

## インド中銀、インフレ警戒で金利を据え置くも、銀行セクター支援策を公表

～不良債権拡大懸念もその元凶は新型肺炎、逸早い事態收拾と抜本対応が望まれる～

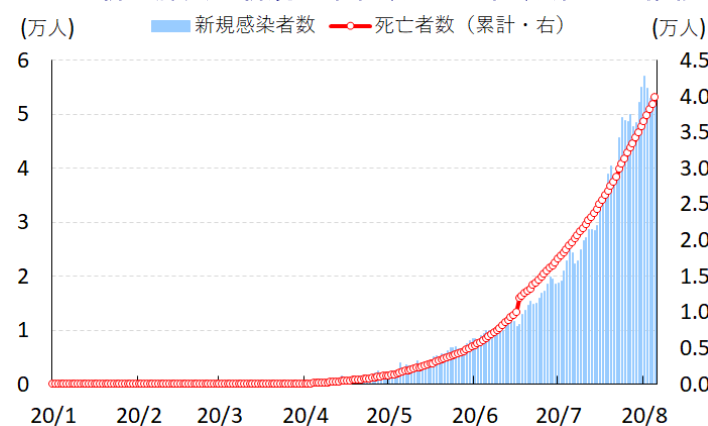
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL:03-5221-4522)

### (要旨)

- 足下のインドは新型コロナウイルスの感染拡大の中心地のひとつとなっている。3月末に感染拡大を理由に外出禁止令の発動に踏み切ったが、唐突な発動により反って感染が広がった。その後の景気減速を受けて制限緩和に動いたが、足下では感染拡大が都市から地方に広がっている。制限緩和に伴い企業マインドは底打ちするも本調子にはほど遠く、先行きについてもしばらくは新型肺炎の動向が左右すると予想される。
- 政府及び中銀は新型コロナウイルスの感染拡大を受けて疲弊した経済立て直しに向けて財政・金融の両面で対策を打ち出してきたが、足下ではインフレ圧力が懸念されるなか、中銀は6日の定例会合で政策金利を据え置いた。ただし、足下の異例の金融緩和の長期化を示唆するなど、当面政策変更動く可能性は低い。
- また、中銀は追加対策として住宅及び農村関連への流動性供給拡充に加え、不良債権拡大に対応して銀行セクターに法人向け融資の再編を認めるなどの取り組みを発表した。これらの取り組みはボトルネック解消に役立つが、抜本的な不良債権処理に向けて逸早い新型肺炎の事態收拾が望まれる状況は変わらない。

このところのインドは、新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）の感染拡大の中心地のひとつとなっており、足下で累計の感染者数は200万人弱に達するなど、米国、ブラジルに次ぐ水準となっているほか、死者数は徐々に拡大ペースを強めて4万人弱に迫るなど事態收拾の道筋がみえない状況にある。なお、当初はインド政府が公表する感染者数の動向は緩やかに推移しており、感染の『封じ込め』に成功したかにみられたものの、3月後半以降は一転して急拡大したため、政府は突如3月末から全土を対象とする事実上の外出禁止令の発動に踏み切った。しかし、ここ数年の景気減速を受けた雇用環境の悪化に加え、唐突な外出禁止令の発動を受けて地方に向けた人口移動が加速したため、新型肺炎感染のクラスターが都市部から地方に拡散する事態を招いた。さらに、事実上の外出禁止令の発動にも拘らず、その後も宗教行事や大都市周辺のスラム街などがクラスター化することで感染拡大が広がり、政府は外出禁止令の強化及び延長に動く事態に追い込まれた。他方、外出禁止令の長期化に伴い企業マインドが急激に悪化するなど景気の急減速が意識されるようになり、政府は4月末以降に感染リスクが低い地域を対象に制限緩和に動き、6月以降は全土を対象とする外出禁止

図1 新型肺炎の新規感染者数と死亡者数(累計)の推移



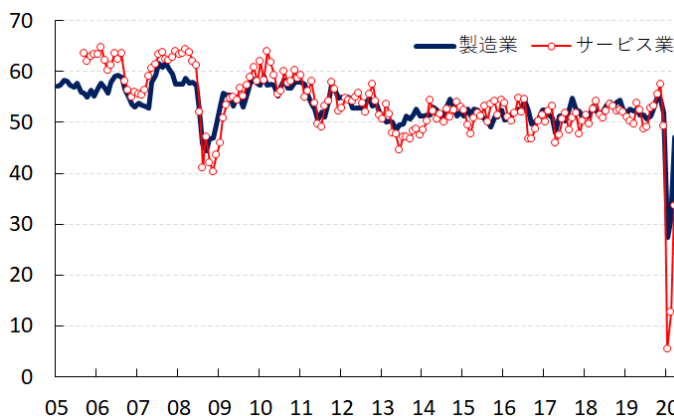
(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

令も解除した。その後は、連邦レベルでは感染者が多数発生している『封じ込め地区』を対象に外出制限を強化する一方、夜間の外出禁止措置は時間が短縮されたほか、幅広い経済活動の再開がなされたものの、州レベルでは州をまたぐ移動が制限されるなどちぐはぐな対応もみられた。ただし、ヒトの移動制限が緩和されたことで、都市部に留まっていた出稼ぎ労働者などが一斉に地方に帰省する動きが広がり、それに伴い地方部での感染拡大の動きが一段と広がり、州レベルでは独自に封鎖措置を導入する事態に追い込まれる動きもみられた。政府発表に基づけば

感染者の7割以上が回復しているものの、足下では検査強化の動きも相俟って新規感染者数は拡大傾向を強めており、感染者数も60万人に迫る水準に急拡大するなど医療インフラが脆弱な地方部を中心に医療崩壊に陥るリスクが高まっている。他方、足下では経済活動の再開に加え、中国や欧米の主要国において経済活動の正常化に向けた動きが前進していることを反映して、幅広い分野で企業マインドは底入れしているものの、製造業もサービス業もともに好不況の分かれ目となる水準を下回っている。さらに、近年のインドでは家計消費を中心とする内需が経済成長のけん引役となってきたが、その動向に連動しやすいサービス業については依然として世界金融危機直後を下回る水準で推移している。こうした状況を勘案すれば、足下のインド経済は外出禁止令に伴う景気減速の『最悪期』を過ぎているものの、その後の回復力は力強さを欠いている上、新型肺炎がその重石になっていると捉えることが出来る。

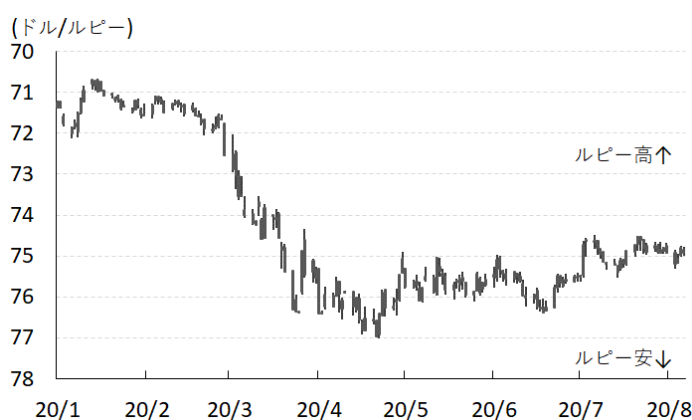
なお、モディ政権は景気下支えに向けて財政出動に動く一方、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による国際金融市場の動揺が同国金融市場に悪影響を与える事態を回避すべく、中銀は政府の外出禁止令発動に歩を併せる形で緊急利下げ実施のほか、企業部門の資金繰り支援を図るべく金融市場への流動性供給の拡大に動いた。その後も、銀行部門が抱える余剰資金の金融市場への掃き出しに伴う融資促進を目的に、短期金利の下限であるリバース・レポ金利のみの引き下げのほか、金融機関による投資適格債やコマーシャル・ペーパー（CP）購入を条件に長期のレポオペなどを通じて、金融市場に最大5000億ルピー相当の資金供給を実施した。さらに、最大で5000億ルピー相当の特別流動性ファシリティ創設によって資金繰りに対する懸念が高まっている投資信託の救済を図るなど、ここ数年のインド金融市場の最大のボトルネックとなっ

図2 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3 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

てきた資金繰り問題の解消を重点課題に置く対応が採られてきた。結果、一連の政府及び中銀による下支え策の規模はGDP比1割に達するが、外出禁止令による景気減速の顕在化を受けて、中銀は5月末に6月初めに予定された政策決定会合を前倒して開催して緊急利下げを実施して政策金利を過去最低水準となる4.00%とし、企業部門に対する借入金返済及び利払いのモラトリアム（返済猶予）期間の延長を決定するなど一段の金融緩和に動いた（詳細は5月26

図4 インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

日付レポート「[インド、感染爆発の中で政府・空銀は景気下支え強化も、行方は不透明](#)」をご参照下さい。一方、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）をきっかけに大きく動揺した国際金融市場は、その後の全世界的な金融緩和を背景とする『カネ余り』も追い風に鎮静化しており、その後の通貨ルーピー相場は底堅い動きをみせるも、新型コロナウイルスを巡る不透明感が相場の重石となる展開が続いている。さらに、新型コロナウイルスの感染拡大を受けたデータ不足に伴い公表が遅れたものの、物価指標は外出禁止令に伴う物流の滞留などによる食料品価格の上振れなどを受けてインフレ目標を上回る水準で推移するなど、インフレが懸念される事態となっている。また、6月末に予定された「金融安定化報告」の公表は先月にずれ込み、銀行セクターの不良債権比率の上昇する可能性が示されたほか、新型コロナウイルスを巡る不透明感を勘案すれば一段と厳しい事態となることも懸念される。こうしたなか、中銀は6日に開催した定例会合において政策金利を4.00%に据え置く決定を行い、2月以降の利下げ局面は小休止を迎えた。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「依然として脆弱な状況が続いており、一部の地域では深刻な後退が続いている」との見方を示す一方、国際金融市場については「春先のボラティリティの高まりと急激な調整から反発が進んでいる」とした。一方、同国経済は「6月以降の経済活動の再開を受けて回復し始めているが、新型コロナウイルスの急増を受けた閉鎖再開が重石になっている」とし、先行きの景気については「5月会合時点の見通しに沿った動きになり、今年度の経済成長率はマイナスになると見込まれる」との見通しを示した。その上で、「物価安定が最大の使命と認識するなか、①東部での洪水に伴う食料品価格の急騰と現在進行中の外出禁止令に伴う混乱、②石油製品税や通信量の値上げ、鉄鋼価格の上方修正などに伴う原材料価格の上昇や金価格の上昇、などが物価の上振れ要因になり得る」との認識を示し、今回の金利据え置きを決定した模様である。その一方、先行きの政策運営については「経済成長の再開に向けて必要な限り長期に亘り現行のスタンスを維持する」としており、異例の緩和措置の長期化を示唆している。

なお、会合後に公表されたダス（Das）総裁の声明では、追加対策として1000億ルーピー規模の**追加特別流動性ファシリティ（ASLF）**（うち500億ルーピーは国立住宅銀行（NHB）経由で住宅セクター向け、500億ルーピーは国立農業農村開発銀行（NABARD）経由でノンバンク及びマイクロファイナンスセクター向け）の創設を発表した。それ以外にも、新型コロナウイルスのパンデミックに伴う銀

行セクターへの悪影響を緩和すべく、新開発銀行（BRICS開発銀行）のカマト（Kamath）元総裁を座長とする諮問委員会を設置し、現行の不良債権処理の枠組に基づく**債務再編処理**として、銀行が法人向け融資債権を債権放棄せずに再編させる昨年6月に公表された枠組（不良債権の再編に関する健全性枠組）に基づく処理を進める方針を明らかにした。過去の支援策ではモラトリアム（返済猶予）が中心であったが、今回の対応により不良債権処理に向けた動きが進む可能性はある。さらに、**中小企業向け債務再編の推進、金及び宝飾品の担保比率の上限引き上げ、投資対象による銀行セクターの資本組み入れ比率の変更、優先分野向け融資に関するガイドライン見直し**、などを通じて銀行セクターが直面するボトルネックの解消に努める方針を明らかにした。主要格付機関のなかには、新型コロナウイルスの動向によってインド向けの信用格付を「投資適格級」から引き下げる可能性を示唆する動きもみられるなか（詳細は6月11日付レポート「[インド「投資適格級」を維持出来るか否かは新型肺炎の動向次第](#)」をご参照下さい）、当面は感染収束の目途が立てられるか否かに加え、銀行セクターの不良債権問題をきっかけとする流動性懸念に中銀が適切に対応出来るか否かが重要なカギを握る。中銀の今回の決定は不良債権処理の観点から評価出来る一方、あくまで臨時的な対応に過ぎないため、本格処理に向けた公的資金注入など抜本対応が求められる状況は変わっておらず、そのためにも早期に事態收拾を図ることが求められる。

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。

