

緊急利下げに踏み切ったインド 追加利下げが見込まれ、景気は緩やかに改善へ

アジア調査部主任研究員

小林 公司

03-3591-1379

koji.kobayashi@mizuho-ri.co.jp

- 1月15日、インド準備銀行は0.25%PTの緊急利下げを行い、金融政策を緩和に転じた。原油と生鮮品価格の下落に伴うインフレ率の下振れとインフレ期待の落ち着きが背景にあるとみられる
- これまでの原油価格下落で利下げ余地が生じていることから、追加利下げが予想されるが、2月末公表の予算案で財政再建の進捗が確認されない場合、利下げ見送りのリスクもある
- インドでは、一般に2四半期程度のラグを経て金融緩和が効果を現す。現状は設備稼働率が低く、追加利下げも小幅と予想されるため、金融緩和による成長率の改善効果は緩やかに現れるだろう

1月15日、インド準備銀行（RBI）は緊急の政策決定会合を開き、政策金利のレポレート¹を8.00%から7.75%に引き下げた。ラジャン総裁が就任した2013年9月以降、断続的に引き締められてきた金融政策は緩和に転じた。本稿では、今回の利下げの背景、今後の金融政策の展望、そして経済への影響を論じる。

1. 利下げの背景

これまでの経緯を振り返ると、2014年12月2日、2カ月毎に行われる定例の政策決定会合において、RBIはレポレートの据え置きを決定した。その時点で明らかだった10月の消費者物価指数（CPI）は前年比+5.5%で、「2016年1月に前年比+6%」とする政策目標は下回っていた。しかし、RBIによれば、前年の物価が11月まで生鮮品を中心に高かった反動でCPIの前年比は低くなっており、反動要因の薄れる12月以降は再び加速すると予想されることから、政策目標に対しては上振れと下振れのリスクが拮抗しているとの判断により利下げは見送られた。

12月の政策決定会合を受けた声明では、今後の政策ガイダンスも明らかにされた。①物価安定の継続、②インフレ期待の沈静化、③財政再建の動きが確認されれば、2015年の早い時期に利下げを行う方針が示された¹。これを受けて、金融市場参加者やエコノミストの間では、早ければ2月3日の定例政策決定会合において利下げが行われるとの見方と、財政再建の条件に注目して、2015年度（4月～翌3月）予算案が2月末に公表されることから、利下げが行われるのは早くても3月以降との見方に分かれた。しかし、実際には2月の定例会合を待たずに、1月に利下げが実施されてサプライズとなった。

今回の利下げでは、ガイダンスに則して次のような説明が行われた。①の物価安定については、CPIが11月に+4.4%まで鈍化した後、前年の生鮮品高騰の反動要因が薄れた12月には+5.0%に高まったものの（図表1）、前回の政策決定会合で予想していたほど加速しなかったとの評価がなされた。物価

上昇のペースがRBIの予想を下回った要因としては、原油と生鮮品の価格下落が挙げられた。特に、インドの主要な原油価格指標（インディアン・バスケット、2週間平均ベース）は、前回の政策会合のあった12月上旬に1バレル＝67ドルだったのに対し、1月前半は50バレルと約25%下落していた。

②のインフレ期待については、落ち着いてきたことが指摘された。家計による1年後の予想インフレ率は、9月調査の+13.5%から12月調査では+9.3%となり、5年ぶりの一桁台になった²。この間の原油および生鮮品価格の下落が、将来のインフレ期待に影響したとみられる。

一方、③の財政再建については、「政府が赤字削減目標を守ると繰り返している」と説明されただけで、その具体的な根拠は示されなかった。むしろ、2014年度の財政赤字は11月時点で年度計画の99%に達し、通年で名目GDP比4.1%に抑える目標が達成できないリスクが表面化している。原油価格の下落で燃料補助金支出は12月以降に縮小が見込まれるものの、燃料補助金予算（名目GDP比0.5%）は11月までに大半が費消されており、今年度の財政状況が顕著に改善することは見込み難い。このような財政状況にもかかわらず、RBIが利下げに踏み切った理由は説明を欠いている。可能性としては、政府が歳出削減や国有資産売却といった手法を総動員して赤字削減目標を実現すると約束することで、RBIに早期利下げを求めたことが考えられる。あるいは、RBIが敢えて利下げを先行させることで、政府に対して財政再建を求めるサインを送ったとの解釈もありうる。

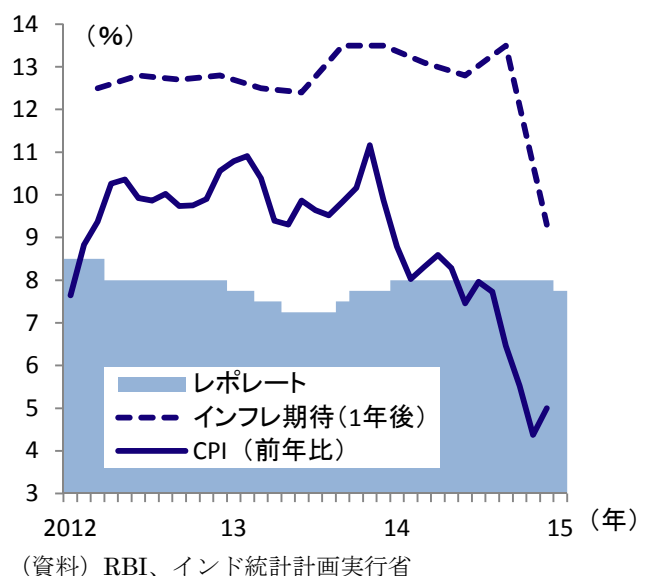
以上をまとめると、原油と生鮮品価格の下落を要因として、CPIが想定よりも安定的に推移し、インフレ期待も落ち着いたことが利下げの背景にあったとみられる。

2. 今後の金融政策の展望

今回の利下げに際して、RBIは今後の金融政策についても首尾一貫したスタンスを取り続けるとしており、12月の声明で示された今後の政策スタンスが継続されるとみられる。

その中でも、1月の利下げのポイントとなった物価動向に着目すると、追加利下げの余地があると考えられる。これまでの原油価格下落の影響によりインフレ率が低下するとみられるからだ。RBIによると、10%のインディアン・バスケット原油価格の変動は、CPIを0.2%PT変化させる³。前回12月の政策会合から原油価格は25%下落したことから、単純に計算するとCPIは0.5%PT低下する。また、RBIのインフレ予想は、前回の会合において、2015年3月に+6.0%、その後も12カ月にわたり+6%前後という見方が示されていた。したがって、今後の原油価格は横ばいとなり、その他の条件も一定と仮定すれば、今回の利下げに際してRBIのインフレ予想は+5.5%に下方修正されたことが考えられる。一方、ラジャン総裁は、実質

図表1 金融政策とインフレ関連指標



レポレートを+1.5~2.0%に誘導することを目指すと示唆している⁴。インフレ予想を加味すると、名目では7.0~7.5%のレポレートに相当する。

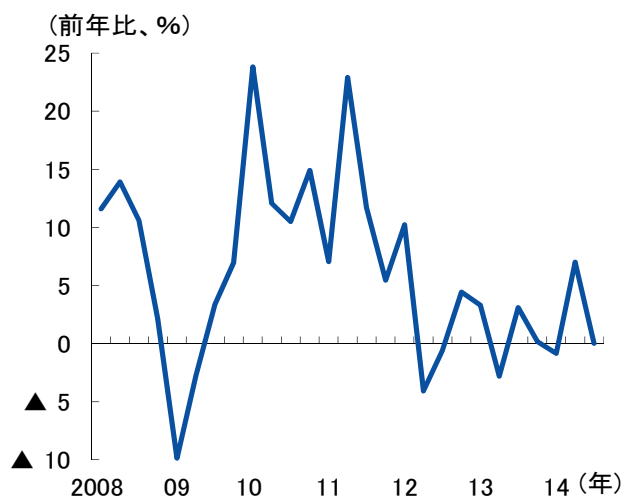
以上より、レポレートは現状の7.75%から、0.5%PT程度の追加利下げの可能性はある。ちなみに、現地エコノミストの間でも、追加利下げ幅としては0.5%PT程度との予想が多い⁵。次回2月3日の定例金融政策会合は今回の利下げ直後のため様子見とされ、4月と6月の定例会合で0.25%PTずつの利下げが考えられる。その後については、今年半ば以降に米国が利上げに踏み切ると想定され、インドルピーを含む新興国通貨には下落圧力が強まると懸念されることから、追加利下げに対するRBIの姿勢は慎重化と思われる。今回の0.25%PTの利下げと、0.5%PTの追加利下げ予想の合計は0.75%PTである。近年の利下げ局面では、リーマンショックに対応した2008年10月~09年4月までの計4.25%PT、欧州金融危機等の世界的な景気不透明感に対応した2012年4月~13年5月までの計1.25%PTが実施されており、これらに比べると今回の利下げ幅は小幅にとどまりそうだ。

ただし、0.5%PT程度の追加利下げの可能性は、これまでの原油価格下落の影響のみを基に分析したものであるため、幅をもってみるべきである。原油価格が現状よりも下落してインフレ圧力が低下する場合、利下げ余地はさらに広がる。一方、原油価格と並んで金融政策の重要な要素となるのが、現状で赤字削減目標の未達リスクが表面化している財政再建の行方である。2月末に公表される2014年度予算の着地見込み、および2015年度予算案において、財政再建の進捗が確認できなければ、追加利下げは見送られるリスクがある。

3. 経済への影響

RBIの実証分析によると、インドの金融政策の効果は2~8四半期程度のラグを経て現れ⁶、特に投資が金融政策の影響を受けやすい⁷。これに対し、個人消費は影響を受けにくいと分析されている。イン

図表2 実質総固定資本形成（GDP ベース）



(資料) インド統計計画実行省

図表3 製造業設備稼働率



(資料) RBI

ドでは成人の半分しか銀行口座を保有していないなど、金融サービスを受けられない個人の多いことが背景の一つとして考えられる。

そもそも、2014年5月にモディ政権が成立してから、前政権の下で承認手続きが滞っていた既存の投資プロジェクトに認可が下りるようになっており、2012年頃から停滞していた投資（図表2）は底打ちすると見込まれていた。これに金融緩和の効果が加わることで、新規の投資プロジェクトも次第に増えることが見込まれる。

ただし、これまでの景気停滞を反映して、製造業の設備稼働率はリーマンショック当時の水準まで落ち込んでおり（図表3）、足元で企業の設備ストック過剰感は強いことがうかがわれる。利下げ幅も小幅にとどまる可能性であることも考慮すると、1月から年央にかけての利下げの効果は今年半ばから徐々に現れ始め、投資に持ち直しの動きが広がるのは2016年以降になると考えられる。したがって、成長率は緩やかに加速する展開が予想される。

【参考文献】

- Kapur, Muneesh and Behera, Harendra (2012) ” Monetary Transmission Mechanism in India: A Quarterly Model” , *RBI Working Paper Series*, WPS(DEPR):9/2012
- Khundrakpam, Jeevan Kumar (2012) ” Estimating Impacts of Monetary Policy on Aggregate Demand in India” , *RBI Working Paper Series*, WPS(DEPR):18/2012
- Khundrakpam, Jeevan Kumar and Jain, Rajeev (2012) ” Monetary Policy Transmission in India: A Peep Inside the Black Box” , *RBI Working Paper Series*, WPS(DEPR):11/2012
- Mohanty, Deepak (2012) ” Evidence of Interest Rate Channel of Monetary Policy Transmission in India” , *RBI Working Paper Series*, WPS(DEPR):6/2012
- Raj, Janak, Khundrakpam J.K, and Das Dipika(2011) ” An Empirical Analysis of Monetary and Fiscal Policy Interaction in India” , *RBI Working Paper Series*, WPS(DEPR):15/2011
- RBI (2014a) *The Monetary Policy Report - September 2014*
- (2014b) *Edited Transcript of Reserve Bank of India’s Post Policy Conference Call with Researchers and Analysts*

¹ 2カ月毎の定例会合に囚われることなく利下げを行うとも付言された。

² 1月15日に利下げが行われた時点では、12月の期待インフレ率のデータは公表されておらず、その後になってRBIから公表された。

³ RBI (2014a)

⁴ RBI (2014b)

⁵ Business Standard紙 (2015年1月15日付) ” Expect 50bps rate cut in the next few quarters: experts”

⁶ Raj et al(2011)、Mohanty (2012)、Kapur and Behera (2012)、Khundrakpam and Jain (2012)、Khundrakpam (2012)

⁷ Khundrakpam (2012)