

## 通貨ニュース(2015年6月3日)

## インドルピー: RBI は予想通り 25bp の利下げを決定

## RBI は市場予想通り 25bp の利下げを決定

2日に開催された定例の金融政策決定会合にて、インド中銀(RBI)は我々の予想通り政策金利であるレポレートに 25bp 引下げ、7.25%とすることを決めた。このほかリバースレポレートに 25bp 引下げ 6.25%とする一方、現金準備率は 4.00%に据え置いた。直前のブルームバーグ調査によればエコノミスト 41 人中 33 人が 25bp の利下げを予想していた。

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

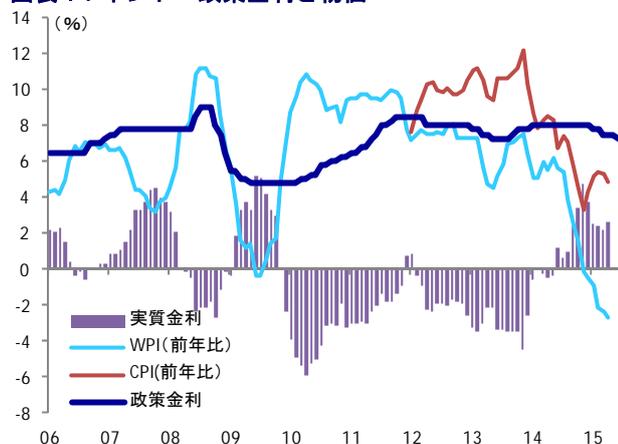
## 利下げの前倒しが適当との判断

RBI は今回の決定に関して、過去の利下げの効果が市中銀行の貸出金利に波及し始めていること、消費者物価指数(CPI)が見通しに沿って低下していること(後述する悪天候の影響が顕現化していないこと)、米国の利上げが遅れる見込みであること等を指摘し、国内景気回復の遅れや投資、信用の低い伸びに照らして利下げ余地があると判断したと説明している。その際、前回会合時と比べて物価の上方リスクが増大していること認め、より保守的な運営では様子見もあり得たとしつつも、利下げの前倒し(front-load)が適切であるとの結論に至ったようだ。

## 物価見通しは上方修正、成長率見通しは下方修正

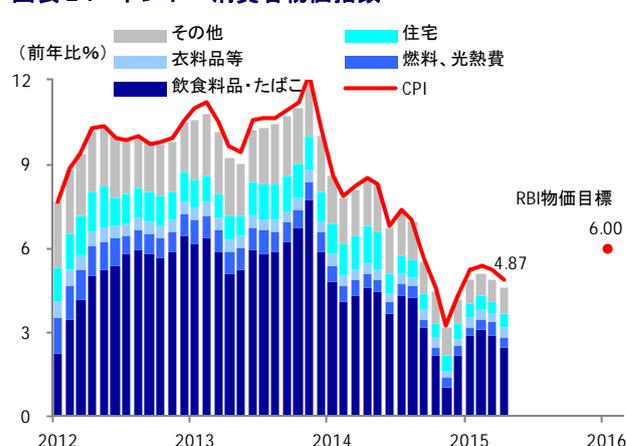
物価の先行きについては2016年1月時点のCPI見通しが、従前の5.8%から同時点における物価目標と同じ6.0%に上方修正された。RBIによれば同国CPI(前年比、以下同じ)はベース効果の影響で今年8月まで低下基調が続いた後、6.0%に向けて再び上昇に転じる見込みだ。但し、今年3月にインド北部を襲った悪天候により穀物生産量が長期平均を5%下回る状況となっており、これが主な物価の上振れリスクとな

図表1: インド 政策金利と物価



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行 ※実質金利は政策金利-CPI (2011年以前はWPI)

図表2: インド 消費者物価指数



(資料)CEIC、みずほ銀行 ※2013年12月以前のデータはリンクファクターを用いて新基準ベースに変換

っている。更に今年はエルニーニョ現象の発生により南西部のモンスーン期雨量が例年を 7%程度下回ると見られており、こちらも食料品価格の高騰をもたらす恐れがある。これらリスクに対して政府が食糧管理の緊急時対策を速やかに発動することが食料インフレ抑制のために不可欠であると指摘している。物価見通しに係るリスクについてはこのほか、原油価格の上昇や、外部環境のボラティリティ上昇(金融市場の混乱など)が挙げられた。

国内景気については弱気な見方を示しており、2015/2016 年の GDP 見通しは 7.8%から 7.6%に引き下げられた。具体的には、地方部における消費の弱さ、企業収益の減少(原油価格の下落によるコスト低下がなければ状況はなお悪化していた)、設備稼働率の低下、輸出の低迷を挙げた。一方、資本財生産に持ち直しの兆しがみられるものの、こうした動きを確固たるものとするためには公共投資案件の加速、民間投資意欲の盛り上がりが必要としている。

### RBI の利下げは一旦打ち止めか

我々はエルニーニョ現象発生による物価見通しの悪化、政府による構造改革の遅れ(土地収用法改正法案と財・サービス税導入法案の決議が夏の国会に持ち越された)を受けたインド金融市場の軟調を踏まえて、今回の会合に対してタカ派サイドのリスクがあると指摘した<sup>1</sup>が、前述の通り、RBI はこれらを認識した上でなお、前倒しの利下げに踏み切った。フォワードルッキングな政策運営との観点から疑問は残るものの、既に利下げを織り込んでいた市場とのコミュニケーションを重視したとみられる(同国の場合、利下げの見送りが通貨に対してネガティブに作用する可能性が高かった)。但し、追加利下げのハードルが高くなっているのは間違いがなさそうだ。ラジャン総裁は会見にて今回の利下げについて「保守的でも積極的でもなく適度な政策(Goldilocks policy)」と評価しており、物価の上振れリスクを考慮すれば、RBI の利下げは一旦打ち止めとみるのが妥当だろう。年内の追加利下げを完全に排除することはできないが、それには少なくともモンスーン期の雨量と農産物生産の動向が確認され、食料インフレの懸念が払しょくされる必要がある。現時点で我々は RBI が年内政策金利を据え置き、次の利下げは早くても来年 1~3 月期になると予想している。

### INR 相場への影響は軽微。焦点は米利上げと夏の国会へ

今回の政策変更は市場にてほぼ織り込み済みであったため、INR 相場に与える短期的な影響は軽微であろう。前述の通り、中銀の信認や独立性の観点からやや疑問は残るが、これが直ちに RBI への失望に繋がる可能性は低い。中長期的にみれば、景気回復期待を受けた資金流入の影響が、実質金利低下の影響を上回り INR にポジティブな影響を及ぼすと考えられるが、目下市場の焦点は米国の利上げとモンスーン国会における重要法案成立の行方に移行しており、当面の INR 相場はこうした要因に振られる展開が続くだろう。法案については特に土地収用法改正法案の成立が不透明な情勢であり、米国の利上げ観測と相俟って夏場にかけてルピー売り圧力が高まる展開には注意したい。

<sup>1</sup> 2015 年 5 月 29 日付「エマージングマーケットウィークリー」をご参照ください。

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。