

インド準備銀、物価安定確認後の追加緩和を示唆

～構造改革の進展は中長期的に景気浮揚や物価抑制の効果が期待される～

発表日：2012年11月2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)

- 30日、インド準備銀行は定例の金融政策委員会で政策金利を据え置く一方、前回に続いて現金準備率を引き下げた。インフレ率は依然同行の想定する望ましい水準を大きく上回るが、資金需給のひっ迫が景気抑制に繋がることを懸念して漸進的な緩和を実施した。海外経済の不透明感に加え、国内経済の下振れリスクを懸念しており、同行は経済見通しを引き下げ一方、物価見通しを引き上げて先行きへの警戒感を示した。なお、同行は政府による構造改革の成否が物価や景気に与える影響を注視しており、これを通じて物価が安定軌道に向かうことを前提に、1-3月期の追加緩和と実施を示唆する姿勢をみせている。
- 物価高と金利高の長期化は景気のけん引役である内需を下押ししているが、足下では生産を取り巻く環境に底打ちの兆候が窺える。製造業・サービス業ともに景況感は底打ちしており、先行指数の改善は生産拡大を促すと期待される。景気減速や格付機関による格下げ示唆は、今年に入って以降の金融市場の混乱も重なり海外資金の流入を細らせたが、政府が構造改革に舵を切ったことで状況は変わりつつある。構造改革の円滑な進捗は「双子の赤字」を緩和させ、海外資金の流入を促して景気押し上げに繋がると期待される。外資の流入は物価高要因の解消にも繋がると見込まれ、同国が持続的な経済成長を実現するためにも、構造改革の着実な進展は重要な意味を持っている。

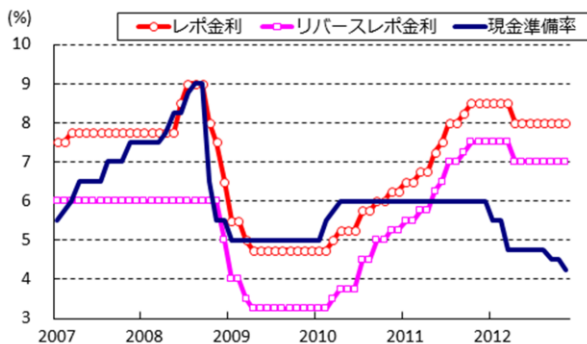
《景気の下振れ及び物価の上振れを警戒するも、準備銀は引き続き物価と景気のバランスを図る姿勢を堅持》

- 30日、インド準備銀行は定例の金融政策委員会（第2四半期金融政策レビュー）を開催し、政策金利であるレポ金利及びリバースレポ金利を4回連続でそれぞれ8.00%、7.00%に据え置く一方、現金準備率を2回連続で25bp引き下げて4.25%にする決定を行った（引き下げ実施は11月3日）。今回の現金準備率の引き下げについて、準備銀は資金需給のひっ迫感が依然残っており、資金供給を潤沢にすることで経済成長を下支えする意図を示している。なお、過去の金融緩和によってインフレ圧力が高まることを懸念する一方、インフレ率が年度末にかけて落ち着く兆しが窺われれば、来年1-3月期にも追加緩和を実施するとしており、経済成長と物価のバランスを採る従来の姿勢を引き続き据え置くと思われる。今回の準備率引き下げにより、経済成長に資する分野への資金供給が促されるほか、物価上昇リスクが低下した後は政府による景気刺激の余地が生まれ、中長期的なインフレ期待の抑制にも繋がるとの見方を示している。
- 準備銀は海外経済の動向について、先進国では依然として厳しい状況が続いており、前半はBRICSをはじめとする新興国も景気の減速感が広がるなど不透明感が残るとみている。足下では、日米欧先進国における追加緩和により国際金融市場の混乱に一服感が出ているものの、各国中銀による積極的な金融緩和にも拘らず金融システム不安は燻っているとの見方を示した。その上、先行きについても欧州ではソブリンリスク問題は幾分後退しているものの、財政健全化と経済成長の舵取りは難しい状況が続くと見込まれる中、米国では「財政の崖」の問題に加えて中期的な財政健全化目標という課題を抱えており、先進国経済は引き続き困難な状況が続くと予想している。さらに、先進国経済の低迷は新興国経済の下振れリスクに繋がることから、しばらくは世界経済全体として回復感に乏しい展開が続く可能性を示唆している。
- 一方、国内経済については、物価高を背景に景気をけん引してきた個人消費をはじめとする内需が鈍化する中、生産を取り巻く環境も悪化しており、景気の減速感が強まっている。足下では景況感に底打ちの兆しが窺われるものの、依然として低水準で推移しており、急速な景気回復が見込みにくい状況にあるとしている。さらに、

金融市場の混乱により国内外の資金供給が細ったことで国内信用の伸びは抑えられており、予想外の財政悪化も資金需給のひっ迫感を高めて景気の下押し要因に繋がるリスクを抱えるなど、物価高が続く中で政策の舵取りは困難に直面している。先行きの景気については、準備銀は2012-13年度の経済成長率の見通しを前年比+7.3%から同+6.5%に▲0.8p 下方修正したものの、その後も世界経済の下振れリスクが拡大し、生産を取り巻く環境に不透明感が高まったことから、今回は前年比+5.8%とさらに▲0.7p 下方修正して2002-03年度（同+3.8%）以来の低い伸びに留まるとみている。一方で物価の見通しについては、賃金上昇による上昇圧力がある中、年度末（来年3月）時点のインフレ率を前年比+7.5%と7月見通し（同+7.0%）から+0.5p 上方修正している。これに対し、準備銀は年度末にかけてインフレ率は緩やかに減速するとみており、引き続き当面のインフレ率の目標を4.0~4.5%に、中期的には3.0%に低下させる目標を堅持する姿勢もみせている。

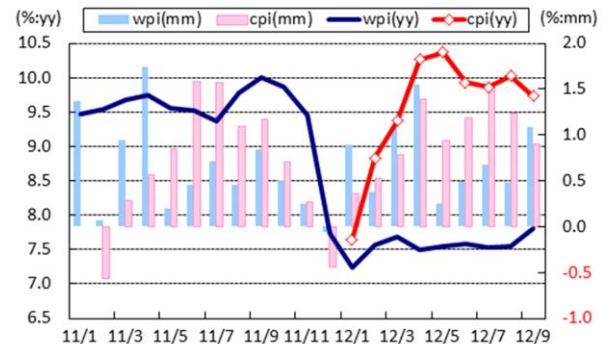
- さらに、準備銀は先行きにおけるリスク要因として、世界経済の下振れや国際金融市場の混乱を警戒しており、輸出鈍化や海外資金の流入減少により景気の下押し圧力が強まる可能性を懸念している。一方、政府が9月以降に発表した「ビッグバン」と称する構造改革の着実な進展は国内外の投資を押し上げ、景気を下支えするとみている。また、物価については、景気減速にも拘らず商品市況が高止まりしており、金融市場が過剰流動性相場に陥りやすい中、地政学リスクが顕在化すれば価格のさらなる上昇を招くことを警戒している。経常赤字の常態化は海外資金の動向を通じてルピー相場に影響を与えるほか、財政赤字の圧縮に手間取ることは景気の下支え余地を縮小させ、クラウドファンディング・アウトを通じて物価上昇圧力になることも懸念している。準備銀の一連の見方から、引き続き物価と景気のバランスを重視した政策運営を行うと見込まれる。

図1 金融政策の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《生産に底打ちの兆しが窺われる中、構造改革の着実な進展は景気の押し上げに繋がると期待される》

- 準備銀は、物価抑制の観点から長期に亘って金融引き締め姿勢を続けてきたものの、今年に入って以降は漸進的な金融緩和により景気に配慮する姿勢を示しており、足下では減速基調が続いてきた生産にも底打ちの兆候が窺われる。1日に発表された10月の製造業PMI（購買担当者景況感）は52.9と前月（52.8）から+0.1p 上昇しており、足下の生産動向は依然として低調に推移しているものの、先行指数である新規受注や輸出向け新規受注は堅調であるなど、内・外需ともに回復の動きが出ている。8月に大手自動車メーカーの工場が発生した暴動の後、同工場は約1ヶ月に亘りロックアウトされるなど、裾野産業の広さなどを鑑みれば国内生産全体に少なからず影響を与えたが、足下の生産は暴動前の水準に回復しており、今後は景況感の改善を背景に生産拡大の動きが広がると期待される。また、同国経済の飛躍的な拡大に大きく寄与してきたIT関連を中心とするサービス業の景況感は底堅く推移しており、欧米をはじめとする先進国景気は依然厳しい状況にある中、同国のサービス業に対する需要拡大を通じて景気を下支えすると期待される。
- 景気減速懸念が高まったことに加え、春先以降は主要格付機関が格下げを示唆したことも背景に海外資金の流入が細り、昨年末以降の構造改革期待の後退が対内直接投資を阻害することも懸念されてきた。しかし、9月

半ば以降同国政府は「ビッグバン」と称する構造改革に着手する姿勢を示しており、長年に亘って外資参入の解禁が期待されてきた総合小売業のほか、航空や放送、電力、金融など様々な分野で外資企業の参入を認めるなどの動きをみせている。一連の構造改革の実現には国会の同意が必要であるため、実現に向けたハードルは依然として低くないものの、同国政府が対内直接投資の受け入れを通じ、同国の経済成長を促したいという意思を示していることの意義は大きい。さらに、構造改革の着実な実施は、財政の重石になってきた過大な補助金財政の整理を通じて財政赤字の縮小を促すと見込まれ、対内直接投資の増加による製造業を中心とする産業の裾野拡大は輸入の抑制に繋がるほか、輸出産業の育成を通じて経常赤字の縮小ないし解消に資する。結果、格付機関が格下げを示唆した要因である「双子の赤字（財政赤字と経常赤字）」の改善に繋がり、格下げ回避により海外資金の流入を促すことも期待される。

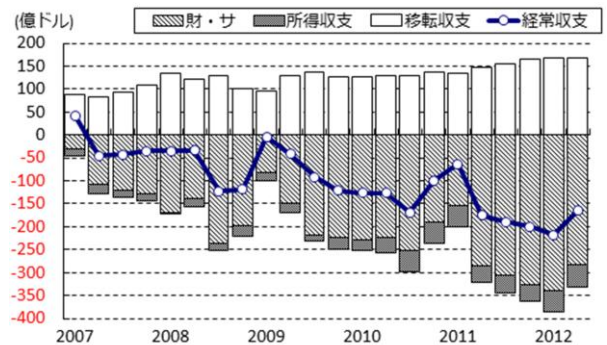
- インド経済にとって目下の課題はインフレ抑制であり、この動向は金融政策の方向性を占うほか、景気のけん引役である個人消費の動向にも影響を与える。同国では様々な分野で外資による参入が規制されている上、インフラ不足も影響して、流通などの分野で中間コストが高く、これが物価高を招く一因になっている。しかし、構造改革により外資参入が促されることで、ハードインフラのみならず運用面などでも効率化が図られることは、中長期的に中間コストの圧縮を通じて物価高の解消に繋がるのが期待される。さらに、新たな産業が構築されることで雇用の裾野が拡大することは、依然として農村人口の比率が高い同国において都市化を促し、経済成長の恩恵を享受できる人口の拡大を促す。同国は人口規模の大きさに加えて、経済の内需依存度が極めて高いことが特徴であり、こうした中で裾野の広い消費者層を築くことが出来れば、持続的な経済成長の達成にも資すると見込まれる。インドが生産拠点のみならず、市場として安定的に成長を遂げるためにも、一連の改革の着実な進展は重要な意味を持っている。

図3 製造業PMIと鉱工業生産の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 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