

インド準備銀・パテル総裁、「物価重視」の姿勢を旗幟鮮明に

～ただし「市場」への意識が不可欠、景気回復のシナリオに悪影響のリスクも～

発表日：2017年2月9日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

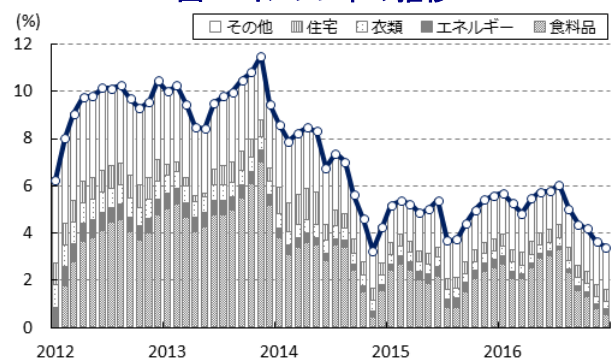
担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- インド準備銀は8日の定例会合で政策金利をすべて据え置いた上、金融政策のスタンスを「緩和的」から「中立」に変更した。足下の同国経済は高額紙幣廃止措置が消費の下振れを招くなど悪影響が顕在化する一方でインフレ率は低下し、市場は景気下支えに動くとの見方に傾いていた。パテル総裁は就任早々利下げを実施するなど「ハト派」とみられたことも影響したとみられたが、慎重姿勢に舵を切ったと考えられる。
- 総裁は物価重視の姿勢を鮮明にするなど、ラジャン前体制を意識した模様である。足下のインフレ低下は一時的要因に拠るとし、先行きの加速を懸念する姿勢をみせた。高額紙幣廃止に伴う長期金利低下で市中金利が下がったことも利下げの必要性後退に繋がったとみられる。先行きの景気には繰越需要の表面化などで加速感が強まるとしたが、予想外の結果を受けて長期金利は上昇するなど、所期の目算が狂う可能性もある。その意味では先行きの景気回復のペースが想定よりも緩やかになる可能性には要注意である。

- 8日、インド準備銀行（中銀）は定例の金融政策委員会（金融政策レビュー）を開催し、事前の市場予想に反する形で政策金利であるレポ金利及びリバースレポ金利をそれぞれ 6.25%、5.75%に据え置くとともに、短期金利の上限に当たる限界貸出ファシリティー（MSF）の適用金利についても 6.75%に据え置く決定を行った。今回の決定では現金準備率（預金準備率に相当）も 4.00%に据え置かれるなど、すべての政策ツールが維持されたものの、金融政策のスタンスについてはこれまでの「緩和的」から「中立」に変更されており、この点でも金融市場にとっては「意外な決定」との受け止めに繋がった。足下の同国経済を巡っては、モディ政権が昨年11月に突如発表した高額紙幣（1000 ルピー札及び 500 ルピー札）の廃止決定とその後の新札切り替えを巡る「ゴタゴタ」に伴い、紙幣不足を理由に高額消費のみならず、幅広い分野で消費が落ち込んでおり、経済成長のけん引役である個人消費に下押し圧力が掛かる事態に直面している。この動きに伴い昨年末にかけて製造業のみならず、サービス業の景況感は急速に悪化しており、年明け以降には底打ちを示唆する動きがみられるものの、依然低水準での推移が続くなど厳しい状況を脱している訳ではない。さらに、消費の落ち込みなども追い風に、昨年末にかけてはインフレ率が一段と減速して直近では前年同月比+3.41%となるなど、年度末（今年3月）までのインフレ目標（5%）

図1 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

のみならず、中期的なインフレ目標の中央値（4%）をも下回る水準となっている。こうした事態を受け、政府（財務省）は先月末の『経済白書』公表に際して今年度（2016-17 年度）の経済成長率が高額紙幣廃止措置などの影響に伴い前年比+6.5%まで鈍化する可能性を示唆する一方、翌日に発表した『2017-18 年度予算案』ではその影響を早期に払拭することを狙って「農村」と「インフラ」に歳出を重点配分するなど景気を重視する姿勢を示していた（詳細は2日付レポート「[例年より1ヶ月早く発表されたインド 2017-18 年度予算](#)」をご

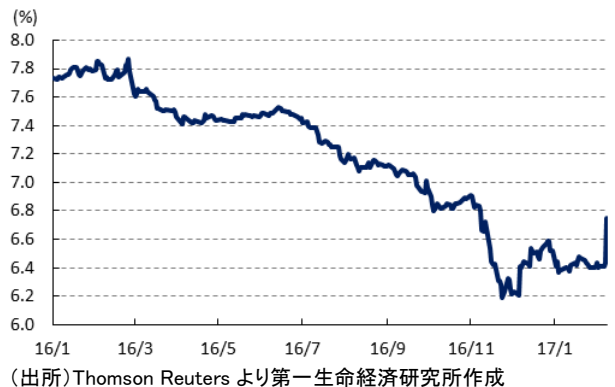
参照下さい)。準備銀を巡っては、昨年9月に退任したラジャン前総裁の下では「物価抑制」を至上命題に政策運営を行う姿勢が重視されてきたものの、後任のパテル総裁は就任早々の昨年10月の定例会合において、政府や与党内からの一段の金融緩和を求める声に呼応する形で利下げを行った経緯もあり(詳細は10月5日付レポート「[インド準備銀・パテル体制は「ハト派」にシフトの模様](#)」)、金融市場における事前の利下げ観測に傾く要因になったと考えられる。ただし、昨年12月の定例会合においては高額紙幣廃止による実体経済への影響を見定める必要があることに加え、米国大統領選でのトランプ氏勝利を受けて国際金融市場においてマネーの動きが大きく変化したことで通貨ルピー相場が大きく下落するなど、新たなリスクが表面化していることを理由に利下げに慎重な姿勢をみせていた(詳細は12月8日付レポート「[インド準備銀、高額紙幣廃止と金融市場の動揺に狼狽](#)」をご参照下さい)。足下では通貨ルピーの対ドル為替レートは比較的落ち着いた動きをみせているものの、先行きについては米国の金融政策の動向など、同国が直接的に影響力を行使し得ない外的要因を巡る不透明感がくすぶることから、今回についても前回同様に慎重な姿勢を採らざるを得なかったのが実状と判断出来る。

- 会合後に発表された声明文、及び記者会見において、パテル総裁は金融政策の目的について「インフレ率を中期目標に収束させることが何より大事である」として、ラジャン前体制の頃と同様に物価抑制に重点を置く考えをみせた。その上で、世界経済については「先進国を中心に改善期待が高まるなか、調整模様が続いてきた新興国経済にも緩やかな改善が見込まれる」とし、「先進国による金融政策の変更や世界的な保護主義の台頭、地政学リスクといった不確定要因はあるものの、先行きについては緩やかな回復が続く」との見通しを示した。国際金融市場については「英国によるEU(欧州連合)からの離脱(Brexit)や米トランプ政権の動きが不安定要因となる」なか、「OPEC(石油輸出国機構)による減産合意や地政学リスクの高まりなどを理由に国際商品市況が底入れしている」ことに加え、「米国の金融政策を巡る動きが米ドル高を引き起こす可能性が懸念される」とした。他方、同国経済については「政府(統計計画実施省)の経済見通しでは、依然として高額紙幣廃止による実体経済への影響が把握出来ない」が、「製造業やサービス業のPMI(購買担当者景況感)が悪化しているほか、製造業における資金需給動向がタイト化するなど景気の下振れを示唆する動きがみられる」とした。なお、足下におけるインフレ率の低下については「食料品価格の下落に拠る影響が大きい」として「一時的なものに留まる」との認識を示している。高額紙幣廃止による経済への影響については「昨年末にかけて金融市場に様々な悪影響が出たものの、先月半ばから底入れの兆候が出ている」とし、同行による金融市場に対するオペも「資金吸収モードに転じている」など資金需給を巡る環境が好転しており、短期金利も低水準で推移するなど金融市場を取り巻く環境は改善しているとの認識を示している。その上で、高額紙幣廃止措置後に長期金利が低下したことを理由に、市

図2 ルピー相場(対ドル)の推移



図3 長期金利(10年債利回り)の推移



中銀行が貸出金利を引き下げる動きに繋がったことから、同行として追い討ちを掛けるような利下げの必要性は後退したとの認識も示された。そして、足下のインフレ率は一時的な要因が下振れに繋がっているとして「当面は5%を下回る水準で推移する」ものの、その後は「高額紙幣廃止措置が需給ギャップの縮小に繋がる可能性」や「原油相場の底入れ」、「米ドル高圧力に伴う通貨ルーピー安の進展」、「第7次中央給与委員会勧告に伴う公務員給与の大幅引き上げ」がインフレ圧力に繋がるとして来年度後半にかけて徐々に加速感が強まるとの見方を示した。こうしたことから、昨年10月に同行はインフレ率の低下を見越して利下げを決断したものの、今回は上振れ懸念を理由に据え置く決定を行うなど「フォワードルッキング」に拠る政策決定を維持したと捉えられる。また、同行が重視する実質GVA（総付加価値）成長率の見通しは高額紙幣廃止措置の影響に伴い2016-17年度は前年比+6.9%と前回見通し（同+7.1%）から▲0.2pt下方修正されたが、年度末にかけては「影響一巡などに伴う繰越需要の表出」や「市中金利低下に伴う借入意欲の拡大」などが追い風になるとし、来年度には同+7.4%に加速するとの見方を示している。なお、同行は新紙幣の準備不足を理由に、旧紙幣を一旦銀行に預け入れした後の新紙幣の引き出し額に制限を設けてきたものの、新紙幣の準備に目処が立ったことを理由に3月13日から制限を撤廃する方針を明らかにしている。政府（財務省）は先月末に公表した『経済白書』において、今年度末には新紙幣の流通が円滑に進むことで悪影響も一巡するとの見方を示していたが、同行による決定はこうした見方を裏づけするものと捉えることが出来よう。ただし、今回の決定は金融市場にとって「想定外」であったことを受けて長期金利は大きく上振れするなど、年明け以降低下した市中銀行の貸出金利に悪影響が出る可能性には注意が必要である。年度末にかけては紙幣不足に伴う繰越需要の回復が進むことで、この動きが景気回復を促すと見込まれるものの、政府や同行は市中金利の低下が家計部門を中心とする資金需要を喚起して消費を後押しすることを期待していたことを勘案すれば、今回の決定に伴う先行きの利下げ期待の後退は回復ペースの足かせとなることが懸念される。また、今回の決定については高額紙幣廃止措置の「副産物」である金融深化が金利低下を促し、結果的に利下げの必要性の後退に繋がったとみられるものの、これまで市場に対して「ハト派」との印象を植え付けてきたパテル体制の「豹変」は「市場との対話」を難しくすることが懸念される。なお、今回の決定が昨年10月の決定後における金融市場からの「失望」にも似た評価に対する「意趣返し」とであるとすれば本末転倒である。パテル総裁が「物価抑制を重視する」姿勢を旗幟鮮明にしたこと自体は非常に重要であるが、今後は記者会見の内容を含めて市場にわかりやすい情報発信をしていくことが求められよう。

以 上