

2023年10月20日

通貨ニュース

インド：流動性吸収に伴う債券売却プランに関する考察

過去の通貨ニュース(*1)の通り、インド準備銀行(RBI、中央銀行)は10月4～6日に実施された金融政策委員会(MPC)で、政策金利であるレポレート¹を6.50%で据え置くことを決定するとともに、OMO(Open Market Operations)のもとで、保有するインド国債を「入札方式」で売りに出すことを示唆した。これを受け、一時インド10年金利は+10bp以上上昇するなど、一定のサプライズをもたらした。なお、過去を振り返れば、OMOでの債券の売り買いは断続的に行われてきたものの、入札形式で買い入れが行われたのは、筆者がRBI公式サイトで確認する限り、2021年9月まで遡る必要がある。なお、入札を用いての国債売却は、行われたことがない模様だ。本欄では、RBIが今回このような決定を下した背景や、域内の金融市場に対する影響を考察したい。

金融市場部
長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

まず、RBIがこのような発表をした背景としては、ダス・RBI総裁が説明した流動性調節以外にも、①政策金利以外の方法でタカ派姿勢をアピールする目的、②来年に控える総選挙を前に政府支出増大と流動性緩和が予見される中、予め銀行部門から資金を引き揚げる目的、の2点があると考えている。なぜダス総裁のコメントを額面通りに受け取らないのかと言え、足許において流動性が緩和状態にあるわけではないからだ。ブルームバーグの試算によれば、銀行部門の流動性は22年以降超過幅を縮小し、ほぼ均衡状態にある(図表1)。ダス総裁も流動性に関しあくまで「歪みがある」としており、流動性が過剰であるとの判断には至っていないように見受けられる。よって、今このタイミングで入札方式での債券売却を示唆する必要はあまりないように感じる。そもそも、後述の通り、すでにRBIは少額ながら保有債券の売却を始めており、これに加えて入札方式での売却をするのであれば、流動性管理以外の目的を勘ぐらざるを得ない。

かかる中、①に関しては、RBIの金融政策運営において、政策金利以外のツールも用いたいという願望もあるのではないかと考えている。RBIは政策金利の据え置きを続けているものの、天候不順に伴う食品価格の高騰なども相まって、一部では利上げの再開を求める声もあった。今までは物価・経済見通しなどで今後のパスを説明し、利上げ再開に関しては慎重な姿勢を見せていたものの、これに関してはどうしてもハト派との評価をされやすい。FRBがタカ派姿勢を貫いていることも相まって、INR相場は史上最安値付近で一進一退の推移を続けており、RBIによるINR買いの為替介入も行われている状況だ。とはいえ、景気に配慮すれば利上げ再開のハードルは高い環境下、間を取るような形でタカ派姿勢をアピールしたかったのではないかと考えている。

②に関しては、来年の総選挙を見据えたものだ。過去の財政収支を確認すれば、総選挙の前後で悪化と改善が起こっていることが確認できる(図表2)。総選挙を前に、票集めを目的とした大規模な経済対策などが打たれることが多く、結果として政府支出が大きくなりやすいためだろう。選挙活動と政府支出増

加は、経済活動活発化や現金取引の増大をもたらし、流動性緩和に寄与する。これが予見される中、あらかじめ流動性を一定吸収しておきたい、という考えもあるのではないかと。

以上では、RBIの決定の背景に関して述べてきたが、以下では債券売却に伴う域内金融市場への影響について考えたい。上述の通り、RBIはセカンダリーにおける国債売却をすでに始めており、それに伴ってスワップスプレッド(5年物、スワップ金利から国債金利を引いたもの)は反転し、縮小傾向にある(図表3)。これには様々要因が考えられるものの、現物市場に紐づく国債金利の流動性プレミアムが、デリバティブ市場に紐づくスワップ金利のそれよりも大きく上昇したと捉えるのが妥当ではないか。入札方式での債券売却が示唆されたことによる、サプライズ的かつ一時的な流動性悪化要因も多分に含まれていそうだが、今後もRBIが、どのような形であれ保有国債の売却を進めるのであれば、それ自体は金利上昇要因となるだろう。

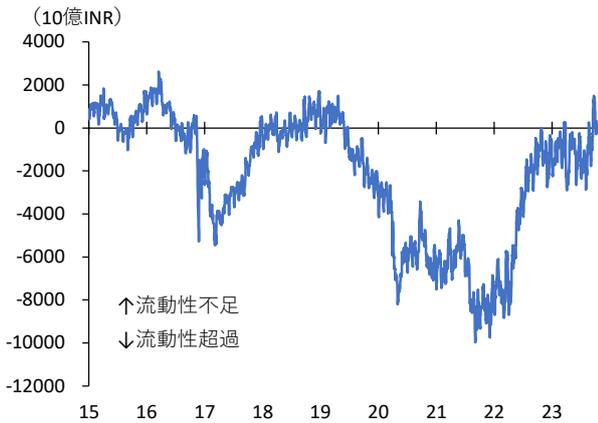
とはいえ、RBIが大規模な債券売却に動くとは考えにくいし、インド国債に買い手がつかないといった事態も想定しにくい。上述の通り、銀行部門の流動性は過度に超過しているわけでもなく、大規模な国債売却は支持されない。RBIとしても、流動性危機を起こしたいわけでもないだろう。また、来年にはインド国債が新興市場債券指数(JPMorgan Government Bond Index-Emerging Markets)へ組み込まれる中(*2)、外国人投資家を含め、相応の規模の資金流入が期待される。現在は、インド国債はその大部分が国内の銀行で安定消化されているが、海外保有割合も増加するだろう。こうした環境下、RBIが入札方式で国債売却に動いたとしても、その買い手がいないといった事態にはならない可能性が高い。

かかる状況下、RBIによる保有国債売却は、どのようなかたちであれ、もし大規模になれば金利上昇要因になりうる。ただし、買い手は多く存在し、流動性がひっ迫するような事態は想定されない。金利上昇圧力は限定的にとどまるだろう。為替市場に関しても、対米金利差と一定の相関が確認される中、影響は限定的となろう(図表4)。RBIが機動的に為替介入を行っている事実も、為替相場の急変動のリスクを押さえる見込みだ。総じて、RBIが公表した流動性管理のための入札方式を用いた国債売却は、小さな影響に留まる公算が大きい。

*1 詳細は、10月6日発行の通貨ニュース、『インド:10月金融政策会合〜RBIは保有債券の売却を示唆〜』をご覧ください。

*2 詳細は、9月22日発行の通貨ニュース、『インド:新興市場債券指数へのインド国債の組み入れが決定』をご覧ください。

図表 1: 銀行部門の流動性



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 政府財政収支



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: スワップスプレッド(5年)と債券売却額



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: INR 相場と対米金利差



出所: ブルームバーグ、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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。