

# インド中央銀行の新体制始動

## 政策姿勢のハト派化と金融政策の透明化

アジア調査部主任エコノミスト

多田出健太

03-3591-1283

kenta.tadaide@mizuho-ri.co.jp

- インド準備銀行（中央銀行、RBI）はパテル新総裁の下、委員会方式による金融政策運営をスタートさせた。10月の初会合では利下げを決定し、その2週間後には初の議事録が公表された
- RBIは景気に中立的な実質金利の想定を引き下げたほか、インフレ目標についても+4%±2%の中心を厳格に求めない（レンジ内が目標）方針を示し、金融政策スタンスはハト派に傾斜した
- 議事録の内容は、決議事項、金融経済情勢判断および見通し、各メンバーの投票結果という標準的なものに加え、各委員の発言が氏名入りで公開されて透明性向上につながった

### 1. はじめに

インド準備銀行（中央銀行、RBI）は新体制での金融政策運営をスタートさせた。9月にラグラム・ラジャン氏が総裁を退任したことに伴い、ウルジット・パテル氏が副総裁から昇格したほか、新たに金融政策委員会（MPC）が発足し、6人の委員の投票によって金融政策を決定する枠組みが採用された。10月4日には新体制下で初めての会合が行われ、全員一致で利下げの判断が下された。本稿では、新体制となったRBIの金融政策スタンスや枠組みについて、最初のMPC直後に公表された声明文や総裁記者会見と、その2週間後に公表された議事録を踏まえて評価する。

### 2. 金融政策スタンスはハト派に傾斜

RBIは10月4日のMPC会合で、政策金利であるレポレート<sup>1</sup>を6.50%から6.25%へ引き下げることを決定した。また、上限金利の限界貸出ファシリティー（MSF）金利を7.00%から6.75%へ、下限金利のリバース・レポレートを6.00%から5.75%へそれぞれ引き下げた。

RBIは会合後に発表した声明で、8月のインフレ率の大幅鈍化が食品インフレのモメンタムの下方向シフトを反映したものだとの認識を示したうえで、政府が豆類を中心に食品インフレを抑制する複数の手段を導入していることを背景に、今後もインフレが鈍化するとし、それが利下げ余地をもたらしたとしている。もっとも、RBIが利下げに踏み切った理由は、8月のインフレ率の大幅な鈍化だけではないようだ。

RBIは今会合後の記者会見の中で、金融政策に関する2つの重大なルール変更を示している。第一に、景気について中立的な実質金利の水準に関する認識の変更だ。パトラRBI理事は、世界的に中立金利が低下しており、インドの実質中立金利も1.25%程度であると述べた。これまで、ラジャン前総裁は、インドの実質中立金利は1.5~2.0%であるとの考えを示してきたが、新体制においては中立

金利の認識が引き下げられたことが分かる。

第二に、インフレ目標の解釈についての変更である。 $+4\% \pm 2\%$ のレンジによるターゲットに対し、ラジャン前総裁は、2017年3月までにインフレ率を $+5\%$ まで引き下げ、その以降は $+4\%$ の中心に緩やかに近づけていく方針（グライドパス）を明確にしてきた。他方、パテル総裁は、今後の中期的なインフレ目標は $+4\% \pm 2\%$ のレンジそのものとする認識を示しており、ラジャン前総裁と比較してインフレ目標をより柔軟に解釈しているようである。

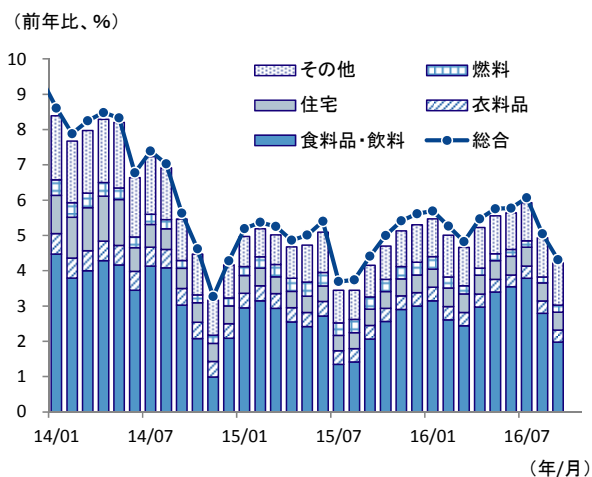
これらの変更に伴い、RBIの利下げ余地は拡大したと考えられる。実質中立金利の想定を変更したことで、従来の $1.5 \sim 2.0\%$ の中央値を基準とすれば、それだけで50bpの利下げ余地が生じる。また、インフレ目標の解釈を緩めたことで、インフレ率の加速についてもより柔軟に対応できるようになった。10月13日に発表された9月の消費者物価指数（CPI）上昇率は、食料品インフレの鎮静化により、前年比 $+4.3\%$ と2015年8月以来の水準まで減速しており、RBIは12月にも追加の利下げを検討する可能性が高まっている（図表1）。

### 3. 委員会制度の導入で政策の透明性が向上

上述したように、RBIは金融政策を委員会で決定する方式に移行した。委員会制度の導入は、パテル委員会<sup>1</sup>の報告に基づく金融政策のフレームワーク強化の一環である。中央銀行による金融政策の決定方式については、一般に総裁による決定と委員会による決定とに分けることができるが、現在は委員会による政策決定の枠組みを採用している国が圧倒的に多い。インドにおいても、今回の変更で総裁単独ではなく委員会として政策の判断を下す方式へと移行することとなった。委員会による意思決定の長所としては、多数の知識による方が正しい決定に到達する可能性は高まること、総裁単独での決定に比べて正当性が高まることの2点が挙げられる。

RBIのMPCは6名のメンバーから構成され、うち3名が総裁を含む内部委員、3名が外部委員からなる体制だ。図表2に示したように、現在のMPCメンバーは、内部委員はパテル総裁、ガンディ副総裁、パトラ常任理事の3名、外部委員はインド統計大学助教授のガート氏、デリー・スクール・オブ・

図表1 消費者物価指数上昇率



(資料)インド統計計画実行省より、みずほ総合研究所作成

図表2 MPCメンバー一覧

委員会メンバー		政策スタンス
<b>内部委員</b>		
ウルジット・パテル	総裁	中立
アール・ガンディ	副総裁	中立
マイケル・パトラ	常任理事	中立
<b>外部委員</b>		
チェタン・ガート	インド統計大学助教授	中立
パミ・デュア	デリー・スクール・オブ・エコノミクス教授	ハト派
ラビンドラ・ドラキア	インド経営大学院アーメダバード教授	ハト派

(資料)インド準備銀行より、みずほ総合研究所作成

エコノミクス教授のデュア氏、インド経営大学院アーメダバード校教授のドラキア氏の3名である。金融政策に関する決定は多数決によって行われ、賛否同数の場合には総裁が決定権を有する。

MPCの議事録は会合から2週間後に公表される。10月18日に公表された議事録を見ると、冒頭部分の後に決議事項、金融経済情勢の現状判断および見通し、各メンバーの投票結果と発言を記述するという構成となっている。内容の構成は先進国の中央銀行の議事録に照らして一般的なものであるが、各メンバーの見解が明確に示されていることは珍しい。先進国の中央銀行の場合、各メンバーの投票結果が明らかにされることはあるが、発言内容については氏名が伏せられているのが一般的だ。これに対し、RBIの議事録では氏名入りで発言が掲載されており、各メンバーの主張を把握するうえで有用である。

議事録で各メンバーの政策スタンスを把握できるようになったことは、金融政策の透明性を高めると考えられる。会合を重ねるにつれて、各メンバーの政策スタンスについてタカ派、中立、ハト派といった色分けが出来るようになり、議事録での発言などから先行きの金融政策に関する予見性を高めることにつながる。まだ初会合が終わったばかりで各メンバーの政策スタンスに対して明確なコンセンサスは形成されていないものの、参考までに評価してみると、RBIの内部委員は中立的であり、外部委員はハト派寄りとの印象だ(図表2)。インフレ目標やMPCの導入などを提言したパテル氏や、同じく内部委員であるパトラ氏などはタカ派的な位置づけになると見る向きが多かったと思われるが、実際にはそれほどタカ派的とは言えず、中立的なスタンスを取っているとうかがえる。

今回の議事録では、中立的な実質金利の水準やインフレ目標の解釈に関する変更理由は明らかにされなかった。上述したように、これらの解釈を変更したことによってRBIが一段の金融緩和に踏み切る余地を確保したことを考えると、その判断に至った議論について説明する必要があると考えられる。この点については、透明性向上に関して課題が残ったといえる。

なお、ラジャン前総裁の退任が決定した際、注目すべき論点として①後任人事、②物価安定重視の金融政策の行方、③不良債権処理の継続性を挙げたが<sup>2</sup>、不良債権処理に対するパテル総裁の見解は今のところ明確でない。ラジャン前総裁は断固とした不良債権の処理を各銀行に求めていたが、これに対する批判が退任の一因とみられていた。パテル総裁は、10月4日のMPC後の記者会見で、不良債権処理を「断固かつ現実的」に進める方針を述べていたことから、ラジャン前総裁の方針を修正したとの見方が生じており、RBIが新体制に移行後も不良債権処理を積極的に進めるかは引き続き注視する必要がある。

---

<sup>1</sup> ラジャン前総裁が就任時に、パテル副総裁(現総裁)に外部専門家とRBIスタッフで構成される委員会(通称パテル委員会)で、金融政策のフレームワークを強化するために必要なことを3カ月で提案するよう求めたことに始まる。パテル委員会では柔軟なインフレ目標やMPCの導入などが提言された。

<sup>2</sup> 小林公司(2016)「インド中銀総裁退任表明の衝撃」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2016年6月28日)。