

# インドの金融システムの構造は変化したのか？

西尾圭一郎

## 1 はじめに

サブプライムローン危機、欧州債務危機と世界的金融危機が続く中、欧米をはじめとする先進諸国は経済停滞の感をみせている。そのような中で、中国、インド等を含むアジア諸国は、一時的な混乱や内在する問題はあるものの、危機からの急速な回復と依然と続く高成長によって、いまや世界経済を牽引する力の一つとなっている。その中でも大きな存在感を示しているのが中国、そしてインドという一〇億人以上の人口を抱えるアジアの大国である。中国のGDP成長率は二〇一〇年では一〇・四%、二〇一一年では九・二%、インドのGDP成長率は二〇一〇年が一〇・六%、二〇一一年が七・二%であり、同じく途上国であるASEAN五か国（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）の二〇一〇年の平均値七・〇%、二〇一一年の平均値四・五%と比較しても際立っていることがわかる。<sup>(1)</sup>

思えば二〇〇三年にゴールドマンサックスが発表したいわゆる「BRICSレポート」以来、これからの成長センターとしての中国、インドへの期待は急激に高められ、企業の進出や投資、またBRICSを対象とする投資信託の登場などが国経済にとっても様々な形でそのプレゼンスは高まってきている。

そのような事情から近年、わが国でも中国の金融に関する調査、研究は多数みられるようになってきた。しかしその一方でインドの金融に関する調査、研究は、中国のそれと比較するとまだまだ少ないといわざるを得ない。<sup>(2)</sup>

インドは発展途上の国であり、金融システムもまた成長途上の国である。そのような国の金融システムは、短期間でその姿を変えうるため、常に情報の整理とアップデートが重要になってくる。実際、インドでは急激な経済成長が進む中で金融の自由化も進められており、証券市場はBRICSレポート以降急拡大を遂げている。そこで本稿では、今後のわが国の経済成長にとって重要なパートナーとなりうるインドの金融システムを概観しつつ、その特徴を整理したい。

## 2 中国との比較でみるインド金融システム

表1はインドのボンベイ証券取引所 (Bombay Stock Exchange : BSE) とナショナル証券取引所 (National Stock Exchange : NSE) の合計、および中国の上海証券取引所と深圳証券取引所の合計による株式市場の時価総額の比較を示している。インドの市場規模は二〇〇二年末には約二四〇〇億ドルだったが、二〇一〇年末には約三兆二三〇〇億ドルと二三倍以上の拡大をみせている。中国の市場規模は二〇〇二年末の約四六〇〇億ドルから二〇一〇年末には約四兆三〇〇億ドルであり、こちらも八倍以上の拡大をみせている。両国とも、株式市場時価総額の急拡大が生じているのはBRICSレポート以降の二〇〇〇年代中盤からであり、海外からの資金流入が株式ブームの裏にあることがみと取れる。

一方、図1で示されているのはインド、中国の株式市場時価総額およびM2の対GDP比の推移である。ここから両国の金融システムの違いをみることができる。図1にあるように、株式市場時価総額/GDPについて

表1 株式市場時価総額  
(10億米ドル)

	中国	インド
2002年	463.1	242.8
2003年	513.0	531.6
2004年	447.7	749.6
2005年	401.9	1,069.0
2006年	1,145.5	1,593.0
2007年	4,478.9	3,479.2
2008年	1,778.8	1,247.5
2009年	3,573.2	2,531.3
2010年	4,027.8	3,228.5

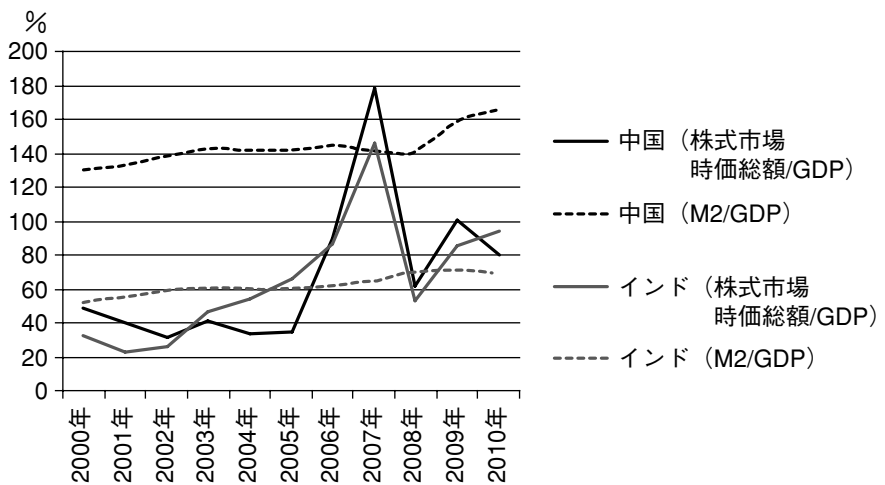
(出所) WFEウェブサイトより作成。

はインドと中国は同じような傾向、水準となっているが、M2/GDPについては、インドは中国の半分程度の水準となっている。また、中国では二〇〇九年以降にM2/GDPの比率が急上昇しているのに対して、インドでは上昇傾向に大きな変化は生じていない。結果として、中国では二〇〇七年に一時的に株式市場時価総額がM2を上回ったのみであるのに対して、インドでは二〇〇五年以降、リーマンショック後の二〇〇八年を除いて、株式市場時価総額がM2を上回ることとなった。

一般的には、発展途上国は証券市場を通じた直接金融よりも間接金融に依存した金融システムとなりがちである。それは、証券市場の発展に必要な様々な条件（法律、透明性、市場参加者や人材の育成などの市場インフラ）を満たすことが難しいためである。

しかしここまでみてきたデータからは、一見するとインドと中国とはBRICsという似たような経済発展段階に位置する国であるにもかかわらず、その金融システムの構造が間接金融の強い中国と直接金融の強いインドというように特徴づけることができるのかのように感じられる。しかし、実際にはどうなのだろう

図1 インド、中国の株式市場時価総額およびM2（対GDP比）



(出所) BISより作成。

うか。二〇〇〇年代半ば以降の海外資金の流入と株式市場の拡大はインドの金融システムの変化を示すものとしてよいのだろうか。

確かに、証券市場の規模と貨幣量とはいずれも当該国の金融深化の度合いを示す指標であるが、株式市場時価総額については市場の規模を示すと同時に需給の結果としての株価×発行株式数で表されるものであり、株価の大きさにも左右されるのに対し、 $M2/GDP$ はその国の貨幣経済の浸透度を示すものであるため、同じ基準として比較できるものではない。また、表1および図1は株式市場間の重複上場についても考慮しておらず、イメージをつかむための参考程度にしかならない。そのため、一国の金融深化の状況、金融仲介構造やその成長については、各国の事情を踏まえつつ、その金融システムの構造を分析することが必要となる。そこで以下では、上述のようなインドの金融システムの変化の可能性を念頭に入れつつインドの金融システムを概観し、現在のインド金融システムの特徴について整理を試みる。

### 3 部門別にみるインド金融システムの特徴と変化

#### (1) 資金の出し手である家計部門

インドの貯蓄投資バランスをみると、一貫して企業部門、政府部門ともに赤字が継続しており、家計部門が黒字主体として資金の出し手であり続けている。そして基本的には国内部門の貯蓄投資ギャップは小さく、国内の資金需要は国内貯蓄で賄える構造になっている<sup>(4)</sup>。そこで、インド国内最大の資金の出し手である家計部門の資産増加の動向をみることで、近年のインドの資金循環構造の一端を導出してみよう。

表2は家計部門の金融資産増減の動向を示した表である。この表は各年度の金融資産増加額全体を一〇〇とし

て、それがどのような資産の増減によってもたらされているかを示している。この表をみると、二〇〇〇年代前半では政府少額貯蓄や年金での資産増加が多いのに対して、二〇〇〇年代後半になると預金や現金、生命保険での資産増加が多くなっていることがわかる。ここから、二〇〇〇年代を通じてインドの家計部門が政府貯蓄や年金などを通じた公的部門への資金供給から、銀行や生命保険といった金融仲介機関を通じて資金供給へとその姿を変えていることがわかる。

このようにみると、黒字部門である家計の資産は半数が銀行経由でインド経済へと流れる構造になっており、投資信託や株式、社債などの市場性資金での運用は、株式市場の拡大傾向とは逆に低下傾向であるといえるだろう。では次に、家計の資金を受け入れている銀行部門はどのような活動をしているのかみてみよう。

## (2) インドの銀行システム

インドの銀行システムは中央銀行であるRBI (Reserve Bank of India) の下、銀行部門と非銀行金融機関によって構成されている。

銀行部門は指定商業銀行、非指定商業銀行、協同組合銀行から成り、非銀行金融機関は開発金融機関と投資信託や保険会社などの投資金融

表2 家計部門の資産運用構成

	現金	預金	生命保険	年金	政府少額貯蓄	株式、社債	投資信託
1999	8.8%	36.7%	12.1%	22.8%	12.3%	6.9%	0.8%
2000	6.3%	39.5%	13.7%	20.6%	15.8%	4.5%	-0.4%
2001	9.8%	39.4%	14.4%	15.5%	18.2%	3.4%	-0.6%
2002	8.9%	41.8%	16.1%	14.2%	17.3%	2.2%	-0.5%
2003	11.0%	40.5%	13.4%	12.6%	22.4%	2.3%	-2.2%
2004	8.3%	39.2%	15.2%	12.5%	23.8%	1.8%	-0.7%
2005	8.9%	45.6%	14.3%	10.6%	14.9%	5.8%	-0.1%
2006	8.8%	56.7%	15.0%	9.5%	2.5%	6.6%	0.0%
2007	10.5%	50.5%	22.0%	9.3%	-3.7%	9.6%	0.0%
2008	12.7%	59.5%	21.0%	10.1%	-3.8%	-0.3%	-0.4%
2009	9.8%	47.3%	22.6%	11.5%	4.3%	4.8%	-0.2%
2010	13.3%	47.4%	24.2%	9.1%	6.5%	-0.4%	0.0%

(出所) RBI, *Handbook of Statistics the Indian Economy 2010-11* より作成。

機関から構成されている。

インドの銀行システムが保有する金融資産の大半が銀行部門によって保有されており、なかでも指定商業銀行がその中核として機能している。その指定商業銀行は国有銀行、民間銀行、外国銀行そして地域農村銀行という四つのグループに分けられる。

このうち最大の規模を誇るのが国有銀行であり、預金残高は商業銀行全体の約七八%、資産残高は約七四%である。ついで国内民間銀行、外国銀行と続く。地域農村銀行は、銀行数こそ多いもののその保有する資産額は小さく、外国銀行の半分程度である。銀行部門においては国有銀行の占めるシェアがきわめて大きく、国家政策の影響を受けやすい構造にある<sup>(5)</sup>。

次に、指定商業銀行の特徴および近年の変化について、保有資産を示している表3から整理してみよう<sup>(6)</sup>。まず目に付くのが総資産の急拡大である。二〇〇〇年には約十一兆五千億ルピーであったものが、二〇一一年には約七一兆八千億ルピーへと七倍近い拡大をみせている。また、その拡大のペースは二〇〇五年以前と以後では大きく異なっており、商業銀行部門の資産の急増は二〇〇〇年代後半に生じていることがわかる。

表3 インド商業銀行部門の資産残高

(10億ルピー)

	SLR投資	社債	国内向け信用			総資産
				(うち公共部門)	(うち優先部門)	
2000	3,117	781	4,541	500	1,558	11,525
2001	3,672	920	5,293	773	1,823	13,446
2002	4,375	953	6,091	1,037	2,056	15,923
2003	5,475	1,008	7,007	1,013	2,183	16,967
2004	6,776	1,011	8,215	1,014	2,766	19,750
2005	7,392	1,010	10,914	1,144	3,706	23,555
2006	7,175	886	14,447	1,240	5,128	27,859
2007	7,915	806	18,684	1,527	6,553	34,600
2008	9,717	854	23,042	1,797	7,815	43,262
2009	11,664	862	27,526	2,322	9,089	52,413
2010	13,848	866	32,188	2,761	10,915	60,269
2011	15,016	1,090	39,354	3,561	13,159	71,835

(出所) RBI, *Statistical Tables Relating to Banks of India*各号より作成。

その資産構造をみると、中心となっているのが国内向け信用とS L R投資である。このうちS L R投資とはインドの銀行規制と関連した資産である。インドの商業銀行は、預金に対して二種類の準備を保有することが義務付けられている。一つは現金準備比率（C R R）といい、もう一つは法定流動性比率（S L R）と呼ばれる規制である。C R Rとは預金総額の一定割合を準備として中央銀行へ預け入れなければならないというもので、上限は預金総額の一五%というものである（現在は六%）。S L Rは預金総額の一定割合を政府証券等の適格資産への投資を義務付ける規制であり、その比率は上限四〇%とされている（現在は二四%）。この多くは国債への投資である。このような規制は一面では、投機的行動を抑制することになるが、インドの商業銀行の効率的な資産運用に対する厳しい制限となっている。

このような規制があるため、インドの商業銀行に占めるS L R投資の占める比率は大きい。しかし、S L R投資の動向もここ数年で大きな変化がある。二〇〇六年には預金総額に占めるS L R投資の比率は約四〇%であった。しかし二〇一一年にはその比率が約二七%にまで低下しており、保有が義務付けられている二四%に近付きつつある。S L R投資のシェアが低下する一方、拡大をしていたのは国内向け貸付である。二〇〇〇年には資産全体の約三九%、二〇〇四年でも約四二%であったのが、その後急拡大し二〇一一年には約五五%へと増加している。このように、資産残高の内訳からみると、インドの銀行部門はここ数年の間に貸し出しを通じた金融仲介機能を強化しているといえよう。

### (3) インドの証券市場

インドでは一九九〇年代初頭以降の経済自由化の中で証券市場改革も進展した。一九九二年のS E B I法の制

定により、証券市場の監督機関である証券取引委員会（Securities and Exchange Board of India : SEBI）が誕生し、市場メカニズムが導入されるようになった。

インドでは現在、数字上では現物株を取り扱う取引所が一九登録されているが、<sup>(7)</sup>実際に取引が行われているのはそのうち半数以下であり、現実にはNSEとBSEの二か所で株式取引の九九%が行われている。上場企業数はBSEの方が多いが、時価総額に関してはNSEとBSEとはほぼ同額である。大企業の多くは重複上場しているためである。そのため表1でみた株式市場時価総額もその点を割り引いて考える必要はあろう。しかし、その拡大ペースは中国同様極めて大きく、二〇〇〇年代後半のBRICsブーム、株式市場ブームの状況がうかがえる。

では、そのように株式市場が急拡大を続ける中、証券市場全体の構造はどのようなものであったのだろうか。まず取引参加者のデータから活動状況を見てみよう。表4はSEBIに登録されている各業者数の一覧である。全体的に二〇〇〇年代後半から登録業者数の数が急増していることがわかる。特に顕著なのが現物市場のサブローカー、デリバティブ市場のブローカー、海外機関投資家、ベンチャーキャピタル、ポートフォリオマネージャーなどである。業種によっては二〇〇〇年から比較して一〇倍以上の数に増えるものや、二〇〇〇年時点では存在していなかった業者の登場と急増などが見受けられる。二〇〇〇年代に入り新しく登場したものとしてはやはりデリバティブに注目が集まるが、それ以外にも幅広く業者は増加しており、裾野の広い発展をしているように思われる。

しかし企業の資金調達という視点、新規発行による資金調達をみた場合はどうだろうか。表5は債券および株式の新規発行等による資金調達額を表している表である。この表をみると、確かに二〇〇〇年代後半では、二〇



表 4 SEBI 登錄業者數一覽

Brokers (Cash Segment)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Corporate Brokers (Cash Segment)	3,316	3,808	3,862	3,835	3,787	3,764	3,952	4,101	3,955	4,079	4,197
Sub-brokers (Cash Segment)	5,675	9,957	12,208	13,291	12,815	13,683	23,478	27,540	43,874	62,471	75,378
Brokers (Derivative)	—	519	705	795	829	994	1,120	1,258	1,442	1,587	1,705
Brokers (Currency Derivatives)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,154	1,459
Foreign Institutional Investors	506	527	490	502	540	685	882	997	1,319	1,635	1,713
Sub-accounts	—	—	—	—	—	—	—	—	—	4,967	5,378
Custodians	15	14	12	11	11	11	11	11	15	16	17
Depositories	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Depository Participants	191	335	380	438	431	477	526	593	654	714	758
Merchant Bankers	186	233	145	124	123	128	130	152	155	134	164
Bankers to an Issue	68	69	68	67	55	59	60	47	50	51	48
Underwriters	42	57	54	43	47	59	57	45	35	19	5
Debenture Trustees	38	37	40	35	34	35	32	30	28	30	30
Credit Rating Agencies	4	4	4	4	4	4	4	4	5	5	5
Venture Capital Funds	—	35	34	43	45	50	80	90	106	132	158
Foreign Venture Capital Investors	—	1	2	6	9	14	39	78	97	129	143
Registrars to an Issue & Share Transfer Agents	242	186	161	143	78	83	83	82	76	71	74
Portfolio Managers	23	39	47	54	60	84	132	158	205	232	243
Mutual Funds	38	39	38	38	37	39	38	40	40	44	47
Approved Intermediaries (Stock Lending Schemes)	6	8	10	4	3	3	3	3	2	2	2
STP (Centralised Hub)	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
STP Service Providers	0	0	0	0	0	0	0	4	2	2	2

(出所) SEBI, Handbook of Statistics Indian Securities Market 2010 年 作成。

〇〇年代初頭と比較して株式の新規発行による資金調達額は増加している。しかし、社債の新規発行額や銀行貸出の堅調な伸びと比較すると、リーマンショック以降に落ち込みをみせていることから、企業の資金調達チャネルとしてはまだまだ成長の余地があるといえよう。

むしろ表5からは、社債市場の成長の様子がうかがえる。二〇〇〇年代前半は毎年六千億から七千億ルピー程度の新規社債発行であったのが、二〇〇〇年代後半に入り増加をみせ、二〇一一年度には約三兆ルピーの新規発行がなされるようになっていた。その大半は私募債であるため、市場を通じた新規資金調達というよりは、借入等の代替手段である可能性は高いが、その規模拡大は注目すべきであろう。

では、そのように社債の新規発行が順調に拡大しているインダの債券市場の現状はどうなっているのだろうか。まずは債券発行残高から、市場の現状を整理しよう。図2はBISデータによるインダの国債、社債、金融債の残高を示したグラフである。

図2をみると、この一〇年、とりわけ二〇〇六年以降にインダの債券市場の規模が急拡大していることがわかる。二〇一二年には一旦、債券残高が減少したものの、二〇〇〇年時点と比較すると五倍以上の規模となっている。

表5 株式、社債等による新規資金調達

(10億ルピー)

	社債		株式発行 (QIP除く)	国内向け 信用増加額
	公募	私募		
1999	32	497	46	999
2000	27	613	32	752
2001	56	678	13	798
2002	26	649	15	916
2003	43	669	189	1,208
2004	39	639	243	2,699
2005	0	838	274	3,532
2006	4	1,104	329	4,237
2007	16	1,185	870	4,359
2008	15	1,733	147	4,484
2009	25	2,126	551	4,662
2010	95	2,188	582	7,166
2011	356	2,613	129	n.a.

(出所) SEBI, *SEBI Bulletin*, RBI, *Statistical Tables Relating to Banks of India*各号より作成。

また、インドの債券市場に占める国債のシェアがきわめて大きいこともわかる。しかし、そのシェアの大きさは二〇〇〇年代後半に入り低下傾向にある。二〇〇〇年から二〇〇四年までは債券市場全体に占めるシェアは九八%を超えていた。その後、債券残高全体に占める国債残高のシェアは徐々に低下しはじめ、二〇〇九年には九〇%を下回り、二〇一一年には八六%にまで低下している。

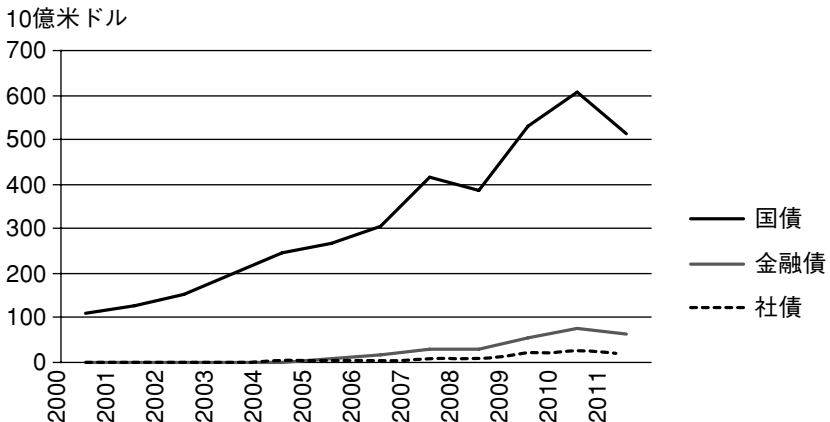
そのシェアの低下をもたらしたものは金融債であった。二〇〇二年時点では金融債の残高は社債残高の約一〇%程度であったが、二〇〇五年に金融債残高が社債残高を上回ると、その後はその差が拡大し続け二〇一〇年になると金融債残高は社債残高の約三倍となるに至った。

なお、債券の流通市場に関しては、取引のほとんどが政府債である。NSEにおける二〇一〇年度の流通市場での債券取引は、約九八%が国債であった。社債の流通市場は極めて小さい。

#### 4 特徴と課題

ここまで近年のインドの金融システムを概観したことから、いくつかの論点を整理することができよう。

図2 債券残高の推移



(出所) BIS, *Securities statistics and syndicated loans*より作成。

## (1) 金融システムの全体的成長

近年のインドの経済成長、株式市場の拡大の背後で、銀行部門も成長していることである。同じような経済発展段階の中国とのマクロデータ比較からは、拡大する株式市場に比較して信用創造を行う銀行部門が停滞しているかのように受け取れた。しかし銀行部門を分析すると、資産規模は着実に拡大しており、加えてその内訳をみると、従来の政府への資金偏在の状況から民間への成長資金供給のチャネルとして成長している様子が垣間みえる。

さらにインドの銀行部門は規模や資源配分の適正化以外にも、変化している。変化の一つは預貸率の向上である。インドでは二〇〇〇年時点で預貸率が五六%であり、二〇〇〇年代前半は五〇%台にとどまり続いていた。それが二〇〇六年以降は七〇%を上回るようになり、二〇一一年時点では七五%にまで上昇している。この間、表3でみてきたように資産全体に占めるS L R投資の減少、すなわち政府部門への債券を通じた資金供給の占める割合の低下が起こっており、結果として民間への貸出を通じた資金供給が増加したのである。また、不良債権比率の低下も挙げられる。二〇〇〇年時点では一三%近い比率であったのが、二〇〇〇年代半ばから急激に改善しはじめ、二〇〇七年以降は二%台で推移するようになった。

このような状況はインド銀行部門の経営にも影響している。表6はASEAN四か国とBRICsの銀行部門のROAを示した表である。この表を一見するとインドの銀行部門のROAは、中国とは同程度であるものの、他のアジア諸国、BRICs諸国と比較して低くみえる。しかし二〇〇八年以降、多くの国の銀行部門がリーマンショック以降の金融危機の影響によって、そのROAを低下させる中、改善したROAが低下せず維持されている。<sup>(8)</sup>

しかし、現時点でもまだ十分に効率的な資金配分が行われているわけではない。低下したとはいえS L R投資

を筆頭に、政府部門による資金吸収はまだ大きなシェアを占めている上に、インドでは優先部門貸付という、農業部門や零細企業、社会的弱小部門などへの貸付義務（貸付全体の一定率）も課せられているためである。このような規制や政府部門の資金吸収がなければ、より多くの資金を民間に流すことができたかもしれない。その意味では、インドの銀行部門はさらなる発展の余地が残されているといえよう。

## （2）証券市場のさらなる発展の余地

インドではこの一〇年を通じて、株式市場だけではなく債券市場も拡大した。インド経済の問題の一つである財政赤字を通じた国債残高の増加だけにとどまらず、民間による債券発行の拡大もまた生じていた。表4で確認した海外の機関投資家の増加や、表2で確認した家計の生命保険への投資の増加もその要因の一つであるかもしれない。しかし、図2で確認した通り、民間の債券発行の増加の要因の多くが金融債によるものであった。このことから2つのことがいえる。

一つは、債券市場拡大の要因は国債残高の増加や金融債の増加であり、民間企業の債券発行ではなかったこと、つまり債券市場拡大のベースほどには企業の資金調達において債券発行が浸透していったわけではないということである。また、株式の新規発行についても、債券発行や銀行信用のように順調な拡大ではなく、増減の激しい状況であったことから、証券市場全体がこれからまだまだ整備される必要があるといえるだろう。

表6 アジア諸国とBRICsの銀行部門ROA比較

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
インドネシア	3.4	2.5	2.6	2.8	2.3	2.6
マレーシア	1.4	1.4	1.3	1.5	1.5	1.2
フィリピン	0.9	1.1	1.3	1.3	0.8	1.2
タイ	1.2	1.4	0.8	0.1	1	1
インド	0.8	0.9	0.7	0.9	1	1
中国	0.5	0.6	0.9	0.9	1	0.8
ブラジル	2.2	2.9	2.7	2.9	1.5	1.9
ロシア	2.9	3.2	3.3	3	1.8	0.7

（出所）IMF, *GFSR*, 2010 oct.より。

もう一つはやはり銀行部門の重要性がわかることである。近年の債券市場の拡大の中、債券残高に占める国債の比率を低下させるほどに金融債が発行されている。銀行部門が債券市場からも資金を取り入れていっていることは、結果的に債券市場へ流入する資金もまた、銀行部門を通じた資金分配によってインド経済へと供給されることを意味する。すなわち債券市場の拡大が銀行部門のプレゼンス拡大へとつながっていることを示すのである。

このようにみるとインドの金融システムはいまだに銀行に強く依存しているようにみえる。しかし、必ずしもそうとばかりはいえない事例もある。インドの代表的上場企業三四八五社の資金調達をみると、社債の比率、銀行資金の比率に比べて、株式発行による比率が高いことがわかる。RBIのデータによると、二〇〇九年度のインドの上場企業の資金調達に占める内部資金は五一%、外部資金のうち借入が一五%（うち社債四%）、株式が二〇%であり、二〇一〇年度には内部資金は三六%、外部資金のうち借入が二五%（うち社債は二%）、株式が一五%となっていた。つまり、マーケットにアクセスできる企業は銀行借入と同じ程度の額を証券市場から資金を調達することができるという状況になっているということである。

このことは、規模的には銀行貸出や社債の発行市場よりも小さい株式の新規発行市場からの資金調達が、大企業などにとっては有効な資金調達経路となっている可能性があることを示している。株式市場の拡大と、株式の新規発行を増加の結果といえるだろう。

## 5 おわりに

近年のインド株式市場の急拡大からは、一見するとインドの金融システムが銀行部門に依存した構造から転化

しているようにみえる。しかし株式市場拡大と歩調を合わせて、銀行部門も着実に規模を拡大させていた。銀行部門では、資金調達においては家計資金の吸収、債券市場における金融債のシェア拡大、資金配分においては政府への偏在も徐々に調整され、経営効率の改善といった変化がみられた。この点が、近年のインドの金融市場の特徴的变化であり、金融システムの根幹をなしている部分であろう。

むろん、株式市場の拡大は証券市場でのプレーヤーの増加をもたらし、株式市場のみならず債券市場の規模の拡大にも影響を与え、ひいては銀行部門に対しても金融債による資金調達の拡大を通じて間接的な影響を与えているという意味で、インド金融システムの成長を牽引する一つの要因として機能しているといえよう。

しかし、株式市場を通じた資金調達が一部の企業にのみ開かれた資金調達経路となっていること、証券市場拡大の裏で銀行部門の成長があるが、銀行信用の拡大が中国ほどのペースでは生じていないことなど、中国経済以上に格差拡大をもたらしているのではないかという意味で、中国とは若干の違いのある金融システムとなっている可能性が考えられるだろう。しかし、ここ数年で非常に速いスピードでの成長がみられることは、その成長の中で今後のインド金融システムがより効率的かつ多面的なものへと成長する期待を抱かせてくれるものである。

注

(1) International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 2012. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/>)

(2) 近年のわが国におけるインド金融市場に関する調査、研究は清水(二〇一〇)、(二〇一一)、井上(二〇〇九)等を挙げることができる。また、わが国におけるインドの金融システム研究の先駆的業績としては絵所(一九九七)などが挙げられよう。本稿におけるインド金融システムの描写等も先行研究を多数参考としている。ただ、金融市場の全体

的な概観と整理という点からは、さらなる研究が求められよう。

- (3) 金融深化と経済成長、その中の銀行信用と資本市場の機能についての議論は Goldsmith (1969)・Levine (1997) などをも参照されたい。なお Levine (1997) では、金融システムを間接金融優位型、直接金融優位型という形で分けて考えることの難しさが指摘されている。

- (4) RBI, *Handbook of Statistics on the Indian Economy* 等。

- (5) 近年では国有銀行のシェアが若干低下し、国内民間企業のシェアが拡大しているという変化はあるが、いまだに国内民間銀行のシェアは二割を下回っている。

- (6) なお、表3ではその他項目(その他投資、固定資産、中央銀行預金等)は紙面の関係上捨象している。そのため、表中の資産全てを合計しても総資産にはならない表となっている。詳細は出展を参照されたい。

- (7) なおインドには現物取引を取り扱う一九の取引所以外にも、NSEとBSEが株式デリバティブを取り扱っており、通貨デリバティブについてはNSE、BSEに加えUSX、MCXの四つの取引所が取り扱っている。

- (8) IMFのGlobal Financial Stability Reportからは二〇一〇年以降の数値が取れないが、RBIのデータによると、二〇一〇年のROAは一・〇五、二〇一一年は一・一〇と、その後も改善していることがわかる。

- (9) "Finances of Non-Government Non-Financial Public Limited Companies: 2010-11," *RBI Bulletin*, 2012 June, pp. 1029-1270.

#### 参考文献

- ・井上武(二〇〇九)「インドにおける銀行部門の発展と経済成長―現状分析と今後の課題―」小田尚也編『インド…成長の条件』第四章、アジア経済研究所、一一一ページ―一四九ページ。



- ・ 絵所秀紀（一九九七）「インド型金融システムの形成と構造」アジア長期経済統計ディスカッションペーパー（一橋大学経済研究所）・ D 97-14 ([http://www.ier.hit-u.ac.jp/COE/Japanese/discussionpapers/DP97.14/97\\_14.html](http://www.ier.hit-u.ac.jp/COE/Japanese/discussionpapers/DP97.14/97_14.html))
- ・ 清水聡（二〇一〇）「高成長を支えるインド銀行部門の現状と課題」『環太平洋ビジネス情報 R I M』第一〇巻第三七号、一ページ～四五ページ。
- ・ ———（二〇一一）「高成長の維持に不可欠なインド債券市場の整備」『環太平洋ビジネス情報 R I M』第一一巻第四一、八三ページ～一一一ページ。
- ・ Goldsmith, R. W. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press.
- ・ Levine, (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, pp. 688-726.

（本稿は二〇一一年度松山大学特別研究助成による研究成果の一部である。なお本稿の作成に際し、神戸大学経済経営研究所の佐藤隆広教授からは貴重なアドバイスを賜った。記して謝意を表したい。当然ながら、本稿でありうべき過誤は全て筆者の責に帰すものである。）

（にしお けいいちろう・客員研究員）