

インド準備銀は慎重姿勢を崩さず

～追加利下げのハードルは28日発表の来年度予算案の行方が左右～

発表日：2015年2月3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)

- 原油安の進展はインフレ圧力の後退に加え、対外収支や財政収支の改善を通じてインドのファンダメンタルズ改善を促すと期待される。足下のインフレ率は予想外に早く低下している上、燃料補助金削減のハードル低下で財政健全化も進むなどの成果が現れている。米国の利上げは国際金融市場の動揺に繋がるリスクはあるが、一昨年来の動揺の影響が直撃した頃とは足下の状況は大きく異なる。GDP統計の改定で成長率は過去に遡って上方修正されており、景気回復が進めば高成長軌道に回帰することも見込まれる。
- インフレ率低下や財政健全化の取り組みを理由に、準備銀は先月緊急利下げを実施したが、現時点では貸出増加などには繋がっていない模様である。3日の定例会合で準備銀は政策金利を据え置く一方、流動性拡大に向けて法定流動性比率の引き下げに動いている。この対応だけで貸出増加に繋がるかは依然不透明だが、同行は追加利下げ実施には着実な財政健全化が不可欠としている。28日の来年度予算案発表が注目されるが、構造改革案などで前のめりの姿勢が示せれば、資金流入を通じたさらなる成長も期待される。

《原油安によりファンダメンタルズの改善が続くなか、基準年改定に伴い過去に遡って成長率は上方修正》

- 国際金融市場における原油安の進展に伴い、国内消費量の7割強を輸入に依存するインドにおいては、インフレ抑制に加え、対外収支の改善や補助金削減を通じた財政収支の改善など、ファンダメンタルズ（基礎的条件）の強化に繋がると期待される。昨年12月の消費者物価は前年同月比+5.00%と現行基準で消費者物価が測定されてから最低水準での推移が続いている上、卸売物価についても同+0.11%とゼロ近傍での推移が続くなど物価上昇圧力は大きく後退している。昨年のもンスーン（雨季）の雨量は例年を大きく下回り、穀物など食料品価格の上昇が懸念されたものの、野菜や果物など生鮮品を中心とする食料品価格の安定に加え、原油安に伴う燃料価格の下落が運輸・物流コストの低下を通じ、幅広いインフレ圧力の後退に繋がっている。原油は同国の総輸入額の約3分の1を占めており、近年の原油価格の上昇は輸入増を招いて貿易赤字の拡大、ひいては経常赤字の拡大による対外収支の悪化に繋がってきた。しかし、原油価格は昨年後半以降だけで5割近く下落した結果、足下では輸入額に下押し圧力が掛かっている。なお、足下では輸出の2割弱を占めるEU景気が足踏みしており、同様に2割弱を占める中東向けは原油安が重石となる状況が続いて輸出は伸び悩んでおり、貿易赤字幅は期待されたほど縮小していない。一方、モディ政権は

図1 インフレ率の推移

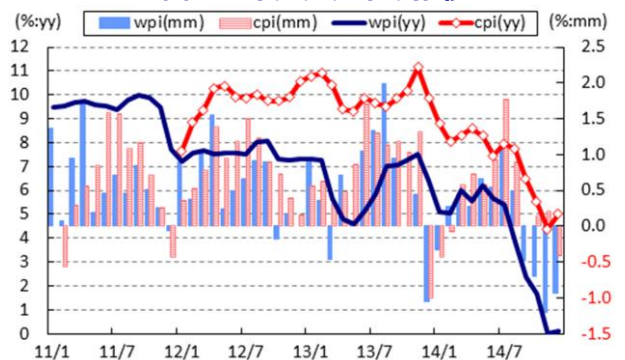
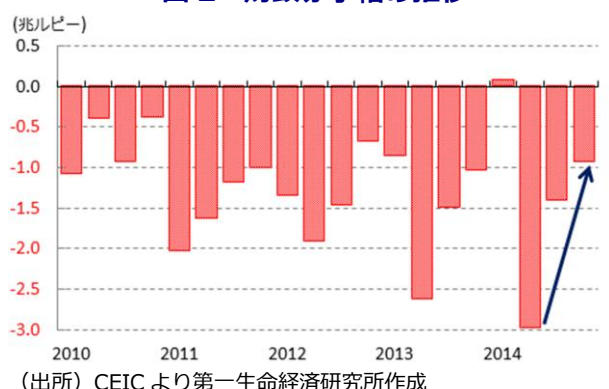


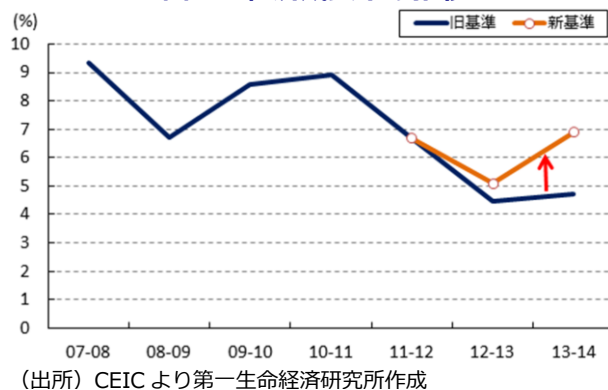
図2 財政赤字幅の推移



昨年10月に軽油に関する価格統制を廃止して見合いの補助金削減を決定し、翌11月には燃料税の引き上げに動くなど財政健全化に取り組んでいるが、こうした政府の姿勢は原油安が後押ししたと考えられる。燃料補助金は削減されたにも拘らず、原油安が追い風となる形で小売段階での燃料価格は上昇を免れており、足下ではインフレ圧力の緩和に繋がっているほか、財政健全化に向けた取り組みも前進するなど、同国経済を取り巻く環境は大きく改善している。国際金融市場を巡っては米国FRB（連邦準備制度理事会）による利上げに注目が集まり『米ドル高』が意識されるなか、こうした動きが信用収縮に繋がるリスクが懸念され、一昨年来の市場の動揺に際しては『フラジャイル・ファイブ』の一角として海外資金の流出に直面した。しかし、足下では原油安がファンダメンタルズの改善を促す動きが進んでおり、他のフラジャイル・ファイブの国々とは直面する環境が大きく異なっている。当研究所の試算では、仮に向こう1年の原油価格が1バレル=60ドルで推移した場合、同国経済には交易利得とそれに付随したインフレ圧力の後退により、最大でGDP比1.0~1.5%程度の押し上げ効果に繋がると見込まれる。なお、同国政府は先月30日に国民経済計算（SNA）の基準年度の改定に伴う過去の経済成長率の改定結果を発表して

おり、これに伴って2012-13年度は前年比+4.5%→同+5.1%に、2013-14年度は同+4.7%→6.9%にそれぞれ上方改定されている。今回の改定では基準年が2004-05年度から2011-12年度に変更されるとともに、物価統計の整備よりデフレーターが再検討され、他の主要国同様に市場価格ベース（需要ベース）でGDP成長率を計算することが可能となった。結果、同国経済はこれまでの想定以上に高い伸びが続いていることが確認されたが、モディ政権が進める構造改革の取り組みによってはさらなる高い経済成長の実現が射程距離に入っていると考えることが出来る。

図3 経済成長率の推移



「準備銀は緊急利下げの効果見定めの方、今月28日に予定される来年度予算案の中身に注目が集まろう」

- 足下において原油安を追い風にインフレ圧力が後退していること、政府が来年度予算において財政健全化に向けた取り組み姿勢を示していることを背景に、準備銀（中銀）は先月15日に緊急会合を開催し、政策金利であるレポ金利とリバースレポ金利を25bp引き下げる決定を行った。昨年12月の定例会合の際、ラジャン総裁はインフレ率やインフレ期待の低下、財政健全化の進捗が確認された場合の、定例会合以外での利下げ実施の可能性に含みを持たせる発言をしており、この利下げはその考えに沿ったものと捉えることが出来る。ただし、金融緩和はレポ金利とリバースレポ金利に限られており、景気減速と金利高が長期化した影響で銀行部門は貸出余力が低下しているなか、利下げによる調達コスト低下は銀行部門にとってバランスシートの改善圧力に向かわせることが懸念された。こうした懸念は事前にも予想されていたが（詳細は先月15日付レポート「インド準備銀、先月の『約束』通り緊急利下げを決断」をご参照ください）、実際に利下げ実施後も短期金利はこう着状態が続いており、銀行が貸出を増加させる動きは確認出来ていない。こうした

図4 短期金利(MIBOR14日物)の推移



たことから、3日の定例会合において準備銀は政策金利と現金準備率を据え置く決定を行う一方、市中銀行に対して預金額の一部を国債など安全資産での運用を義務付ける法定流動性比率（SLR）について、今月7日付で50bp引き下げ21.5%とする決定を行った。こうした対応は、前回の緊急利下げから半月程度しか経っておらずその効果を見極めることが難しい一方、金融市場における資金需給のひっ迫が銀行貸出の足かせになっている可能性があることに対応したものと考えられる。政策スタンスについて同行は前回の緊急利下げ実施と変わらないとしつつ、「さらなる利下げ実施にはディスインフレ基調の確認と高度の財政健全化の取り組みが不可欠」との考えを改めて示している。先行きの物価についても「上昇リスクは後退しており 2016年1月時点の目標レベル（6%）近傍に留まり、物価指標の改定などを含めて引き続き注視する」との考えを示している。なお、上述のSNA基準の改定に伴う成長率の上方修正については、その判断に「慎重な見極めが必要」とした上で、足下の景気に「改善の兆候が出ていることを含めて判断する」との考えをみせた。今回の定例会合については、緊急利下げから間もなくその効果の見極めが難しいことから、金融市場においては様子見を図るとの見方が優勢であった。特に、ラジャン総裁は追加利下げに必要な要素として財政健全化の着実な実現を挙げているなか、今月28日に予定される来年度予算案の動向が注目を集めることになる。政府内からは、来年度の財政赤字目標について今年度（GDP比▲4.1%）からの圧縮は可能との見方が強まっている上、原油安を追い風にもう一段の補助金削減による歳出合理化が盛り込まれるとの見方もある。さらに、モディ政権が掲げる構造改革の『一丁目一番地』とされるGST（財・サービス税）の導入と土地収用法の改正、保険業法改正による外資受け入れ比率の引き上げのほか、長年の懸案事項である小売業に対する外資受け入れ比率の引き上げも盛り込むとの観測も出ている。与党BJP（インド人民党）が議会上院（ラージャ・サパー）において少数派ゆえ、現時点でモディ政権として明確な改革の実績が挙げられず、市場の一部には期待が剥落する動きもみられるが、こうした取り組みが確認されれば海外資金の流入の勢いを加速させることも期待される。現時点においても議会上院で否決された法案を大統領令により施行に踏み切る動きもみられ、議会軽視とも受け取られる対応には少なからず批判はあるものの、モディ政権が手段を問わず構造改革の必要性を重視することを内外に示すことは、政権に対する内外の信認向上も期待される。そうした動きがさらなる利下げ実現のハードルを下げることに繋がれば、インド経済は再び勢いを取り戻す道のりが一段と開けることになる。

以上