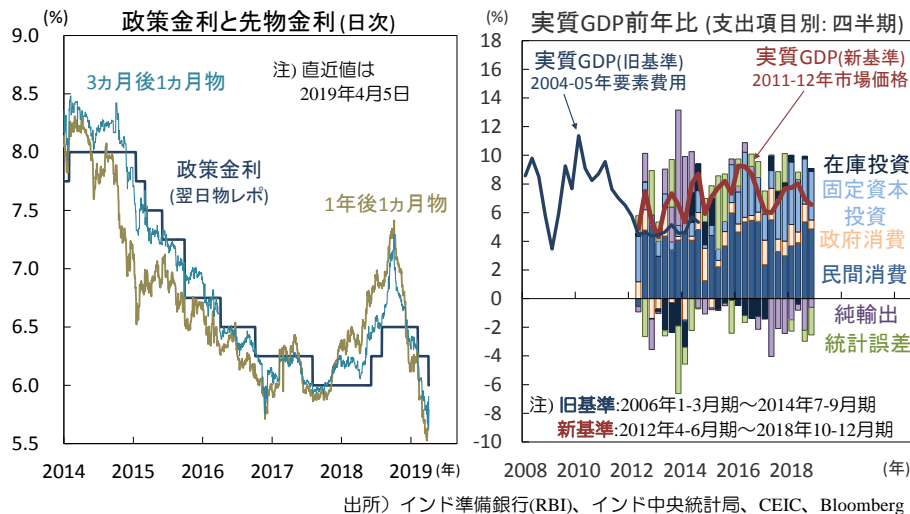


## インド：連続利下げが行われるも、中立スタンス維持に市場は失望

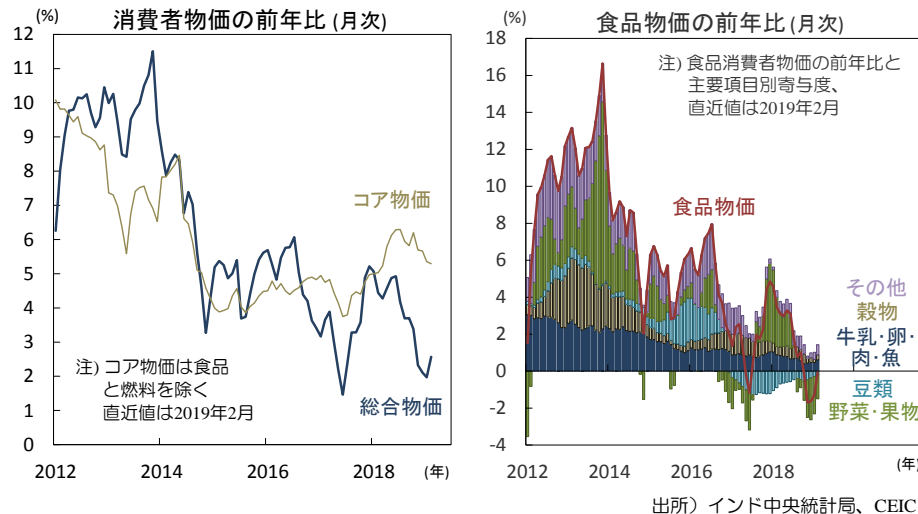
【図1】連続利下げを実施(左)、足元では景気が鈍化(右)



先週4日、インド準備銀行(RBI)の金融政策委員会(MPC)は政策金利を6.25%から6%に引下げ。Bloomberg集計で47社中45社が予想した通りの決定でした。利下げは2回連続で(図1左)、政策スタンスは引続き「中立」に維持。市場参加者の一部は、今後の連続利下げを示唆する「緩和的」スタンスへの変更や利下げ幅の拡大等を期待しており、今回の結果に失望。通貨ルピーは対ドルで前日比▲1.1%下落、株価(SENSEX指数)は同▲0.5%下落、10年国債利回りは7.348%と同0.077%pt上昇(価格は下落)しました。

今回の決定は、前回と同様に4対2で決定。全会一致を期待した市場参加者は、据置きを主張する委員の存在に驚いた模様です。また、中立スタンスの維持も前回と同様に5対1で決定。この先の追加利下げを当然視するのではなく、経済データを見極めつつ慎重に判断したいとの考えが強い模様です。MPCは、今年度(～2020年3月)のGDP成長率見通しを前回の+7.4%から+7.2%に下方修正し、消費者物価上昇率見通しも下方修正しました(4-9月:+3.2～3.4%→+2.9～3.0%、10-3月:+3.9%→+3.5～3.8%)。

【図2】総合消費者物価が低迷する一方でコア物価は高止り(左)



声明は、資本財の生産や輸入が減速するなど国内投資に鈍化の兆しがあり、同国の輸出が世界景気の減速の影響を受ける可能性もあるとしました。足元の産出ギャップはマイナスであり、経済は対外環境の悪化という逆風に晒されていると指摘。軟調な民間投資を刺激し景気を加速させるために、今回の利下げを決めたと説明しました。

声明はインフレ見通しの上振れと下振れのリスクは均衡しているとしつつ、多くの物価上振れ要因を列挙。(1)エルニーニョ現象による雨季の雨不足と食品物価の上昇、(2)低迷する国内燃料価格(電力や薪等)の動向、(3)国際原油価格の変動、(4)コア物価の高止まり、(5)金融市場の変動(ルピー安による輸入インフレ等)、(6)政府財政の状況(拡張的な財政政策による需要の押し上げなど)が挙げられました。声明によれば、今回の物価見通しの引下げは、食品と燃料物価の下振れ、コア物価の鈍化、家計の期待インフレ率や企業の予想投入/産出価格の低下等を反映。しかし、同予想は今年の雨季の降雨量が平年並みと仮定しており、かつ総選挙後の予算修正の可能性は織込んでいません。

## ● 雨不足や政府歳出の拡大による物価押し上げ懸念

RBIの声明が物価見通しを引下げつつ物価上振れ要因を多く挙げたのは、物価上振れにつながる不確定要因が多い現状を反映したものでしょう。降雨量の動向が明らかになるのは6月の雨季入り前後。また、仮に野党国民会議派が政権を奪取した場合、選挙公約に則って歳出を拡大するかが7月前後の予算修正で明らかになるでしょう。

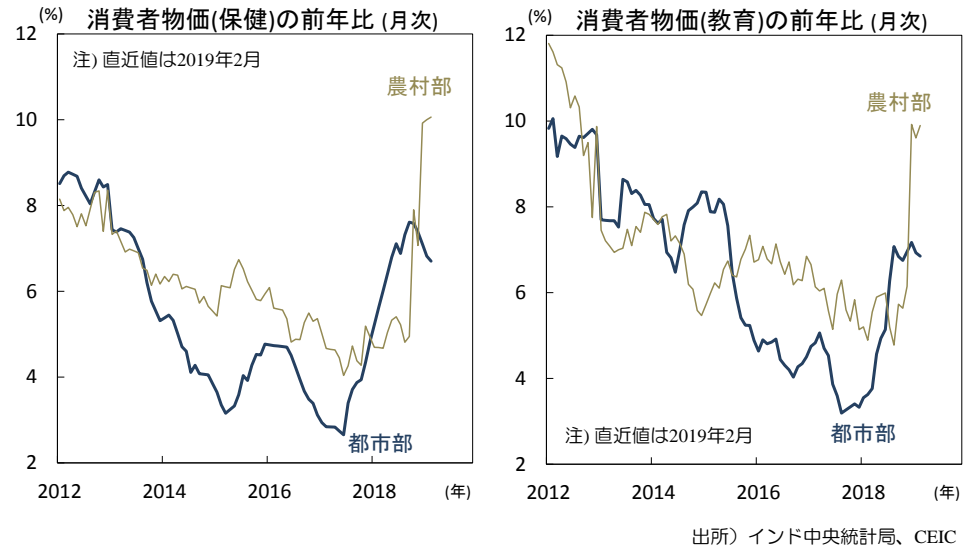
2月の総合消費者物価は前年比+2.6%と前月の+2.0%より上昇(図2左)。食品が同▲0.1%と前月の▲1.3%より下げ幅を縮め(図2右)、総合物価を押し上げ。野菜や豆類が下げ幅を縮小した影響です。燃料は同+1.2%(前月:+2.1%)、運輸・通信も同+3.1%(同:+3.4%)と鈍化しました。食品と燃料を除くコア物価は同+5.3%と前月の+5.4%よりやや低下。縮小しつつあるものの総合とコア物価の差は大きく開いています。総合物価が食品物価に押下げられる一方でコア物価が高止まりしており、市場参加者の一部は需要側からのインフレ圧力を懸念。もっともこうした懸念は鈍化する景気と整合的ではありません。コア物価を押し上げているのは主に保健(前年比:+8.8%)と教育(同:+8.1%)であり、両物価とも農村部の伸びが顕著(図3)。農村部の消費需要は低迷しており、後発医薬品の価格や教育費の改定等一時的な要因による押し上げとみられます。

## ● 準備銀行は次回6月にも追加利下げを実施か

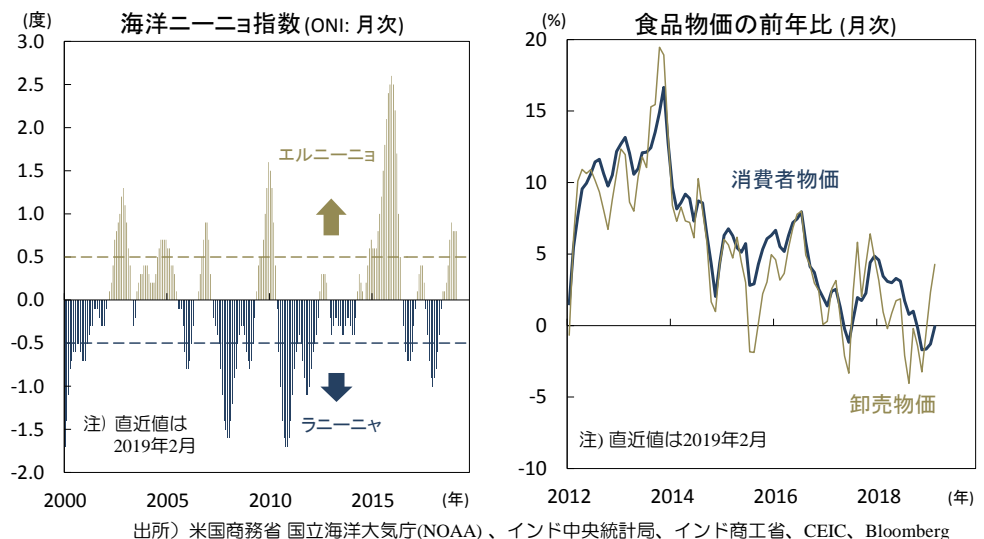
足元では食品卸売物価が食品消費者物価を上回って上昇(図4右)。食品消費者物価が上昇を始めるのは時間の問題でしょう。今後は年末に向けてコア物価が低下するとともに、総合消費者物価は+4%強の水準まで徐々に上昇すると予想されます。

RBIの声明は、政府預金の増加等に伴って銀行間の流動性が2月上旬よりマイナスとなったと指摘。変動金利レポ入札(期間14~56日)や為替スワップ入札(期間3年)によってルーペ流動性を供給したとしました。MPC後のRBI総裁会見では、流動性不足によって利下げ効果の波及が妨げられている可能性に関する質問が集中。ダス総裁は、銀行の貸付金利が十分に下げっていないことを認めつつ、公開市場操作(OMO)による国債買取などによって資金供給を行うと発言し、為替スワップ入札の導入に伴って従来型のOMOが廃止されるとの懸念の払拭に努めました。今後、RBIは次回6月のMPCで政策金利を6%から5.75%に引下げ、以降は金利を据置くと予想されます。もし、景気が予想以上に底堅く物価の上昇もRBIの予想以上となった場合は6月に金利を据置き、新政府による予算修正の有無や雨季前半の降雨量の動向などを注視した上で、8月に追加利下げを行うべきかを慎重に見極めることになると考えられます。(入村)

【図3】農村部での保健と教育価格の上昇がコア物価を押し上げ



【図4】エルニーニョで雨不足の懸念(左)、上昇する食品卸売物価(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・状況または作成時点での見通し・分析であり、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・手数料等を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