

インド中銀、予想を小幅に上回る利下げ実施も、不透明要因山積

～流動性供給だけで銀行セクターの問題解消は期待しにくく、株価は上値の重い展開となる懸念も～

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)

- 年明け以降の国際金融市場は、世界経済の減速懸念の一方、米FRBの姿勢転換などを追い風に活況を呈する展開が続いた。インドでは昨年、国際金融市場の動揺に伴い利上げ実施に追い込まれた反動で、年明け以降は一転して利下げを進めてきた。インフレ率の落ち着きも利下げを後押しする一方、足下の国際金融市場は米中摩擦再燃などに伴う動揺で通貨ルーピー相場も急落しており、政策判断への影響が懸念された。
- しかし、中銀は7日の定例会合で35bpと事前予想を小幅に上回る利下げ実施を決定し、追加緩和の可能性も維持した。国内・外の景気への下振れ圧力が懸念されるなか、家計部門のインフレ期待の改善が追加利下げを後押しした。足下の景気の下振れを理由に、今年度の経済成長率見通しは+6.9%に下方修正された。今回の決定では2名の政策委員が25bpの利下げを主張しており、今後も利下げ幅を巡る議論が起こるであろう。
- 会合後の記者会見でダス総裁は、銀行セクターの安定に向け潤沢な流動性供給を図る姿勢を示す一方、改革などへの言及はなされなかった。インド株は総選挙での与党勝利で一時最高値を更新したが、足下では銀行セクター問題が重石になる展開が続いており、先行きもこの問題が足かせとなる状況はくすぶるであろう。

このところの国際金融市場では、昨年来の米中摩擦の激化などによる世界経済の頭打ち懸念がくすぶる一方、年明け以降の米FRB（連邦準備制度理事会）による『ハト派』姿勢への転換などを背景に米国株は一時最高値を更新したほか、先進国を中心とする長期金利の低下を受けて一部のマネーがより高い利回りを求めて新興国に回帰するなど、実体経済と対照的に活況を呈する動きがみられた。こうした状況は、米FRBによる『予防的利下げ』実施の観測が高まったことも相俟って、新興国の間で『利下げドミノ』的な動きを誘発するなど、昨年のいわゆる『トルコ・ショック』をきっかけとした国際金融市場の動揺に伴い利上げ実施に追い込まれた新興国にとって心地良い環境を生んだ。なかでも、昨年の国際金融市場の動揺に際して累計50bpの利上げ実施を実施したインドでは、昨年末に準備銀行（中銀）で利上げ実施を主導したテメル前総裁が突如退任を公表し、後任にモディ政権と距離感が近いダス総裁が就任した結果、年明け以降立て続けに累計75bpの利下げ実施に踏み切るなど一転して緩和姿勢に舵が切られた。こうした背景には、今年4月に実施された議会下院（ローク・サバー）総選挙を前に利下げを通じた景気刺激を図りたいとのモディ政権の思惑が影響したとかがえるな

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

か、総選挙ではモディ首相率いる最大与党・インド人民党（BJP）は事前予想を覆す地滑り的な大勝利を収めることに成功した。さらに、6月の定例会合では利下げ実施に加え、政策スタンスを「緩和的（accommodative）」に引き下げて追加利下げ実施への環境整備を図り（詳細は6月6日付レポート「[インド準備銀、緩和姿勢を前面に出す景気支援へ](#)」をご参照下さい）、政府は先月発表した今年度（2019-20年度）本予算において様々な歳出拡大を通じて景気底入れを目指すなど（詳細は7月8日付レポート「[インド、本予算は「モディノミクス2.0」へのギアアップに繋がるか](#)」をご参照下さい）、財政・金融政策の両面で景気を重視する姿勢を鮮明に打ち出した。以前のインドは経常赤字と財政赤字の『双子の赤字』を抱える上、慢性的なインフレに直面するなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱さが懸念されたが、足下では『双子の赤字』の問題は残るものの、インフレ率は中銀の定める目標域で推移するなど改善の兆しはみられる。こうした状況も中銀による度重なる利下げ実施を後押ししたとみられる

が、先月末のFOMC（連邦公開市場委員会）で米FRBは10年7ヶ月ぶりの利下げ実施及びバランスシートの縮小終了を決定するもパウエル議長は『ハト派』姿勢を弱めた。その後もトランプ米大統領が対中貿易制裁『第4弾目』の発動を示唆する一方、中国政府も米国産農作物の輸入停止の報復措置に動いたほか、事実上の人民元安容認の動きに対して米国政府が25年ぶりに中国を「為替操作国」に認定する発表を行うなど米中摩擦の再燃が意識される動きが続き、足下の国際金融市場は一転して動揺に直面している。結果、年明け以降は金融市場環境の改善も相俟って堅調な動きをみせてきた通貨ルピー相場に対する下落圧力が強まり、急速なルピー安の進展は輸入物価を通じてインフレ動向に影響を与え得るため、事前予想においては追加的な利下げ実施が『規定路線』とみられた中銀の政策運営の行方に影響が出るか否かに注目が集まった。

その背景には、中銀のダス総裁が先月に米通信社のインタビューに応じた際、「これまで75bpの利下げとスタンス変更を行い、スタンス変更が事実上25bpの利下げに匹敵する効果があることを勘案すれば、100bp相当の利下げを実施したことになる」としたほか、先行きの運営に関連して「物価と景気動向次第だが、特に物価動向を注視する必要がある」と述べるなど、比較的慎重な姿勢を示したことがある（詳細は7月23日付レポート「[インド中銀・ダス総裁、景気底打ちを楽観も政策対応は困難続き](#)」をご参照下さい）。他方、事前にはこれまで同様に25bpの利下げ実施が予想されていたものの、中銀は7日に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35bp引き下げて5.40%としたほか、政策スタンスも引き続き「緩和的」に据え置くなどさらなる利下げ実施を視野に入れる姿勢を維持している。なお、利下げ幅の変更を巡っては、今年4月の世界銀行及びIMF（国際通貨基金）の春季会合にダス総裁が出席した際、講演において「25bpという金利の調整幅は単なる慣習に過ぎない」と述べた上で、政策金利の調整幅の変更を示唆する考えを示していた（詳細は4月15日付レポート「[インド準備銀、ダス総裁は景気回復に注力の姿勢を強める](#)」をご参照下さい）。その後開催された6月

図2 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

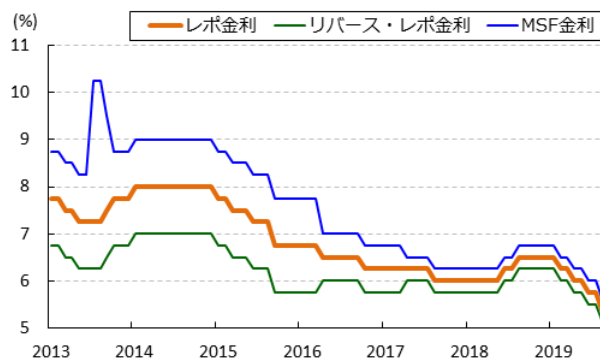
その背景には、中銀のダス総裁が先月に米通信社のインタビューに応じた際、「これまで75bpの利下げとスタンス変更を行い、スタンス変更が事実上25bpの利下げに匹敵する効果があることを勘案すれば、100bp相当の利下げを実施したことになる」としたほか、先行きの運営に関連して「物価と景気動向次第だが、特に物価動向を注視する必要がある」と述べるなど、比較的慎重な姿勢を示したことがある（詳細は7月23日付レポート「[インド中銀・ダス総裁、景気底打ちを楽観も政策対応は困難続き](#)」をご参照下さい）。他方、事前にはこれまで同様に25bpの利下げ実施が予想されていたものの、中銀は7日に開催した定例の金融政策委員会において、政策金利であるレポ金利を35bp引き下げて5.40%としたほか、政策スタンスも引き続き「緩和的」に据え置くなどさらなる利下げ実施を視野に入れる姿勢を維持している。なお、利下げ幅の変更を巡っては、今年4月の世界銀行及びIMF（国際通貨基金）の春季会合にダス総裁が出席した際、講演において「25bpという金利の調整幅は単なる慣習に過ぎない」と述べた上で、政策金利の調整幅の変更を示唆する考えを示していた（詳細は4月15日付レポート「[インド準備銀、ダス総裁は景気回復に注力の姿勢を強める](#)」をご参照下さい）。その後開催された6月

の定例会合では利下げ幅を 25bp で据え置いたものの、足下のインフレ率が引き続き落ち着いた推移をみせる一方、国内外経済を取り巻く不透明感が高まるなかで一段の緩和姿勢を示す必要に迫られたと判断した模様である。会合後に公表された声明文では、足下の世界経済は「6月会合以降、貿易摩擦や地政学リスクの高まりを反映して下振れした」との見方を示し、原油相場は「需要鈍化や供給抑制に伴い5月半ば以降急落した」ものの、金融市場は「主要国中銀による政策対応や地

政学的な緊張に左右される展開が続く」との認識を示した。同国経済は「モンスーン（雨季）の到来の遅れに伴う雨量低化でカリフ期の作付量は低下」し、鉱工業生産などハードデータは「下振れ」し、PMI（購買担当者景況感）などソフトデータは「まちまち」である一方、物価は「足下のインフレ期待は変化していないが、1年先の見通しは緩やかに鈍化している」との認識を示しており、景気下支えの観点から事前予想を上回る利下げに舵を切ったとみられる。なお、先行きのインフレ見通しについて「①生鮮品を中心とする食料品価格の上振れ懸念、②原油相場を巡る不透明さ、③コアインフレ率の低下期待、④家計部門のインフレ期待の低下」が影響し、「7-9月は+3.1%、今年度後半は+3.5~3.7%、来年4-6月は+3.6%」になるとの見通しを示した上で「リスクは均衡する」との見方を示した。一方、景気見通しについて「内・外需の鈍化や各種経済主体の期待低下が懸念される」一方で「利下げ効果が期待される」とし、今年度の成長率を「+6.9%（前半は+5.8~6.6%、後半は+7.3~7.5%）」と6月時点（+7.0%）から下方修正した。今回の決定に際しては、「4名の政策委員が35bpの利下げ実施を主張の一方、2名（デュア（Dua）委員（デリー大学教授）、ガート（Ghate）委員（インド統計大学教授））が25bpの利下げを主張」して票決が割れており、今後も利下げ幅を巡って議論が起こる可能性は高いと見込まれる。

他方、会合後に記者会見に臨んだダス総裁は「モンスーンの雨量は追いつきつつある」との認識を示すなど、先行きに期待する姿勢を示した。その上で、今回の利下げ決定について「対応及びスタンスともに先制を狙ったもの」としつつ、利下げ幅について「25bpの利下げは不十分、50bpの利下げは過剰」との認識を示した。さらに、金融緩和を通じて「銀行システム全体に十分な流動性供給を図る」ほか、「金融市場を通じて利下げ効果を充分に行き渡らせる」とし、「数週間から数ヶ月以内に高い効果が現れると期待される」との見方を示した。他方、現金準備率については「現時点で銀行セクターから引き下げの要請はなされていない」と言及した。また、足下の同国景気について「需要や投資の鈍化が経済成長の重石になっている」とし、「『深刻な構造不況』に見舞われている訳ではない」との見方を示した上で「現時点で最も注視しているのは需給ギャップ」との認識を示した。なお、足下の国際金融市場の動揺に伴いルピー相場が下落圧力に直面している点について「ルピー相場の安定に責任を有する」とする一方、「資金フローの動向は数週間程度で改善が見込まれる」と楽観的な見方を示した。財政動向については「4-6月以降歳出が底入れしている」なかで、「国内金融市場での海外向けの国債発行の可能

図3 金融政策の推移



(出所) インド準備銀行、CEIC より第一生命経済研究所作成

性を検討している」と述べるなど、資金調達が多様化にも言及した。その一方、同国金融市場では国有銀行が抱える巨額の不良債権やノンバンクセクターの流動性不足が問題になっているが、「頻繁に商業借入制限に関する監視を行うなどリスク管理を強化している」ほか「大規模ノンバンクの破たん回避に向けた努力を行っている」と述べるなど、この問題が金融市場の足かせとなる可能性はくすぶる。インド株を巡っては、総選挙での与党勝利を受けて一時最高値を更新する動

きもみられたものの、本予算における国有銀行の不良債権処理の『踏み込み不足』を理由に一転して頭打ちしており、足下の国際金融市場の動揺が一段と重石になるなど厳しい状況に直面している。景気の急回復が見通しにくい上、不良債権処理を通じた金融セクター改革の前進も見込みにくいなか、利下げなど金融緩和頼みの状況が続くことは金融市場を取り巻く環境改善が期待しにくい状況が続くであろう。

以上

図4 主要株価指数(SENSEX)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。