

2025 年 10 月 1 日

通貨ニュース

インド:10 月金融政策会合～2 会合連続の据え置きも、「次の一手」は利下げか～

インド準備銀行(RBI、中央銀行)は 1 日に金融政策委員会(MPC)の結果を公表し、政策金利のレポレートが 5.50%で据え置いた(図表 1)。据え置きは 2 会合連続。前回 8 月会合では 4 会合ぶりに利下げを見送ったが、それに続いた格好だ。なお、政策スタンスも「中立」で維持されている。いずれも市場予想に沿った決定である。ただし、政策決定は全員一致だったが、6 名中 2 名のメンバーは政策スタンスに関して「緩和的」への変更を主張した。

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。まず景気動向に関し PMI の推移などに鑑みれば、足許の景気は底堅いように見える(図表 2)。先行きに関し RBI は、2025-2026 年度(2025 年 4 月～2026 年 3 月)の実質 GDP 成長率予測を+6.8%(前年比、以下同様)とし、前回会合の+6.5%から上方修正した。国内経済に関し、堅調なサービス業や設備稼働率の上昇に加え、物品サービス税(GST)引き下げなどが下支えするとの認識を示した。一方で、外需に関しては、関税賦課の影響で不透明と指摘した。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した。

域内の物価動向に関して、10 月 MPC 時点で最新のデータである 8 月消費者物価指数(CPI)は+2.07%(前年比、以下同様)と市場予想の+2.11%を下回ったものの、7 月の+1.61%からは伸びが加速した(図表 3)。一方、食料品および燃料を除いたコアは+4.2%と+4.0%台前半で安定して推移しており、総合ベースの伸びの低さは非コア項目で説明できる。昨年秋にかけて騰勢を極めた野菜価格が落ち着きを取り戻していることが最大の要因だ(図表 4)。いずれにせよ、総合ベースで RBI の物価目標中心(+4.0%)を明確に下回っており、目標レンジ下限(+2.0%)近辺で推移していることは心強い。こうした流れを受け RBI は先々の見通しに関し、2025-2026 年度のインフレ率について+2.6%と公表し、前回会合時点の+3.1%から明確に下方修正した。なお、インフレ見通し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を維持した。

一見するとインフレ見通しの下方修正が目立つが、これは必ずしも今後の利下げ余地を大きく広げるものではない。RBI もこの点は強調しており、下方修正の要因は「GST 引き下げ」「食品価格安定」と述べている。即ち、基調的物価に対する認識に変化はない、ということだ。もちろん、インフレ見通しが更に改善したと前向きな認識も示しているの、利下げそのものを否定するものではない。

かかる中、総裁会見および声明文は「現在のマクロ経済環境と見通しは、成長を更に支援するための政策余地を拡大している」と今後の利下げ余地にそれとなく言及しつつも、「先行して実施された金融政策措置(これまでの累次の利下げ)や最近の財政政策(GST 引き下げ)の効果は継続中」「貿易関連の不確実性も展開中」「政策効果の顕在化を待つことが賢明」と説明し、「次の一手」を急がない姿勢を示した。もっとも、利下げ余地について触れていること、「成長は

国際為替部
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

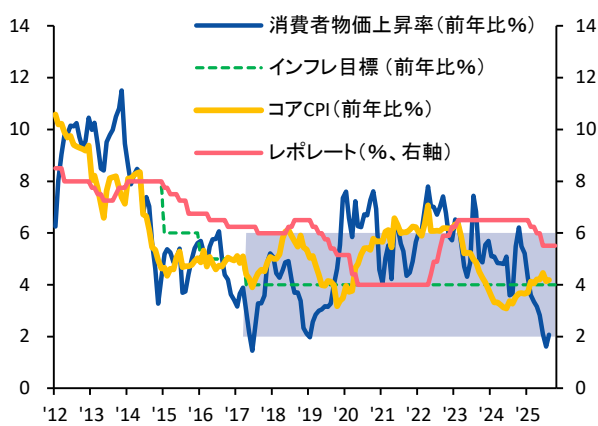
依然として期待水準に達していない」と更なる経済下支えへの意思を示していることなどに鑑みれば、中期的には利下げをまぶす展開を想定するのが妥当だろう。実際、上記の通り今次会計年度全体として成長率見通しは引き上げられたが、四半期ごとの見通しを確認すると、2025 年 10～12 月期から 2026 年 4～6 月期にかけては逆に下方修正されている。声明文はこの点を強調しており、要因については「関税の動向」と記載している。

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 回程度の利下げが行われると想定している。確かに決して追加利下げを急ぐような状況ではないが、ロシアからのエネルギー購入問題を背景に米印関税交渉が難航していることなども考慮に入れば、若干の利下げ余地はあると考える。もちろん、パンデミック後ですら政策金利は 4.00% もあったことに鑑みれば、よほどの深いダメージがない限り、深い追加利下げは見込めない。追加利下げはあっても 2 回程度、という姿勢で臨みたい。

9 月に入ってから 10 月 MPC までの INR 相場は、売りが優勢だ(図表 5)。資源価格の底入れ傾向や海外投資家によるインド株式売り、米 H-1B ビザ波及方針にかかる厳格化示唆(*1)などが重しになった模様だ(図表 6)。9 月 30 日には、対ドルで過去最安値を更新する場面も見られた。10 月の INR は、底堅い推移を予測する。海外投資家による株式売りの勢いは弱まっており、尚且つ報道によれば 9 月には RBI が INR を下支えする為替介入を行った模様である。引き続き、米印通商交渉や資源価格動向には警戒を払うべきだが、過去最安値を更新し続ける展開は回避されると見込んでいる。

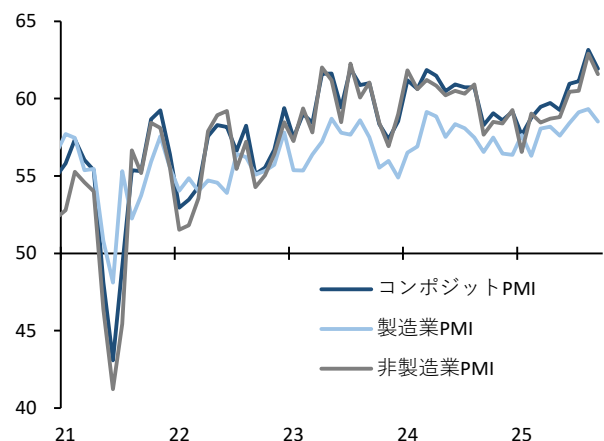
(*1) 詳細は、2025 年 9 月 26 日発行の通貨ニュース、『インド: 米 H-1B ビザ発給厳格化を巡る誤解～INR への影響は限定的と想定～』をご覧ください。

図表 1: レポレートと物価水準の推移

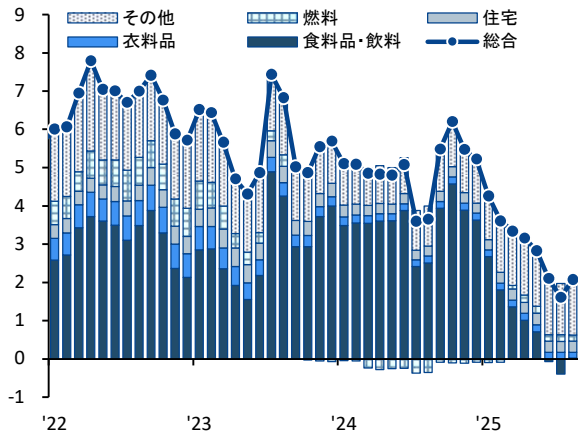


出所: インド準備銀行、みずほ銀行、CEIC 注: 青枠は目標レンジ

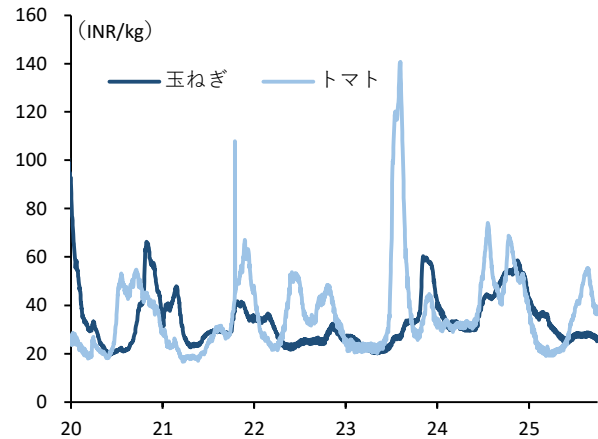
図表 2: インド PMI の推移



出所: S&P Global、みずほ銀行 (中立水準=50)

図表 3: 消費者物価指数の推移(前年比%、%ポイント)


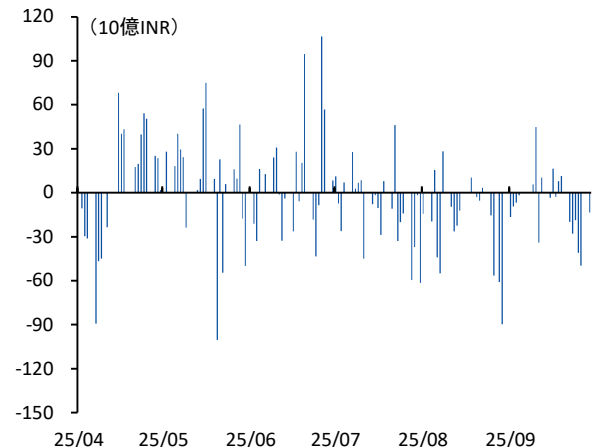
出所: CEIC、みずほ銀行

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: ブルームバーク、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: ブルームバーク、みずほ銀行 ※日次データ、9 月 29 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。