

インド準備銀、インフレ見通し引き下げで利上げ観測後退

～今後も相当期間に亘り現行スタンスを維持する可能性が高まる～

発表日：2018年4月6日(金)

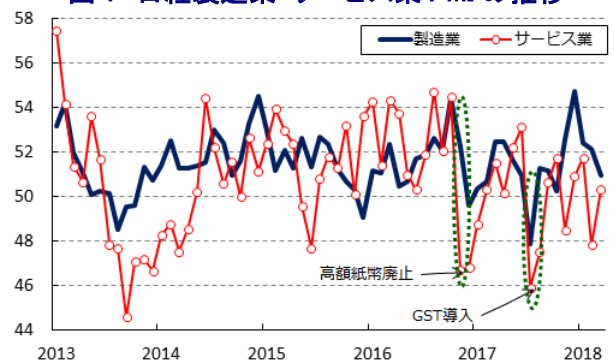
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年のインドの経済成長率はモディ政権が実施した政策の影響で鈍化したが、足下では持ち直しの動きがみられる。世界経済の自律回復が続いている上、昨年末にかけて加速したインフレ率も頭打ちしており、内外需双方を取り巻く環境は良好である。先行きは世界経済を巡る不透明感はあるが、輸出依存度が低いインドへの影響は限定的な一方、財政支援による内需の下支えが期待され、緩やかな回復が続くとみられる。
- こうしたなか、5日の定例会合で準備銀は政策金利を据え置いた。足下のインフレ鈍化を反映してインフレ見通しを引き下げる一方、景気見通しは堅調を維持しており、利上げ観測は後退している。他方、政策委員は物価上昇リスクに言及するとともに、物価安定のコミットメントを強調するなど利下げに動く可能性も低い。上昇基調を強めた長期金利も低下しており、準備銀は今後も相当期間現行姿勢を維持すると予想する。
- 昨年のインドの経済成長率（実質GDP成長率）は前年比+6.4%と4年ぶりに7%を下回り、多くのアジア新興国が世界経済の自律回復を受けて外需をけん引役に成長率は加速したとと比較すると対照的である。これは、一昨年末にモディ政権が突如実施した高額紙幣廃止措置と、昨年7月に導入されたGST（財・サービス税）を巡る経済の混乱が景気の下押し圧力に繋がったことが影響した。しかし、それぞれのイベントの直後は一時的に企業マインドは悪化したものの、その後は比較的早期に持ち直すなど混乱の収束が図られた。事実、昨年通年の成長率は鈍化したものの、10-12月期に限れば前年同期比+7.2%と5四半期ぶりに7%台に回復しており、個人消費をはじめとする内需が経済成長のけん引役になっていることが確認された（詳細は3月1日付レポート「[インド経済は久々に「7%成長」に回帰](#)」をご参照下さい）。その後の企業の景況感をみると、好不況の別れ目となる50前後で一進一退の動きが続いており、一本調子で回復感を強めている訳ではないが、緩やかな景気拡大が続いている。足下の世界経済を巡っては、米トランプ政権による保護主義的な動きなど不安要素はあるものの、引き続き自律回復の動きが続いており、外需は押し上げられやすい状況にある。さらに、昨年のモンスーン（雨季）を作期とするカリブ期の主要農産物の収穫量の伸びが鈍化し、昨年末にかけて食料品価格に上昇圧力が掛かりインフレ率が加速したものの、足下ではその影響が一巡してインフレ率は頭打ちしている。結果、家計部門の実質購買力が押し上げられて個人消費を下支えするとともに、

図1 日経製造業・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

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

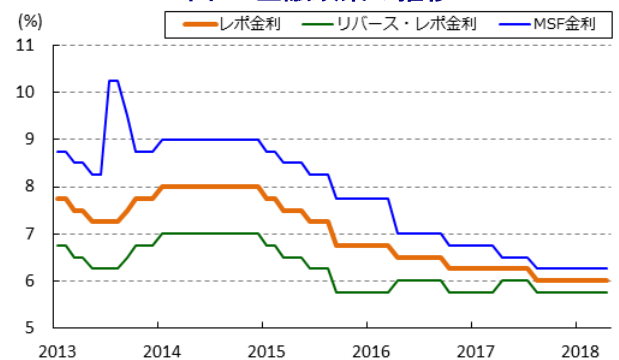
それに伴って製造業を中心に企業も生産活動を活発化させており、景気の好循環に繋がっている。なお、先行きについては米国による保護主義政策をきっかけに貿易戦争に発展する可能性がくすぶり、足下の世界経済の自律回復を促した世界的な貿易量の底入れの動きが一変することが懸念されるものの、インドについては経済構造上輸出依存度が高くないため、その直接的な影響を受けにくい。さらに、上述したように足下では高額紙幣廃止措置やG S T導入による混乱は収束している上、4月からの今年度予算は来年に控える総選挙を見据える形で地方や農村部を対象とする歳出を中心に「バラ撒き」色が強く、個人消費など内需を下支えすることが期待される。政府が掲げる財政健全化目標の達成年度が後ろ倒しされるなどの懸念はあるものの、足下の景気が底入れ感を強めていることから、先行きのインド景気は引き続き緩やかに回復感を強める展開が続くと見込まれる。

- こうしたなか、5日にインド準備銀行（中銀）は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利であるレポ金利を4会合連続で6.00%に据え置く決定を行った。今回の決定に伴い、短期金利の下限に当たるリバースレポ金利は5.75%、上限に当たる限界スタンディング・ファシリティ（MSF）金利は6.25%に自動的に据え置かれた。なお、今回の決定においても政策スタンスは

「中立」で据え置かれ、中期的にインフレ率を目標域に収めるとともに、景気下支えを図るとの方針も維持された。会合後に発表された声明文では、足下の世界経済は先進国、新興国問わず拡大の動きが続く一方、国際金融市場では米国の金融政策正常化の動きや世界貿易を取り巻く環境などが不確実性に繋がるものの、全体としては比較的安定した推移が続いているとの見方を示した。他方、同国経済については、昨年度の経

済成長率は鈍化したものの、年度末にかけて内・外需双方に景気の底入れを示唆する動きがみられる上、直近の政府発表によると昨年のカリフ期の主要穀物の作柄も上方修正されるなど、幅広い分野で生産を取り巻く環境は改善しているとした。先行きについても、G S T導入などに伴うビジネス環境の改善を受けた新ビジネス勃興の動きに加え、企業部門の先行き期待が改善していることも追い風に景気は加速感を強めるとした。その上で、足下のインフレ率は食料品やエネルギー価格の上昇一服に伴い上昇基調に頭打ち感が出ているものの、直近の同行調査では家計部門のインフレ期待は上振れする動きがみられるなか、多くの企業が昨年来の国際商品市況の底入れに伴う原材料価格の上昇に直面しており、当面は価格転嫁の動きが続くと見方を示している。先行きの物価見通しについては、4つの要因（①足下の食料品価格の下落、②原油市況のボラティリティ拡大、③堅調な内需、④公務員を対象とする住宅手当（HRA））が影響を与える可能性があるとしつつ、今年度前半のインフレ見通しは前年比+4.7~5.1%、後半は同+4.4%と2月の前回会合時点（年度前半は同+5.1~5.6%、年度後半同+4.5~4.6%）から引き下げられた。また、景気見通しについては2つの要因（①国内の投資活動が活発化する兆候、②世界的な需要環境の改善）が上振れに繋がるとして、今年度の実質GDP成長率見通しは前年比+7.4%（年度前半は同+7.3~7.4%、年度後半は同+7.3~7.6%）とし、リスクについては「ほぼ均衡している」との見方を据え置いている。前回会合までは景気指標として供給サイドの統計であるGVA（国内総付加価値）が用いられたが、今回からは需要サイドの統計であるGDPが用いられており、GDPについては統計を巡る不透明さは依然残るものの、準備銀としてこれを認めた格好である。なお、物価見

図3 金融政策の推移



(出所)インド準備銀行, CEIC より第一生命経済研究所作成

通しを巡っては、政策委員会として6つの不確実性（①最低支持価格（MSP）の算定方法改定、②HRAの改定、③財政悪化による間接的影響、④モンスーンの雨量、⑤企業の価格転嫁の動き、⑥原油相場のボラティリティ拡大）を注視する必要性に言及しており、インフレ見通しの引き下げにも拘らず金融緩和に動く可能性は低いと見込まれる。その上で、政策委員会として中期的なインフレ目標である4%の持続的な達成に向けたコミットメントを強調しており、物価安定を重視する

姿勢が改めて示された。今回の会合では6人の政策委員が全員参加し、5人が金利据え置き決定に賛成する一方、1名（パトラ委員：同行常務理事）が前回会合に続いて25bpの利上げを主張しており、政策委員のスタンスはやや引き締め方向にシフトしている。昨年以降、財政悪化懸念やインフレ率の底入れに伴う金融引き締め期待などを反映して上昇基調を強めてきたインドの長期金利（10年債利回り）は足下で低下トレンドに転じており、これも準備銀による様子見姿勢を後押ししている可能性がある。今回の決定を通じて、準備銀は景気及び物価見通しに対してこれまでに比べてやや楽観姿勢に傾いていることが確認されたことから、先行きも相当期間に亘って現行の姿勢が据え置かれると予想する。

図4 長期金利(10年債利回り)の推移



準備銀は景気及び物価見通しに対してこれまでに比べてやや楽観姿勢に傾いていることが確認されたことから、先行きも相当期間に亘って現行の姿勢が据え置かれると予想する。

以上