



インド、3年ぶりの利下げも1回で打ち止めの可能性

～インフラ整備の促進に向けて財政構造改革の必要性は高い～

発表日：2012年4月19日(木)

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)

- 17日、インド準備銀行は3年ぶりに政策金利を引き下げる決定を行った。同行は年明け以降、2回の現金準備率引き下げを通じて金融政策の軸足を景気刺激にシフトさせており、今回はその動きをさらに推し進めた。足下のインフレ率は落ち着いているが、先行きは価格転嫁の動きを反映して比較的高止まりすると見込まれる。同行はさらなる利下げについて「余地は限定的」との考えを示しており、今回1回の利下げだけで利下げ局面が終了する可能性も考えられる。
- インド経済の昨年10-12月期は3年ぶりの低い成長率に留まったが、個人消費の底堅さは確認されていた。年明け以降は金融市場の落ち着きや必需品価格の安定により堅調な消費が続いているが、一部で金利高の悪影響は顕在化しており、大胆な利下げを後押ししたと予想される。足下のPMIでは内需に頭打ちの兆候が窺われるが、今後は金融緩和の効果も期待され、景気の緩やかな拡大が見込まれる。当研究所では、今年度の経済成長率は前年比+7.4%と昨年度(同+6.7%)から加速すると予想している。
- 同国は財政赤字と経常赤字の「双子の赤字」を抱えており、これは海外資金の動向に左右されやすい一因になっている。財政の重石になっている補助金改革を通じてインフラ投資資金を確保することは、将来的な潜在成長率の向上にも資する。補助金改革による過剰需要の解消は対外収支の改善にも繋がると見込まれる。政治状況は構造改革に向かい風だが、中長期的視点に立った改革の進展が求められよう。

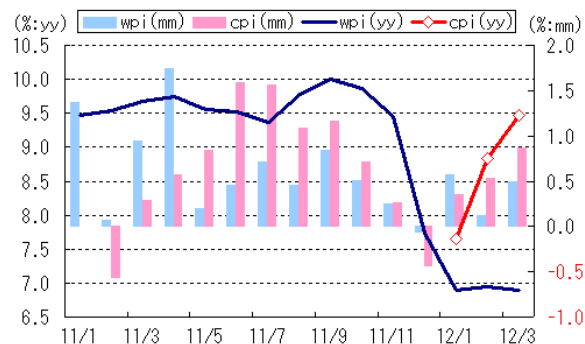
《インフレリスクが煽る中、事前予想を上回る50bpの利下げを実施。追加利下げの可能性は限定的》

- 17日、インド準備銀行は定例の金融政策委員会(2012-13年度金融政策方針会議)を開催し、2009年4月以来3年ぶりに政策金利を50bp引き下げる決定を行った(レポ金利は8.00%、リバースレポ金利は7.00%)。準備銀行はこれまで、世界経済の不透明さや金融市場の混乱などの影響により、足下で同国経済の減速感が高まっていることに配慮して、今年1月と3月と立て続けに現金準備率の引き下げを決定しており、金融政策の軸足を「物価抑制」から「景気刺激」にシフトさせてきた。今回、準備銀行は事前の市場予想(政策金利の25bp引き下げ)を上回る利下げに踏み切っており、足下の景気減速に対する警戒感を反映している。同行は、昨年10-12月(2011-12年度第3四半期)を底に、先行きの景気は緩やかに拡大するとの認識を示しており、今年度を通じて潜在成長率並みの景気拡大に向かうとみている。さらに、同行は昨年度のインドの経済成長率を前年比+7.0%(ベースライン)と、世界金融危機の影響が直撃した2008-09年度(同+6.8%)以来の低い伸びに留まるとする一方、今年度は同+7.3%に加速するとの見方を示している(先月政府(統計局)が発表した昨年度の経済見通しは前年比+6.9%)。
- 同国では過去数年に亘りインフレ率の高止まりが警戒されてきたが、3月の卸売物価は前年同月比+6.89%となり、準備銀行が示してきた見通し(同+7.0%)に近付くなど落ち着いている。準備銀行は先行きの物価について、食料品価格の上昇や原油高による価格転嫁が見込まれるものの、過去の金融引き締めや足下の需要減速の影響で工業品価格に下押し圧力が掛かりやすくなっているため、しばらくは足下の水準近くで推移すると予想しており、来年3月には前年同月比+6.5%に収束するとみている。その上、準備銀行は金融政策の目的として卸売物価上昇率を中期的に望ましいレベル(4.0~4.5%)に収斂させる方針を掲げており、数年かけてこの水準に低下させる姿勢を続けるとしている。一方、1月から統計局が発表を始めた消費者物価は3月、前年同月比+9.47%と前月(同+8.83%)から上昇率が加速し、過去の高成長による人件費の上昇を反映し

てサービス価格は上昇しており、卸売物価を上回る伸びとなっている。

- 今回の利下げ実施に際して、準備銀は「景気の見通しが大きく変わるリスクはないものの、インフレ率が加速するリスクは残っており、さらなる利下げ余地は限定的」との考えを明らかにしている。2兆ルーpee規模の公開市場操作や過去2回の現金準備率の引き下げによる資金供給、年明け以降の国際金融市場の落ち着きにより海外資金の流出リスクは後退したため、国内金融市場における資金需給のひっ迫感も後退しており、準備銀が今後、足下で過去最低水準である現金準備率をさらに引き下げる可能性は低下している。同国は世界経済の減速で輸出は鈍化して足下の経常赤字は拡大しているとともに、今年度予算は大幅な財政赤字が見込まれるなど「双子の赤字」を抱えているため、国際金融市場における海外資金動向の影響を受けやすい。昨年後半の資金流出の影響で足下の通貨ルーpeeの為替レートは安値水準で推移しており、追加金融緩和によるルーpee安は足下の原油高と相俟って国内物価に与える影響を増幅させる可能性もある。したがって、準備銀は今回以降の金融政策はしばらく様子見と見込まれ、今回1回の利下げで終了することもある。

図1 インフレ率(卸売物価と消費者物価)の推移



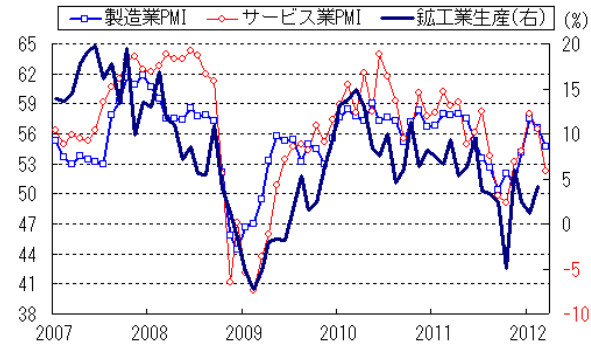
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《個人消費の底堅さは続いており、今後は金融緩和の効果も期待され、景気は緩やかに拡大しよう》

- 10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.1%となり、リーマンショックの影響が色濃く出た2009年1-3月期(同+5.9%)以来の低い伸びに留まった。固定資産投資は2四半期連続で前年比マイナスとなり、金利動向や景況感などの影響を受けやすい設備投資などを中心に減速感が残った。一方、過去の13回の金融引き締めを通じて政策金利(レポ金利)は計375bpも上昇し、金融市場の混乱により海外資金は流出して資金需給のひっ迫感が高まったにも拘らず個人消費の伸びは加速しており、家計部門の消費意欲は必ずしも衰えていない。これは国民の約6割は農村部に居住していることから、金融市場の動向による直接的な影響を受けにくいことが考えられる。さらに、世界経済の不透明感にも拘らず輸出は堅調に推移しており、堅調な内需を反映して輸入は大幅な伸びとなったことから、純輸出(輸出-輸入)の成長率寄与度のマイナス幅は拡大して成長率を下押しした。このように全体的な景気の減速懸念は強まっているものの、同国経済をけん引してきた個人消費は依然として底堅い。
- なお、輸出の約2割を占める欧州経済の不透明感は依然続いているものの、年明け以降は金融市場の落ち着きを背景に海外資金に流入の動きが出ているほか、金融政策も緩和に転じるなど環境は変化しつつある。IT関連をはじめとするサービス輸出の割合が高い米国経済は底堅く、中国をはじめとするアジア経済にも底打ちの動きがみられるなど、先行きの世界経済は緩やかな拡大に転じる兆候も窺える。足下の卸売物価の安定による実質購買力の向上は個人消費の押し上げに繋がることから、年明け以降も消費は堅調を維持している。他方、長期に亘る金利高や資金需給がひっ迫した影響で市中金利は高止まりしており、昨年度の四輪車販売台数は前年比+7.6%と前年度(同+28.2%)から伸びが大幅に鈍化するなど悪影響も顕在化している。こうした状況を反映して、昨年後半以降は鉱工業生産に減速感が高まっており、設備投資などに繋がる資本

財や中間財を中心に下押し圧力が強まった。足下においては底打ちの兆しも窺えるなか、準備銀が予想外の大幅利下げを決定した背景には、このような景気の底入れを下支えする意味合いもある。金融緩和の効果が発現する今年半ばにかけて景気は緩やかに拡大しよう。なお、当研究所では先月、2011-12年度の経済成長率の見通しを前年比+6.7%に▲0.4p 下方修正した。先行きについては緩やかな景気拡大を反映して、2012-13年度については同+7.4%になると予想している。

図2 鉱工業生産と製造業・サービス業 PMI の推移

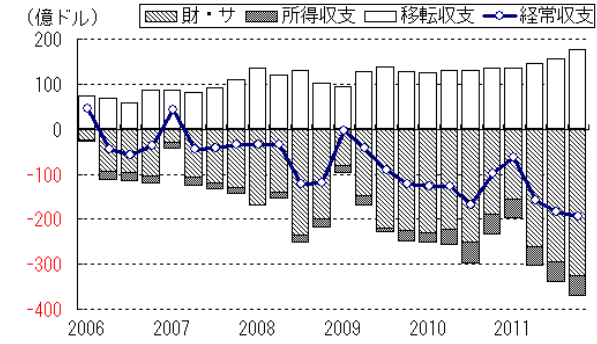


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《インフラ整備を促進させるため、補助金の合理化をはじめとする財政構造改革の必要性は高まっている》

- 先月政府が発表した今年度予算では、財政赤字をGDP比▲5.1%と昨年度（同▲5.9%）から圧縮させる方針を明らかにしているが、歳入の前提となる見通しの甘さや、補助金の膨張による歳出拡大も懸念されており、実際には見通しを上回る赤字となる可能性はある。同国の公的債務残高はGDP比で7割を上回るなど新興国の中では高水準であるが、その大半は国内債務であるために国際金融市場の状況に左右されにくい。しかし、近年の財政赤字の拡大により公的部門のファイナンス需要は高まっており、今年度も多額の資金調達予定されていることから、クラウドファンディング・アウトを起こすことも懸念される。同国経済を巡っては、インフラ不足が長年の課題であり、政府はPPP（官民連携）を通じてインフラ投資を拡充させる方針を掲げているが、金融市場が依然不安定な状況下において安定的な資金調達は難しく、公的財源を通じた下支えも不可欠になろう。他方、同国政府は石油製品や肥料、食料品に補助金を支給しており、歳出に占める割合は約12%に達するなど財政の硬直化の一因になっている。足下の原油高が続けば補助金額はさらに膨らむ可能性もあることから、政府は早期にこの改革に取り組む必要がある。かつての「財政責任・予算管理法」の復活を含めて、財政構造改革の進展とともに潜在成長率の向上に繋がるインフラ整備の促進は、中長期的な同国経済の鍵を握る施策となろう。
- 他方、補助金の圧縮は物価上昇に繋がり、金融政策の動向に影響を与えることも懸念されるが、準備銀は補助金圧縮による財政健全化の取り組みを歓迎する姿勢を示している。さらに、準備銀は金融政策の決定過程において、補助金圧縮による影響はディマンド・プル型の物価上昇と異なる対応をすべきとの考え方も示している。補助金による価格抑制政策は過剰需要を生んでおり、これが足下の経常赤字や財政赤字の拡大など構造的な脆弱性を生む一因になっていることを鑑みれば、中長期的にこの解消に取り組むべく同国経済の構造転換を促すことも求められよう。先日の議会補選において、物価対策の失敗を理由に与党国民会議派は惨敗しており、政権与党は大胆な構造改革を打ち出しにくい環境ではある。しかしながら、持続的な経済成長を果たすためには、構造問題の解消に向けた課題解決の必要性がこれまで以上に高まっている。

図3 経常収支の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以 上