

インド準備銀、金利据え置きの方で緩和期待に配慮

～インフレ懸念やルピー安定を考慮の一方、緩和を求める政府や経済界に配慮～ 発表日：2017年10月5日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

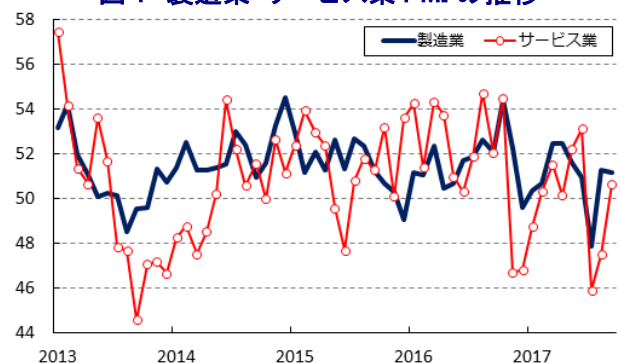
担当 主席エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年来の世界経済は先進国・新興国問わず拡大基調が続く一方、インドは昨年末の高額紙幣廃止措置や7月のGST導入などに伴い景気に下押し圧力が掛かった。4-6月期の実質GDP成長率は7月のGST導入に伴う混乱を反映して下振れし、その後は製造業で景況感が急回復の一方、サービス業にも底入れ感が出ている。当面は影響克服に時間を要する展開も見込まれるが、徐々に回復基調を強めると予想する。
- こうしたなか、準備銀は4日の定例会合で政策金利を据え置く決定を行った。同行は先行きの物価上振れを警戒する姿勢をみせたほか、足下の景気下振れを反映して景気見通しを下方修正している。他方、政府や経済界には金融緩和を求める声もあるなか、法定流動性比率引き下げで金融市場への資金供給拡大を決定するなど一定の配慮もみせた。金利据え置きの背景には、米FRBによるバランスシート縮小決定後にルピー相場が下落基調を強めたことも影響したとみられ、今後も政策の手足を縛られる展開が続こう。

- 昨年来の世界経済を巡っては、先進国を中心とする自律回復の動きが続いている上、中国経済の持ち直しは中国経済との連動性を高めてきた新興国経済にとって追い風となっており、全体として拡大基調が続くなど好調を維持している。また、依然「カネ余り」が続く国際金融市場では資産市場への資金流入が活発化しており、世界経済の拡大に伴う業績改善期待も重なり、世界的な株価は最高値圏で推移するなど活況を呈している。こうしたなか、年明け以降のインドでは、昨年11月にモディ政権が突如発表した高額紙幣廃止措置に伴い経済成長の原動力である個人消費への悪影響が懸念されたが、政府が主導する形で「電子マネー」の普及をはじめとする「キャッシュレス化」が進展したことで比較的早期に混乱は収束する様相をみせている。なお、モディ政権は今年7月から全国統一のGST（財・サービス税）を導入し、国税や州税など複数の間接税による複雑な税体系の簡素化を図るなど「独立後最大」とされる税制改正に取り組んでおり、海外からの投資先としてのインドの魅力向上が期待されている。他方、GST導入に当たっては国内での様々な議論に配慮する形で物品に応じて4段階に分かれているほか、一部の食料品は免税対象となるなど複雑であり、小売関連を中心に中小業者はその理解や浸透に時間を要するなど、税制の簡素化が反って混乱を招いている。さらに、GSTの転嫁を巡る混乱は税導入直前の4-6月期の実質GDP成長率の下押し圧力となるなど、実体経済への悪影響が表面化する事態となっている（詳細は9月1日付レポート「[インド、GST導入の余波が早くも顕在化](#)」をご参照下さい）。GST導入による駆け込み需要に伴う需要の先食い懸念は、製造業を中心とする生産を一時的に下押ししており、製造業の景況感は7月に一時的に好不況の別れ目となる50を下回ったものの、翌8月には50を上回る水準を回復するなど、限定的なものに留まっている可能性はある。その一方、GST導入直前の駆け込み需要が反って景況感の改善に繋がってきた

図1 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

サービス業では、その後の足取りは重かったものの、9月には好不況の別れ目となる50を回復している。なお、上述した高額紙幣廃止措置に伴う景況感の動きをみると、同様に実施当初における景況感の悪化の度合いは大きいものの、その後は急速な回復軌道を歩んでいることを勘案すれば、先行きはGSTに対する理解及び浸透が進むに従って回復感を強める可能性は高いと見込まれる。また、GST導入に伴い実質的に税率が低下した自動車や二輪車の販売台数は7月以降も加速したが、8月には中央及び州政府の財務相で構成されるGST評議会が高級車を対象に租税率の引き上げを決定するなど、今後も制度の微修正が行われることで個人消費などに影響が出る可能性は残る。ただし、こうした動きは高級車など比較的富裕層を対象にした動きに留まる可能性が高いことを勘案すれば、個人消費のボリュームゾーンである中間層以下の所得階層への影響は限定的とみられ、GSTの普及とともに収束していくことが予想される。当研究所は4-6月期のGDP統計の発表に併せて、2017年通年の実質GDP成長率見通しを前年比+6.2%、2017-18年度ベースでは同+6.4%に下方修正（修正前はそれぞれ前年比+6.7%同+7.0%）、2017年通年の実質GVA成長率見通しを前年比+6.0%、2017-18年度ベースでは同+6.3%に下方修正しているが、現時点ではこの見通しを据え置く。

- このように経済成長率の下振れが意識される状況のなか、準備銀（中銀）は4日に開催した定例の金融政策委員会において、政策金利であるレポ金利を2会合ぶりに6.00%に据え置く決定を行い、これに伴い短期金利の下限であるリバースレポ金利は5.75%、限界スタンディングファシリティ（MSF）金利も6.25%にそれぞれ据え置かれている。なお、今回の決定に際しては6名の政策委員のうち5名が金利据え置きに賛成する一方、1名（ドラキア委員：前インド経営大学院アーメダバード校教授）が25bpの利下げを主張しており、8月の前回会合（ドラキア委員は50bpの利下げを主張）に比べて緩和スタンスは後退している。また、政策スタンスについても「中立的」で据え置かれており、追加利下げに向けたハードルが引き上げられた状況は続いている。委員会後に発表された声明文では、足下の世界経済が先進国・新興国ともに堅調な拡大が続けている上、世界的な貿易量の回復も続き、国際商品市況も安定しており、先進国における金融政策の変更にも拘らず国際金融市場も落ち着いていることを評価している。その一方、同国経済については上述したように4-6月期の景気は大きく落ち込んだものの、その後はモンスーン（雨季）が例年より早く始まる一方、その後の多雨の影響でカリフ期の穀物生産は前年を下回る見通しとなっている。また、製造業では一時的に景況感が低下したものの、その後は急回復している一方、サービス業では新規受注の鈍さが重石になっているが、足下では運輸セクターを中心に回復が期待されるとしている。足下のインフレ率はベース効果の影響により底入れが進んでおり、タマネギやトマトといった農産物など生鮮品価格に上昇圧力が掛かっているほか、公務員に対するHRA（住宅手当）の影響で住宅価格に上昇圧力が高まり、コアインフレ率の上振れを招いているとの見方を示している。なお、足下のインフレ率を巡ってはコアインフレ率が幾分上振れしたものの、全体的には前回会合時の見通しに沿った動きが続いており、先行きは①カリフ期の生産見通しに対する不透明さはあるが、食料品価格は概ね望ましい状況にあること、②GST導入に伴う物価への影響、③コアインフレ率の上振れを考慮し、年度後半のインフレ率を4.2~4.6%と若干上方修正を行っている。その上で、①州政府が実施する農家を対象とする債務免除措置による財政悪化、②州

図2 インフレ率の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

政府による給与引き上げ及び手当の実施、といった要因が上振れ要因になることを警戒する一方、食糧インフレの可能性については政府備蓄で充分対応可能としている。他方、景気動向については、カリフ期の主要作物の生産量鈍化の動きに加え、短期的にはG S T導入余波も下振れ要因となるなか、銀行セクターや企業セクターのバランスシート調整圧力も投資活動の重石になることは避けられず、2017-18 年度の実質G V A成長率見通しを前年比+6.7%と前回会合時点（同+7.3%）から下方修正している。なお、景気に対する上振れ要因として、州政府による給与引き上げや手当実施による個人消費の押し上げや、G S T導入に伴う混乱の早期収束を挙げる一方、下振れ要因には価格転嫁の動きに伴う付加価値への影響や、雇用や所得、物価動向に伴う消費者マインドの悪化を挙げている。さらに、物価見通しを巡っては世界的な地政学リスクの表面化や米国F R B

（連邦準備制度理事会）によるバランスシート縮小、E C B（欧州中央銀行）による金融政策正常化に伴う国際金融市場の混乱の影響を見定める必要があるとしている。今回同行が政策金利を据え置いた背景には、先月のF O M C（連邦公開市場委員会）において米国F R Bが今月からのバランスシート縮小を発表して以降、通貨ルピー相場は下落基調を強めたことが影響しているとみられる。なお、準備銀は先月末（9月29日）時点の外貨準備高は3997億ドルと十分な水準にあること

を発表しているが、F O M C直前の9月15日時点には4025億ドルであったことを勘案すれば、その後のルピー安阻止に向けた為替介入に伴い外貨準備が相当額減少した可能性も考えられる。その意味では、米国F R Bの動きに伴い準備銀が政策の手足を縛られることは避けられないと捉えることが出来よう。他方、モディ政権内部や経済界などからは準備銀に対して金融緩和を求める声が根強くあるなか、準備銀は4日付で金融機関に対する法定流動性比率（S L R：預金の一部を国債等での保有を義務付ける割合）を50bp引き下げて19.50%とし、金融市場に対する流動性供給を拡大させるなど配慮する姿勢をみせている。当研究所の景気見通しは準備銀が今回示した見通しに比べて低いものの、年後半にかけてインドではディワリをはじめとするヒンドゥー教にまつわる祭事が予定されるなど、景気の押し上げが期待されることから徐々に景気の底離れが進むとみている。ただし、上述したように金融政策の変更は通貨ルピー相場などに予期せぬ負荷を掛けるリスクがあることを勘案すれば、利下げに動くことは難しく、今後もS L Rの引き下げなどによる対応に留まると予想される。

以 上

図3 ルピー相場(対ドル)の推移

