

## インド準備銀、緩和姿勢を前面に出す景気支援へ

～政府と中銀が共同歩調を採る期待の一方、金融市場の動揺への耐性が弱まるリスクは残る～

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)

- ここ数年のインド経済は、2014年のモディ政権発足を受けて構造改革と経済成長の加速が期待された。モディノミクスでは一定の成果が出る一方、一連の施策に伴い経済活動が混乱する場面もみられた。しかし、統計上は堅調な景気拡大が続く一方、実態との乖離は総選挙を控えるなかで支持率の低下を招いた。モディ政権はバラ撒き型の予算を組み、選挙戦ではナショナリズムを煽る戦略を採って「地滑り的な大勝利」を得た。
- 昨年度の経済成長率は+6.8%、1-3月の成長率は前年比+5.8%と足下で景気減速が鮮明になっている。モディ政権継続に伴い市場ではモディノミクスの巻き直しが期待されるなか、中銀は年明け以降景気支援に向けた金融緩和を繰り返し実施してきた。6日の定例会合でも3会合連続の利下げを決定し、追加緩和の可能性を含みを持たせた。足下の物価は低位で安定しており、追加利下げに動く可能性は高まっている。
- 政府と中銀が共同歩調で景気支援に動くことはプラスと捉えられる一方、「双子の赤字」を抱える同国の財政健全化の後退は金融市場の動揺への脆弱性を高めると見込まれ、景気の足を引っ張り得る。よって、当研究所は今年度の経済成長率見通しを+7.0%と先月の定例見通し時点から▲0.1pt 下方修正する。

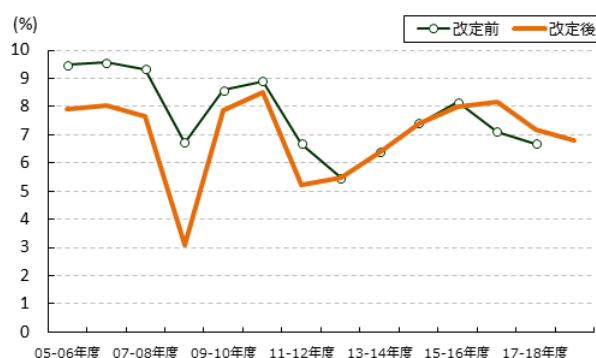
ここ数年のインド経済を巡っては、2014年の政権交代によって発足したモディ政権の下での経済政策である『モディノミクス』を通じて構造改革が進むとともに、経済成長が加速するとの期待が高まった。モディノミクスの成果としては、2016年末に行われた高額紙幣廃止措置、2017年のGST（財・サービス税）導入に伴う税制改革などが挙げられる一方、政策実施に伴う事前準備の稚拙さなどに伴い同国経済は幅広く混乱状態に陥る事態もみられるなど功罪相半ばするところとなった。企業マインドの動きをみると、一連のイベントに伴い一時的に急速に悪化する動きはみられたものの、その後は比較的早く回復するなど悪影響を克服している様子うかがえる。しかし、モディ政権発足以降の企業マインドは製造業、サービス業ともに堅調な動きをみせているものの、シン前政権の頃に比べて全般的に勢いに乏

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

図2 年度別経済成長率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

しい状況が続いている。その一方、モディ政権の下ではGDP統計の基準改定が行われたことに加え、その後も度々数値が過去に遡って改定される動きがみられ、その結果、モディ政権下における平均の経済成長率はシン前政権の頃に比べて高いとされた。さらに、昨年末から今年初めにかけて行われた改定作業では、2016-17年度の経済成長率は当初、上述の高額紙幣廃止措置に伴うその後の経済活動の混乱を受けて大きく減速したとされたものの、修正に伴い前年からわずかに加速する形となった。また、翌2017-18年度はGST導入に伴う経済活動の混乱を受けて徐々に7%を下回る成長率に留まったとされたものの、修正に伴い7%をわずかに上回る成長率となるなど、最終的に上述のイベントに伴う同国経済への影響は数字上では軽微であったとされた。このように同国政府が経済統計の『偽装紛い』の行為により景気の良さを演出した背景には、4月から1ヶ月以上に亘って行われた連邦議会下院（ローク・サバー）の総選挙があったとみられる。しかし、数字と実感との乖離が大きいことに加え、一連の政策に伴い票田とされる小規模小売店主の間でモディ政権に対する反発が強まったほか、昨年の金融市場の混乱の余波は低所得者層や中間層にも及び、昨年末に行われた地方選挙では与党・BJP（インド人民党）が敗北する苦しい事態に追い込まれた。こうしたことから、モディ政権は4月からの今年度予算で農村部や低所得者層、中間層に配慮した『バラ撒き型』予算を編成したほか（詳細は2月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）、選挙公約でも農業部門の底上げに向けた金融支援の拡充を訴えるなど、露骨な動きをみせた。さらに、2月末の北部ジャムムー・カシミール州でのイスラム過激派による自爆テロ実施を理由にインド空軍がパキスタン領内の空爆を実施するなど『ナショナリズム』を煽る戦略を展開したことで政権支持率は一転して回復し、総選挙では与党・BJPが単独で半数を上回る議席を獲得するなど『地滑り的な勝利』を収めることに成功した（詳細は5月24日付レポート「[インド総選挙、与党の「地滑り的大勝利」でモディ政権継続へ](#)」をご参照下さい）。

ただし、先月末に発表された2018-19年度の経済成長率は前年比+6.8%と5年ぶりに7%を下回る伸びに留まったほか、1-3月に限れば実質GDP成長率が前年同期比+5.8%と4年強ぶりに6%を下回るなど景気減速が鮮明になっていることが確認された（詳細は3日付レポート「[インド・モディ政権は船出早々「荒波」に直面](#)」をご参照下さい）。モディ政権は先月末に新たな閣僚人事を発表して2期目をスタートさせており、金融市場においては改選前から与党BJP及び与党連合（NDA：国民民主連合）が議席を積み増したことを受けて『モディノミクス』が巻き直されるとの期待が高まり、主要株価指数（ムンバイSENSEX）は最高値圏で推移しているほか、通貨ルピー相場も底堅く推移している。モディ政権は任期に当たる向こう5年で経済成長の再加速を実現することを目指しており、当面は選挙公約で示された巨額のインフラ投資の実現などを通じて景気のでこ入れを図るとの見方が強まっている。他方、昨年末にモディ政権及び与党BJPとの意見対

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

立を理由にパテル前総裁が突如辞任した準備銀行（中銀）では、後任総裁にモディ政権との距離が近いダス元財務次官が就任したほか（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）、年明け以降はダス新体制の下で金融緩和に動くなど、金融政策も景気支援にシフトさせた（詳細は4月5日付レポート「[インド準備銀、景気支援へ追加緩和に足を踏み出す](#)」をご参照下さい）。なお、昨年のおよむ『トルコ・ショック』に伴う国際金融市場の動揺を受けて通貨ルピー相場は昨秋に一時最安値を更新したものの、年明け以降は落ち着きを取り戻している上、足下のインフレ率は準備銀が定めるインフレ目標の下限近傍で推移しており、金融市場においては準備銀がさらなる金融緩和を通じて景気支援の姿勢を強めるとの見方が強まっていた。こうしたなか、同行は5～6日の日程で開催した定例の金融政策委員会において、政策金利であるレポ金利を25bp引き下げて5.75%にするとともに、政策スタンスも「中立（neutral）」から「緩和的（accommodative）」に引き下げ、さらなる利下げの実施を視野に入れた動きをみせている。同行による利下げ実施は3会合連続となるものの、過去2会合では票が割れたにも拘らず今回は6人の政策委員が『全会一致』となるなど、同行が金融緩和に向けて急激に舵を切っている様子がうかがえる。会合後に公表された声明文では、足下の世界経済について「[幾分改善の動きがみられた後に勢いを失っている](#)」との見方を示したほか、金融市場は「[米中協議やBREXITを巡る不透明感に左右されている](#)」との認識を示した。他方、同国経済は「[家計消費と輸出の鈍化で下押し圧力が掛かっている](#)」ほか、「[農業生産の下振れに加え、製造業やサービス業での生産鈍化も景気の足かせになった](#)」との認識を示し、物価については「[食料品やエネルギー関連の物価上昇の動きをその他の物価下落が相殺している](#)」との見方を示した。その上で、先行きの同国経済について「[2019-20年度の経済成長率は前半：+6.4～6.7%、後半：+7.2～7.5%](#)」と4月の前回会合時点（前半：+6.8～7.1%、後半：+7.3～7.4%）から下方修正し、「[通年の経済成長率も+7.0%](#)」と4月会合時点（+7.2%）から下方修正するも、リスクについては「[バランスしている](#)」との見方を据え置いた。また、インフレ率について「[2019-20年度のインフレ率は前半：+3.0～3.1%、後半：+3.4～3.7%](#)」と4月会合時点（前半：+2.9～3.0%、後半：+3.5～3.8%）から小幅修正するも、大きな方向性に変更はなくリスクは「[幅広くバランスしている](#)」としている。なお、インフレ動向については「[①夏場の野菜価格の上昇が想定より急激で短期的にインフレ昂進要因となること、②内・外需の想定外の弱さに伴いインフレの下振れバイアスが強まること、③国際原油市況のボラタイルな動き、④短期的な家計のインフレ期待が鈍化していること](#)」が鍵を握る一方、「[モンスーン（雨季）の動向、季節要因以外での野菜価格の急騰、国際原油市況の動向、地政学リスク、金融市場の動向、財政シナリオを巡る不確実性がリスク要因になり得る](#)」との認識を示した。その上で、今回の決定について「[景気が4月会合時点に比べて需給ギャップの拡大に伴い著しく弱含んでいることを考慮した](#)」とし、「[家計消費の継続的な鈍化に伴う投資の急減を懸念する](#)」との認識を示す一方、物価について「[過去2回の利下げを考慮しても下振れが続いている](#)」との見方を示すなど、今後も一段と緩和姿勢を強める可能性を示している。なお、会合後の記者会見に臨んだダス総裁は、利下げの効果について「[より早くより広く現われることを期待する](#)」と述べるとともに、先行きの政策運営について「[インフレと景気動向に基づく](#)」との考えを示した。また、不良債権問題が懸念されるノンバンク業界について「[必要に応じて流動性を供給する一方、その活動及び状況について注視し、セクターの健全化に向けて積極果敢な対応を](#)

示す」との考えを示した。これは4月に最高裁判所が下した判断に伴い不良債権の早期処理が困難になっていることに対する懸念を受けたもので、同総裁は会見のなかでその指針について「改良版を3～4日以内に発表したい」との考えを示している。

政府及び準備銀がともに経済成長の加速に向けて政策スタンスを強化する姿勢を示していることは、先行きの景気にプラスに作用することが期待される。ただし、ダス総裁が記者会見で「政府には慎重な財政政策運営を期待する」と述べる一方、「政府歳出にすでに底入れの兆しがみられる」とするなど前のめりの姿勢を示していることを勘案すれば、財政健全化目標が一段と後ろ倒しされるリスクは残る。先行きの金融市場には不透明感がくすぶっており、慢性的な経常赤字と財政赤字の『双子の赤字』を抱える同国にとっては、いつでも資金流出の動きが再燃し得る状況が続くことが予想され、結果的に景気の足を引っ張る可能性に繋がりやすい。当研究所は先月、インドを含むアジア新興国の経済成長率見通しを発表したが（詳細は5月28日付レポート「[アジア（中国・インド・NIES・ASEAN5）経済見通し（2019年5月）](#)」をご参照下さい）、1-3月の結果が想定から下振れしたことを反映して2019-20年度の経済成長率を+7.0%と▲0.1pt 下方修正する。

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。

