

第7章

インドにおけるグローバル金融危機への政策対応と金融システム

——金融国際化の進展と構造的問題による歪みの深刻化——

島根 良枝

第1節 はじめに

インドでは、1991年に外貨危機に陥ったことを契機に経済構造改革の必要性が改めて認識され、その後、幅広い分野で規制緩和と自由化を柱とする政策転換が試みられてきた。金融においても、外国企業・機関投資家による対インド投資の自由化と、インド企業による対外投資および海外資金調達の自由化という両面で規制緩和と自由化が進められた。アジア通貨危機の際にはほとんど影響を受けなかったインド経済が今次グローバル金融危機の影響を免れなかったのは、こうした政策の結果、実体経済だけでなく金融面でも国際市場との関係が強まっていたためである。

グローバル金融危機はインド経済にさまざまな影響を及ぼしたが、なかでも、資金調達における国際金融市場への依存が強まる一方、国内金融市場の機能不全が深刻化するという状況がもたらされたことが重要な構造変化として注目される。本章は、危機に対する政策対応とともにこうした構造変化を考察することによって、グローバル金融危機がインド経済に及ぼしたインパクトを明らかにすることを目的としている。

本章の構成は次のとおりである。まず第2節で、グローバル金融危機への政策対応の成果と限界を考察する。インド経済が比較的早期に回復基調に転

じたことから危機直後の政策対応は一定の評価を得ているが、ここでは、財政的な景気刺激策については規模も内容も不十分なものであり、金融政策が早期に引き締めめに転換された背景に緩和政策を継続できない制約要因があったことを明らかにする。つぎに第3節で、海外からの資金調達についていっそうの規制緩和が進められたため、グローバル金融危機後に企業と銀行部門がともに海外資金への依存を強めるという金融の国際化がさらに進展したことを概観する。第4節では、グローバル金融危機への政策対応とその後の金融国際化が進むなかで、国内金融市場の金融仲介機能不全と金融抑圧という従来からの構造的問題が深刻化しつつある問題を指摘する。

第2節 グローバル金融危機への政策対応と成果、限界

グローバル金融危機に対する政府および金融当局の政策対応は当初は良好な結果をもたらし、景気は早期に回復に向かった。しかし、2007/08年度（4月～翌3月）までの経済成長が民間消費と投資の伸びを中心としたのに対して2008/09年度の景気回復は政府消費の拡大によるものであり、一時は回復の兆しを見せた投資の伸びは持続しなかった。その後、金融当局は、景気回復が本格化していないにもかかわらず2010年1月にはインフレ対策を優先して金融政策を引き締めへと転換し、さらに2012年1月にはインフレ懸念が解消されないまま再び金融緩和に踏み切った。以下では、こうした変遷の順を追って、政策対応と成果、および成果が不十分な段階で政策を転換せざるを得なかった要因としての限界を確認していく。

1. 当初の政策対応と景気回復

グローバル金融危機の影響もあってインドの実質GDP成長率は2007/08年度の9.3%から2008/09年度に6.7%に低下した。インド経済は1997年のアジ

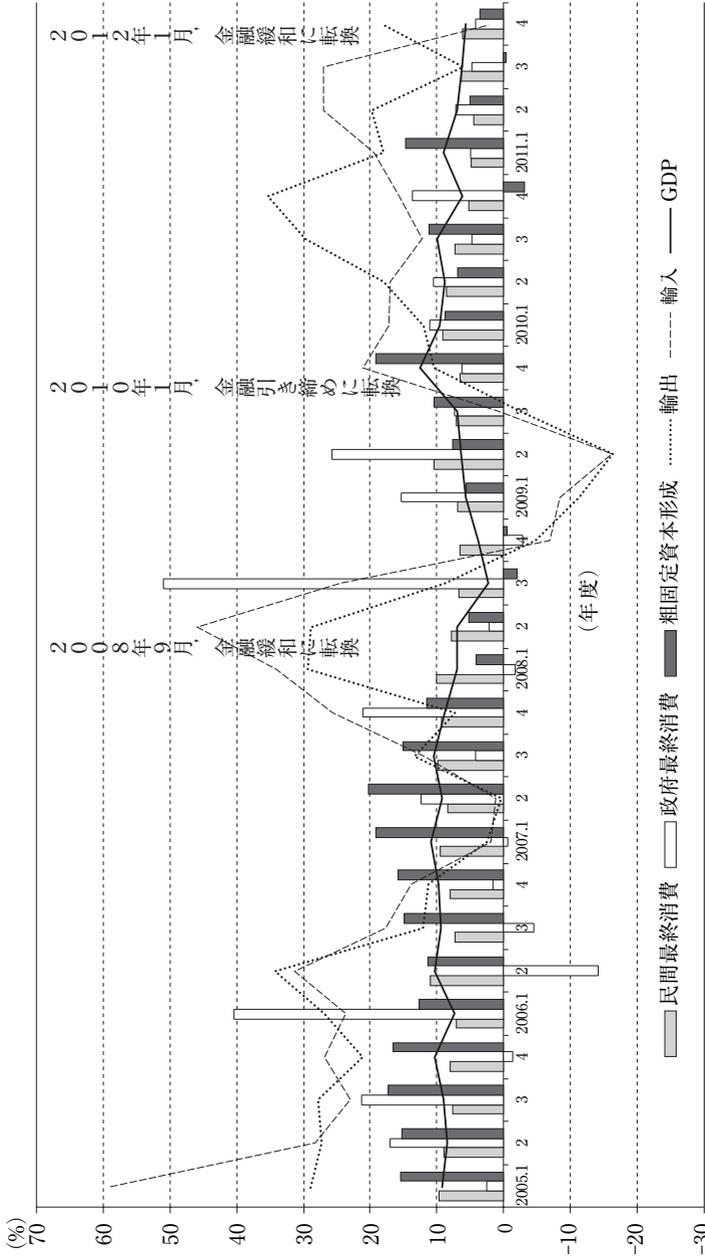
ア通貨危機時にはほとんど影響を受けなかったが、今回の米国発の金融危機では輸出鈍化と資本流出に見舞われたためである。

その後、マクロ的にみれば、実質 GDP 成長率が2008/09年度第4四半期には上昇傾向に転じるなど、インド経済はグローバル金融危機の影響による景気後退から早期に回復に向かい（図1参照）、2009/10年度の GDP 成長率は7.4%から8.4%に上方修正され、2010/11年度にも8.4%を維持した（GOI [2012]）。

インド経済が景気後退から早期に回復基調に転じたのは、輸出依存度（輸出/名目 GDP）が最も高かった2008/09年度でも15.6%と低い水準であったことに加え、金融・財政政策による支援が寄与したためである。中央銀行であるインド準備銀行（Reserve Bank of India: RBI）が2008年9月中旬に金融緩和に転じたのに続き、インド政府は2008年12月から2009年2月にかけて3次にわたり計1兆8600億ルピー、対名目 GDP 比で3.5%の大規模な景気刺激策を実施した。

ただし景気刺激策については、二つの点で留保が必要である。第1は内容についてであり、“景気刺激策”として計上された農民への借金減免、公務員給与遅延分の支払い、全国農村雇用保障スキーム⁽¹⁾の賃金等支払の増額が、実は、グローバル金融危機への対応が必要になる以前から見込まれていたことである。財政責任法（2004年）で定められた財政赤字比率の法的な削減義務は、危機対策として一時棚上げされた。しかし、緊急的な対策という名目の支出増に、総選挙との関係も無視できないポピュリスティックな経常歳出増加が紛れ込んでいたことになる。しかも危機対策といっても、企業成長に配慮した、あるいは投資促進的な景気刺激策はほとんどみられず、農民、公務員への補助金や賃金支払いといった消費下支え策が主体であった。第2は規模についてであり、算出基準を揃えた国際比較可能な景気対策支出の GDP 比率（2009/10年度）が、World Bank [2009: 91] によると0.5%とされたことである。同水準はG20間で最も低く、中国の2.9%、ロシアの2.0%を大きく下回った。

図1 実質GDP成長率（四半期ベース・需要項目別）



(出所) GOI [2010, 2011, 2012] より筆者作成。

経済成長が比較的堅調であることが評価され、海外からの資本流入は早期に復調した。海外機関投資家による証券投資は2008/09年度の150億ドルの流出超過から2009/10年度上期には早くも153億ドルの流入超過に転じ、2009/10年度通年で290億ドルに達した。2009/10年度にネットでみた証券投資流入額の最も大きかったのはブラジルで371億ドル、次いで中国が282億ドル、インドは第3位の211億ドルであった（World Bank [2011: 2]）。対内海外直接投資は、2007年度の350億ドルから2008年度に420億ドルに増加し、2009/10年度にも330億ドルと中国、ロシアに次ぐ世界第3位の規模が維持された。2007/08年度には、海外からの投資（直接投資と証券投資などの間接投資の合計）のGDP比率が5.0%とかつてない水準に高まっており、同比率は2008/09年度に2.0%まで低下したものの、2009/10年度には4.7%に回復した（RBI [2011a: Table 238]）。こうした海外からの資金流入もあって、粗資本形成の伸び率は2008/09年度末には下げ止まり、低い水準ではあるものの次第に上昇傾向を辿った。

2. 回復基調の中身とその後の停滞

しかし成長の中身は、2007/08年度までの高成長が民間最終消費と投資を中心としたものであったのに対して、2008/09年度後半以降は政府最終消費を主体とするものに様変わりした。2009年2月に2回目の物品税引き下げが実施され、9月には中央政府公務員および年金受給者に物価手当⁽²⁾を遡及して支払うことが決定されるなど消費刺激的な政策措置が相次いで講じられ、2009/10年度に入ると民間最終消費拡大のペースは次第に加速したものの、2007/08年度の9.1%に対し2009/10年度には7%台にとどまった。図1からは、2008/09年度後半以降、景気刺激策と金融緩和政策を受けて政府消費が大きく拡大し、次第に民間最終消費と粗固定資本形成の伸び率が上昇した傾向を確認できるが、2010/11年度に入ると粗固定資本形成の伸びが期を追って急速に減速するとともに民間最終消費も減速しており、自律的な景気回復への

基調は力強さに欠けるといわざるを得ない。2010/11年度には海外直接投資流入額も減少し、海外からの投資の GDP 比率は3.2%に再び低下した。

3. 金融引き締め政策への転換

(1) 金融政策はインフレへの対応を優先

インド準備銀行は2010年1月29日の政策決定会議で現金準備率（Cash Reserve Ratio: CRR）を5.0%から5.75%に引き上げることを決定した⁽³⁾。2009年中にはほぼ一貫して物価が上昇するなどインフレ懸念が高まったことへの対処を優先した形である。消費者物価上昇率は2009年7月以降10%を超える水準で推移し、2010年1月には16%を超えた。物価上昇の直接的な原因は記録的な少雨による食料価格の上昇と国際的な原油価格の上昇であるが、インフレへの対応が不十分であれば、数億人に上る貧困層の不満増大に直結するのみならず、可処分所得の実質的な低下を通じて需要面から経済成長を制約することになる。インド準備銀行の対応からは、物価上昇によって貧困層の生活水準がいっそう低下することを看過できないというインドならではの事情がうかがわれる⁽⁴⁾。その後、インド準備銀行は市中銀行への貸出し金利であり短期金利の指標となるレポ・レートをたびたび引き上げ、金融引き締めを強化していった。レポ・レートは2010年から2011年にかけて13回にわたって、4.75%から8.5%まで引き上げられた。

(2) 財政赤字拡大が金融引き締めの効果を阻害

度重なる利上げにもかかわらず、消費者物価上昇率が8～10%程度で推移するなど、物価上昇圧力は2011年中を通じて根強かった。その理由は、一つには、インドの近年の物価上昇が“食料インフレ”と呼称されるように食糧および野菜を中心とした価格上昇であり、農業部門への投資の遅れと低い生産性といったサプライサイドの要因が根底に存在するためである（Gokarn [2012] など参照）。また今一つの理由は、財政面で、各種補助金や賃金支払

いによる需要の刺激、対政府信用の伸びによる流動性の拡大といった要因が加わっているためである。

すなわち財政面では、2004年に財政責任法が制定されて赤字削減が強化され、中央政府財政赤字の GDP 比が2007/08年度に2.5%まで削減されていたが、2008/09年度には景気刺激策の実施や、農民・消費者への支援策などによって6.0%に拡大していた。さらに2009/10年度には景気対策の影響もあって、粗財政赤字の GDP 比は中央政府が6.5%、州政府が2.9%、さらに政府が発行して石油企業に無償交付する石油債券などの予算に計上されていない赤字分を含めると11%程度に達した。2009/10年度予算に盛り込まれた農民への債務免除は次年度以降も支出をとまなうものであり、赤字拡大にとまなう利払い費の増大も見込まれる。2010/11年度の財政赤字は、中央政府が4.9%、州政府が2.7%まで低下したものの、中央政府の利払い費は GDP 比で2009/10年度の3.25%から2010/11年度には3.59%にむしろ上昇し、2011/12年度の財政赤字の GDP 比は当初予算の4.6%から5.9%へと大幅に拡大した。

構造的な財政赤字問題を抱えるなかで危機対策としての財政刺激策が講じられた結果、マネーサプライ増加の主要因として、2007/08年度までの海外からの資本流入に代わって対政府信用が浮上した。銀行部門の純外貨資産の伸び率は2007/08年度には41.8%（M3増加率21.4%）であったが、2008/09年度に4.4%、2009/10年度に-5.2%、2010/11年度には8.7%に留まった。一方、インド準備銀行以外の銀行部門による対政府信用は2008/09、2009/10年度にそれぞれ20%増、インド準備銀行の対政府信用は2009/10年度に242.6%増、2010/11年度に86.2%増となり、その結果、M3の伸び率は19.3%（2008/09年度）、26.8%（2009/10年度）、16.0%（2010/11年度）と高い水準で推移した。

財政赤字を放置したままもっぱら金融引き締め政策に依存した対応をとったため、インフレの抑制が困難であっただけでなく、財政赤字のいっそうの拡大が長期金利の上昇と民間投資のクラウドアウトにつながり成長回復への足かせとなった。2010/11年度以降は民間最終消費と粗固定資本形成が減速傾向を強め、2012年1～3月期の実質 GDP 成長率は5.3%と約7年ぶりの低

水準になった。

4. 再び金融緩和政策へ

(1) 成長の重視と財政面でのメリット

2010/11年度以降に投資の落ち込みが深刻化したにもかかわらず、金融引き締め政策は2年超にわたって維持された。その背景には、インフレ抑制を優先せざるを得ないという前述のインド固有の事情とともに、一定程度の資本流入とルピーレート of 安定を確保する狙いもあったとみられる。しかし、2011/12年度のGDP成長率見通しが7.6%から6.5%に下方修正され、とりわけ粗固定資本形成の鈍化が中期的な成長を阻害すると懸念される中(RBI [2012b]), インド準備銀行は2012年1月24日に金融引き締め政策を転換し、CRRを6.0%から5.5%に引き下げた⁽⁵⁾。当初、直近のインフレ沈静化傾向を一時的なものにとらえて本格的な緩和手段である政策金利(レポ・レート)は年率8.5%に据え置いたものの、4月17日にはこれを8.0%に引き下げて景気下支えへの配慮を強める姿勢を明確にした。こうした政策の転換は、成長を重視する姿勢を反映したものであるが、同時に、政府の資金調達コストが抑制されるというメリットをとまなうものでもあった。金融引き締め政策のもとで中央、州政府の市場借り入れ金利、TB入札金利が次第に上昇し、3月にはそれぞれ8.32、8.96、9.02%に達するなど利払い負担の増加につながっていた。

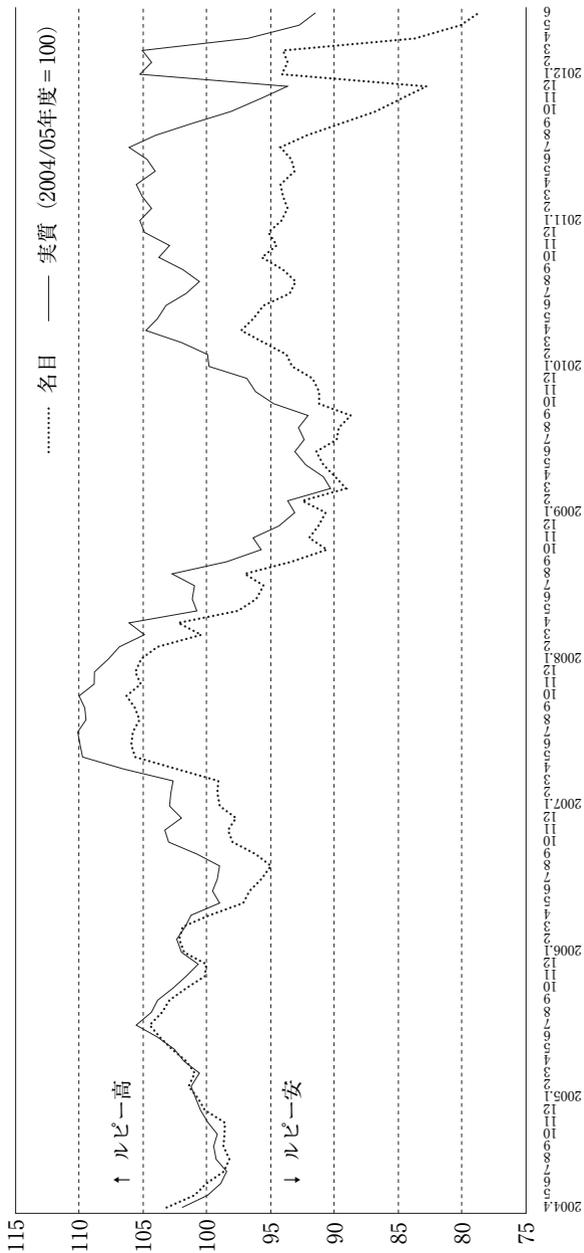
金融政策を見直す一方、政府およびインド準備銀行は、従来外国人機関投資家に限っていた証券投資を外国人個人投資家にも認める、非居住インド人を対象とした各種預金の金利を引き上げる、対外商業借入れ(External Commercial Borrowing: ECB)の要件を緩和するなど、さまざまな形態を通じた海外からの資本流入を促す方向で規制緩和措置を講じた。金融緩和によって内外金利差が縮小しても海外からの資本流入を確保しようと意図したものである。

(2) 国際金融のトリレンマが表面化

金融引き締め政策がとられていた時期には、資本移動の自由、ルピー為替レート（注）の安定、金融政策の独立いずれかが成り立たない“国際金融のトリレンマ”の弊害は深刻化しなかった。その理由は、対外投資の活発化にある。インド準備銀行は、ルピーの実質実効為替レートの増価が進んだ時期にも、2010年11月に13億7000万ドルの外貨買い介入を行った以外はほとんど外貨買い介入を行わなかった。そのため、外貨買い介入がマネーサプライ増加の要因になるという事態には陥らずに済んだ。本格的な為替介入が行われなかったにもかかわらずルピーレートの上昇が一定程度にとどまったのは、輸入に加えて、資本流出規制の緩和もあってインド企業の活発な対外直接投資、M&A投資に支えられた外貨需要が旺盛であったことによると考えられる。インド企業の対外直接投資、M&Aの目的は市場の確保や新技術の獲得などであり、グローバル金融危機の発生によって先進諸国の資産価格が低下したことも対外投資を促したとみられる。インドの国際資本移動は、インドへの資本流入だけでなく早期からインドからの資本流出が活発化したという点で特異であり、金融引き締め期に資本流出が活発化したため、金利高が通貨高や過剰流動性につながる影響が軽減された。

ただし、こうした特異性は、インドへの資本流入が十分に確保されている場合にはルピー高の進行を食い止める安全弁になるものの、資本が流出に転じた局面では脆弱性を露呈する。2011年半ば以降のルピー安進行に対して、インド準備銀行は金融緩和を視野におきつつルピー価の急激な下落を避けようと2011年9月から外貨売り介入に乗り出した。外貨売り介入額は9月に8億5000万ドル、10月に9億4000万ドル、11月に29億2000万ドルと次第に規模を拡大し、2012年2月までに累計の外貨売り介入額は200億ドルに達した（RBI [2012a: 20, 2012d: s119]）が、その後4月以降はルピー価の下落に歯止めがかからない状況が続いている。ルピー安の進行は、政府によって価格の統制されている石油製品等への補助金支出拡大を通じて、財政負担の拡大につながっている。

図2 ルピーの実効為替レート指数の推移 (名目値と実質値)



(出所) RBI のデータベース (<http://dbie.rbi.org.in/DBIE/dbie.rbi?site=statistics>) よりダウンロードしたデータを用いて筆者作成。

(注) 主要輸出相手国36カ国通貨の加重平均。

先述のとおりインド準備銀行は、金融緩和への転換の一方で、外貨流入を促すための規制緩和を相次いで打ち出している。2011年11月23日には、非居住インド人の外貨預金金利の上限引き上げ、ECB金利の上限引き上げ⁽⁶⁾とともに、ECB資金の早期の国内への持ち込みを義務づけた⁽⁷⁾。2012年5月4日には非居住インド人の外貨預金金利の上限をさらに引き上げ⁽⁸⁾、6月25日には、ECBの用途制限を緩和してルピー建ての融資返済などの目的での外貨借り入れを許可し、外国人投資家のインド国債購入の上限を150億ドルから200億ドルに引き上げた。相次いで発表されたこれらの措置はいずれも、外貨の流入を促しルピー売り圧力を弱めることで、対外収支と財政収支の赤字を拡大させる通貨安の行きすぎを回避しようとするものである。

ただし、非居住インド人預金などの短期資金への過度の依存は、急激な資本流出のリスクを高めることになる。また、インド国債の外国人保有比率は2011年9月末時点で0.97%にとどまっているが、これが高まった場合には、財政状況に反応した資本流出のリスクを高めることに留意が必要である。

第3節 グローバル金融危機後の金融国際化の進展

インドでは1991年以降に外国為替管理の自由化が徐々に進められてきたなかで、先進国の金利低下を背景とした新興国への資金還流が一段と活発化した1993年と2003年を節目に海外からの資本流入が拡大した。外国投資のGDP比は1990年代初頭には0.1~0.2%の水準であったが、1993年以降に1.5%程度で推移した後、2003/04年度に2.6%となり、2007/08年度には5%に達していた。

リーマン・ショックはそうした外国からの証券投資と直接投資を一時的に鈍化させることとなったものの、危機への対応を通じて、企業部門が対外資金への依存を強め、銀行部門が対外貸出を拡大するという金融の国際化がむしろ進展することとなった。いずれにおいても、そうした国際化は危機の影

響であるとともに、国内に残る各種規制の影響を受けたものである。

1. 企業部門：投資の海外資金への依存を強化

企業部門は、グローバル金融危機の影響を受け、海外および国内市場での資金調達を大きく鈍化させた。とはいえ危機後には国内の銀行信用が2011/12年度に再び鈍化した一方、海外からの借入が本格的に復調しており、企業は資金調達において海外資金への依存を強めている。

まずインド企業の海外からの資金調達動向をやや長期的に資金循環表からみると、企業部門が海外資金の調達を拡大したのは2005/06年度以降であり、2007/08年度には早くも拡大基調が弱まっていたことがわかる。資金循環表としては2008/09年度以降のデータが公表されていないので、2007/08年度以降の民間部門への資金フローを表1で確認すると、グローバル金融危機の影響により海外市場で信用収縮が生じ、インド企業のECBは2008/09年度には3690億ルピーと前年度比で5割未満に落ち込むなど大きな影響を受けた。短期借入の縮小は、貿易信用の縮小によるものである。また、外国機関投資家による証券投資流入額の減少を反映して株式市場が低迷し、国内株式発行による資金調達も大きく鈍化した。他方、後述するように銀行部門に対する金融危機の影響が軽微であったため、銀行信用の収縮はほとんど生じなかった。

なお、表1中でその他金融機関の投融資が拡大しているのは、インド産業開発銀行（Industrial Development Bank of India：IDBI）や、インド小規模工業開発銀行（Small Industries Development Bank of India：SIDBI）が再割りなどのかたちで融資を拡大したこと、インド工業金融会社（IFCI：Industrial Finance Corporation of India）、インド生命保険会社（LIC：Life Insurance Corporation of India）などがインフラ事業への投資を拡大したことによる⁹⁾。開発銀行による再割りは、商業銀行などが割り引いた企業手形を再び割り引いて資金化するものだが、インドにおいては手形を発行した企業や商業銀行に対する救済的な意味合いが強いものである。また、その他金融機関の投融資拡大につい

表1 民間部門への資金フロー

(単位：10億ルピー)

年度	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
銀行信用（非食料向け）	4,448	4,211	4,786	7,110	6,764
銀行以外	5,615	5,010	5,850	5,286	5,894
国内	2,552	3,136	3,652	2,956	3,132
株式発行	515	142	320	285	70
債券発行	682	779	1,420	674	401
CP 発行	107	56	261	172	738
住宅金融会社融資	418	259	285	384	356
その他金融機関の投融資	830	1,901	1,366	1,441	1,567
海外	3,063	1,874	2,198	2,330	2,762
対外商業借入（ECB）	911	369	120	555	504
銀行・金融機関以外による ADR/GDR 発行	118	48	151	92	27
短期借入	639	-130	349	502	262
直接投資	1,394	1,586	1,578	1,181	1,969
合計	10,063	9,221	10,636	12,396	12,659

(出所) RBI [2012a, 2012b] より筆者作成。

ては、政府が2010/11年度に IFCI, LIC 等に非課税債券の発行を認め、長期資金の調達とインフラ投資の促進を図ったなど、政策的側面が色濃い。

金融危機後については、ECB、債券や CP 発行などさまざまなルートで民間部門への資金フローが回復、拡大した。なかでも ECB については、借入主体に関する要件や金利・期間など条件に関する要件が次第に緩和された⁽¹⁰⁾という、政策によって促進されてきた側面が強い。企業の資金調達につながる形態の資本流入としては、ECB の回復と拡大が顕著である。

インド準備銀行が毎月公表する個別 ECB 案件のデータからは、ECB 資金の用途が資本財輸入、海外での買収といった外貨を必要とするものだけでなく、一般的な投資資金が ECB によって調達されていることがわかる。表1中では、銀行以外の資金の国内、海外の内訳でみると必ずしも海外資金への依存が強まっている訳ではない。しかし、危機後の資金フローにおいて、銀行信用が再び縮小傾向となり、その他金融機関の投融資が救済的な再割りと

インフラへの投資に傾斜し、住宅金融会社融資が不動産向け融資に傾斜している。これらを勘案すると、企業の投資資金調達に限った場合には、金融危機以降に海外資金への依存が強まったといつてよい。

この点を実際の企業資金調達から確認してみよう。Shah and Patnaik [2011]によると、インド株式市場上場企業のうち海外から資金を調達している企業の比率は2001/02年度から2008/09年度に大幅に上昇し、海外から資金を調達することが当たり前になっていた。すなわち、海外から資本調達していない企業の比率は、2001/02年度の22.27%（上場企業6575社のうち）から2008年度には3.70%（上場企業6268社のうち）に低下、海外から借入を行っていない企業の比率は同期間中に46.39%から25.63%に低下した。金融危機以前の段階ですでに海外から資金を調達した経験のある企業は、危機後に内外金利差が拡大したなかで、海外資金への依存をいっそう強めたと考えられる。

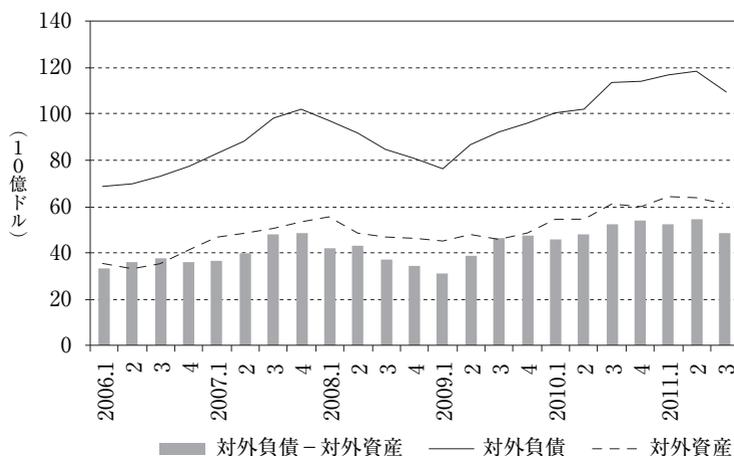
国内金利が高止まり、世界的な流動性が高まるなかで、ECBによる資金調達はインド企業の投資拡大を支えている。インド企業にとっては海外から資金調達を行うことが当たり前になってきているという意味で、資金調達の国際化が顕著である。また、国際化進展の背景には、前節でみたようにグローバル金融危機後に資本流入を確保する目的からECBなどの規制緩和が進められたという政策対応も影響している。

なお、海外からの証券投資の流入については、欧米機関投資家のインド人マネジャーがインドに関する知識を利用して投資を行っているもの、直接投資の流入に関してはインド企業が海外を経由した迂回投資（round tripping）を行っているもののウェイトが小さくなく、直接投資全体に占める迂回投資の規模は10%程度との推計（Rao and Dhar [2011]）もある。金融国際化といっても、この場合、インド人・企業ルートに依存したかつこの国際化である。足の速い資金といわれる証券投資の流出入がインドにおいては比較的安定している理由として、そうしたルートの存在も無視できない。

2. 銀行部門：対外資産と負債を拡大

つぎに、銀行部門も、危機後に対外資産と負債の双方を拡大する形で国際化を進展させている。インド準備銀行がBIS（国際決済銀行）への報告のために集計したデータ⁽¹⁾によると、商業銀行部門の対外資産と対外負債は国際金融危機の前後で一時的に減少したが、2009年以降に危機前の水準を上回って伸びている（図3）。対外負債のおもな構成は、非居住インド人を対象とした各種の預金⁽²⁾であり、それらは危機の前後にも比較的安定していた。危機時に減少したもののその後大きく増加しているのが、預託証券のADRとGDRである。対外債権としては、居住者向けの外貨貸出しがほぼ5割を占めている。つまり商業銀行は、非居住者預金受け入れや預託証券発行によって資金を調達し、居住者向けの外貨貸出しを増やしていることになる。その他にも、金額は確認できないが、商業銀行は海外の支店を通じたインド企業向けのECBに積極的に取り組んでいるとみられる⁽³⁾。後述するように、国内では金融抑圧の状況が強化され、貯蓄率、とりわけ金融資産での貯蓄率が

図3 商業銀行部門の対外負債と対外資産



(出所) 注(1)に示す資料により筆者作成。

大きく低下している一方、海外からの資金取り入れに関しては規制がいつそう緩和される傾向が強まるなかで、商業銀行も、外貨資金の取り入れと運用を強化している。

また、非居住者向けの対外債権も2010年以降伸びており、インドの銀行部門は国内では欧米系銀行の信用収縮による影響をほとんど受けなかった一方、途上国におけるそうした信用収縮を海外ビジネス拡大の契機とした。銀行部門がグローバル金融危機によるマイナスの影響をほとんど受けなかったのは、インドの銀行がアメリカのサブプライム市場へのエクスポージャーをほとんど保有しておらず、インド国内で外国銀行のウェイトが低いためである。外国銀行の資産は銀行全体の8.3%（2009年3月末）であったため、手元流動性や資本の悪化による外国銀行のインドからの資金引き揚げの影響は限定的であった。

むしろ先進国の銀行が途上国から資金を引き上げたなかで、インドの銀行部門が対外貸出を強化する好機を得たという側面がある。Massa [2010] では、①2008年に新興国では預金超過額が1兆6000億ドル、先進国では貸出超過額が1兆9000億ドルに達しており、新興国の対外貸出余力が高まっていたこと⁽¹⁴⁾、②過去の金融危機の経験から新興国では自己資本比率規制など銀行部門の健全性が強化されていたこと、③2008年末から2009年末にイギリス、ドイツ、フランスのサブサハラ・アフリカ向け貸出残高が平均で6%減少した一方、ブラジル、トルコ、インドのサブサハラ・アフリカ向け貸出残高がそれぞれ133%、98%、9%増加したことが指摘されている。インドの銀行による対外貸出残高はサブサハラ・アフリカ向けのみで4億ドル程度である。銀行部門の民営化やいつその規制緩和が課題であるものの、グローバル金融危機後に先進国銀行が対外貸出を引き上げたことは、インドの銀行が対外貸出を本格化していく契機になった可能性がある。

第4節 構造的問題による歪みの深刻化

グローバル金融危機への政策対応はマクロ経済面ではおおむねうまくいったが、その背後では金融仲介機能不全と金融抑圧という従来からの構造的問題が積み残されており、金融抑圧の問題はむしろ深刻化しつつある。またそうした構造的問題の結果としての金融システムの二重構造という歪みは、危機への政策対応や金融の国際化によってさらに先鋭化している。

1. 金融仲介機能不全の持続

金融の国際化が進む一方、国内の金融システムにおいては、銀行部門への国債割当と優先部門向け貸出義務という信用割当、銀行改革の遅れによって、銀行部門が預金で集めた資金を中堅以上の企業向けの貸出に回す機能が弱いという金融仲介機能不全の問題が持続している。

国債の割当は、国債への投資を義務付けた法定準備率（Statutory Liquidity Ratio）規制によるものである。法定準備率は2010年12月以降24%に維持されているが、銀行部門は自己資本比率規制が強まるなか、法定準備率を超えて国債を保有する傾向にある。預金増分に占める国債等の法定準備証券への投資比率は、2011/12年度に33.8%に達していた。貸出総額の預金総額に対する比率は、2003/04年度までの55%程度から2010/11年度の75%程度に、貸出総額のGDPに対する比率は同期間に30%から50%にまで上昇したが、財政赤字に拘束されて預金で獲得した資金のうち貸出に向かう資金が目減りする状況が基本的には続いている。

また優先部門向け貸出は、貸出のうち一定割合を政策的優先セクター向けとするよう義務付けたものである。政策的優先セクターへの貸出義務は、国内銀行は純銀行信用（Net Banking Credit）の40%、外国銀行は同32%¹⁵⁾以上であり、優先セクターは農業、小規模企業、社会的弱者、輸出企業向け信用か

らなる。内訳に関しても、国内企業は農業に18%以上、社会的弱者に10%以上を配分する義務があり、外国銀行は小規模企業に10%以上、輸出企業に12%以上を配分する義務がある。こうした義務が未達の場合は、銀行は定められた基金等に未達分を預託しなくてはならない。

2011年12月30日時点のマネー（M3）ストック71兆9868億ルピーの内訳で見ると、政府向け純貸出が22兆3511億ルピー（31.0%）、商業貸出が46兆8179億ルピー（65.0%）、銀行部門の純外貨資産が15兆9056億ルピー（22.1%）と、政府向けの貸出が3割に達する。しかも、商業貸出のうち、政策的優先セクターである小規模企業向け、およびインフラセクター向けを含んだ工業向け貸出は合計で16兆2000億ルピーに過ぎず、そのうち5兆2000億ルピーはインフラセクター向けである。インフラを除く工業セクター向け貸出は、実に11兆ルピーに過ぎない（RBI [2012b]）。

さらに近年では、急速に伸張した住宅および消費者金融（retail portfolio）向けの貸出が貸出総額の2割程度¹⁰とこの間の貸出増加額にほぼ相当する規模に達している。銀行部門が不動産や消費者向け貸出への傾斜を強める一方、企業向け貸出しが伸び悩む傾向に拍車がかかっている。

銀行部門は、国債投資、政策的優先セクター向け貸出を義務付けられるなかで与信管理などの銀行経営に関する基本的な能力を蓄積できておらず、安易な不動産・消費者向け貸出に傾斜しているという見方もできる。また、海外からの資金流入によって風穴があいて国内の金融システムの機能化・効率化が促されるという状況になっておらず、機能不全に陥った国内金融システムが温存されたまま、先にみたとおり、企業部門において資金調達の国際化が進んでいる。そうした状況の背景には、銀行が国有であり経営能力を高め効率化を進めるインセンティブに乏しいという問題がある。国内金融システムの根幹を担う商業銀行について概観すると、商業銀行の貸出残高は2012年3月23日時点で46兆1160億ルピーであったが、その内訳は、国有銀行が33兆9560億ルピー（73.6%）、外国銀行が2兆3450億ルピー（5.1%）、民間銀行が8兆7260億ルピー（18.9%）であり、国有銀行のウエイトが圧倒的に高い

(RBI [2012a])。

なお、企業が、本来は社債などの債券市場から調達すべき資金を ECB 等の海外資金に代替したことにより、国内金融市場の機能不全がさらに助長される結果になっている。

2. 金融抑圧の深刻化

さらにインドでは、人為的に金利を低く抑えて実質金利がマイナスになるという典型的な金融抑圧の問題がむしろ深刻化しつつあり、家計部門の貯蓄や貯蓄に占める金融貯蓄の比率が低下傾向にある。

人為的に金利を低く抑えている点について、国債は形としては入札方式で消化されるものの、2011年4月から11月16日までの364日物国債の金利は最低が7.5476%であり、期間中に傾向としてはやや上昇したものの、最高でも8.8%であった。他方、同期間中の消費者物価指数⁽⁷⁾の伸び率は、4月が9.13%、11月が9.1%と高い水準であり、最も低かった7月でも8.4%であった。実現した国債金利が消費者物価上昇率を上回った入札は7月27日分（金利は8.4949%）のみであり、その他の入札では物価上昇率との差でみた国債の実質金利はマイナスであった。

商業銀行が、実質金利がマイナスであっても国債投資を行っているのは、先述の法定準備率規制によって預金の一定割合を国債への投資に義務づけられているためである。この法定準備率は、1990年の38.5%をピークに1997年に25%まで引き下げられた後は引き下げが進まず、2011年12月以降も24%に留まっている。さらに、自己資本比率規制など銀行経営の健全性に関する規制が強化されたこともあって、商業銀行の国債投資の預金総額に対する比率は法定義務である24%を大幅に上回る30%内外という状況が常態化している。2011/12年度中の商業銀行の預金金利は、1年以上3年までの預金が9.00~9.25%、3年以上5年まで、および5年以上がともに8.50~9.25%であり、商業銀行はそうした金利を支払って得た預金資金で、それを下回る収益率の

表2 売上高規模別にみた企業の財務指標 (各年度とも4～9月期の値)

売上高(億ルビ)	企業数(社)		売上高の構成比(%)		利払費/粗利益(%)			利払費/売上高(%)			粗利益/売上高(%)					
	2009	2011	2009	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
～2.5	579	458	0.3	0.2	98.0	168.1	126.4	204.3	6.8	10.2	10.1	9.9	7.0	6.1	6.3	
2.5～5.0	266	209	0.6	0.3	33.1	121.1	59.8	115.5	3.6	5.3	7.5	7.5	10.9	4.3	12.4	7.3
5.0～10.0	299	248	1.3	0.8	31.5	39.6	44.3	92.3	4.1	4.8	3.9	4.7	13.1	12.1	10.8	7.1
10.0～50.0	685	658	10.0	6.9	29.9	34.0	39.6	56.9	3.8	4.3	4.3	5.2	12.7	12.6	13.2	10.8
50.0～100.0	225	252	9.8	7.5	26.8	28.6	29.5	45.1	3.3	4.0	3.6	4.3	12.4	13.9	14.3	11.6
100.0～	287	382	78.0	84.3	17.9	15.6	16.9	21.0	2.6	2.5	2.4	2.7	14.5	16.0	16.6	14.6
全企業	2,341	2,207	100.0	100.0	20.3	18.9	19.7	24.8	2.8	2.9	2.7	3.1	14.0	15.3	16.1	14.0

(出所) RBI [2010, 2012c] より筆者作成。

(注) 空欄は分子がマイナスという理由で出所中にデータの記載がない。

国債投資を行っていることになる。

また預金者にとっても、預金金利は消費者物価との差でみた実質金利がほとんどゼロである。そうしたなかで、2009/10年度から2010/11年度に、貯蓄率は33.8%から32.3%に低下し、とりわけ家計部門の貯蓄率が25.4%から22.8%に低下した。家計部門の貯蓄率低下はおもに金融貯蓄の低下によるものであり、家計部門の金融貯蓄率は同時期に12.9%から10%へと大きく低下した。貯蓄に占める金融貯蓄の比率は、1991年以降に金融改革の一環として金利自由化が進んだなかで6割超の水準まで上昇したが、低い実質金利が続くなかで再び低下したのである。ちなみに金融貯蓄のなかでは、銀行預金の比率が2008/09年度の57%から2010/11年度に44%に低下した一方、生命保険、年金基金などの比率が高まりつつある。しかし、国債の所有者別保有状況を見ると、商業銀行が37.22%である他、保険会社が22.57%、年金基金が7.23%であり、預金であれ保険、年金資金であれ、家計の金融資産が間接的に国債への投資に活用されている状況に変わりはない。

3. 金融システム二重構造の深化

企業部門の海外資金への依存が高まったことは前述したとおりだが、一方で、海外資金へのアクセスをもたない膨大な中小企業層が存在する。一部の企業が海外から資金を調達して内外で投資活動を行い、他方で海外資金へのアクセスをもたない企業が国内資金の高コストや量的制約に直面するという、金融システムの二重構造がさらに深化しつつあるといえる。

貧困層への配慮から物価上昇抑制を優先して金利引き上げが実施されたものの、中小企業の財務体質が弱いなかで、2年超に及んだ国内の金利高はそうしたインドの雇用を支える中小企業の財務・資金調達基盤をさらに脆弱なものとした。2008/09年度に大きく悪化した企業の財務指標は、2008年9月以降に実施された利下げの効果と2009/10年度に入ってからからの景気の持ち直しにより、全体としてみれば2009/10年度前期に改善したものの、大企業に

においては金利負担が低下するとともに利益率が高まった反面、中小企業においては金利負担が大幅に増加するとともに利益率が低下し、2010/11年度にはほぼ横ばいで推移したものの2011/12年度になると一段と悪化した（表2を参照）。また、先述のとおり上場企業は海外からの資金調達に傾斜を強めている。以上から浮かび上がるのは、大企業が相対的に金利の低い海外資金を活用して利益を確保した一方、中小企業が資金コストの高いノンバンクからの資金調達にシフトせざるを得ず、利益の圧迫を余儀なくされているという姿である。金融政策は2012年初に緩和スタンスに転換されたとはいえ、インフレ懸念が根強いなかで本格的な緩和手段は講じられていないため、当面は中小企業の資金調達コスト高の是正が困難な状況が続くと懸念される。

第5節 おわりに

インド経済は、2008/09年度の成長鈍化から2009/10年度にはすでに回復に転じたものの、2010/11年度には回復に変調を来し、2011/12年度に再び減速傾向を強めている。とりわけ工業生産と投資活動の鈍化が深刻な問題となっており、それらの背景には財政赤字とインフレの問題とともに、金融仲介機能不全と金融抑圧という構造的な問題が影響している。輸出および対インド投資が堅調な伸びを維持してきたことから、2010/11年度以降の成長減速の主要因がグローバルな経済危機の影響ではなく、国内要因にあることに十分な留意が必要である。

欧州経済が政府債務問題によって深刻な景気後退に直面するなか、同様に政府債務問題を抱えるインドが債務危機を今のところ回避できているのは、金融抑圧の状態が持続しているためとの見方も可能である。しかし長期的な成長基盤の構築という観点から、金融抑圧を解消するとともに銀行部門の構造改革を進め、国内貯蓄を国内で有効に活用する仕組みを構築していく必要がある。国内金融システムにおいて国内貯蓄を民間企業の投資的用途に有効

に活用していく機能が弱いなかで、外国企業がインド預託証券 (Indian Depository Receipt) を発行し、インド市場を資金調達先として活用しようとする動きが出始めた⁴⁸⁾。国内貯蓄を国内で有効に活用していく金融市場の機能化が進展しなければ、現在進行している金融貯蓄の低迷だけでなく、国内貯蓄が海外に流出する事態も懸念される。

そうした事態を回避する前提条件として、まず、金融抑圧とインフレ圧力の元凶である政府赤字への対処が課題になる。確かに成長を促進するためには財政の果たすべき役割もあるが、歳出の中身を現状の補助金的、消費的なものから生産的、民間投資促進的なものに抜本的に見直す必要がある。さらに食料を中心としたインフレが持続するなか、農業の基盤整備において政府の投資が急がれる。

銀行部門については、1990年代以降に金融改革が進められたなかで銀行間の競争促進とそれを通じた経営の効率性改善をめざされたもののいまだ十分に実現しておらず、銀行による資金仲介機能の不全が深刻である。銀行の国債への投資割合が高いのは、法定準備率規制によるだけでなく、銀行部門の与信管理能力不足という制約による。銀行の自己責任性を徹底させて与信管理能力を高めていくためには、政策的優先セクター向け貸出義務など、財政的資金で行うべき支援策を銀行に肩代わりさせる制度を縮小・廃止することが肝要である。また銀行部門を強化するためには産業組織の改革が不可欠であり、外国銀行参入の本格化だけでなく、国有銀行の民営化が具体的な課題になる。銀行が国際競争力を獲得・強化していくためには経営の柔軟性が重要であり、また資本も大幅に強化しなくてはならない。国有のままでそうした課題を実現することは難しいだろう。

現状では、補助金など社会的弱者対策としての歳出拡大、農村部などの金融包摂を実現するための銀行国有化など弱者に配慮したはずの措置が、財政赤字の拡大、銀行経営の非効率化といった問題を招き、かえって社会的弱者がコストを負わされている状況が散見される。海外資金へのアクセスをもたない企業層が国内の高金利によって経営を圧迫される、貧困層の実質所得が

物価上昇によって目減りする、などがその例である。ここで指摘した財政赤字の縮小と金融抑圧の解消、銀行システムの強化といった課題は、公正の観点を一時留保しつつ成長を志向しようとするものではなく、両者をともに実現するための課題である。

〔注〕

- (1) 全国農村雇用保障スキームとは、農村で、希望者に対し世帯当たり1名、年間100日の雇用を保障する施策。
- (2) 物価手当とは、物価上昇によって目減りした所得を補償する手当。
- (3) 現金準備率は、2010年2月13日に5.50%に、2月27日に5.75%に引き上げられた。
- (4) 金融当局が物価上昇の抑制を優先した姿勢は、政府が「包摂的成長 (Inclusive Growth)」を目標としていることと整合的である。包摂的成長とは、貧困層や農村を含む、より幅広い所得階層・地域を成長プロセスに包摂しようという考え方である。世界的な開発戦略の潮流が、構造調整による成長とそこからのトリクルダウンを目指したもから、貧困削減により直接的に取り組もうとするものへと変化したことに沿った動きである。該当する政策や予算、時期を明確に特定することは困難であるが、2003年に国民民主連合 (NDA) 政権が予算案で貧困撲滅を含む最重点項目5つを提示したことが嚆矢であったと考えられる。2004年に政権に批判的な総選挙結果が出され、第1次シン政権が成立すると、「人の顔を持つ改革」というスローガンが掲げられ、国家最少共通綱領 (National Common Minimum Program : NCMP) などに包摂的成長を目指した内容が盛り込まれた。ちなみに、インド経済社会では包摂性に対して独特の感覚があり、雇用者、大企業、政府への根強い不信感がある中、「包摂的成長」は政権への支持を得るために効果的な目標であると推測される。
- (5) インド準備銀行が1月24日付けで全商業銀行に対して通達した。CRRは、2008年8月30日に8.75%から9.00%に引き上げられた後、2008年10月11日に6.50%、同年10月25日に6.00%、同年11月8日に5.50%、2009年1月17日に5.00%、2010年2月13日に5.50%、同年2月27日に5.75%、同年4月24日に6.00%へと変更されていた。
- (6) 3年以上5年未満のECBの金利の上限を従来のLIBORプラス3%からLIBORプラス3.5%に引き上げた。
- (7) ルピーによる支出のための外貨借入れについては、直ちに必要でない資金についても借入外貨を直ちに国内に持ち込み、ルピー建て口座に入金しなくてはならないと規制を変更した。
- (8) LIBORプラス1.25%から、1年以上3年未満の預金についてはLIBORプラス2%、3年以上の5年未満の預金についてはLIBORプラス3%に引き上げた。
- (9) インドにおける金融仲介機関は、商業銀行、協同組合銀行、その他金融機関、ノンバンクに大別され、その他金融機関は政府出資や債券発行による中長期的資金を供給する開発金融機関と投資会社を主体としており、IDBIやSIDBIが含まれる。経済自由化政策が進められる中で開発金融機関への補助金が廃止され、その他金融機関の投融资額は2000/01年度の1兆2000億ルピーから2005/06年度の約2000億ルピーに縮小し

たが、金融危機と歩調を合わせて2008年度以降は再び1兆ルピー程度に達している。

- (10) Reserve Bank of India Press Release 2011-2012/469: External Commercial Borrowing Policy: Rationalisation and Liberalization などによって公表された。
- (11) “International Banking Statistics of India”として四半期ごとに、インド準備銀行の月報である *Reserve Bank of India Bulletin* に掲載されている。
- (12) Non-Resident Ordinary Rupee Deposit, Non-Resident External Rupee A/Cs, Foreign Currency Non-Resident Bank Scheme など。
- (13) 主要各銀行のホームページより。
- (14) この点は、“A Special Report on Banking in Emerging Markets,” *Economist*, 15-21, May, 2010. を原出所とする引用として述べられている。
- (15) 一定規模以上の外国銀行については、国内銀行と同じ義務を課すべきとの議論がある。
- (16) 2010年3月末に19%, 2011年3月末に18.5%。
- (17) インドでは消費者物価指数は何種類か発表されているが、ここでは最も代表的な指標とみなすことのできる工業労働者の総合指数を用いた。
- (18) スタンダードチャータード銀行が2010年に5.4億ドルの資金をインド預託証券の発行によって調達した。

〔参考文献〕

- Chakrabarty, K. C. [2011] “Empowering Deposit Insurance Entities to Face Challenges posed by an Emerging Financial Landscape – Global and Indian Experience,” *Reserve Bank of India Bulletin*, Vol. 65, No.12, December, pp. 2075-2080.
- [2012] “Empowering MSMEs for Financial Inclusion and Growth – Issues and Strategies,” *Reserve Bank of India Bulletin*, Vol. 66, No. 1, January, pp. 33-40.
- Gokarn, Subir [2012] “Food Inflation: This Time it’s Different,” *Reserve Bank of India Bulletin*, January, Vol. 66, No. 1, pp. 47-58.
- Government of India (GOI) [2010] “Revised Estimates of Annual National Income, 2009-10 and Quarterly Estimates of Gross Domestic Product, 2009-10,” Press Information Bureau, May 31.
- [2011] “Revised Estimates of Annual National Income, 2010-11 and Quarterly Estimates of Gross Domestic Product, 2010-11,” Press Information Bureau, May 31.
- [2012] “Revised Estimates of Annual National Income, 2011-12 and Quarterly Estimates of Gross Domestic Product, 2011-12,” Press Information Bureau, May 31.
- International Monetary Fund (IMF) [2009] *World Economic Outlook April 2009: Crisis and Recovery*, Washington, D.C.: IMF.
- Massa, Isabella [2010] “Cross-border Bank Lending to Developing Countries: the New Role of Emerging Markets”, in Dirk Willem te Velde ed., *The G-20 Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth: What Role for Low-income, Small and Vulnerable*

- Countries?*, London: Overseas Development Institute, pp. 13-15.
- Rao, K. S. Chalapati and Biswajit Dhar [2011] "India's FDI Inflows: Trends and Concepts," *ISID Working Paper*, No. 2011/01, New Delhi: Institute for Studies in Industrial Development.
- Reserve Bank of India (RBI) [2010] "Performance of Private Corporate Business Sector during First Half of 2009-10," *Reserve Bank of India Bulletin*, Vol. 64, No. 1, January, pp. 85-102.
- [2011a] *Handbook of Statistics on the Indian Economy 2010-11*, Mumbai: RBI.
- [2011b] *Macroeconomic and Monetary Developments Second Quarter Review 2011-12*, Mumbai: RBI.
- [2011c] *Report on Trend and Progress of Banking in India 2010-11*, Mumbai: RBI.
- [2011d] *Statistical Tables Relating to Banks in India 2010-11*, Mumbai: RBI.
- [2012a] *Macroeconomic and Monetary Developments in 2011-12*, Mumbai: RBI.
- [2012b] *Macroeconomic and Monetary Developments Third Quarter Review 2011-12*, Mumbai: RBI.
- [2012c] "Performance of Private Corporate Business Sector during First Half of 2011-12," *Reserve Bank of India Bulletin*, Vol. 66, No. 1, January, pp. 115-127.
- [2012d] *Reserve Bank of India Bulletin*, Vol. 66, No. 1, January.
- Shah, Ajay and Ila Patnaik [2011], "India's Financial Globalisation," *IMF Working Paper*, No. 11/7, Washington, D.C.: IMF.
- Sharma, Sonali and Anahita Irani [2008] "Acquisition Financing in India", in *Global Securitisation and Structured Finance 2008*, London: Globe White Page Ltd, pp. 105-108.
- Takáts, Előd [2010] "Cross-border Bank Lending to Emerging Market Economies," in *The Global Crisis and Financial Intermediation in Emerging Market Economies*, BIS Papers, No. 54, Basel: Bank for International Settlements, pp. 11-29.
- World Bank [2009] *Global Development Finance 2009: Charting a Global Recovery*, Washington, D.C.: World Bank.
- [2011] *Global Development Finance 2011: External Debt of Developing Countries*, Washington, D.C.: World Bank.