

インド準備銀、政府に追随して緩和姿勢を急速に強める

～準備銀もいよいよ「選挙モード」、緩和姿勢を一段と強める可能性も～

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)

- インドは「政治の年」を迎えるなか、先日発表された来年度予算は「バラ撒き」色の強い内容となった。さらに、政府は選挙を意識して昨年以降様々な形でバラ撒き姿勢を強めている。この背景には、昨年末に行われた地方選で与党BJPが惨敗したことが大きい。また、昨夏以降の金融市場の混乱では一時金融システムリスクが意識される事態に直面し、その後の対応を巡ってパテル前中銀総裁が突如辞任した。後任には元財務次官のダス氏が就任したが、同氏は金融緩和を主張するなどこれまでに比べて緩和姿勢が強まるとみられた。
- 中銀は5～7日に開催した定例会合で政策金利を 25bp 引き下げる決定を行い、スタンスも「中立」に変更するなど金融緩和に大きく舵を切った。先行きの世界経済の下振れが懸念されるなか、同国経済にも下押し圧力が掛かったが、先行きは改善が進むとした。来年度の経済成長率は+7.4%と今年度見通し(+7.2%)を上回り、インフレ率は下方修正した。さらに、海外からの資金流入規制の緩和も決定するなど政府の意向を反映した動きもみられる。中銀も「選挙モード」に入るなど、当面は緩和姿勢が一段と強まる可能性もあろう。

インドでは今年、5年に一度の連邦議会下院（ローク・サバー）の総選挙が予定されるなど『政治の年』を迎えている。今月初めに発表された4月からの来年度予算は、次期選挙を強く意識する形で農村部や低所得者層を対象に配分を重点化する形で『バラ撒き』色の極めて強いものとなった（詳細は4日付レポート「[モディ政権1期目最後の予算は『選挙対策』一色に](#)」をご参照下さい）。こうした背景には、昨年末に実施された地方選挙において、中央与党のインド人民党（BJP）が改選前に与党であった西部ラジャスタン州、中部マディヤプラデシュ州、中部チャッティスガル州で議席数を大幅に減らすなど（その他2州でも敗北）、惨敗を喫したことが影響している。モディ政権は次期総選挙を意識して、今年度予算において『モディケア』と称する貧困層を対象とした医療保険制度の導入に踏み切ったほか（詳細は昨年2月2日付レポート「[インド・モディ政権1期目最後の予算は総選挙を強く意識](#)」をご参照下さい）、政府による農家からの農産品買取に掛かる最低保証価格の大幅引き上げを決定するなど（詳細は昨年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）、バラ撒き姿勢を強めてきた。さらに、一昨年7月に導入されたGST（財・サービス税）についても度々その内容が調整されてきたが、昨年7月には最高税率の適用品目数を大幅に減らすほか、中小企業救済策を発表するなど税負担の軽減に動いた（詳細は昨年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）。こうした取り組みにも拘らず、上述のように与党BJPは苦境に立たされたほか、直近の世論調査などではモディ政権への支持率も低下しており、その背景として2016年末に実施された高額紙幣廃止措置による経済混乱に加え、GSTを巡る手続などが煩雑なため、中小・零細規模の小売業者を中心に現政権への反発を強めており、従来はBJP

Pの『票田』とされてきた小売業界が離反していることも影響したとみられる。他方、昨夏以降のいわゆる『トルコ・ショック』をきっかけとする国際金融市場の動揺では、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な同国でも資金流出圧力が強まり、通貨ルピー相場は一時過去最安値を更新する事態に見舞われ、準備銀行（中銀）はルピー安阻止に向けた利上げ実施に追い込まれた。その後は金融市場の混乱が一巡したことに加え、

図 1 ルピー相場(対ドル)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

年明け以降は米F R B（連邦準備理事会）が『ハト派』に転じて米ドル高圧力が弱まっていることも重なり、ルピー相場は落ち着きを取り戻している。他方、上述の金融市場の動揺に際しては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）発生を契機に『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、金融システム全体の信用リスクが意識される事態に発展した。その後は準備銀による流動性供給などを通じて金融市場は落ち着きを取り戻したが、対応を巡って政府と準備銀が対立し、最終的に昨年 12 月にパテル前総裁が任期を 1 年弱残して退任する異常事態にまで発展した（詳細は昨年 12 月 11 日付レポート「[インド準備銀、総裁が 2 代連続でモディ政権との関係悪化で辞任](#)」をご参照下さい）。後任総裁には元財務次官のシャクティカンタ・ダス氏が就任したが（詳細は昨年 12 月 12 日付レポート「[インド準備銀、新総裁は元財務次官のダス氏に](#)」をご参照下さい）、ダス氏は財務省時代に準備銀に対して利下げ実施を主張するなどモディ政権ともスタンスが近く、ダス新総裁の下で準備銀はこれまでに比べて緩和スタンスが急速に強まることも予想された。

こうしたなか、準備銀は 5～7 日の日程で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 3 会合ぶりに 25bp 引き下げ、それぞれ 6.25%、6.00%に変更することを決定した。昨年 12 月にパテル前総裁の下で開催された前回会合では、政策金利及び金融政策のスタンスは据え置かれたものの、モディ政権が求める金融市場への流動性の供給拡大に向けて銀行規制の緩和を発表するなど実質的に緩和方向にシフトする動きがみられたものの、ダス新総裁の下で早速緩和に向けて大きく舵が切られた。さらに、金融政策のスタンスも『調整された引き締め (calibrated tightening)』から『中立 (neutral)』に変更されており、同行が金融緩和に大きく踏み出したと捉えられる。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「先進国、新興国問わずに減速感が強まっている」との認識を示す一方、原油相場については「減産延長を受けて底入れしているが、依然ピークを大きく下回っている」との見方を示している。国際金融市場についても「昨年 12 月の混乱が一転して落ち着きを取り戻している」とし、その要因に「先進国における緩和的な金融政策への期待」を挙げている。他方、同国経済については「足下で投資や生産、資本財輸入が大きく下振れする動きがみられる」ほか、「ラビ期（乾季）の穀物生産は前年を下回るほか、製造業や鉱業部門を中心に生産が下振れする動きもみられる」一方、「年度末にかけてビジネスマインドは改善が見込まれる」との見方を示している。また、「地方及び農村部での需要鈍化を受けてサービス業の生産にも下押し圧力が掛かった」ものの、「前

年からのベース効果によるもの」と説明するなど、GST導入により一時的に落ち込んだ反動による回復が影響したとの見方を示している。なお、インフレ率は昨年末にかけての原油相場の大幅調整による下押し圧力も相俟って低下トレンドを強めた結果、足下の水準は同行が定めるインフレ目標（ $4 \pm 2\%$ ）

の下限近傍で推移しており、コアインフレ率も家賃補助（HRA）の効果剥落に伴い頭打ちするなどインフレ圧力は後退している。この動きを反映してインフレ期待も「中長期的に下振れ傾向が強まっている」との見方を示している。先行きについては「足下のインフレ率が想定をわずかに下回っている」ものの、「①銀行セクターによる信用拡大は力強いが依然その範囲は限定的なものに留まっている、②原油安にも拘らずルピー安の影響が遅れて現われる上、世界的な需要鈍化は外需

を下押しする」ため、「2019-20年度の経済成長率を+7.4%」として「リスクはバランスしている」との見方を示した。他方、インフレ率については「短期的には下振れが見込まれる」とし、「①野菜価格はボラタイルに推移する、②原油価格は不透明、③貿易摩擦の激化や地政学リスクの高まりが世界経済及び商品市況の重石になる、④医療及び教育需要の高まりに伴う物価への影響、⑤金融市場を巡るボラタイルな状況、⑥例年通りのモンスーン（雨季）の雨量、⑦来年度予算に伴う需要の押し上げ」を反映して「2019-20年度前半のインフレ率は+3.2~3.4%（前回会合では+3.8~4.2%）」に下方修正し、景気同様に「リスクはバランスしている」とした。なお、政策スタンスの変更は「全会一致」の一方、政策金利については「4（25bp）の利下げ」対「2（据え置き）」と票が割れたものの、足下のインフレ率が下振れするなか、民間需要は伸び悩んでいるため需要喚起を図るべく金融緩和に前倒し踏み切ったと捉えられる。また、同行は同日付で海外からの資金流入規制に対する緩和策を発表しており、短期資金の流出入による影響がこれまで以上に増幅されやすくなる可能性もある。この決定は政府からの要望によるものとみられ、早速ゴヤル財務相代理が歓迎の意向を示すなどの動きもみられる。ただし、来年度予算ではバラ撒き姿勢を強めていることを勘案すれば、準備銀が急速に緩和姿勢を強めれば経済のファンダメンタルズの悪化を招き、結果的にルピー相場の下押し圧力となる可能性もある。よって、今後はより慎重な政策運営が望まれるが、今回の判断は準備銀も『選挙モード』に突入していることを意味しており、当面は緩和姿勢を強める展開が続くことは避けられないであろう。

以 上

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

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。見直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。