

インド準備銀、足下の指標に一喜一憂しない姿勢

～中期的な物価目標の実現性重視を強調～

発表日：2014年9月30日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

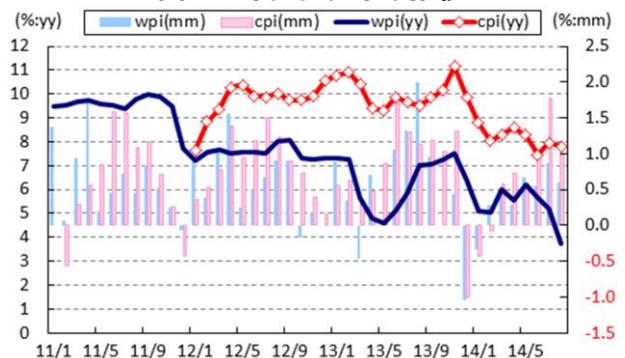
担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- ここ数年の異常気象などの影響で食料品をはじめとする物価上昇に苦しんだインドだが、足下のインフレ率は急低下している。ただし、これはモディ政権による物価抑制策が奏功した面が大きい。事実、今年のモンスーンの雨量は例年を下回り、収穫期を迎える秋以降に食料インフレが再燃するリスクがある。農業問題は同国で長年の課題になってきたが、モディ政権には地方を巻き込んだ取り組みが待たれよう。
- こうした中、30日にインド準備銀は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利を据え置く決定を行った。準備銀は短期的にインフレ率が低下しやすいとの見方を示す一方、中期的な物価目標を重視する姿勢を強調している。一方で景気に配慮する姿勢を示し、流動性供給などで側面支援を図っている。ただし、足下の指標に一喜一憂しない姿勢を改めて示したことは、金融緩和には動かない姿勢をみせたと言えよう。

- ここ数年、世界的な異常気象に伴うモンスーン（雨季）における雨量が例年の水準から大きく振れる状況が続いた結果、食料品価格の上昇をきっかけとするインフレに苦しんできたインド経済だが、足下ではインフレ率が急速に低下する動きがみられるなど、物価を巡る状況は好転している。このように物価動向が落ち着きを見せている背景には、5月末に誕生したモディ政権による緊急の物価対策が奏功している面が大きく、具体的にはタマネギに対する輸出抑制のほか、政府による備蓄米の抛出、買い占め行為や売り惜しみ行為に対する取り締まりを強化したことなどが挙げられる。結果、同国の家計部門の消費支出に占める食料品の割合は都市部でも3割を上回り、農村部では5割を超えるなど、物価全体の動向を大きく左右する食料品価格は落ち着きを取り戻している。また、ウクライナ情勢のほか、イラクやシリアでのISIS（通称『イスラム国』）の活発化による中東情勢の悪化など地政学リスクが意識される状況にも拘らず、足下の原油をはじめとする国際商品市況は落ち着いた推移をみせている。さらに、足下では国際金融市場が落ち着きを取り戻している上、準備銀（中銀）のラジャン総裁による物価抑制を重視する政策運営のほか、モディ政権誕生による同国経済に対する国内外からの期待の高まりや経常赤字縮小に向けた取り組みを受けて通貨ルピー相場は安定しており、輸入物価を通じたインフレ圧力も後退している。こうしたことから、直近の消費者物価は前年同月比+7.80%と3ヶ月連続で8%を下回る水準に低下しており、川上の物価に当たる卸売物価に至っては同+3.74%と約4年ぶりの低水準となっている。しかし、今年のモンスーンの総降雨量は最新の政府見通しによると例年を約2割下回っている模様であり、先行きについては同時期に作付された生鮮品のほか、穀物などの生産減などに繋がると見込まれ、これらの収穫期を迎える秋以降に食料品価格が再上昇することが懸念される。同国経済構造を巡っては、近年注目を集めてきた新興国の中でも農業部門をはじめとする第1次産業の割合が

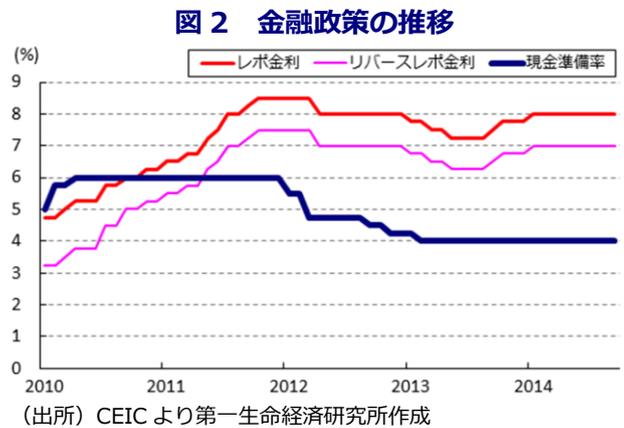
図1 インフレ率の推移



比較的高く、天候要因によって農業生産が大きく左右されるとともに、物価などを通じて景気動向にも影響を与える傾向があり、長年に亘って灌漑設備の充実による生産安定の取り組みが不可欠とされてきた。しかし、過去に政府が発表した『5ヶ年計画』や予算案では関連予算の拡充が謳われてきたが、関連事業はなかなか進まない状況が続いてきた。モディ首相は先月、『5ヶ年計画』の策定などを担ってきた政府計画委員会の廃止を表明し、計画経済からの脱却を通じて市場経済及び対外開放を通じた構造改革を重視する姿勢をみせている。ただし、農業関連の施策を巡っては地方政府の権限が強く、地方分権が進んだ同国ではモディ氏率いる中央政府の意向が施策に反映されにくいことに留意する必要がある。同国経済に対する高い期待を繋ぎ止めるには、地方政府間の競争を促すことで自然と改革に向かうインセンティブを与えることが必要であり、現時点において一部の州でこうした動きが出つつあることはプラス材料になる。なお、現時点でモディ政権の掲げる経済政策に沿った動きをみせる州は全体の2～3割に留まり、今後は地方選挙などを通じて地固めをする必要はあるが、飛躍的に改革が進む可能性は高くないことは念頭に置いておく必要がある。

- 足下のインフレ率は準備銀の想定以上のスピードで低下するなか、同行は30日に定例の金融政策委員会（隔月ごとの金融政策報告）を実施し、すべての政策金利及び現金準備率を据え置く決定を行った。同行が主要政策金利を据え置くのは3会合連続であり、現金準備率につ

いては12会合連続で据え置きを決定しており、金融政策のスタンスを『引き締め姿勢』のまま維持することをあらためて示した。委員会後に発表された声明文及び記者発表においてラジャン総裁は、過去の会合において当面のインフレ目標として示した「2015年1月のインフレ率を8%にする」とする目標について、コア物価の低下に加え、原油市況と為替相場の安定などの好材料を理由に現時点は近付いているとの認識を示している。その上で、当面のインフレ



率を巡る状況は昨年同時期のインフレ率が高水準で推移した反動により低下トレンドを歩みやすいとの見方を示す一方、同行が掲げる「2016年1月のインフレ率を6%にする」とする中期的なインフレ目標の実現については上方圧力が掛かりやすいとした。さらに、金融政策のスタンスについても中期的なインフレ見通し及び目標の実現可能性を重視する姿勢を示し、足下のインフレ率の低下が直ちに金融緩和に繋がるとは限らないとの考えを示した。4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.7%に加速したほか、足下の景気については全てのセクターで一般的に安定化しつつあるとの見方を示しており、2014-15年度の経済成長率については前年比+5～6%（中央値は同+5.5%）とする従来の見通しを据え置いている。なお、足下では国際金融市場の落ち着きを背景に資金需給を取り巻く環境が安定していることから、1月に同行副総裁を委員長とする改革諮問委員会が発表した『改革案』に沿って、特定分野を対象とする資金供給策の縮減を図るべく、10月10日付で輸出業者に対するリファイナンス（ECR）枠を輸出業者のエクスポージャーの32%から15%に引き下げる方針を決定した。一方で、国債市場の発展と金融市場における流動性供給の安定化を図るため、市中銀行に対して資産の一部を国債などの安全資産で運用することを義務付ける法廷流動性比率（SLR）は22.0%で据え置いたものの、満期まで保有する債権比率の上限を現状の24.0%から、来年1月10日から隔週ごとに引き下げて9月19日には22.0%に引き下げる方針を明らかにしている。過去数回の金融政策委員会において、準備銀は物価抑制を重視する姿勢を示す一方で景気にも配慮する考えをみせてきたが、今回の一連の措置もこ

うした動きに沿ったものと捉えることが出来る。ラジャン総裁は当面のインフレ率低下には自信をみせた一方、あくまで中期的な物価抑制を重視する姿勢を強調していたことを勘案すれば、足下のインフレ率の低下に一喜一憂して金融政策のスタンスが変わる可能性は低いと思われ、当面の金融政策は据え置かれる可能性が高まったと判断出来る。

以 上