



# IEF Weekly

2016年 第16号 [通算第464号]

## ◆◆◆ 今週の内容 ◆◆◆

### [政治・経済]

- 予算国会後半会期始まる：改革法案が可決成立しない懸念

### [産業・ビジネス]

- 海外ルピー建て債券のフレームワークの見直し

### [マーケット]

- 株式市場
- 為替市場
- マネー市場
- 国債市場

### [コラム]

祖国発展を想うが故のラジャン総裁発言騒動

- ・米ドルは特に断らない限り単にドルと表示。1ドル=66インドルピーで計算。
- ・図表などの年度表記で、2016-17(16-17)は、2016年度(2016年4月~2017年3月)を意味します。
- ・出典のニュアンスを保つため、図表などが英文となっている場合がありますので、ご了承ください。



◆政治・経済◆

**\* 予算国会後半会期始まる：改革法案が可決成立しない懸念**

予算国会の後半会期（2<sup>nd</sup> term）は4月25日から5月15日までの期間で開催される。

今会期においては、上院にペンディングとして残っている重要法案の審議に注目が集まるが、メディアの多くは今会期において可決成立する法案は、またまた政局不安材料が多く、予算の Finance Act 2016 のほかには数件に過ぎないであろうと予想している。

その政局不安材料とは、2004年に起こった、タリバンテログループ LeT のメンバーとされ当時 19歳の女性 Isharat Jahan とその仲間たち3名が、モディ・グジャラート州首相の暗殺を囚ったとして銃撃戦で射殺された事件で、当時の州首相と州政府の内務相だったモディ首相と BJP の党首シャーが偽の情報をでっち上げて切り抜けようとしたと、会期直前に kongress が過去の問題を持ち出した件や、ウッタラカンド州の州情勢不安とそれへの大統領統治措置を巡る問題などである。このように依然として kongress が攻撃目標とする問題が多くあり、与党にとって厳しい国会になりそうだ。

主な重要法案は以下の表のとおり。特に GST 関連憲法改正法案が可決されなければ、現政権の改革のスピードがさらに落ちることが懸念される。

主なペンディング法案

下院 Lok Sabha (LS)	上院 Rajya Sabha (RS)
Factories Bill 改正法案 (Standing committee レポート提出)	GST Bill 憲法改正法案 (LS で可決後 RS の Select Committee によりレポート)
Electricity Bill 改正法案 (Standing committee レポート提出)	Mine & Minerals 改正法案 (LS で可決 RS に 25 日上程へ)
Insolvency Bankruptcy 法案 (Joint Committee レポート 29 日提出予定)	Industries 改正法案 (LS で可決)
消費者保護法案 (Standing committee レポート 提出待ち)	Land Bill (LS で可決 Joint Committee に諮問中)
会社法改正法案 (Standing committee レポート 提出待ち)	Indian Trust 改正法案 (LS で可決)
海運法案 (Standing committee レポート 提出)	Indian Medical Council 改正法案 (Joint Committee によりレポート)
	Whistle Blowers Protection 改正法案 (LS で可決)

(4月25日付 BS 紙資料より作成)



◆産業・ビジネス◆

\* 海外ルピー建て債券のフレームワークの見直し

これまでマサラボンドとよばれる海外市場で発行されるインドルピー建て債券はIFC（国際金融公社）、EBRD（欧州復興開発銀行）やIADB（米州開発銀行）などの国際開発金融機関が主な発行体となっていたが、今後インド国内企業による発行の可能性も出てきている。RBI（インド準備銀行）は、2015年9月にインドルピー建て債券発行のフレームワークを公表するなど環境整備を行ってきたが、この4月にフレームワークの一部見直しを行った。

【今回の見直し内容（概要）】

- ◆ 現状企業向けの外国ポートフォリオ投資の上限は 510 億ドルとなっているが、これをルピー建てで 2 兆 4,432.3 億ルピーに固定。海外で発行されるルピー建て債券は企業向け外国投資の上限の範囲内とする。
- ◆ 自動ルートでの発行上限はこれまで 750 百万ドルであったが、ルピー建てとして上限を 500 億ルピーに変更する。
- ◆ また投資家のクライテリアとボンドの発行場所についても見直しが行われた。Financial Action Task Force（FATF、マネーロンダリングに関する金融活動作業部会）などの参加国・参加地域の居住者のみが投資家として認められ、またそれらの国・地域でのみルピー建て債券は発行可能となる。これらの証券市場の規制当局は International Organization of Securities Commission（IOSCO）の多国間覚書、あるいは SEBI（インド証券取引委員会）との 2 国間覚書を結んでいる必要がある。
- ◆ 最低償還期限はこれまでの 5 年から 3 年に短縮。これは FPI ルートでの企業への外国投資の基準と一致させている。

【主なフレームワーク（今回の見直しも含む）】

借入人	いずれの企業、法人もルピー建て債券を発行可能。REITs、Infrastructure Investment Trusts を含む。
タイプ	プレーンバニラタイプ
投資家	・ FATF への参加国・参加地域の居住者（変更箇所） ・ インドの銀行は発行体・投資家となることはできないがアレンジャーあるいはアンダライターとなることはできる。アンダーライティングの場合はインドの銀行は発行後 6 カ月以降発行額の 5%を超えて保有することはできない
期限	最低期限は 3 年間（変更箇所）
オールインコスト	市場レート



資金使途	以下の資金使途を除く全取引 ・ タウンシップ開発、アフォーダブルハウス開発以外の不動産取引 ・ 国内の資本市場への投資と株式投資 ・ FDI（対内外国投資）ガイドライン上で禁止されている投資 ・ 上記事項に係る転貸資金 ・ 土地の取得
上限金額	自動ルートで年間 500 億ルピー（変更箇所）
為替レート	市場レート
ヘッジ	海外投資家は承認取引者カテゴリー I 銀行とデリバティブ取引でヘッジ可能。またインドの銀行の支店／子会社やインドにおける外国の銀行の支店を通じて国内市場へのアクセスが可能
レバレッジ	金融機関により借入の際のレバレッジは別途定めるところによる

### 【発行事例など】

これまでインドルピー建て債券の発行はロンドン証券取引所が中心となっており、同取引所では既に満期になった債券も以下の表以外で 17 銘柄ある。これまでの発行体は国際開発金融機関が主となっており、一部パークレイズ銀行やモルガンスタンレーなどの金融機関も発行している。日本では IFC が 3 月に発行額 3 億ルピー、期間 3 年、金利 5.36% で発行している。

Financial Express 紙などによると、インド国内企業についてはゴヤール電力大臣が、今後数カ月の間に電力セクターにおいて再生エネルギー発電能力増強などの資金として 10 億ドル相当のマサラボンドの発行が見込まれると述べるなど、ようやく発行に向けて動きが出てくる可能性もあるようだ。

一方で Economic Times 紙では HDFC が昨年末に発行計画を公表していったん取り止め、NTPC、Indian Railways Finance Corporation や Power Finance Corporation など発行を見送っているなど、やや懐疑的な見方をしている。

今回の見直しで期間の短縮は実施されたが、流動性の問題（流動性プレミアム）と 5% の源泉税の問題が残っており、発行体にとっては国内発行と比べて 50-75bp のコスト増となると見られている。ただそのような問題点は抱えているものの、発行体にとってマサラボンドは一定の投資家需要が見込まれ、新たな資金調達手段としての魅力は大きいようだ。

### ロンドン証券取引所上場ルピー建て債券（2016/3/21 現在）

発行体	金利(%)	額面(10億ルピー)	発行日	満期
IFC	7.1	2.00	21/03/2016	21/03/2031
EBRD	6.4	5.00	04/03/2016	04/03/2019
IFC	6.45	3.15	10/08/2015	10/08/2020
EBRD	6.3	1.90	24/06/2015	24/06/2016
IFC	6.45	18.00	30/04/2015	30/10/2018



---

EBRD	5.1	3.11	02/02/2015	02/02/2017
IFC	6.3	10.00	17/11/2014	25/11/2024
EBRD	5.625	5.50	28/10/2014	15/03/2017
EBRD	5.75	3.00	19/09/2014	19/03/2018
IADB	6	8.50	05/09/2014	05/09/2017
IADB	6.1	4.00	02/09/2014	02/09/2016
IADB	8.25	1.50	15/05/2007	15/05/2017

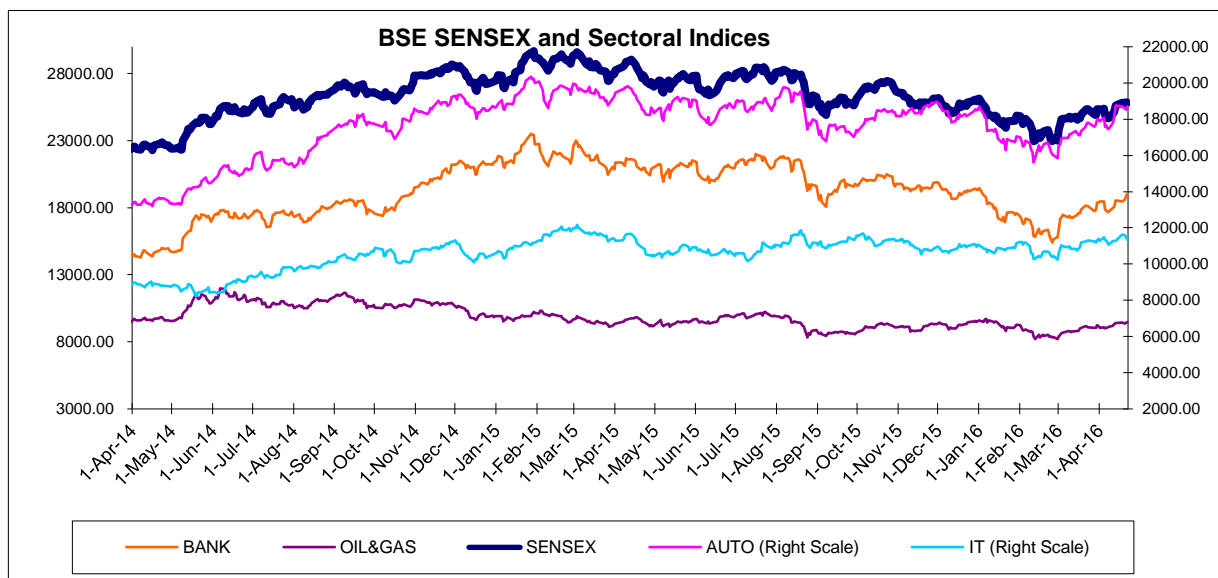
出所：ロンドン証券取引所



# ◆マーケット◆

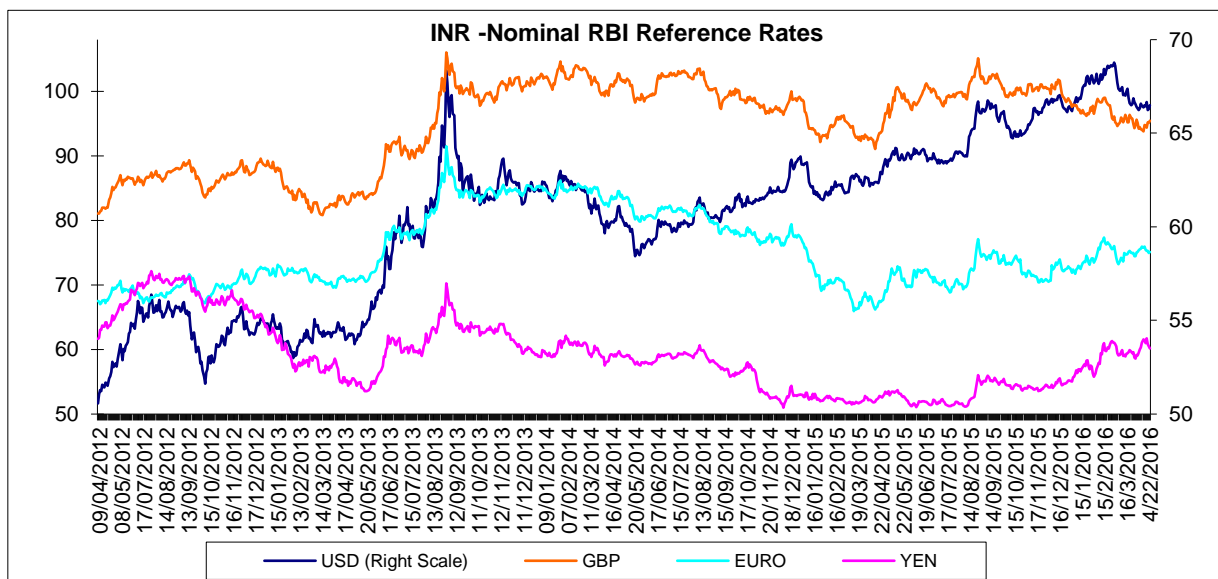
## ●株式市場

株式市場は週初前週までのポジティブなセンチメントに大きな変化はなく、IT 業界第 2 位の Infosys の業績を好感して、センセックス指数で前週末比 190 ポイント上げた。その後は企業の第 4 四半期の業績発表を待つ展開となったが、大きな方向感はなく取引され、センセックス指数で前週末比 211.398 ポイント上昇の 25,838.14 ルピーで引けた。



## ●為替市場

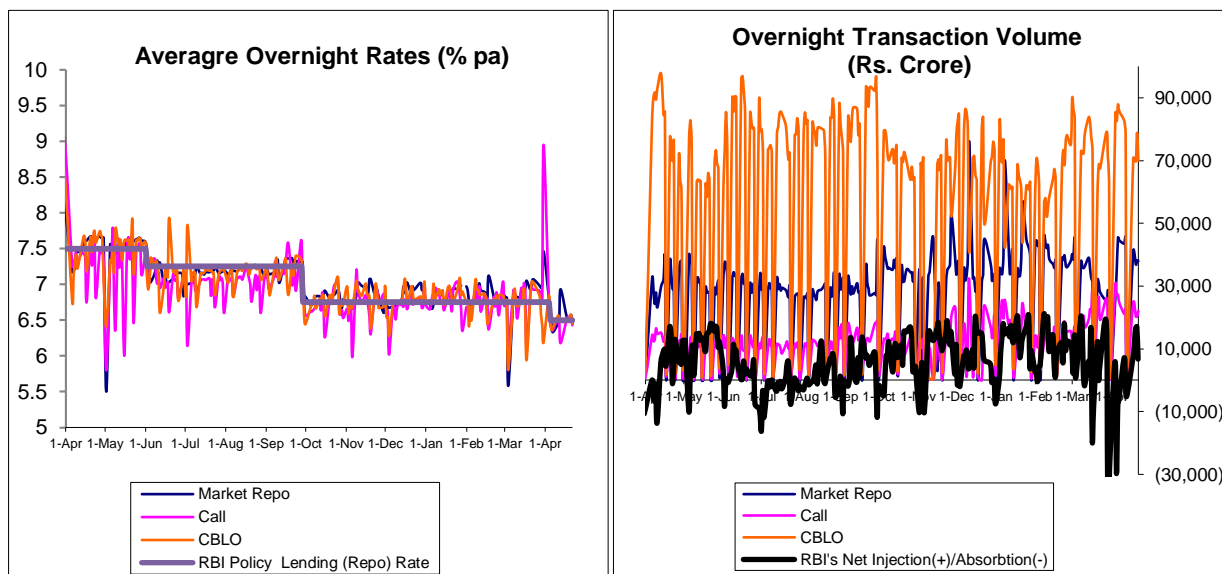
為替市場では銀行や輸出企業のルピー買いや他市場でドルが弱含んだことなどから、週央には対ドルで 66.2406 ルピーまでルピー高が進んだが、週末はドルが戻し前週末比 0.1738 ルピー高の 66.4925 ルピーで引けた。





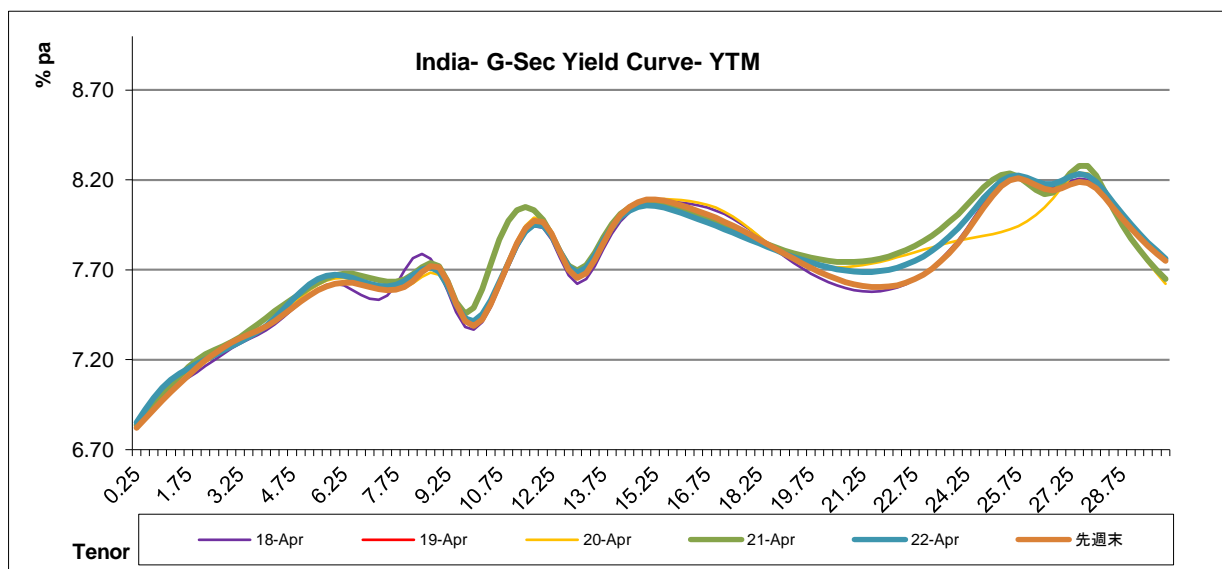
### ● マネー市場

コールレート市場では大きな動きはなく、概ね前週と同様の水準での取引となり、加重平均レート 6.43-6.53%での取引となった。レポレートも大きな動きはなく、6.45-6.57%での取引となった。



### ● 国債市場

前週に引き続き大きな方向感のない動きとなり、一時需給で売られる場面もあったが、残存期間 10 年債で前週末比 2bp 上昇の 7.41%で引けた。







## 祖国発展を思うが故のラジャン総裁発言騒動

4月17日、アメリカで外国人記者とのインタビューで、ラジャン RBI 総裁が最後に発言した一言が大きな話題を呼んでいる。

この記者は、インドが今ブライツスポットとして注目されていることに触れた質問をした。これに対してラジャン総裁は、(インド経済が)我々が満足できるに足るレベルに至るまでなすべきことは多くあるとした。そして世界で最も早い経済成長国として注目されることに戒めを込めて、古い教訓を引用して、今のインドの状況について、「目の見えない人の国で目をたった一つ持っている人が王になるようなものである」(One eyed man is King in Land of Blind)と説明した。ところが、この発言は「一つ目を持った王」の部分だけが大きく取り上げられた。しかもこの発言、8.5%の成長もできれば達成したいというジャイトリー財務相も別の場所で発言していた後だけに、政府の高度成長計画に異を唱えるものではないか、といったニュアンスをもって報道されてしまったのである。ラジャン総裁は自分の考えを分かりやすく率直に語る総裁として知られているのだが、今回の記者はラジャン総裁の本当に言わんとしていることから脱線して、一部のフレーズが強調されてしまった感がある。

インドのメディアの報道でも、見出しには「一つ目を持った王」が踊った。

ラジャン総裁は帰国後の4月20日、プネ市の銀行幹部養成大学(National Institute of Bank Management)の卒業式の祝辞講演で、今回の事件において自分が述べたかった要点を再度明らかにした。その中心部分の要旨は以下ようになる。

「まずインドの位置について触れておきたい。インドは世界において最も成長の国とされている。しかし製造業の設備稼働率は70%と低水準、2年続いたモンスーンの不調で農業の伸びもはかばかしくない。我々の潜在能力は疑いもなく高く見られている。成長だけがパフォーマンスの一つの尺度ではない。一人あたりのGDPで見れば、インドはまだ最貧国の一つ。中国は1960年代においてはインドよりも経済規模が小さかった。しかし今は我々の5倍の経済規模となっている。中国国民一人あたりの富は我々の4倍だ。まじめに考えるならば、インドはそこに到達できるまで長い道のりが必要であるということ。セントラルバンカーはプラグマチックであらねばならないと、常に私は考えているが、(以上のようなインドの現状認識に立てば)私は、インドが経済成長において世界で最速であるといっても安心することはできない。無論、現在ある成長は、政府と国民のハードワークの賜物であるが、国民一人ひとりがきちんとした暮らしができるようになるまで、我々はこの努力を今後20年間くり返し行っていかなければならないと思う。我々は高い





目標を掲げて過去において結果を出せなかったその時の（インドへの）国際的評価を思い起こす必要がある。我々は目標に向かって実行、実行また実行で長期的に安定的な結果を出すことでインドに対する認識を変える必要がある。我々は現在の経済成長の優位性によって（この気持ちを）持ち去られることのないようにしなければならない。自分の優位性を信じ、あたかも努力の結果が実現したかと思ひ込み、未来に残すべき富を配分し始め、成長を続ける努力を停止してしまっはならない。我々はこんな映像を、終わることなく過去に何度も見せられてきた。これがインドの過去である。私は数日前に海外のジャーナリストから世界経済のブライトスポットになることについて、どう感じられるかと問われた。そこで「In the Land of the Blind, the one-eyed man is King.」とオランダの哲学者エラスムスが述べた格言を引用した。私の意図は、『世界経済が弱いが故にインドのパフォーマンスが強調された。しかしインドは依然としてもっと成長を必要としている。未だ進行中の改革を考慮すれば、本当の成長を増強しなければならない転換点に我々はいのだが、我々はまだ潜在力を活かしていない』ということだった。しかしインドの新聞は私の述べたワンフレーズを見出しに使用したため文脈から外れ、意図することから報道が著しく歪められてしまった」

この発言報道に対しては、早速シタラーマン商工相がラジャン総裁の発言は不適切と批判したが、ジャイトリー財務相やモディ首相からは特段の発言はない。

シタラーマン商工相の批判に、チダンバラム前財務相が割り込み「些細な批判にも寛容性のない現政権を表している良いエピソードだ」と皮肉ったが、ラジャン総裁の発言内容については、「ラジャン総裁は、成長について批判的ではなく、また貶す意図も持っていない。総裁は単になされるべき仕事はまだ多くあるということをハイライトしただけである」とむしろ総裁を擁護する立場に回っている。シタラーマン商工相は、商工省においては FDI 規制緩和などに取り組んでいるし製造業も上向き始めているとして、それにもかかわらず、経済成長において何も努力していないと捉えられることに不満を持っていたようだが、ラジャン総裁の説明を読めば決してそういう政府の努力を否定してはいない。

こうした政権の一部からの反論を惹起したことで、気の早い新聞はラジャン総裁の任期がこの 9 月に来ることを踏まえて、再任されない可能性が出てきたと、ご丁寧に候補者名まで添えて報道するところも現れた。

しかし、その後のエコノミストの寄稿などでは、ラジャン総裁は当たり前のこと、正しいことを言っただけと、総裁の発言に肯定的な意見がほとんどである。4月22日付 mint 紙では、「我々は今日のマクロ経済の安定は、政府の政策と我々がリスペクトする RBI 総裁の才能と政策のおかげであることを認識すべきだ」と総裁を支持する。そしてもしラジャン総裁が交代するという噂が続けば、ルピー相場のボラティリティが高まると述べる市場関係者もいるほどだ。23日付の mint 紙では、Bloomberg が早速エコノミスト向けに行ったサーベイの結果を報じている。今回の事件



で、果たして 9 月にラジャン総裁が再任されないという事態になるだろうかという質問だが、調査対象の 15 人中 13 名が再任されるだろうと回答したことを報じていた。それには無論ラジャン総裁の功績によるところもあるが、加えて新たにスタートを予定している金融政策委員会のテイクオフにはラジャン総裁が欠かせないと見ているからだということもある。

ラジャン総裁は、Times 紙の今年の「最も影響力のある世界の 100 人」のリーダー部門で選ばれた。このようにインドよりむしろ世界で注目度の高い中銀総裁である。

そもそも彼は世界中から声がかかる可能性の高い経済学者。今 RBI の総裁をしてくれているのは僥倖といってもいい。その彼の RBI におけるサラリーは月 20 万ルピー弱（約 40 万円）であり、RBI 中でも最高額ではないそうである。

先に述べた講演の中で、ラジャン総裁は卒業生に向けて次のように締めくくっている。

「CEO になる、ノーベル賞をもらうといったことが成功であり幸福だと普通は思う。しかしこうしたゴールを実現するには好まない仕事もしなければならぬだろうし、苦痛と覚悟することもあろう。私が申し上げたいのは、もし君たちが、自分が楽しんでできる仕事であるならばもっと成功するであろうということだ。そこで自分がなすべき仕事を選ぶとき、終着点にフォーカスを当てるのではなく、その仕事自体を自分が好きなかどうかによってフォーカスを当てることを勧めたい」と。これは正しく総裁自身が現在辿っている道そのものであると筆者には映る。

彼の職務への取り組みはまさしくお金ではなく、彼の心の中にあるだろう祖国を想う心によって鼓舞され、今の仕事への愛着も持っている。総裁はおそらく今の仕事が楽しくて激職をこなしているということだろう。セントラルバンカーはまずプラグマチックであるべきという信念をベースとして、発言内容には常に率直さと自由が感じられるのはそうしたことによるものだろう。また彼の今回の発言に政治的意図は皆無であり、それは内容から明らかだ。だからシタラーマン商工相の反駁は的を射ていないし、ましてやジャイトリー財務相の 8.5% 経済成長努力の考えを総裁は否定しようとするものでもない。

インドはこういうヴィジヨナリーで知性に溢れ、「インドのために」を常に心がける、パトリオット総裁を些細なことで失ってはならないと思う。少なくとも総裁の言うように、成長への努力が政府国民の間に当然のこととして定着するまでは。

なお、総裁は「Blind」という言葉を用いたことで打撃を与えた人々に、改めて講演の中で謝罪している。