

インド準備銀、スタンス不変だが実質的には緩和シフトへ

～政策維持の一方、銀行貸出を促すべく規制緩和に動くなど景気下支え姿勢を強める～

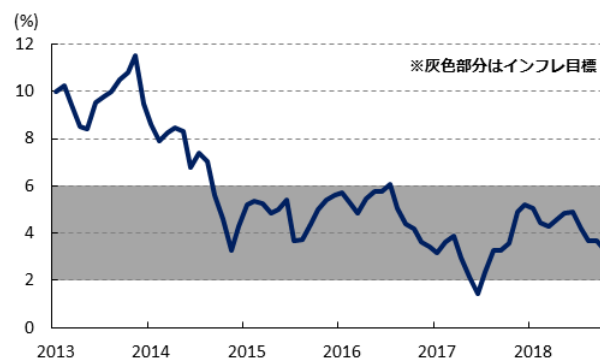
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- インドでは来年5月までに総選挙が予定されるが、足下の景気は勢いに陰りが出ている。他方、金融市場では夏場のノンバンクのデフォルトをきっかけに金融市場が大きく動揺する事態に見舞われた。原油相場の底入れや通貨ルピー安に伴うインフレへの影響が懸念されたが、足下のインフレ率は食料品価格の下落により低下しており、原油相場も調整するなど物価を取り巻く状況は変化している。準備銀は6月以降引き締めサイクルを開始したが、物価及び景気を巡る環境が変化するなかで如何なる反応を示すかが注目されてきた。
- 準備銀は、5日の定例会合で政策金利を2会合連続で据え置いたが、政策委員からスタンスの緩和を示唆する動きが出た。国内外の景気に対する見方が弱めにシフトするなか、足下の物価下落を反映して短期的なインフレ見通しは下方修正された。他方、物価を巡る不透明要因を理由に引き締めスタンスは維持された。ただし、政府からの規制緩和要求に沿う形で銀行規制の緩和が発表され、融資拡大による景気下支えが期待される。その意味では、今後の同行の政策スタンスは一転して緩和方向にシフトする可能性も予想される。

インドでは、来年5月までに次期総選挙が予定されているが、足下の景気は昨年後半以降に持ち直しの動きを強めた流れに一服感が出ており、7-9月の実質GDP成長率は前年比+7.1%と7%を上回る伸びを維持したものの、その勢いには陰りが出つつある（詳細は3日付レポート「[インド、7%成長維持も先行きは不透明要因山積](#)」をご参照下さい）。他方、インド金融市場では夏場以降のいわゆる『トルコ・ショック』を発端とする国際金融市場の動揺に伴い資金流出圧力が強まる動きがみられ、その余波を受ける形で大手ノンバンクでの利払いを巡る債務不履行（デフォルト）をきっかけにノンバンクなど『影の銀行（シャドーバンキング）』で流動性不足に陥るとの懸念が広がり、金融システム全体で信用リスクが意識される事態に陥った。その後は準備銀（中銀）による流動性供給などの取り組みにより金融市場は落ち着きを取り戻しているが、一時はその対応などを巡って政府と準備銀の間で対立が生じる動きもみられた（詳細は10月30日付レポート「[インド、モディ首相の留守中に「綻び」が表面化?](#)」をご参照下さい）。ただし、先月にはモディ首相と準備銀のパテル総裁の直接会談が行われ、その後の準備銀理事会では金融市場への流動性供給拡大に向けた追加的な取り組みが協議されるなど、政府と準備銀の軋轢は後退している（詳細は11月22日付レポート「[インド政府](#)

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

と中銀の「陰悪ムード」はひとまず後退」をご参照下さい)。また、昨年以降における国際原油市況の底入れの動きに加え、夏場以降の通貨ルピー安の進展による輸入物価の押し上げに伴うインフレの加速が懸念されたものの、足下のインフレ率は穀物をはじめとする食料品価格の下落により減速し、準備銀の定めるインフレ目標（ $4 \pm 2\%$ ）の中央値を下回る水準に留まる。さらに、足下では国際原油市況が一転して大きく調整しており、今後は年明け以降高止まりしてきたエネルギー価格の下落も見込まれるなど、物価を取り巻く状況に改善の兆しが出ている。準備銀はインフレを警戒して6月に4年5ヶ月ぶりの利上げを実施し、8月にも追加利上げを実施するなど金融引き締めサイクルを開始したが、10月の定例会合では引き締め姿勢を維持する一方、混乱状態に見舞われた金融市場に対応すべく政策金利を据え置く難しい決断を迫られた（詳細は10月9日付レポート「「内憂外患」に板ばさみ状態のインド準備銀」をご参照下さい）。ただし、その後は上述のようにインフレ率が低下傾向を強める一方、足下の景気は力強さを欠く展開となるなど金融政策を取り巻く環境は大きく変化しており、準備銀の反応に注目が集まってきた。

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及びリバースレポ金利を2回連続でそれぞれ6.50%、6.25%に据え置くとともに、現金準備率も4.00%に据え置いた。金融政策のスタンスも10月の前回会合で変更された『調整された引き締め（calibrated tightening）』とする方針が維持された。また、前回会合では6名の政策委員のうち1名が利上げを主張したものの、今回は『全会一致』で金利据え置きとする一方、スタンスについて1名（ドラキア（Dholakia）委員）が『中立』への変更を主張した模様である。会合後に発表された声明文では、足下の世界経済について「貿易摩擦の高まりを受けて弱含む兆候が高まっている」との認識が示され、国際金融市場についても「米国の利上げや不安定な原油相場及び世界経済の減速期待などに揺さぶられている」との見方を示すなど、前回会合時点に比べてやや弱めにシフトしている。同国経済についても「内・外需の鈍化を受けて景気拡大の動きに頭打ち感が出ている」とし、物価も「食料品価格の低下に伴いインフレ率は下落する一方、コアインフレ率は家賃補助（HRA）の影響などで高止まりしている」としつつ、先行きについて「インフレ期待に頭打ちの兆しが出ている」との見方を示した。なお、直近10月のインフレ率が前年比+3.3%に留まったことに「想定以上に低い」との認識を示した上で、インフレ見通しに「①食料品価格の想定以上の下落、②食料品以外では幅広くインフレ圧力が残ること、③国際原油市況の急激な調整、④ボラタイルな国際金融市場、⑤HRAの影響」を勘案する必要があるとの考えを示した。その上で、先行きのインフレ見通しは今年のモンスーン（雨季）の雨量を例年通りと想定し、「2018-19年度後半は前年比+2.7~3.2%になる」一方、「2019-20年度前半には同+3.8~4.2%に戻る」とし、「リスクは上向きに傾いている」との認識を示した。他方、7-9月の実質GDP成長率について「想定を下回る伸びに留まった」としつつ、先行きは「同行の『IOS（産業見通し調査）』によると年度末にかけて需要が改善する」との見方を反映して「2018-19年度のGDP成長率見通しを前年比+7.4%とする」これまでの見通しが据え置かれたが、「幾分下振れリスクが高まった」とした。なお、原油相場の調整を受けて短期的なインフレ見通しを下方修正したものの、「①足下の食料品価格は低下傾向が続くも一部の生鮮品などは異常に安く反動が懸念されること、②7月に発表された最低調達価格（MSP）の影響、③中長期的な原油市況を巡る不透明さ、④ボラタイルな国際金融市場、⑤家

計部門の長期的なインフレ期待が変わっていないこと、⑥財政悪化に伴うインフレ見通しへの影響、⑦HRAによる物価への影響、といった不透明要因は払拭されていない」と指摘した。その上で、短期的なインフレ見通しの低下は「想定以上の食料品価格と原油市況の低下による」として「比較的短期的なもの」との認識を示すとともに、「食料品以外のインフレは高止まりしている上、需給ギャップも小さい」との見方を示した。また、「貿易摩擦の激化や世界的な金融環境のタイト化に加え、世界経済の減速は国内景気の下押しリスクになり得る」一方、「原油相場の低下が続けば国内経済の追い風になる」とし、「投資活動の活発化は中長期的な潜在成長率の向上に繋がる」との見方を示した。そして、「国内のマクロ経済的なファンダメンタルズを一段と強化する適切な時期にある」との認識を示し、「民間投資を活発化させるには財政規律が不可欠」との考えをみせた。その一方、足下の景気に減速感が出ているなかで民間投資の活性化を図るべく、同行は同日付で銀行規制の見直しを発表し、現時点で 19.50% である銀行に義務付けしている債券保有比率（SLR）を来年1月から四半期ごとに段階的に引き下げて最終的に 18.00%にする方針が示された。この方針は、政府が同行に対して要望してきた規制緩和の一環と捉えられる。なお、この規制改革により銀行の融資拡大が期待されるとともに、足下でタイト化が進む金融市場を取り巻く環境の改善に繋がると見込まれる。また、政策委員に緩和への転換を促す動きがみられることを勘案すれば、年明け以降は一転して緩和姿勢にシフトしていく可能性が出ていると判断出来る。

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。

