

2024年12月6日

通貨ニュース

インド：12月金融政策会合～景気減速に過剰反応せず利下げは見送り～

インド準備銀行(RBI、中央銀行)は4～6日に実施された金融政策委員会(MPC)で政策金利のレポレートを6.50%で据え置くことを決定した。2023年4月会合で約1年ぶりに利上げ実施を見送ったのち、11会合連続で据え置きとなった(図表1)。決定は、政策委員メンバー6人のうち、4名の賛成多数によって決定されている。残る2名は▲25bpの利下げを主張した。なお、ブルームバーグの事前予想では、政策金利の据え置きが優勢だったが、▲25bpの利下げを見込む向きもそれなりにあった。また、預金準備率(CRR)に関しては、▲50bp引き下げられ、4.00%に設定された。CRRの引き下げは2020年3月以来、4年9か月ぶりである。

声明文や総裁会見では、インド経済・物価見通しについての言及が目立った。既報の通り、7～9月期の実質GDP成長率は+5.4%(前年比、以下同様)と市場予想の+6.5%を大きく下回る結果になったが、PMIの推移や電力需要データを確認する限り、足許にかけても持ち直しの動きは限定的に思える(図表2)。先行きに関しRBIは、2024-2025年度(2024年4月～2025年3月)の実質GDP成長率予測を+6.6%とし、前回会合時点の+7.2%から大きく下方修正した。先行きに関しては、好調なサービス活動や投資活動の活発化に加え、世界の貿易見通しの改善による外需回復などを受け景気は7～9月期で底を打ち、その後回復へ向かうとの見通しを示した。

域内の物価動向に関して、最新の10月消費者物価指数(CPI)は+6.21%(前年比、以下同様)と9月の+5.49%および市場予想の+5.90%を大きく上回った(図表3)。また、食料品および燃料を除いたコアベースでは、+3.7%と9月の+3.5%からこちらも伸びが加速、年初来では最高の伸び率を記録した。なお総合ベースではRBIの目標レンジ+4.0%(±2.0%)の上限を突破したが、これは2023年8月以来1年2か月ぶりで、相応にショッキングな仕上がりとなった。内訳を確認すると、食料品・飲料の寄与度が9月の+3.9%ポイントから10月には+4.6%ポイントへ大幅に拡大した。今後に関しては、前年比効果もあり11月、12月は総合ベースの伸び率は鈍化する可能性が非常に高い。もともと、野菜価格が足許にかけても上昇基調にある点は、十分に警戒すべきである(図表4)。こうした流れを受けRBIは先々の見通しに関し、2024-2025年度のインフレ率について+4.8%と公表し、前回会合時点の+4.5%から上方修正した。なお、インフレのリスクバランスに関しては、均等が取れているとの認識に変化はなかった。

かかる中、総裁会見および声明文では、「経済物価の短期的な見通しは悪化した」「デイスインフレのラストワンマイルが長引いた」、と述べられている。これは上述のRBIの見通し変更からも明らかであり、景気の減速を認めつつも、高インフレが続く中では利下げは行えない、とする意図がうかがえる。実際、ダスRBI総裁は、持続的な物価の安定があってこそ高成長が達成できると強調し

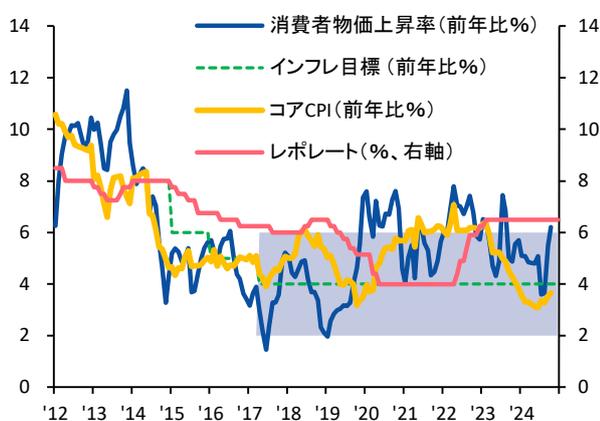
金融市場部
マーケット・エコノミスト
長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

た。具体的には、高インフレを「家計の購買力を毀損する」と説明している。一部では利下げを見込む向きもあったが、ダス総裁は「今回の会合で慎重なアプローチを採用した」とも言及しており、7～9 月期の弱い GDP 統計に過剰反応しなかった流れが浮かび上がってくる。

市場が次に期待するのは当然利下げ開始なのだが、12 月 MPC における総裁会見を踏まえる限り、次回 2 月会合での着手も多分に怪しいと言わざるを得ない。もちろん、ダス総裁は「見通しの改善を待っている」「景気減速が長引けば政策支援が必要になる」と予防線を張っているが、「政策支援 (policy support)」が利下げである保証はない。今回会合のように、CRR 引き下げでお茶を濁す可能性もあろう。いずれにしても、最大の課題である食品インフレが緩和し始めるのは、RBI の見立てでは 1～3 月期からである。2 月 MPC 時点 (2 月 5～7 日) で、十分なデータが揃っている可能性は残念ながら低い。もちろん経済物価のデータ次第では RBI が見通しの改善を理由に次回 2 月会合で利下げ着手に動くこともあり得るが、現状では 4 月会合での利下げ着手を予想したい。

12 月に入ってから MPC までの INR 相場は、84 台後半で上値重く推移している (図表 5)。11 月と同様、RBI による INR 買いの介入が発動されている可能性が高い (図表 6)。年内の INR 相場に関しては、底堅い推移を見込む。10～11 月にかけては、海外投資家によるインド株式市場からの資金引き揚げが INR 相場の重しになっていたが、12 月には資金収入が目立っている。さらに、上述の通り、筆者想定通り RBI の利下げが後ろ倒しになるのであれば、RBI の情報発信もタカ派的なものが期待できよう。米国対比での金利先高観も、INR のサポートになると想定している。

図表 1: レポレートと物価水準の推移



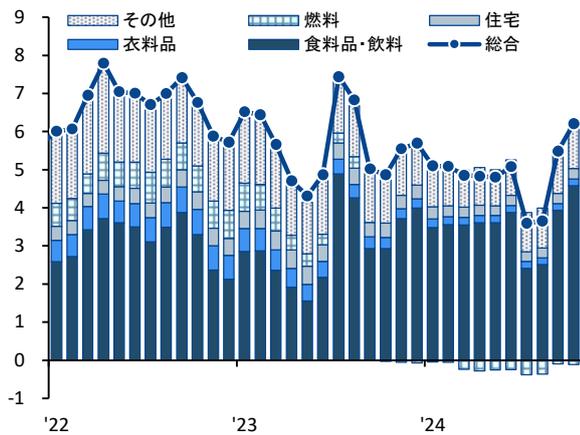
出所: インド準備銀行、みずほ銀行、CEIC 注: 青枠は目標レンジ

図表 2: 実質 GDP 成長率と電力需要



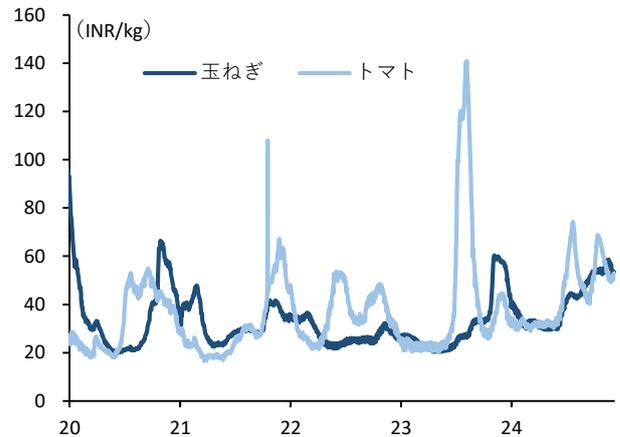
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 3: 消費者物価指数の推移(%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: 玉ねぎとトマトの小売価格の推移



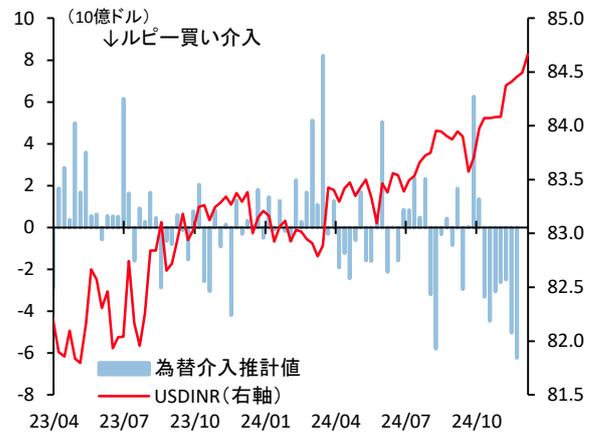
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 5: INR相場動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: RBIによる為替介入の推計値



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

※介入推計値の最新データは11月22日週

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。