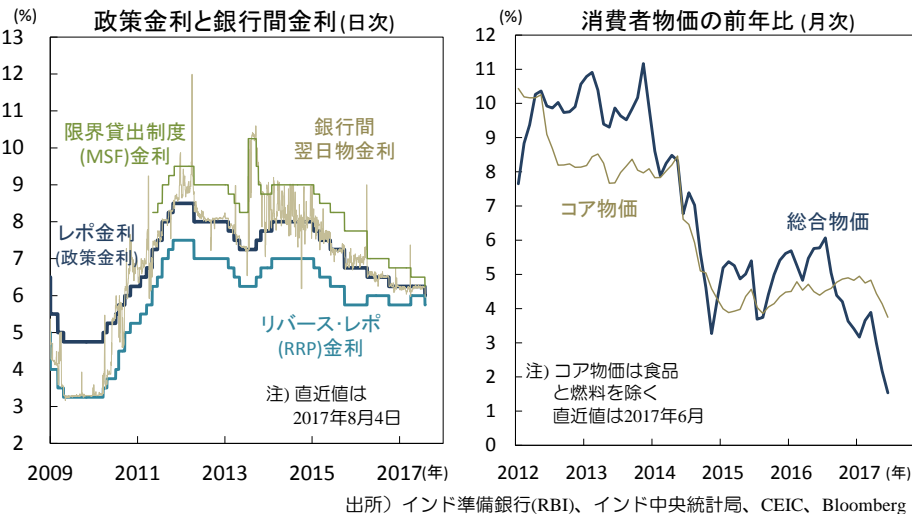


## インド：準備銀行は昨年10月以来の利下げを行うも、今後の方向性を示さず

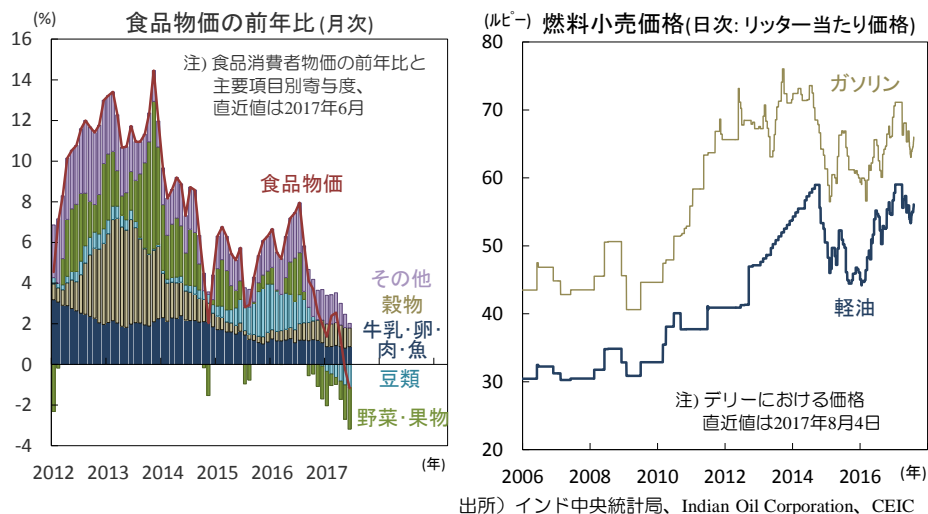
【図1】引下げられた政策金利(左)、低下するインフレ率(右)



先週2日、インド準備銀行(RBI)は金融政策委員会で政策金利を6.25%から6%に引下げ。Bloomberg集計でエコノミスト57人中41人が予想したとおりの決定でした。

利下げは昨年10月以来5会合ぶりであり、2015年1月以降の累積利下げ幅は2%ポイントに上ります(図1左)。利上げは賛成:4名、反対:2名で決定。パトラ委員(RBI理事)は据置き、ドラキア委員(インド経営大学院教授)は5.75%への利下げを主張しました。RBIの声明は、(a)予想される総合物価の軌道の低下、(b)過去3カ月のコア物価の低下、(c)物品サービス税(GST)の円滑な導入、(d)平年並みの雨季の降雨量などが金融緩和の余地を生んだと、利下げの背景を説明。前回6月の声明で+3.5-4.5%とした今年度下期(～2018年3月)の総合物価の伸びは、公務員住宅手当の引上げの影響を除けば「+4%をやや上回る程度」とされました。コア物価(食品と燃料を除く)の前年比は3月の+4.8%から6月の+3.7%へと低下(図1右)。総合物価が鈍化するもののコア物価が下げ渋るという今年3月までの状況が変わり、利下げを検討するRBIの背中を押したとみられます。

【図2】豆類や野菜の物価の落込みが食品物価を押下げ(左)



8月1日時点で雨季の累積降雨量は平年を1%上回っており、国土の84%が平年並みかそれ以上の降雨量と、地域的な偏りも限定的。恵まれた降雨量の下で、雨季作物の作付けは昨年を上回る速度で進んでおり、今後の食品物価の上昇を抑える見込みです。

6月の総合消費者物価は前年比+1.5%と前月の+2.2%より低下し、現統計公表開始以来の最低値を更新(図1右)。食品が同▲1.2%と前月の▲0.2%より落込み(図2左)、総合物価を押下げました。豆類が同▲21.9%(前月:▲19.5%)、野菜が▲16.5%(同▲13.4%)と落込んだ影響です。燃料も同+4.5%と前月の+5.5%より鈍化。国際燃料価格の低下とルピー高の影響とみられます。なお、食品物価の前年比は前年の価格上昇からの反動(ベース効果)で押下げられているものの、同効果は今年8月よりはく落する見込みです。野菜の前月比(季節調整前)は+6.1%と前月の+1.8%より上昇。足元のトマト価格の高騰などが背景です(図3左)。ベース効果のはく落や公務員住宅手当の引上げに伴って、総合物価の前年比は来年3月にかけて+4%台半ば近くまで上昇すると予想されます。

## ● 足元の物価は低位だが、今後の物価押し上げ要因も

声明は、今後の物価押し上げ要因として、(a)複数の州による農民債務免除に伴う州政府財政の悪化、(b)州政府による公務員給与と住宅手当の引上げ、(c)一部の野菜(トマト等)や動物性タンパク質(牛乳等)の価格の足元での上昇等を列挙。第7次給与委員会の勧告に基づいて連邦政府公務員の給与と住宅手当が引上げられた後、今後は州政府公務員についても同様の引上げが行われる見込みです。仮に今年度中に全ての州が連邦政府並みの引上げを行った場合、今後18-24カ月間に総合物価は+1%ポイント押し上げられるとRBIは試算。前述の物価見通しは同押し上げ効果を含んでいません。一方、物価抑制要因としては、(a)十分な降雨量と効果的な供給管理による食品物価の抑制、(b)コア物価の鈍化による総合物価の抑制、(c)一次産品価格の安定を挙げました。

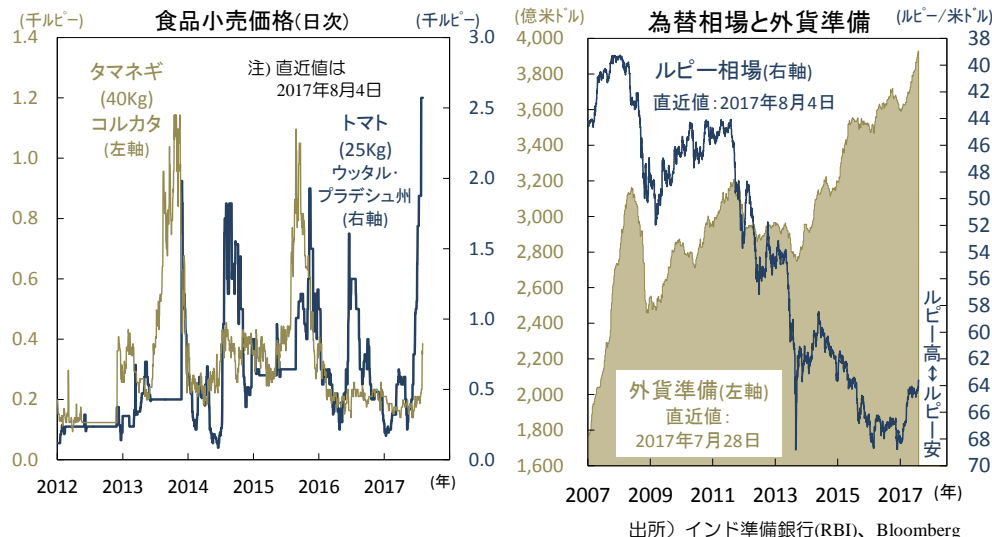
声明は、企業の過剰債務と銀行の不良債権という「双子のバランス・シート問題」にも言及。同問題が投資の回復を妨げ、累積利下げの効果が浸透するのを妨げていることを問題視している模様です。RBIは、民間投資の回復やインフラのボトルネックの解消等が重要であり、州による投資計画の迅速な認可が必要と記述。政府とRBIは不良債権処理の促進と国有銀行への資本注入等を通じて投資の回復を促すとしていました。

## ● 経済改革への期待等から底堅く推移するルピー相場

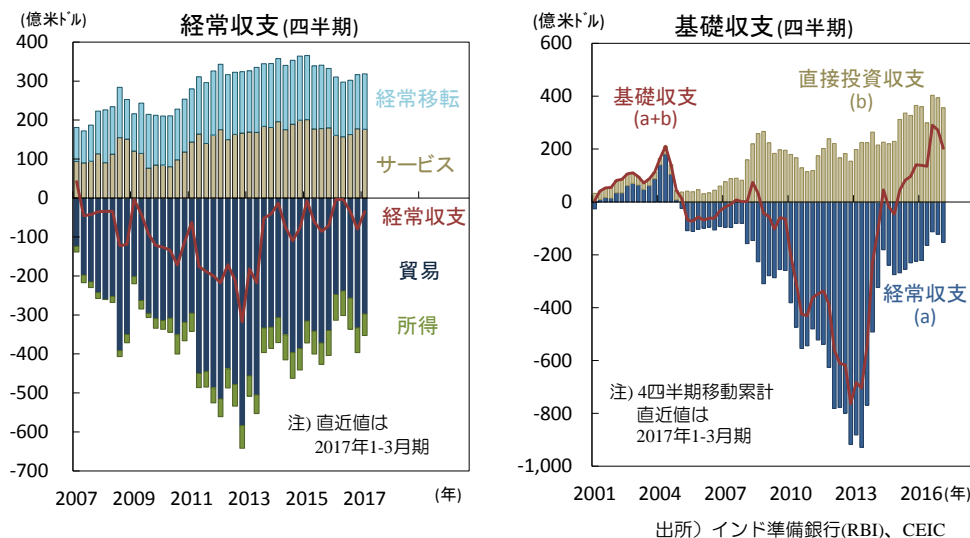
声明は、足元で物価が低下しているものの、一時的な要因と構造的な要因を分離することは難しいと記述。物価は、天候改善に伴う収穫量の増加や輸入の増加による豆類や穀物の供給過剰など一時的な要因と、食品供給管理の改善という構造的要因によって押下げられています。RBIは、政策の方向性を前回と同様の「中立」に保ち今後のデータを注視するとし、今回で利下げが打ち止めかについてヒントを与えませんでした。総合物価の伸びを持続的に+4%に抑えることを目標とするRBIは、今後は金利を据置くとみられます。しかし、物価の軌道が今後も予想を下回り続けた場合、今年末から来年初にかけて1回(0.25%ポイント)の追加利下げを行う可能性が高まるでしょう。

通貨ルピーは先週2日に対ドルで前日比+0.6%上昇。利下げによる景気刺激の期待等が背景です。年初より先週4日まででは同+6.8%と(図3右)、主要アジア通貨でタイと韓国に次ぐ上昇率。落ち着いた物価や経常収支の安定化(図4)や高水準の金利に加え、経済改革の期待などが背景です。与党インド人民党は2-3月のウッタル・プラデシュ州議会選挙で圧勝し、先月27日にはビハール州の有力地方政党との連立に成功。2019年の与党再選の期待が高まる中、ルピーは底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図3】足元で高騰するトマト価格(左)、年初より堅調なルピー相場(右)



【図4】縮小する経常赤字(左)、黒字に転じた基礎収支(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のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、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に基づき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。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況であり、また、見通しないし分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また税金・手数料等は考慮しておりません。
- 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三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・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。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会