

インドにおける金融危機への 対応と二極化する影響

島根良枝

一・成長率は世界的金融危機 発生以前の水準に

インド経済は、二〇〇三～〇七年度に実質GDP成長率が年率平均で九%近い水準で推移したなど順調な経済成長が注目されたが、

製造業の生産の伸びは世界金融危機発生以前の二〇〇七年度中から低下し始めていた。需要面でも、景気の先行指標ともいえる粗固定資本形成の伸び率は二〇〇七年度後半からすでに低下しており、成長は息切れしつつあった。そこに世界的な金融危機の影響が加わり、GDP成長率は二〇〇七年度の九・三%から二〇〇八年度に六・八%に低下した。インド経済は一九九七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、今回のアメリカ発世界金融危機では輸出鈍化と資本流出に見舞われた。二〇〇八年度の成長鈍化は比較的軽微にとどまったものの、世界金融危機の影響という外的・一

時的要因のみではなく、それ以前に、成長を制約しつつあった企業財務基盤の脆弱性、インフラの不足というインド経済の抱える構造的な成長制約要因にも起因することに留意する必要がある。

その後、二〇〇九年度には早くも景気回復の兆しが現れてGDP成長率は七・四%まで復調し、二〇一〇年度には八・六%に達したとの見込みである。インド経済が景気後退から早期に回復できたのは、輸出依存度（輸出/名目GDP）が一五・四%（二〇〇八年度）と低いことに加え、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（RBI）が二〇〇八年九月中旬に金融緩和に転じたのに続き、政府は二〇〇八年二月から二〇〇九年二月にかけて三次にわたり計一兆八六〇〇億ルピー、名目GDP対比で三・五%の大規模な景気刺激策を実施した。また第二次

シン政権は七月に予算を発表し、九%台の経済成長率への早期復帰と貧困層の生活水準改善を目標に掲げた。成長の回復に向けた政策としては物流・エネルギー関連のインフラ整備や農業・輸出産業支援が、生活水準の改善では農民への三年間にわたる債務免除措置や食料品価格の安定を重視する方針が打ち出された。このほか、海外機関投資家による証券投資が二〇〇八年度の一五〇億ドルの流出から二〇〇九年度上期には一五三億ドルの流入に転じるなど、国外からのインドへの資本流入が復調した。そうした資金を得て二〇〇九年度に入って粗資本形成の伸び率が上昇に向かったことも、景気の復調を支える要因となった。

ただし、二〇一〇年度に見込まれている八・六%という実質GDP成長率の水準を今後とも維持するうえで重要な鍵となる製造業の見通しは不確かである。製造業部

門は二〇〇九年度一〇～一二月期に一・四%、一～三月期に一・六・三%という高い伸びを実現したが、二〇一〇年度に入ってから伸び率が目立って低下し一〇～一二月期には五・六%にとどまった。

二・インフレの昂進と金融調 節の難しさ

RBIは、世界金融危機の影響に対処するため二〇〇八年九月中に金融緩和に政策スタンスを転換し、「危機対応 (managing the crisis)」への姿勢を明確にしたが、景気の回復傾向とインフレへの懸念の高まりから、二〇〇九年一月には早くも「景気回復対応 (managing the recovery)」に注力した金融引き締め政策に転じ、金利引き上げを相次いで実施している。景気が比較的早期に回復したとはいえ、経済成長への基調に力強さが十分でないことを考えると、引き締め政策への転換は早すぎるのではないかという印象を与えた。

にもかかわらずRBIが二〇〇九年一〇月という早い段階で引き締めへ転じたのは、インフレ懸念が持続・拡大する場合につぎのステップとして実施する政策金利の引き上げ、すなわち「出口戦略」

への準備として実施されたという意味合いがあったと考えられるが、物価上昇によって貧困層の生活水準が一層低下することを看過できないという事情も見逃せない。すなわち、金融当局が物価上昇の抑制を優先したのは、政府が志向する「包摂的成長 (Inclusive Growth)」政策と整合的であるところであることができる。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り、さらに大きくみれば、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ことから、貧困削減により直接的に取り組みようとするものへと変化したことに呼応した動きである。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、二〇〇三年に国民民主連合 (NDA) 政権が予算案で貧困撲滅を含む最重点を五つ提示したことが嚆矢であったと考えられる。二〇〇四年に当分の政権に批判的な総選挙結果が出された第一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 (NCMP: National Common Minimum Program) など包摂的成長

を目指した内容が盛り込まれた。インド経済社会においては、包摂性に対して独特の感覚があり、雇用者、大企業、政府に対する不信感が根強いなか、「包摂的成長」は政治的な支持を集めるうえで効果的であるとみられる。

二〇〇八年度以降の物価動向においては食料価格の上昇が顕著であることから、「食料インフレ」と呼称されてインフレの問題が一貫してクローズアップされてきた。インドでは栄養失調人口の比率が高く、家計の総支出に占める食料の比重が四割を超えているなど、食料価格の上昇は国民生活に深刻な打撃を与えかねない問題である。利上げは、貧困層の生活水準に打撃を与える物価上昇の抑制を優先した選択であると解釈できる。

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。とはいえ、まだ景気の自律的回復力が弱いことを踏まえれば、拙速な金利の引き上げは景気を冷やす懸念があるほか、金利上昇によって資本流入のペースが加速し、過剰流動性の増大を通じて

むしろインフレ期待を招くリスクもある。実際、先進国経済に先駆けてインド経済の回復傾向が鮮明になるなかで、国内金利の上昇は海外からの資本流入加速につながっている。二〇〇九年度の純資本流入は五三四億ドル (GDP比で三・八%) と、二〇〇八年度の六八億ドル (同〇・五%) から大きく増大した。二〇一〇年度四〜九年度の純資本流入は、前年度同期の二三〇億ドルを上回る三六七億ドルであり、二〇一〇年度通年ではさらに資本流入が加速する見通しである。さらに、インド経済、ないし当局の政策対応に対する信頼が低下した場合、または物価上昇による実質金利の低下や資本流入によるルーピー価の過大評価が生じた場合には、資本が一気に流出するリスクも軽視できない。金融政策運営の舵取りは、ますます難しくなっている。

他方、財政赤字は二〇〇九年度に、中央政府がGDP比で六・八%、州政府が同三・四%に達した見込みである。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、財政赤字はGDP比で一一%程度に達する。中央政府財政赤字のGDP比は、二〇〇四年に財政責任法が制定されて赤字削減が強化された後、二〇〇七年度に二・七%まで削減されたが、二〇〇八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六・〇%に拡大していた。二〇〇九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伴うものであり、赤字拡大に伴って利払い負担の増大も見込まれる。加えて財政赤字の一層の拡大は、流動性の逼迫や長期金利の上昇と、民間投資のクラウド・アウトにつながる可能性が高い。財政的な景気対策のさらなる実施は、資金面からも実効性の面からも現実的でない。

三．金利高の影響は二極化

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という色彩が強いものの、中小企業の財務体質が弱いなかで、金利引き上げは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ている。二〇〇八年度に大きく悪化した企業の財務指標は、二〇〇八年九月以降に実施された利下げの効果と二〇〇九年度に入ってから景気の持ち直しにより、全体としてみれば二〇〇九年度前期に改

表1 売上高規模別にみた企業の財務指標

(4~9月期、%)

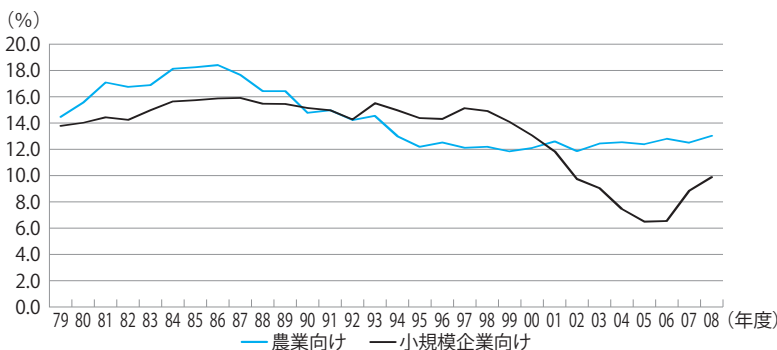
売上高 (億ルピー)	企業数 2009年度	売上高の比率 2009年度	利払費/粗利益		利払費/売上高		粗利益/売上高	
			2008年度	2009年度	2008年度	2009年度	2008年度	2009年度
~2.5	579	0.3	98.0	168.1	6.8	10.2	7.0	6.1
2.5~5.0	266	0.6	33.1	121.1	3.6	5.3	10.9	4.3
5.0~10.0	299	1.3	31.5	39.6	4.1	4.8	13.1	12.1
10.0~50.0	685	10.0	29.9	34.0	3.8	4.3	12.7	12.6
50.0~100.0	225	9.8	26.8	28.6	3.3	4.0	12.4	13.9
100.0~	287	78.0	17.9	15.6	2.6	2.5	14.5	16.0
全企業	2,341	100.0	20.3	18.9	2.8	2.9	14.0	15.3

(出所) Reserve Bank of India (2010), "Performance of Private Corporate Business Sector during First Half of 2009-10"より作成。

善したものの、大企業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し利益率が低下している(表1)。また、企業の資金調達構造を二〇〇八年度と二〇〇九年度で比較すると、銀行貸出のウエイトが四七・七%から三九・二%に低下した一方、銀行以外からの資金調達のウエイトは国内資金が二八・一%から三三・〇%に、また、海外資金のウエイトが二四・二%から二七・八%にそれぞれ上昇した(四月~翌一月の実績)。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えず、利益の圧迫を余儀なくされているという姿である。インフレ懸念の継続により金融政策は引き締めを維持していることから、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。

また、社会的弱者への優遇措置として政策的優先セクターへの貸出が義務つけられているが、政策的優先セクターの内部において、より支援の必要な層向けの貸出が縮小している可能性がある。政策的優先セクターへの貸出義務は、農業、小規模企業、社会的弱者、輸出企業向けに、国内銀行は純銀行信用(NBC: Net Banking Credit)の四〇%、外国銀行は同三二%以上を割り当てなくてはならないというものである。優先セクターの内訳に関しても、国内企業は農業に一八%以上、社会的弱者に一〇%以上を配分する義務があり、外国銀行は小規模企業に一〇%以上、輸出企業に一二%以上を配分する義務がある。こうした義務が達成されない場合は、定められた基金に未達分を預託しなくてはならない。

図1 総貸出に占める農業・小規模企業向け貸し出しの比率



(出所) インド準備銀行がウェブサイト内で公開しているDatabase on Indian Economy。

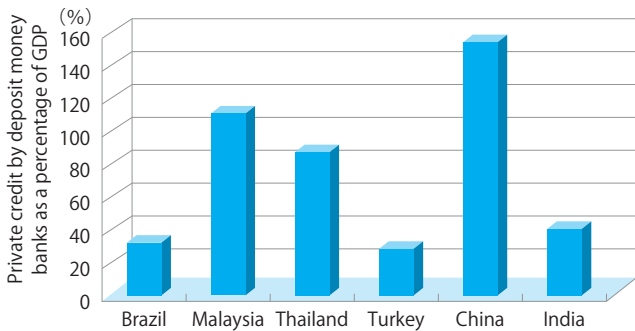
下してきているのではないだろうか。Planning Commission, Government of India [2009]は、所得の低い階層が貸出を受けているのはもっぱら友人やマネーレンダーといったインフォーマル金融であり、所得の低い層は銀行をはじめとするフォーマル金融にアクセスを持っていないことを指摘している。かつては銀行の支店網拡充において農村部が重視されてきたが、一九九〇年以降は農村部の

表2 土地所有規模別の農民への貸出

	Credit to farmers in FY2005				Landholdings in FY2002	
	No. of farmers		Credit to farmers		No. in mil.	
	No. in mil.	%	Rs. Crore	%	No. in mil.	%
Marginal	5	40.5	16,823	21.5	71	70
Small	3.7	29.7	17,619	26.2	16	16
Medium-large	3.7	29.7	32,682	48.7	14	14
Total	12.3	100	67,124	100	101	100

(出所) Chandra [2010: Table 6].

図2 銀行による民間貸出のGDP比—国際比較



(出所) Planning Commission, Government of India [2009: Chapter 4, Figure 1].

の条件を一定する。一定の条件を満たせばRBIの認可が不要な自動認可(automatic route)での借入れが認められるようになった。ただし、自動認可の認められる主体

は企業法の対象企業に限られており、銀行やその他金融機関は含まれていない。銀行やその他金融機関の海外からの資金調達は、Tier-1 capitalの二五%か一〇〇万ドルのいずれか大きい方が上限とされており、銀行およびその他金融機関部門が海外から資金を調達し、インフラ投資事業に貸し出すという形で資金供給が制約されている。不動産市場における投機的な投資を誘発しないよう留意する必要があるが、インフラ不足がますます深刻化している状況を考慮すると、銀行部門を通じた海外資金調達をインフラ投資のファイナンスに一層活用するための規制緩和が必要ではないだろうか。

- India's economic growth has been robust since 2003. However, the growth has been uneven across states and sectors. The Reserve Bank of India (RBI) has been studying the issues and concerns in the MFIs Sector. (<http://indiamicrofinance.com/wp-content/uploads/2011/01/Malegam-Report-Issues-Microfinance-India.pdf>と「ダウンロード」)
- Reserve Bank of India [2011] Report of the Sub-Committee of the Central Board of Directors of Reserve Bank of India to Study Issues and Concerns in the MFI Sector. (<http://indiamicrofinance.com/wp-content/uploads/2011/01/Malegam-Report-Issues-Microfinance-India.pdf>と「ダウンロード」)
- Planning Commission, Government of India [2009] A Hundred Small Steps: Report of the Committee on Financial Sector Reforms, New Delhi, Sage publications.
- Reserve Bank of India [2011] Report of the Sub-Committee of the Central Board of Directors of Reserve Bank of India to Study Issues and Concerns in the MFI Sector. (<http://indiamicrofinance.com/wp-content/uploads/2011/01/Malegam-Report-Issues-Microfinance-India.pdf>と「ダウンロード」)

店舗数は増加しておらず、貸し出しにおいて農村部の比重は低位にとどまっている。金融面ではむしろ、包摂性が低下していると危惧される側面が目立つ。

四. インフラ投資への資金供給の問題

インドでもようやく、金融資金が財政赤字ファイナンスに直接的・間接的に拘束されているという状況が様変わりし、銀行およびその他金融機関部門が民間企業部門への資金仲介を強化しつつある。商業銀行の預金と貸出のGDP

P比は一九九〇年代半ば以降に大きく上昇し、預金に対する貸出の比率は二〇〇〇年代半ばに上昇に転じた。

とはいえ国際的にみると、インドにおける銀行による民間貸出のGDP比は依然、低位にとどまっている(図2)。とりわけ問題となるのはインフラ投資への資金供給が十分に行われていない点である。インドでも対外商業借入(External Commercial Borrowings)に関して一連の規制緩和措置が打ち出され、金額や金利、期間に関する一定

の条件を満たせばRBIの認可が不要な自動認可(automatic route)での借入れが認められるようになった。ただし、自動認可の認められる主体は企業法の対象企業に限られており、銀行やその他金融機関は含まれていない。銀行やその他金融機関の海外からの資金調達は、Tier-1 capitalの二五%か一〇〇万ドルのいずれか大きい方が上限とされており、銀行およびその他金融機関部門が海外から資金を調達し、インフラ投資事業に貸し出すという形で資金供給が制約されている。不動産市場における投機的な投資を誘発しないよう留意する必要があるが、インフラ不足がますます深刻化している状況を考慮すると、銀行部門を通じた海外資金調達をインフラ投資のファイナンスに一層活用するための規制緩和が必要ではないだろうか。

- Chandra, Nirmal Kumar [2010] Inclusive Growth in Neoliberal India: A Facade?, *Economic and Political Weekly*, 20 February.
- EPW Research Foundation [2010] India's Growth Story: Pre- and Post- Crisis, *Economic and Political Weekly*, 20 November.
- Planning Commission, Government of India [2009] A Hundred Small Steps: Report of the Committee on Financial Sector Reforms, New Delhi, Sage publications.
- Reserve Bank of India [2011] Report of the Sub-Committee of the Central Board of Directors of Reserve Bank of India to Study Issues and Concerns in the MFI Sector. (<http://indiamicrofinance.com/wp-content/uploads/2011/01/Malegam-Report-Issues-Microfinance-India.pdf>と「ダウンロード」)