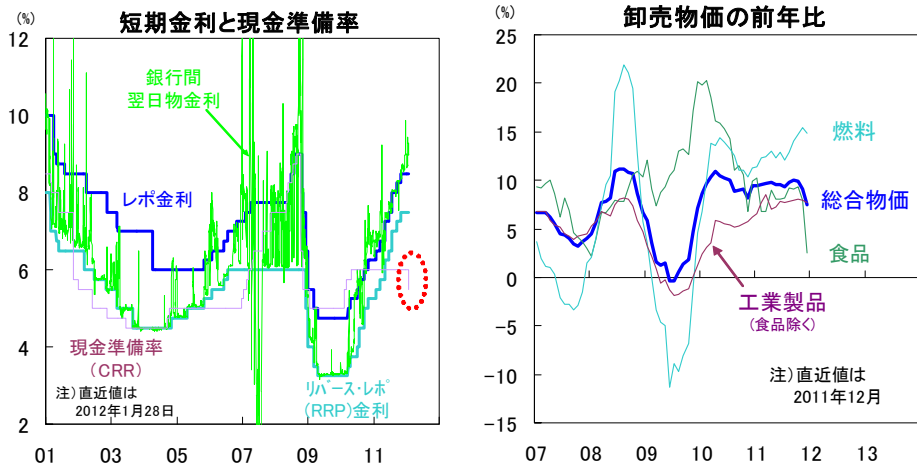


## インド：現金準備率(CRR)引下げは、利下げ開始への布石なのか

【図1】市場の予想外の現金準備率引下げを行った準備銀行(左)

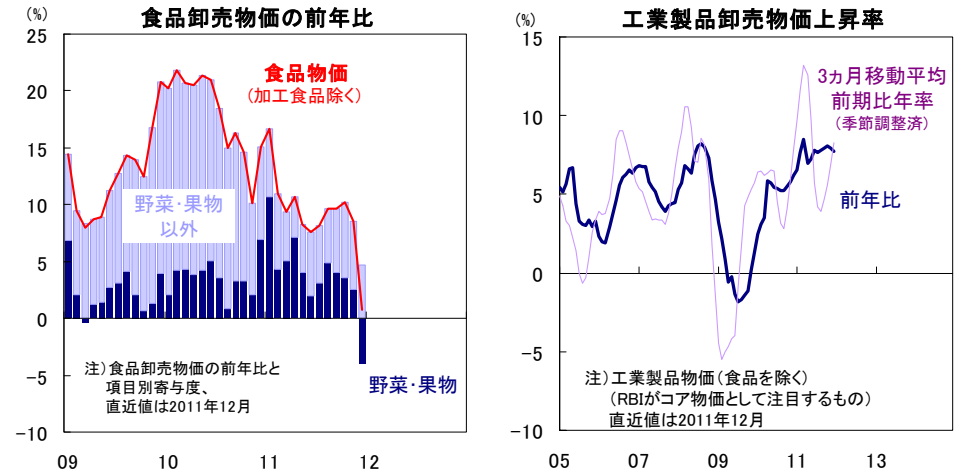


出所) インド準備銀行(RBI)、インド商工省、CEIC、Bloomberg

先週24日、インド準備銀行(RBI)は、定例の政策見直しで政策金利(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%へ引下げることを決定(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%高で日を終わりました。

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月の見直しに次ぐ2度目のものです。今回、近い将来の利下げ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。今月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ヶ月ぶりに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(図1右)。

【図2】急落した食品物価(左)と高止まるコア物価(右)



出所) インド商工省、CEIC

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。食品物価を押下げたのは野菜・果物価格ですが(図2左)、同価格が前年比▲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。また、燃料価格の前年比は+14.9%と高止まっており、RBIがコア物価として注目する工業製品物価(食品除く)も+7.7%と、前月の+8.0%からやや低下するに留まりました(図2右)。

一方、大幅な利上げの効果浸透などに伴って、景気は減速しています。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)。+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。今月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%から急回復したものの(図3右)、ヒンドゥー教大祭(Diwali)による連休の前ズレ(一昨年は11月、昨年は10月)の影響で、昨年11月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。

## ● 11月の生産急回復は特殊要因による一時的な上ブレか

昨年10-11月2ヶ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3右)。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。RBIは、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。

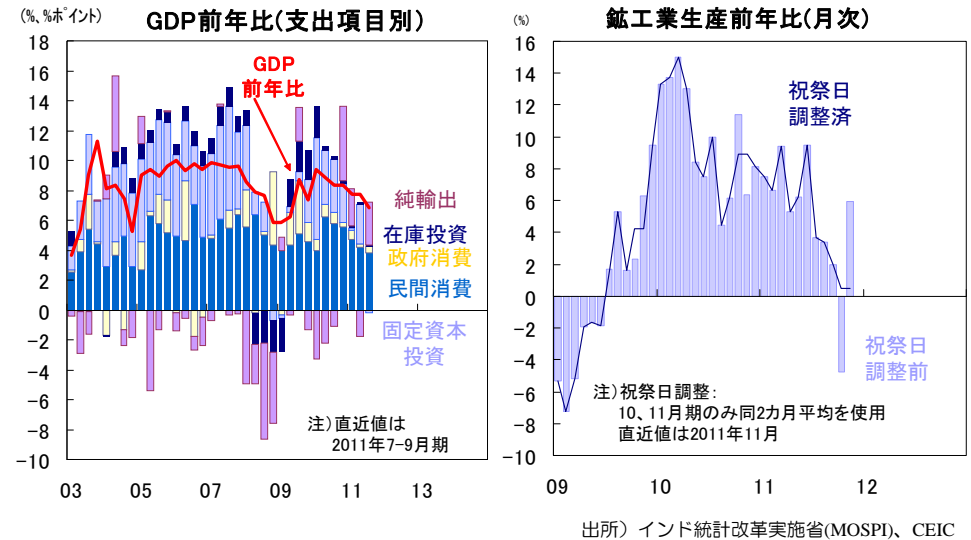
RBIは声明の中で、今回のCRR引下げの決定では、(1)経済成長の減速、(2)依然高いインフレ率とインフレ上昇リスク、(3)銀行間の流動性のひっ迫(図4左)、などを考慮したとしています。(2)のインフレ動向については、高タンパク食品や工業製品(食品除く)など、需要側の圧力を反映しやすい物価が高止まっていることを指摘。また、世界的な原油価格の上昇、昨年8月以降のルピー相場下落(図4右)による輸入物価上昇、財政収支悪化(主に政府消費支出の上ブレ)による内需刺激などがインフレ圧力を生む恐れがあるとしています。一方、(3)の流動性ひっ迫は、法人税の前納や昨年11月以降のRBIによるルピー買い替え介入に伴う資金吸収によるとみられます。

## ● 利下げ開始の時期を慎重に探るRBI

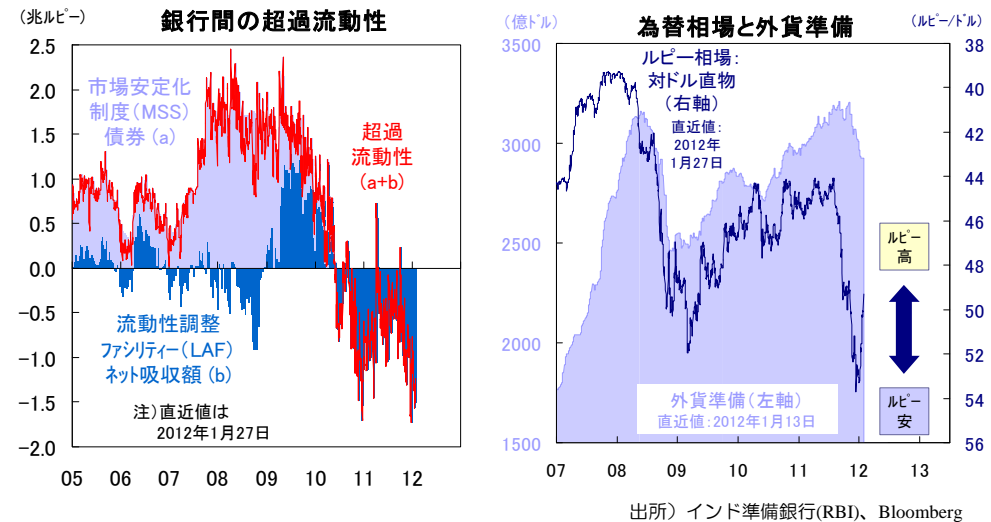
RBIは、流動性のひっ迫が容認できる範囲を超えており、(実物部門への)信用の流れを妨げ経済成長を抑制するリスクがあると指摘。CRR引下げは、恒久的な流動性供給を行う上で最も効果的な手段としています。今回のCRR引下げは、3,200億ルピー程度の流動性供給効果があるとみられ、実施済みの公開市場操作(国債買取)と併せ、累計1兆ルピー超の資金が供給されたと考えられます。

RBIは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。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%)となる可能性が高いと考えられます。(入村)

【図3】2年ぶりに7%台割れとなった成長率(左)、減速する鉱工業生産(右)



【図4】ひっ迫する銀行間の流動性(左)、昨年末より反発するルピー相場(右)



### 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。
- 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。