把握することは容易ではない。株価が上がれば投資家心理が強気になったからだと説明し、逆に株価が下がれば投資家心理が弱気になったからだと説明することが可能である。これでは、同義反復になってしまいかねない。もちろん、投資家心理が株価や為替レートに影響することは間違いないし、実際に、そうした資産価格は予想の自己実現 (self-fulfilling prophecy) によって決定されることすら稀ではないのかもしれない。

ここでは、この投資家心理という難しい問題に深く立ち入ることはせずに、実際にインドにおける代表的な投資家であるFIIによる資金フローの推移を確認したい。FIIの資金フロー統計は、2種類存在する。FIIを監督するインド証券監督局 (Securities and Exchange Board of India: SEBI) がそのウェブページで毎日公表している統計とRBIが国際収支統計の一部として毎月公開している統計である。この2種類の統計を用いて、FIIの資金フローの推移を示したのが図表4である。図表4をみると、2種類の統計数値はほぼ一致した動きをしているが、完全に数値が一致することはなく、かつ、2008年前半や2010年後半では著しい違いがみられる。とりわけ、RBI統計でみた2010年10月の287億ドルの資金流入と2010年11月の200億ドルの資金流出は、あまりに規模が大きく異常である。2010年10月の数値は、*RBI Bulletin*の2011年12月号では29億ドルに修正されているが、翌月号の*RBI Bulletin*で

は元の 287 億ドルに再修正されており、統計数値の改訂に混乱が見られることを指摘しておきたい（ここでは最新統計の値を採用した）。

さて、株価と為替レートが急落した 2011 年 8 月をみると 18 億ドル（RBI 統計と SEBI 統計）の資金流出、さらに翌月の 9 月も、13 億ドル（RBI 統計）・3 億ドル（SEBI 統計）の資金流出が観察される。最新の 2011 年 12 月時点で見ると、42 億ドル（SEBI 統計）もの資金流入が観察されるが、それまでは 2010 年末に資金流入のピークがみられ、FII の資金フローは趨勢的に減少傾向にあった。こうした FII の資金フローの推移は株価や為替レートの推移と整合的である。なぜなら、FII の資金流出が激しかった 2011 年 8 月と 9 月には為替レートが急落しており、FII の資金流入が急増した 2011 年 12 月においてはその月の後半から株価が上昇傾向を示し為替レートも減価しなくなっているからである。

図表 4：外国機関投資家（FII）の資金フロー（月次、単位：百万ドル）

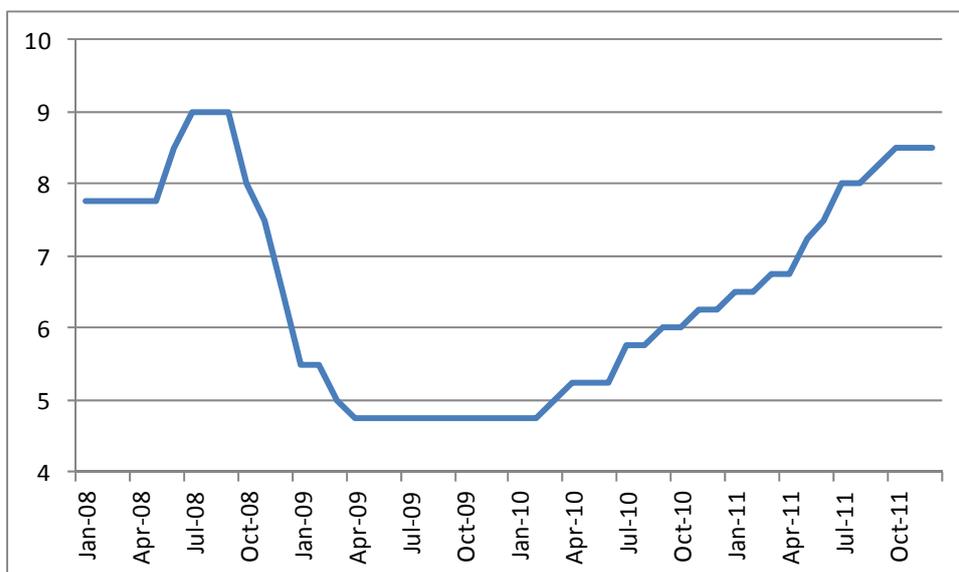


資料：RBI, *Handbook Statistics of Indian Economy 2010-11, do., RBI Bulletin, January 2012, SEBI, Handbook of Statistics on the Indian Securities Market 2010, and, do., FII Trends* (<http://www.sebi.gov.in/Index.jsp?contentDisp=FII Trends>).

それでは、つぎに FII の資金フローに影響を与えている最も有力な要因のひとつとして、金利を考えることにしたい。資本移動が自由でかつ変動相場制度の下では、通常、(海外の金利が一定であれば) 自国金利が上昇傾向を見れば為替レートが増価し、金利が下落傾向を見れば為替レートが減価することが予想される。これを金利平価(Interest Rate Parity) 仮説という。図表 5 は、代表的な政策金利であるレポレートの推移を示している。これによれば、リーマン・ショックが発生した 2008 年後半から 2010 年前半にかけて RBI が金利を大幅に引き下げて金融緩和政策をとっていることがわかる。2010 年半ば以降は、逆に、RBI は金利を段階的に引き上げ金融引締政策をとっている。前者の時期においては世界同時不況からの脱却、後者の時期においてはインフレ抑制が、RBI の主要な目的である。世界同時不況後においては、欧米先進国は金融緩和政策をとっているため、インドの金利は相対

的にもそして絶対的にも高くなっている。

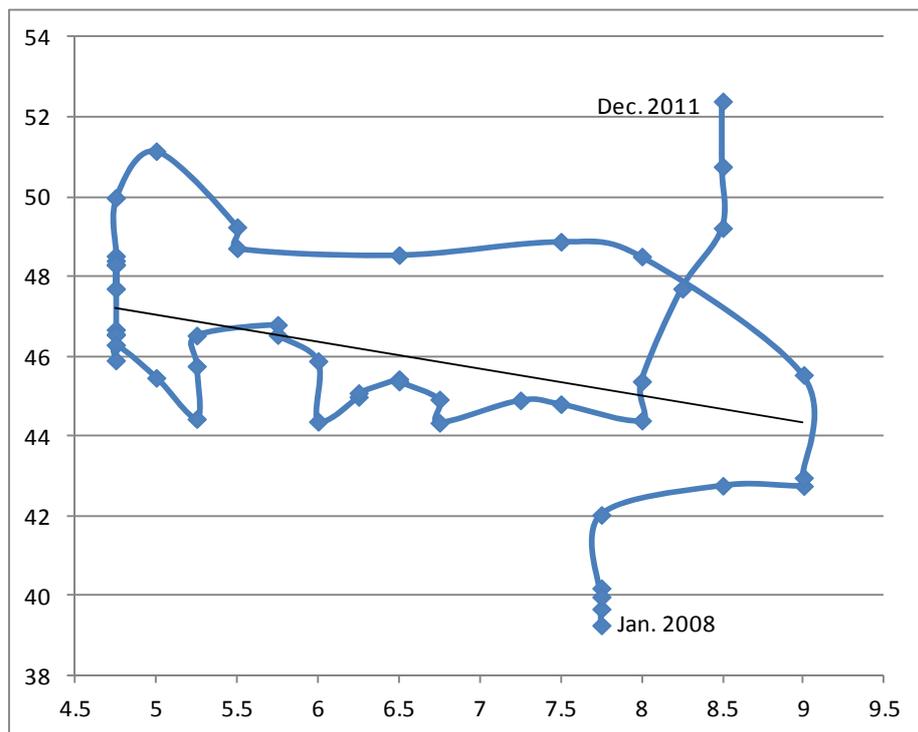
図表 5：レポレートの推移（月次、単位：%）



RBI, *Handbook Statistics of Indian Economy 2010-11*, and *do.*, *Monetary and Credit Information Review*, December 2011.

そこで、図表 6 は、レポレートを横軸に、対ドル為替レートを縦軸にとった散布図を示している。データは、2008 年 1 月から 2011 年 12 月までの月次データである。この図表を観察すると、例外的な期間を除くと、散布図上での動きが、上下（垂直）と左右（水平）方向の組み合わせになっていて、斜め方向（右下がりや右上がり）の動きはごく稀であることがわかる。先に述べたように、金利平価仮説によれば、金利が上昇傾向を見せれば為替レートが増価し、金利が下落傾向を見せれば為替レートが減価することが予想される。したがって、散布図上では、右下がり（あるいは左上がり）の動きが観察されるはずであるが、ごく例外的な期間を除いて、そうはなっていないのである。

図表 6：政策金利と為替レート（月次、2008 年 1 月～2011 年 12 月）



資料：RBI, *Handbook Statistics of Indian Economy 2010-11, do., Monetary and Credit Information Review*, December 2011, and Pacific Exchange Rate Service (<http://fx.sauder.ubc.ca/>).

先にも述べたように、リーマン・ショック後、RBIは景気の底割れを防止するためにレポレートを断続的に引き下げている。引き下げ直後こそ大幅に為替レートは減価しているものの、その後に政策金利を引き下げている期間においては為替レートはかなり安定した推移をしている（右から左への方向の動きである）。この後、レポレート自体には何らの変化がないにも関わらず、為替レートが増価する（上から下方向への動き）。そして、世界同時不況の影響の遮断に成功したRBIは、インフレ対策のために断続的にレポレートを引き上げるのである。しかし、2011年8月までの期間においては、為替レートは安定した推移を示している（左から右方向への動き）。その後、同年8月以降、レポレートの上昇と為替レートの減価が同時に発生している（右上がりの動き）。

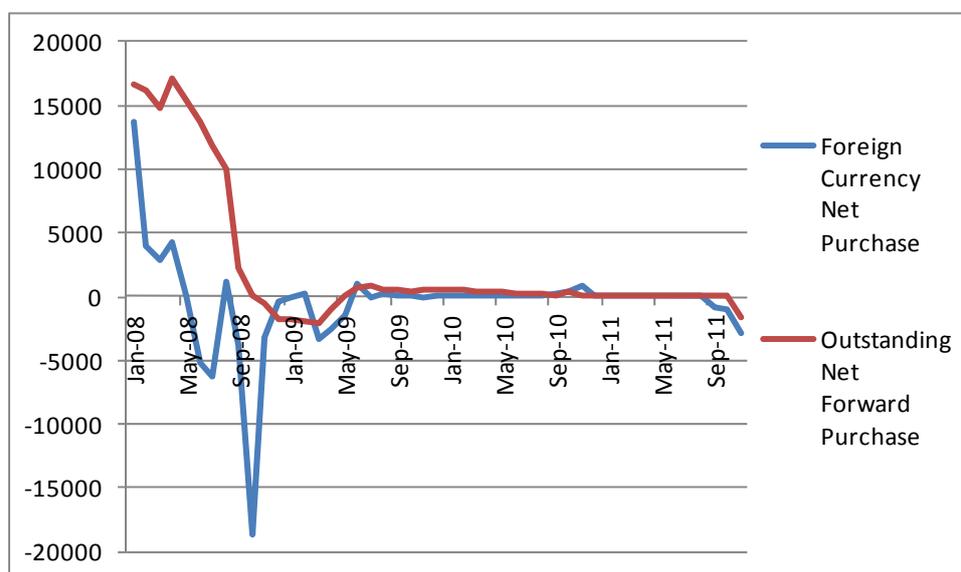
しかしながら、全体のデータを用いて、回帰曲線を描くと、右下がりになっており、金利平価仮説と整合的な結果となっている。したがって、金利は名目為替レートに経済理論が想定するような影響を与えるとみなして良い。

それでは、なぜ、短期的には金利と為替レートには想定されるような関係がみられないのであろうか。1つの重要な理由として、ここでは、RBIによる外国為替市場介入に注目したい。図表7は、直物と先渡し別でみたRBIの外国為替市場介入の推移を示したものである。図表7のパネル(A)によれば、リーマン・ショック以前においてRBIはわずか1カ月で直物と先渡しそれぞれで100億ドルを超えるドル買い介入を実行していること、さらに

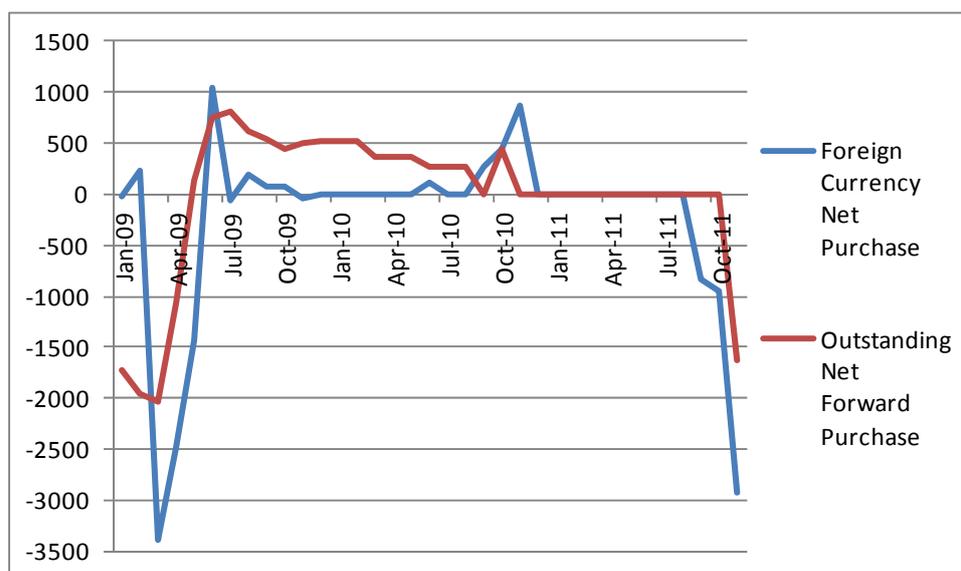
は、リーマン・ショック直後においては、直物でみて 200 億ドルに達する程度ものドル売り介入を実行していることがわかる。

図表 7：インド準備銀行（RBI）による外国為替市場介入（月次、単位：百万ドル）

パネル（A）：2008 年 1 月から 2011 年 11 月



パネル（B）：2009 年 1 月から 2011 年 11 月



資料：RBI, *Handbook Statistics of Indian Economy 2010-11*.

注：数値がプラスの場合はドル買い介入、マイナスの場合はドル売り介入を意味する。

リーマン・ショック前後の介入額が極めて多額のため、2009 年以降の介入額の推移をグラフから読み取ることができない。そこで、つぎに、2009 年 1 月以降から 2011 年 11 月までの推移を示したパネル（B）を確認したい。これによれば、2010 年 12 月から 2011 年 8 月にいたるまでの期間を例外とすれば、最低でも直物ないしは先渡しのいずれかにおいて、（介入額そのものは大きくないものの）RBI が市場介入していることがわかる。すなわち、

インドの為替レートの短期的な決定要因を考えるうえで、この RBI による市場介入の影響を軽視できないといえよう。

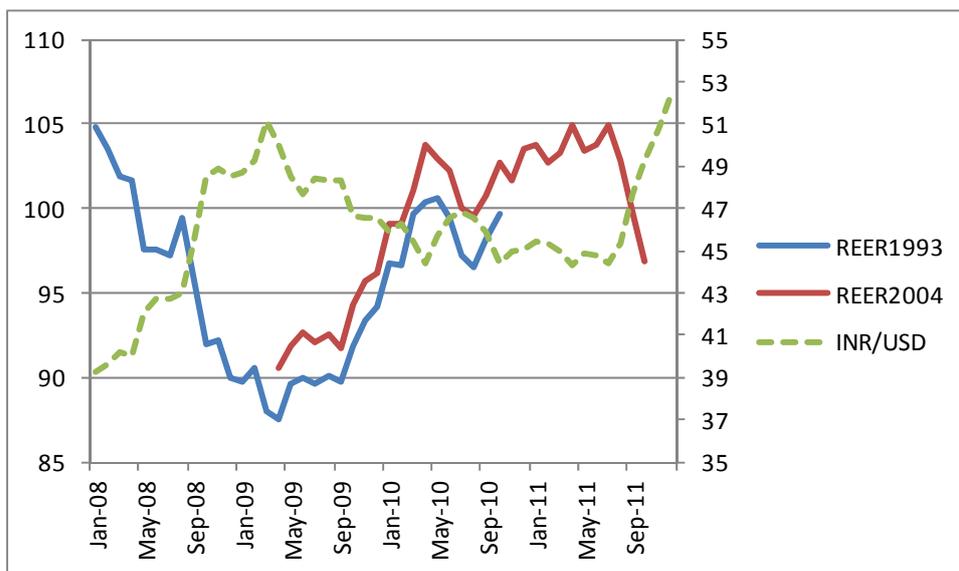
以上、この節では、短中期の為替レートの決定要因のいくつかを検討してきた。短中期というタイムスパンでみると、市場心理や金利水準・ドルに対する実需・RBI による介入などの諸要因のバランスによってルピーの対ドル為替レートが決定される。

3. 長期の為替レート決定要因

つぎに、長期というタイムスパンでみた為替レートの決定を検討したい。これについては、経済理論として極めて強力な考え方がある。すなわち、購買力平価 (Purchasing Power Parity: PPP) 仮説である。PPP 仮説は、財が同質であれば自国財価格と自国通貨で測った外国財価格が等しくなる、という一物一価の法則を素直に為替レートの決定に応用したものである。PPP 仮説によれば、自国のインフレ率が海外のそれを上回っているときには、自国の為替レートはそのインフレ率格差分だけ減価する。自国のインフレ率が海外のそれを下回っているという逆の場合には、インフレ率格差分だけ増価する。したがって、自国の一般物価水準と自国通貨で測った外国の一般物価水準の比率 (交易条件ないしは実質為替レート) は、安定的な推移を示すことが予想される。

RBI は、実質実効為替レート (Real Effective Exchange Rate: REER) の統計を毎月公表している。図表 8 は、1993 年を 100 とする場合と 2004 年を 100 とする場合の 2 種類の実質実効為替レート指数と対ドル名目為替レートの推移を示したものである。ここから、以下の 2 点を指摘しておきたい。第 1 は、2008 年 1 月から 2011 年 10 月までの期間を観察する限り、実質実効為替レートの推移は安定的だとはとてもいえない。実質実効為替レートは 2008 年初頭から 2009 年初頭にかけて大きく減価した後、2011 年初頭にかけて趨勢的に増価する。そして、2011 年半ばから大きく減価するのである。

図表 8 : 実質実効為替レートの推移 (月次)



資料 : RBI, *Database on Indian Economy*

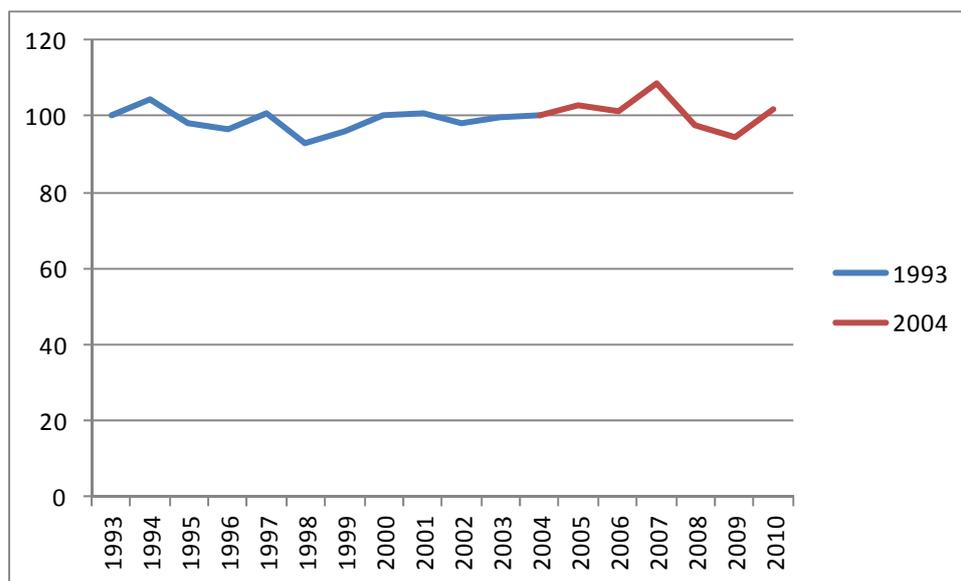
(<http://dbie.rbi.org.in/InfoViewApp/listing/main.do?appKind=InfoView&service=%2FInfoViewApp%2Fcommon%2FappService.do>), and Pacific Exchange Rate Service (<http://fx.sauder.ubc.ca/>).

注 : 対ドル名目為替レートとは異なり、実質実効為替レートの数値の上昇は増価を、数値の減少は減価を意味する。ここでの実質実効為替レートは 36 カ国貿易ウェイトを用いて計算されたものである。グラフの右目盛りは、対ドル名目為替レートの数値を示している。

第 2 は、こうした実質実効為替レートの大きな変動は、対ドル名目為替レートの動向に大きく規定されている。名目為替レートが減価すれば、実質実効為替レートも減価し、逆に名目為替レートが増価すれば、実質実効為替レートも増価している (図表 8 では、逆方向に動くことを意味する)。PPP 仮説によれば、実質実効為替レートが安定して推移するように、名目為替レートが動くはずであるが、現実にはそうになっていない。これは、前節で検討したように、短中期における名目為替レートの決定は市場心理や金利水準・ドルに対する実需・RBI による介入などが重要であって、PPP 仮説で想定されるようなメカニズムでは説明できない、ということを示唆する。

つぎに、年次データを用いて、実質実効為替レートの長期的な推移を検討したい。図表 9 は、1993 年から 2010 年までの実質実効為替レートの推移を 1993 年系列と 2004 年系列でみたものである (縦軸のスケールを 0 から 120 に設定しているため、図表 8 の縦軸のスケールである 85 から 110 とは違うことに注意されたい)。実質実効為替レートは、1993 年系列をみると 93 から 104 の間、2004 年系列でみると 95 から 103 の間を推移している。何ををもって「安定」なのかを定義することは必ずしも自明ではないが、インドの実質実効為替レートは長期的にみると 100 をやや下回る水準で上下数%内で推移していることがわかる。この意味で、20 年近いタイムスパンでみると、名目為替レートはインドと海外のインフレ率格差を埋めるように決定されている。

図表 9：実質実効為替レート推移（年次）



資料：RBI, *Handbook Statistics of Indian Economy 2010-11*.

注：実質実効為替レートの数値の上昇は増価を、数値の減少は減価を意味する。ここでの実質実効為替レートは 36 カ国貿易ウェイトを用いて計算されたものである。

もちろん、短期的なタイムスパンでみるのか、長期的なタイムスパンでみるのかで、名目為替レートの決定要因が変化すると考えるのは、理論的な詰めが甘いのかかもしれない。短期的には、名目為替レートは、PPP 仮説で想定される基準と比べると、インドと海外のインフレ格差に対してときに過少あるいはときに過剰に反応する。しかし、あまりにもインフレ率格差が広がり過ぎると、長期的にはその格差を埋めるように名目為替レートが反応する。理論的な詰めは甘い、ここでは、ひとまず、上記のようにとりまとめておきたい。

4. おわりに

この小論を執筆している最中の 2012 年 1 月 24 日に、RBI が法定準備率 (Cash Reserve Ratio) を引き下げた。政策金利そのものは据え置きしたが、RBI はほぼ 2 年ぶりに金融緩和に向けた政策を打ち出した。その直後、Sensex 株価指数は 186 ポイントも上昇し、ルピーの名目為替レートも 1 ドル=50 ルピーを超える 49 ルピー台を一時的につけるほど高くなった。マクロ経済政策がインフレ抑制から景気浮揚に切り替わったことによって投資家心理が改善し、海外から資本が流入した¹³（ただし、FII は 1 月 24 日には株式・債券を売り越している¹⁴）。

このあとさらに、ルピーは高くなるのであろうか。それとも、安くなるのであろうか。

¹³ <http://www.thehindu.com/business/markets/article2827902.ece>, and <http://www.thehindu.com/business/markets/article2828698.ece>

¹⁴ 同日の FII の資本フローは、5630 万ドルの売り越しを記録している (<http://www.sebi.gov.in/Index.jsp?contentDisp=FII Trends>)。

効率市場仮説によれば、投資家は為替レートを予測して外国為替市場で系統的に儲けることができない。この効率市場仮説も、名目為替レートの動きを考えるうえで極めて強力な経済理論である。この立場に立つと、上記の答えは「わからない」となる。

以上、小論では、素朴な疑問「ルピーはどのようにして急落しているのか、今後のルピーはどうなっていくのか」に対するわたしなりの考えを示した。この小論が、ルピーの動向に切実な関心を持っている方々の参考になれば幸いである。

参考文献

- [1] 石上悦朗・佐藤隆広編『現代インド・南アジア経済論』ミネルヴァ書房、2011年。
- [2] 熊倉正修『入門現代日本経済論：グローバル化と国際比較』昭和堂、2011年。
- [3] 佐藤隆広『経済開発論：インドの構造調整計画とグローバリゼーション』世界思想社、2002年。
- [4] 佐藤隆広「インド経済の躍進とアジア経済の行方」（水島司・田巻松雄編『日本・アジア・グローバリゼーション』日本経済評論社、2011年、第2章所収）。
- [5] 佐藤隆広「インドの二大経済問題」『TOYRO BUSINESS』9月号、2011年。
- [6] 佐藤隆広編『インド経済のマクロ分析』世界思想社、2009年。