

インド準備銀・パテル体制は「ハト派」にシフトの様相

～ラジャン前体制下に比べて景気を重視する姿勢に動く可能性も～

発表日：2016年10月5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)

- 国際金融市場が落ち着きを取り戻すなかでリスクマネーの活発化を反映して通貨ルピー相場は落ち着いた推移が続いている。インド準備銀を巡っては、世界的に評価の高かったラジャン前総裁の後任人事を巡る不透明な状況が続いたが、副総裁のパテル氏が昇格することで落ち着いた。パテル新総裁にとっては不良債権に苦しむ銀行セクター改革が急務になるなか、財政措置を含めた政府の対応が鍵を握っている。
 - こうしたなか、パテル体制として初の金融政策決定会合が開催され、政策委員会方式に基づき全会一致での利下げを決定した。食料品を中心にインフレ圧力が後退する動きがみられるなか、一段の金融緩和に踏み切った。世界経済の不透明感が残るなか、ラジャン前体制下では慎重な政策運営がなされてきたものの、パテル新体制では内需喚起に向けて景気をより重視する姿勢にシフトしたと捉えることができる。
 - 今年はモンスーンの雨量が例年を上回るなど、実体経済及び物価に良い材料がある一方、公務員給与の引き上げなどの物価への影響は無視出来ない状況は残る。さらに、利下げ実施の背景には政府や与党内での圧力を懸念する向きもあり、今回パテル新体制の下で「ハト派」的なスタンスが示されたことで、先行きについては来年3月迄の年度内にさらなる金利の引き下げに動く可能性も高まっていると予想される。
- 国際金融市場においては、米国による利上げ実施時期の後ろ倒しに加え、主要国を中心とする量的金融緩和政策などの影響でマネーの規模はかつてない水準に達するなど「カネ余り」の状況が続くなかで落ち着きを取り戻しており、年明け直後には海外資金の流出圧力の高まりを受けて最安値に迫る下落をみせた通貨ルピー相場も足下で安定した推移をみせている。なお、今年6月にはインド準備銀（中銀）のラジャン前総裁が9月の任期満了を以って退任する意向を発表し、一時的に金融市場に動揺が広がる動きがみられたものの、後任人事の候補者の多くがラジャン氏と比較しても遜色のない面子であったことから比較的短期に事態は収束した。さらに、8月にはラジャン氏の下で副総裁として金融政策を巡る改革案のとりまとめを行ってきたウルジット・パテル氏の昇格が決定したこともルピー相場の安定に大きく寄与しているものと捉えられる。こうした金融市場の安定は株式市場や債券市場にも好影響を与えており、主要株式指数であるSENSEXは足下で一進一退の展開をみせつつも1年ぶりの高値圏での推移が続いているほか、長期金利についても金融緩和なども追い風に低下基調を強めている。ルピー相場の安定は慢性的に貿易赤字状態にあるなど、海外からの輸入に依存している同国経済にとって輸入物価の上昇抑制に繋がることでインフレ圧力の後退を促す。同国の物価動向を巡っては、ラジャン前総裁による慎重な政策運営や2014年に誕生したモディ政権による物価安定策の効果に加え、昨年には準備銀と政府との間でインフレターゲット制の導入に向けた『合意書』が締結されたこともあり、ここ1～2年は落ち着いた推移をみせている。

図1 ルピー相場(対ドル)の推移

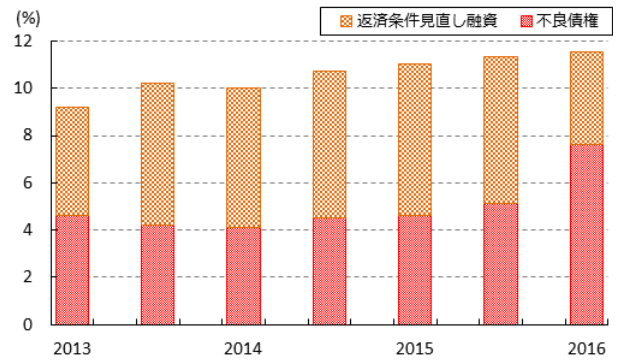


こうした物価安定は準備銀にとって金融緩和余地の拡大に繋がるとともに、家計部門にとっては実質購買力の向上を通じて経済成長のけん引役である個人消費を押し上げることで、同国の堅調な経済成長を促している。他方、同国の銀行セクターでは過去数年の景気減速の影響により国有銀行を中心に不良債権が積み上がっており、準備銀による度重なる利下げ実施にも拘らず市中金利が高止まりするなど金融緩和の効果を阻害している上、銀行による貸し渋りも企業の設備投資意欲を減退させるなどの悪影響を招いている。なお、準備銀はラジャン前総裁の

下で来年3月を目処に各銀行に対して不良債権処理に向けた取り組みを前進させるよう求めており、そうした姿勢はパテル新総裁の下でも変わらないものの、新たな資本規制を遵守するためには相当額の資本の積み増しが必要になることから、そのスケジュール感については政府内にも様々な意見がある。金融市場はパテル新総裁の下で銀行セクター改革が着実な前進を遂げることを期待しており、足下における為替や株式、債券市場の落ち着きはそうした期待を反映したものと捉えられる一方、今後は政府が準備銀による改革を政策面でサポート出来るか否かが重要な鍵を握ることになる。なお、今年度予算における国有銀行を対象とした資本注入額は当初必要とされた額を大幅に下回っている上、政府は再来年度を目処に資本注入を目論むものの、その規模についても最大限見積もられる額の1割強に満たないなど、政府の政策対応が改革の足かせとなるリスクはくすぶる。準備銀はこれまで政府をはじめとする外部からの圧力を跳ね返しつつ、マクロ経済環境に併せる形で金融緩和を進めてきたが、その効果を十分に発現し得る環境を醸成出来るかは、実のところ政府の対応に掛かっているといっても過言ではない。

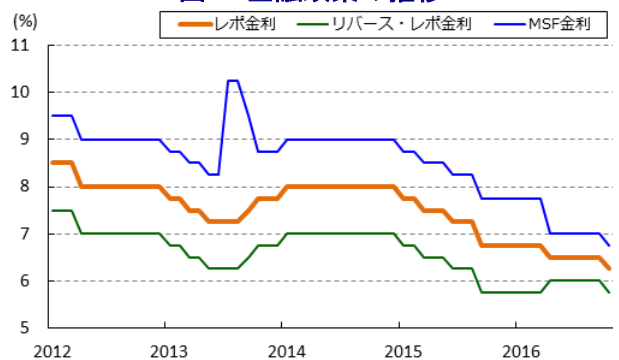
- こうしたなか、インド準備銀行は4日にパテル新総裁の下で初めてとなる定例の金融政策決定会合（2016-17年度第4回金融政策レビュー）の結果を公表した。同会合を巡っては、それまで総裁が一元的に政策決定を行う形が採られてきたものの、今回からパテル氏が副総裁時代に取りまとめた金融政策改革に関する『報告書』に則って6人の金融政策委員による合議制により政策決定を行う方式が採られている。「パテル体制」となって初の金融政策決定会合で政策委員は**全会一致**で政策金利であるレポ金利を25bp引き下げて6.25%とする決定を行い、これに伴って短期金利のコリドーの上限（限界貸付ファシリティ（MSF）金利）及び下限（リバースレポ金利）も25bp引き下げられ、それぞれ6.75%、5.75%となる。同行による利下げの決定は3会合ぶりであり、ラジャン前総裁の下で慎重な姿勢が採られてきた展開から、パテル新総裁の下では金融緩和を通じて個人消費や企業の設備投資などの内需の押し上げをより重視する姿勢に転換したと捉えられる。また、過去数ヶ月に亘って加速感を強めてきたインフレ率が直近8月に前年同月比+5.05%と同行が定めるインフレ目標（ $4 \pm 2\%$ ）の範囲内に再び収まっていることも、利下げ実施を後押ししたと考えられる。なお、会合後に発表された声明文で今回の決定について「金融緩和スタンスの継続に

図2 銀行セクターの不良債権比率の推移



(出所)インド準備銀行より第一生命経済研究所作成

図3 金融政策の推移



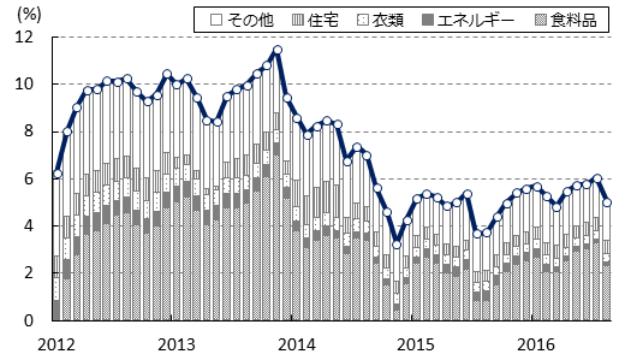
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

加え、インフレ率を来年3月時点に5%、中期的にも4±2%に収斂させる目標達成に合致したもの」との考えを示している。足下の世界経済については「予想外に減速して」おり、国際金融市場についても「ボラティリティが高い状態が続いている」との認識を示す一方、同国経済については「農業部門を中心に改善の見通しが強まっている」とし、物価についても「食料品物価の一段にに伴い落ち着いている」との見方を示している。その上で、先行きについては「供給管理の改善を受けて農業生産が改善する上、その動きに伴って食料品物価を取り巻く環境も大きく改善する」とし、「政府による物価抑制策の効果も相俟ってインフレ圧力は一段と後退する」ことで一段の緩和余地が拡大しているとした。なお、物価見通しへのリスク要因として「公務員給与の引き上げに拠る影響」を挙げたものの、現時点の見通しは従来から同行が掲げる「来年3月時点のインフレ率が5%近傍に収斂する」との見方が据え置かれた。

- 今年（2016年）はモンスーン（雨季）の雨量が例年を上回る水準となるなか、主要穀物の作付面積が前年を上回っていることから、農業部門の生産向上が期待されているほか、農作物を中心とする食料品物価の安定が図られるとの見通しが強まっている。こうした動きは過去数ヶ月に亘って加速感を強めてきたインフレ率を押し下げている上、先行きについてもインフレ率の低下をもたらすと見込まれる一方、準備銀が懸念要因に挙げている公務員給与の引き上げは様々な形でインフレ圧力を高める可能性には注意が必要である。この背景には、直近のインフレ率は食料品価格の下落などを受けて減速しているものの、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率はじわじわと上昇しており、川上の物価に当たる卸売物価についても食料品とエネルギーを除いたベースでは加速感が強まっているなど、先行きについては川下の消費者段階に影響を及ぼすことは避けられない。さらに、ここ数年に亘って低迷が続いてきた原油相場は足下において底入れが進んでおり、先月末のOPEC（石油輸出国機構）による減産合意を受けて底堅い展開が続くなど、エネルギー関連を中心にインフレ圧力が高まることも懸念される。昨年は年後半にかけてインフレ率が加速したことを勘案すれば、今後はそのベース効果に伴いそもそも減速しやすい環境にあると判断出来るものの、足下ではマネーサプライの伸びに底入れ感が強まるなか、一段の金融緩和に加えて金融市場に対する流動性供給策などの取り組みは先行きにおいてインフレ圧力を高める可能性がある。こうしたインフレ圧力が掛かりやすい同国の経済構造を踏まえ、ラジャン前総裁の下では慎重なスタンスを続けてきた同行だが、パテル新総裁の下では政府や与党内からの金融緩和を求める声に呼応する形で「ハト派」的なスタンスが強まっている可能性も考えられる。なお、一段の金融緩和に動いた背景には、足下においてこう着するルピー相場について物価動向などを踏まえた実質実効ベースでは上昇基調を強めており、輸出関連産業を中心に投資喚起の観点からルピー安を求める動きが強まっていることも影響しているとの見方もある。同行は声明文のなかで先行きの経済見通しについて、良好なモンスーンによる農業生産の拡大に加え、都市部を中心とする個人消費の堅調さが期待出来る一方、世界経済の低迷による外需の低迷が影響する形で2016-17年度の実質GVA成長率を前年比+7.6%とする従来の見方を据え置いている。ただし、今回の決定を受けて金融政策の力点が景気重視にシフトしている傾向が強くみられたことを勘案すれば、来年3月迄の年度内にさらなる金利の引き下げを図る可能性は高まっていると判断出来る。

以上

図4 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成