

インド準備銀はルピー防衛に四苦八苦

～対症療法的な防衛策ではなく、構造改革の本気度が試される～

発表日：2013年7月31日(水)

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)

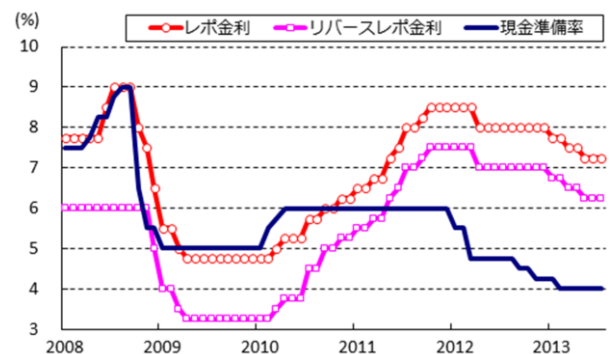
(要旨)

- 30日、インド準備銀は定例の金融政策委員会で政策金利及び現金準備率を2回連続で据え置いた。国際金融市場の動揺による資金流出で通貨ルピーは急落しており、景気の不透明感も高まっているが、ルピー安が物価上昇要因になることが懸念されることから、ルピー相場の安定を重視する姿勢を示した。
- 準備銀は景気の方向感が変わらないものの、内・外需ともに状況が急激に好転する状況は見込みにくいとして、今年度の経済成長率見通しを前年比+5.5%に引き下げた。その上で外的要因による投資環境の悪化が景気のリスク要因になるとみており、生産性や競争力向上の取り組みの重要性を強調している。
- 足下のルピー急落に対して政府・準備銀はルピー防衛を図っており、準備銀は流動性を抑制してきた。他方、流動性ひっ迫が景気を下押しする懸念にも対応するなど難しい舵取りに直面している。今回の決定では先行きの方針転換の可能性に含みを持たせたが、当面そうした環境変化は起こりにくいであろう。
- 一連の対策で足下のルピー相場は下げ止まりの様相をみせているが、対症療法的な内容に留まる上、短期的に環境が一変する可能性は低く、難しい状況が続くと予想される。短期的な対応のみならず、中長期的にファンダメンタルズの改善に向けた構造改革や規制緩和などに取り組む必要性は一段と高まっている。

《準備銀は流動性抑制を図る動きに加えて、金融政策の据え置き決定により通貨ルピー防衛を一段と強化》

- 30日、インド準備銀行は2013-14年度第1四半期の金融政策レビューを実施し、政策金利及び現金準備率を2回連続で据え置く決定を行った。同国では、国際金融市場における米国の量的金融緩和の縮小が意識されて以降、海外資金の流出圧力が強まっており、通貨ルピー相場が急落するなどの悪影響が出ている。足下では海外経済の低迷による輸出鈍化を背景に貿易赤字が拡大して経常収支も悪化するなか、政府による資本投資拡充策の一方、景気低迷の影響で歳入は減少して財政赤字も拡大するなど、ファンダメンタルズ（基礎的条件）は急速に悪化している。1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.8%と前期（同+4.7%）からわずかに加速したものの、長期に亘るインフレと金融引き締めの影響で景気をけん引してきた内需は勢いを欠いており、外需の低迷も重なり生産は低調に推移している。他方、昨年のもンスーン（雨季）の少雨をきっかけに食料品価格が上昇したほか、通貨ルピー安による輸入物価の上昇によるエネルギー価格の上昇などで高止まりしてきた卸売物価上昇率は、石炭価格の下落や足下の景気減速を受けて低下している。今年には多くの地域で雨季の雨量が例年を大きく上回っており、食料品価格の安定が期待されるなど、先行きは一段と落ち着くと見込まれる。一方、同国の慢性的なインフラ不足の結果、食料品の半分以上は実質的に廃棄処理されるなどの問題を抱えるなか、こうした中間コストの高さは消費者物価の高止まりを招いており、消費者物価上昇率は比較的高水準での推移が見込まれる。さらに、今年5月以降のルピー安の影響

図1 金融政策の推移



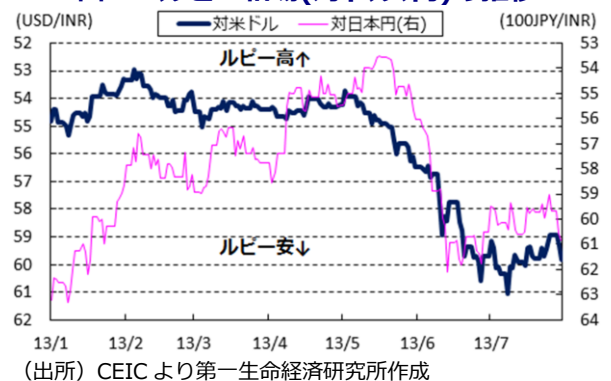
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

は今後高まることが予想され、これも先行きのインフレ率が上方トレンドを歩む一因になると見込まれる。

- 景気動向については5月の前回会合の際、モンスーンの雨量が例年並みとなることを前提に、2013-14年度の経済成長率が前年比+5.7%になるとの見通しを示した。足下の雨量はほぼ見通しに沿った状況にあるものの、内・外需ともに勢いを欠いており、直ちに状況が好転する事態は想定しにくいとみている。その上で、製造業を中心とする工業部門は力強さを失いつつあるなか、堅調さが続いてきた米国経済に不透明感が出ており、欧州経済は低迷状態にあるなか、新興国経済も減速基調にあるなど、外需は予想以上に厳しい状況になる可能性がある。政府は今年度予算で資本投資の拡充に動いているほか、対内直接投資の受け入れ拡大に向けて構造改革に動く姿勢を示しているものの、これらの効果が発現することによる景気の回復ペースはしばらく緩やかなものに留まるとしている。結果、準備銀は今回の会合で2013-14年度の経済成長率の見通しを前年比+5.5%と、5月時点から▲0.2p引き下げている。その上で、先行きのインド経済にとってのリスク要因として、①米国の量的金融緩和の縮小観測による国際金融市場の動揺、②巨額の経常赤字、③投資環境を巡る不透明さ、④物価動向を挙げている。国際金融市場の動揺に伴い巨額の経常赤字を抱える同国ではそのファイナンスが難しくなる懸念があるほか、投資環境の悪化は資金流入の動きを大きく左右する。さらに、近年の物価上昇の影響で賃金の上昇圧力が強まっているため、生産性や競争力向上への取り組みが進まなければ、景気が大きく下押しされる一方、インフレが進むスタグフレーションが深刻化する可能性も懸念されよう。

- 今年5月以降の国際金融市場の動揺により資金流出が起こった結果、債券価格の下落による金利上昇や通貨ルピー相場の急激な下落により实体经济への悪影響が懸念されたことから、政府及び準備銀は様々な方策を通じて為替相場の安定を図ってきた。政府は6月はじめに金輸入の制限を実施したほか、輸入関税の引き上げにより輸入そのものの抑制を図る一方、7月に入ると準備銀は銀行に対して為替先物取引に伴う証拠金比率の大幅引き上げを要請する実質的な規制強化に動いた。MSF（マージナル・スタンディング

図2 ルピー相場(対ドル、円)の推移



・ファシリティー)に基づく金融機関に対する緊急的な資金供給金利を200bp引き上げて10.25%とし、流動性調整ファシリティー(LAF)に基づく金融機関への資金供給枠の抑制、国債の市場売買を通じて資金供給量を抑制することで、通貨ルピー安の阻止を図った。その後も、追加的な金輸入規制の強化に動いたほか、LAFに基づく金融機関への資金供給枠を一段と抑制するなど、貿易赤字抑制や流動性縮小によるルピー安対策を強化してきた。他方、流動性の抑制による資金需給のひっ迫が金融市場に動揺を与えることを懸念して、ミューチュアルファンドに対して特別レポ取引による資金供給を実施するなど、難しい舵取りに直面している。今回、準備銀が景気減速の懸念が高まっているにも拘らず、政策金利や現金準備率の据え置きを決定した背景には、通貨ルピーの防衛を主眼に置いた金融政策運営を行う意図がうかがえる。準備銀が会合後に発表した声明では、過去2年間の金融政策は外部環境の影響を加味しつつ、景気とインフレのバランスを重視しており、足下ではインフレ率の低下などにより好ましい状況になりつつあるとの見方を示した。一方で、足下のインド経済は「国際金融のトリレンマ」に直面しているが、このところの流動性抑制策については「外国為替市場のボラティリティが低下すれば、インフレへの影響を勘案しつつ縮小させ、経済成長を促す方向に調整する」との考えを示しており、金融市場の安定を前提にスタンスを変更させる可能性に含みを持たせた。

- 5月以降大幅に急落したルピー相場は一連の政府・準備銀による通貨防衛策の効果もあり下げ止まりの様相を呈しているが、これまで発表された対策は輸入抑制を通じて貿易赤字の縮小を図るなど対症療法的なものに留まっている。米国による量的金融緩和の縮小観測をきっかけに始まった国際金融市場の動揺は当面続くと予想されるなか、ルピー相場にとっても厳しい環境が続くと見込まれ、短期的に状況を一変させる方策はない。こうしたときこそ、構造改革や規制緩和を通じて海外資金の受け入れを促すとともに、輸出拡大に向けた投資喚起を通じて中長期的な経常収支構造の転換を図りつつ、生産性の向上を通じてインフレ圧力の緩和に取り組むなどファンダメンタルズ強化への道筋を示すことが求められる。

以 上