



## インド準備銀、金融政策は「利下げ」の方向性を明示

～財政悪化などによるインフレ圧力への警戒感も滲ませる～

発表日：2012年3月16日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

### (要旨)

- 景気の減速感が高まるなか、インフレ率の低下を受けて金融政策の軸足は変化している。準備銀は1月、3年ぶりに現金準備率の引き下げを決定し、今日9日にも追加引き下げを決定。2月の卸売物価上昇率は前年比+6.95%に加速したが、食料品価格の落ち着きにより物価上昇圧力は後退している。準備銀は15日の定例会合で金融政策を据え置きつつ、先行きの物価上昇リスクに懸念を示したものの、金融政策の方向性は「利下げ」であると明言。来月以降利下げに踏み切る可能性は高まっている。
- 景気に配慮して歳出増加圧力が掛かり易いなか、16日に発表された来年度予算では財政赤字を今年度から抑制する方針を示した。税外収入や税収増加により財政健全化に道筋を付ける方針だが、抜本的な税制改正などには触れられておらず、その実現に向けたハードルは高い。先日の地方選敗北など政権与党に対する風当たりは強いものの、中長期的視点から構造改革などへの取り組みが求められる。
- 10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.1%に減速したが、足下では景況感に底打ちの兆しもあり、景気は最悪期を脱しつつある。内需の堅調が見込まれるなか、米国経済の底堅さも外需の回復を促そうと、供給不足が景気の足かせとなる状況は続こう。当研究所は今日、今年度の経済成長率について政府予想（前年比+6.9%）を下回る同+6.7%に下方修正しており、現時点ではこれを据え置く。

### 《当局は資金需給のひっ迫に対応する一方、インフレにも警戒。今後の金融政策の方向性は利下げを明言》

- インドでは、物価や金利の上昇、世界経済の不透明感などを理由に景気の減速感が高まるなか、インフレ率にピークアウトの兆しが出ていることを受けて金融政策のスタンスは変化している。足下の景気減速を背景にインフレ率は昨年末にかけてピークアウトしており、準備銀は今年1月の定例会合において約2年ぶりに現金準備率の引き下げを決定し、金融緩和に舵を切った。さらに同行は今日9日、15日の定例会合直前に現金準備率を急遽75bp引き下げる決定を行い（実施は10日から）、金融政策の軸足を物価抑制から景気刺激に大きくシフトさせている。昨年後半以降は国際金融市場の混乱により海外資金が流出して過剰流動性は緩和したものの、信用収縮リスクも意識されたことから、景気への悪影響が懸念された。年明け以降、金融市場は落ち着きを取り戻しているものの、年度末を控えて民間部門を中心に税の前払いに伴う資金需給のひっ迫が懸念されたことから、同行は資金供給拡大によりこれに対応した。
- 2月の卸売物価上昇率は前年同月比+6.95%となり、前月（同+6.55%）から加速した。ただし、食料品物価の落ち着きを背景に前月比は+0.44%に留まり、物価上昇圧力は後退している。なお、過去のインフレ加速を反映してサービス物価は高止まりしており、これを組み込んでいる消費者物価は1月時点で前年同月比+7.65%と高い伸びが続いている。先行きについてはベース効果や過剰流動性の緩和も追い風に物価上昇率は低下が見込まれるため、金融緩和余地の拡大が期待される。一方、足下の原油高を反映してエネルギー価格の上昇圧力が高まり、海外資金の回帰によって再び過剰流動性が意識される可能性もあろう。インドにおいては、家計消費に占める食料品やエネルギーなど必需品の割合が高く、これらの価格上昇は購買力の下押し圧力に繋がりやすいため、この動向には今後も引き続き注意する必要がある。
- 同行は15日の定例会合において、先日の追加緩和実施を受けて政策金利、現金準備率ともに据え置く決定を行った。市場の資金需給のひっ迫に対しては9日の現金準備率の引き下げ決定により市中に約4800億ルピーの資金が供給されることから、現時点において追加緩和の必要性は低いとした。同行は先行きの景気につい

て、多くの指標は景気減速を示しているものの、インフレ率の低下が見込まれることから、1-3月期の実質GDP成長率は10-12月期に比べて改善すると予想している。このところの原油高や財政悪化、ルピー安の進展などは物価上昇リスクを高め、先行きは価格転嫁の進展も物価上昇圧力となる可能性を指摘しており、金融緩和を慎重に進める姿勢を窺わせている。他方、当局は「景気減速にも拘らずインフレ圧力が煽っていることが金融政策の判断に影響を与えている」としつつ、「将来の金融政策の方向性は利下げ」と明言しており、早ければ来月の次回会合において3年ぶりに利下げを実施する可能性は高まっている。

図1 卸売物価(前年比)とレポ金利、現金準備率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

### 《政府は来年度の財政赤字の縮小を見込んでいるが、その実現に向けたハードルは高い》

- 今年度の中央政府の財政赤字は4～1月の累計ベースで▲4兆3493億ルピーとなっており、昨年同期(▲2兆2222億ルピー)を大きく上回っている。景気減速により歳入が縮小するなか、景気に配慮した歳出維持策の影響で財政悪化に歯止めが掛かりにくくなっている。さらに、昨年末時点の公的債務残高は57兆ルピーを突破しており、これはGDP比70%超の水準にあるなど新興国の中では比較的高水準に達している。公的債務の9割以上は国内債務によって賄われていることから、直ちに債務の持続可能性が問題になるとは考えにくいものの、こうした財政運営を続けていくことは徐々に難しくなることが予想される。
- 政府は16日に4月から始まる2012-13年度予算を国会に提出しており、地方を含む一般政府の財政赤字をGDP比▲5.1%と今年度(GDP比▲5.9%)から縮小させる方針を明らかにした。景気に配慮して歳出は前年比+13%増加しており、第12次5ヶ年計画に基づくインフラ投資の拡充などが盛り込まれている。なお、足下の原油高により補助金の増加が懸念されているが、政府はこれをGDP比2%未満に抑えるなど政策見直しを示唆している。他方、歳入面では来年度の経済成長率が前年比+7.6(±0.25)%となることを前提に、物品税やサービス税の引き上げが行われる。また、税外収入の充実を図るため国営企業の売却益を3000億ルピー見込むなど意欲的な取り組みもみられる。しかし、期待されていたGST(財・サービス税)の導入やDTC(所得税法)の改正など抜本的な税制改革の取り組みについては「希望的観測」を述べるに留まった。所得税の課税最低限引き上げなど景気に配慮する動きがみられるほか、税外収入の見積もりが過大であるなど、現実には財政赤字の拡大も見込まれる。財政悪化が続けば、市場の信認低下によりルピー安が進行し、金融当局が想定する金融緩和の道筋を阻むことも懸念されるため、慎重な政策対応が求められよう。
- さらに、今月6日には同国最大のウッタルプラデシュ州(UP州)を含む5つの州で議会選挙が開催され、与党国民会議派はうち4州において第1党を奪還出来ず敗北した。3年前の総選挙では国民会議派のラフル・ガンディー幹事長の陣頭指揮によりUP州での党勢拡大に繋がったため、今回も同氏主導による選挙戦への期待は高かったものの、与党内の汚職問題や足下の景気減速や物価高などは政権与党にとって向かい風になった。次回の総選挙は2年後に予定されているが、一連の選挙結果を受けて市場では現政権が推し進めようとしている構造改革の停滞が懸念されている。昨年末には、長年の課題であった総合小売業に対する外資企業の参入解禁も棚上げされるなど構造改革が遅れているなか、こうした傾向は今後も一段と強まること

も予想される。同国は近年慢性的な経常赤字を抱えており、投資を拡充させるためには海外資金の活用が不可欠であるものの、この受け入れが難しくなることも懸念される。インフラ不足を解消しつつ潜在成長率の向上を図るためには、投資資金の受け入れのみならず、製造業をはじめとする外資企業の受け入れを通じた生産性の向上に取り組みも求められる。来年度予算ではインフラ投資の増強や国営企業の売却などが盛り込まれているものの、これらに留まらない抜本的な構造改革に向けた取り組みも望まれよう。

図2 財政収支の見通し(2011-12年度及び2012-13年度予算ベース)

| (単位:億ルピー) |           |           |       |           |           |
|-----------|-----------|-----------|-------|-----------|-----------|
|           | 11-12年度見込 | 12-13年度予算 |       | 11-12年度見込 | 12-13年度予算 |
| 歳入        | 79,674    | 97,733    | 歳出    | 131,872   | 149,093   |
| 税収        | 90,166    | 107,761   | 非計画支出 | 89,212    | 96,990    |
| 法人税       | 32,768    | 37,323    | 経常支出  | 81,574    | 86,560    |
| 所得税       | 17,188    | 19,579    | 資本支出  | 7,638     | 10,430    |
| 関税        | 15,300    | 18,669    | 計画支出  | 42,661    | 52,103    |
| 物品税       | 15,070    | 19,435    | 経常支出  | 34,620    | 42,051    |
| サービス税     | 9,500     | 12,400    | 資本支出  | 8,040     | 10,051    |
| その他の税     | 341       | 355       |       |           |           |
| 税外収入      | 15,449    | 20,626    |       |           |           |
| 地方政府分控除   | 25,941    | 30,654    | 財政赤字  | -52,198   | -51,359   |

(出所) 2012-13年度予算書より第一生命経済研究所作成

### 《足下の景気には底離れの兆しも窺われるなか、先行きは内・外需をけん引役に緩やかに拡大しよう》

- 先月末に発表された昨年 10-12 月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.1%と 11 四半期ぶりの低水準となった。鉱業部門での違法採掘に対する取り締まり強化や、大手自動車メーカーでの賃上げストなどにより、多くの分野で生産が低迷して景気の足かせとなった。さらに、昨年後半の金融市場の混乱や世界経済の不透明感の高まりはサービス部門にも悪影響を与えた。なお、インフレ率の低下による実質購買力の向上を背景に個人消費は堅調であり、公共投資の拡充や設備投資の堅調で固定資本投資も底打ちしており、景気をけん引してきた内需は底堅さが窺われる。一方、輸出の約 2 割を占める欧州経済の低迷により輸出の下押し圧力が高まるなか、堅調な内需を背景に輸入は拡大したことから、外需の成長率寄与度はマイナス幅が拡大した。このように内需の堅調は確認されたものの、供給不足が景気のボトルネックとなっていることが確認されており、中長期的に持続可能な経済成長を達成するためには供給力の増強が課題となっている。
- 足下のPMI（購買担当者景況感指数）は改善基調が続いており、景気は最悪期を過ぎているものと思われる。事実、1月の鉱工業生産は前年同月比+6.82%と7ヶ月ぶりの高い伸びを記録しており、堅調な内需を反映して資本財や消費財などを中心に生産に底打ちの兆しが窺われる。足下では米国経済も底堅さを取り戻しつつあることから、IT関連をはじめとするサービス部門の需要拡大も見込まれるため、先行きの生産は内・外需をけん引役に緩やかに拡大しよう。生産拡大を背景に雇用改善も見込まれるなか、金融市場の落ち着きにより海外資金に回帰の動きも出ていることから、これも内需の押し上げに繋がると期待される。当研究所は今年、今年度（2011-12年度）の経済成長率について前年比+6.7%になると下方修正を行ったが、現時点においてはこれを据え置くこととする（なお、同国政府と準備銀は今年度の経済成長率の見通しを前年比+6.9%としている）。

図3 鉱工業生産(前年比)と製造業・サービス業PMIの推移



以 上