

【インド】景気が減速する中、利下げ開始の機会をうかがい始めた準備銀行(RBI).....1ページ

【アジア・マーケット・ウォッチ】.....6ページ

【インド】景気が減速する中、利下げ開始の機会をうかがい始めた準備銀行(RBI)

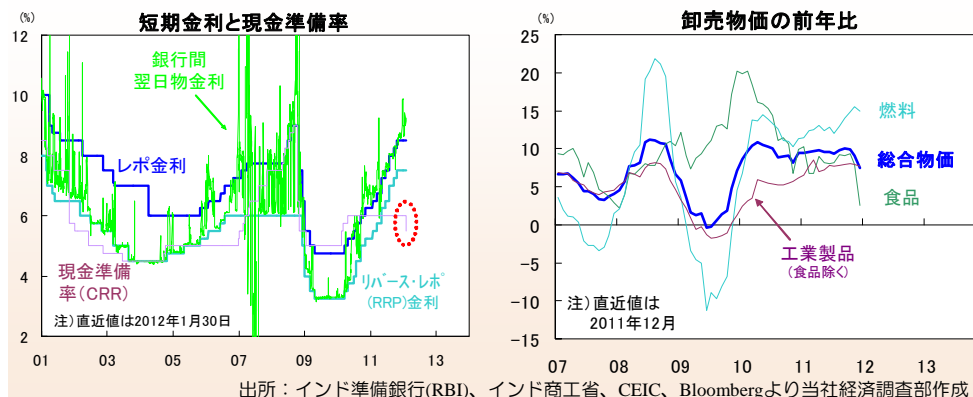
● 市場の予想外の現金準備率(CRR)引下げを実施

1月24日、インド準備銀行(RBI)は、定例の政策見直しで市場の事前予想通り政策金利(レポ金利)を8.5%で据置く一方、現金準備率(CRR)を6%から5.5%へ引下げを決定(1月28日より適用、図1左)。予想外のCRR引下げ(Bloomberg集計では、エコノミスト21人中16人が据置き予想)を受け、市場には利下げ開始は近いとの思惑が広まり、株価(ムンバイSENSEX30種指数)は直後より上昇、前日比+1.5%高で日を終えました。

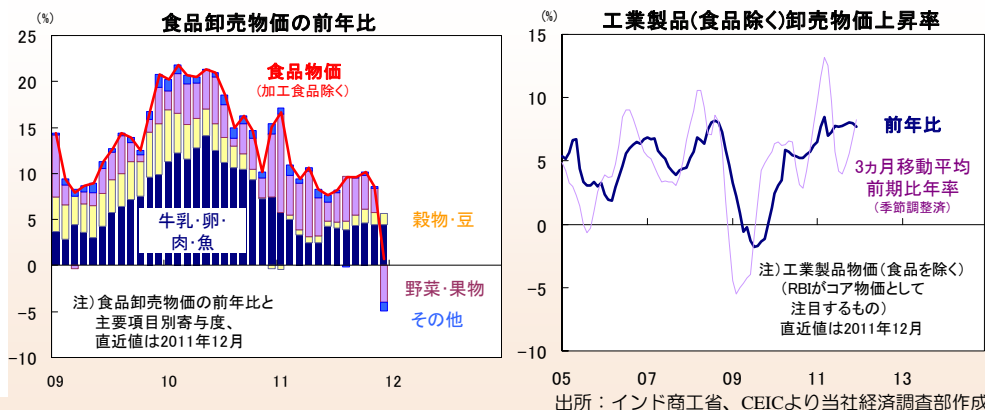
RBIは、インフレ圧力が高まる中、2010年3月から2011年10月にかけて、政策金利を4.75%から8.5%まで引上げ、同圧力の抑制を図ってきました(図1左)。今回の金利据置きは前回12月の見直し時に次ぐ2度目のものです。今回、近い将来の利下げ開始という期待が広まった背景には、足元のインフレ沈静化の兆しもあったとみられます。1月16日に公表された12月の総合卸売物価の前年比は+7.5%と、前月の+9.1%から大きく鈍化し、22ヵ月ぶりに9%を下回りました(図1右)。総合物価を押下げたのは食品物価です。同物価の前年比は+2.6%と、前月の+7.9%から急速に鈍化しています。

なお、12月に鈍化した物価が今後も低下を続けるかについては、不透明感も残ります。今回、食品物価を押下げたのは主に野菜・果物価格ですが(図2左)、同価格が12月に前年比▲14.9%と前月の+9.6%から急落したのは、前年同月に天候不順による不作で同価格が前年比+25.8%も急騰したことからの反動という一時的な要因によります。一方、高タンパク食品(牛乳・卵・肉・魚)の物価は高止まっており、政府による農村部への事実上の現金給付(全国農村雇用保証法: NREGAによる)が同部門の消費需要を押し上げている可能性が高いと思われます。加えて、燃料価格の前年比も+14.9%と高止まっています(図1右)。さらに、RBIがコア物価として注目する工業製品物価(食品除く)も同+7.7%と、前月の+8.0%からやや低下するに留まり(図2右)、RBIが「容認できる範囲(comfort zone)」とする4-5%を大きく上回っています。

【図1】インフレ率が鈍化する中、現金準備率引下げを実施(左)



【図2】依然として鎮静化の兆しが見えないコア物価(右)



● 高止まるインフレや大幅な利上げなどの下で減速する景気

一方、大幅な累積利上げの効果の浸透などに伴って、景気は足元で減速しています。昨年7-9月期のGDP前年比は+6.9%と前期の7.7%から急減(図3左)。前年比の+7%台割れは、世界的な金融危機から間もない2009年4-6月期以来です。

需要項目を見ると、固定資本投資の前年比が▲0.6%と前期の+7.9%から急減速し2年半ぶりのマイナスになりました。民間消費も同+5.9%と前期の+6.3%より鈍化。高止まるインフレ率が消費者心理を冷やし、借入金利の上昇が都市部の中間所得層による自動車やバイクなど耐久財の消費を抑制したとみられます。一方、政府消費は前年比+4.0%と前期の+2.1%より加速し、成長率を0.5ポイント押し上げたものの、民間消費や固定資本投資の寄与度の低下をカバーするには至りませんでした。

生産側を見ると、鉱工業部門の落込みが目立ちます(図3右)。鉱工業は+2.0%と同+6.5%より急減速。企業投資の落込みなどを受けて、製造業は+2.7%と前期の+7.2%より大きく鈍化しました。一方、サービス部門が前年比+9.3%と前期の+10.0%に引き続き堅調でした。減速しつつも底堅い消費需要がサービス部門を支えており、卸売小売・ホテル・通信部門は前年比+9.9%、金融保険は+10.5%と堅調な伸びを保ちました。

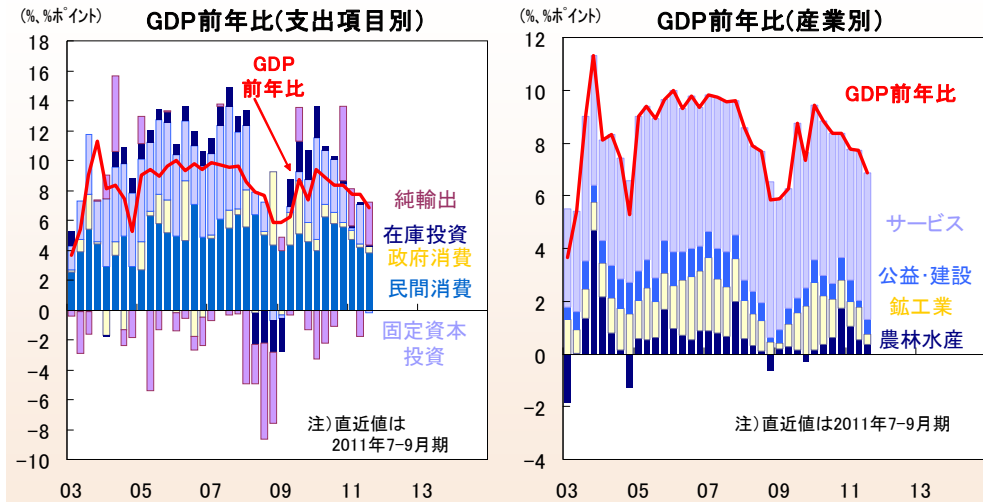
● 鉱工業生産の伸びも鈍化が続く

1月12日に公表された昨年11月の鉱工業生産の前年比は+5.9%と前月の▲4.7%から急回復しました(図3右)。もっとも、11月急回復は、昨年10月のヒンドゥー教大祭(Diwali)連休が10月に前ズレした(一昨年は11月)影響で、同月の生産の前年比が急増したことによる一時的な上ブレの模様です。

昨年10-11月2ヵ月平均の鉱工業生産の前年比は+0.5%と、9月の+2.0%、8月の+3.4%より減速。祝祭日前ズレの影響を取り除くと、足元で生産の鈍化が続いていることが分かります(図4左)。とりわけ、上記期間の資本財生産は前年比▲16.2%と、9月の▲6.5%、8月の+4.0%から急落。金利上昇に伴う企業投資の落込みなどの影響とみられます。一方、消費財の生産は同+6.6%と9月の+4.3%より改善。非耐久財消費が+7.8%と9月の▲0.2%より回復し、生産を押し上げました。一方、耐久財生産は同+5.3%と9月の+9.2%より鈍化しています。借入金利の上昇などに伴って、都市部の中間所得層を中心に自動車やバイクなど耐久財の消費が伸び悩んでいることを反映したものと考えられます(図4右)。

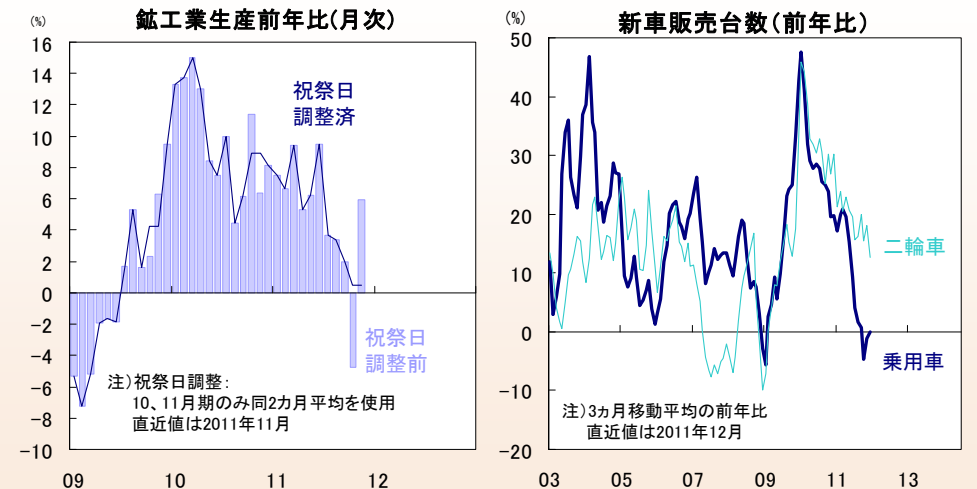
RBIも足元の景気鈍化を認識しており、今回の政策見直しと同時に、2012年度(～2012年3月)のGDP成長率見通しを従来の+7.6%から+7.0%へと修正しました。

【図3】 急減速する固定資本投資(左)、鉱工業の生産が鈍化(右)



出所) インド統計改革実施省(MOSPI)、CEICより当社経済調査部作成

【図4】 鈍化する鉱工業生産(左)と耐久財消費の伸び(右)



出所) インド統計改革実施省(MOSPI)、インド自動車工業会(SIAM)、CEICより当社経済調査部作成

● 依然としてインフレ警戒姿勢を崩さない準備銀行(RBI)

RBIは声明の中で、今回のCRR引下げの決定では、(1)経済成長の減速、(2)依然高いインフレ率とインフレ上昇リスク、(3)銀行間の流動性のひっ迫(図4左)、などを考慮したとしています。(2)のインフレ動向については、高タンパク食品(牛乳、卵、肉、魚等)や工業製品(食品除く)など、需要側の圧力を反映しやすい物価が高止まっていることを指摘(図2)。また、世界的な原油価格の上昇、昨年8月以降のルピー相場下落(図4右)による輸入物価上昇、財政収支悪化(主に政府消費支出の上押し)による内需刺激などがインフレ圧力を生む恐れがあるとしています。

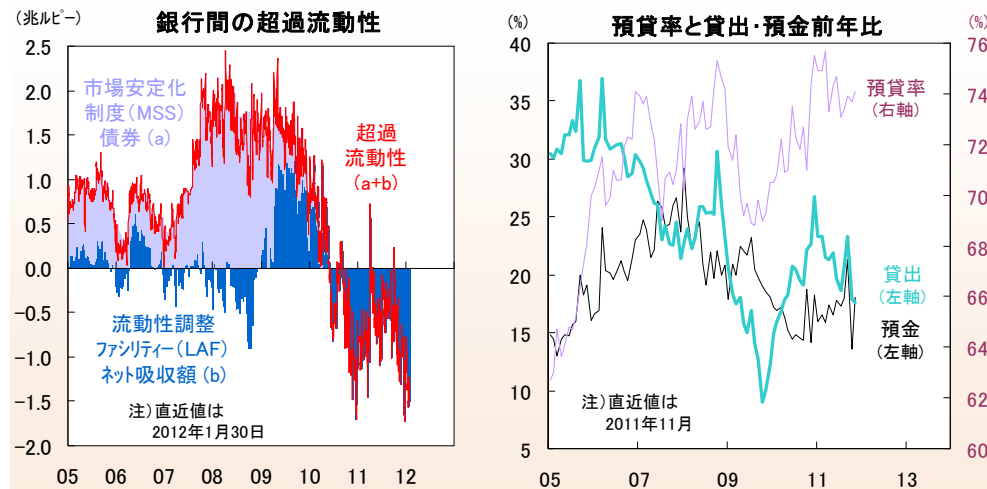
一方、(3)の流動性ひっ迫は、法人税の前納や昨年11月以降のRBIによる大規模なルピー買い替介入に伴う資金吸収によるとみられます。CRR引下げ実施直前の1月27日時点で、銀行間の流動性不足額(RBIによる翌日物資金供給額)は1.5兆ルピーに達しており(図5左)、銀行間翌日物金利は9.2%と、政策金利(レポ金利)の8.5%を大きく上回っていました(図1左)。RBIは、流動性のひっ迫が容認できる範囲を超えており、(実物部門への)信用の流れを妨げ経済成長を抑制するリスクがあると指摘。CRR引下げは、恒久的な流動性供給を行う上で最も効果的な手段としています。

● 利下げ開始は3月または4月の政策見直し時か

RBIは、今回の声明で、潜在的なインフレ圧力が残る現在、利下げを始めるのは時期尚早であり、持続的なインフレ鈍化の兆候を待つ必要があると記述。一方、「金利(引上げ)の循環は既にピークを打ち、将来の行動は引下げ」と、前回と同様の表現で将来の利下げ開始の可能性を示唆しました。RBIは、今後、コア物価(食品除く工業製品物価)が持続的に低下するか、財政刺激が抑制されるのか(財政収支悪化に歯止めがかかるか)、3月に公表される政府予算が十分に緊縮的なものになるのかなどを睨みながら、利下げ開始の時期を慎重に探るでしょう。

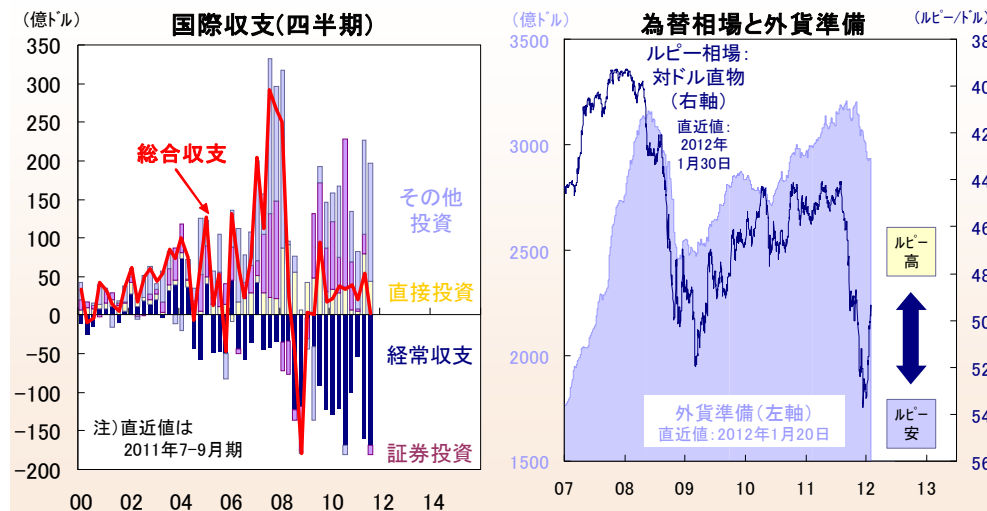
株式市場を初めとする金融市場の参加者の一部は、大幅な利下げが景気回復を促す展開も期待している模様ですが、今回と2008年の国際金融危機直後(累計4.25%ポイントの利下げを実施)では状況が大きく異なります。現在は危機後の大規模な景気刺激策により財政が悪化している上、農村部への現金給付に伴い同部門での賃金上昇圧力が増しています。過去数年の投資の鈍化に伴って経済の供給能力は低下し、インフレしが加速しやすくなっているとみられます。利下げ開始の時期は次回3月15日、またはその次の4月17日の政策見直し時となり、今年通年の利下げ幅は、1.0~1.5%ポイント(年末の政策金利は7.0~7.5%)に留まる可能性が高いと考えられます。(入村)

【図5】 ひっ迫する銀行間の流動性(左)、鈍化する銀行貸出の伸び(右)



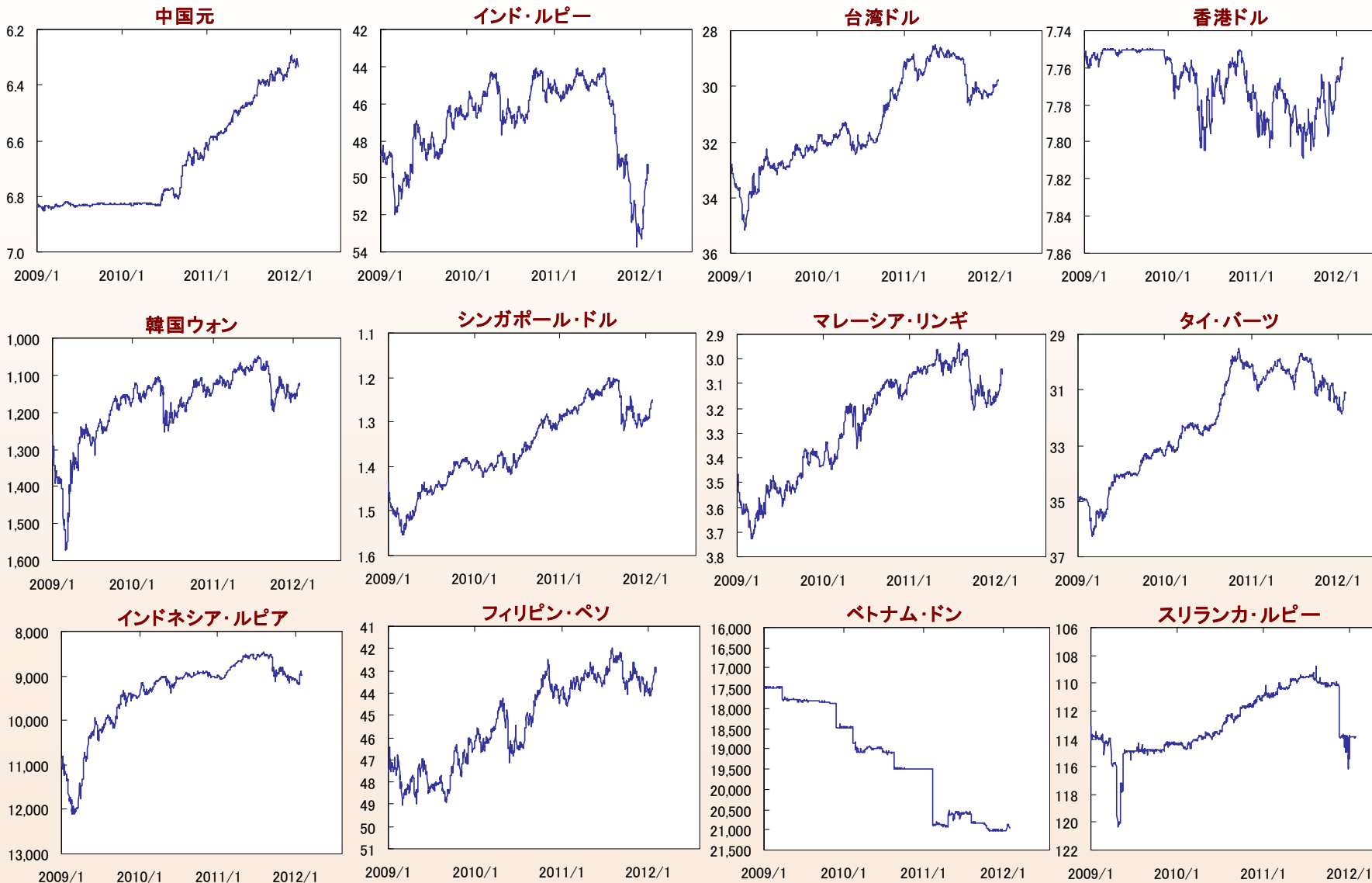
出所：インド準備銀行(RBI)、CEIC、Bloombergより当社経済調査部作成

【図6】 為替相場は昨年8月以降の急落の後、昨年末より反発(右)



出所：インド準備銀行(RBI)、CEIC、Bloombergより当社経済調査部作成

【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(1)過去3年間



アジア通貨高
ドル安



アジア通貨安
ドル高

アジア通貨高
ドル安



アジア通貨安
ドル高

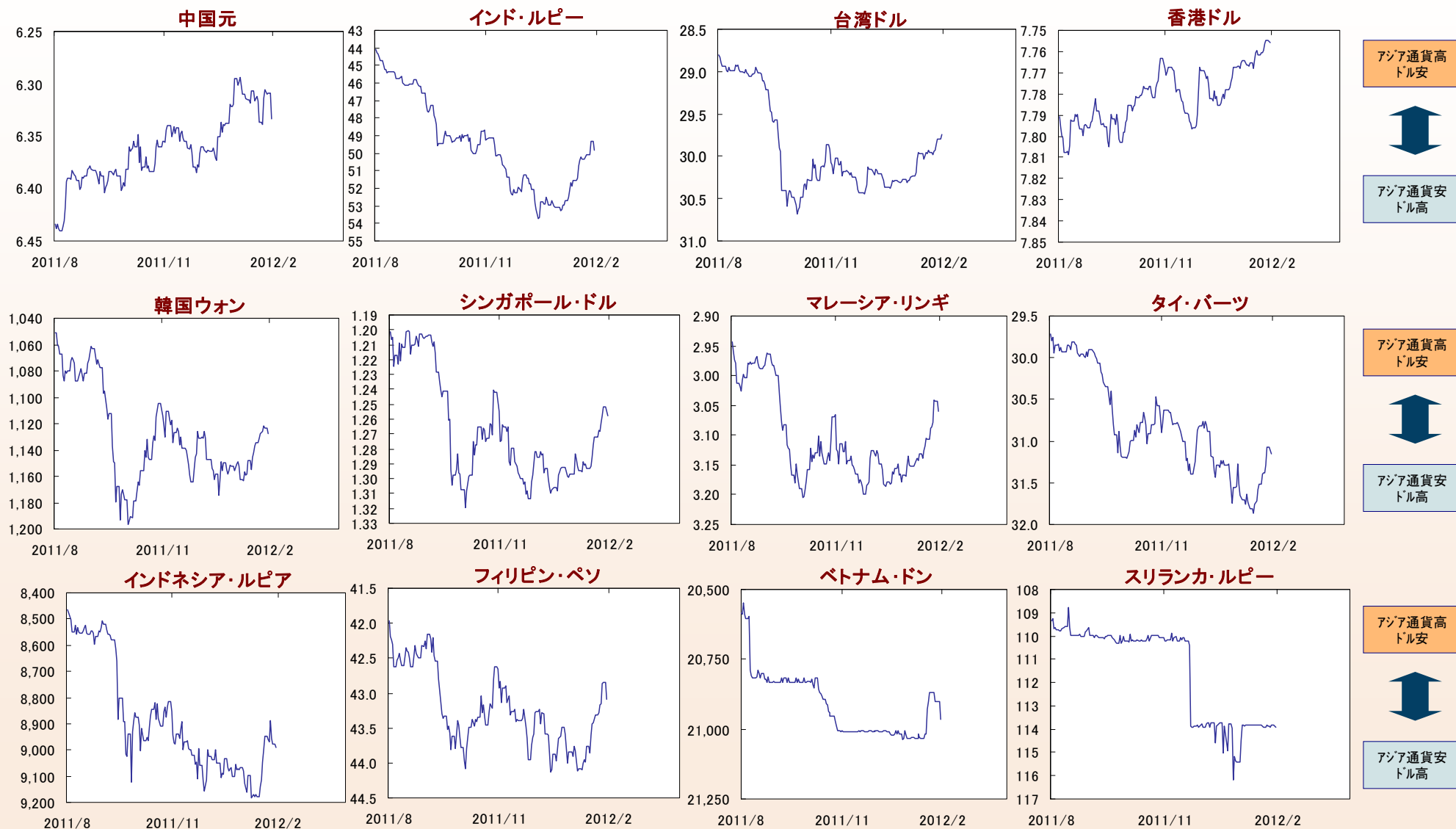
アジア通貨高
ドル安



アジア通貨安
ドル高

注)単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2012年1月30日、出所: Bloomberg

【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(2)過去6か月間



注)単位は、アジア通貨／米ドル(1米ドル＝アジア通貨)、直近値は、2012年1月30日、出所: Bloomberg

本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2012年1月30日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の国際投信投資顧問経済調査部の見解です。
また、国際投信投資顧問が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。