

通貨ニュース(2014 年 12 月 3 日)

インドルピー: インド中銀は 2015 年初旬に利下げへ

インド中銀は市場予想通り金融政策の現状維持を決定

インド中銀(RBI)は 2 日に開催された金融政策決定会合にて大方の予想通り現状維持を決定。政策金利であるレポレートに 8.00%に、現金準備率、貸出ファシリティ金利をそれぞれ 4.00%、9.00%に据え置いた。ブルームバーグ調査ではエコノミスト 48 人中 44 人が現状維持を予想していた。

国際為替部

マーケット・エコノミスト

深谷 公勝

03-3242-7065

masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

声明文は経済見通しに関してこれまでのニュートラルな姿勢を維持し、2014/2015 年度の成長率目標を 5.5%で据え置いた。また物価見通しについては直近の消費者物価指数(CPI)の急減速を指摘しつつも、一時的な物価押し下げ要因の存在や複数の上振れリスクを挙げるなど、あくまで慎重な見方を維持。現行の政策金利水準のもとで 2016 年 1 月の物価目標 6.0%に対するリスクは上下均衡とした。しかし一方で、足許の物価及び期待インフレ率の低下基調の継続、政府の財政再建の前進を条件に 2015 年初旬に政策スタンスを変更する可能性がある」と明記しており、ハト派の内容と解釈できる。以下、声明文要旨(経済・物価見通し、金融政策に関する部分である)。

～経済見通し～

- ・ 天候不順による生産減少で農業部門は 10～12 月期まで経済の重石となる。
- ・ 7～9 月期の資本財、消費財生産の低迷は弱い国内需要を反映。しかし自動車生産や PMI など最新の指標は改善を示唆している。
- ・ 中国の利下げに見られるように。主要新興国における経済見通しのダウンサイドリスクは増大している。
- ・ 国内インフラ整備の進展による供給制約の緩和が進むことを前提として、2014/2015 年度の成長率見通しを 5.5%に据え置く。

～物価見通し～

- ・ CPI の急減速の一部は前年比効果や季節性といった一時的要因や管理価格引き上げの未実施に起因するもの。
- ・ 聞き取り調査ベースの期待インフレ率も低下基調にある。
- ・ 管理価格の引き上げ、農作物の不作、地政学リスクによる原油価格反発リスクは物価見通しを急激に悪化させ得る。
- ・ 農作物の生産状況に左右されるが、国際商品価格の下落で輸入インフレのリスクは軽減しており、2015 年 3 月時点の CPI 予想を従前の 7.8%から 6.0%に引き下げた。
- ・ その後 1 年間は、通常の天候状態を前提とした場合、2016 年 1 月の目標である 6.0%前後で推移。現行の金融政策のもとで同目標の達成に対するリスクは上下均衡(※前回声明では上方屈折としていた)。

～金融政策～

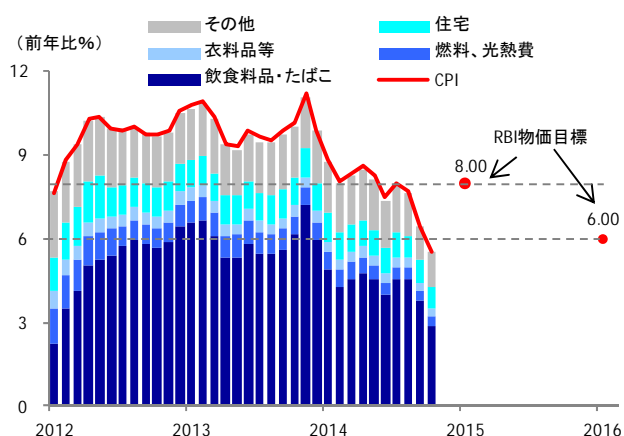
- ・ 国内需要の低迷と急速なデイスインフレは金融緩和を正当化する要因。
- ・ 但し、前年比効果の影響と原油価格下落の波及効果、家計の期待インフレ率の変化に不透明な点が多く、現時点での利下げは時期尚早。
- ・ 足元で市場レート低下の銀行貸出レートへの波及効果は弱まっているが、中銀の政策スタンスのシフトは、その後の更なるアクションを示唆するものであり、利下げの持つシグナル効果は大きい。
- ・ 足許の物価と期待インフレ率の低下傾向が継続し、政府による財政再建の見通しが明るいことを条件に 2015 年初めに金融政策のスタンスを変更する可能性がある。

利下げ実施のタイミングは 2015 年 4 月会合までずれ込む可能性も

CPI が RBI の掲げる 2015 年目標 (8.0%)、2016 年目標 (6.0%) を下回る水準に低下する中、ジャイトリー財務相がラジャン RBI 総裁に利下げを要請するとの観測も出回り、一部では今会合での利下げを予想する向きもあったが、インフレ抑制への強い姿勢と金融政策の透明性・予見可能性を重視してきた RBI はその姿勢を継続し、我々の予想通り政策の現状維持を決めた。しかし、このように市場とのコミュニケーションを重視する同中銀だからこそ、声明文において来年初めの政策転換の可能性を明確に示唆したことは重く、利下げの可能性は極めて高まったと言える。

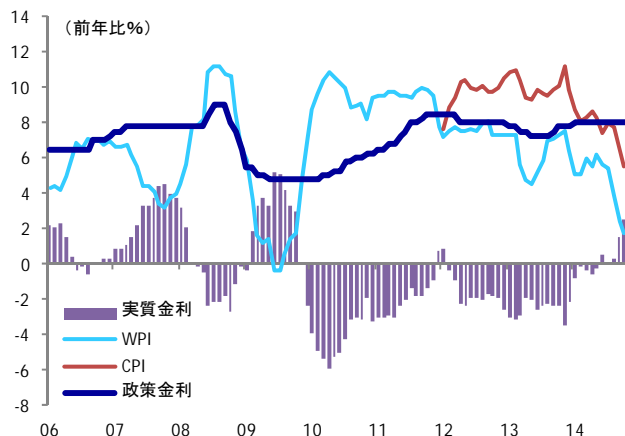
但し、利下げ実施のタイミングについては議論の余地があろう。我々はこれまで 2015 年 2 月会合での 25bp の利下げを予想してきたが、これが 4 月会合まで先送りされる可能性もでてきた。前述の通り、RBI は金融緩和の条件の一つとして政府の財政規律強化を挙げたが、今回のステートメントでは政府の構造改革や財政再建への言及が随所に見られており、政府と中銀が互いの責務を果たし、相互に補完していくことの重要性が強調されている。この点、次回の金融政策決定会合は 2015 年 2 月 3 日であり、2015/2016 年度予算の公表 (2 月末予定) 前である。予算が政府の財政改革への取り組みを判断する上で最も重要な要素であることを考えれば、RBI が予算発表後の 4 月会合まで利下げを待つ可能性もあり得る。これについては今後の RBI や政府高官の発言にヒントを待つ必要があろう。なお、我々は 2015 年中に 2 回、計 50bp の利下げを予想している。

図表 1：インド 消費者物価指数



(資料) インド中銀、CEIC、みずほ銀行

図表 2：インド 政策金利と国内物価



(資料) Bloomberg ※実質金利は政策金利 - WPI (12 年以降は CPI)

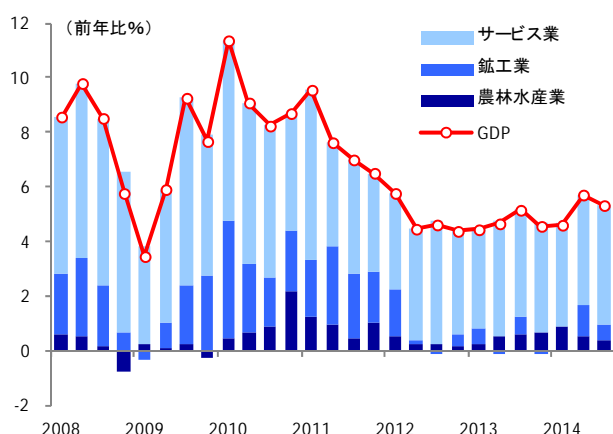
7～9 月期 GDP は前年比+5.3%に減速

RBI 会合に先立つ 11 月 28 日に発表されたインド 7～9 月期 GDP は前年比 +5.3%と、9 四半期ぶりの高成長となった 4～6 月期の同+5.7%から減速した(ブルームバーグ予想中心値は同+5.0%)。成長鈍化の主因は製造業で、4～6 月期の前年比+3.5%(寄与度:0.5 ポイント)から同+0.1%(寄与度:0.0 ポイント)に伸びを弱め、全体を押し下げた。一方でサービス業は各業態とも概ね好調となり、合計では 4～6 月期の前年比+6.8%(寄与度:4.1 ポイント)から同+7.1%(寄与度:4.4 ポイント)に加速した。

一方で需要別では前期の前年比+5.8%から同+6.0%に加速(需要別統計は誤差が大きく信頼性に劣る)。民間設備投資が前年比+0.0%と 4～6 月期の同+7.0%から急減したほか、金輸入の急増を受けて純輸出も 0.8 ポイントのマイナス寄与となったが、誤差脱漏項目のプラス寄与度が大幅に拡大(▲2.9→+2.9 ポイント)し、これを相殺した。その他、個人消費、政府消費は僅かに加速した。

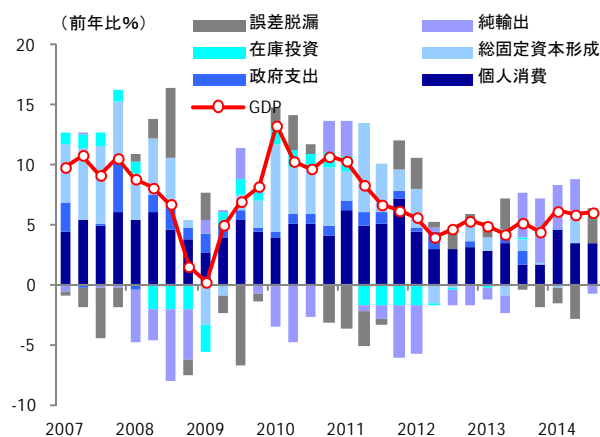
以上のように 7～9 月期 GDP は前期からの減速となったが、4～6 月期の高成長は 5 月の総選挙後の不透明感払拭によりそれまで控えられていた設備投資が急増したことで押し上げられていた面もあり、7～9 月期にはこの急増の反動が出たと考えれば、成長のトレンドが再び下を向いたとの懸念は不要であろう。依然として潜在成長率を下回ってはいるものの、インド経済の緩やかな回復基調は継続していると考えられる。声明文でも取り上げられた鉱工業生産指数や製造業 PMI の大幅な改善はこうした見方をサポートするものである。我々は従来より 2015 年度後半には同国経済が 6%台の成長に復すると見ていたが、原油価格の下落や RBI による利下げ観測はこうした見方の確度を高めるものである。安定した成長見通しは国外からの投資を呼び込み、通貨ルピーにもポジティブに作用する。引き続き、ルピー相場が 2015 年半ばから上昇に転じるとの見通しを維持する。

図表 3：インド GDP（産業別）



(資料)インド中央統計庁、CEIC、みずほ銀行

図表 4：インド GDP（需要別）



(資料)インド中央統計庁、CEIC、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。