

構造変化下のインドの金融・資本市場

西 尾 圭一郎

要 旨

金融システムは経済発展に重要な役割を果たす。インドにおいてもそれは例外ではない。経済自由化までのインドでは銀行部門が金融システムの中心として機能しており、現在でも State Bank of India を筆頭に公的部門銀行が非常に大きな役割を果たしている。その一方で公的部門銀行は国策への傾斜も含め、非効率な経営が行われることがあり、不良債権問題も生じていた。近年に入り、経済成長を遂げているインドでは、銀行部門に課せられた重荷もあり、証券市場やノンバンクの成長によって金融仲介の複線化が進んでいる。銀行部門と比較した証券市場時価総額はアジア域内では類を見ないほどに拡大しており、ノンバンクも多様な業態の存在と持続的な規模拡大を続け、インド経済の重要な成長基盤として機能している。さらに社会・経済のデジタル化と金融包摂とが進んだ結果、フィンテック企業の興隆や決済のデジタル化など、金融サービスの提供構造の変化も生じている。本稿では、経済成長のなかで変化を遂げているインドの金融システム構造について、とりわけその複線化の構造に焦点を当て、現状を分析するものである。

キーワード：インド、経済発展と金融システム、金融仲介の複線化、フィンテック

目 次

- | | |
|----------------------------------|------------------------------------|
| 1. はじめに | 3.2 インド銀行部門の概観 |
| 2. 金融システムの包括的分析の必要性和概観整理 | 3.3 銀行部門の課題と規制 |
| 2.1 経済発展と金融 | 4. 金融仲介の複線化:証券市場, ノンバンク, フィンテックの伸張 |
| 2.2 金融深化, 機能の分業そして業態比較から見るインドの金融 | 4.1 インドの証券市場の発展と現状 |
| 2.3 他国との比較から見るインドの金融システム | 4.2 インドのノンバンク部門の伸張と規制 |
| 3. 挑戦的環境にある銀行システム | 4.3 フィンテック企業の興隆と決済のデジタル化 |
| 3.1 インドの銀行制度 | 5. おわりに |

1. はじめに

インドは2000年代に入り BRICS の一角として注目され、今後の世界経済の成長エンジンとしての期待が高い国である。近年では企業も成長し、世界でも有数の証券市場を抱える国にもなった。その注目の源泉の一つは世界最大となった人口である。国連の推計では、2023年の時点で中国を抜いて1位の14億2860万人になり、その後も増加している。そして、その人口を背景に、実質 GDP 成長率は7%前後で推移しており、世界経済の中でも上位の成長率となっている。

こうした経済成長に際して重要な要素は上述した人口の他にも様々に存在するが、金融システムもまた重要な機能を果たす。経済発展と金融システムは密接な関係にあり、金融システムの発展なくして経済発展の実現は不可能である。それはインド経済においても同様である。そうした従来の発展途上国の経済成長において重視されてきたのは銀行システムである。実際、1991年の経済自由化以前のインドでは、金融システムといえば銀行システムを指していたと言っても過言ではない¹。ただ、現在のインドでは銀行以外の金融機関の成長もあり、金融仲介経路の複線化が進んでいる。とりわけ、2020年代に入ってから金融・資本市場の発展と多様化は目を見張るものがある。さらにインドでは2010年代後半以降、急速な社会のデジタル化が進み、フィンテック企業の興隆にみられるように金融システムにおいてもデジタル化の影響

を受け、変化が生じている。こうした変化もまた、金融・資本市場の構造変化に一役買っている。本稿では、インドの経済成長を支える金融・資本市場の変化に着目し、基礎的な構造の整理を踏まえて現状の特徴と特殊性を整理、分析する。

2. 金融システムの包括的分析の必要性と概観整理

2.1 経済発展と金融

金融が経済に重要な働きをしていることは古くから論じられている。シュンペーター (1926) では、経済発展をもたらす企業のイノベーションに必要となる資金調達重要な要素として「銀行による貨幣創造」²が指摘されている。シュンペーターは、経済発展を支える金融は貯蓄によってもたらされるのではなく、銀行による信用創造こそが「ほとんど唯一の金融源泉」³としている。その後、金融部門の発展が経済発展と関連することを指標化して分析する研究がみられるようになった。例えば Goldsmith (1969) では、銀行をはじめとする金融仲介機関の発展が金融システムの質を高め、経済発展に貢献するとしている。そして McKinnon (1973)、Shaw (1973) 等の金融深化 (Financial Deepening) 概念にみられるように、金融の量的拡大が経済発展の要因として認識されるようになっていく。

同時に、その初期には銀行部門の重要性が、やがて経済発展の過程で多様な金融機関の重要

1 インドでは1991年に経済自由化政策が導入され、1992年以降に構造調整プログラムの一環として金融制度改革が行われた。このような自由化とそれ以前の金融システムについては、絵所 (1998) を参照されたい。

2 シュンペーター (1926)、邦訳 p.195。

3 シュンペーター (1926)、邦訳 p.196。

性が認識されてきた。ガーレイ＝ショウ (1960) では、金融仲介にあたって商業銀行だけでなく非銀行金融仲介機関の重要性が指摘され、貨幣においても代替となる資産の存在があり、それらが市場の需給や金融仲介に影響を与えることが示された。金融仲介機関、金融商品、金融制度の重要性もまた、金融の量的な発展とともに重要であることが認識されるようになる。

Goldsmith (1969) においても、量的な関係性の把握の重要性と同時に、金融仲介機関は国ごとに異なることも触れられていた。そして経済発展の過程において、途上国よりも先進国の方が銀行制度の相対的地位の低下がみられることも指摘されている⁴。経済発展は金融機関の多様化と同時に生じるのである。

そこからさらに、金融システムが経済に与える影響を考える際には、金融仲介機関が果たしている機能にフォーカスをあてるべきであり、その機能の充実による効率的な資源配分の実現によって経済発展がもたらされるという考え方が展開された。Levine (1997) は銀行等の金融仲介機関や金融市場が、(1)リスク分散機能、(2)プロジェクト評価機能、(3)流動性リスク管理、の3つの機能をはたしている、としている。Diamond and Dybvig (1983) は、銀行が短期の流動性負債を長期の非流動性資産へと転換することで流動性を創出するという機能をはたしていることを指摘している。マートン＝ボディ

(1995) は、金融機関の機能をさらに細分化し、(1)取引を円滑にする決済の方法の提供、(2)資源をプール化したり小口化したりする仕組みの提供、(3)異なる時間、地点、そして産業のあいだで経済資源を移転する方法の提供、(4)リスクを管理する方法の提供、(5)経済の様々な分野における分散的な意思決定の調整を助ける価格などの情報の提供、(6)情報の非対称性に基づくインセンティブ上の問題に対処する方法の提供、の6つに区別している⁵。さらにLevien (2005) は、金融システムが(1)情報の創出と資金の配分、(2)コーポレートガバナンス、(3)リスクの軽減、(4)貯蓄のプーリング、(5)取引の円滑化、といった機能を通じて取引コストの低減をもたらし、経済成長に寄与するとしている。こうして、制度や業態を軸としたアプローチから、金融機関が果たしている役割を軸に考えるべきであるとする考え方へと変化していった⁶。そうした考え方は機能的アプローチとされる。近年のわが国でも、こうした問題意識から金融規制を考えるべきという見解も出ている⁷。

実際に、金融システムが社会に必要な信用を提供するには効率的な金融仲介機能が必要となる。したがって金融システムに存在する銀行部門、証券市場、ノンバンクなど多様な金融仲介機関とその機能が重要となる。金融機関は、総体としては信用の創出と仲介をシステムとして行っているように見える。しかし、実際にはそ

4 Goldsmith (1969), pp.387-389.

5 マートン＝ボディ (1995), 邦訳29ページ。

6 ここでは省略するが、金融と経済発展の関係性に関しては、金融の量的拡大と金融仲介の効率的機能が肝要という認識が中核となったことにより、金融仲介の機能を十全に果たさせるべく金融自由化に関する研究が数多く見られた。もちろんそこには経済政策が新自由主義的になっていったこと、IMFなどによる構造調整プログラム、そして経済のグローバル化の進展なども影響しているだろう。そうして金融の研究は経済発展との直接の関係という形から、情報の経済学、ファイナンス理論の発展、さらには取引コストに注目する形で制度を取り入れた新制度学派など、様々に展開していくことになる。

7 規制当局としては金融審議会金融制度スタディ・グループ (2018) から、そしてそれを受けての議論としては翁 (2018) などがあげられる。

それぞれに利潤を追求しつつ、金融ビジネスを行っている。提供される金融サービス自体は比較可能なものも多く、金融システム全体としては業態を超えて金融仲介が実現されているものの、そのシステム全体の機能を十全に果たすことを考えれば、個々の機能の分析が重要になる。実際、後の章でみていくが、インドでは銀行部門に課せられた制約が非常に大きく、財政への従属度も高かった。そうした中で金融発展と経済発展を論じるには、銀行システム、証券市場、各種金融機関のより詳細な状況を知ることが必要となる。

2.2 金融深化、機能の分業そして業態比較から見るインドの金融

ここまでの議論を踏まえて、インドにおける金融の発展度合いを整理しておこう。佐藤・西尾（2014）において、様々な指標で2010年代前半までのインドの金融連環比率について示しているが、ここでは単純にマッキノンらによって述べられる金融深化の程度として一般に言及される $M3 / GDP$ をとりあげてみよう。佐藤・西尾（2014）では2010年代前半までのデータであったが、それをさらに2020年代前半まで延伸したものが図表1である⁸。

図表1を見るとわかるがインドにおける金融深化は1970年代より徐々に高まっていき、2000年前後から急激に上昇している。1997年には50%未満であったものが2001年には60%を、2004年には70%を、そして2008年には80%を超え、2010年には88%にまで至った。もっともその後は伸び悩み、2012年に85%を割り込んで以降は、コロナウイルス感染症拡大の時期に上昇

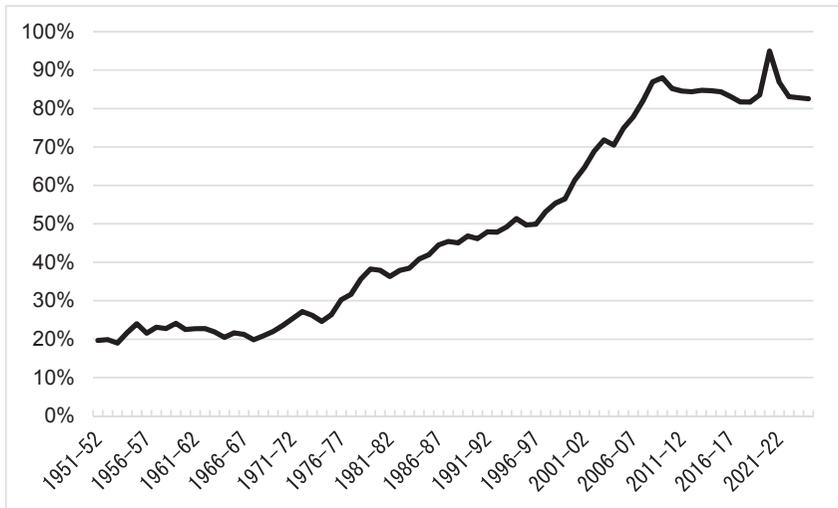
したときを除き、基本的に80%台前半で推移している。

このように見てみると、インドの経済発展は経済自由化を経て進み、2000年代には金融システムによる信用供与の後押しも加わって加速していった、ということが言えそうである。そのうえで、2010年代には金融深化が一定に到達し、金融の量的側面での桎梏は取り除かれ、金融システムの役割は次の段階に移る。2000年代に入り ICT 産業の発展、経済のデジタル化の進展、若年労働力の増加と中間層の成長による消費拡大などの要因もあり経済成長を実現してきたが、金融システムも重要な役割をはたしていた。そして $M3 / GDP$ が安定してきた2010年代の経済成長には、金融の量的側面ではなく、一定程度供給が保たれた信用の分配メカニズムが影響したのだろう。 $M3 / GDP$ の伸びが停滞していた以上、金融機関の発展や金融機関が果たす金融機能の充実が、重要な論点となる。そこでインドにおける銀行部門の貸出、証券市場の時価総額、ノンバンク部門の貸出の規模を比較した図表2を見てみよう。

図表2からは、2000年代前半は、銀行貸出と証券市場時価総額の規模がそれほど変わらない状況であったことがわかる。その後、世界金融危機が生じるまでは証券市場の拡大ペースが速く、2008年3月には証券市場の時価総額は銀行貸出の倍の規模になっていた。この間、銀行貸出も大きく伸びてはおり、2001年に約5兆ルピーであったものが2008年には約23兆ルピーと規模にして4倍以上、対GDP比では24%から47%とほぼ倍に伸びていた。証券市場の拡大ペースには追い付いていなかったものの、成長

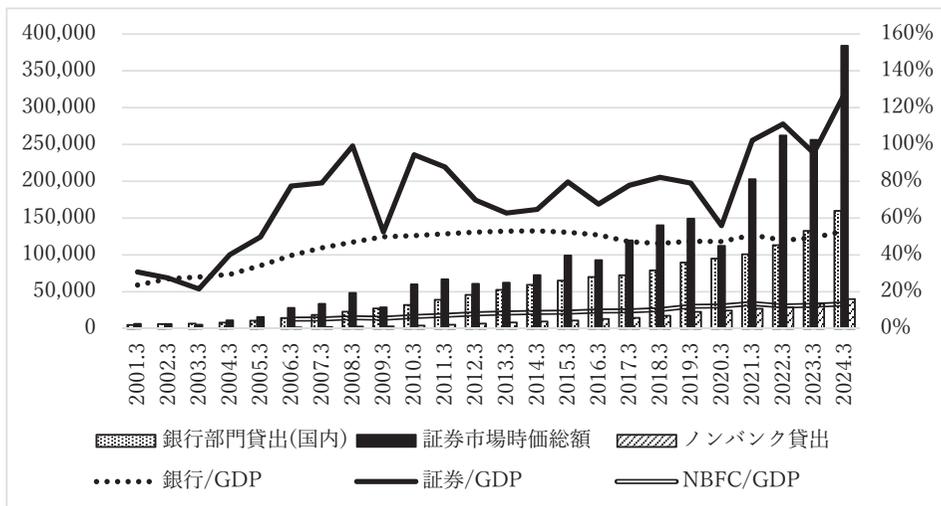
8 佐藤・西尾（2014）では、これ以外に預金量、銀行の支店数と農村のシェア、金融比率、金融連環比率、金融機関による付加価値などについても整理しているため参照されたい。

図表1 インドにおける M3/GDP の推移



(出所) RBI, *Handbook of Statistics on Indian Economy*, 各号より筆者作成。

図表2 銀行部門の国内貸出, 証券市場, ノンバンク貸出の推移 (10億ルピー)



(注) ここでいうノンバンク貸出とはシステムの重要なノンバンクおよび預金取扱のあるノンバンクによる貸出を合算したものである。

(出所) RBI, "Statistical Tables Relating To Banks In India", RBI, "Trend and Progress of Banking in India", RBI, "Handbook of Statistics on Indian Economy", および SEBI, *Handbook of Statistics* 各号より筆者作成。

資金の供給元としては機能していたといえよう。

その後、世界金融危機によって証券市場の時価総額は一旦は銀行貸出と同じ規模にまで落ち込み、その後は反発するものの、倍の規模まで

銀行貸出を大きく引き離すというほどの成長は

なく、拡大と縮小を繰り返す状況となっていた。その状況が大きく変わるのはコロナ後である。

2010年代に入って以降、銀行貸出が対 GDP 比

で50%前後を行き来する中、証券市場は2021年に急激に規模を拡大し、2024年には規模にして約384兆ルピー、対GDP比では128%となった。こうして銀行信用が伸び悩む状況下であった中で、経済成長と軌を一にする形でそれ以外のチャネルである証券市場が伸びていたのである。

さらにそうした動きの裏で、銀行に比べると規模こそ小さいもののノンバンク部門の貸出も伸張していた。ノンバンクの貸出を対GDP比で見ると、2007年には約5%、2010年には約7%であったものが2024年には約13%と安定して拡大している。

2.3 他国との比較から見るインドの金融システム

ここまで、駆け足ではあるがインドの金融システムが現在の姿に変化してくる過程を概観してきた。そこから見えてくるのは、以下のような構図である。もともとインドの金融システムが銀行を中心とする、いわゆる途上国に典型的な金融システムであった。しかし、図表2を見ると、2000年代には銀行部門貸出と証券市場の時価総額とが拮抗するようになった。もちろん、

証券市場の時価総額は、その時点での上場企業の株価から算出された企業価値であるため株価によってその数値は変動する。そのため銀行と信による資金調達純額である貸出残高と単純な比較をすることはできない。そこで他のアジア諸国との比較を通じ、この状況についての理解を深めておこう。

図表3は2013年および2022年のアジア諸国の銀行部門と証券市場の対GDP比での規模を比較したものである。2013年を見ると、インド以外で株式市場が銀行信用を上回っているのはマレーシア、インドネシア、シンガポールである。経済成長著しかった中国は株式市場が銀行信用の30%程度の規模であったし、日本、韓国、タイにしても銀行信用の方が規模が大きい。またインドでは社債市場がGDPの13.7%と小さいが、同じく社債市場がGDPの10%台である中国、日本、タイでは、その代わりに銀行信用が大きい（対GDP比で100%以上）のに対し、インドでは56.7%となっている。

2022年になると銀行信用が果たす役割の低下がさらに顕著になる。インドの株式市場時価総額がGDPを上回るほどに成長したのに対し、銀行信用はGDP比で見ると減少した結果、2

図表3 2013年（左）と2022年（右）のアジア各国の国債、社債、銀行信用残高および株式市場時価総額（対GDP比）

| 2013年 | 国債 | 社債 | 株式 | 銀行信用 | 2022年 | 国債 | 社債 | 株式 | 銀行信用 |
|--------|-------|------|-------|-------|--------|-------|------|-------|-------|
| 中国 | 30.9 | 18.0 | 41.3 | 134.6 | 中国 | 69.4 | 36.3 | 64.1 | 181.8 |
| インドネシア | 13.2 | 2.3 | 38.0 | 34.5 | インドネシア | 27.8 | 2.3 | 46.3 | 32.8 |
| 日本 | 180.2 | 16.3 | 87.2 | 106.1 | 日本 | 219.0 | 17.5 | 126.4 | 125.5 |
| 韓国 | 31.6 | 68.2 | 90.1 | 118.4 | 韓国 | 49.4 | 73.5 | 98.2 | 151.3 |
| マレーシア | 48.2 | 41.7 | 154.8 | 129.8 | マレーシア | 69.4 | 53.9 | 93.5 | 122.9 |
| シンガポール | 32.4 | 30.9 | 242.0 | 158.3 | シンガポール | 35.2 | 25.5 | 124.3 | 118.6 |
| タイ | 32.1 | 15.6 | 84.3 | 113.2 | タイ | 52.5 | 27.0 | 121.9 | 123.3 |
| インド | 43.9 | 13.7 | 68.1 | 56.7 | インド | 57.1 | 16.9 | 107.5 | 53.2 |

（出所） Asia Bond Online, "Data Portal," World Bank, "World Development Indicators," BIS, "Credit to the non-financial sector" より作成。

倍の差となっている。それに対し他のアジア諸国を見ると、株式市場時価総額が銀行信用を上回っているのは日本とシンガポールだけになっており、両国においてもその規模は拮抗している。インドのみが、銀行信用に対して倍の規模の証券市場を持つという状況になっているのである。

もっとも、上述しているように証券市場時価総額は直接の資金調達を示すものではないため、この点については発行市場における資金調達を見ることも重要である。ただし、発行市場における価格水準を形成するという意味では重要性を持つため、一定程度の資金調達構造を示す意味合いはあるだろう。ともあれ、インドと同じく、あるいはインドに先んじて経済発展を遂げてきたアジア諸国の金融システムと比較しても、現在のインドの金融市場において証券市場の存在感が大きくなっているといえよう。

こうした状況からも、経済成長に対する金融システムの働きを理解するには銀行部門のみならず、金融システム全体を包括的に見る必要があることが理解できよう。そこで次章以降では、銀行部門、証券市場、ノンバンク部門にそれぞれ焦点を当て、各業態の発展の経緯と現状について整理を行う。その上でインドにおける金融のデジタル化についても分析し、包括的なインド金融・資本市場の現状とその特殊性を示していく。

3. 挑戦的環境にある銀行システム

3.1 インドの銀行制度

インド経済の成長の起点となった出来事としては1991年の経済自由化があげられるが、経済自由化に伴って金融の自由化も行われるようになった。これまでで述べたように、自由化以前は銀行部門が金融システムの中心であり、とりわけ公的部門銀行が支配的な状況であった。そして自由化以前の銀行部門は財政に従属的な存在として捉えられており、様々な規制が課せられていた。そうした規制は、自由化以後徐々に緩和されては来たものの、現在においても一定程度は残されている。インドの銀行部門の現状を概観する前に、そうしたインドの銀行制度について歴史も含めて整理しておこう。

経済自由化前のインドの金融システムは、基本的には途上国に典型的にみられる銀行中心の金融システムであった。とりわけ、ステート・バンク・オブ・インド（State Bank of India: SBI）を筆頭とする公的銀行がその中心として機能しており、銀行部門は国家財政に従属するような存在となっており、結果的に金融システムの自由な機能が制限される状況であった⁹。

こうした管理された金融システムは、金利水準のあり方を含め広範囲な金融システムへの提言をした1985年のチャクラバルティ委員会報告以降、1980年代頃より徐々に自由化へ向けて動き出しはじめ¹⁰、1991年11月に提出されたナラ

9 以下の自由化前後までの金融システムの発展過程については絵所（1998）および佐藤・西尾（2014）に依拠している。記述にあたりそれらが参照しているRBIの各種資料等にもあたっているが、読みやすさも考慮して重要な引用以外については言及しない。なお、その他の資料によるものについては必要に応じて引用を示す。

10 RBI, "Developing the Markets : Seeds of Liberalisation - 1985 to 1991," (https://rbi.org.in/history/Brief_Chro1985to1991.html).

シンハム委員会報告によって金融制度改革が進められていくこととなった。そうした金融制度改革が進められた背景として、1991年の債務危機によってもたらされた「構造調整プログラム」の一環としての改革の影響もある。銀行部門改革としては、預金準備率などの引き下げ、利子率規制の大幅な緩和、支店ライセンス規制の撤廃などが行われている。また1993年には国内民間銀行の新設に関するガイドラインも公表され、それに沿って10行の民間銀行が認可された¹¹。

こうした自由化を受けて銀行システムは変化していった。指定商業銀行（定義については後述する）は1990年3月に276行であったものが、1995年3月には284行、2000年3月には297行と、90年代には増加をしていたものの、2005年3月には284行、2010年3月には163行と2000年代に入ると減少に転じた。その一方で預金額や貸出額の規模は大きくなっていった。1990年3月には2兆6780億ルピーであった預金額が、2000年3月には10兆ルピーを超え、2010年3月には47兆ルピーと20年で18倍になった。貸出額の増加はそれ以上のペースで進んでおり、1990年3月には1兆6190億ルピーであったものが、2000年3月には約4兆5588億、2010年3月には約35兆ルピーへと、20年で20倍になった。その結果、預貸率も大幅に上昇しており、90年代～2000年代中頃まで0.5前後だったものが、2000年代後半には0.7を上回るようになっていった。こうして自由化と経済成長とともに、インド銀行部門も成長していった。

3.2 インド銀行部門の概観

インドの銀行部門の規制監督を担っているのは中央銀行であるRBIである。RBIは「通貨安定のために銀行券発行、準備資産の保有を規制し、国家の発展のために貨幣信用システムを運営すること」¹²を目的としており、通貨発行、物価の安定、金融システムの安定といった目的に加え、為替の管理、経済発展の促進といった機能も担っている。

RBIが監督する金融機関は、商業銀行、協同組合銀行（Co-operative Bank）、全インド金融機関（All-India Financial Institutions）、ノンバンクに大別できる¹³。全インド金融機関とは、国家農業農村開発銀行（National Bank For Agriculture And Rural Development : NABARD）、中小企業開発銀行（Small Industries Development Bank of India : SIDBI）、国立住宅銀行（National Housing Bank : NHB）といった機関である。

商業銀行は公的部門銀行、民間銀行、外国銀行、地域銀行、そして2010年代に登場した小規模金融銀行と決済銀行という新しいカテゴリーの銀行からなる。商業銀行、地域農村銀行、協同組合銀行のうち、払込資本および準備金の合計が50万ルピーを超え、預金者の不利にならないように業務を行っている銀行は、指定銀行（scheduled bank）と認定される。商業銀行はそのほとんどが指定商業銀行であるが、指定銀行となるとRBIからの資金融通などの特典が得られる一方で、RBIに一定の法定準備金を預け入れる義務や特定の情報提供の義務などが発

11 井上（2020），pp.32-33.

12 RBI, "Organisation and Functions" (<https://www.rbi.org.in/commonperson/English/Scripts/Organisation.aspx>).

13 RBI (2006), "Report on Trend and Progress of Banking in India 2005-06," p. 6.

生する。その指定商業銀行について、その銀行数および資産規模の変遷を示した図表4より、経済自由化以後の動向を概観してみよう。

指定商業銀行のうち、資金規模の面で大きなシェアを占めるのは公的部門銀行である。公的部門銀行はインド最大の銀行であるSBIを中心に、2024年3月時点では12行あり、資産規模は約155兆ルピーと指定商業銀行の中では最大規模であった（民間銀行は約105兆ルピー）。しかし、かつてのインドにおける公的部門銀行の地位はもっと絶対的なものであった。実際、1995年を見ると公的部門銀行の総資産が約4兆4000億ルピーであるのに対し、民間銀行及び外国銀行がそれぞれ3400億ルピーと1/10以下の規模であり、民間銀行が公的部門銀行の2/3の規模にまで追い付いている2024年と比較すると圧倒的な地位を占めていたことがわかる。

これは次節でも述べる不良債権問題による影響が大きい。銀行数を見ると、2010年代半ばまでの公的部門銀行は27行あった。約10年間で銀行数は半減以下になっている。資産規模は2015年の約87兆ルピーから2024年に155兆ルピーへと10年間で約1.8倍に増加しているものの、それ以前の伸びと比較すると停滞している。2010年から2015年の5年間にかけて、公的部門銀行の資産規模は約28兆ルピーから約87兆ルピーへと3倍以上の伸びを見せていたのである。この点からは、公的部門銀行の銀行システムにおける地位の低下傾向を見て取ることができる。

そうした地位の低下に対して頭角を現すのが民間商業銀行である。民間商業銀行は2000年代には30行近い銀行数であったが2010年代に入ると20行に減少し、2024年の段階でも21行となっている。それに対して資産規模は順調に増えている。2015年には約26兆ルピーだったものが

図表4 インドの指定商業銀行の銀行数、資産規模、預貸率

| | 1995 | | 2000 | | 2005 | | 2010 | | 2011 | | 2012 | | 2013 | | 2014 | | 2015 | | 2016 | | 2017 | | 2018 | | 2019 | | 2020 | | 2021 | | 2022 | | 2023 | | 2024 | | | |
|---------|------|-------|------|-------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|---|---|
| | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | 銀行数 | 資産規模 | | |
| 公的部門 | 27 | 4,389 | 27 | 8,910 | 27 | 17,740 | 27 | 28,245 | 27 | 52,940 | 26 | 60,396 | 26 | 69,623 | 26 | 79,683 | 27 | 86,788 | 27 | 97,366 | 27 | 100,349 | 21 | 101,632 | 20 | 101,632 | 18 | 107,828 | 12 | 117,288 | 12 | 127,076 | 12 | 140,148 | 12 | 154,932 | | |
| | 0.51 | 0.44 | 0.51 | 0.44 | 0.56 | 0.67 | 0.69 | 0.78 | 0.74 | 0.72 | 0.71 | 0.64 | 0.65 | 0.66 | 0.64 | 0.61 | 0.62 | 0.62 | 0.61 | 0.62 | 0.61 | 0.62 | 0.66 | 0.66 | 0.66 | 0.64 | 0.61 | 0.62 | 0.61 | 0.62 | 0.66 | 0.68 | 0.70 | 0.70 | 0.70 | | | |
| 民間商業銀行 | 28 | 340 | 32 | 1,366 | 29 | 4,279 | 22 | 11,507 | 22 | 13,982 | 20 | 16,931 | 20 | 19,898 | 20 | 22,588 | 20 | 26,033 | 20 | 31,467 | 21 | 36,014 | 21 | 42,989 | 22 | 52,979 | 22 | 58,321 | 21 | 64,218 | 21 | 73,718 | 21 | 84,452 | 21 | 105,214 | | |
| | 0.55 | 0.49 | 0.55 | 0.49 | 0.68 | 0.70 | 0.72 | 0.74 | 0.76 | 0.78 | 0.83 | 0.81 | 0.83 | 0.81 | 0.84 | 0.85 | 0.84 | 0.84 | 0.84 | 0.84 | 0.84 | 0.84 | 0.83 | 0.84 | 0.84 | 0.84 | 0.84 | 0.84 | 0.80 | 0.81 | 0.84 | 0.84 | 0.84 | 0.90 | 0.90 | | | |
| 外国銀行 | 23 | 42 | 31 | 32 | 31 | 32 | 34 | 34 | 34 | 34 | 41 | 43 | 43 | 43 | 43 | 43 | 44 | 44 | 45 | 44 | 44 | 45 | 45 | 45 | 45 | 46 | 46 | 45 | 45 | 45 | 45 | 44 | 44 | 45 | 45 | 45 | | |
| | 0.53 | 0.72 | 0.87 | 0.70 | 0.81 | 0.83 | 0.81 | 0.83 | 0.81 | 0.81 | 0.83 | 0.81 | 0.81 | 0.81 | 0.83 | 0.81 | 0.81 | 0.81 | 0.79 | 0.71 | 0.71 | 0.71 | 0.71 | 0.71 | 0.71 | 0.68 | 0.63 | 0.54 | 0.54 | 0.55 | 0.57 | 0.57 | 0.54 | 0.54 | 0.54 | 0.54 | | |
| 小規模金融銀行 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 決済銀行 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

(注) 預貸率の分子は国内貸出であるが、1995年の預貸率の分子のみデータの都合上全貸出となっている。
(出所) RBI, "Statistical Tables Relating to Banks of India" 各号より作成。

2024年には約105兆ルピーと、この10年で4倍の規模になっている。

これらの銀行群と比べると規模が落ちるが外国銀行も一定の規模を持っている。外国銀行は独特の活動をしているため同じように比較はできないが¹⁴、資産規模は2015年に約7.5兆ルピーだったものが2024年には約17兆ルピーと2倍強の伸びであった。この点から見ても、民間銀行が大きく成長し、その存在感が高まっているといえる。

また、預貸率を見ても民間銀行が果たす役割が大きくなっていることも分かる。2015年時点では公的部門銀行の預貸率が0.72、民間銀行の預貸率が0.78、外国銀行の預貸率が0.81という状況であり、公的部門銀行が若干低いものの、全体的に比較的近い数字であった。それに対して2024年になると公的部門銀行の預貸率が0.70、民間銀行の預貸率が0.90、外国銀行の預貸率が0.54となり、民間銀行が突出して高くなっている。この間の成長するインド経済において、公的部門銀行が伸び悩む中、民間銀行が成長を遂げていたことがわかるだろう。

3.3 銀行部門の課題と規制

前節でみたように、インドの指定商業銀行は自由化以後大きな成長を遂げており、かつての中心はSBIを中心とする公的部門銀行であった。しかし、ここ10年では民間商業銀行の成長が著しい。その要因は2010年代中頃に表面化してきた不良債権問題であった。2008年8月から

2013年5月にかけて、インドでは商業銀行が保有する、本来不良債権にあたるはずの債権を一定の条件で正常債権として分類する特例措置が取られていた¹⁵。そうした状況に対し、2013年からRBIの総裁に就いたラジャンが、商業銀行の保有資産の質査定を実施し、厳格な不良債権対応が採られていった。そこで明らかになった不良債権の多くが国有銀行の保有資産であった。資産査定後のインド商業銀行部門の不良債権比率が最も高かった2018年3月時点だと、銀行部門全体の不良債権比率が11.2%であったのに対し、公的部門銀行のそれは14.6%にも達していた（民間銀行は4.7%、外国銀行は3.8%であった）。こうした不良債権問題への対処の過程で、前節で述べたように公的部門銀行の数は大幅に減少していった。

ただ、こうした公的部門銀行が不良債権を抱え込むようになったことについてAzad *et al.* (2017)では「経済拡張期において公共部門指定商業銀行と民間・外国銀行間の貸し付け行動に違いがあった」¹⁶という説明がされており、石上 (2018)ではそれをさらに踏み込んで「結局のところ、融資の査定やモニタリングが甘かっただけ」¹⁷と評している。ただ、それらをもたらししている要因の一つとして「開発金融機関に代わって企業部門に長期資金を提供する」¹⁸ような活動を行っているという、立場上の問題も指摘されている。このことから、公的部門銀行の経営が、政府の影響を受けていたことがうかがえる。

14 西尾 (2017), (2021) および (2022) では邦銀に焦点を当てて、そのバランスシートと損益計算書の内訳から、その活動実態について明らかにしている。邦銀同士でも財務諸表の状況に違いがあることもそうだが、通常の商業銀行とは明確に違いがある。

15 石上 (2018), p.414。

16 Azad *et al.* (2017), p.97.

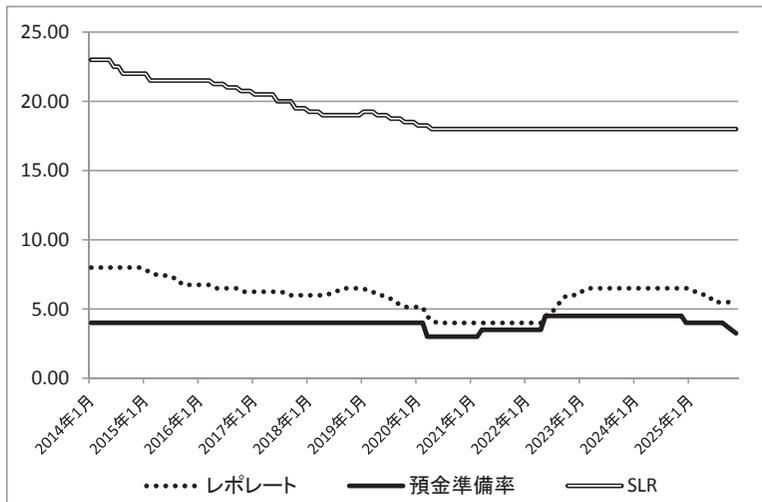
17 石上 (2018), p.430。

18 Azad *et al.* (2017), p.97.

こうした目に見えない制約に加え、商業銀行に課せられている規制として、預金準備率、預金に対し一定程度の比率の国債保有が義務付けられるという規制である法定流動性比率（Statutory Liquidity Ratio, 以下SLR）、そして優先部門貸出規制（Priority Sector Lending：PSL）がある。通常の銀行システムであれば預金準備率規制のみが課されるが、インドの金融システム的发展過程の中において、銀行部門が中心的な金融仲介を担っていたこと、そしてその銀行部門が財政に対して従属的であったという歴史的経緯から、通常の預金準備だけでなく、SLRによる国債保有や国策としての貧困対策なども担わされて来ていた。ただ、これらは自由化以後、徐々に緩和されてきたことは指摘したとおりである。ではそれらの規制は現在、どのような状況にあるのだろうか。ここ10年の預金準備率、SLR、レポレートの変移を示した図表5からその現状を整理しよう。

2014年時点ではSLRは23%であったのが、2010年代を通じて徐々に低下し、2020年以降は18%となっている。それに対して預金準備率については2014年の4%から2020年までは変更がなく、その後、引き下げと引き上げを繰り返し、2025年には再び4%を割り込むようになってきている。特に直近での引き下げが続いており、2025年9月には3.75%、10月には3.5%、そして11月1日には3.25%まで連続して下げられている。政策金利であるレポレートは2014年の8%から、2010年代には低下傾向が続き2022年に4%にまで下がったものの2023年に入ると6.5%まで引き上げられたのち、2025年に入り数か月ごとに引き下げられ、直近では5.5%と、景気の動向に合わせて上下している。ここから、現在のインドの金融政策は、基本的には政策金利の変動という形で行われているものの、銀行の流動性などの状況に合わせて準備率を動かすことも同時に行われていることがわか

図表5 預金準備率、SLR、政策金利の推移



(出所) RBI, "Statistical Tables Relating To Banks In India" 各号より作成。

る¹⁹。

いずれにしても、1990年代初頭に比べればSLRも預金準備率も大幅に低下しており²⁰、金融自由化の成果は経済成長とともに現れていると見ることもできるだろう。ただし、SLRという、銀行部門にとっての重荷自体は残っていることから、未だに銀行部門に財政の下支えを期待する部分がなくなったわけではないといえよう。また、インドの銀行部門にはPSLという、貸し出しの一定比率（4割）を農業や零細企業などの「優先部門」向けに貸し出す必要があるという規制が課されている。それらは農業、中小企業、小売業、教育、マイクロクレジット、社会的弱小部門などへ向けた融資である。金融システムの中心を担っているゆえにこうした国家課題への対応を制度化され、また明示化されていない政策への対応も求められるのが銀行部門である。こうした要因を考慮すると、インドの銀行部門は十全の機能が果たしているとはいえない状況である。

これまでの商業銀行部門を概観した結論としては、以下のようなことがいえよう。銀行部門は金融システムの中核であり、近年は不良債権問題の影響もあり公的部門銀行よりも民間部門銀行の成長が著しい。しかし未だ銀行部門には課せられた規制が残る。そうした要因が、図表1にあるようなM3/GDPの停滞をもたらしているのだろう。

4. 金融仲介の複線化：証券市場、ノンバンク、フィンテックの伸張

4.1 インドの証券市場の発展と現状

前章では、インドの銀行部門について整理を行った。そこでも述べたが、インドの金融システムが現在の形を取り始めるのは1991年の経済自由化とその後生じた金融自由化によって、である。前節で述べた通り、自由化前のインド金融システムは銀行部門を中心とするシステムであった。アジア最古の証券取引所であるムンバイ証券取引所（現BSE）こそあったものの、市場参加者やガバナンスの問題であったり、市場集中度が高いなど、課題は山積していた。銀行部門の改革に合わせて、証券市場改革も行われていった。

証券部門の改革としては、1987年に最初の債券格付機関であるCRISILが設立され、1992年に証券取引委員会Securities and Exchange Board of India：SEBIと新取引所としてナショナル・ストック・エクスチェンジ（NSE）が発足、TBのオークションの開始、プライマリーディーラー制度の導入、証券預託機関や証券清算機関の設立、外国機関投資家（FII）のインド資本市場への投資許可、非居住インド人（NRI）の証券投資の自由化、店頭株売買の開始をするようになり、証券市場が機能していくようになる²¹。

19 ジェトロ「インド中銀、預金準備率を4.0%に引き下げ、政策金利は6.50%に据え置き」（<https://www.jetro.go.jp/biznews/2024/12/1e312297a7253f0c.html>）。

20 SLRは1990年9月から1993年1月までは38.5%と現在の倍以上の負担が課されていた。預金準備率にいたっては1989年7月から1993年4月まで15%と現在の4.6倍もの負担が課せられていた。

21 Shah and Thomas. (1997), Bhasin (2014), Chap.26およびChap.27を参照。なお、国債市場についてはBhasin (2014), p.376の一覧表が分かりやすい。

図表2でも見たように、インドの証券市場はこの10年で大幅に時価総額を増している。そして現在、インドの証券市場の規模は中国に次ぎ世界有数のものとなっている。そのような成長を遂げる中で、インドの証券市場はどのように変化、成長してきたのだろうか。

証券市場の中心的舞台となる証券取引所だが、インドではこの10年近く、選択と集中が生じている。2014年には23あった現物株式を取り扱う取引所は、2024年には3つにまで集約された。その内訳はインドを代表するBSEとNSE、そしてメトロポリタン証券取引所であり、前者2取引所とメトロポリタン取引所とでは、上場企業数でも一桁の違いがあり、実質的には2大市場に集約されている状況である。そこでBSEおよびNSEの上場企業数、売買高、時価総額について示した図表6から現状およびその変化を見てみよう。2024年3月時点の両市場の時価総額はほぼ同じである。しかし、上場企業数は2024年3月時点でBSEが5252であるのに対しNSEは2439であった。主要企業は重複上場していることを考えると、NSEの方が

上場企業の選別がなされていると考えられる。また、BSEの2023年度の出来高が8.3億株であるのに対し、NSEは68.1億株であり、8倍以上の差が生じている。

こうした違いを踏まえて、インドの株式市場の10年間の変化について取引規模が大きいNSEを軸にみてみよう。時価総額であるが、2014年3月時点では73兆ルピーであったが10年後の2024年3月には384兆ルピーと5倍の拡大している。その間、コロナ禍の影響を大きく受けた2019年度にはいったん大幅減少をしているものの、基本的には拡大傾向にあり、直近の2023年度では1.5倍になっている。その間の上場企業数であるが、2014年3月時点でNSEには1688社上場しており、その後は上昇を続け2024年3月には2439社と10年で1.5倍になっている。売買代金についても2013年度の28兆ルピーから2023年度には201兆ルピーと7倍以上に増加している。なお、この間のBSEは上場企業数では2014年3月時点で5336社から2024年3月時点の5252社と減少していて、売買代金でも3倍程度にしかっていない。

図表6 BSE およびNSEの市場規模データ

単位：兆ルピー

| | BSE | | | NSE | | |
|---------|-------|------|------|-------|------|------|
| | 上場企業数 | 売買代金 | 時価総額 | 上場企業数 | 売買代金 | 時価総額 |
| 2013-14 | 5,336 | 5 | 74 | 1,688 | 28 | 73 |
| 2014-15 | 5,624 | 9 | 101 | 1,733 | 43 | 99 |
| 2015-16 | 5,911 | 7 | 95 | 1,808 | 42 | 93 |
| 2016-17 | 5,834 | 10 | 122 | 1,817 | 51 | 120 |
| 2017-18 | 5,619 | 11 | 142 | 1,931 | 72 | 140 |
| 2018-19 | 5,262 | 8 | 151 | 1,931 | 79 | 149 |
| 2019-20 | 5,377 | 7 | 113 | 1,949 | 90 | 112 |
| 2020-21 | 5,477 | 10 | 204 | 1,968 | 154 | 203 |
| 2021-22 | 5,350 | 13 | 264 | 2,065 | 166 | 262 |
| 2022-23 | 5,433 | 10 | 258 | 2,191 | 133 | 256 |
| 2023-24 | 5,252 | 16 | 387 | 2,439 | 201 | 384 |

(出所) SEBI (2024), *Handbook of Statistics 2023-24*, (https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/publications/nov-2024/handbook-of-statistics-2023-24_88310.html) より作成。

また、図表にはしないがデリバティブ市場においてもNSEの方が活況であった。2023年度先物、オプションを含めた株式デリバティブでは、BSEの契約数が約113億、名目取引高が約8028兆ルピーであったのに対し、NSEでは契約数が約952億、名目取引高が約8京ルピーであった²²。ではこの10年間の変化はどうだったか。2013年度のNSEにおけるデリバティブ取引は契約数が約13億、名目取引高は約382兆ルピーであった。2023年度にかけて契約数が約73倍、名目取引高が約209倍という成長を遂げている。なおBSEは2023年度こそ契約数約113億ルピー、名目取引高約8028兆ルピーであったが2022年度では契約数約4億ルピー、名目取引高約343兆ルピーと小さく、基本的にはNSEの後塵を拝む形となっている。このように現物、デリバティブのどちらの市場からもNSEの大

きさと成長速度がわかり、それがインドの証券市場を牽引していることがわかる²³。

そして時価総額が大きく、取引件数も多く、デリバティブ市場も活発になっているということは、株式市場における価格発見機能が高まっているとみることはできる。そうした流通市場の状況は、発行市場での資金調達につながることで、証券市場と経済発展が結びつく。

そこで発行市場についても図表7から見てみよう。株式市場における公募増資は2023年度には340件、総額は約8300億ルピーであった²⁴。株式による資金調達件数は年度によって幅があるものの、10年間の変化としては件数や総額では増加傾向にある。日本の第三者割当増資に近いPreferential Allotment（図表7では便宜上第三者割当増資としている）は2023年度には689件、約4500億ルピーであった。これは10年

図表7 インドにおける発行市場の状況

単位：10億ルピー

| | 公募増資 | | 第三者割当増資 | | 私募債発行 | | 社債公募発行 | |
|---------|------|------|---------|------|-------|-------|--------|-----|
| | 件数 | 金額 | 件数 | 金額 | 件数 | 金額 | 件数 | 金額 |
| 2012-13 | 45 | 120 | 422 | 456 | 2,489 | 3,615 | 21 | 172 |
| 2013-14 | 56 | 121 | 361 | 558 | 1,924 | 2,761 | 35 | 424 |
| 2014-15 | 61 | 94 | 391 | 222 | 2,611 | 4,041 | 25 | 97 |
| 2015-16 | 84 | 264 | 367 | 505 | 2,975 | 4,581 | 20 | 338 |
| 2016-17 | 118 | 325 | 409 | 442 | 3,377 | 6,407 | 16 | 295 |
| 2017-18 | 212 | 998 | 420 | 595 | 2,706 | 5,991 | 8 | 52 |
| 2018-19 | 212 | 237 | 402 | 2102 | 2,358 | 6,103 | 25 | 367 |
| 2019-20 | 79 | 770 | 284 | 1749 | 1,787 | 6,747 | 35 | 151 |
| 2020-21 | 78 | 1101 | 235 | 409 | 1,995 | 7,718 | 18 | 106 |
| 2021-22 | 164 | 1389 | 349 | 605 | 1,405 | 5,880 | 28 | 116 |
| 2022-23 | 238 | 658 | 454 | 838 | 1,524 | 7,545 | 34 | 92 |
| 2023-24 | 340 | 831 | 689 | 452 | 1,347 | 8,378 | 45 | 192 |

(出所) SEBI, *Handbook of Statistics*, 各号より作成。

22 SEBI (2024), *Handbook of Statistics 2023-24*, (https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/publications/nov-2024/handbook-of-statistics-2023-24_88310.html).

23 NSEのレポートによると、NSEは時価総額では世界6番目、取引件数では世界第2位、デリバティブ市場としては世界トップだとされている(NSE, "Market Pulse" Vol. 7, Issue 2, p.3)。

24 なお公募増資の8割はIPOであり、そのIPOはメインボードと中小企業プラットフォームからなるが、9割がメインボードという状況である。

間の間で見ると件数、金額の増減があるが安定した資金調達源となっている。社債市場については、公募発行は非常に少なく私募での調達がメインとなっている。その件数だが、2013年度に2489件だったものが2023年度には1347件と、件数では大幅減となっているが、金額では約3兆6000億ルピーから約8兆4000億ルピーへと2倍以上に増加している。調達額の規模が10年間順調に拡大していることから、社債市場もその機能を向上させているといえるだろう。

比較として、日本の市場を見てみよう²⁵。2024年における東証の株式公募での資金調達が97件（うちIPOが67件）、調達額が約5730億円（うちIPOが約1570億円）であった。387兆ルピーの時価総額を持つ市場で8300億ルピーを調達したインド（2023年度）と、997兆円の時価総額を持つ市場（東証）で5730億円を調達した日本の比較と考えると、インドにおける発行市場が一定の機能を果たしていることがうかがえる。

こうした市場における取引を支える証券市場のプレイヤーの状況はどうだろうか。インドにおいて証券業務に従事するためには、SEBIより各種免許を取得する必要がある。ここではその免許の種類とその免許取得者数を通じて、この10年間のインドの証券市場の動向を見てみよう²⁶。証券取引所において選択と集中が生じていることは上述したが、それをうけてブローカーの数も連動している。2014年3月には9050存在した現物株のブローカー免許の保持者が2024年3月には2776と1/3以下に減少している。これは株式デリバティブや通貨デリバティ

ブの免許においても同じ傾向で、株式デリバティブが3051から2315へ、通貨デリバティブが2395から1784へとそれぞれ減少している。

その一方で海外投資家（Foreign Portfolio Investors）の登録数は2015年3月の1444から2023年度には1万1219へと8倍近くに増えており、投資アドバイザーは2014年3月の129から2023年度には1307へとこちらも10倍を超える数となっている。リサーチアナリストも2015年3月の26から2024年3月には1191へと45倍になっている。このあたり、証券市場へ参加する投資家サイドの変化も表れているのかもしれない。ただ、フィンテック企業への投資が増加していた時期であるにもかかわらず、ベンチャーキャピタルが2014年3月の207から2024年3月には167と減少している。

もちろんこうした登録数があるまま活動の良／不良を示すものではない。数が減ることによって選択と集中が進んでいる場合もある。数が多い場合は粗製乱造という可能性もある。それらを踏まえても、数の変化はそれぞれの免許が司る業務の質量ともの変化の表れであることは見過ごせないだろう。

また、個人投資家の成長もこの間の変化といえそうである。西尾（2025）でも言及しているが、インドの個人投資家は2018年3月時点で720万人であったのが、2025年1月には3590万人と5倍になっており、デリバティブ市場においては90万人から1020万人と10倍以上の参加者数となっている。2024年末には上場株式における個人投資家の保有比率は、投資信託も含めると市場の約18%を保有しているとされている²⁷。家

25 日本取引所グループ「その他統計資料」（<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/index.html>）。

26 以下のデータについてはSEBI（2024）, *Handbook of Statistics 2023-24*, (https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/publications/nov-2024/handbook-of-statistics-2023-24_88310.html) を参照。

27 西尾（2025）, pp.3-5。

計の所得水準の向上が個人投資家に対する投資信託保有などの原動力となっているともとれるだろう²⁸。

本節を整理をすると、インドでは証券市場の選択と集中が生じ、2大証券取引所とされるBSEとNSEにも大きな差が生じている。とはいえ、世界でも有数の時価総額となった株式市場は、売買代金数の増加も伴っており、その価格発見機能を向上させていると見ることができる。それが発行市場での資金調達にもつながっている。ただし、市場参加者の構造は変化してきており、海外からの投資であったり、個人投資家の参加の増加という状況を見て取れる²⁹。経済成長に合わせて証券市場の構造も変わっていったのである。

4.2 インドのノンバンク部門の伸張と規制

証券市場もそうであったが、ノンバンク部門もまた、2000年代のインドの経済成長と軌を一にする形で成長している。インドは銀行部門が金融仲介の中心であったが、銀行部門に課せられた規制や社会的役割は大きく、結果として中小零細企業や個人は銀行部門の支援対象から漏れがちであった。特に自由化以前は、銀行信用の多くは工業部門への支援に向けられていた。銀行国有化が進められる中で、農村部への支援が要請されていったり、出店地域規制として都市部への支店開設には農村部への一定程度の支店開設が求められたり、PSLが課されるなどの金融包摂の仕組みは作られていったものの、現

実は中小零細企業や個人は金融サービスから取り残されがちであった。また、証券市場においても、社債市場の未発達、株式市場における高い集中度など、中小零細企業の資金調達の間としては未成熟な状態が続いているといってもいいだろう。

そうした部分をカバーし、個人や中小零細企業への資金提供を担っていたのがノンバンク部門である。インドのノンバンク部門は基本的にはRBIのライセンスによって管理されているが、そのライセンスも多岐にわたっている。こうした状況を概観することで、銀行部門や証券市場がカバーしない範囲の金融仲介の構造も見ることができる。

第2節でも図表2から簡単に述べたが、銀行部門が伸び悩む中、ノンバンク部門は2010年から2023年の間に4兆ルピーから40兆ルピーへと規模では10倍に、GDP比では7%から14%へと大幅に伸びている。

そしてその経営実態は、コロナ期を経て徐々に向上していていることが、ノンバンクの企業数から見て取れる。2018年9月時点では1万190社であったものが2024年3月時点では9420社となっており、規模の上昇に比して企業数は減少している³⁰。結果的に1社あたりの規模は拡大することになる。この傾向は2010年代後半から見られており、2017年3月には資産規模が1兆ルピーを超えるノンバンクは2社、100億ルピーを超えるノンバンクであっても166社であったものが2021年3月には1兆ルピーを超えるノンバンクが5社あり、資産規模の範囲を

28 もっとも、所得格差の拡大が進んでいる点も留意する必要がある。所得や資産保有の上位層による投資の拡大だと考えることもでき、その場合は格差拡大の要因となりうる。

29 とはいえ個人投資家については、デリバティブ市場への参加が増えていることなどから、当局も注視するような状況となっている点は注意が必要だろう。

30 RBI, "Trend and Progress of Banking in India," 2018および2024を参照。

100億ルピー以上にした場合でも241社と大幅に増加していることがわかる³¹。そして2024年3月時点であれば、100億ルピー以上のノンバンクは500社を超えている³²。

その規模的增加も重要であるが、そうして伸びた規模をどのような機関が仲介しているのだろうか。ノンバンクの免許の種類だが、代表的なものでは、マイクロファイナンス、インフラファイナンス、ファクタリング会社、投資会社、信用会社（ローン会社）、アカウントアグリゲーター、不動産ローン保証会社、非運用金融会社（金融持株会社）、などがある³³。すなわち、インフラ投資をファイナンスする規模の会社や、個人消費を支えるローン会社、果ては貧困への対応で注目を浴びたマイクロファイナンスまで、かなり幅広い範囲でインド経済の成長を支えているのである。とりわけ9000以上あるノンバンクの大半は投資及びローン会社というカテゴリーのものであり、インド経済の根幹であり銀行部門が支えきれないリテール消費を支えている。実際、ノンバンクの保有資産の71.2%が産業およびリテール向けのローンであり、その成長率は前年比で30%以上の伸びを見せている。そのうえ中小企業向けローンについても、銀行部門貸付の伸び率が前年比20.6%増であるのに対しノンバンクによる貸付は前年比33.5%増となっており、経済成長に重要な役割を果たしていることがわかる³⁴。

こうしたノンバンクの存在感の増大に対し、

金融当局も社会への影響の大きさを認識している。そもそも長らく金融システムの中心が銀行部門であり、かつその銀行部門が財政に従属的であったインドでは、ノンバンクや非正規金融の役割は大きかった。そうしたこともあり、ノンバンクについての規制監督への動きは早く、1975年のRaj委員会報告、1992年のShah委員会報告、1995年のkhanna委員会報告、2011年のThorat委員会報告などを経ながら、高まるノンバンクの重要性を踏まえて分類、把握、規制が検討され続けてきた。そして前述したように、経済成長の中で銀行部門の不良債権問題がクローズアップされ、否応にもノンバンクの存在感が高まっていった2010年代後半、2018年にインフラ金融を営む大手ノンバンクIL&FSが、2019年には住宅金融大手のDHFLがそれぞれ破綻し、金融システムはノンバンクの破綻から大きな影響を受けた³⁵。

それを受けRBI（2021）では規制の枠組みとして資産規模を中心に、業務内容も加味したノンバンクの階層化とそのフレームワークでの規制監督のあり方が議論された。そして特別な機能を持つノンバンクと規模が上位にありシステム上重要なノンバンクと位置づけられたノンバンクに対する監視と規制が強化され、銀行に近い規制を課すようにもなった³⁶。こうした動きからも、インドの金融システムにおける金融仲介の複線化を見て取ることができるだろう。

31 RBI (2021), p.12.

32 RBI, "Trend and Progress of Banking in India 2024," p.115.

33 インドのノンバンクの種類や特徴等については、西尾（2023）を参照されたい。

34 RBI, "Trend and Progress of Banking in India 2024," pp.121-123.

35 この一連の流れと影響については西尾（2023）を参照されたい。

36 2023年11月には銀行の持つノンバンク向け債権のリスクウェイトを引き上げられた。もっとも、経済への影響も大きく2025年には解除されたりしている（The Economic Times, "RBI lowers risk weight on bank finance to NBFC, microfinance loans," Feb. 25, 2025. <https://economictimes.indiatimes.com/news/economy/policy/rbi-partly-dials-back-strict-loan-rules-for-micro>

4.3 フィンテック企業の興隆と決済のデジタル化

現在のインド金融システムを理解するためには、前節までで述べたような既存の金融機関、業態にとどまらない視点が必要である。インドでは2010年代後半以降、フィンテック企業の躍進が見られた。その背景には、インド政府が導入した様々な経済政策、社会政策が存在する。インドにおいてフィンテック企業が興隆し、成長することができた主な政策として挙げられるのは(1)デジタル・インドに代表されるIT政策、(2)生体認証可能な国民IDシステムであるアダール (AADHAAR)、(3)国民皆口座 (PMJDY : Pradhan Mantri Jan Dhan Yojana) の導入である³⁷。

デジタル・インドは、インド政府がインド社会の知識経済化、デジタル化を推進するための基盤的政策として2014年8月に策定したプログラムである。その取り組みによって、インドにおけるネットワーク環境の整備、とりわけモバイル通信網の整備が進んだ。2010年より登録の始まった生体認証可能な国民IDシステムであるアダールはデジタル・インド政策と結びつきデジタルエコノミーの進展にもつながった。また、金融業においてはKCYのコストを大幅に削減することを可能とした。国民皆口座は、インドの政策課題である貧困対策の一環として、金融包摂を推進するものであり、全国農村雇用保障法 (NREGA) や補助金直接

支払制度と結びつくこと、そしてアダールの導入、ネットワーク環境の整備と連動することで、一気に進展していった。

こうした結果、保険、決済、オルタナティブ投資、デジタルレンディングなど様々な企業が登場するようになった。その中でも決済サービスを軸としたフィンテックサービスの展開は、業種を超えて広がっている。インドにおけるデジタル決済は当初、ウォレットを提供するサービスから広がっていった。2021年にBSEおよびNSEで上場したデジタル決済サービスであるPayTMを展開するOne97 Communicationsが有名である。2009年にPayTMのサービスが開始された当初は、ウォレットを軸としたサービス展開であった。RBIの統計では、データが現れるようになった2012年度には3270万件、100億ルピーの取引がウォレットを利用して行われていた。その後、2013年度には約1億件、約290億ルピーが、2015年度には約6億件、約2000億ルピーの取引が行われるようになり、急速にその利用が広がっていた³⁸。

しかしインドでは、2016年に入ってキャッシュレス化の進展の中で、公的部門からもキャッシュレス化、決済のデジタル化への取り組みが行われるようになった。インド決済公社による統合決済インターフェース (UPI : Unified Payments Interface) の提供である。UPIは、ウォレットと同じくスマートフォンを通じて利用が可能であるが、資金を一旦ウォレットに預け入れる形である従来の民間サービスとは異なる

credit-non-bank-lenders/articleshow/118561390.cms)。また、特定の数は2024年にRBIより突然新規融資の中止が命じられるなど、中央銀行による介入も生じるようになってきている (Bloomberg「インド中銀、MUFG系含む4社を処分―シャドバンキング規制」2024年10月18日、<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2024-10-18/SLJCCQ3DWLU6800>)。

37 インドのデジタル化とフィンテックや決済ビジネスの変化については西尾 (2024) および西尾・佐藤 (2020) で詳述している。以下の記述については西尾 (2024) をベースとしている。

38 RBI, "RBI Bulletin," various issues.

図表8 決済システムを利用したリテール決済の動向

| | 決済額(単位：10億ルピー) | | | | | | | | |
|----------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2016-17 | 2017-18 | 2018-19 | 2019-20 | 2020-21 | 2021-22 | 2022-23 | 2023-24 | 2024-25 |
| UPI | 70 | 1,098 | 8,770 | 21,317 | 41,037 | 84,159 | 139,149 | 199,951 | 260,570 |
| クレジットカード | 3,284 | 4,590 | 6,034 | 5,684 | 6,304 | 9,716 | 14,323 | 18,311 | 21,092 |
| デビットカード | 3,299 | 4,601 | 5,935 | 6,246 | 6,614 | 7,302 | 7,200 | 5,924 | 4,959 |
| ウォレット | 532 | 1,087 | 1,833 | 1,824 | 1,521 | 2,202 | 2,219 | 2,344 | 1,541 |

| | 取引件数 (単位 ; 100万回) | | | | | | | | |
|----------|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2016-17 | 2017-18 | 2018-19 | 2019-20 | 2020-21 | 2021-22 | 2022-23 | 2023-24 | 2024-25 |
| UPI | 18 | 905 | 5,392 | 12,519 | 22,331 | 45,956 | 83,714 | 131,129 | 185,866 |
| クレジットカード | 1,087 | 1,405 | 1,763 | 1,641 | 1,764 | 2,240 | 2,915 | 3,561 | 4,774 |
| デビットカード | 2,399 | 3,343 | 4,414 | 3,899 | 4,015 | 3,938 | 3,418 | 2,286 | 1,612 |
| ウォレット | 1,630 | 3,026 | 4,141 | 4,247 | 3,999 | 5,301 | 5,911 | 6,326 | 5,290 |

(出所) RBI, "RBI Bulletin," various issues より作成。

り、簡単なIDを使って銀行口座と紐づけを行ったうえで、リアルタイムに銀行口座間の送金を可能にする仕組みのサービスである。銀行口座間の直接の資金移動を行うという意味では、デビットと同じようなサービスとなる。インド決済公社によって提供されていることから、利用者および加盟店に費用が掛からず、提供から急激に利用が広がっていった。

2016年度にサービス導入後、2017年度にはウォレットを上回る取引額、2018年度には決済額、取引件数のいずれもクレジットカード、デビットカード、ウォレットを上回る取引額となっていた(図表8)。リテール決済の量的変化について示した図表8を見ると、安定的で即時性のある決済システムが公的機関による無料での提供ということでその利用が急激なペースで進んでいることがわかる。単純に既存の決済手段を上回るだけでなく、決済額では2016年度の700億ルピーから2024年度の260兆ルピーまで3700倍以上、取引件数では2016年度の1800万件から2024年度の1860億件まで1万倍以上に拡大

している。その間、競合するウォレットは金額・件数ともに約3倍に、デビットカードは金額が1.5倍になるも件数は2/3に減少するという状況であった。ただ、クレジットカードについては金額で6倍以上に、取引件数でも4倍以上になっており、与信機能を持つという意味で棲み分けが生じた分だけ、伸びがあることがわかる。

こうした変化を遂げた結果、UPIを利用した決済において、現在ではPayTMは大幅にその地位を低下させている。2025年10月時点のUPIをベースとした決済アプリのシェアではインドEC大手のフリックカート傘下のPhone Peが94億ルピーで最大のシェアを持ち、ついでGoogle Payが71億ルピーと続き、PayTMは第3位となっている。しかも、Phone PeとGoogle Payで約8割のシェアを握っている³⁹。こうした状況変化の結果、2020年度には営業利益280億ルピーのうち75%を占めていた決済サービスが、2024年度には営業利益690億ルピーのうち決済サービスは約56%を占める程度となっている⁴⁰。結果的にレンディングなどの金

39 NPCI, "UPI - Ecosystem Statistics," (<https://www.npci.org.in/product/ecosystem-statistics/upi>).

40 PayTM, *Annual report*, various issues.

融サービスにシフトするようになり、フィンテック企業の業務多角化を生じさせている。決済サービスの提供プレイヤーにしても、フィンテック企業というよりも他業種（商業等）からの参入が生じている。ここから、一口にデジタル化といっても、国家のかかわり方、制度の状況によって、金融サービスの提供のあり方や他の業務への影響などは詳細に検討する必要があることがわかる。

また、こうしたデジタル化とフィンテック企業の成長によって、金融システムにおいても変化が生じている。2016年には新たなノンバンクの営業免許として複数の金融機関の口座情報を集約し、管理・閲覧・共有できる機関である Account Aggregator というカテゴリーが設けられ、2025年9月末時点で16社が登録されている⁴¹。さらに、基本的には抑制的である銀行免許においても、新たに決済銀行という免許が設けられ、2017年以降、同免許の上で営業する銀行も登場するようになった。

このように、社会・経済のデジタル化は金融のデジタル化を進め、金融システムもまたそのデジタル化に応じた制度変化を見せ始めている。こうした動きがもたらす影響についてはまだ十分に把握は出来ていないが、不可逆的な変化をもたらすことは容易に想像できる。

5. おわりに

本稿では主に2010年代以降のインドの経済成長の中で生じている金融システム構造の変化について分析した。独立後の経緯から、インドの金融システムの中心は銀行部門が担ってきており、現在でも SBI を筆頭に公的部門銀行が非

常に大きな役割を果たしている。ただ、預金準備率等は低下傾向にあるものの、SLR や優先部門貸付規制など銀行部門に課せられた重荷は残っており、公的部門銀行では不良債権問題も生じ、結果的にここ数年は M3/GDP の伸びが停滞していた。これは、ある意味では銀行業が成熟期に入った、インド経済に十分な信用が供与された結果といえるかもしれない。しかし、中間層の拡大、不動産市場の活況など、まだまだ貨幣供給が必要とされており、そうした視点からは金融深化が止まったと見ることもできる。

その反面、銀行部門に課せられた制約と金融深化の停滞の裏で、証券市場やノンバンクなどの金融仲介の複線化が進んでいた。銀行部門と比較した証券市場時価総額はアジア域内では類を見ないほどに拡大しており、ノンバンクも多様な業態の存在と持続的な規模拡大を続け、インド経済の重要な成長基盤として機能している。さらに、フィンテック企業の興隆や決済のデジタル化、そこへの国家の介入（UPI の普及）とによって金融サービスの提供構造の変化も生じている。

インドの経済成長とあわせて構造変化を遂げつつある金融システムを分析する視点からは、こうした金融機関の実態、制度や市場の動的変化などの視角が、重要になっているといえるだろう。

参考文献

- 石上悦朗 (2018) 「インド指定商業銀行の不良債権問題について：岐路に立つ『政府の銀行』」『経済志林』第85巻第4号, pp.403-435。

41 RBI, "List of NBFCs and ARCs registered with the RBI," (https://rbi.org.in/Scripts/BS_NBFCList.aspx).

- 井上武 (2020) 『インドの金融発展：経済成長と貧困削減に向けた銀行部門の役割』 見洋書房。
- 絵所秀紀 (1998) 「インド型金融システムの形成と構造」, 一橋大学経済研究所 Discussion Papers, D97-14, 一橋大学経済研究所。
- 翁百合 (2018) 「金融システムへの機能別・横断的な規制—課題と展望—」『日本総研ビューポイント』 No.2018-007 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/viewpoint/pdf/10604.pdf>, 最終アクセス日 2025年12月29日)。
- 金融審議会金融制度スタディ・グループ (2018) 「金融審議会 金融制度スタディ・グループ 中間整理—機能別・横断的な金融規制体系に向けて—」 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20180619/chukanseiri.pdf, 最終アクセス日 2025年12月29日)。
- 佐藤隆広・西尾圭一郎 (2014) 「金融システムと経済発展」 絵所秀紀, 佐藤隆広編 『激動のインド3: 経済成長のダイナミズム』 日本経済評論社, pp.161-234。
- 西尾圭一郎 (2023) 「インドの金融システムにおけるノンバンク」 佐藤隆広編 『経済大国インドの機会と挑戦: グローバル・バリューチェーンと自立を志向するインドの産業発展』 白桃書房, pp.375-400。
- (2024) 「インドにおける決済手段のデジタル化」 楊枝嗣朗, 神野光指郎編著 『貨幣とは何か?: 支払決済システムと金融仲介』 文真堂, pp.160-179。
- (2025) 「インドの成長と不安点——金融包摂は進んだが」 『証券レビュー』 第65巻第5号, pp.1-6。
- 西尾圭一郎・佐藤隆広 (2020) 「インドにおけるフィンテックの展開: フィンテックがアンバンドリングを通じて銀行業に与える影響の考察」 『大銀協フォーラム 研究助成論文集』 第24号, pp.1-20。
- Azad, R., P. Bose and Z. Dasgupta (2017), "Riskless Capitalism' in India: Bank Credit and Economic Activity", *Economic and Political Weekly*, August 5, Vol. LII, No.31, pp.85-98.
- Bhasin, N. (2014), *Indian Financial System: Evolution and Present Structure*, New Century Publications.
- Diamond, D. W. and P. H. Dybvig (1983). "Bank runs, deposit insurance, and liquidity." *Journal of Political Economy*, vol.91, no.3, pp.401-419.
- Goldsmith, R. W. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press.
- Gurley, J. G. and E. D. Shaw, (1960), *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution. (桜井欣一郎訳 『貨幣と金融』 改訂版, 至誠堂, 1967年)
- Levine, R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, vol.35, no.2, pp.688-726.
- (2005), "Finance and Growth: Theory and Evidence," in *Handbook of Economic Growth*, Vol. 1, by P. Aghion and S. Durlauf Eds., pp. 865-934.
- McKinnon, R. (1973), *Money and Capital in Economic Development*. The Brookings Institution.
- Merton, R. C. and Z. Bodie (1995), "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment," Chap. 1 in *The Global Financial System: A Functional Perspective*, by D. B. Crane, K. A. Froot, Scott P. Mason, André Perold, R. C. Merton, Z. Bodie, E. R. Sirri, and P. Tufano, pp.3-31. Harvard Business School Press. (ツヴィ・ボディ, ロバート・C・マートン著「金融環境を分析するための概念的枠組み」 野村総合研究所訳 『金融の本質: 21世紀型金融革命の羅針盤』 第1章, pp.27-76, 野村総合研究所, 2000年)
- RBI (1975), *Report of the Study Group on Non-Banking Companies*, Reserve Bank of India.
- (1992), *Report of the Working Group on Financial Companies*, Reserve Bank of India.
- (2011), "Working Group on the Issues and

- Concerns in the NBFC Sector: Report and Recommendation,” <https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/FRWS250811.pdf>, (accessed 2025/12/31).
- (2021), “Discussion Paper on Revised Regulatory Framework for NBFCs - A Scale-Based Approach.” <https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Publications/PDFs/DP220121630D1F9A2A51415B98D92B8CF4A54185.pdf>, (accessed 2025/12/24).
- Schumpeter, J. A. (1926) *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, 2. Auflage. (塩野谷祐一, 中山伊知郎, 東畑精一訳『経済発展の理論：企業者利潤・資本・信用・利子および景気の回転に関する一研究』(上・下巻) 1980年改訳, 岩波書店)
- Shah, A. and S. Thomas (1997), “Securities Markets: Towards Greater Efficiency,” Chap. 10 in *India development report, 1997*, by Parikh, K. S. ed., Oxford University Press.
- Shaw, E. S. (1973) *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press.
- ※ 本稿は JSPS 科研費 (22K01674) の研究成果の一部である。記して謝意を表したい。
- (大阪公立大学大学院経営学研究科准教授)