

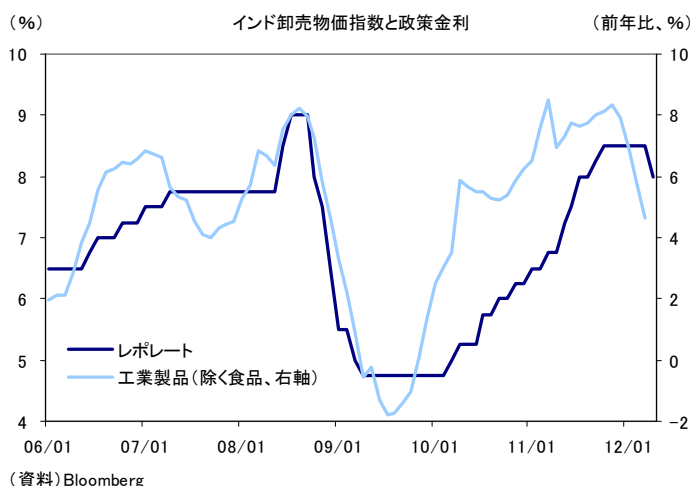
通貨ニュース(2012 年 4 月 19 日)

インド金融政策～予想以上の利下げも、追加利下げには慎重～

インド準備銀行(中央銀行、RBI)は17日、2009年4月以来、3年ぶりとなる利下げを決定した。市場では25bpの利下げを見込む向きが多かったため、50bpの利下げはサプライズだった。だが、追加利下げに関しては慎重な姿勢。インド経済は減速しているものの、そもそも潜在成長率が低下している可能性があり、今の成長速度は巡航速度に近い水準とも言えそうである。インフレリスクが依然として残っていることを考えても、政策金利の引き下げ余地は限定的だろう。また、RBIが現在のインドの経常収支赤字は持続可能な水準を超えていると指摘しているように、経常収支赤字がルピーを圧迫しており、上値の重い時間帯が続くと考える。

～予想以上の利下げも、今後の利下げ余地は限られる～

インド準備銀行(中央銀行、RBI)は17日、政策金利であるレポレート(市中銀行への貸出金利)を50bp引き下げて8.00%、リバースレポレート(市中銀行からの預金金利)を50bp引き下げて7.00%とし、2009年4月以来、3年ぶりとなる利下げを決定した。市場では25bpの利下げを見込む向きが多かったため、50bpの利下げはサプライズとなり、利下げ発表直後、SENSEX指数は急伸する反応を示したが、追加利下げ期待が抑制されると上げ幅を失った。



インド経済は、RBIがインフレ抑制に向けて2010年3月から2011年10月にかけて政策金利を13回に亘って引き上げたことなどを背景に、金利感応度の高い自動車や住宅部門などが大きく減速し、2011年10～12月期実質GDP成長率は前年比6.1%増と約3年ぶりの低成長となった。成長減速を受けて、RBIは利上げサイクルの終了を宣言し利下げ時期を探っていたが、コアインフレ率が11月の8.4%でピークアウトし、足許では4.7%まで低下したことなどが利下げの判断に繋がったと考えられるだろう。しかしながら、スバラオRBI総裁は声明で「経済成長のブレについてはそれほど大きくない一方、インフレリスクは依然として上向きだ。そうした状況を考慮すれば、さらなる政策金利の引き下げの余地は自ずと限られる」とし、今後利下げに関しては慎重な姿勢を示している。

～インド経済の潜在成長率が低下している可能性～

一見すると、足許の成長率が約3年ぶりの低水準に落ち込んでいるにも拘らず、インフレ圧力が根強いことには疑問が抱かれるかもしれない。この点、以下の声明文に答えがありそうである。

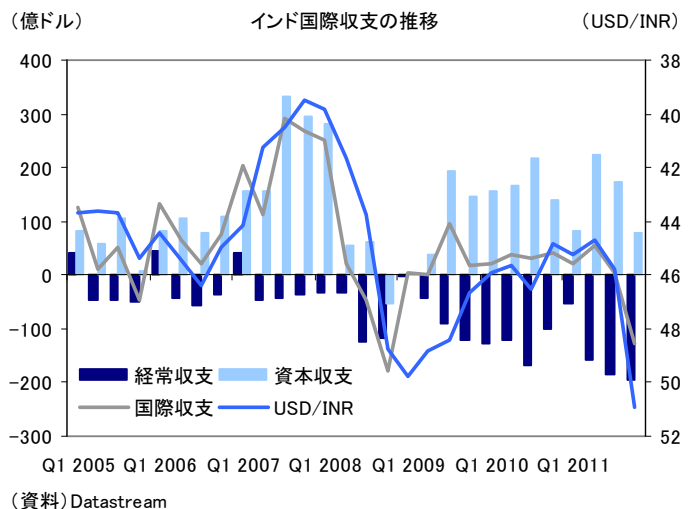
- 考慮すべき重要な点は経済のトレンド成長率、つまり、需要サイドのインフレ圧力を発生させること無く、長期に亘って持続できる経済成長率である。最近の成長とインフレの関係は、トレンド成長率が危機前のピークから低下したことを示唆している。

つまり、インド経済は減速しているが、既に潜在成長率が低下しており、今の成長速度は経済の本来あるべき巡航速度に近いという理解である。潜在成長率の推計は非常に難解であるが、RBIのAnnual Report (2010)によると、2008年のリーマンショック後の総固定資本形成（インフラや産業投資）の減速に伴い、潜在成長率はリーマンショック前の8.5%から8.0%へ低下した模様。その後も投資の減少が続いたことから、スバラオ総裁は2012年2月の米紙インタビュー記事において、7.0%まで低下したとの認識を示している。コアインフレ率の低下に鑑みれば、50bp程度の追加利下げ余地はあるかもしれないが、それ以上の利下げは難しいと思われる。

～ルピーの下押し圧力は続く～

また、RBIは現在のインドの経常収支赤字は持続可能な水準を超えていると指摘している。インドは慢性的に経常収支赤字が続いており、その赤字幅は拡大している。経常収支赤字の主因は原油輸入に伴う貿易赤字であるため、原油価格が高止まりしている状況下、経常赤字はなかなか縮小しないだろう。国際収支とルピー相場の関係を見ると、ルピーの上昇は旺盛な資本流入が牽引してきた印象だが、足許の資本流入は過去と比べて低水準に落ち込んでいる訳ではない。それにも

拘らずルピーが下押しされているのは、やはり経常赤字が効いているだろう。世界経済の先行きは不確実性が高く、欧州債務問題も依然として燦々の中でインドへの資金流入が今以上に活発化するとは想定し難いことから、ルピーは上値の重い時間帯が続くと考えたい。



以 上

国際為替部
多田出 健太