



インド経済事情：米国発の世界金融不安から預金準備率引き下げ ～市場での流動性不足に対応するも、金融政策の本筋はインフレ抑制との姿勢は不変～

発表日：2008年10月7日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 6日、インド準備銀行は、米国発の世界的な金融不安に端を発する市場の流動性不足懸念に対応するため、預金準備率を50bp引き下げて8.50%とする決定を行った。同国では昨年来、インフレ圧力が強まる中で金融当局は主に預金準備率の引き上げによる市場からのマネーの吸収で対応してきたが、世界的な金融不安が同国の金融市場にも懸念材料を呈し始める中、流動性供給に向けた緩和策に動き始めた。ただし、今回の声明において金融当局は金融政策の一義的な目標はインフレ抑制としており、24日に開催される次回金融政策委員会においては引き続き引き締め姿勢が堅持されるものと予想される。
- 同国では、年明け以降の原油価格の急騰を起因としてインフレと国際収支構造の脆弱性といったファンダメンタルズの悪化が露呈しており、足元では海外投資家による通貨、株式、債券に対する売り圧力を招いている。特に通貨ルピー安は輸入物価の押し上げを通じてインフレの上振れ材料となっていることから、金融当局は引き締め姿勢を容易に放棄出来ない状況にある。当局はインフレ抑制と為替安定のため、積極的にルピー買い（ドル売り）介入を実施しており、足元で外貨準備が減少する要因となっている。しかし、ここ数年の高成長により同国の外貨準備は世界4位の規模を誇るなど、短期的に外貨準備に懸念が生じる可能性は極めて低いと考えられる。
- 先行きのインド経済は、インフレ圧力の残存と金融当局による引き締め姿勢の堅持により、底堅く推移してきた内需を下押すことで景気は減速基調を強めると予測する。ただし、今年度予算での財政措置のほか、対外商業借入の解禁などの規制緩和策により、世界的な金融不安により証券投資資金の流入が細るとみられる中での下支えが期待される。また、中長期的観点では、市場規模や人口増加率などの潜在性は高く、成長のモメンタムが大きく削がれる事態に陥る可能性は低いと考えられる。

《米国発の世界的な金融不安によるマネーの収縮に対応し、預金準備率引き下げによるマネー供給を実施》

- 6日、インド準備銀行は、米国発の世界的な金融不安による信用収縮が同国経済に及ぼす影響への懸念から、マネー供給量を増やすべく預金準備率を50bp引き下げ、8.50%とする決定を行った（図1）。同国で預金準備率が引き下げられるのは約5年ぶりとなる。今回の預金準備率の引き下げによって、金融当局は金融市場に新たに2,000億ルピー（約42億ドル）の資金が供給される見通しを示している。今回の声明に際して金融当局は、今後も流動性供給の調整に際して預金準備率や公開市場操作を積極的に行っていく姿勢を示しているものの、2008/09年度の金融政策の優先課題としては、価格の安定とインフレ期待の抑制、そして成長のモメンタムを維持すべく適切な金融市場の秩序の安定化を図ることを挙げ、インフレの抑制が一義的な課題であることが明示されている。
- 直近の9月20日時点におけるインドの卸売物価は、対前年同期比+11.99%と前週（同+12.14%）から若干減速した（図2）。前週比では、食料品については依然として洪水の影響が残っているとみられ、若干上昇し続けているものの、一次産品全体では減速基調に転じている。その一方で、工業製品については若干の上昇に転じたことで、引き続きインフレは上昇懸念が残っていると考えられる。そのため、次回の金融政策委員会は10月24日に予定されているものの、上述の通り、金融政策の一義的な政策目標はインフレの抑制であることを示していることを考えると、金融緩和に踏み切る可能性は極めて低いとみられる。金融当局は、

年明け以降のインフレの高まりに際しても、基本的に預金準備率の引き上げによる市場のマネー吸収により対応しようとしてきた。しかし、思うような効果が上がらなかったことから今年6月に金利の引き上げを実施して以降、計125bpの引き上げを行っている。こうした急激な金融引き締めにも拘らず、国内のマネーの伸び率は高止まりが続いていることから（図3）、引き締め姿勢は引き続き堅持されるものとみられる。

- なお、先月に起こった米国大手証券の破綻以降、世界的に金融市場における信用不安が拡大する中で、同国でも資金需要が高まったことで銀行間金利が18ヶ月ぶりの高水準に至るなど、金融セクターの信頼性に懸念が生じる可能性が高まっていた。さらに、先月末には同国の大手銀行で経営危機直前の状態にあるとの風説が流れたことで預金者が大量に取り付け騒ぎを起こし、金融当局が冷静な対応を呼び掛けるなどの動きも出ていた。こうしたことも、今回の流動性供給に踏み切る材料になったものと考えられる。

図1 金融政策の推移

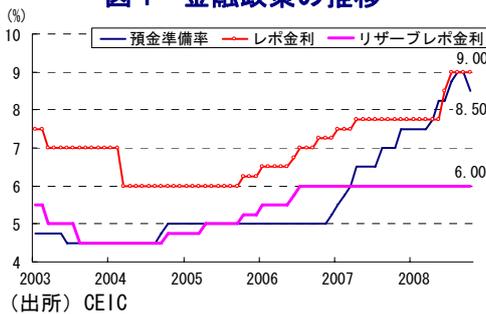


図2 卸売物価の推移(前年比)

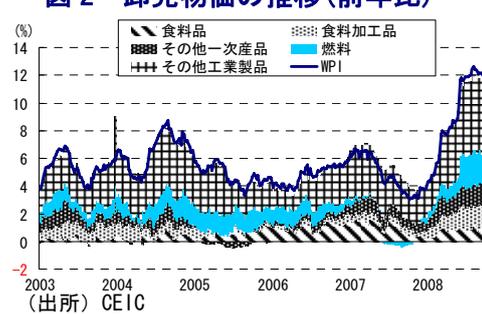


図3 M3と国内信用の推移(前年比)

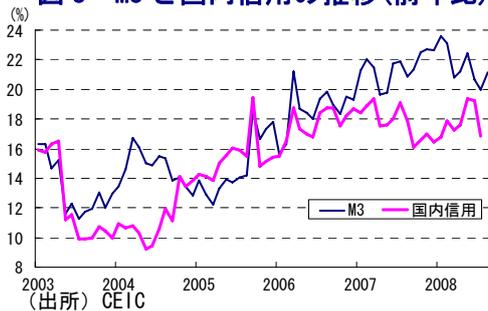
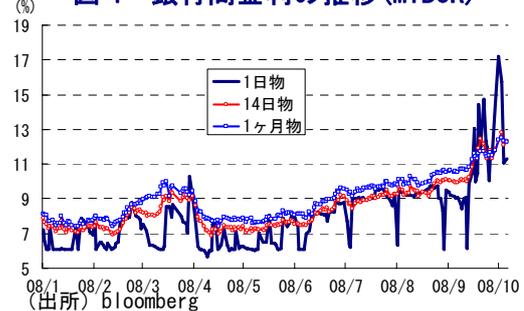


図4 銀行間金利の推移(MIBOR)



《ファンダメンタルズ悪化から通貨・株式・債券に売り圧力、インフレ押し上げの悪循環に陥っている》

- 同国では年明け以降にインフレの上昇と、原油価格の高騰に伴う輸入拡大によって貿易赤字が拡大しており（図5）、そうした状況をきっかけに経常収支の赤字幅も拡大している（図6）。同国経済が「デカップリング論」による高成長が期待されたうちは、海外からの投資資金によって経常赤字がファイナンスされてきたものの、世界的な金融不安によって投資家のリスク許容度が著しく低下したことで、外貨準備の増減を示す総合収支についても黒字幅を足元では大きく縮小させている（図7）。外貨準備は8月末時点で約2,953億ドルと世界4番目の極めて高い水準まで積みあがっているものの、足元では減少基調にある（図8）。しかしながら、この規模を鑑みれば、直ちに外貨準備に問題が起こるようなことはないと言える。
- 年明け以降は、インフレの高進と経常収支の悪化というマクロ経済のファンダメンタルズの悪化が顕著になっていること、さらに、これまで底堅いとされてきた個人消費を中心とする内需が、インフレと金利高の共存によって鈍化し、景気減速懸念が強まっていることで通貨、株式、債券に売り圧力が強まっている（図9, 10, 11）。特に通貨ルピーの減価は、輸入財価格の上昇による足元のインフレに加え、ルピー建の輸入物価の上昇を通じてインフレを押し上げる効果があり、その結果、通貨売りを招く悪循環に陥っている。金融当局は為替安定化の観点から、ルピー買い（ドル売り）の為替介入を行っており、このことも外貨準備を減少させる要因となっている。ただし、ルピーは為替フロート制であるため、為替安定化以外に介入を行う意

図がないこと、上述のように巨額の外貨準備高を有するため、短期的な懸念が生ずることはないであろう。

図5 輸出入の推移(前年比)

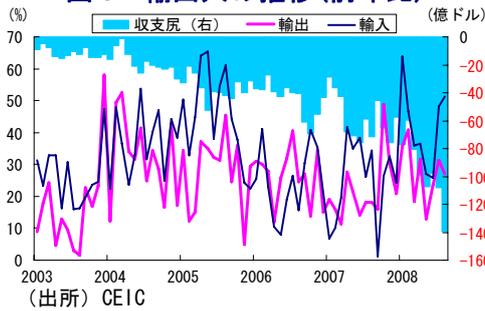


図6 経常収支の推移

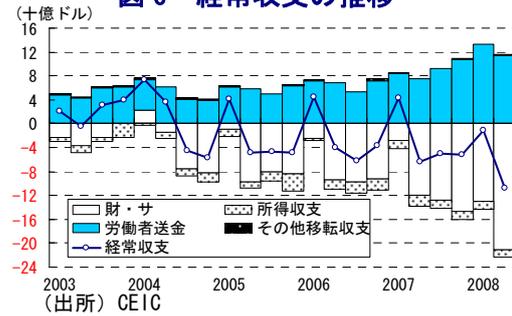


図7 国際収支の推移

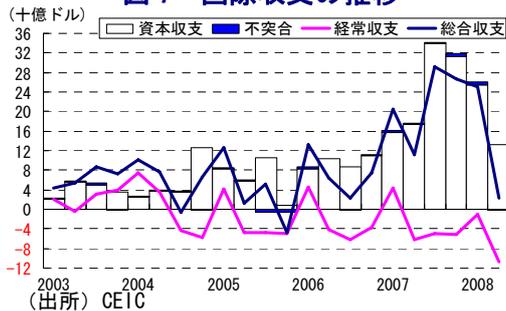


図8 外貨準備高の推移



図9 為替相場の推移



図10 株式相場の推移 (SENSEX 指数)



図11 国債利回りの推移



《インフレ圧力は当面消えず、金融引き締め堅持により、先行きのインドの景気は減速基調がさらに強まる》

- 先行きのインド経済を占うには、インフレ動向が景気のみならず政治動向をも大きく左右する。原油価格は足元で調整を迎えているものの、OPECの動向など原油価格の先行きに不透明な要素が存在すること、さらにモンスーン期の大雨で各地で洪水が発生したことで農作物を中心に食料品価格は上昇し、当面はインフレ圧力が持続すると考えられる。こうしたことから、金融当局はインフレ抑制に向けて引き締め姿勢を堅持すると予想している。なお、労働者送金の大きさから市場のマネーは依然として高い伸びを示している上、公務員給与引き上げにより所得も伸び続けることで需要インフレの圧力も当面は残存するとみられ、インフレ

と金利高が共存する状況が継続すると考えられる。9月からインド準備銀行の新総裁として元財務次官のスバラオ氏が就任したが、スバラオ新総裁も世銀エコノミストとしての経験からインフレタカ派姿勢を堅持するとみられ、24日に予定される次回の金融政策委員会では引き締めスタンスを保持するであろう。この結果、景気そのものは先行きも減速傾向を強めていくとみられるものの、今年度予算での歳出拡大策や減税策などにより一定程度は消費が下支えされると期待される。

- インド経済の高成長を下支えした海外からの資金流入は、労働者送金は専門職が多いことから底堅い推移が期待される一方、米国発の世界的金融不安によって政治的・地政学的なリスクが懸念される同国に、特に証券投資資金の回帰を見込むことは難しくなったと考えられる。ただし、直接投資は依然旺盛な流入が続いており、人口成長率を含めて11億人という巨大市場の潜在性に対するセンチメントに大きな変化は生じていないとみられる。国内の生産が鈍化する中で金利高が設備資金需要などに重しとなって来たが、世界的な金融環境は厳しい中ではあるものの、対外商業借入（ECB）の借入制限が緩和されることで国内金利が高止まりする状況下で新たな資金調達手段が確保され、資金流入の促進が期待される。なお、インドの対外債務残高は6月末時点で2,213億ドルと、対GDP比でも20%未満と他の新興国に比較すると規模が小さい上、外貨準備高より小さいために、ECBが解禁されても短期的に対外的な脆弱性が拡大する可能性は低く、逆に資金流入により足元で不安定な為替の安定化を図ることも可能となる。とはいえ、国際金融環境が厳しい中で同国が借入による資金調達を行うハードルは高く、政府が想定するほどの効果は期待出来ないであろう。
- ファンダメンタルズの脆弱性の要因となっている輸出構造は、世界経済の減速基調が強まる中で輸出に下押し圧力が強まるとみられる。同国は輸出の対GDP比が20%程度と景気への影響は小さいものの、国際収支の構造的な強化にとって輸出は不可欠である。ここ数年で米国に対する依存度を低下させてきたものの、足元では欧州経済、新興国経済にも下押しの影響が及ぶなど厳しい状況が予想される。同国は、IT関連でのサービス輸出の割合が高く、米国経済が大きく減速する中で合理化に向けたIT関連での発注が高まる可能性はあるものの、インドではIT人材の件費が高騰していることでコスト面での競争力を急速に失いつつあり、その下支えにも限界があると考えられる。米印原子力協定の発効により電力インフラの建設が進み、先行きに製造業を中心に新たな製造拠点としての同国の魅力が増す可能性はあるものの、効果発現にはその他のインフラ整備などのハードルは依然高く、当面は経常収支の悪化懸念が残存することで同国への売り圧力が続くものとみられる。ファンダメンタルズの改善を図るのであれば、インフレ対策の観点からは望ましくないものの、安易な燃油価格の引き下げを行わずに国内消費量を減少させることで原油輸入を抑制することが必要になると考える。原油消費の減少は景気減速と直結することになるが、インフレの抑制という目標からは過剰消費を抑えることは合致している。
- 当社は8月時点で2008年のインドの経済成長率を前年比+7.9%（2007/08年度は同+7.8%）と予想している。しかし、先月中旬に発生した米国発の世界的な金融環境の悪化により、同国の成長を下支えしてきた投資資金の流入が先行きにおいてさらに細っていく懸念が高まる中、次回の見通し作成時には上述の見通しから下方修正が必要になると考えられる。ただし、中長期的な視点から考えると、市場規模の大きさに加えて、特に若年層を中心とする人口増加率が高いことなどを考えると、成長のモメンタムそのものが大きく崩れる状況に至るとは考えにくい。

以上