

用意周到さを示したインド準備銀

～米利上げに対応の一方、追加利下げ実現の可能性を探る姿勢～

発表日：2015年4月8日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

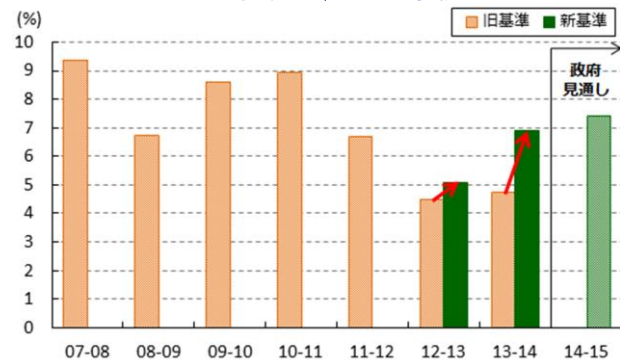
(要旨)

- 1月末に政府が発表したGDP改定により高い成長率が続いていることが示されたインドだが、外部環境の改善効果に胡坐をかかず構造改革を着実に前進させている。モディ政権が進める政策と相乗効果を生む形で対内直接投資の拡大も期待されるなか、先行きも一段と高い経済成長を実現すると期待される。
- 過去2回の利下げで準備銀は「サプライズ」を演出したが、7日の定例会合では予想通り金融政策を据え置いた。足下のインフレ率は目標域に収まるなか、当面は「緩和スタンス」を維持するものの、政府の政策対応の前進などを前提に追加緩和の可能性を滲ませた。一層の構造改革進展のハードルは低くないが、その着実な進捗は追加利下げを大きく後押ししよう。米国の利上げへの警戒感が残るが、外貨準備を積み上げるなど対応能力を備えており、国内景気や物価、政府の政策対応が金融政策の決定要因になろう。

《高成長の見方が固まるなか、政府は構造改革に向けて着実な前進をみせており、一段と成長率が高まるであろう》

- 1月末にインド政府が発表した新たな基準によるGDP統計の影響に伴い、昨年（同年ベース）の同国の経済成長率は前年比+7.2%と中国（同+7.4%）に肩を並べる高い伸びとなったことが確認され、今年については中国を上回る伸びとなる可能性も指摘されている（詳細は2月12日付レポート「インドの「新」GDPをどうみるか」をご参照ください）。GDP統計自体に対しては依然として内容や計算方法などに関する不透明さは残るものの、足下ではADB（アジア開発銀行）をはじめとする国際機関なども同国の経済成長率の見通しを新基準に併せる形で上方修正しており、同国経済に対する見方は変わりつつある。さ

図1 経済成長率の推移

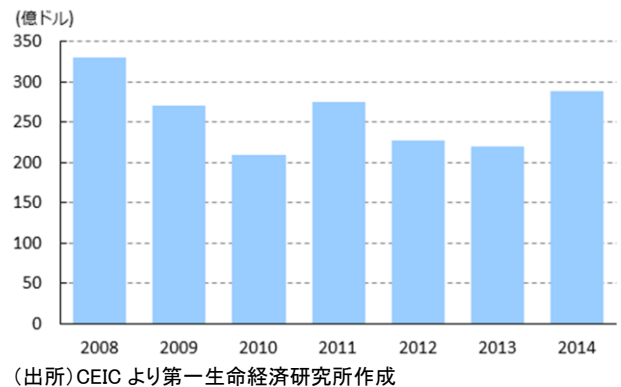


(出所)CEIC, 政府資料より第一生命経済研究所作成。年度ベース

さらに、国内の石油消費量の約7割を輸入に依存する同国にとり、昨年後半以降の原油安によるインフレ圧力の後退や輸入鈍化は長年に亘って同国経済の懸案事項となってきたインフレ率の低下や巨額の経常赤字の縮小といった好影響をもたらしており、外部環境の変化という「棚ぼた」的な要因とはいえ、同国経済にとって景気回復に向けたお膳立てが揃いつつある。さらに、先月に政府が発表した2015-16年度（今年4月～）の予算案では、これも同国の経済成長にとってボトルネックとなってきたインフラ不足の解消に向け、鉄道や道路などを中心とするインフラ投資に重点的な予算配分を行うなど、モディ政権が発足直後から掲げる外資誘致策（いわゆる「メイク・イン・インド」）を大きく後押しする姿勢が前面に押し出された。一方で、ここ数年は景気減速が懸念されるなかで歳出拡大圧力が高まるなど、財政に対する負荷が強まってきたことに対応して財政赤字を中期的に圧縮させる方針を堅持している。なお、シン前政権下で策定された中期財政目標においては、財政赤字/GDP比を▲3.0%とする目標年度を2016-17年度としていたが、今年度予算案では2017-18年度に1年後ろ倒しされるなど、そのスピード感について後退を指摘する声は少なくない。しかしながら、モディ政権が経済成長を重視する一方、財政健全化にも目配りをする姿勢をみせたことは、国際金融市場において同国

の信託を繋ぎ止める一因になっているほか、その後に準備銀（中銀）が緊急利下げを実施するなど、経済成長を側面支援する動きにも繋がっている。さらに、足下ではモディ政権による構造改革の「一丁目一番地」として期待される①保険業法の改正、②土地収用法の改正、③G S T（財・サービス税）の導入、といった課題解決が前進する動きもみられる。先月には外資の出資比率の引き上げを謳う保険業法の改正案が議会で可決、インフラ整備や対内直接投資の誘致促進に向けた要件緩和を謳う土地収用法の改正案も議会下院を通過し、今後は政権与党B J Pが少数派である上院での議論が注目されるものの、状況は着実に前進している。残るは予算案で謳われたG S Tの来年度からの導入になるが、現時点ではG S T導入の前提となる貧困層を中心とする銀行へのアクセス改善（financial inclusion）や国民総背番号制（J A M）の整備が進むなか、今後はG S Tの導入に伴う地方税廃止を巡る中央政府と地方政府との財政面での調整、議会（特に上院）での議論の行方に注目が集まる。このように一連の構造改革案で前進の動きがみられるなか、先行きについては上記の改革同様に長年の懸案である総合小売業に対する外資解禁など、さらなる外資規制緩和に動くかが注目される。ただし、現時点においてモディ政権は製造業を中心とする雇用創出能力の高い産業に対して外資誘致を積極化させる方針を明確にする一方、サービス産業については国内資本、特に、同国の小売産業は小規模・零細業者が大半を占めることから、極めて漸進的な姿勢を維持するとの見方が強い。その意味ではインドの構造改革がさらなるスピード感を伴って前進するとの期待を高めることは禁物と言えようが、着実な構造改革によって経済成長が担保されれば、漸進的に改革の対象が拡大することは期待され、そうした動きに呼応する形で対内直接投資の拡大が促されるとともに、経済成長の押し上げに繋がるものと見込まれる。

図2 対内直接投資流入額の推移



《米国の利上げへの対応は充分ななか、準備銀は物価動向や政府の政策対応を注視し、追加利下げの可能性を探る》

- 一方、今年1月にはインフレ率の低下を理由に緊急で利下げを実施し、この3月初めにも政府が発表した予算案において財政健全化の取り組みが確認されたことを理由に緊急利下げを実施するなど、年明け以降の準備銀は立て続けに「サプライズ」を演出した。しかし、7日に開催した定例の金融政策委員会（第1四半期金融政策中間報告）では、事前の市場予想通りすべての政策金利と現金準備率を据え置く決定を行っている。足下の同国経済を巡っては、製造業を中心に生産に底入れの動きが出ているほか、サービス業を含む景況感についても依然として好不況の判断の分かれ目となる50を上回る水準で推移するなど底堅さがうかがえる。一方、昨年末にかけて原油安の恩恵も重なり低下トレンドを歩んできたインフレ率についてはベース効果の影響も重なり反転しているものの、1月時点のインフレ率は前年比+5.19%と同行が昨年1月に発表した目標を大きく下回った。2月時点においても前年比+5.37%に留まり、2月末に政府と準備銀が交わした

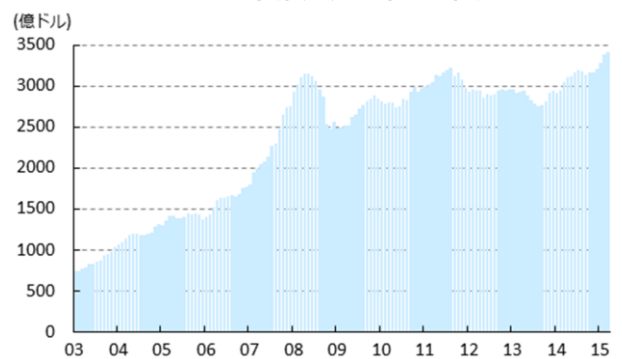
図3 インフレ率の推移



「金融政策運営に関する合意書」で定められたインフレ目標（4 ± 2%）の範囲に収まっている。なお、先行

きの物価動向についてはしばらくは鈍化基調が続いた後、年度末時点でのインフレ率の見通しを前年比+5.8%になるとする一方、3月の予想外の豪雨による食料品価格の上昇リスクをはじめとする様々な物価上昇リスクは懸念されるものの、商品市況の調整や国内経済に残る「余剰 (slack)」が物価上昇圧力を相殺するとしている。なお、過去2回に亘って利下げを実施したにも拘らず、足下では必ずしも銀行の貸出金利の低下に繋がらず、与信拡大の動きが緩慢であるなど政策効果が依然限定的であることから、現時点においては効果発現とそれに伴う物価への影響を見定める観点から政策スタンスを据え置く考えを示している。また、先行きの金融政策の方向性については上述の「合意書」に定められたインフレ目標の達成を通じ、漸進的かつ永続的に物価安定を図ることを目的に進めるとしている。先行きの景気については、年明け以降の金融緩和を通じて準備銀は金融市場に流動性を潤沢に供給していることから、この効果が発現することで緩やかな景気拡大が続くとみており、政府によるインフラ拡充をはじめとする投資環境整備なども景気拡大を後押しするとしている。同行は政府によるGDP統計の改定についてこれまで「詳細を分析する」とのスタンスを採ってきたが、今回の声明文の中では政府が2月に発表した2014-15年度の成長率見通し(前年比+7.5%)に対しては下方修正が行われる可能性に言及しつつ、2015-16年度はモンスーン(雨季)の動向と世界経済の行方がリスク要因になるが、標準シナリオの下では同+7.8%になるとの見通しを示している(政府が2015-16年度予算において前提としている経済成長率は同+8.0~8.5%)。こうした前提を下に同行は当面の金融政策の運営について「緩和的なスタンスは維持する」一方で、①銀行に対して過去の利下げの効果を反映させる時間的猶予を与える、②先月の天候悪化やモンスーンの影響が懸念され、物価動向への影響が懸念される食料品の動向の監視強化、③電力不足や土地収用法の問題など政府による供給制約の阻害要因の解消に向けた政策対応の行方、を注視する姿勢を改めて強調した。その上で、「政府が効果の乏しい補助金政策から公共投資の拡充や中断している投資の進捗を加速させるなど歳出構造の転換に取り組めば、金融緩和余地は拡大する」との考えを示しており、前回の利下げ実施に際して、政府が発表した今年度予算案における財政健全化への取り組みを前提としたように政府の政策進捗を重視する姿勢を示している。さらに、同行は米国FRB(連邦準備制度理事会)による金融政策の正常化による影響を注視する考えをみせたものの、このところの海外資金の堅調な流入のほか、準備銀による米国の利上げ実施による影響を警戒したドル買い介入の効果に伴い先月末時点の対外準備資産は3416億ドルと過去最高水準に達しており、会合後の記者会見においてラジャン総裁は「現時点では影響を十分に緩和することは可能」との考えを示している。また、金融政策の方向性を決める要因として「米国の金融政策の行方は注視しているが決定的な要因になる訳ではなく、国内景気や物価の動向を重視している」としており、あくまで上述の3点について明確な改善・前進がみられることを追加利下げの前提としている様子が見え始める。土地収用法改正などの問題は現在開会中の国会審議を注視する必要があるものの、これが保険法の改正などと同様にクリアされれば、準備銀にとっては追加利下げのハードル低下に繋がるであろう。その進展のスピードが予想以上に速まる状況が確認されれば、6月2日に予定される次回の定例会合前に再び「サプライズ」を演出する可能性も考えられる。

図4 対外準備資産残高の推移



以上