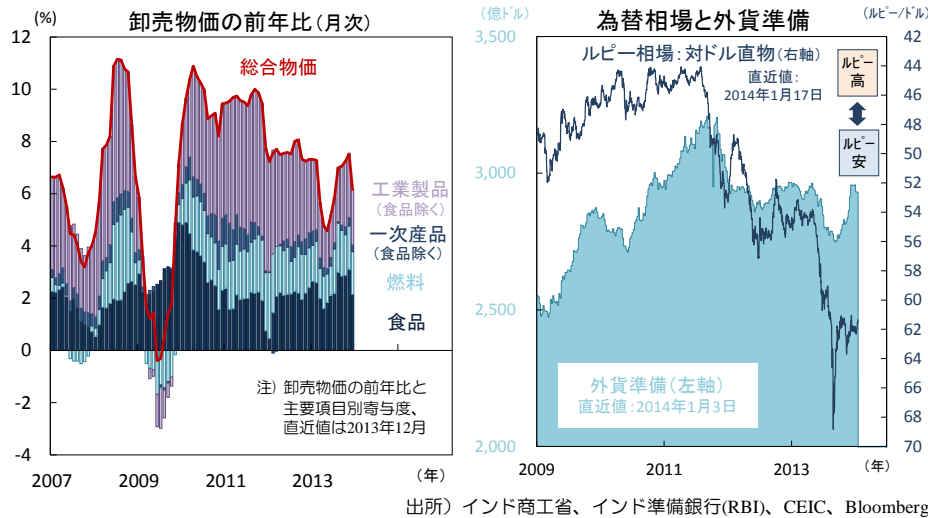


インド：予想以上の卸売物価上昇率の低下で当面、追加利上げは遠のいたのか

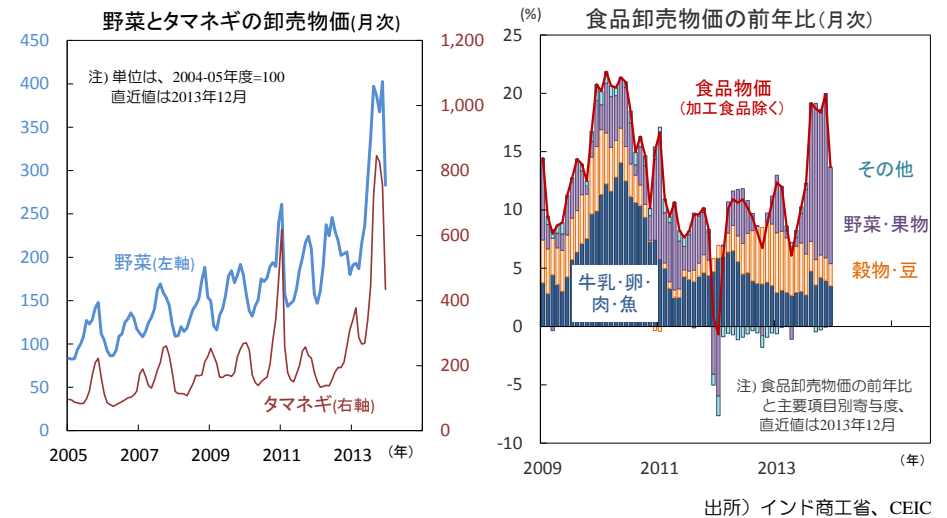
【図1】 予想以上の低下を見せた12月の総合卸売物価(左)



先週15日、インド政府は12月の総合卸売物価の前年比が+6.2%と前月の+7.5%より大きく低下し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計中央値、以下同様)の+7.0%を下回ったことを公表。市場には、追加利上げは遠のいたとの安堵感が広まり、10年国債利回りは前日比0.07ポイント低下、SENSEX株価指数の終値は同+1.2%上昇しました。

同物価の前年比は、昨年5月に+4.6%まで低下した後に反転。7-8月のルピー相場急落(図1右)による輸入物価の上昇や天候不順などに伴う野菜価格の高騰などから上昇を続け、11月には+7.5%まで上昇(図1左)、市場参加者の間に追加利上げは不可避との見方が広まりました。今回、12月の同物価を押下げたのは、10-11月に高騰した野菜物価の反落でした(図2左)。急騰していたタマネギなどの価格が下がったことに伴い、野菜物価は前月比(季節調整前)▲29.7%と前月の+9.5%から反落し、前年比も+57.3%と前月の+95.2%より鈍化。この結果、食品物価の前年比は+13.7%と前月の+19.9%から鈍化し(図2右)、総合物価の前年比を押下げました。

【図2】 高騰していた野菜価格が沈静化し(左)、食品物価を押下げ(右)



1月上旬にかけても野菜の小売価格は低下を続けている模様であり、1月の同物価の上昇率は更に低下すると予想されます。物価の鎮静化に伴って、インド準備銀行(RBI)には、ひとまず金利を据置き景気物価動向を見極める余裕が生まれたと思われます。

12月半ばに、11月の総合消費者物価と総合卸売物価が前年比+11.2%、同+7.5%まで上昇したことが公表されると、市場参加者は利上げは不可避と考え、12月18日の金融政策見直しで政策金利が7.75%から8%まで引上げられると予想するエコノミストは31人中26人に上りました(Bloomberg集計)。しかし、RBIはこうした市場の予想を裏切り金利を据置きました(図3左、本レポート12月24日号参照)。RBIの政策声明は、足元の物価は高すぎるが今後どう動くが不確実であり、(金利を据置いて)更なるデータを待つ意義があると指摘。一方で、インフレへの警戒は怠らず、もし、次回(12月)に期待通りに食品物価の大幅な下落やコア物価の下落が見られなければ、定例外の行動(緊急利上げ等)もためらわないと、政策運営の見通し(ガイダンス)を示しました。

● 下落する総合物価と高止まるコア物価

12月の上旬には既に野菜の小売価格はすでに下落を始めており、RBIは12月の総合物価が低下することを予想していたと思われます。そして、RBIの予想通り、12月の総合卸売物価と総合消費者物価の前年比は大きく低下しました(図3右)。

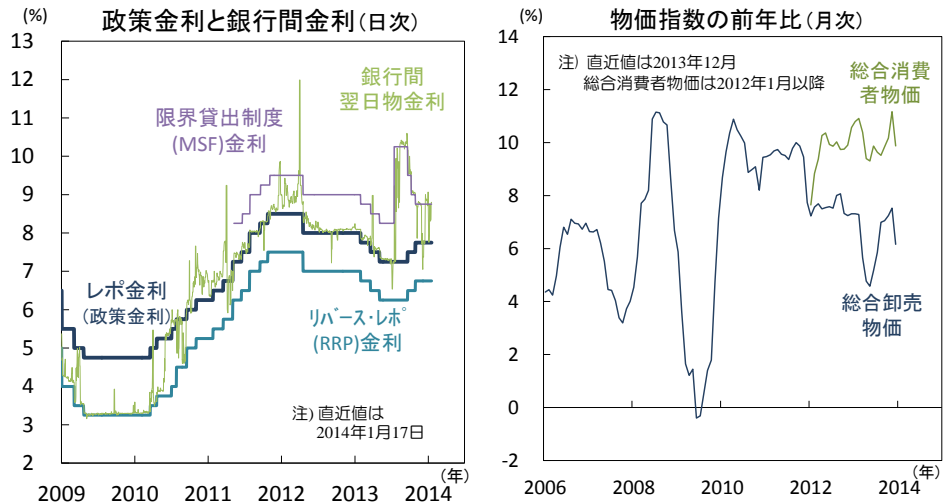
しかし、議論の余地があるのはRBIの掲げた二つ目の基準、コア物価の動向です。12月のコア卸売物価(食品を除く工業製品)の前年比は、+2.8%と前月+2.7%に続き低位、しかし、コア消費者物価(食品と燃料を除く)は同+8.0%と前月と同水準で高止まっています。ラジャン新総裁が率いるRBIは従来より消費者物価を重視しているとみられ、前述の政策声明も高いコア消費者物価を問題視しています。期待通りに総合物価が低下したものの、コア物価が高止まる中、RBIは1月28日の政策見直しで前回と同様に「際どい」判断を迫られるでしょう。足元の景気は軟調です。今月10日に公表された11月の鉱工業生産の前年比は▲2.1%と前月の▲1.6%に次ぐマイナスとなり(図4)、市場予想の+0.8%を下回りました。また、当初想定以上の財政赤字拡大を受けて、政府は3月の年度末に向けて歳出抑制による財政収支目標の達成を図るとみられ、昨年と同様に1-3月の政府支出が鈍化し景気を下押しすると予想されます。

● 準備銀行は、今回も金利を据え置きつつタカ派姿勢を維持か

予想以上に弱い生産などを受け、RBIは今月末も政策金利を据置く可能性が高いでしょう。そして、勢いを欠く内需、野菜価格の沈静化に伴って低下する総合物価、為替相場の安定(図1右)に伴って安定化する輸入物価などが、期待インフレ率を押下げコア消費者物価の低下を促すのかななどを慎重に見極めようとする予想されます。高止まる同物価は、低迷する内需にもかかわらず近年の潜在成長力の低下に伴って負の産出ギャップが小さいことを反映している可能性も否定できません。今後も同物価が低下せず、4-5月の総選挙以降に政治的透明感の低下から投資が回復し景気を押し上げた場合には、RBIは追加利上げも検討せざるを得なくなるでしょう。

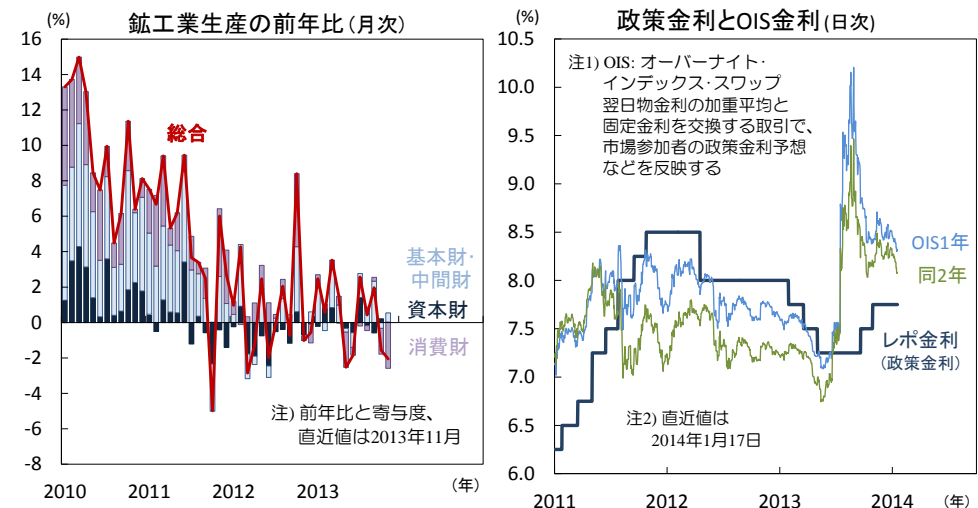
今回、政策金利が再び据置かれたとしても、政策声明は前回と同様にインフレ警戒的(タカ派的)なものと予想されます。しかし、12月の総合物価の低下や11月の鉱工業生産の落込みなどを受け、市場参加者の一部は年内の利下げ開始の可能性すら意識し始めた模様であり、OIS金利は低下しています(図4右)。今後も月末にかけて利下げ開始期待から国債金利が低下を続けた場合、予想外にタカ派的な政策声明を受けて金利が反転するなど、国債価格の変動性が一時的に高まる可能性があります。(入村)

【図3】 前回12月に市場の予想外の金利据置きを決めた準備銀行(左)



出所) インド準備銀行(RBI)、インド工商省、インド中央統計局、CEIC、Bloomberg

【図4】 2ヵ月連続でマイナスの伸びとなった鉱工業生産(左)



出所) インド中央統計局、インド準備銀行(RBI)、CEIC、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・数値等はい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投資情報部の見解です。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。