

「内憂外患」に板ばさみ状態のインド準備銀

～物価に切迫したリスクが乏しいなか、国内金融市場の安定を重視して金利据え置きを決定～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部

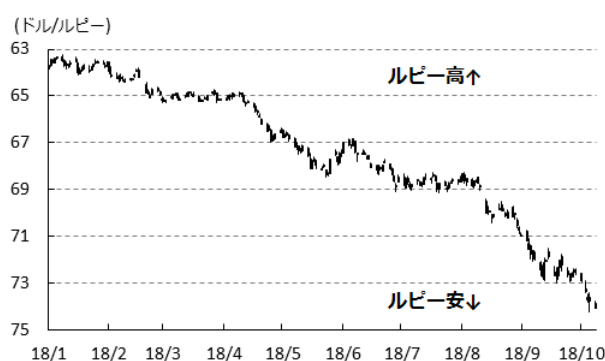
主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 夏場以降の国際金融市場では、「トルコ・ショック」に伴い新興国で資金流出圧力が強まった。足下では落ち着きを取り戻しつつあるが、米 FRB による金融政策正常化に加え、原油相場の上昇などに伴い原油輸入国で資金流出圧力がくすぶる。インドでは通貨ルピー安圧力がくすぶるなか、準備銀は5日の定例会合で予想外の金利据え置きを決定し、一時過去最安値を更新した。ルピー安や原油高への懸念はある一方、インフレへのリスクが切迫化する状況になく、今回の決定は国内金融市場の安定を重視する姿勢を示したと言える。
- 夏場以降のインド金融市場では、ノンバンクの流動性不足をきっかけに業界全体の信用リスクが懸念され、株式相場も下落基調を強める展開が続いてきた。こうしたなか、インド政府は大手ノンバンクの建て直しに向けて動く姿勢をみせる一方、準備銀は金融市場への流動性供給に対応してきた。ただし、銀行セクター改革も道半ばの状況にあり、過度な支援による財政的な悪影響も懸念される。今後はルピー安や原油高による物価への影響が懸念されるなか、準備銀は追加利上げに迫られる難しい対応が求められる状況が続こう。

今夏以降の国際金融市場では、トルコの通貨リラの急落をきっかけとする『トルコ・ショック』に伴い、新興国などで資金流出圧力が強まる動きがみられた。ただし、米中貿易摩擦など懸念要因は山積するものの、世界経済は依然として先進国を中心に拡大傾向を維持するなど堅調な推移をみせており、国際金融市場は落ち着きを取り戻しつつある。一方、米 FRB (連邦準備制度理事会) は先月末に開催した FOMC (連邦公開市場委員会) で追加利上げを決定し、今後も 2020 年にかけて漸進的な利上げを継続する方針を示すなど、金融政策の正常化に向けた歩みを強める姿勢を改めてみせている。こうしたことから、新興国などでは今後も引き続き資金流出圧力が強まりやすい地合いが続くと見込まれるなか、足下では米トランプ政権によるイラン核合意破棄に伴い対イラン制裁が再開される可能性が高まり、その懸念を反映して原油相場は上昇基調を強めている。結果、国際金融市場は落ち着きを取り戻しつつあるものの、原油を輸入に依存する新興国などでは原油高に伴う経常赤字の拡大やインフレの昂進など、経済のファンダメンタルズ (基礎的条件) の悪化が懸念され、資金流出圧力が強まる動きがみられる。国内の原油消費量の約 7 割を中東などからの輸入に依存するインドでは、資金流出圧力を背景に通貨ルピーの対ドル相場は過去最安値を更新し、準備銀 (中銀)

図 1 ルピー相場(対ドル)の推移



(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

は介入を実施するなど非常に厳しい状況に見舞われている。こうしたなか、5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3会合ぶりに据え置く決定を行った（金融政策のスタンスは『中立』から『調整された引き締め（calibrated tightening）』に変更）。事前の市場予想ではルピー相場下落阻止に向けて利上げに動くと思われたため、ルピー相場は直後に過去最安値を更新するなど一時的に混乱した。なお、会合後に発表された声明文では、6名の政策委員のうち5名が据え置きを支持する一方、1名（ガット（Ghate）委員）が25bpの利上げを主張したことが明らかになった。また、金融政策のスタンスについては5名が『調整された引き締め』を支持する一方、1名（ドラキア（Dholakia）委員）が据え置きを支持した。会合後に行われた記者会見において、パテル総裁は金融政策のスタンス変更について「現在のサイクルでは利下げは検討事項に入っていないものの、会合ごとに利上げが実施される訳ではないことを基本的に示唆する」と説明したほか、「新たなデータに併せて政策を対応させる」とした。ただし、足下の同国及び世界経済には様々なリスク要因が表面化するなか、先行きの物価見通しについて「①食料品価格、②原油相場、③国際金融市場の動向がリスク要因になる」としつつ、足下のインフレ率が下振れしている

ことを反映して、基本シナリオは8月の前回会合時点から下方修正した。一方、景気見通しについては「内外金融市場のタイト化や原油相場の上昇、貿易摩擦の拡大に伴う世界貿易の鈍化による不透明要因」を挙げるも、4-6月期の実績が上振れしたことから、2018-19年度の成長率見通しを前年比+7.4%と8月時点から据え置かれた。なお、このところの原油相場の上振れや通貨ルピー安にも拘らず、8月のインフレ率

は前年同月比+3.69%と準備銀が定めるインフレ目標の中央値（4%）を下回っており、インフレ圧力が切迫化している状況にはないと判断出来る。よって、現時点では準備銀はルピー相場よりも国内金融市場の安定を重視する姿勢を示したと捉えられる。

インド金融市場においては長年、国有銀行を中心とする銀行セクターの不良債権問題が懸念要因となってきたが、足下では大手ノンバンクでの流動性不足の表面化をきっかけに、いわゆる『影の銀行』全体に信用リスクが広がることが懸念されている。夏場以降、インドの大手ノンバンクでは社債やコマーシャルペーパー（CP）の利払い及び元本償還が滞る事態が相次いで発生したほか、こうした動きをきっかけにノンバンク全体に信用不安が広がることが懸念され、結果的に株式相場は下落局面が続いてきた。こうしたなか、今月初めにインド政府は、大手民間ノンバンクに対して会社法に基づく形で放漫経営を止めるための命令を会社法審判所（NCLT）に申し立てて認められ、この決定に基づいて経営陣の刷新を発表するなど、政府主導で経営改善に取り組む方針を前面に押し出している。同社を巡っては、貸借対照表（バランスシート）上の固定資産が過大に計上されていたほか、売上高の約半分近くが売掛金であったとされ、今後は資産売却や売掛金の回収に取り組む一方、資本注入などを通じてバランスシートの改善に取り組むことが必要とみられる。ただし、同国では資本増強策をはじめとする国有銀行セ

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

クター改革が道半ばであり、ノンバンク業界に対する資本注入の必要性が高まればそのことが財政的な圧迫要因となると懸念される。その意味では、民間セクターで起こった事象に対しては合従連衡をはじめとする事業淘汰を通じて、セクターそのものの改革が進むことが望まれる上、海外からの資金流入にも繋がるのが期待される。なお、準備銀は一連の問題が発覚して以降、公開市場操作を通じた金融市場に対する積極的な流動性供給により、国内金融市場の安定を重視する姿勢を示してきた。こうした事情を勘案すれば、今回の金利据え置き決定は、上述した

ようにインフレに対する切迫した状況にないなか、ルピー相場の安定以上に国内金融市場の安定の方がより優先度が高いと判断したものと考えられる。こうした状況を反映するように、会合後に発表された声明文では金融市場の流動性に対する言及はほぼなされず、記者会見で当該問題に対する質問がなされた際も、アチャルヤ副総裁が「翌日物金利をレポ金利近傍に維持すべく先回りする形で流動性管理に取り組む」と述べたほか、「短期債券市場を取り巻く状況を注視する」と述べるに留めている。ただし、先行きについては足下のルピー安による影響が徐々に物価などに浸透することが見込まれるなか、このところの原油相場の上振れの影響なども勘案すれば準備銀は追加利上げに動かざるを得ない事態が想定される。同行にとっては難しい政策対応を迫られる状況が続くことは避けられそうにない。

以 上

図3 長期金利と株式指数の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

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。