

インド中銀、金利は据え置くも景気下支えに向けた取り組みを強化

～インフレ懸念にも拘らず景気下支えの意欲は不変の一方、抜本的な課題解決の道のりは遠い～

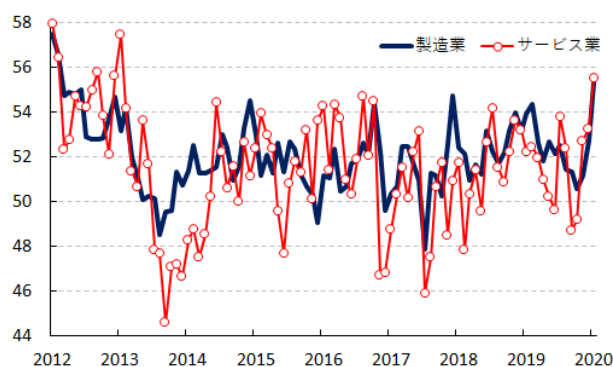
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- このところのインドでは、成長率が一段と鈍化するなど景気減速が意識される展開が続いてきた。しかし、昨年末にかけての国際金融市場の活況等を背景に企業マインドは底打ちしたほか、資金流入を受けて株価は一時最高値を更新した。他方、通貨ルピー相場は力強さを欠いており、経済のファンダメンタルズの脆弱さや足下の景気低迷が重石となるほか、先行きの財政運営に対する不透明感も足かせになっているとみられる。
- 足下のインフレ率は中銀の定める目標を上回るなか、中銀は5～6日に開催した定例会合において2回連続で政策金利を据え置いた。短期的に物価は上振れするも先行きは鈍化するとの見方を示す一方、景気見通しは政府に比べて慎重な姿勢を示した。他方、利下げ以外の手段で景気下支えを図るなど「前のめり感」がうかがえる。銀行セクターの不良債権問題の抜本的解決も見通しにくいなか、当面のインド経済については原動力となってきた家計消費を巡る状況の改善は期待しにくい展開が続く可能性は高いと言えよう。

このところのインド経済を巡っては、昨年7-9月の実質GDP成長率が前年比+4.5%と6年半ぶりの4%台に鈍化するなど、昨年の総選挙での『地滑りの勝利』を背景に2期目に突入したモディ政権は厳しい状況に直面した（詳細は昨年12月2日付レポート「[インド・モディ政権、2期目は早々から「荒波」が続く展開に](#)」をご参照下さい）。しかし、昨年末にかけては米中合意への期待などを背景に調整局面が続いた世界的な製造業の企業マインドが底打ちする動きをみせたことに加え、国際金融市場が活況を呈する動きをみせたことも追い風に、インドにおいても製造業、サービス業問わず幅広い分野で企業マインドが改善しており、景気の底打ちを示唆する動きが確認されている。国際金融市場が活況を呈するなか、世界的な低金利環境の長期化を受けてより高い収益を求めるマネーの動きが活発化している上、企業マインドの改善なども追い風に主要株価指数（ムンバイSENSEX）は先月半ばに最高値を更新するなど、同国金融市場もその波に乗る動きがみられる。その一方、通貨ルピー相場については足下の景気が力強さを欠く展開をみせていることに加え、経常赤字と財政赤字の『双子の赤字』を抱えるなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が比較的脆弱であることも重なり、昨年末以降は一進一退の展開をみせるも株価の動きとは対照的な状況が続いている。なお、ルピー相場が力強さを欠く動きをみせている背景には、今年初めに米調査会社のユーラシア・グループが公表した「世

図1 製造業・サービス業 PMI の推移

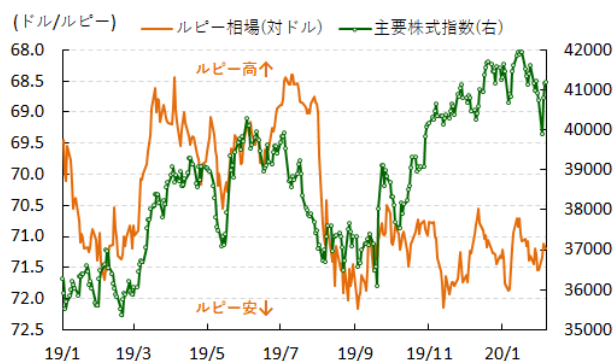


(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

界 10 大リスク」の 2020 年版にインドが数えられるなど、政治や外交のみならず経済を巡る不透明感が意識されやすくなっているほか（詳細は 1 月 7 日付レポート「[「今年のリスク」に挙げられたインド・モディ政権が直面する内憂外患](#)」をご参照下さい）、今月初めに政府が公表した 4 月からの 2020-21 年度（来年度）予算案が全体的に『物足りない』内容に留まったことも少なからず影響しているとみられる（詳細は 3 日付レポート「[インド、2020-21 年度予算はすべてに「物足りない感」が拭えず](#)」をご参照下さい）。特に、来年度予算案は経済成長率の底入れを前提にしているものの、様々な『バラ撒き』による歳出増圧力が強まっている一方、構造改革などは踏み込み不足の感が強く景気加速に繋がるかは不透明であり、景気減速による歳入への下押し圧力が強まれば財政的な負荷が想定を上回る懸念もルピー相場の重石になっている可能性がある。

上述のように景気の減速懸念が意識されるなか、中銀は一昨年末に前総裁が突如辞任して後任総裁に政権に近い元財務次官のダス氏が就任したことで（詳細は一昨年 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）、昨年計 5 回（累計 135bp）もの利下げを実施するなど景気下支えに向けた金融緩和の強化に取り組んできた。しかし、昨年のラビ作（乾季作）に続いてカリフ作（雨季作）の主要穀物の作柄が前年割れとなるなど供給不足が顕在化したことに加え、年明け直後にかけての国際原油市況の底入れに伴うエネルギー価格の上昇圧力、さらに、ルピー安の進展に伴う輸入物価の上振れを受けて、足下のインフレ率は中銀の定めるインフレ目標を上回る水準となるなど、インフレが意識されやすい状況に直面している。こうした事態を受けて、中銀は昨年 12 月の定例会合において 6 会合ぶりに政策金利を据え置いたほか（詳細は昨年 12 月 6 日付レポート「[インド中銀、インフレ昂進を警戒して利下げサイクルを休止](#)」をご参照下さい）、5～6 日の日程で開催した定例の金融政策決定会合（2019-20 年度第 6 回金融政策委員会）においても 2 会合連続で政策金利（レポ金利）を 5.15% に据え置く決定を行った。なお、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「ゆっくりした状況が続いているものの、地域ごとに跛行色が強まっている」との認識を示すとともに、原油相場についても「地政学リスクの高まりを受けて一時的に上振れしたが、足下では落ち着きを取り戻している」ほか、国際金融市場も「米中合意への期待を受けて比較的堅調な推移をみせている」との見方を示した。その上で、同国経済については「雨季（モンスーン）の雨量が平年並みとなったことで農業生産の底入れが期待されるほか、鉱工業生産にも底打ち感が出ている上、企業マイ

図 2 ルピー相場(対ドル)と主要株式指数の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

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

な。なお、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「ゆっくりした状況が続いているものの、地域ごとに跛行色が強まっている」との認識を示すとともに、原油相場についても「地政学リスクの高まりを受けて一時的に上振れしたが、足下では落ち着きを取り戻している」ほか、国際金融市場も「米中合意への期待を受けて比較的堅調な推移をみせている」との見方を示した。その上で、同国経済については「雨季（モンスーン）の雨量が平年並みとなったことで農業生産の底入れが期待されるほか、鉱工業生産にも底打ち感が出ている上、企業マイ

ンドも改善している」一方、物価は「食料品とエネルギーを中心に上昇圧力が強まっている」ものの、「家計部門のインフレ期待に頭打ちの動きがみられる」とした。また、金融市場環境についても「流動性は依然余剰状態にある上、金融伝達も十分に大きい」と判断するなど、昨年金融緩和実施の効果を評価する姿勢を示した。その上で、先行きの物価については「①生鮮食料品価格の動向、②国際原油相場の動向、③サービス部門での投入価格上振れの影響、④国内金融市場の脆弱さ、⑤先行きのベース効果発現の影響、⑥関税引き上げの影響」などを勘案し、「今年1-3月は+6.5%、来年度前半+5.0~5.4%、10-12月は+3.2%と徐々に鈍化する」と昨年12月時点（来年度前半+4.7~5.1%）から上方修正しつつ「リスクは幅広くバランスしている」との見方を示した。一方、景気動向についても「①ラビ期の作物改善期待を受けた農村部の家計消費動向、②世界貿易を巡る状況、③金融伝達メカニズムによる影響、④所得税減税の影響」などを勘案し、「来年度の経済成長率は+6.0%（年度前半は+5.5~6.0%、10-12月は+6.2%）」との見通しを示した。景気見通しについては先月末に政府が公表した「経済白書（2019-20年度）」で示された見通しの下限であるなど、現時点において中銀は比較的慎重な見方を維持していると捉えられる。他方、足下の景気が依然として力強さを欠く展開をみせていることを受けて、金融市場における流動性管理、金融伝達メカニズムの改善を目的とする長期レポ（LTROs）の実施、自動車及び住宅ローンや中小企業向け貸付拡大に向けたインセンティブ付与に加え、銀行セクターに対する管理監督方法の変更を行うほか、金融市場メカニズムの深化に向けた取り組みを強化する姿勢を示した。先行きの政策運営を巡っては、会合後の記者会見でダス総裁が「対応余地は充分にあり、昨年同様に積極的に実施する」との考えを示すなど状況に応じて対応する考えを示したほか、上述の管理監督方法の変更などはその一端と捉えられる。ただし、上述のように来年度予算では財政健全化に向けた取り組みの後退も懸念されるなか、中銀が過度に緩和姿勢を強めれば金融市場からの評価に悪影響を与えるほか、結果的にルピー相場の動揺が物価などに影響する可能性もくすぶる。銀行セクターの不良債権問題を巡っても、来年度予算では今年度並みの公的資金注入に留まるなど根本的な解決にはほど遠いなか、インド経済、なかでも近年の経済成長のけん引役となってきた家計消費を取り巻く環境の劇的改善は期待しにくい状況が続くであろう。

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。

