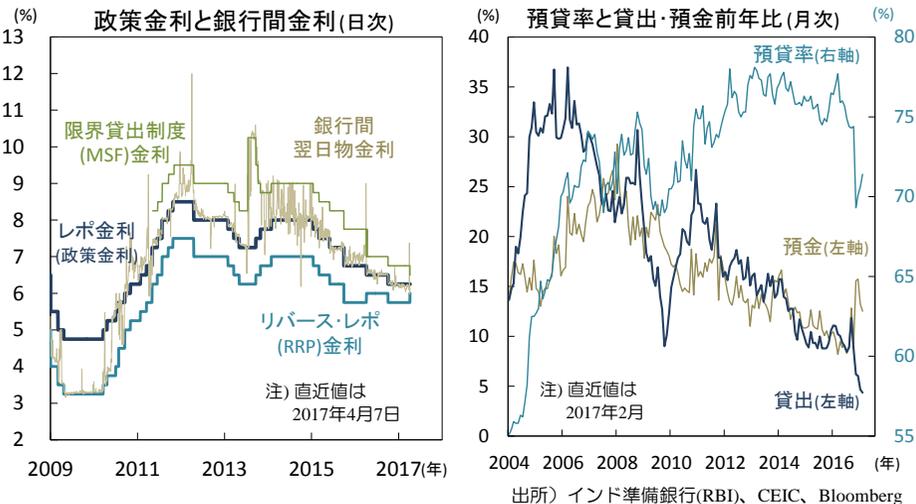


## インド: 政策金利コリドーの縮小は堅調なルピー相場の更なる支援要因となるのか

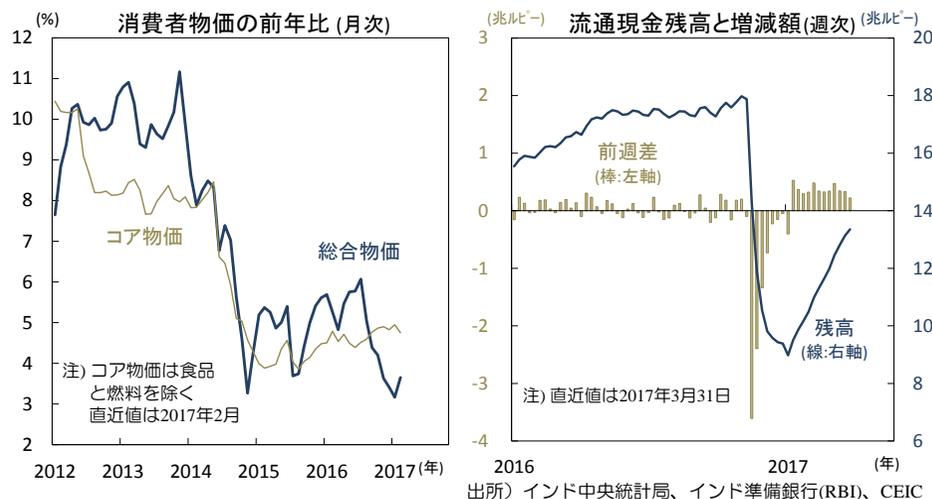
【図1】金利コリドーの縮小を決定(左)、急増した銀行部門の預金(右)



先週6日、インド準備銀行(RBI)は政策会合で政策金利を6.25%で据置くとともに、金利コリドーの縮小を決定。リバース・レポ金利の引上げ(5.75%→6%)と限界貸出制度(MSF)の引下げ(6.75%→6.5%)で同コリドーを政策金利±0.25%に狭めました(図1左)。

市場の予想外のコリドー縮小は、低下気味の銀行間翌日物金利を政策金利に近づけることを意図したものとみられます。昨年11月の高額紙幣の廃貨に伴って銀行部門の預金が急増し(図1右)、短期金利は低下。RBIはこうした状況が緩和的と解釈されることを懸念したと思われる。RBIは変動金利のターム物リバース・レポ入札で流動性を吸収。今後も、流動性の水準を中立に戻すために、必要に応じて公開市場操作(OMO)による資金吸収や現金預金準備率(CRR)の引上げを行う見込みです。なお、RBIは国債などの担保が不要な常設預金制度(SDF)の新設も検討しているものの、RBI法の改正が必要なため時間がかかりそうな状況です。銀行預金として吸収された廃貨紙幣は、新札の供給とともに引出され、銀行間の流動性は今後徐々に縮小すると予想されます。

【図2】総合物価は低位だが底打ち(左)、現金流通量は回復中(右)



RBIの声明は、足元で低水準の総合消費者物価の前年比(図2左、2月時点で+3.7%)は今後徐々に上昇し、今年4-9月期に平均+4.5%、10-3月期に同+5%になると予想。物価の上振れリスクとして、(a)雨季の雨不足による食品物価の上昇、(b)公務員の住宅手当の引上げ(第7次給与委員会勧告による。物価押し上げ幅予想は+1.0-1.5%pt)、(c)財サービス税(GST)導入による一時的な物価上昇、(d)一般政府の財政赤字の拡大などを列挙しました。(d)に関しては、農民債務免除の動きに懸念を表明。北部ウッタル・プラデシュ州の議会選挙で勝利した与党BJPの政権が同州で行う措置を念頭に置いた模様です。

声明は物価の上振れ/下振れリスクは均衡しているとしつつ、上振れリスクを強調。内需の改善とともに企業の価格設定力が回復し投入価格の上昇が転化されやすいこと、産出ギャップが徐々に縮小しており、需要側からの圧力が生じやすいことを指摘しました。高額紙幣の廃貨によって急減した流通現金の残高は徐々に回復(図2右)、一時大きく悪化した企業の景況感(図3左)や耐久財消費の伸びも底を打ち上昇し始めています。

## ● 主要州議会選挙以降、資本流入が加速ルピーが上昇

RBIの声明は、今後も中立的な姿勢を保つとし、将来の政策は今後のデータ次第と記述。今後の物価上昇が見込まれる中、+4%の物価目標を掲げる同行は今年末まで政策金利を据置きその後の利上げの開始時期を慎重に探る可能性が高いと考えられます。

通貨ルピーは年初から先週7日にかけて対米ドルで+5.7%上昇と(図3右)、主要アジア通貨では韓国(+6.5%)に次ぐ上昇率を記録しました。2-3月実施のウッタル・プラデシュ州の議会選挙での与党BJPの圧勝の直後より、証券投資資本の流入が加速(図4左)。同勝利に伴うモディ首相の求心力の向上によって経済改革の動きが加速し、2019年の下院総選挙でBJPが再選を果たすなどといった期待の高まりも背景と考えられます(本レポート3月13日号 参照)。また、同選挙に先立つ2月1日には、政府が財政再建志向の今年度予算案を公表し(本レポート2月6日号 参照)、2月8日にはRBIが市場の予想外の金利据置きを行い政策の方向性を従来の緩和的から中立的に修正。政府は重要な週選挙を控える中でも大衆迎合策に走らず財政の健全性を重視し、RBIは高額紙幣の廃貨によって一時的に景気が鈍化する中でも中期的な物価の抑制を重視しました。こうした健全な経済運営も同国への信頼を高め、資本流入を促してきたと考えられます。

## ● 恵まれた経済環境や高い実質金利が今後もルピーを下支えか

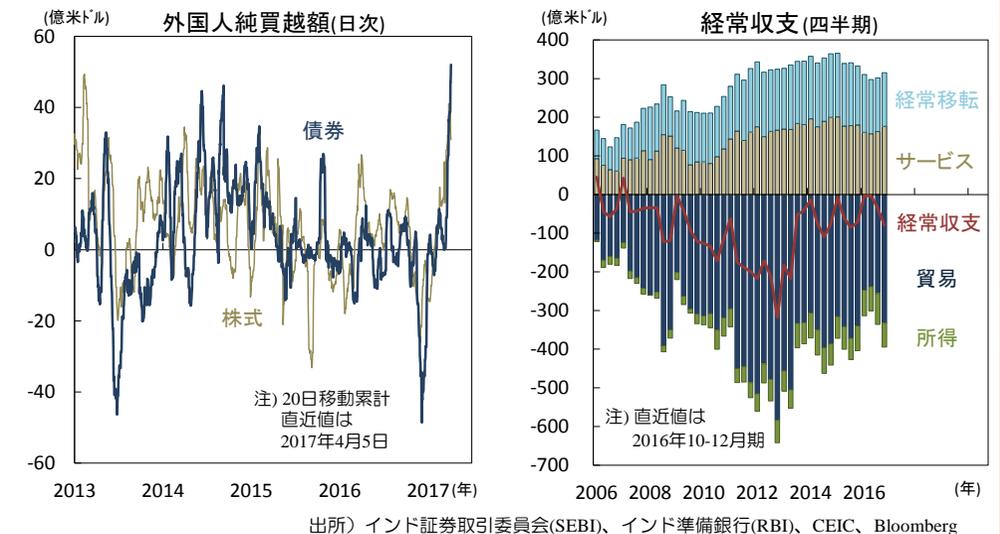
2013年半ばにかけて拡大した経常赤字が大きく縮小し(図4右)、国際収支は安定化。落ち着いた物価の下で内需にけん引された底堅い景気拡大が続くなど恵まれた環境や、相対的に高い実質金利の水準なども、同通貨を支えているとみられます。

昨年11月の米大統領選挙の直後には、完全雇用に近い米国で大規模な減税やインフラ投資が行われ物価が上昇するとの懸念などから米長期金利が上昇し、新興国から資本が流出。しかし、ヘルスケア改革法案が成立せず米政権の政策実行能力が疑われる中で、米長期金利は低下し米ドルは下落。主要国の金利変動の低下によって、実質金利水準の高い新興国通貨への資本流入が促されています。今回のRBIによる金利コリドーの縮小は、低下気味であった同国の短期金利の水準を押し上げるでしょう。RBIは双方向での市場介入を行ってルピー相場の変動を抑えてきたものの、3月上旬以降は資本流入が加速する中でルピー相場の上昇を容認。米ドル安基調が続く中で対ドル相場の上昇への警戒感は薄れている模様です。恵まれた経済環境、安定的な国際収支、健全な経済運営、経済改革による潜在成長力の改善期待、高水準の実質金利など多くの要因に支えられ、ルピー相場は今後も底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図3】回復する景況感(左)、3月よりルピー相場の上昇が加速(右)



【図4】加速する資本流入(左)、大きく縮小した経常赤字(右)



## 留意事項

- 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