

インド準備銀、当面は追加引き締め回避の見方

～インフレ率低下に加えて、総選挙の結果を見定めたいとの思惑も～

発表日：2014年4月2日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

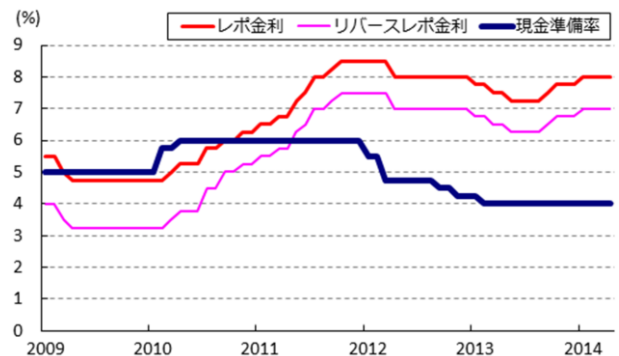
(要旨)

- 景気の底が見えない状況が続くインドだが、インフレ率の急低下は金融政策に「余裕」を与えている。1日、インド準備銀は定例の金融政策決定会合で2会合ぶりにすべての金利を据え置く決定を行った。先行きはインフレの減速シナリオを前提に金融政策を決定するとしており、当面は現行水準での据え置きを示唆した。今回の決定には、次期政権による財政政策運営の方針を見定めたいとの思惑もうかがえる。
- 準備銀は同日『マクロ経済と金融報告書』を発表し、足下のインフレ率の低下や対外収支の改善についてマクロ安定化政策が一定の効果を挙げていると評価した。一方で先行きはさらなる構造改革が不可欠であり、金融政策のみならず次期政権による政策の重要性を強調している。また、景気及び物価を見定める上でモンスーンの気候が決定要因になるとしており、上下双方に振れる可能性を示唆している。
- 先行きのインド経済を巡っては、7日から始まる総選挙の行方が大きな鍵を握る。世論調査では政権交代との見方が有力だが、結果は依然不透明な上、有力政党が単独過半数を取ることはないとの見方も強く、連立協議の行方などに注意が必要だ。どのような政権の形であれ、構造改革推進には『決められない政治』からの脱却が不可欠であり、今後のインド経済の行方にも大きな影響を与えることは間違いない。

《インフレ率の低下で金融政策に「余裕」が出るなか、準備銀は物価動向と総選挙の行方を注視する姿勢を示す》

- 足下では景気の底がみえない一方、モンスーン（雨季）後の食料品価格の下落などの影響でインフレ率は急減速するなど、経済指標の見極めが難しい展開が続いているインドだが、インフレ率の低下は金融政策の判断に「余裕」を与えている。インド準備銀は1日に定例の金融政策決定会合（金融政策報告）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それぞれ8.00%と7.00%に、現金準備率を4.00%に据え置く決定を行った。同行がすべての金利を据え置くのは、昨年12月の定例会

図1 金融政策の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

合以来2会合ぶりであり、インフレ率が落ち着いていることに加えて、今月7日から投票が始まる総選挙後に誕生する次期政権の経済政策の方向性を見極めたいとの思惑が影響したと考えられる。準備銀は重視する物価指標を卸売物価（WPI）から消費者物価（CPI）に変更する姿勢をみせており、今回の声明文ではCPIの動向をより注視していることが明らかになった。足下では生鮮食料品を中心とする食料品価格の下落に伴いCPI上昇率は2月に前年同月比+8.10%となり、準備銀のインフレ見通しの想定を上回るスピードで減速している。ただし、先行きは端境期に入ること生鮮食料品の価格上昇が見込まれるほか、足下のコア物価は比較的高止まりしており、今年もエルニーニョへの懸念からインフレ見通しの前提であるモンスーンの雨量に対する警戒を示している。また、総選挙後の経済政策についても、農産物に対する最低支持価格制度のほか、燃料や肥料、電力などへの補助金政策など物価に影響を与える政策の方向性は不透明である。他方、今後は昨年

半ば以降の物価上昇への反動が期待されるため、年内のCPI上昇率は比較的下方バイアスが掛かりやすいとの見方を示した。当面の金融政策についても、2015年1月時点で8%、2016年1月時点で6%となるCPI上昇率の見通しをベースに決定するため、この見通しに立てば「近々追加的な金融引き締めを行うとは想定していない」との見方を示している。一方、同行は物価見通しと併せて経済成長率の見通しを示しており、2013-14年度は5%をわずかに下回るものの、2014-15年度にかけて5~6%に加速するとみており、その中央値を5.5%としている。ただし、「先行指数からは製造業やサービス業の生産拡大に繋がる動きは確認されていないものの、適時のモンスーン到来による農業生産の拡大を前提としている」とした。なお、「供給面でのボトルネックを取り除く投資などが進み、世界経済の回復に伴い輸出が予想外に力強く推移すれば成長率は上振れする一方、下振れリスクもある」としており、下振れを意識した内容になっている。

- なお、同行は同日に『マクロ経済と金融報告書（改訂版）』を発表しており、今年1月末発表の報告書をベースに内外経済及び金融市場の動向に関する見通しを改定した。海外経済については米国をはじめとする先進国中心の回復が期待される一方、米国による量的金融緩和第3弾（QE3）の縮小の影響、欧州によるデフレーション懸念、新興国におけるインフレ懸念が下振れ要因に繋がる可能性を指摘した。新興国経済では昨年来の為替安で輸出競争力が向上し、先進国の景気回復が外需の改善

を促したが、先進国の金融政策の正常化プロセスが予想外に早く進むことや、新興国内での地政学リスクなどによる見通し引き下げの動きは下振れリスクになるとしている。他方、インド経済については長年の懸念であったインフレ圧力が後退し、経常赤字と財政赤字のいわゆる「双子の赤字」も縮小するなどマクロ安定化政策は一定の成果を挙げているが、経済成長を促すには構造問題の解消など根本的解決が不可欠としている。インフレが長期化した背景には、金融引き締めサイクルが始まって以降も供給要因による物価上昇が続き、世界金融危機後に打ち出した歳出拡大策の長期化により構造的にインフレ期待が高まったことも影響したとした。その後、準備銀は金融引き締め姿勢を強めたものの、年明け以降の追加利上げは食料品価格上昇による影響を極小化するための措置であり、足下ではその影響が後退してインフレ率は低下しているが、コア物価は依然高止まりしていることは今後の金融政策の課題とした。なお、先行きの金融政策の方向性としては、既に予想以上のペースでインフレ後退プロセスを歩んでいる一方、成長率の鈍化が進んでいること及び負の需給ギャップの長期化で潜在成長率が顕著に低下していることへの理解と対応が不可欠との認識を示した。

- 足下の景気については、構造問題が潜在成長率の足かせとなることで、成長率は低水準に留まるとの見方を示しており、農業部門についてはモンスーンの降雨を前提に回復が進んだが、製造業部門の生産は低迷しており、設備稼働率も低調な推移が続いているとした。他方、サービス部門の先行指標に上向きの動きがみられるなか、これに伴って雇用環境は徐々に改善しており、ルピー安による輸出競争力の向上も相俟って外需は旺盛に推移した

図2 インフレ率の推移

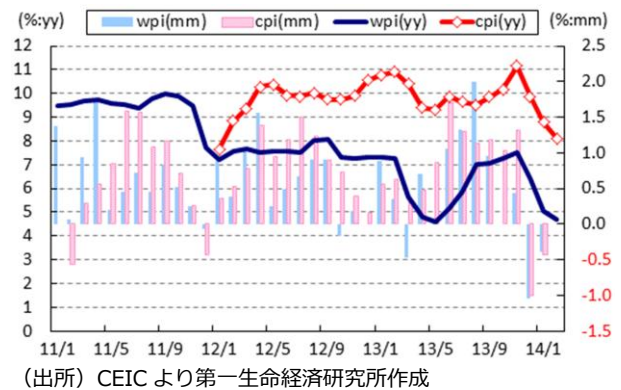
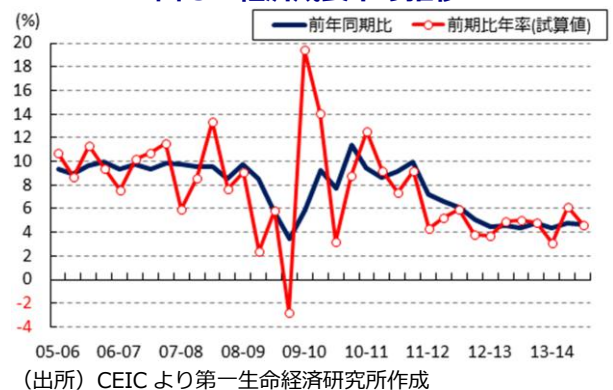


図3 経済成長率の推移



一方、内需は緩慢な推移が続くとした。一部の企業で投資が活発化したほか、インフラ投資拡大しているものの、生産押し上げ効果は緩やかに留まっており、その一因として財政健全化に伴う歳出削減の動きが足かせになった可能性を挙げている。ただし、昨年改定された財政責任予算管理法によれば、今後はGDP比で年0.5p ずつ財政赤字の削減を行っていく必要があることから、さらなる財政健全化が不可欠であることには変わらない。物価についてはインフレの一因になった食料品価格急騰の影響は急速に後退しているが、所得増はサービス物価の高止まりを招いており、燃料価格の高止まりも懸念要因である。足下のインフレ率は急速に低下しているが、先行きには上昇リスクがくすぶっており、引き続き物価動向には警戒が必要と見込まれる。さらに、金輸入規制などによる輸入鈍化を背景に経常赤字は縮小し、資金流入の旺盛さを背景に為替相場も安定化するなど、外的要因によるリスクは低減しているものの、対外収支の構造改善への取り組みは引き続き必要との見方は変えていない。先行きについては、製造業を中心に改善が見込まれるほか、消費者信頼感にも改善の動きがみられ、インフレ率の低下も重なり、2014-15 年度には緩やかな景気回復が続くと見込まれる。ただし、前提となる気象条件を勘案すれば「これが景気の下振れリスクに繋がる可能性がある一方、物価には上振れ要因になると想定される」とした。

- 先行きのインド経済を巡っては、今月7日から始まる下院総選挙の行方が大きな鍵を握ることは間違いない。有権者数が8億人を上回る同国においては、総選挙も地域ごとに実施されることから、その期間は1ヶ月以上に及ぶ。現地報道による事前の世論調査などによると、現状では政権与党である国民会議派を中心とする与党連合・統一進歩同盟（UPA）の劣勢が伝えられ、最大野党インド人民党（BJP）を中心とする国民民主同盟（NDA）が勝利するとの見方が強い。なお、2009年の前回総選挙では選挙期間の長さなども影響して、直前に行われた世論調査の結果と総選挙の結果が大きく異なる現象がみられたため、今回についても世論調査の結果が総選挙後の政権の形になるとは限らないことに注意が必要だ。現時点における有力な見方としては、UPAもNDAも単独連合では議会の過半数を抑えることは出来ず、地方政党などとの連立を形成せざるを得なくなるとの観測が強い。現政権を巡っては、前回総選挙での勢いを背景に構造改革にまい進するとの見方が強まったものの、急進的な動きは連合内の分裂の動きなどに繋がり、最終的に構造改革のスピードは金融市場の期待に沿わないものになった経緯がある。このように考えると、金融市場においてはBJPの首班候補であるナレンドラ・モディ氏（現グジャラート州首相）を中心に急進的な構造改革を期待する向きがあるが、こうした期待に沿った動きに繋がるかは不透明と言えよう。なお、金融政策決定会合後の記者会見において、準備銀のラジャン総裁は「金融市場は明確に安定政権を望んでいるだろう」と述べており、構造改革などの諸問題を抱える現状を打破するためには、現状の『決められない政治』から変わる必要性は高いと判断出来る。その意味では、今回の総選挙後に形成される次期政権はインド経済の先行きを巡る鍵を握ると言えよう。

以上