



## インド経済事情：金融政策委員会の直前に大幅利下げを決定

～大幅金融緩和に加えて利下げ断行でインフレ再燃の懸念も、景気浮揚効果には疑問が残る～

発表日：2008年10月21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)

- 20日、インド準備銀行は緊急利下げを実施し、政策金利を100bp引き下げて8.00%とする決定を行った。同行では今週金曜に定例の金融政策委員会が予定されているが、その直前に予想外の利下げを行うことで足元で減速基調が強まる景気を刺激する姿勢を示す意図があったと考えられる。
- 昨年来上振れが続いてきたインフレは、原油や穀物価格の調整の影響から足元では鈍化の兆しがあるものの、モンスーンによる洪水の影響から食料品価格が高止まりするなど、インフレ圧力は完全に払拭出来ていない。さらに、世界的な金融不安は外国人投資家のセンチメントを悪化させ、ファンダメンタルズの悪い同国への売り圧力を強め、為替減価が輸入インフレをもたらす懸念も強まっている。
- 今回の利下げに先立って、同行では国内金融市場でのマネーの逼迫感に対応する形で大量の流動性を供給し、さらに利下げによるマネー上振れがインフレを引き起こす可能性もあり、細かなモニタリングが不可欠。政治的問題から拡張財政に依存していることもあり、財政赤字拡大による国債利回り上昇がクラウディング・アウトを起こす懸念も生ずるため、財政・金融のバランスが一層求められる。
- 同国政府は一連の金融緩和で景気刺激を志向するも、中長期的な成長の潜在性を高めるには依然不足する投資振興を図ることが必須であり、海外からの投資流入が不可欠である。その面では、法律や政治的な懸念などでリスクが浮き彫りになる事象も相次ぐなど、投資環境整備は喫緊の課題となろう。景気刺激の効果は一部期待されるものの、当面は世界的な景気減速懸念が強まる中で農業セクターでの供給制約の一方、需要過多が生じることで景気の減速基調が強まることは避けられないと考えられる。

### 《金融不安と景気減速対応から利下げ実施も、インフレ懸念の残存で利下げに伴う景気刺激効果には疑問も》

- 20日、インド準備銀行は緊急の金融政策委員会を開催し、政策金利であるレポ金利を100bp引き下げて8.00%とする決定を行い、即日実施する旨を公表した（図1）。同行では、今週金曜日（24日）に定例の金融政策委員会の開催が予定されており、その直前に予想外の利下げが実施されることとなった。なお、同行は先月の米国大手証券の破綻をきっかけとする世界的な金融不安によって、同国内の金融市場にも不透明感が高まったことで流動性の逼迫感が強まり、銀行間金利が大きく上振れする事態となったため（図2）、今月11日と15日と立て続けに預金準備率を引き下げ（11日：9.00%→7.50%、15日：7.50%→6.50%）、計1兆ルピー（約204億ドル）を市場に供給した上、レポ取引により2,000億ルピー（約41億ドル）の流動性を新たに供給を行うなどの措置を行っていた。足元では市場での流動性の逼迫感が一応の解消を見たことで、利下げによって内需を刺激し、景気の押し上げを図ることを目標に掲げていると考えられる。
- 今回の利下げに伴う声明文において同行は、世界的な金融不安の拡大に対処するために過去1ヶ月の間に様々な手段を用いて流動性供給に努めてきたが、海外における流動性制約が国内金融市場にも間接的な影響を及ぼすようになったことで、先行きも金融市場の不透明感は当面払拭されないとの認識を示し、金融危機に積極的に介入するの意思を示している。なお、同国では、2005年よりインフレ懸念が高まったことに対応するため利上げを行ってきたものの、昨年一年間はそれまでの利上げに対する産業界をはじめとする大反対により預金準備率によるマネー調節を行う姿勢に転換していた。しかし、年明け以降の世界的な原油価格や穀物価格の急騰によるインフレの上振れから、6月及び7月に大幅な利上げを実施、特に、9月まで同行

総裁を勤めたレディ前総裁の下でインフレタカ派姿勢を鮮明にさせてきた。

- しかし、7月半ばをピークに原油価格は調整の度合いを強めている上、主要穀物価格も大きく下げるなど、コストプッシュ型インフレ圧力は足元で鈍化基調を強めている（図3）。さらに、米国発の世界的な金融不安に端を発する形で世界的な景気減速懸念が強まる中、「デカップリング論」の急先鋒とされてきた同国においても、それまでのインフレ圧力と金融引き締めに伴う金利高の共存から、これまで力強く推移してきた内需に鈍化の兆しが強まるなど、景気減速懸念から需要インフレ懸念についても和らぐ可能性が高まっており、こうしたことも今回の利下げを後押しする材料になったものと考えられる。ただし、世界的な金融不安により外国人投資家のリスク許容度が大きく低下する中、同国の景気減速を理由に通貨、株式、債券に売り圧力が強まっている。同国は、輸入がGDP比30%程度（実質ベース）と他の新興国に比べても決して高くはないものの、通貨ルピーの減価によって輸入物価の押し上げを通じた間接的なインフレ懸念材料となる可能性は依然として残っている。
- 先週木曜日に公表された、10月4日時点における卸売物価は対前年同期比+11.44%と前週（同+11.80%）から伸びが鈍化しており（図4）、特に、足元で下落傾向が続く資源価格や食用油価格などによって、インフレ率は伸びの鈍化基調を強めている。しかしながら、今年はモンスーン期における大雨の影響から国内各地で洪水が発生したことで農作物に被害が出ている影響から食料一次産品価格は高止まりが続いており、当面はこの影響が持続することでインフレの鈍化を阻害することが懸念される。また、今回の利下げによってインフレ圧力の再燃が懸念され、さらに、経常赤字を抱えるマクロ経済のファンダメンタルズにおける脆弱性を材料に外国人投資家からの投資が忌避される動きが続く場合、通貨ルピー安に伴う輸入インフレを招く可能性も残存する。そうなれば、景気刺激に向けた利下げの効果はインフレによって減じられることに繋がるであろう。

図1 政策金利の推移

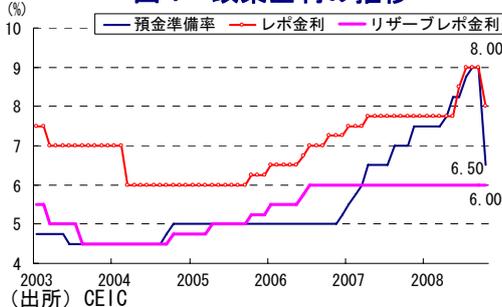


図2 銀行間金利の推移 (MIBOR)

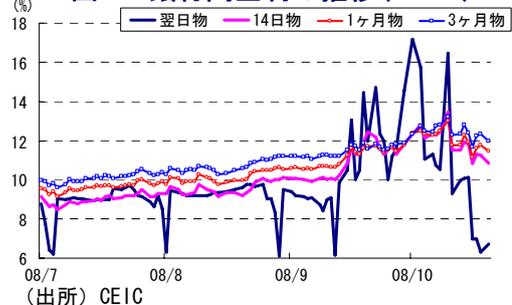
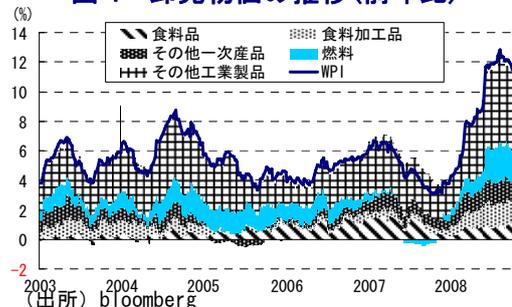


図3 原油価格の推移 (WTI)



図4 卸売物価の推移 (前年比)



### 《脆弱なファンダメンタルズの克服が難しい中、無理な金融緩和が海外からの売り圧力を強める懸念が残る》

- 同国には、高成長を期待する海外からの投資資金の流入により昨年中は通貨ルピーに増価圧力が掛かっていた。ただし、為替増価はIT関連サービスを中心とする輸出とGDP比で5%弱を占める海外労働者送金にとり下押し材料となることから、金融当局は積極的にルピー売り（ドル買い）の為替介入を行い、通貨ルピー

を比較的安価に据え置いてきた（図 5）。こうした介入により市場にはルピー資金が過剰流動性となって溢れ、こうした資金が成長に伴う所得の上昇を通じて需要を押し上げ、高成長の源泉となってきた力強い内需を育てて来た。一方で、こうした力強い需要は需要インフレ懸念を強めたものの、金融当局は利上げによる引き締め策を採ることが出来ず、預金準備率の引き上げによりマネーの吸収を図ってきた。

- しかしながら、そうした措置にも拘らず国内のマネー供給は高止まりが続くなど、十分な効果を挙げられない状況が続いた中、原油や穀物価格の上昇によるコストプッシュ型インフレがヘッドラインのインフレ率を大きく押し上げ、今の状況に至ったと考えられる。さらに、今年になって以降に金融当局は利上げによる引き締め姿勢を強めているものの、足元においては伸びは鈍化の兆しを見せつつも依然として高止まりしていること、一連の金融緩和措置によって国内の金融市場におけるマネーは爆発的に増大していることを考えると、金融当局は市場の動向を注視しているとは言えども、この度の利下げが需要インフレの再加速に火を点ける可能性は十分に残されていると考えられる。
- また、マクロ経済のファンダメンタルズの脆弱さの要因となっている国際収支構造については、年明け以降の原油価格の高騰で貿易収支が大幅なマイナスを示したことがその原因である（図 7）。確かに、足元では原油や穀物価格は大きく下落しているものの、世界的な金融不安をきっかけに米国や EU といった同国にとっての主要輸出先の景気減速懸念が強まる中では輸出にも下押し圧力は避けられず、輸入財価格の低下により輸入が圧縮されたとしても、貿易収支が黒字に転換することを期待するのは難しい。さらに、金融不安は同国向けの投資流入を大きく細らせており、これまで経常赤字をファイナンスしてきた投資資金をはじめとする資本収支の黒字幅が大きく圧縮されており（図 8）、先行きの国際収支も脆弱な構造を引き摺る状況が続くものと予想される。

図 5 為替相場の推移



図 6 M3 と国内信用の推移

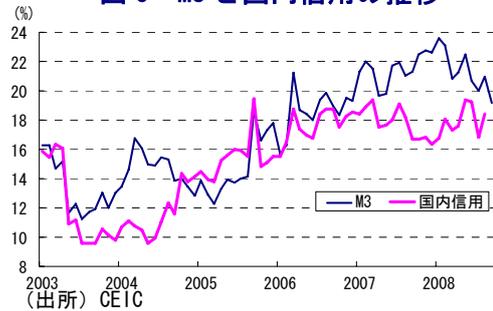


図 7 輸出入の推移(前年比)

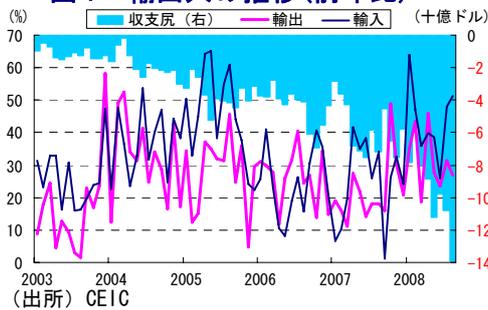
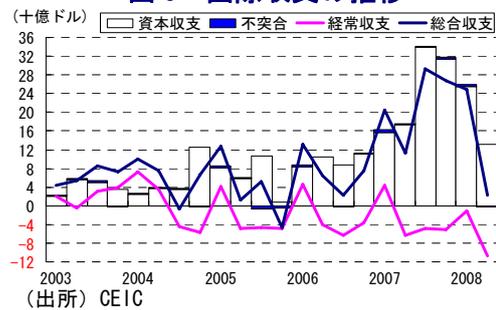


図 8 国際収支の推移

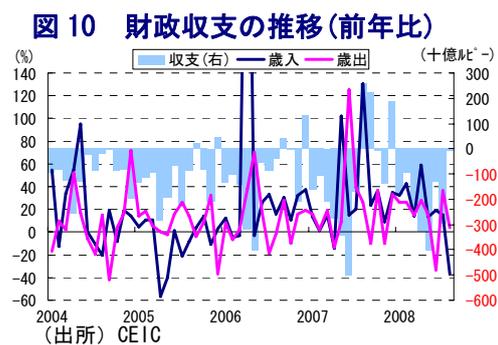


### 《先行きは構造的な問題で売り圧力増大懸念、政府の想定する景気浮揚効果の期待は難しい可能性が残る》

- 先行きの景気動向を考えると、利下げによってこれまで弱含んでいた個人消費や資本投資が喚起されるなど、景気刺激に一定の効果が上がることが期待される。ただし、需要喚起によって足元で鈍化しつつあったインフレが需要インフレ圧力と通貨ルピーの減価圧力が強まることによる輸入物価上振れにより、インフレの上方圧力が増大することが懸念される。そうなれば、利下げによる景気刺激効果はインフレ上昇により大きく

減じられることが懸念されるが、これまでの金融緩和策を通じて市場でのマネー供給が大幅に増大していることから、景気過熱懸念が再発する恐れも出てくる。ただし、同国にとっては GDP の 2 割弱を占める農業部門でモンスーン期の大雨による洪水から生産鈍化懸念があるなど、供給制約による景気下押し懸念も高まっており、その観点では景気過熱は抑止される可能性は高い。とはいえ、需要過多により生ずる所得流出が景況感を悪化させる可能性は高まるものと予想される。

- 同国政府が需要喚起による景気刺激を志向したことから、ここ数年で国内貯蓄率は向上してはいるものの、依然として投資を賄うレベルになく、先行きも経常収支の赤字基調が持続することを考えると、今後は政策面で海外からの投資資金の流入を促すかが鍵になる。直接投資については底堅さがみられる一方（図 9）、政府が積極的に進めてきた経済特区（SEZ）政策に関連して、韓国企業の進出に関連して土地取得問題が発生しているほか、国内企業でも同様の問題がクローズアップされるなど、政治的問題と絡む形でのリスクが顕在化しつつある。特に、同国ではかつてより労働問題が大きな課題とされてきたが、一連の土地収用問題はインド進出リスクを際立たせる要因になっていると言え、複雑な法体系や運用面での問題など、投資誘致に向けてクリアすべき問題は多々存在し、そのいち早い着手が望まれる。
- 政治的には来年に控える総選挙対策から、今年度予算はバラ撒き型となっており、その面では景気の下支えが期待される。ただし、景気減速によって歳入の圧縮が見込まれる中で拡張的な財政政策を志向することで、特に内貨建債務の金利上昇リスクが高まることは、クラウディング・アウトを引き起こすことで国内の必要な資本投資を阻害する懸念を強めることになろう。そうなれば、財政拡大により単年度ベースでは景気が維持されとしても、潜在性の向上に資する投資が実施されないことによる中長期的な損失を高めることに繋がる。その意味では今後の財政運営にはより慎重さが求められる（図 10）。
- 政府及び金融当局は、今回の一連の金融緩和策によって世界的な金融不安に対抗するのみならず、自国経済の浮揚を企図したものと考えられるが、依然としてインフレ懸念が熾り、国際収支構造の脆弱さが残る中で利下げは、特に足元のような外国人投資家のマインドが悪化する中では、同国への売り圧力を生み出すことになりかねない。こうしたことから、当局が想定するだけの景気浮揚効果を期待するのは難しいと予想される。内需の押し上げには一定程度の効果が期待されるものの、世界経済が減速懸念を強めることで外需の貢献度はさらに低下するとみられ、需要過多によって景気の鈍化基調がさらに強まることが予想される。



以上