



インド経済事情：インフレ急進対応から今月2度目の利上げ実施

～13年ぶりのインフレ率2桁台突入により、先行きはさらに金融引き締め姿勢を強める見通し～

発表日：2008年6月25日（水）

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）

- 24日、インド準備銀行は政策金利であるレポ金利と預金準備率を50bp引き上げ、それぞれ8.50%、8.75%とする決定を行った。同行では、今月11日にレポ金利を25bp引き上げたばかりであるが、先週末に公表された6/7時点の卸売物価が、対前年比+11.05%と13年ぶりの2桁台に突入したことで、金融引き締め姿勢を示す狙いがあったものとみられる。
- 同国では、国民の1/3を占める貧困層対応として、補助金により石油製品価格を低価格に抑えてきたものの、足元の原油価格騰勢の影響から石油会社に損失が生じる等の懸念が高まったため、今月4日に平均11%の価格引き上げを決定したが、物価指標に占めるウェイトの高さがそのままインフレ率を押し上げたとみられる。
- 同国経済は、依然として底堅い内需主導による堅調な成長を続けているが、当面は国際的な商品市況の高騰によるコストプッシュ型インフレの残存、金利引き上げによる過剰消費等の抑制による内需の下押しは避けられないとみられるものの、足元でマイナス化した実質金利の是正により需要インフレ懸念に一定の抑制が期待されよう。さらに、過剰消費の抑制で輸入が鈍化することで、国際収支といったマクロ経済のファンダメンタルズの改善も期待される。そうしたことで、内外金利差の拡大による投資資金の回帰が期待されることで、通貨ルピーの対米ドル為替相場についても、当面は一進一退の状況が続こうが、先行きに増価基調に転ずる可能性が出たものと言えよう。

《補助金削減による石油製品価格の上昇によりインフレ圧力亢進、13年ぶりの2桁台突入で利上げ実施》

- 24日、インド準備銀行（中央銀行）は政策金利であるレポ金利と預金準備率を50bp引き上げ、それぞれ8.50%、8.75%とする決定を行った（図1）。レポ金利の引き上げは即日、預金準備率の引き上げは7月5日と19日に25bpずつ段階的に引き上げられる。同行は、今月11日にレポ金利の25bp引き上げ（7.75%→8.00%）を決定したばかりであるが、20日に公表された6月7日時点の卸売物価が対前年比+11.05%と1995年以来で2桁台に到達したことで、7月29日に予定されている次回の金融政策委員会を待たず、今回の決定が実施された。
- 20日に公表された6月7日時点の卸売物価は、対前年比+11.05%と前週（同+8.75%）から大幅に加速した（図2）。今月4日にインド政府が決定した石油製品価格の引き上げが主因と考えられる。石油製品価格は、依然として国民の3分の1を占める貧困層に対する配慮から、石油会社に補助金を支給することで、小売価格を政府が指定する割引価格で販売することが義務付けられてきた。しかし、年明け以降に急激に原油価格が高騰している影響から（図3）、足元では補助金が十分に支給されず主要石油会社が逆転を抱える状態に陥っていた。報道によると、1日当たりの損失額は計72億ルピー（約180億円）に上り、石油会社の経営に対する懸念が高まった。こうしたことを背景に、政府は石油製品の価格を11%引き上げる決定を行ったことで、エネルギー財の価格が大幅に上昇した。エネルギー財は、卸売物価に占めるウェイトが14.23%と高いことも影響し、今回の急上昇を招いたものとみられる。

図1 政策金利の推移

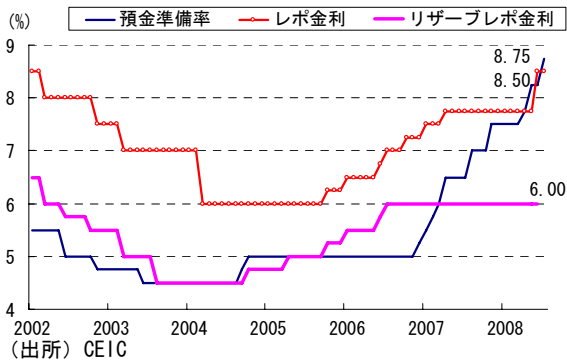


図2 卸売物価の推移(前年比)

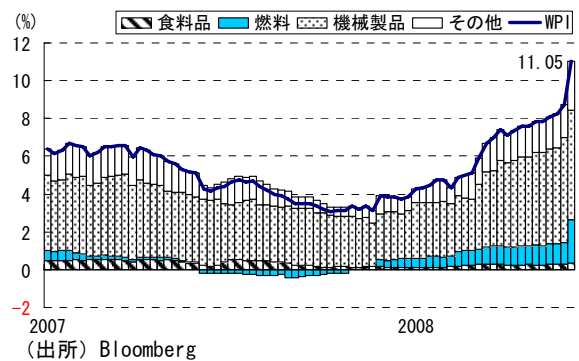


図3 石油先物価格の推移(WTI)



《先行きはインフレ残存による下押し懸念も、財政措置と金融引き締め姿勢の堅持による下支え効果に期待》

- 先行きのインド経済は、米国景気の減速を発端とした世界的な金融市場における信用不安が足元でも続いており、これまで同国経済を下支えしてきた証券投資の流入の急速な回帰を見込むことは難しい（図4）。その一方、これまで底堅く推移してきた個人消費については、石油製品価格の上昇等によりインフレ圧力が残存することが見込まれることから下押し懸念が強まっている。その一方で、4月からの2008/09年度予算では、所得税減税や消費税の控除対象の拡大等の財政措置や、低所得者層の多い農業従事者向けのローン免除が実施される等、下院が来年5月に任期満了を迎えることによる総選挙に向けた現政権によるパフォーマンスの影響から、拡張的な財政措置が実施されることで景気が下支えも期待される。
- 海外からの投資資金の流入は、外国人投資家のリスク許容度の本格的な回復には、依然時間を要するものと見込まれ、当面は難しい局面が続くものと考えられる。一方で、先日来の金融引き締め姿勢の強化により、金融当局によるインフレ抑制に向けた姿勢がしめされたことで、先行きは内外金利差の拡大による資金の回帰も期待される。ただし、マクロ経済のファンダメンタルズの観点では、原油価格の騰勢が先行きにおいても持続する場合、足元で拡大している輸入超過がさらに拡大し（図5）、経常収支の悪化を招くことも懸念される（図6）。特に、足元では証券投資流入の減速により資本収支の黒字幅が縮小し、経常赤字のファイナンスを行ってきた構造に変化が生じているものと見込まれる。
- 今月4日に石油製品の小売価格は引き上げられたものの、依然として低い水準に抑えられていることを鑑みれば、補助政策の維持が一段と困難になることで、さらなる価格引き上げによるインフレ圧力の亢進が懸念される。しかし、これまでの金融引き締め策は、預金準備率の調整による「見せ玉」的な要素から金利の引き上げを伴う実効性のある施策にシフトしたことで、依然として国内信用の伸びが高止まりする等（図7）、過剰消費や過剰投資による需要インフレの可能性が高まっていたものの、今回の利上げにより実質金利はかろうじてプラスに転化するものと見込まれることから（図8）、その

抑制に一定の効果が見込まれよう。さらに、中長期的な同国経済の潜在的な成長性を見据えた直接投資は依然として力強く推移しており、先行きにおいてもその傾向は持続するものと期待され、ファンダメンタルズ面での下支えと、足元で鈍化基調が進む鉱工業生産にも下支えが期待される（図 9）。足元では、ファンダメンタルズの悪化懸念から、減価基調を強めてきた通貨ルピーの対米ドル為替相場も当面は様子見の状態が続くと言えよう（図 10）。

- 先行きインフレは、米国経済の本格的な自律的回復には依然時間を要するものとみられる。このところの米国のバーナンキ Fed 議長やポールソン財務長官の発言から、米国が先行きにおいてさらなる金融緩和に踏み切る可能性は低いとしても、現状の緩和状態は当面の間継続されると見込まれる。その結果、世界の金融市場に溢れた流動性が商品市況に流入する状況は当面持続するとみられ、原油価格の騰勢が落ち着きを取り戻すには相当の時間を要すると見込まれる。穀物市況については、今月初めの米国中西部における洪水の影響から、国際市場では再び価格の騰勢が強まっている（図 11）。ただし、インドに関して言えば、今年のモンスーン期の雨量予報では十分な雨量が期待されており、良作が期待される。春物の収穫期を迎える夏前までは少なくとも足元のインフレ圧力が残存するとみられるが、大規模な天変地異が発生しない限りにおいては騰勢は徐々に収まるものとみられ、コストプッシュ型インフレの緩和が期待される。
- 同国経済の下支え要因のひとつとなってきた内需は、先行きにおける証券投資の先細りから、海外からの投資資金流入により発生した過剰流動性による押し上げ効果が弱まるとみられ、内需に下押し懸念が強まるものと見込まれる。さらに、今回の金利再引き上げにより、国内の過剰消費や過剰投資が一定程度抑制されるものと見込まれ、需要インフレ圧力の解消が期待される。とはいえ、国際商品市況や国内供給の悪化によりコストプッシュ型インフレが高まる場合、金融当局が追加的な金融引き締め措置を実施する可能性は依然残されていると言える。
- 今回の金利再引き上げにより、国内経済の下押し懸念はあるものの、先月末に財務省がインフラ部門に対する対外商業借入（ECB）の借入制限緩和が公表された。企業部門にとっては金利の高い国内市場だけでなく、海外から低利での資金調達が可能となる等、設備資金不足により足元で鈍化基調が強まっている鉱工業生産の下支えと、投資資金の先細りによる減速懸念が強まっていたインフラ投資の活性化が期待される。こうした結果、国内景気に多少の下押し懸念はあるものの、過剰消費の抑制による輸入減速により、結果的に貿易収支や経常収支といったファンダメンタルズの改善が期待され、その結果、通貨ルピーの為替増価により輸入物価が抑えられることで、先行きのインフレ緩和に対する期待も高まるものと見込まれる。

図 4 海外からの投資流入額の推移

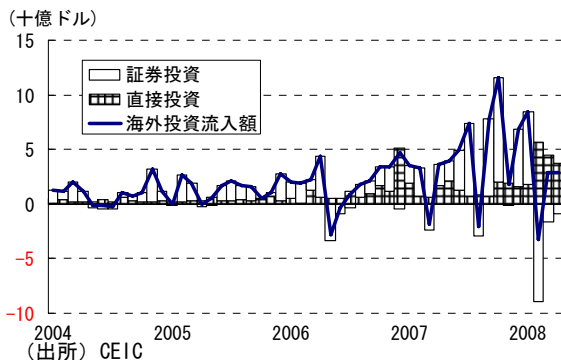


図 5 輸出入の推移(前年比)

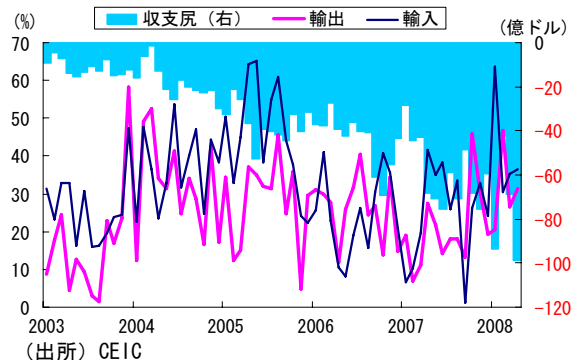


図6 国際収支の推移

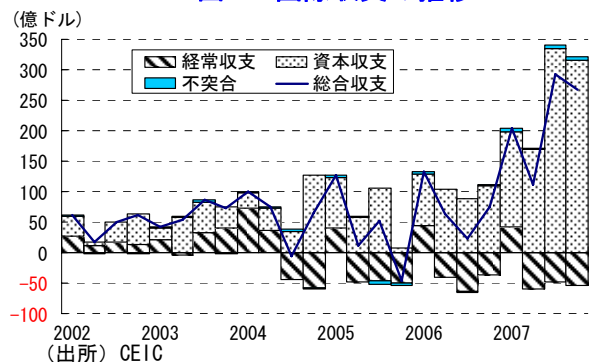


図7 M3と国内信用の推移(前年比)

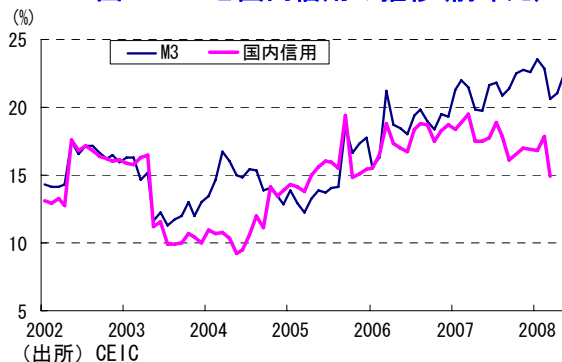


図8 実質金利の推移



図9 鉱工業生産の推移(前年比)

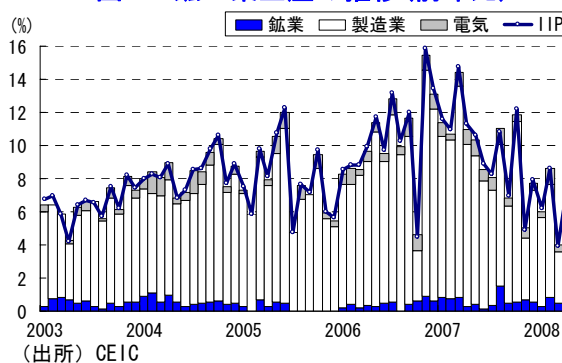
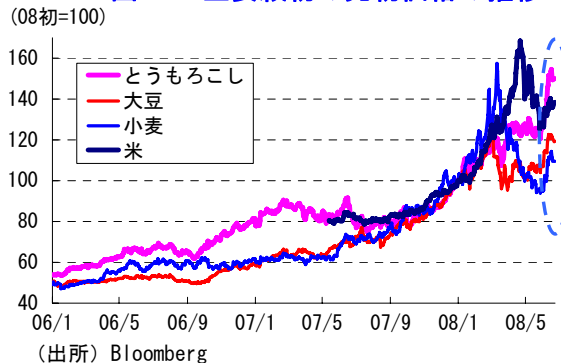


図10 為替相場の推移



図11 主要穀物の先物価格の推移



以 上