

インド準備銀、1月に続いて唐突な緊急利下げ

～予算案と物価安定を評価し、前回会合の「借り」を返す～

発表日：2015年3月4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)

- 4日、インド準備銀は1月に続いて緊急利下げを決定した。先月の定例会合では政府の財政健全化姿勢を見極めるべく金利を据え置いたが、先月末に発表された来年度予算案やインフレ率の安定的な低下を確認したことで、利下げが後押しされた。先月末に政府との間で金融政策の運営方針に関する合意書が締結され、準備銀が明確な姿勢を示す必要性に迫られていたことも今回の決定に影響したと考えられる。
- 準備銀は来年度予算案について、財政健全化目標の後ろ倒しの影響はあるが、中央・地方間の財政調和で赤字圧縮は進むと判断した。新たなGDP統計についても、他の経済指標と合致しないものの方向性は正しいとの認識を示す。インフレ率の低下により年前半は追加利下げの余地はあると見込まれるが、天候などに左右されやすいことを勘案すると、年後半以降の政策運営は再び難しさが増すことも予想される。

《政府の財政健全化姿勢とデシインフレ基調を確認し、先月の「借り」を返す形で準備銀は緊急利下げを決断》

- 4日、インド準備銀行は緊急の金融政策委員会を開催して政策金利であるレポ金利を25bp引き下げて7.50%とする決定を行った。同行は今年1月に緊急で約1年半ぶりとなる利下げを実施しており、長期に亘って続いてきた金融引き締め姿勢からの修正に向けた動きをみせた。その後、先月3日に開催した定例会合では「高度な財政健全化の取り組みが不可欠」との留保条件を示して政策金利を据え置く一方、金融市場の流動性拡大を促すべく、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）を引き下げる決定を行っていた。そして、先月28日に政府が発表した来年度（2015-16年度）予算案では、シン前政権下で策定された『中期財政計画』で掲げられた財政赤字圧縮目標は後ろ倒しされることとなった（当初計画では2016-17年度に財政赤字/GDP比を▲3.0%としていたが、来年度予算案ベースでは同水準となるのは2017-18年度となっている）。その一方、今年度の財政赤字はGDP比▲4.1%とするなど予算時点の見通しが据え置かれるとともに、来年度は同▲3.9%と『中期財政計画』の想定（同▲3.6%）を上回る赤字幅となったものの、着実に財政赤字を圧縮させる方針は堅持された（詳細は2日付レポート「インドの2015-16年度予算案をどうみるか」をご参照ください）。さらに、先月中旬には消費者物価指数の基準改定が発表され、新基準の下で計算された1月のインフレ率は前年同月比+5.1%と前月（同+5.0%）からわずかに加速した。しかしながら、この水準は同行が昨年1月発表した

図1 金融政策の推移

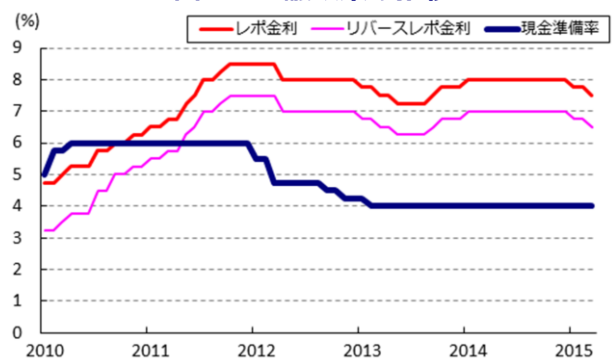
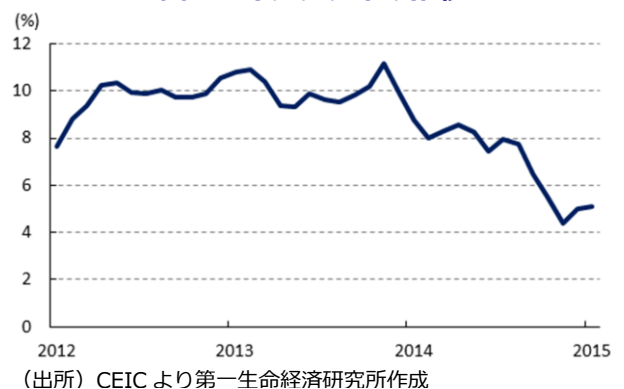


図2 インフレ率の推移



『金融政策の運営強化案』で示された物価見通し（今年1月のインフレ率を前年比＋8％と予想）を大きく下回っており、同行の想定を大きく上回るペースでインフレ率が低下していることが確認された。こうした一連の政府の対応や物価動向を受けて、同行は2月の前回会合において利下げ実施を見送ったことに対する対応として、4月7日に予定される次回会合に先立つ形で緊急利下げを執行したと考えられる。なお、今回の決定に際しても現金準備率については引き続き4.00％に据え置かれている。

《予算案に対し、財政健全化の先送りに懸念を示すも、中央・地方間の調和が進めば赤字圧縮は進むと評価》

- 今回の緊急利下げを決定するなかでは、1月末に政府が発表したGDP統計の基準改定を準備銀が如何に評価しているかも重要な要素になったと考えられる。2月の定例会合の際にラジャン総裁は記者会見で「詳細に分析する」との考えを示していたが、緊急利下げの決定後に発表された声明文においては「過去3年に亘り大幅に上方修正された動きは、他の経済指標や景気サイクルの動向と合致しないが、安定的に景気回復を遂げているという姿自体は正しい」との認識を示した。また、一般的な慣習に基づく形でGDPの推計が行われることについては評価しているものと考えられる。その上で、来年度予算については「重要かつ価値のある構造改革が盛り込まれ、中期的にみて供給面での改善が促される」との見方を示す一方、「財政赤字/GDP比を▲3.0％とする目標を1年先送りしたことは短期的に需要増をもたらす」とした。結果、物価抑制の観点から「景気回復局面では、特に公的企業の借入を注視する形での総需要管理が不可欠」との認識を示した。さらに、「政府は穏当なシナリオを元に先行きの財政再建の見通しを策定しており、道のりはより確実なものになる」とし、「中央政府が地方政府に『紐なし』で多額の財源移譲を実施しており、州政府が歩調を併せられれば、財政赤字の管理がしやすくなる」と評価した。また、原油安により「補助金の合理化や直接支援の拡大によりインフラ投資の拡充が可能になる」ほか、政府が中銀とインフレ目標に関する合意書を締結したことについても先行きの懸念の後退に繋がるとした。その上で、年明け以降の通貨ルピー相場が米ドルをはじめとする主要通貨に対して上昇基調に転じていることについては、「強過ぎるルピーはディスインフレーションを誘発するため望ましくない」との認識を示す一方、同行は為替相場について目標を定めることはないとしており、今回の緊急利下げはルピー高に対するけん制の意味合いはないとの姿勢を示したものと言えよう。一方、物価動向については原油相場の動向やモンスーン（雨季）の雨量などに伴う食料品価格の動向など不確定要素は多いものの、今年前半は低位で安定した推移が見込まれ、年後半にはやや上昇するものの6％以下の水準に留まるとの見方を示している。また、足下の経済指標からは設備稼働率の低さや生産の弱さ、資金需要の弱さなどがうかがえるものの、こうした状況は金融緩和余地を生んでおり、同行が先制攻撃的に利下げを仕掛けることが可能になったとした。なお、1月に続いて2回連続で定例外での利下

図3 財政赤字/GDPの実績と政府見通し

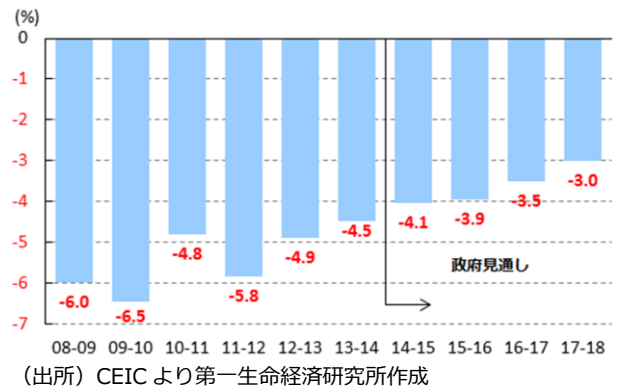
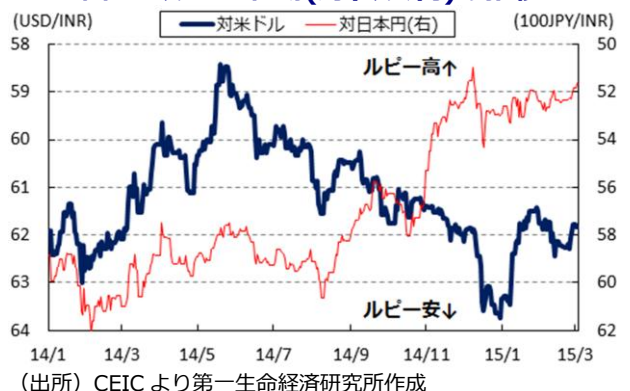


図4 ルピー相場(対ドル、円)の推移



げ実施となった要因として同行は、①次回会合まで時間があるなか、内外景気の弱さを示す経済指標が追加利下げを促していることに加え、政策判断に十分な材料が示されたこと、②政府と準備銀による金融政策の運営方針の合意に基づく姿勢を示す必要があった、と2つの要因を挙げている。先行きの政策目標としては、上述の合意書に基づきインフレ率を $4 \pm 2\%$ の範囲内に収め、2016-17年度末には4%まで収斂させることを改めて示している。足下のインフレ率を勘案すれば、年前半引き続き利下げを実施する余地はあると考えられる一方、同国の物価は天候など外的要因に左右されやすいことから、その影響が出る年後半以降は再び正念場を迎える可能性が出てこよう。

以 上