

インド中銀は引き締め姿勢維持、実は利下げ余地が乏しい可能性も

～強気の見通しを維持の一方で食料インフレに懸念、自然利子率上昇で利下げ余地はない可能性も～

第一生命経済研究所 経済調査部

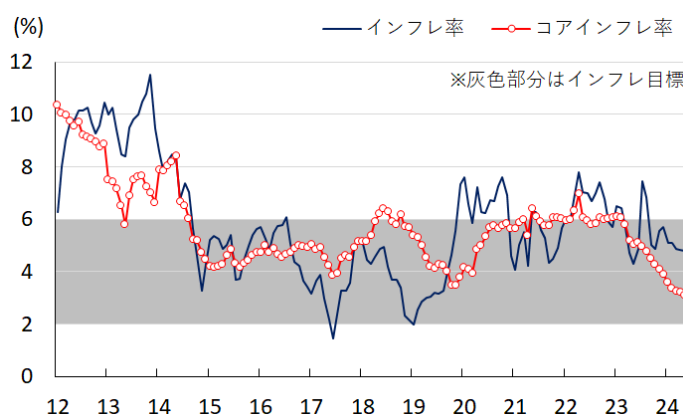
主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 050-5474-7495)

（要旨）

- インド中銀は 8 日の定例会合で政策金利を 6.50%、政策の方向性も金融緩和の解除に注力するとの方針を維持した。昨年後半以降のインフレ率は中銀目標の範囲内で推移するも、足下では食料インフレの動きを反映して底打ちしている。中銀は今年度の成長率見通しを+7.2%、インフレ見通しを+4.5%と従来見通しを維持する一方、インフレを巡って食料インフレによる悪影響を警戒する姿勢をあらためて示し、引き締め姿勢の継続を決定した。なお、6 月の前回会合に続いて 2 名の政策委員が反対票を投じるなど意見は割れている。ただし、成長率見通しは政府見通しを上回るなど強気の見方を維持しており、先行きはインフレが一段と上振れする可能性がくすぶる。さらに、中銀内にはコロナ禍を経て自然利子率が上昇したとの試算があり、金融市場では年内の利下げ観測がくすぶるが、足下のルピー安圧力と相俟って利下げ余地は乏しいとみられる。よって、中銀は相当期間に亘って引き締め姿勢を維持せざるを得ない可能性が考えられる。

インド準備銀行（中銀）は、8 日に開催した定例の金融政策委員会において政策金利であるレポ金利を 9 会合連続で 6.50% に据え置くとともに、政策の方向性についても「景気に配慮しつつ、インフレ目標への収束を確実にすべく金融緩和の解除に注力する」とする従来からの方針を維持する決定を行っている。ここ数年の同国では、商品高やコロナ禍一巡による経済活動の正常化の動きに加え、国際金融市場における米ドル高を受けた通貨ルピー安による輸入インフレも重なりインフレが大きく上振れして中銀目標を上回る水準となり、中銀は物価と為替の安定を目的に累計 250bp の利上げに動いた。なお、商品高の動きが一巡するとともに、一昨年末以降のルピー相場は中銀の為替介入を通じて小幅に抑えられてきたこと（[注1](#)）、昨年の少雨による穀物生産の低迷による価格高騰懸念を受けて同国政府はコメの禁輸など国内供給の優先による価格安定を重視する対応をみせたこともあり、昨年後半以降のインフレ率は中銀目標の域内で推移する展開をみせてきた。しかし、今年の夏季は例年を上回る熱波が頻発するなど猛暑となったことに加え、水不足の深刻化を理由に農

図1 インフレ率の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

注1 2023 年 12 月 20 日付レポート「[IMF がインドの為替制度に「注文」、インド当局はこうした見解に反論](https://www.dlri.co.jp/report/macro/300230.html)」
(<https://www.dlri.co.jp/report/macro/300230.html>)

業生産に悪影響が出ており、足下では穀物や農作物を中心とする食料品価格が上昇の動きを強めている。結果、直近6月のインフレ率は前年比+5.08%と中銀目標の範囲内で推移するも4ヶ月ぶりに5%を上回る伸びに加速しており、食料品やエネルギーなど生活必需品の物価上昇は低所得者層や貧困層を中心に家計部門を圧迫する懸念が高まっている。こうした事情も中銀が金融政策を維持する一因になっていると捉えられる。会合後に公表した声明文では、足下の世界経済について「幾分減速の懸念はあるが依然として堅調」とした上で、同国経済についても「勢いを維持している」との見方を示している。そして、「今年の雨季（モンスーン）の雨量は長期平均を上回るなどカリフ作（雨季作）の生産を下支えするほか、製造業とサービス業も持続的な成長が見込まれる」とした上で、「地政学リスクや商品市況などのリスクはあるが、今年度の経済成長率は+7.2%でリスクはバランスしている」との見通しを示している。また、物価動向について「ピークアウトは進んでいるが分野ごとに動きにバラつきがある」とした上で、「先行きはベース効果のはく落による上昇が見込まれる」としつつ「モンスーンが例年並みであることを前提に、食料インフレによる上振れリスクや原油価格を巡る不透明感を加味しても今年度のインフレ率は+4.5%でリスクはバランスしている」との見通しを示している。ただし、先行きの政策運営について「国内景気の拡大が見込まれる一方、食料インフレのリスクは依然高く、インフレ期待の上振れがコアインフレに波及する懸念がある上、足下ではコアインフレが底打ちする兆しが出ている」とした上で、「インフレが目標（4%）に向けて持続的に低下するまで、景気を下支えしつつ引き続き緩和策の修正によるディスインフレ姿勢を継続することが適切」とする従来からの考えをあらためて強調した。なお、今回の決定に際しても6人の政策委員のうち2人（ゴヤル委員（インディラ・ガンディー開発研究所教授）とヴァルマ委員（インド経営大学院アーメダバード校教授））が金利（25bpの利下げ）と方向性（中立への変更）の双方で反対票を投じており、6月の前回会合と同じ票数となっている（注2）。政府が先月末に公表した今年度本予算案では、財政運営全体では健全化路線を維持する方向性が示される一方、総選挙での与党BJP（インド人

民党）の議席減による与党連立内のバランス変化を反映して予算配分面で配慮する動きがみられた（注3）。また、予算案の公表直前に示した最新の経済白書では今年度の成長率見通しを+6.5~7.0%に下方修正したものの、中銀は今回の会合においても成長率見通しを政府見通しの上限も上回る水準とする強気の見通しを維持しており、先行きはインフレが一段と上振れする可能性も考えられる。金融市場においてはインフ

図2 ルピー相場(対ドル)の推移



注2 6月7日付レポート「[インド中銀、インフレの持続的低下を重視する考えをあらためて強調](https://www.dlri.co.jp/report/macro/340563.html)」
(<https://www.dlri.co.jp/report/macro/340563.html>)

注3 7月24日付レポート「[インド24-25年度本予算案、総選挙の結果が様々な面で影響](https://www.dlri.co.jp/report/macro/351325.html)」
(<https://www.dlri.co.jp/report/macro/351325.html>)

レ鈍化を理由に年末にかけて中銀が利下げに動くとの見方が出ているものの、足下では中銀による為替介入により変動が抑えられてきたルピー相場に再び調整圧力が強まるなかで相場の下支えを迫られる事態に直面しており、そのハードルは高まっているとみられる。さらに、先月に中銀が公表した「紀要」にある論文では、コロナ禍を経て自然利子率が上昇しているとの試算が示されており、あくまで内部ペーパーとの扱いではあるものの、仮にこの見方に沿えばすでに利下げ余地はなくなっている可能性も考えられる。中銀のダス総裁はこれまでもインフレ率を中銀目標の中央値（４％）に抑えることを重視する考えを示してきたことも重なり、中銀は先行きも相当期間に亘って現行の引き締め姿勢を維持する可能性が高まっていると判断できる。

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

