

2025年2月7日

通貨ニュース

インド:2月金融政策会合～マルホトラ体制初の会合は約5年ぶりの利下げ実施～

インド準備銀行(RBI、中央銀行)は5～7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▲25bp引き下げ、6.25%とした(図表1)。利下げは2020年5月の臨時会合以来、約5年ぶりである。決定は、政策委員メンバー6人の全員一致。なお、ブルームバーグの事前予想では、▲25bpの利下げが見込まれていた。政策スタンスは、こちらも全員一致で「中立」で据え置かれている。念のため記載しておくが、タイトルの通り、今回はマルホトラ総裁によって初のMPC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。最新のGDP統計は2024年7～9月期時点だが、PMIの推移や電力需要データを確認する限り、足許にかけても景気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+6.4%(前年比、以下同様)とし、前回会合時点の+6.6%から下方修正した。なお、今回会合からは2025-26年度の見通しも加わったが、こちらは+6.7%となっている。先行きに関しては、所得税減税(*)に伴う個人消費活発化や良好な農業生産に加え、好調なサービス輸出などを受け景気が回復に向かうとの見通しを示した。成長率見通しのリスクバランスは、引き続き均等が取れていると言及されている。

域内の物価動向に関して、2月MPC時点で最新のデータである12月消費者物価指数(CPI)は、+5.22%(前年比、以下同様)と11月の+5.48%および市場予想の+5.30%を下回った(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3か月連続で同じ伸び率になっている。なお総合ベースではRBIの目標レンジ+4.0%(±2.0%)には収まっているものの、中央の+4.0%を大きく上回って推移している。ただし、昨年後半のインフレ高進をけん引した野菜価格は年初以降落ちて推移しており、1月分のCPIは+4.0%台に伸びが鈍化すると見られる(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、前回会合時点から据え置いた。GDP同様、2025-26年度の見通しも新たに示されたが、+4.2%となっている。上述の食品インフレに関しても、総裁会見では「食品インフレ圧力は顕著に改善する見込み」との言及が見られた。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、総裁会見では「より制限的ではない金融政策が適切」と利下げ着手の理由を説明した。声明文にこのような記載はなかったものの、利下げ着手の理由は異なる表現でしっかりと説明されている。RBIは今回、「インフレ見通しの良好さ」「回復が見込まれるものの、今年の伸びには大きく劣後するであろう成長率見通し」のバランス感を天秤にかけたうえで、「これらのダイナミズムが、MPCが成長を支えるための政策余地を拡げている」と経緯を詳細に説明している。やや難しい表現だと感じるので平たく言い換えれば、インフレ高進よりも

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

景気軟化へ配慮する段階に入っているため利下げに着手した、ということだ。

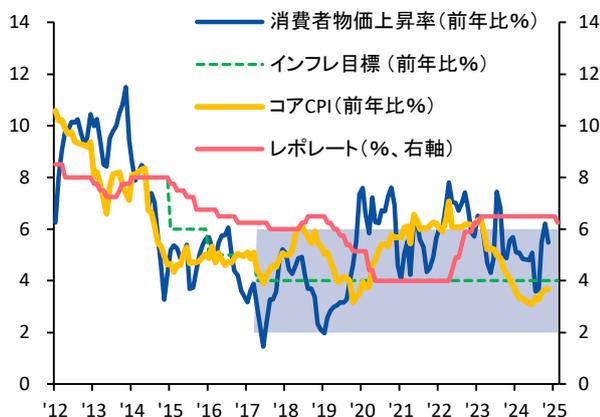
市場が注目するのは、言わずもがな今後の利下げペースだろう。この点、筆者は今後毎会合における連続利下げは見込んでいない。理由は主に3点である。まず1点目だが、今回会合の声明文や総裁会見では、利下げ継続の示唆は見られていない。2点目に、今回の見通しに基づけば、CPIがRBIの目標中心(+4.0%)を明確に割り込むのは、2025年10~12月期である。利下げを急ぐ段階にはない。3点目に、今年度と来年度のGDP見通しはそれぞれ+6.4%、+6.7%となっているが、決してこれは低い水準ではない。比較対象となる2023-24年度の+8.2%という数字が高すぎるだけで、例えばパンデミック期までの10年間の平均成長率は約+6.6%である。巡航速度に戻るだけで、正常な景気循環と言える。危機対応での大幅利下げが必要な状態ではなからう。

以上の要素に鑑み、筆者は向こう1年間に開催予定の6回のMPCで、2~3回の利下げが行われると想定する。この前提に立てば政策金利は、5.50%か5.75%になる。パンデミック後でさえ政策金利が4.00%もあったこと、上記の通り経済物価情勢がハイペースな利下げを支持しないことなどに鑑みれば、妥当な水準と考えている。

2月に入ってからMPCまでのINR相場は、節目の87を突破し、過去最安値を更新しつつ取引されている(図表5)。年初以降、海外投資家によるインド株式市場からの資金流出が目立っており、こうした動きがINRの重しになったと考えられる(図表6)。そのほか、日々の貿易フローおよびRBIのハト派傾斜期待なども逆風になった可能性が高い。目先3月末までのINR相場は、上値の重い推移を想定するが、INR安の加速は見込んでいない。過去の推移に鑑みれば、海外投資家によるインド株売りが足許のペースを維持できるとは思わない。更に、一旦RBIが利下げに着手した以上、更なるハト派シフトの期待も早晚萎むのではないかと。上述の通り、大幅な利下げが必要な状況には見えない。年初以降のINR安要因が一巡する中、INR安の加速は考えにくい。ただ、日々の貿易フローがINR安を支持する流れは不変であろう。こういった要素がおおむね相殺しあう格好で、INR相場も動意に乏しい展開を想定する。

(*)詳細は、2025年2月3日発行の通貨ニュース、『インド:予算案レビュー、および2月MPCプレビュー』をご覧ください。

図表1:レポレートと物価水準の推移



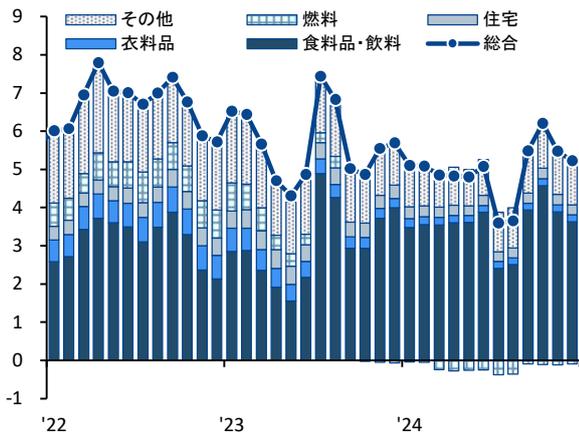
出所:インド準備銀行、みずほ銀行、CEIC 注:青枠は目標レンジ

図表2:実質GDP成長率と電力需要



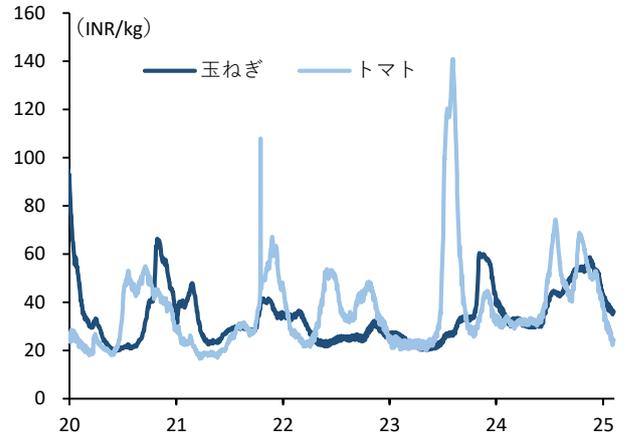
出所:Macrobond、みずほ銀行

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



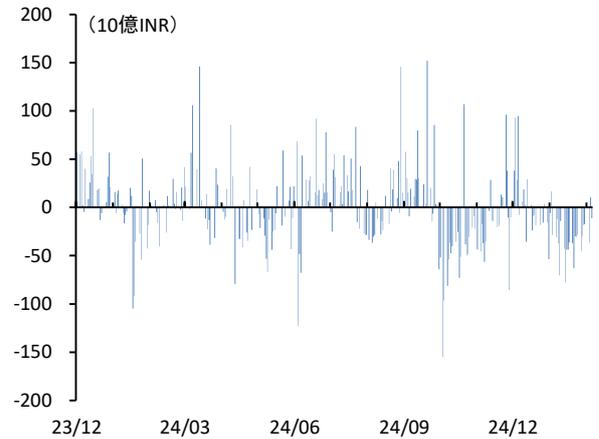
出所: Macrobond、みずほ銀行

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: 海外投資家によるインド株式市場への資金流出入



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行 ※日次データ、2月5日まで

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。