

## インド準備銀、あらためてインフレ「タカ派」姿勢を強調

～準備銀は政府による構造改革の必要性を示唆～

発表日：2013年5月7日(火)

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)

- 3日、インド準備銀は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利を3回連続で引き下げる決定を行った。足下では卸売物価が低下しているが、中間コストの高さなどが小売段階の物価高に繋がっていることを懸念する上、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」が経済全体のリスク要因になる可能性にも言及し、政府の構造改革の必要性を強調した。さらに、引き続き短期的なインフレ目標を「5%」、中長期的に「3%」を目指す考えも示し、現時点では追加金融緩和の余地は「限定的」との見方を示している。
- 政府は中長期的な財政健全化計画を示しているが、この実現には歳出合理化のみならず、税収拡大に向けた取り組みも不可欠であり、その道のりは現時点では極めて厳しい。国際商品市況の調整などは経常赤字の圧縮に繋がる期待はあるが、本来は輸出拡大への取り組みが不可欠であり、未だスピード感ある構造改革には向かっていない。足下の構造改革機運は「外圧」が後押ししており、1990年代初めと似ていることを鑑みれば、着実な進捗は期待されるが、今後は政府による構造改革の本気度が試されることになろう。
- 国際金融市場が流動性相場の様相を呈する中、アジア新興国への資金流入圧力は全般的に高まっているが、双子の赤字などリスク要因がインド市場の重石になっている。景気へのリスクが引き続き燃えることで、通貨ルピーの対米ドル相場は横這いでの推移が続くと見込まれる上、金融緩和姿勢の後退は株式相場の上値の重さに繋がると予想される。

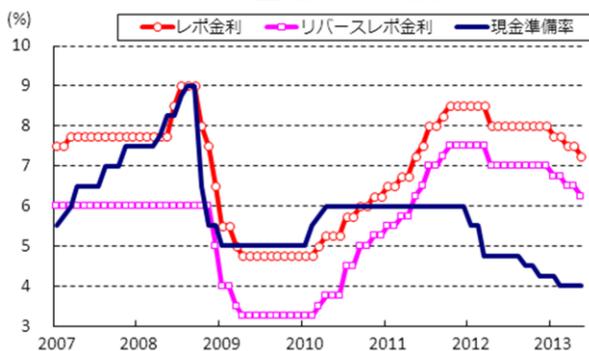
### 《3回連続で利下げ決定も、準備銀はインフレや対外資金の動向を警戒、生産向上に資する資金需要を注視》

- 3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25bp引き下げ、それぞれ7.25%、6.25%とする決定を行った。レポ金利の変更に合わせて「限界貸出金利」も25bp引き下げられて8.25%とされたが、現金準備率は4.00%に据え置かれた。同行の利下げ決定は今年1月の定例会合以降3回連続であり、景気の不透明感が高まる中、長期に亘り高止まりしてきた卸売物価上昇率が低下するなど、物価上昇懸念が和らいでいることも追加金融緩和を後押しした。なお、今回の委員会では今年度通年の金融政策の方向性が議論され、世界経済に底打ちの兆候が窺える中、同国経済は緩やかながら回復軌道を歩んでいる一方、金融市場における海外資金の動きなどのリスクへの対応が以前に比べて難しくなっているとの認識が示された。景気低迷による国内需要の鈍化が卸売物価を低下させているものの、食料品価格の上昇や諸要因による中間コストの高さを理由に小売段階の物価は高止まりしており、同行は当面消費者物価が高止まりするとみている。さらに、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を理由に同国経済は海外資金への耐性を低下させており、同行は構造改革の必要性がこれまで以上に高まっていると判断。今回準備銀は利下げを決定したものの、インフレ「タカ派」的な姿勢が確認されたとともに、政府に対して着実な構造改革の進展を求める姿勢をみせている。
- 政府が3月に発表した経済見通しは中銀見通しを大きく下回るなど、足下の景気は想定以上に下振れしているものの、同行は先行きの景気は緩やかに拡大するとみており、今年度の経済成長率は標準シナリオで前年比+5.7%に加速するとみている。一方、景気減速を受けて卸売物価上昇率は急速に下落しており、年度前半にか

けて一段と下落しやすい環境にあるが、供給要因による食料品価格の上振れリスクに加えて、補助金改革によるエネルギー価格の上昇は年後半の卸売物価を上昇させるとみており、年度を通じて前年比+5.5%近傍になると予想している。中銀は引き続き短期的なインフレ目標として「5%」、中長期的に「3%」を目指す考えを強調しており、インフレ率の動向が金融政策の重要な決定要因になることが示された。なお、同行は先行きのリスク要因として、経常赤字の拡大とそのファイナンスのあり方、国内投資の低迷、インフラ不足などが解消せずインフレ圧力が高まることを挙げる。さらに、今年度の金融政策のスタンスとして、年度前半の景気が力強さを欠く展開となることを前提に、景気動向と物価動向を両睨みしつつ、生産活動への資金供給を重視した政策運営を行うとしている。こうしたことから、金融緩和を通じて景気を押し上げることに比べて、潜在成長率の向上に資する資金需給を注視する政策対応が続くと予想される。

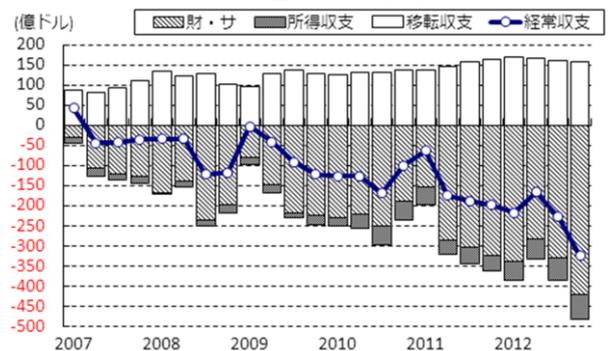
- 同行が金融政策委員会の前日（2日）に発表した『マクロ経済及び金融政策報告』では、足下のインフレ率が依然中銀が想定する望ましい水準を上回り、金融緩和による対応は「限定的」との考えを示している。先行きの景気についても、年度後半にかけては政府の規制改革やインフラ投資の進展などに伴い、同国経済が直面する課題は徐々に解消に向かうものの、引き続き負の需給ギャップが景気の重石になるとしている。物価動向についても、年前半は供給過剰や国際商品市況の調整などにより一段の低下が見込まれる一方、年後半には前年のウラが出ることでわずかに加速するとみている。国内需要の鈍化は卸売物価を低下させるが、食料品価格の高止まりや住居費の上昇、輸送コストの高止まりが小売段階の物価に反映され、消費者物価を高止まりさせるとみている。同国経済の懸念要因となっている経常赤字について、商品市況の調整による赤字幅の縮小や、資金流入によるファイナンスが期待されるものの、金融市場の環境変化への脆弱さがリスクになる可能性を指摘する。さらに、昨年来の金融緩和にも拘らず景気の低迷や銀行部門のリスク許容度の低下が足かせとなり、資金供給量は必ずしも増加していないことにも懸念を示す。活発な資金流入はルピー安の一服や長期金利の低下など好影響に繋がっているが、不動産をはじめ資産価格の急騰を招いており、金融市場の影響が波及しやすくなるなど経済全般として外的リスクへの対応が新たな課題になっていることを警戒している。

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 経常収支の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

### 《インドが抱える構造問題のカギは政府の改革姿勢に集約。他のアジア諸国に比べて活況感の弱い展開に》

- 同国では過去3年以上に亘りインフレ率が高止まりしており、準備銀による金融引き締めと相俟って物価高と金利高が併存する状況が続いてきた。世界金融危機後の世界経済の回復による国際商品市況の高騰はエネルギー価格の上昇を招き、その後は歴史的少雨による穀物生産の低迷が食料品価格の急上昇をもたらし、生活必需品を中心とする物価高は市民生活を直撃。結果、同国の経済成長のけん引役であった個人消費は鈍化して急速に景気は落ち込んでおり、政府が今年2月に発表した昨年度の経済成長率見通しは前年比+5.0%と10年ぶりの低水準に留まるなど、経済をめぐる状況は極めて厳しい。他方、食料品価格の上昇が長期化している要因に

は、インフラ不足などにより国内生産される食料品の半分以上が廃棄されるなどの構造問題があり、問題解消は喫緊の課題である。エネルギー価格は補助金を通じて価格こそ比較的安価に抑えられている一方、補助金支出は歳出の約 15%を占めるなど財政の硬直化を招いており、景気刺激策に伴う歳出拡大で昨年度の財政赤字はGDP比▲5.2%に膨らんでいる。政府は今年度予算において、財政赤字をGDP比▲4.8%に圧縮させ、その後は年▲0.6%ずつ縮小させる中期的な財政健全化目標を掲げる。しかし、この実現には歳出合理化に加えて、薄く広く税収を挙げるなど課税ベースを広げる取り組みも不可欠であり、構造改革の必要性は高い。

- 足下の経常赤字の拡大は、底堅い内需に伴う堅調な輸入の一方、世界経済の低迷による輸出鈍化が影響している。この解消には直接投資の受け入れ拡大などによる輸入代替産業の育成、輸出産業の裾野拡充などで輸出拡大を促すことが必要である。ここ数年、インドの対外政策を巡ってはASEANや韓国とのFTA、日本とのEPAに立て続けに合意しているほか、現在交渉中のEUとのFTA交渉でも素早い動きをみせるなど積極姿勢が目立つなど評価できる点は多い。他方、輸入関税引き上げによる実質的な輸入抑制策により貿易収支の改善を図る動きもみせており、こうした動きは海外投資家からの信認低下を招き、経常赤字のファイナンスそのものを難しくさせるリスクもある。現時点では市場が求めるスピードには至らないものの、外資参入規制の緩和などは着々と進展しつつあり、対内直接投資の拡大など中長期資金の流入を通じて対外収支の脆弱性をカバーすることが期待され、将来的な潜在成長率の向上にも資すると見込まれる。1990年代はじめの構造改革は、湾岸戦争を契機とする原油価格の高騰による輸入の急拡大で外貨準備の枯渇懸念が高まったことが推進力になったことを鑑みれば、足下の構造改革機運も格付機関など「外圧」が影響するなど往時と状況が重なる。中銀による金融政策のスタンスは、インド経済の立て直しには政府の改革の「本気度」が重要とする意図が大きく反映されており、この点でも政府の姿勢が一段と重要になる。
- 昨年末以降、欧米先進国のみならず、日本でも「異次元」の追加的な金融緩和が実施されている影響で、世界的な資金供給量はかつてない規模に達するなど国際金融市場は流動性相場の様相を呈しており、ASEAN諸国などでは資金流入の活発化が通貨高や株式相場の急上昇を引き起こす動きがみられる。一方、同国では景気低迷を背景に資金流入の動きが他のアジア新興国に比べて鈍く、インフレや「双子の赤字」などリスク要因が懸念されるため、通貨ルピーの対米ドル為替レートは昨年半ば以降下げ止まりしているが、上昇には至っていない。中銀が引き続きインフレを意識する姿勢を示したことで、金融市場ではリスク要因を懸念する状況が続くと見込まれ、ルピーの対米ドルレートは当面横這いの様相が続くと予想される。他方、株式相場は昨年半ばを底に上昇したものの、最高値圏を上限に推移している。中銀による金融政策のスタンスが慎重姿勢であることが改めて確認されたことで、株価は引き続き上値を追いつく展開が続くであろう。

図3 ルピー相場(対米ドル,日本円)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 株式相場(ムンバイ SENSEX)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上