

インド準備銀、インフレ警戒で追加利上げ

～景気は堅調な一方、原油高やルピー安などインフレへの悪材料は山積～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年来のインド経済は高額紙幣廃止措置やGST導入により一時的に混乱したが、足下では勢いを取り戻しつつある。さらに、先月末のGST再調整は個人消費を押し上げるとの期待があり、株価指数は最高値を更新するなど株式市場活況を呈する。他方、米国による金融政策正常化の動きなどを反映して通貨ルピー相場は先月末に一時最安値を更新する対照的な動きがみられ、政府や中銀にとり「悩みの種」となってきた。
- こうしたなか、準備銀は1日の定例会合で2会合連続の利上げ実施を決定した。世界経済を巡る不透明感が高まる一方、同国経済については底堅い展開を示唆する動きが続いている。他方、物価上昇圧力が高まる兆しが出ており、先行きの上振れに繋がる要因を警戒して追加利下げに踏み切ったとみられる。現時点においてさらなる利上げの可能性は低いとみられるが、その行方は国際金融市場の動向次第になりつつある。

昨年来のインド経済を巡っては、一昨年末に実施された高額紙幣廃止措置に加え、昨年7月に導入されたGST（財・サービス税）が幅広い経済活動に混乱を招いて景気の下押し圧力となる動きがみられた。しかし、その後は幾度に亘るGSTの見直しの動きなどに伴い一時的に下押し圧力が掛かった個人消費が底入れしているほか、世界経済の自律回復を追い風に輸出も底打ちし、景気は回復感を強めている。こうした動きを反映するように、製造業やサービス業の景況感も度々調整圧力が掛かる場面はみられるものの、足下では再び堅調さを取り戻すなど、底堅い景気模様が続いている。さらに、先月末に政府は来年予定される総選挙を見据えてGSTを再度調整しており、これに伴い最高税率（28%）の適用対象は同税導入時（226品目）から35品目に大幅に縮小するほか、免税対象品目数も拡大するなど（詳細は7月24日付レポート「[インド・モディ政権、総選挙を意識してGSTを追加調整](#)」をご参照下さい）、経済成長のけん引役である個人消費の押し上げに資することが期待される。こうした動きを反映して、その後の主要株価指数（SENSEX）は最高値を更新する動きがみられるなど、同国金融市場は活況を呈している。その一方、国際金融市場においては米トランプ政権による保護主義的な通商政策への懸念が高まっている上、米国FRB（連邦準備制度理事会）は着実に金融政策の正常化に動いており、世界的な「カネ余り」を背景に新興国などに流入した資金の巻き戻しに繋がることへの警戒感がくすぶる。2013年の米国FRBのバーナンキ元議長による量

図1 日経製造業・サービス業 PMI の推移



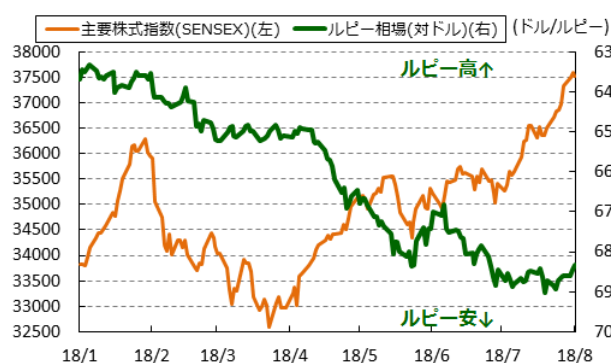
(出所) IHS Markit より第一生命経済研究所作成

るほか、免税対象品目数も拡大するなど（詳細は7月24日付レポート「[インド・モディ政権、総選挙を意識してGSTを追加調整](#)」をご参照下さい）、経済成長のけん引役である個人消費の押し上げに資することが期待される。こうした動きを反映して、その後の主要株価指数（SENSEX）は最高値を更新する動きがみられるなど、同国金融市場は活況を呈している。その一方、国際金融市場においては米トランプ政権による保護主義的な通商政策への懸念が高まっている上、米国FRB（連邦準備制度理事会）は着実に金融政策の正常化に動いており、世界的な「カネ余り」を背景に新興国などに流入した資金の巻き戻しに繋がることへの警戒感がくすぶる。2013年の米国FRBのバーナンキ元議長による量

的金融緩和縮小示唆発言をきっかけに国際金融市場が動揺した際（いわゆる“Taper Tantrum”）、インドは経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」に加え、慢性的なインフレなど経済のファンダメンタルス（基礎的条件）の脆弱さを理由に資金流出圧力が強まる国の一角に数えられたため、足下においても同様の動きに見舞われるとの見方は残る。ただし、その後のインドを巡っては、原油相場の低迷長期化などに伴い経常赤字幅の圧縮が進んだほか、政府と準備銀（中銀）の合意に基づくインフレターゲット制導入なども影響して、足下のインフレ率は目標域内で推移するなど当時とは状況が大きく異なる。こうした状況にも拘らず、国際金融市場における米ドル高圧力の強まりを反映して通貨ルピーの対ドル為替レートは先月20日に一時過去最安値を更新するなど、下押し圧力が掛かりやすい地合いが続いている。その後は米ドル高圧力の一服に加え、主要株式指数が過去最高値を更新するなど同国金融市場が活況を呈するなかで底値を浚う動きがみられるものの、株式市場と為替市場を巡っては対照的な動きがみられるなど、景気動向とは別に、政府及び準備銀にとって「悩みの種」となる展開が続いてきた。

こうしたなか、1日に準備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6月の前回会合から2会合連続で25bp引き上げて6.50%とし、同日付で実施することを決定した。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6.25%、上限に当たる限界スタンディング・ファシリティー（MSF）金利は6.75%にそれぞれ自動的に引き上げられる。なお、政策スタンスについては「中立」で据え置かれ、引き続き中期的にインフレ率を目標域に収めるとともに、景気の下支えを図る方針も維持された。今回の政策決定に際しては、出席した6人の政策委員のうち5人が賛成票を投じる一方、1人（ドラキア委員：インド経営大学院アーメダバード校教授）が反対票を投じている。会合後に発表された声明文では、6月の前回会合後の世界経済について「引き続き拡大基調が続いている」ものの「貿易摩擦の高まりが先行きの見通しに対するリスク要因になる」との認識を示すとともに、新興国経済については「原油相場の上昇や貿易摩擦の懸念、先進国による金融引き締め動きが影響して幾分鈍化した」との見方を示している。その上で、世界貿易については「貿易戦争に向けた動きやBrexit交渉を巡る不確実性がけん引力を低下させている」とし、国際金融市場については「先進国における金融政策の変更や地政学リスクに左右される展開が続いている」との見方を示した。同国経済については「懸念されたモンスーンの雨量が後半にかけて回復した」ことに加え、「資本財や消費財を巡る生産の底堅さを背景に製造業を中心に景況感の改善が続いている」上、「自動車販売の旺盛さなどを反映してサービス業の景況感にも改善の動きがみられる」との見方を示している。その一方で、物価については「食料品価格は比較的落ち着いているものの、エネルギーやその他財・サービス価格に上昇圧力が掛かる動きがみられる」とした。また、足下の輸出については「機械製品や石油製品、製薬関連、化学製品関連がけん引役になる」なか、輸入は「原油相場の上昇が押し上げに繋がっている」との認識を示す一

図2 主要株式指数とルピー相場(対ドル)の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

方、対内直接投資は「旺盛な流入が続いている」ものの、証券投資は「先進国による金融引き締めなどの影響で流出が続いている」としつつ、外貨準備高は充分との考えを示した。なお、先行きのインフレ見通しについて同行は、6つの要因（①連邦政府による雨季作（カリフ作）を対象とする最低調達価格（MS P）の大幅引き上げの影響（詳細は7月6日付レポート「インド・モディ政権、総選挙を見据え一段のバラ撒きへ」をご参照下さい）、②モンスーンの雨量による最終的な主要作物の作柄動向、③高止まりする原油相場、④連邦政府によるGSTの調整、⑤投入価格の上昇に伴う幅広い財・サービス物価の上昇、⑥ボラタイルな金融市場による影響）に規定されとの見方を示している。その上で、今年度後半のインフレ見通しを前年比+4.8%と6月時点（同+4.7%）から引き上げるとともに、来年度にかけて上昇基調を強めるとの見方を示している。また、インフレ動向については8つのリスク（①原油相場の動向、②ボラタイルな国際金融市場による影響、③家計部門のインフレ期待、④企業による価格転嫁の動き、⑤モンスーンの雨量に伴う作柄、⑥連邦及び地方政府の財政悪化による影響、⑦MS P引き上げに伴う影響、⑧公務員を対象とする住宅手当（HRA）変更による副次的影響）による影響を考慮する必要があるものの、現時点でリスクは「均衡している」との認識を示している。他方、景気動向については、「様々な指標の動きは経済活動が活発に推移することを示唆している」との認識を示し、今年度の実質GDP成長率を前年比+7.4%に据え置き（年度前半は同+7.5~7.5%、後半は同+7.3~7.4%）、来年度にかけて加速感を強めるとの見方を示している。会合後に開かれた記者会見において、パテル総裁は世界経済及び貿易について「すでに過去数ヶ月に亘って混乱状態に突入しているが、継続する可能性は高く、どの程度続くかは見当がつかない」との見方を示すとともに、貿易摩擦について「貿易戦争状態に突入しており、現状は始まりの段階にあるなか、マクロ経済の安定を重視して7~7.5%程度の経済成長を実現可能にすべくリスク抑制に取り組む必要がある」との認識を示した。足下ではルピー安圧力に一服感が出ていること、足下のインフレ率が依然落ち着いていることを勘案すれば、現時点においてさらなる利上げに動く可能性は低いと見込まれるが、その行方は国際金融市場を取り巻く環境次第といった状況になりつつある。

図3 インフレ率の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。