

2025年12月5日

## 通貨ニュース

# インド:12月金融政策会合～通貨安と低インフレに挟まれつつ、利下げを再開～

インド準備銀行(RBI、中央銀行)は5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を▲25bp引き下げ5.25%とした(図表1)。利下げは3会合ぶりで、決定は全員一致。振り返れば、6月までの3会合で計▲100bpの利下げを行い、その後8・10月と据え置きが続いていた。なお、政策スタンスは「中立」で維持されている。スタンスの維持は多数決で、1名は「緩和的」へのスタンス移行を主張した。

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、最新の7～9月期実質GDP成長率は+8.2%(前年比、以下同様)と好調だったが、PMIの推移などに鑑みれば足許の景気はやや失速気味だ(図表2)。実際声明文では「幾つかの先行指標に弱さがみられる」との記載があった。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+7.3%(前年比)とし、前回会合の+6.8%から上方修正した。国内経済に関し、良好な農業生産見通し、インフレ状況、金融環境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、サービス輸出は堅調が見込まれる反面で、財輸出は逆風に直面している、と指摘した。なお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、12月MPC時点で最新のデータである10月消費者物価指数(CPI)は、+0.25%(前年比、以下同様)とほぼゼロインフレ状態にある(図表3)。一方、食料品および燃料を除いたコアは+4.3%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、コアベースでもRBIの物価目標中心(+4.0%)から大きく乖離しておらず、インフレ懸念が高まる状況にはない。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+2.0%と公表し、前回会合時点の+2.6%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。

かかる中、総裁会見および声明文は「成長とインフレのバランス、特に総合インフレ率およびコアインフレ率の良好な見通しが、成長の勢いを支えるための政策余地を引き続き確保している」と述べ、利下げ実施の要因を説明するとともに、今後の利下げ余地も同時に示唆した。

従前筆者は、政策金利は引き下げられても5.00%まで、と考えていたが、今回会合の声明文を見る限り、更に利下げが続く可能性も浮上したと考えている。声明文では2026-2027年度(2026年4月～2027年3月)上期のインフレ率に関し、総合・コアいずれも目標近辺(+4.0%)の伸びが予想されている。そのうえで、「基調的な」インフレ率はさらに低い、と述べている。この差異は貴金属価格に拠るようで、その影響は+50bp程度と記載されている。即ち、基調的なインフ

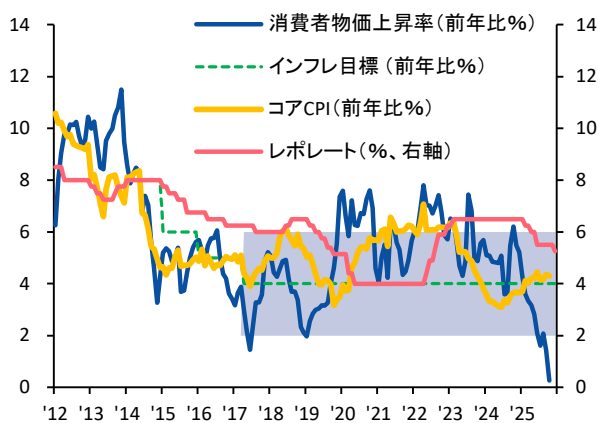
国際為替部  
マーケット・エコノミスト  
長谷川 久悟  
03-3242-7065  
[kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp](mailto:kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp)

レ率は、2026年4~9月に+3.5%程度と予想されている、と解釈できる。もちろん目標圏内(+2.0%~6.0%)には収まっており、大規模かつ急速な利下げが必要な情勢ではないが、想定される利下げ幅は10月会合時点に比べ大きくなっていると考えるのが妥当ではないか。

以上の要素に鑑みて、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(政策金利は4.75%へ)。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。

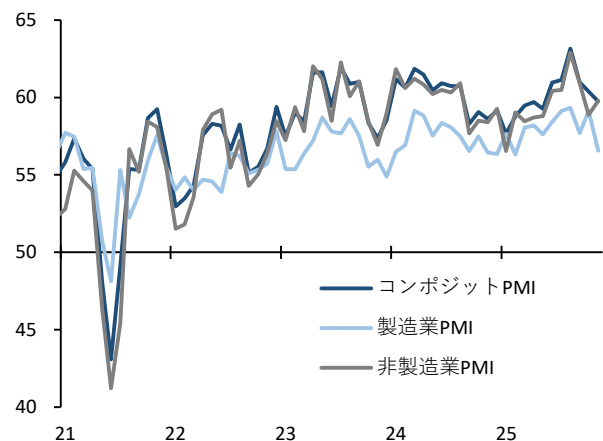
12月に入ってからMPCまでのINR相場は、売りが優勢だ(図表5)。3日には節目の90を上回って下落が進む時間帯が見られた。資源価格の底入れ傾向や海外投資家によるインド株式売り、米印関税交渉の難航などが重しになった(図表6)。年内のINR相場に関しては、引き続き過去最安値更新を睨んだ推移が続くだろう。想定以上にRBIのスタンスがハト派的であったことに加え、引き続き米印関税交渉の先行きが見通せないことが主因である。半面、RBIによる積極的な為替介入が続いている以上、変動性は抑制された状態が続こう。

図表 1:レポレートと物価水準の推移



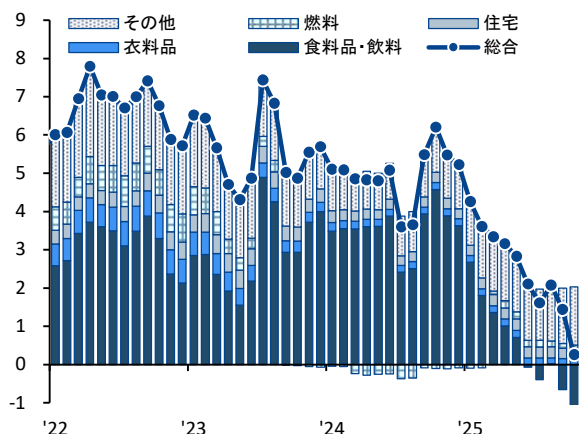
出所:インド準備銀行、みずほ銀行、CEIC 注:青枠は目標レンジ

図表 2:インド PMI の推移



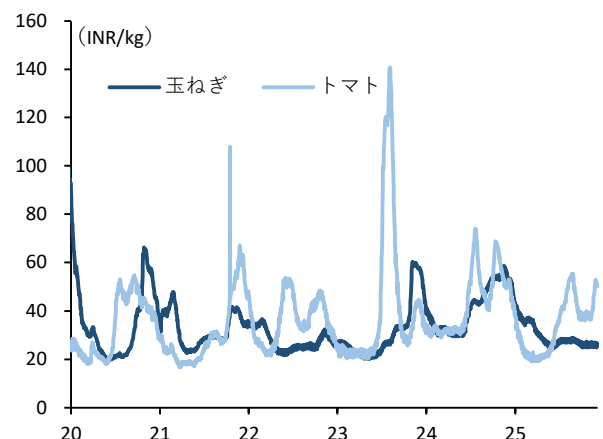
出所: S&P Global、みずほ銀行 (中立水準=50)

図表 3:消費者物価指数の推移(前年比%、%ポイント)



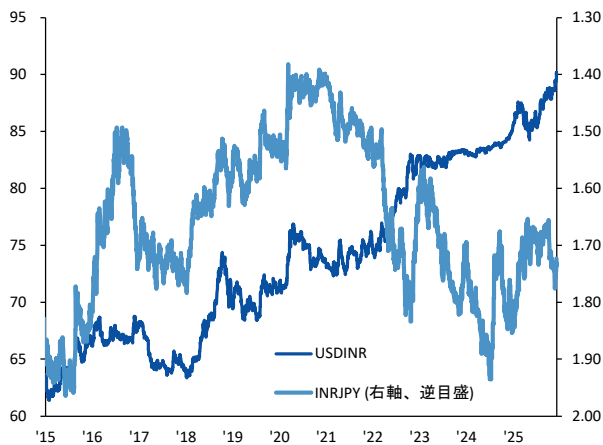
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4:玉ねぎとトマトの小売価格の推移



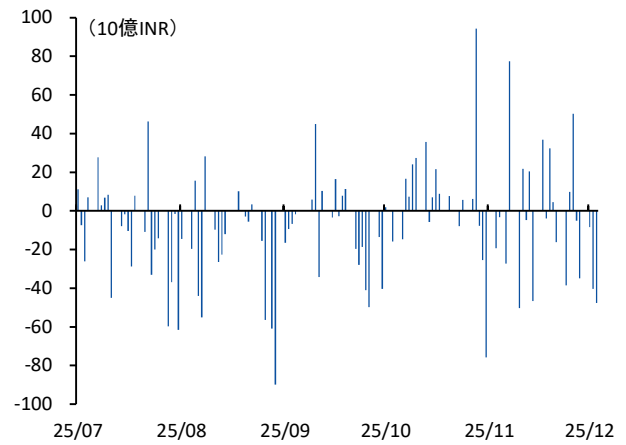
出所: Macrobond、みずほ銀行

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、12月3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。