



## インド経済事情：金融政策は「正常化」に近付きつつある

～過剰流動性を意識した引き締めを継続も、今後の引き締めペースの鈍化を示唆～

発表日：2010年9月16日（木）

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）

- 16日、インド準備銀行は定例の金融政策レビューを開催し、政策金利であるレポ金利を25bp、リバースレポ金利を50bp引き上げ、それぞれ6.00%、5.00%とする決定を行った。同国では景気拡大や食料品価格上昇により物価上昇が懸念され、当局は金融引き締めを強めてきた。しかし、8月のインフレ率は新基準ベースでピークアウトが進んでおり、物価は落ち着きをみせつつある。今年の雨季は例年並みの雨量のため食料品価格の下落が期待されるが、実質金利は依然マイナスであり、引き締め対応が強化された。なお、海外資金の流入などでベースマネーの拡大が続くなど過剰流動性懸念が残り、流動性を吸収するため、前回同様リバースレポ金利の引き上げ幅を大きくしている。なお、金融政策は正常化に向かっているとの認識を示しており、物価がより落ち着いた場合、今後の引き締めペースは鈍化する可能性が高まっている。
- 4-6月期の実質GDP成長率は前年比+8.8%、前期比年率+7.8%（試算値）と景気拡大が続いた。4月からの景気対策の一部終了にも拘らず、個人消費は堅調に推移し、政府主導でインフラ投資も進められるなど内需は拡大基調が続いている。また、海外経済の減速が懸念されたものの、アジア向けを中心に輸出は底堅く、内・外需が景気をけん引している。結果、7月の鉱工業生産は資本財が前月比+50%を上回る伸びをみせ、中間財や消費財でも拡大が続くなど、先行きの生産拡大が期待される。また、製造業・サービス業ともにPMIは50を上回り、先行指数は堅調なため、先行きも緩やかな生産拡大が続くと見込まれ、景気は減速しつつも拡大が続くと予想される。
- 足元の景気の堅調や先行きの拡大期待の高さを背景に、海外資金の流入が続いており、株式相場は9月に入って以降上昇基調を強めている。先行きの利上げ観測の後退もあり、当面は2008年1月に記録した史上最高値を目指す展開も予想される。通貨ルピーの対米ドル相場にも上昇圧力が掛かっているが、過度なルピー高に対しては売り介入に動く可能性も指摘されており、上値を抑える展開も予想される。

### 《前回に続き流動性吸収を意識して、リバースレポ金利の引き上げ幅を大きくする引き締めを実施》

- インド準備銀行は16日、今回から1ヵ月半ごとに実施される定例の金融政策レビュー（金融政策決定会合）において、政策金利であるレポ金利を25bp、リバースレポ金利を50bp引き上げ、それぞれ6.00%、5.00%とする決定を行った（[図1](#)）。同国では今年2月以降、インフレ率（卸売物価上昇率）が前年同月比で二桁%となるなど物価上昇が顕在化し、金融当局は今年2月に現金準備率の引き上げに踏み切り、3月には利上げを行うなど金融引き締めを進めてきた。さらに、7月には月内に2度の利上げを行い、物価上昇に積極的に対処してきた。結果、7月のインフレ率は6ヶ月ぶりに一桁%台となり、8月には前年比+8.5%（新基準ベース/旧基準では同+9.5%）とピークアウトしてきている（[図2](#)）。8月は前月比でも横ばいとなっており、物価は落ち着きを取り戻しつつある。これは、今年の雨季（6月～8月末）の雨量が長期平均並みを確保し、農業生産が前年同期比10%近く増加したため、食料品価格が落ち着いたことも影響している。
- 他方、これまでの金融緩和による資金供給拡大に加え、高成長期待や、内外金利差を背景とした海外資金の流入により（[図3](#)）、ベースマネーは拡大基調が続いている（[図4](#)）。さらに、実質金利は依然マイナス状態が続いており、需要増加による物価上昇圧力が懸念される。ただし、今回の声明文では、これまでの引き締めにより金融政策の正常化は進んでおり、さらなる金融引き締めの必要性は低下しているとの認識を示し

ていることから、今後の引き締めペースは大幅に緩む可能性が高まっている。

図1 金融政策の推移

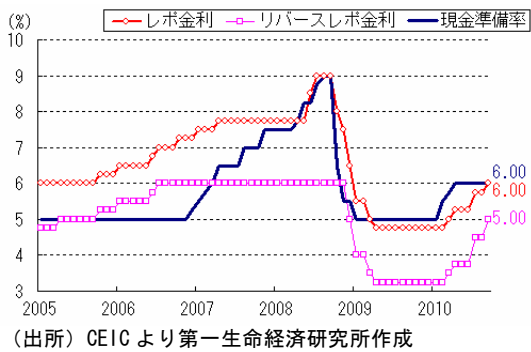


図2 卸売物価の推移(前年比)

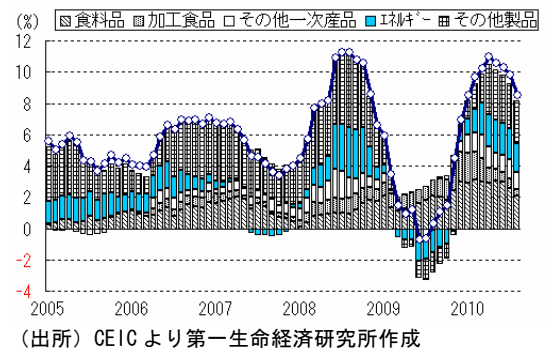


図3 海外証券投資流入額 of 推移

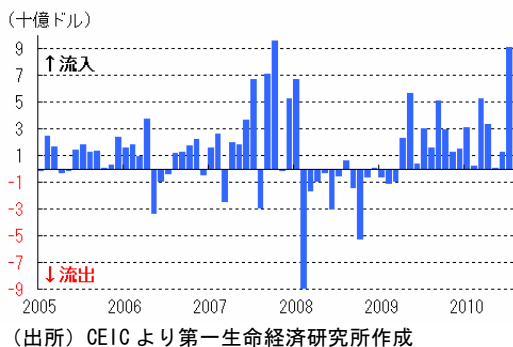
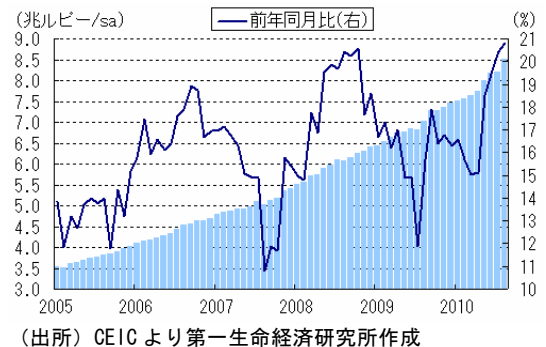


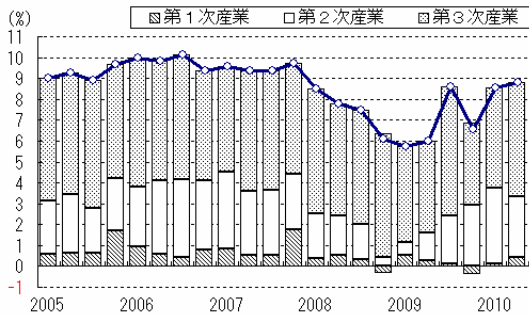
図4 ベースマネーの推移



### 《資本財など広範な生産拡大が続いている。先行き減速懸念はあるものの、景気拡大は維持されよう》

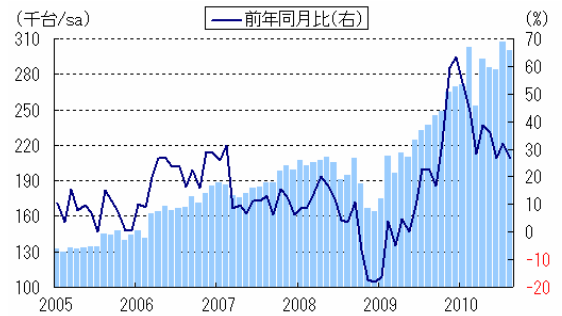
- 同国の4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+8.8%と前期（同+8.6%）から加速しており（図5）、当研究所が試算した季節調整値ベースでも前期比年率+7.8%となっている。4月から始まった新年度では減税幅圧縮などで景気対策が一部縮小されたものの、自動車販売台数や二輪車販売台数など個人消費は堅調であり（図6, 7）、政府によるインフラ投資も活発に行われ、内需が景気をけん引している。一方、輸出は海外経済の減速が懸念されるものの、1月に発効したASEANとのFTAを背景としたアジア向け輸出の拡大が下支えし、7月実績は前年同月比+13.2%と底堅く推移している（図8）。先行きは輸出の頭打ちはあるだろうが、引き続き内需の成長が期待され、景気は緩やかな拡大を続けるであろう。
- こうした内・外需の堅調を反映して、7月の鉱工業生産は前年同月比+13.8%と反転した（図9）。特に、資本財が前月比+50%超と大幅な拡大を示し設備投資の拡大が期待されるほか、中間財や消費財の生産も拡大基調が続いている。8月の製造業PMIは前月からわずかに低下しているものの（図10）、「生産」は改善が続いており、先行指標である「新規受注」や「輸出向け新規受注」は依然 50 を大きく上回っている。サービス業においては、欧米経済の先行きに不透明感が出ていることから、6月をピークに下落基調にあるものの、依然 IT 投資に対する需要は底堅さが続くと思われ、同国へのオフショアリングの需要は堅調が続くであろう。
- 先行きは、これまでの金融引き締めによる影響は懸念されるものの、食料品価格の安定を通じて物価上昇圧力が緩和しつつあることから、内需は堅調な推移が見込まれる。一方、輸出はアジア向けの堅調は見込まれるものの、欧米向けに不透明感が高まっており、増加ペースは徐々に緩慢となり、年末にかけて景気は減速感が高まるであろう。これを反映して物価上昇圧力は和らぐと思われ、年度末（来年3月）におけるインフレ率は、金融当局の見通し（6.0%）をわずかに上回る可能性は残るものの、先行きは鈍化していくであろう。

図5 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



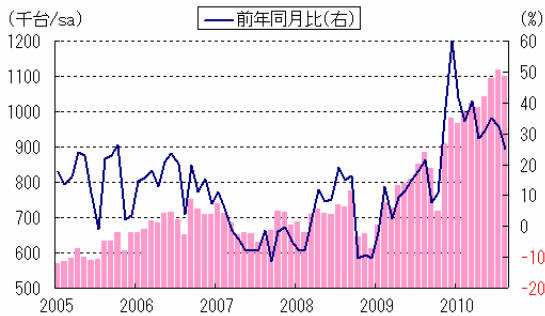
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 四輪車販売台数の推移



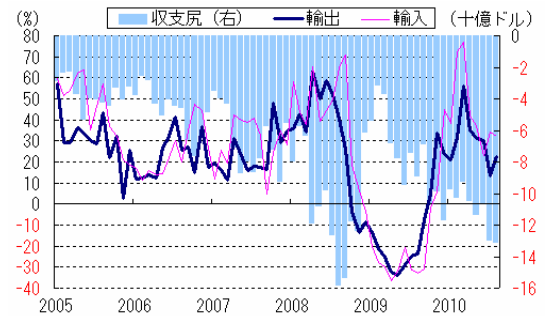
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 二輪車販売台数の推移



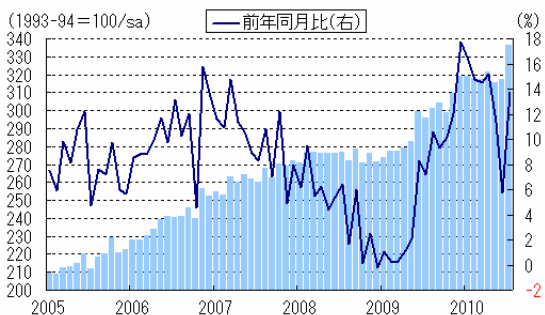
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 輸出入の推移(前年比)



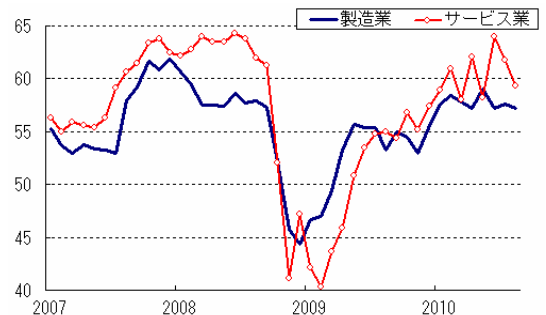
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 鉱工業生産の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

### 《先行きの景気の堅調を期待して海外資金の流入が進み、当面の株価は上値を探る展開が続こう》

- 株式相場は堅調に推移しており、8月半ばに年初来高値を更新した後、海外経済の不透明感を要因に若干調整したものの、9月に入って以降は上値を切り上げる展開が続いている（図11）。先行きの利上げ観測は燦るものの、景気のけん引役である内需の強さを背景に、2008年1月に記録した過去最高値を試す動きも予想される。なお、株式相場の急上昇により、金融当局は過剰流動性懸念や資産バブルに対する警戒感を強める可能性もあり、短期的な資金流入抑制策に動くことも考えられよう。
- 海外資金の流入により、9月に入って以降は為替相場においても通貨ルピーは米ドルに対して上昇してきた（図12）。ただし、15日に日本が大規模な為替介入に踏み切ったことで、同国においても自国通貨高による輸出への悪影響を懸念してルピー売り介入を行うとの観測も出てきており、先行きのルピーの上値を抑える可能性もあろう。

図 11 株式相場の推移(ムンバイ SENSEX)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 為替相場の推移(対米ドル・ユーロ)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以 上