

# 「新興市場」と資本自由化

—経済改革下のインドを事例として—

佐藤隆広

## 要 旨

インドの経済改革は、国際通貨基金（IMF）・世界銀行との提携下で1991年7月にスタートした。経済改革下で実施された資本自由化は、1993年度以降において外国直接投資（FDI）・外国証券投資（FPI）・非居住者インド人（NRI）預金の顕著な流入をもたらし、独立後最高水準の外貨準備残高に帰結した。このような状況を踏まえて、1997年6月にタラポール委員会は資本流入規制の緩和だけでなく流出規制の大幅緩和を含む画期的な資本自由化の実施を勧告した。このような資本自由化は先進諸国における「新興市場」ブームを背景に持っている。

インドへのFDI・FPI・NRI預金を分析した結果、以下の諸点が明らかになった。①FDIはインフラ産業に集中しており国内市場志向である、また国内の大幅な地域間格差をもたらす可能性がある、②FPIは外貨準備残高急増の重要な要因である一方、株式市場のボラティリティを高めている、③NRI預金はとくにルピー建て預金が1996年度に著増するがこれは同預金への各種優遇措置が実施され、名目為替レートが相対的に安定していたことによる。

また、1993年—1997年の期間における為替レートと短期金利の動向を分析した結果、以下の諸点が明らかになった。①為替レートが大幅に減価するのを避けるために実施される外国為替市場への政府介入は、短期金融市場の流動性逼迫をもたらし、ときには短期金利が年率100%にまで達することがある、②不胎化操作はこの短期金利を沈静化させるに十分なものではなかった、③為替市場への介入とともに、資本流入規制の緩和が実行されている。

さらに1993年度以降、貿易収支赤字が顕著に増大しているにもかかわらず、資本流入が持続しているため、実質実効為替レートが十分減価していないことが指摘されている。これは資本流入を円滑に維持するために、インド政府が対ドル・レートに自国通貨ルピーを事実上ペッグしていることが重要な要因である。ここから、メキシコやタイの通貨危機のシナリオ、すなわち「経済改革による外資導

入推進→外資流入→実質為替レートの増価→経常収支赤字の悪化→名目為替レート減価予想の成立→外資逃避→国際収支危機勃発」が想起され、インド経済も近年の通貨危機とは決して無縁ではないことが明らかになった。

本稿においては、通貨危機が政府の失敗と市場の失敗が複合しているあるいは相互作用しているという観点が、経済改革下のインドを事例にした数量分析と制度分析を通じて強調されている。

## 目次

- |                             |                 |
|-----------------------------|-----------------|
| I. 序                        | 1. 資本フロー構成      |
| II. 1980年代のマクロ経済不均衡         | 2. 為替レートと短期利子率  |
| III. 経済改革下(1991年度-)の資本自由化措置 | 3. 資本流入と実質為替レート |
| IV. 資本自由化と通貨危機              | V. 結語           |

## I. 序

1997年7月に発生したタイの通貨危機は東南アジア諸国はおろかOECDに加盟したばかりの韓国にも波及し、アジア経済に深刻な影響を与えている。とくにアジア諸国の為替レートの減価は極めて激しく、1997年6月30日から1998年1月30日の期間について対ドルレートで見ると、タイで113%、インドネシアで328%、韓国で71%の減価率となっている。通貨危機は国内の金融危機と連動し、タイでは50以上のノンバンクが営業停止になり、韓国・インドネシアでも複数の銀行が倒産するに至った。外貨準備の枯渇に対処するため、タイ・インドネシア・韓国の3ヶ国はIMF借款を獲得するために構造調整プログラムを受け入れた。これら諸国への緊急支援額は、タイで172億ドル、インドネシアで320億ドル、韓国で584億ドルと巨大な額に上っている<sup>1)</sup>。

旧社会主義諸国の崩壊後、1992年の欧州通貨制度(ERM)の動揺・1994年のメキシコ通貨危

機・1997年のアジア通貨危機と立て続けに大規模な通貨・金融危機が発生している。MITのP.クルーグマンはすでにメキシコ危機直後にアジア諸国を中心とする「新興市場」(Emerging Markets)におけるバブルの状況を危惧していた<sup>2)</sup>。米州開発銀行エコノミストのR.ハウスマンは「金融のボラティリティが市場経済下の民主主義を崩壊させかねない」と警告を発している<sup>3)</sup>。また、コロンビア大学のJ.バグワッティは米国が世界的な金融自由化を他国に強要していること背景として「ウォールストリート・財務省複合体」(Wall St.-Treasury Complex)なる存在を指摘し、米国政府を中心とする他国への資本自由化の強要を強く非難している<sup>4)</sup>。また、ハーバード大学教授・NBER所長のM.フェルドシュタインも、金融自由化による短期資本逃避がアジア通貨危機の原因であるとして、アジア諸国に硬直的に適用されている国際通貨基金(IMF)の構造調整プログラムを問題視している<sup>5)</sup>。

「21世紀型危機」とも呼称される大規模な資本移動による弊害に警告を発している一部経済

学者に対して、IMFや世界銀行などは開発途上国における資本自由化を積極的に推奨している。たとえば昨年来の韓国通貨危機に対して、IMFは融資にあたっての政策改定条件のひとつとして外資系銀行の設立認可を要求した。また、世界貿易機構(WTO)はサービス貿易自由化の一環として金融自由化を強く主張するようになってきた。通貨危機の背景として、金融グローバル化が国際機関の後押しもあって急速に展開していることを指摘しないわけにはいかない<sup>6)</sup>。

アジア通貨危機の原因としては、アジア諸国が持続不可能な為替レートの維持を計ったことと、それに関連する大幅な経常収支赤字が言及されている。しかしこれに加えて、欧米諸国を中心とする「新興市場」ブームの存在も忘れてはならない。市場の失敗を論難する立場に立てば先進諸国におけるブームと資本逃避が問題になるであろうし、政府の失敗を追求する立場に立てば「新興市場」諸国における経済政策の失敗が通貨危機の原因となるであろう。このように、特定の立場からの判断はしばしば事実を隠蔽する危険性を孕んでいることに注意しなければならない。

さて、わが国においては「新興市場」の中でもインドの事例はあまり詳しくは知られていない。アジア通貨危機を見る上でも今後のインドの経済改革を考える上でも「新興市場」インドの資本自由化を検討することには十分な意義があるものと考えられる。そこで本稿は、経済改革が実施された1991年度以降のインドの資本自由化過程を検討することによって「新興市場」における通貨危機を把握する上でのひとつの事例を提供できればと考えている。

本稿の構成は次のようになっている。第2節では、91年以降実施されてきた経済改革下の資

本自由化の歴史的前提として、インド経済の80年代の動向をマクロ経済不均衡が拡大した時期であると特徴付けて解説している。第3節では、91年以降のマクロ経済動向と資本自由化の展開をスケッチしている。第4節では、インドの資本自由化の諸特徴と諸問題について(1)資本フロー構成、(2)為替レートと短期利率率、(3)資本流入と実質為替レートの観点から分析を深める。第5節では本稿から得られる含意を整理する。

## II. 1980年代のマクロ経済不均衡

1991年7月に始まる経済改革の歴史的背景として、1980年代のマクロ経済の諸特徴を簡単に整理し解説することにした。それは以下で解説するように、4つの特徴をもつものであった。

まず第1に、80年代は高度経済成長期であると特徴付けることができる。実質経済成長率の推移を示している第1表によれば、70年代に不振であった工業部門が80年代にその成長率を大幅に回復させている。好調な工業部門に支えられるかたちで、国内総生産の成長率も大きく改善している。

第2に、80年代はマクロ経済不均衡が大幅に拡大した時期である。対GDP比での貯蓄・投資(IS)バランスの推移を示している第2表によれば、80年代以降政府部門のISバランスが大幅に悪化している。言うまでもなく、政府ISバランスは財政赤字とほぼ対応している。また政府ISバランスの悪化と並行して、経済全体のISバランスすなわち経常収支赤字も80年代に大きく悪化しているのである。いわば、インドは大幅な財政赤字と経常収支赤字という深刻な「双子の赤字」に直面することになった。

第1表 実質経済成長率の推移 (1961-1990年度)

(%)

	1961-65年	1966-70年	1971-75年	1976-80年	1981-85年	1986-90年	1961-90年
農業部門	-0.6	6.7	3.1	2.6	2.3	5.2	2.5
工業部門	6.5	4.3	3.2	3.8	5.8	8.0	4.7
サービス部門	4.8	4.5	4.1	4.4	6.1	6.8	4.8
国内総生産	2.7	5.4	3.5	3.5	4.7	6.6	3.9

注) 各期の経済成長率は年平均の複利成長率である。また、1961-1990年度の年平均成長率のみ、最小自乗法で「ln(生産量) = a + b(タイムトレンド) + e」を推計して算出された係数bの値である (a, bは推計パラメーター, eはホワイトノイズ誤差項)。推計された係数bはすべて1%で統計的に有意である。

資料) Central Statistical Organization, National Account Statistics, various years.

第2表 貯蓄・投資バランスの推移 (期間平均, 対GDP比)

(%)

	1961-65年	1966-70年	1971-75年	1976-80年	1981-85年	1986-90年
政府部門	-4.6	-4.0	-4.6	-5.0	-7.1	-8.3
民間部門	1.4	1.8	3.0	5.3	3.6	6.0
経済全体	-3.2	-2.2	-1.6	0.3	-3.4	-2.3

資料) Government of India, Economic Survey 1996-97.

第3に、80年代は貿易自由化をはじめとする漸進的な経済自由化路線を採用した時期である。80年代の貿易自由化は事実上輸入制限の緩和に帰結し、経常収支悪化の重要な要因となった。

第4に、80年代は経常収支の悪化に対応して対外債務残高が累増し、デットサービス比率(DSR)が急激に悪化した時期である。90年度には対外債務残高が840億ドルにまで達し、開発途上国としてはメキシコ・ブラジルに次ぎ世界第3位の重債務国になった。また、そのDSRは危機的水準と一般に認識されている20%をはるかに上回る30%以上にまで悪化した。また、対外債務残高に占める民間の短期債務と非居住者インド人預金の比重も増加し、対外ファイナンス構造が脆弱になったことも指摘しなければならない。

微妙なバランスの上に成立していた①高度成長、②マクロ不均衡、③輸入自由化、④対外債務残高累増の4点に集約される80年代マクロ経済環境が崩壊する契機となったのが、1990年以

降のイラクのクェート侵攻によって引き起こされた湾岸危機・同戦争であった。

湾岸戦争がインド経済に与えた影響としては、第1に総輸入額の約30%を占める石油・同関連製品の価格上昇による輸入額の急増、第2に中東出稼ぎ労働者送金の停止による経常勘定での外貨獲得額の減少、第3に中東諸国向け輸出の停滞であった。インド政府はこの時期における湾岸戦争による国際収支負担額を約29億米ドルと推定している<sup>7)</sup>。このような国際収支上の困難を敬遠して非居住者インド人預金が急速な資本逃避を行い、さらに格付け機関がインドの格付けを大きく下げたことによって国際金融市場での短期債務のロールオーバーが事実上拒否されるに至った。

1991年初頭には外貨準備残高が輸入のわずかに2週間分しか確保できない水準11億米ドルにまで激減し、インド経済は債務不履行危機の窮地に陥ったのである。

このような一刻の猶予も許されない国際収支危機に対処するために、1991年初頭の総選挙後

に就任した国民会議派新政権はIMFからの融資を受けることを決意し、政策改定条件としてIMFの構造調整プログラムを実施することになったのである。

### Ⅲ. 経済改革下（1991年度—）の資本自由化措置

IMFおよび世銀・インド政府間の政策改定条

件をめぐる合意事項に関する文書である「趣意書」(letter of intent)を要約すれば、インドの構造調整プログラムの内容は第3表のようなものであった。

経済改革以前のインド経済を特徴付けてきた産業・貿易政策の枠組みは、1951年度にスタートした5ヶ年計画に方向付けられており、産業規制としては①民間投資を規制し誘導するため

第3表 インドの構造調整プログラムの概要（1991-1992年度）

#### 経済安定化政策

##### <達成基準>

上限設定項目：①中央政府総借入額，②インド準備銀行（RBI）純国内資産，③RBI対中央政府与信残高。

下限設定項目：純公的対外準備。

##### <マクロ経済目標>

①実質GDP成長率，②インフレ率，③対GDP比公共部門赤字，④対GDP比中央政府財政赤字，⑤M3成長率，⑥ハイパワードマネー成長率，⑦対GDP比経常収支赤字，⑧粗公的準備残高，④外貨準備残高。

##### <政策措置>

①公定歩合の引上げ，②為替レート切下げ。

#### 構造調整政策

##### <産業政策>

①特定18業種を除く産業許認可制度の廃止，②独占および制限的取引慣行（MRTP）法の緩和（MRTP法適用企業による新規投資実施・新規企業設立の自由化），③段階的国産化計画の廃止，④産業立地規制の緩和，⑤国家独占産業分野17業種から8業種への縮小。

##### <外国直接投資政策>

①特定34業種への外資出資比率51%までの外国直接投資の自動認可，②それ以外の外国直接投資案件に対する審査機関の設置，③外国技術提携受け入れ条件の緩和，④外国為替管理法（FERA）の改正。

##### <貿易政策>

①関税分類のハーモナイズシステムの導入，②実施中の緊急的輸入統制の早期解除，③国营貿易公社による独占的輸入の緩和，④輸入と輸出をリンクさせる輸出入票制度導入と輸入ライセンス制度と実需者原則の廃止，⑤関税率の引下げ。

<その他>①公企業のリストラの推進，②公企業の経営権の拡大，③政府保有公企業株式の20%放出。

#### セーフティネット

①失業対策や職業訓練のための国民復興基金（NRF）の設置，②貧困層向けに安価に食糧を供給する公的配給制度（PDS）のリストラ。

資料） Government of India, Memorandum on Economic Policies for 1991/92-1992/93, dated August 27, 1991, in Reserve Bank of India Bulletin, January 1992; do., The Letter of Finance Minister dated November 11, 1991 to the President of the World Bank, in Reserve Bank of India Bulletin, April 1992.

の産業許認可制度とその法的根拠となっている1951年産業（開発）規制法、②インド財閥を中心とする独寡占企業の行動を規制する独禁法（MRTP Act）、③A表産業（国家独占産業分野）、B表産業（国家が漸次的に参入するが当面は民間も事業が行うことができる産業分野）、その他産業（民間が事業を行うことが認められている産業分野）と国家と民間が参入する産業分野を区別した1956年産業政策決議、外国投資規制としては原則として40%以上の外資出資比率を国内企業には認可しない1973年改正外国為替管理法（FERA1973）、貿易政策としては①国内で入手不可能か、あるいは必需品である場合にのみ輸入を認める輸入政策原則に基づく輸入ライセンス制度、②外国直接投資・技術導入にあたって輸入される中間財・資本財に5年以内の国産化を義務付ける段階的国産化計画（PMP）、などから成立していると一般に理解されている。

第3表で簡単に要約しているが、構造調整プログラムの一環として、インド政府は1991年7月初旬に2回にわたって合計20%の為替レートの切り下げをまず実施した。同時期に新貿易政策声明が公表され、輸出補助金と輸入ライセンスの廃止を骨子とする13項目にわたる貿易自由化措置が提示された。新政権発足後初の国会において外資規制の大幅緩和・産業ライセンスの事実上の廃止・民営化を柱とする新産業政策声明と1991年度予算演説が提示され、経済改革への政府の強力な意志を内外に向けて明確にした。したがって、1991年度に実施された構造調整プログラムはインドの経済システムを支えてきた既存の枠組みの大幅な転換をもたらした。

つぎに、資本自由化に関連する諸措置を簡単に整理し解説を加えたい。1991年度における重要な措置としては、外国直接投資に関して1)

これまでの外資出資上限比率40%を改正し特定34業種において外資出資比率51%まで自動認可したこと、2) 段階的国産化計画の廃止、3) 外資出資によって外貨必要額が満たされている場合の資本財輸入自由化などであり、為替レート政策に関して1) 平価の切り下げ、2) 輸入ライセンス制度の廃止に伴う輸出入票制度の導入などである。

翌1992年度では、資本市場への外国投資家の参入が許可され、投資信託に対する所得税控除・転換社債からの利子所得とキャピタルゲインに対する所得税控除・株式および債券に対する富裕税の廃止に加えて、外国投資家に対する優遇課税措置が実施された。また、大蔵省の資本発行統制局が廃止され、証券市場の規制・監督のための独立機関「インド証券監督局」(SEBI: Security Exchange Board of India) が法定機関化された (SEBIの設置は1988年度)。

1993年度には上記政策改革を法制度的に支えるために外国為替規制法 (FERA1973) が改正され、外国銀行の支店設置の内容を盛り込む民間銀行設立のガイドラインも公表された。

1994年度には外資系企業の法人税率が65%から55%に引き下げられ、長期キャピタルゲイン税率が40%から30%に引き下げられるとともに非居住者インド人 (NRI) の資本所得税率を一律20%にするなどの合理化措置が実施された。また、インフラストラクチャー分野の外資への開放が92年度の石油探査・精製、93年度の電力 (発電) に続いて94年にはテレコムニュケーションに対しても実施された。また、92年度の輸出入票制度の廃止に伴う二重為替レート制度への移行、93年度の為替レートの単一化と完全変動相場制度への移行に続いて、94年度には經常取引における通貨の交換性 (Current Account

Convertibility) が実現し、IMF 8 条国へ移行した。

このように、インド政府が着実にそして漸進的に資本自由化を実施してきたことが理解できる。とくに、この時期の資本自由化に影響を与えたのがランガラジャン委員会による2度にわたる勧告であった。委員会は為替レート政策改革については「二重為替レート制度の導入」とその次の段階として「完全変動相場制への移行」そして「經常勘定における通貨の交換性の実現」を、国際収支運営については主として①外国投資を積極的に活用すること、②短期債務比率を可能な限り引き下げるべきであることを勧告している<sup>8)</sup>。

次に、この時期の資本自由化の背景となった国際収支をはじめとするマクロ経済の動向を第4表によりながら検討することにしよう。

まず第1に、90年と91年に停滞していた経済成長率が1993年度以降着実に回復している。とくに、91-93年度まで停滞していた工業成長率が94年度以降大幅に回復し、経済成長率の上昇に大きく貢献している。ただし、経済改革下の経済成長は80年代の年平均成長率の水準に回復

していたに留まるものであって、そのトレンドを大きく上回るものではない。

第2に、インフレ率は消費者物価指数・卸売物価指数ともそれほど低下しているわけではない。インドではしばしばインフレ率が二桁を超えると政治不安が深刻になり、総選挙で政権交代が引き起こされると言われている。実際、91年度以降の経済改革を主導してきた国民会議派政権が96年総選挙で大敗を喫したことは記憶に新しいところである。したがって、経済改革下においてインフレ率がかなり高水準で推移していると考えられることができる。

第3に、名目為替レートは年次で見ると変動があるものの、とくに93年と94年においてはかなり安定的に推移しているのが判明する。

第4に、輸出は対GDP比で見ると穏やかな拡大傾向を示している一方、輸入は経済改革初期段階で実行されていた緊急的輸入統制と景気後退によって91年~92年度は停滞していたものの、経済成長率の回復に伴って急激な増加を示している。このような輸出入動向を反映して、經常収支赤字の動向も93年度には一度大幅な改善を示していたものの、94年度以降は穏やかな

第4表 経済改革下のマクロ経済動向

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
実質GDP成長率 (%)	0.9	5.3	6.0	7.2	7.1	6.8
工業成長率 (%)	0.6	2.3	6.0	9.4	11.8	6.8
卸売物価上昇率 (%)	13.6	7.0	10.8	10.4	5.0	6.9
消費者物価上昇率 (%)	13.9	6.1	9.9	9.7	8.9	10.0
名目為替レート (対US\$)	24.65	28.96	31.37	31.40	33.45	35.96
輸出 (対GDP比)	7.2	8.2	8.9	8.8	9.9	9.5
輸入 (対GDP比)	8.4	10.1	9.8	11.8	13.3	13.0
經常収支 (対GDP比)	-0.5	-1.5	-0.5	-1.1	-1.8	-1.0
外国直接投資 (億US\$)	1.5	3.4	6.2	13.1	21.3	27.0
外国証券投資 (億US\$)	0.8	0.9	35.0	38.2	27.5	28.6
短期債務比率 (対総債務比)	10.2	8.3	7.0	3.9	4.3	5.5
外貨準備残高 (年度末, 億US\$)	58.3	98.3	192.5	251.9	216.9	264.2

資料) Reserve Bank of India, *Annual Report*, various years; Government of India, *Economic Survey*, various years.

悪化傾向が見られる。

第5に、総対外債務残高に占める短期債務の比重が低下している。

第6に、93年度以降外国直接投資と外国証券投資が急増している。そしてこれと並行して外貨準備残高に顕著な改善がみられる。93年度の水準は独立後の最高水準を記録するものであり、一時300億ドルの大台にまで達した。

上記の国際収支をはじめとするマクロ経済動向から、外国投資の積極的な導入と短期債務比率の引下げを勧告したランガラジャン委員会報告がかなり忠実に実行され、実際に具体的な成果となって現れているのが理解できる。また、委員会は1997年度までは対外ファイナンスにあたってIMF融資に依存しなければならないであろうと予測していたが、委員会が当初想定した以上に証券投資が激増し外貨準備が急増したことによって94年8月の段階でIMF融資を全額返済したことも注目される。

さて、1993年以降急増した外国投資についてインド国内外でどのような議論があったのだろうか。代表的な経済学者の見解を簡単に紹介することにしよう。

J.バグワッティ=T.N.スリニバッサン, V.ジョシ=I.M.D.リトルやI.J.アルワリアは、外国直接投資が技術や経営ノウハウをインドに持ち込み、国内の生産性の向上や輸出促進に貢献するとして、より一層の直接投資自由化を提案している。彼らは直接投資の経済開発におけるダイナミックな役割を強調しているのである<sup>9)</sup>。

これに対して、ジャワハルラル・ネルー大学のP.パトナイク、カルカッタ大学のR.サウヤカルカッタの社会科学研究所のA.K.バグチたちの見解は簡単にまとめれば、インドへの外国直接投資は東アジア諸国へのそれとは異なってイン

ド国内市場向け生産を狙ったものであり、そのため国内の競合企業が倒産する可能性があるうえ、さらにその生産のための海外からの資本財・中間財が恒常的に増加するため最終的には国際収支負担が増大する、というものである<sup>10)</sup>。

しかしながら、興味深いことに左右の経済学者たちは一致して短期資本の自由化には反対か極めて慎重な態度をとっているのである。ジョシ=リトルとバグワッティ=スリニバッサンはともに、資本自由化を経済改革下ですべての領域の改革を実施し終えた最終段階として把握している。もし他の領域の経済改革が終了しないまま、資本自由化を実行するとボラタイルな資本フローの攪乱によって経済が不安定化しかねないと考えている。また、パトナイクとサウによれば資本自由化はホットマネーの暗躍を許し、経済政策の有効性を著しく低下させ、国民経済を解体させかねないとしている。直接投資の推進という点においては両者は全く対照的な見解を有しているにもかかわらず、証券投資などの短期資本自由化に関しては意見が一致しているのである。

ところが、短期資本自由化反対という経済学者間の幅広いコンセンサスにもかかわらず、1997年6月にタラポール委員会が資本自由化に関して画期的な勧告をした。委員会は、資本自由化が資源配分効率を高めマクロ経済政策の規律を正す、そして自由化の実施は今が最も適切な時期であるとの認識の下、第5表で要約しているような段階的な自由化諸措置の実施を勧告したのである<sup>11)</sup>。

タラポール委員会は、いわば93年度以降の外貨準備残高の維持と外国投資の一層の流入拡大を図らざるを得なくなったために画期的な資本自由化の勧告に踏み切ったと考えることができ

第5表 タラポール委員会報告で勧告された資本自由化措置

①第Ⅰ段階において、インドの合併事業／子会社が海外事業への5000万米ドルまでの投資を行うことを外国為替公認ディーラーの段階で認可されるべきである。5年以内に配当その他を通じて投資資金をインド国内に送金する義務を廃止してもよい。さらに合併事業／子会社をいかなる団体が設立してもよいことが認可されるべきであり、輸出業者／外貨獲得者のみに制限されるべきではない。

②第Ⅰ段階において、輸出業者／外貨獲得者が小切手振出し可能な外貨獲得者用外貨（Exchange Earners Foreign Currency）勘定に外貨獲得額の100%を留保することを認可すべきである。

③第Ⅰ段階において、個人居住者が海外金融市場において2万5千ドルまで資産運用することを認可してもよい。その上限を第Ⅱ段階で5万ドル、第Ⅲ段階で10万ドルにまで引き上げる。同様の上限が、本国償還不可能な資産をインドで保有している非居住者に対しても認可されてよい。

④インド証券監督局に登録されているインド人投資家が海外で投資基金を設置することを一定の上限枠で認可されるべきである。その上限枠は第Ⅰ段階では5億ドル、第Ⅱ段階で10億ドル、第Ⅲ段階で20億ドルである。

⑤銀行の海外借入やインド外での基金設置に関する規制を緩和することが認可されてもよい。借入（短期と長期）は、短期に関しては一定の上限を維持しつつ、第Ⅰ段階においてはunimpaired Tier I資本の50%を上限とし、第Ⅱ段階では75%、第Ⅲ段階では100%にまでその上限を引き上げる。海外基金設置に関していくつかの規制が適用されるであろう。

⑥外国直接・証券投資やその引き揚げは包括的で透明なガイドラインによって処理されるべきであり、各段階にわたるインド準備銀行の事前認可も公認外国為替ディーラーによる届出に置き換えられるべきである。全ての非居住者は投資目的に関して同等に取り扱われてもよい。

⑦ (1) 外国為替市場、短期金融市場、債券市場の統合を推進するために、直物市場の全ての参加者が先物市場で業務を行うことを認可すべきである。(2) 外国機関投資家、非居住者、非居住銀行にインドで保有している資産額に応じた先物カバーを認可してもよい。(3) 必要な条件を満たしているインドの全ての金融機関に公認外国為替ディーラーになることを認可してもよい。(4) 通貨先物がスクリーン取引と効率的な決算システムと共に導入されてもよい。(5) 短期金融市場の参加者数を増加させ、市場の分断化を取り除き、利子率を自由化すべきである。(6) インド準備銀行は政府証券の発行市場から撤退すべきである。(7) プライマリーおよびサテライト・ディーラー（primary and satellite dealers）の役割が拡大されるべきである。(8) 政府証券を保有している個人に対して財政インセンティブが供与されるべきである。(9) インド政府は公的債務に関する部局を設置すべきである。

⑧ (1) 金に対する政策体系の全般的な自由化を実施してもよい強力な理由が存在する。(2) 必要な条件を満たしている銀行と金融機関がインドや海外で金市場に参加し金商品を扱うことを認可してもよい。

資料) Reserve Bank of India, *Report of the Committee on the Capital Account Convertibility*, 1997.

る。現実の資本自由化過程が経済学者の認識をはるかに上回るかたちで展開していたのである。

しかし皮肉なことに、タラポール委員会報告公表後の翌月にタイ・パーツの大幅な平価切下げに端を発するアジア通貨危機が勃発し、タラポール委員会が前提としていた「新興市場」ブームという国際金融市場における状況に大きな変更がもたらされたのである。

さて次節では、これまで十分に検討できなかったインドの資本自由化の諸特徴と諸問題をより掘り下げて分析することにしよう。

## IV. 資本自由化と通貨危機

### 1. 資本フロー構成

まず経済改革下の対外ファイナンス構造を簡

単に検討することにしよう。第6表は、経常収支赤字を100とした時に各資本勘定項目がどのくらいの比重でその赤字をファイナンスしているかを示したものである。

同表から以下の諸点が明らかになる。第1に、1993年度以降外国投資 (FDI+FPI) の比重が極めて高いことが判明する。1994年度以降においては、経常収支赤字の約半分をファイナンスしている。第2に、対外援助も決して比重が小さいとは言えないが1991年度以降その比重を低下させている。第3に、対外商業借款は年次変動が激しいが1990年度・1991年度水準から見るとその低下は著しい。上記3点から推察できるように、ランガラジャン委員会勧告がかなり忠実に実行されていることを再確認できる。第4に、1993年度以降NRI預金の比重が低下してきたが、1996年度にはその比重が30%を超える水準にまで高まった。インド政府はNRI預金の用途目的制限・利子率規制・法定準備率規制などを大幅に緩和してきた。このような規制緩和を受けてNRI預金がとくに1996年度に急増したものと推察される。ちなみに、1991年度にNRI預金の比重が急減するが、これは第2節でも解説したようにカントリーリスクの悪化を嫌ったNRIによる資本逃避である。第5に、1991-1993年

度にかけての経済改革の実施当初においてはIMF借款と対外援助に依存していたが、1993年度以降民間資本フローによって60%以上がファイナンスされるようになった。

そこで以下では、インドへの資本フローに今後も大きな影響を与えていくと考えられる(1)外国直接投資 (FDI)、(2)外国証券投資 (FPI、とくに外国機関投資家:FII)、(3)非居住者インド人 (NRI) 預金について検討することにしよう<sup>12)</sup>。

#### 外国直接投資 (FDI)

インドの経済改革の重要な柱の1つが、1991年以降のFDI導入政策への転換である。それまでのインドにおけるFDI政策の核心はインド国内企業の外資出資比率を40%以内に制限することであった。これは「所有のインド人化」(Indonization)を図るものであったと言ってよい。このような外資に対する強力な規制政策を廃止し、1991年度に特定34業種(後に1業種追加)において外資出資比率51%までをRBIへの届出だけで自動認可することになった。自動認可が認められている35業種は以下から構成されている。(1)冶金工業、(2)ボイラー・蒸気発電プラント、(3)動力機、(4)電機機器、

第6表 経済改革下の対外ファイナンス構造

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
外国直接投資 (FDI)	0.8	2.1	5.7	5.3	12.1	22.9	22.0
外国証券投資 (FPI)	0	0.1	4.4	33.0	35.3	32.0	25.2
対外援助	19.2	47.1	34.0	17.2	15.1	11.8	10.0
対外商業借款 (ECB)	19.5	22.6	-6.5	5.5	10.2	16.0	2.0
非居住者インド人 (NRI) 預金	13.3	4.5	36.6	10.9	1.7	13.4	30.3
その他	20.0	4.3	-3.6	25.2	25.6	-30.5	10.5
IMF借款	16.1	19.3	29.7	2.9	0.0	0.0	0.0
外貨準備残高の利用	11.1	0.0	0.0	0.0	0.0	34.4	0.0
経常収支赤字	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

資料) Reserve Bank of India, *Annual Report 1995-96*, table 6-2; *do.*, *Annual Report 1996-97*, table 6-2.

第7表 産業分野別外国直接投資（実行ベース）

(100万ドル)

	1992	1993	1994	1995	1996	1992-96累積
機械	69.8	32.9	131.6	251.9	730.2	1214.4 (24.4)
化学・化学関連製品	47.0	37.5	141.2	126.7	303.8	656.2 (13.1)
食料・日常用品	27.9	43.5	60.9	85.0	237.5	455.3 (9.1)
ファイナンス	3.7	42.2	97.7	270.0	217.0	630.6 (12.6)
電器・電子器機	32.8	57.1	56.4	129.6	153.6	429.5 (8.6)
コンピューター	8.3	7.6	10.2	52.1	58.7	136.9 (2.7)
薬品	3.1	49.5	10.1	54.8	47.6	165.1 (3.3)
サービス	2.4	20.2	93.4	100.4	15.2	231.6 (4.6)
家庭用器具	15.8	2.4	108.3	0.5	15.1	142.1 (2.8)
その他	69.1	76.1	162.2	347.0	278.3	932.7 (18.7)
合計	280.0	369.0	872.0	1418.0	2057.0	4996.4 (100.0)

資料) Reserve Bank of India, *Annual Report 1995-96*, table 6-7; *do.*, *Annual Report 1996-97*, table 6-5.

注) RBIを通じるNRI投資はその産業分野の詳細が不明であるので、その部分を除外している。

(5) 輸送機器, (6) 産業機械, (7) 工作機械, (8) 農業機械, (9) 建設機械, (10) 産業用計器, (11) 科学・医療用機器, (12) 窒素・リン系肥料, (13) 薬剤, (14) 化学品, (15) 紙・パルプ, (16) ゴム・プラスチック, (17) 板ガラス, (18) セラミクス, (19) セメント, (20) 複写機, (21) カーボン, (22) 高圧PCPパイプ, (23) ゴム製造機械, (24) 印刷機械, (25) 溶接用電極, (26) 人造ダイヤモンド, (27) バイオテクノロジー, (28) 稀油, (29) プレハブ建設用資材, (30) 大豆製品, (31) 高収量種子・植物, (32) 食品加工, (33) 食品用梱包, (34) ホテル・旅行関連産業, (35) ソフトウェア。

それ以上の出資比率を伴うFDI案件も、ケースバイケースでインド政府の外国投資促進局(FIPB)の審査によって許可されることになった<sup>13)</sup>。また、NRIにはFDIに対する優遇措置がなされている。

したがって、FDIの認可ルートは①RBIへの届出のみが必要である自動認可ルート、②FIPBを含むインド政府ルート、③NRIルートの3種類が存在するが、それぞれの実行額は1996年度で1.35億ドル、19.22億ドル、6.39億ドルとなっ

第8表 産業分野別外国直接投資（認可ベース）

1991.8-1996.4

	1991.8-1996.4
テレコム	26.7
石油精製	9.8
電力	9.1
運輸	6.9
化学	6.6
サービス	6.6
冶金	6.6
食品加工	3.6
ホテル・旅行	2.7
繊維	2.3
電子器機	2.1
産業機械	2.1
電器	1.9
コンピューターソフト	1.7
その他	11.3
合計	100.0

資料) Government of India, *India Means Business: Perspectives*, 1996, p.15.

ている。したがって現在では特定35業種内でも外資出資比率51%以上のFDIや35業種以外のFDIが主流を占めていることが判明する。

次にFDIの産業分布を簡単に紹介することにしてしよう。第7表は実行ベースでの1992-1996年度にわたるFDIの投資産業分野を示している。また、第8表は認可ベースでの1991年8月から1996年4月までのFDIの産業分野別シェアが示されている。

FDIに関して上記の表を参考にしながら以下

の諸点を指摘しておきたい。

第1に、実行ベースと認可ベースで産業分野シェアが大きく異なっている。これはたとえば1991-1996年度のFDI累計額において実行ベースの56.9億ドルに対して、認可ベースの296.08億ドルとなっていることと符合する<sup>14)</sup>。おそらくここから推察できるのは、インフラ産業へのFDIが実行に移されている割合がかなり低いということである。

第2に、非貿易財産業のシェアが高い。またよく指摘されていることではあるが、貿易産業と一般的に考えられる電器・電子器機といった産業にしても外資系企業は低賃金を利用して第三国向け輸出をするのではなく、インド国内市場向けの販売を狙っているのである。インドでは輸出加工区においても工業インフラが他のアジア諸国と比較してかなり劣っているため、低賃金のメリットも輸送費やその他の経常費用の面でのデメリットによって相殺されていると報告されている。輸出競争力のある製品を生産するためのインフラが整っていないわけである。したがって消費財輸入の自由化が依然実行されていないため、外資系企業は貿易の数量制限を回避するために直接投資として入って来ているものと推察される<sup>15)</sup>。さらにインドは貧困国とはいえ人口の約1億人が耐久消費財を購入できるほど国内市場が巨大であることも、FDIが国内市場志向である重要な要因である。

第3に、非貿易財産業のなかでもとくにインフラ産業のシェアが極めて高い。近年になって、インド政府はインフラ産業への外資誘致を積極的に行っている。たとえば、インフラ産業への外資出資比率の上限は以下のようにになっている。(1) 電力が100%、(2) テレコムではベーシック（普通電話事業）が40%、ポケットベルが

49%、付加価値サービスが51%、(3) 石油・ガスでは採掘・製造で100%、精製で26%、配送・マーケティングで100%、(4) 道路・ハイウェイが51%、(5) 港湾が51%、(6) 船舶が51%、(7) 鉱業が100%である<sup>16)</sup>。経済改革の下で財政赤字削減が強く要求されているため公共部門資本形成が圧縮されてきたが、外資によるインフラ投資はこれを埋め合わせるものとして認識されている<sup>17)</sup>。

第4に、FDIは資本フロー項目の中でも国際収支の安定化要素として一般的にみなされているが、①インドへのFDIが国内市場志向であること、②FDI企業による生産によって海外からの資本財・中間財・原材料輸入などが恒常的に増加すると予想できることを考えると、長期的に果たして国際収支の安定化要素として見なしうかどうかは疑問である<sup>18)</sup>。

最後に、FDIの地域的偏在の問題に触れておこう。現在、FDIを最も多く受け入れている州はグジャラート州とマハラシトラ州でありその累積額（1991年8月から1996年3月）はそれぞれ1168億ルピー、1006億ルピーである。これに対して、主要州のうちで最もその額が少ないのがビハール州とケララ州である。それぞれのFDI受け入れ額はわずか56億ルピー、75億ルピーにすぎない。もちろん、各州の面積・州内生産額・人口を配慮しなければならないが、たとえば一人あたり純州内生産額（NSDP1991年度）と各州の総FDI累積額の相関係数は0.62となっており、5%水準で統計的に有意である<sup>19)</sup>。したがって、少ない観測数ではあるがFDIがインドにおける地域間格差をさらに深刻なものにする可能性がある。

## 外国証券投資 (FPI)

インドで登録されている外国機関投資家 (Foreign Institutional Investors: FII) の数は1997年3月31日で439社にのぼる<sup>20)</sup>。Morgan StanleyやSmith New Courtなど欧米の主だった投資信託や年金基金に加えて、ジョージ・ソロスのQuantum Fundなどのヘッジファンドがある。FII総数が217社の段階のものであるが、国別順位をみると米国の84社、英国の78社、香港の13社、オーストラリアとルクセンブルグの9社の順になっている。総数217社のうち英米両国で合計162社となっており、全体の84%を占めている<sup>21)</sup>。金融産業における英米両国の圧倒的な国際競争力を再確認できよう。

FIIはインドの発行・流通市場で全ての証券取引を認められている。「インド証券取引所」(Stock Exchange of India) で登録されている企業の債券・株式に投資することができるわけである。FIIは「インド証券監督局」(Security Exchange Board of India) の監視下にあり、5年毎に登録を更新する必要がある。

しかしFII, NRI (非居住者インド人), OCB (NRIの海外法人) の1企業における持ち株比率は30%が上限である。FII単独ではその割合が10%を超えてはならない。

またFIIへの課税について見ると、配当・利子所得に対しては20%、キャピタルゲインは長期(取得資産を3年以上保有)で10%、短期で30%の税率である。課税後、外国資本の本国送還が一般的に認められているが、インド準備銀行の事前審査が必要とされる。

1997年3月末でFIIのネットの投資累計額は76億ドルを超えている<sup>22)</sup>。現在、外国証券投資のルートは①FII, ②GDR (国際預託証券) およびユーロ証券発行, ③オフショアファンドと

3分類されているが、証券投資をリードしているのがFIIである。たとえば、証券投資が本格化する1993年度から1996年度までのそれぞれの投資累計額をみると、FIIで71.03億ドル、GDR・ユーロ証券発行で53.85億ドル、オフショアファンドで6.97億ドルとなっている<sup>23)</sup>。

実際、FIIによる証券投資は証券市場や外国為替市場に無視できない影響力をもつようになってきた。たとえば、FIIの証券投資(フローベース)とボンベイ証券取引所 (BSE) 株価指数との相関係数は0.45であり、10%水準で統計的に有意である。また、FIIの証券投資(累積ベース)と外貨準備残高の相関係数は0.76であり、1%水準で有意である<sup>24)</sup>。インドのBSE株価指数がトレンドとして上昇傾向にあり、外貨準備残高も1993年度以降急増しているが、それらの要因としてFIIによる証券投資を指摘できる<sup>25)</sup>。

これに関連して、経済改革が実施された1991年7月の前後で株式市場におけるボラティリティに構造変化が生じているかどうかを検証してみよう。観測期間は月次で1987年5月—1991年6月と1991年7月—1995年10月とに期間分割して、両期間の株価の対前月変化率の等分散の検定を行った。それぞれの観測数は49である。前半期の分散が0.004に対して、後半期の分散は0.010であった。分散比は2.255で対応するF分布の片側1%の境界値は1.977である。したがって経済改革実施以降の外資導入政策によって、インドの株式市場のボラティリティが増幅された可能性を否定できない<sup>26)</sup>。

FIIと並んで重要なFPIのルートが国際預託証券 (GDR) である。GDRと国内市場での起債のコスト比率 (発行手数料/額面発行価額) は、前者が4.0%に対して後者が9.6%となっており5.6%ポイントの格差となっている<sup>27)</sup>。GDRは起

債コストの面から魅力的な資金調達の方法となっていることが理解できる。

### 非居住者インド人 (NRI) 預金

NRIは全世界で約1500万人の人口規模であり、その金融資産総額は400億ドルに達すると言われている<sup>28)</sup>。インド政府はNRIに様々な投資優遇措置を提供しているとともに、NRI預金計画の下でその資金を利用して国際収支運営を行ってきた。とくに1980年代においてNRI預金への依存を高め、高い利率と為替リスク負担を保証することによってその流入を維持してきた。1990年3月におけるNRI預金の利率(FCNR:満期1年未満)はドル建て預金で9.25%、ポンド建て預金で11.5%であった<sup>29)</sup>。しかしながら、湾岸戦争の勃発による国際収支負担が急増し、デフォルトリスクを嫌ったNRI預金の資本逃避を契機にインドは深刻な国際収支危機に見舞われるに至った<sup>30)</sup>。

第9表 非居住者インド人 (NRI) 預金 (ネット) の推移  
(100万ドル)

	1992	1993	1994	1995	1996
FCNR(A)	825	-1317	-2249	-2796	-1949
FCNR(B)	—	1075	1979	2669	1782
NR(E)RA	343	727	1000	-208	1353
NR(NR)RD	610	1187	682	1279	2253
FCON	1	17	-7	—	—
FC(B&O)D	350	-576	-558	—	—
合計	2129	1113	854	944	3439

資料) Reserve Bank of India, *Annual Report 1993-94*, table 6-7; *do.*, *Annual Report 1994-95*, table 5-6; *do.*, *Annual Report 1995-96*, table 6-4; *do.*, *Annual Report 1996-97*, table 6-4.

注) 外貨建て非居住者預金FCNR(A): Foreign Currency Non-Resident Account.

外貨建て非居住者預金(銀行)FCNR(B): Foreign Currency Non-Resident Account (Banks).

ルビー建て非居住者対外預金NR(E)RA: Non-Resident (External) Rupee Deposits.

ルビー建て非居住者(海外再送金不可)預金NR(NR)RD: Non-Resident (Non-Repatriable) Rupee Deposits.

外貨建て通常海外再送金不可預金FCON: Foreign Currency Ordinary Non-Repatriable.

外貨建て(銀行・その他)預金FC(B&O)D: Foreign Currency (Banks and Others) Deposits.

先に紹介したランガラジャン委員会報告はこの経験を踏まえて、NRI預金計画の合理化を勧告している。以下では第9表を参考にしながら、1991年以降のNRI預金計画の諸措置を解説し、それに検討を加えたい<sup>31)</sup>。

まず第1に、NRI預金の利率が合理化され、たとえばドル建てFCNR(満期1年未満)預金は1990年3月の9.25%→91年2月の7.25%→92年3月の5.75%→93年3月の4.00%→94年3月-96年10月現在までの4.50%と推移している。国際市場との利率格差がほとんどない。これによって、投機性の強い短期の利鞘目的のためだけの預金流入が防止されたと言える。

第2に、NRI預金計画の新設と廃止などの制度上の改正がなされた。たとえば、1975年11月以降実施されてきたFCNR(A)が1994年8月に廃止された。FCNR(A)は外貨建て預金であり、為替リスクはインド準備銀行とインド政府が負担してきた。これに代わるものとして93年5月以降実施されたのがFCNR(B)である。FCNR(B)は、インド国内の銀行が外貨建て預金を受け入れ、為替リスクも銀行が負担するというものである。その後、このFCNR(B)はその満期構造や利率などの決定にあたって銀行の裁量が大幅に認められるに至る。1991年6月から導入されたFCONは流入額が少額に止まったため、1994年8月までしか実施されなかった。FC(B&O)Dも、1990年12月から1992年7月までしか実施されなかった。これら2つの預金計画はFCNR(A)への依存を低下させるために導入されたものであるが、最終的にFCNR(B)へ一本化されたと考えて良いだろう。

第3に、1996年度にNRI預金の流入額が経済改革後において最も大きくなったが、この要因の一つとしてNRI預金への優遇措置が実施され

たことが挙げられる。たとえば、NR(E)RA預金  
 利率が一定の上限下で自由化され、その法定  
 準備を廃止し法定流動性比率が30%から25%に  
 引き下げられた。さらに外国為替公認ディーラ  
 ーがFCNR(B)預金口座を他の名義の預金に振り  
 替えることが可能になった。この点に関連して、  
 NRIがNRI預金を担保に不動産・住宅取得のた  
 めの融資を受け入れることが可能であり、NRI  
 預金の贈与税が免税されていることも重要であ  
 る。このことから、NRI預金が単に利子収入目  
 的だけでなく、決済手段などにも今後ますます  
 利用されるであろうことが予想される。

また、①1996年度以降名目為替レートが対ド  
 ルレートで極めて安定しており、②NR(NR)RD  
 やNR(E)RAの利率が約10%もの高い水準にあ  
 るために、利鞘目的で流入してきている可能性  
 がおおいにあることも指摘しておきたい。この  
 ことが、必ずしも外貨建てではなく為替リスク  
 の保証もないNR(NR)RDやNR(E)RAなどが1996

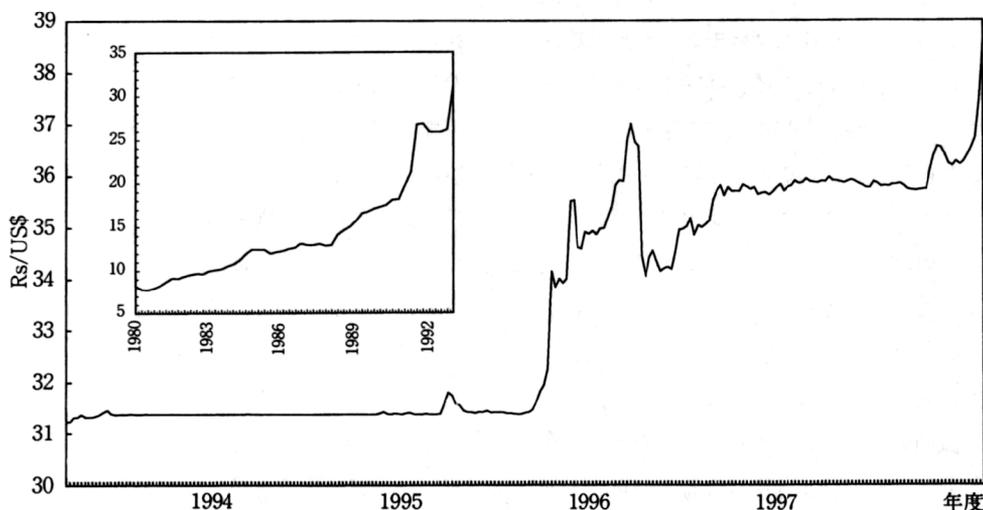
年度に大幅に増大した一要因であると思われる。  
 ちなみに、NRI預金からの利子所得が免税され  
 ていることも付け加えておこう。

## 2. 為替レートと短期利率

第1図から理解できるように、1993年3月の  
 完全変動相場制への移行後、為替レートが不安  
 定化するケースが3回ある。第1回目はメキシ  
 コ通貨危機が起こった1994年末から1995年初頭  
 で、第2回目は1995年末から1996年半ばにかけ  
 てであり、第3回目はアジア通貨危機後の1997  
 年10月以降である。それぞれのケースを簡単に  
 振り返り、為替レートの安定化と短期利率の  
 変動との関係をスケッチすることにしよう。

メキシコ通貨危機が発生した1994年末から  
 1995年当初にかけて、為替レートが小幅ではあ  
 るが不安定化する。それまで為替レートは1ド  
 ル=31.37ルピーの水準を維持しており、あたかも  
 ドルにルピーをペッグしているかのように推

第1図 名目為替レートの推移



資料) Reserve Bank of India, *Annual Report*, various years; *do.*, *Bulletin*, various months; IMF, *International Financial Statistics*, various issues.

注) 1980年第1四半期-1993年第1四半期まではIMF統計の四半期データを、1993年4月2日-1997年11月28日まではRBI統計の週次データをプロットしている。

移してきた。メキシコ通貨危機が顕在化した1994年末からレートが微妙に変動し、翌年1995年3月初旬には最高31.79ルピーにまで減価した。闇市場での為替レート (hawala rate) は1995年2月に最高36ルピーにまで達した。また同時期にはコールレートが1994年11月の7-10%から1995年1月-3月の10-20%へと上昇している<sup>32)</sup>。

この時期の為替レートの不安定化要因として、①非石油関連製品輸入額の対前年増加率が32%にまで上昇したこと、②原油価格高騰が憶測され貿易赤字が拡大するとの予想が形成されたこと、③FIIによる証券投資とGDRによる資金調達が不調であったこと、④湾岸諸国からの海外送金の停滞、⑤貿易取引におけるリーズアンドラガスなどが挙げられる<sup>33)</sup>。

幸運なことに、このルピーの小規模な不安定化は1995年3月に公表された1995年度予算を契機に沈静化した。市場は、メキシコ危機と異なり当局がルピーの安定化に積極的であると判断したわけである。また同年3月後半以降、上記の③-⑤の不安定化要因が除去され外貨供給が増大した<sup>34)</sup>。その後、ルピーは1995年4月から9月まで1ドル=約31.40ルピーを中心に極めて安定した推移を示す。このように、メキシコ通貨危機による直接的影響はインドではそれほど大きなものにはならなかった。

しかしながら、1995年9月に為替レートはそれまでの1ドル=31.37ルピーから一挙に34ルピー以上に減価した。これ以降約1年もの間、ルピーは減価傾向を示しながら極めて不安定な動きをする。とくに、10月には為替レートが一層減価した。為替レートの減価は貿易におけるリーズアンドラガスによって加速した。とくに、輸出業者は先物契約のキャンセルに殺到した<sup>35)</sup>。

1ドル=36ルピーにまで減価した10月16日にインド準備銀行は外国為替市場に介入した。さらに24日より規模の大きい再介入を実施した。10月16日から31日までに約3-5億ドルのドル売り介入が実行された。29日にP.チダンバラン商業大臣が為替レートを34-34.5ルピーよりも減価させないと言明し、C.ランガラジャンインド準備銀行総裁もこれを了承した。またドル売り介入に加えて、インド準備銀行は①輸入信用の利子に対する15%の付加税、②ルピー建て非居住者対外 (NR(E)RA) 預金利率の引上げ、③新規に獲得したNR(E)RAとルピー建て (海外再送金不可) 非居住者預金 (NR(NR)RD) の法定準備の免除、④リーズアンドラガスの抑制などの諸措置を実施した<sup>36)</sup>。外国為替市場へのドル売り介入の結果、コールレートが最高で85%にまで上昇した。短期金融市場での流動性逼迫に対処するために、インド準備銀行は10月末までに250-300億ルピーを市場に注入した<sup>37)</sup>。

11月になり、インド準備銀行の介入によって為替レートは相対的に安定化した。ドル売り介入によってコールレートが1日で40-80%も変動し最高140%にまで上昇するほど短期金融市場の流動性逼迫がさらに一層深刻になった。短期利率が禁止的な高水準になったため、複数の銀行で法定準備を積むことが出来なくなった。このような流動性不足に対処するため、11月中にインド準備銀行は①法定準備率を0.5%ポイント引下げ14.5%にし、②新規の外貨建て非居住者 (銀行) (FCNR(B)) 預金の法定準備の免除とその残高に対する法定準備率を14.5%から7.5%にまで引き下げ、③投資信託基金の規制を緩和し、④国際預託証券 (GDR) と対外商業借款の規制緩和などの諸措置を実施した<sup>38)</sup>。またインド準備銀行は1991年以来停止していた先

物市場への介入を実施している。これによって①現物で売って先物を買うという操作によって外貨準備の減少を一時的なものにすることが可能であり、②20%にまで達した先物プレミアムを13-14%にまで引下げた<sup>39)</sup>。以上の介入政策によって為替レートは一時1ドル=35.5ルピーにまで減価していたのが34.6ルピーまで戻した。

12月には、インド準備銀行は流動性不足に対応するために法定準備率を14%にまで引き下げた。また翌年1月にはNR(NR)RDの新規獲得部分の法定準備を免除し、かつ残高部分の法定準備率を7.5%にまで引下げ、NR(E)RAのそれも14%から10%にまで引き下げた。これらの諸措置によって、コールレートは11-15%水準で安定した推移を示すに至った<sup>40)</sup>。

短期利子率が安定化したのに対して、為替レートは急激に減価し、2月初旬には1ドル=37ルピーにまで落ち込んだ。また、闇市場では95年12月末の37.5ルピーから96年1月25日の38.5ルピーにまで減価している。この間、インド準備銀行の介入規模は少額に止まり、短期金融市場に有意な影響を与えなかった。この時期になされた外資規制緩和措置としては、①外国為替公認ディーラーの外貨のオープンポジション制限額を増大させたこと、②対外商業借款の規制緩和、③リーズアンドラグスの抑制措置、④公企業のドル調達を市場ではなく直接に銀行を通じて行われるようにしたことなどが挙げられる<sup>41)</sup>。

2月初旬には為替レートが37ルピーの最安値を付けたわけであるが、その後FIIによる証券投資が激増する。FIIの証券投資額は過去最高水準を記録するものであった。為替レートは1995年9月水準である34ルピーにまで増価する。このような急速なルピーの増価はこれまでとは逆

方向のリーズアンドラグスによっても支えられた。また、急激なルピーの増価に直面したインド準備銀行は外国為替市場で買い介入を実施するほどであった<sup>42)</sup>。

これ以降ルピーは徐々に減価するが、市場を混乱させるようなものではなかった。デベ・ゴウダを首相とする統一戦線(UF)政権による新しい1996年度予算が公表された1996年8月以降、為替レートは35.5ルピー水準で安定した推移を示す。

1997年7月にアジア通貨危機が発生した。9月以降、ルピーは大幅に減価する。とりわけ重要なことは、アジア通貨危機が深刻度を増した1997年11月に、FIIの純流入が史上初めてマイナスを記録したことである。1997年11月の-14870万ドル→同年12月の-15540万ドル→1998年1月(1-16日)の-7120万ドルと推移している。FIIの投資累計額が1997年10月の92.83億ドルから1998年1月16日の89.09億ドルにまで低下した<sup>43)</sup>。このことが、前回までのケースと大きく異なるところである。同時期以降、株価も減価傾向を示し始める。

為替レートは9月から翌年1月にかけてそれまでの約35.5ルピー水準から一挙に40ルピーにまで減価した。インド準備銀行は為替レート安定のために外国為替市場に介入を行った結果、外貨準備残高が約20億ドル減少し、コールレートが一時40%にまで暴騰している。これが現在のインド経済の状況である<sup>44)</sup>。

以上紹介した3回のケースを要約すれば、為替レートと短期利子率の安定化にはトレードオフの関係があるということである<sup>45)</sup>。為替レートの減価を食い止めるために実施されるドル売り介入は、市場からルピーを吸収するため、短期金融市場で流動性不足が引き起こされ短期利

子率を極めて高水準で不安定化させる。この高水準の短期利利率の安定化を図るために法定準備率引下げを中心とする不胎化操作が実施されてきたが、ドル売り介入による影響を完全に相殺するものではなかった。また為替レートの安定化を図るためのドル売り介入に加えて、資本流入規制の緩和措置なども同時に実施されている点も重要である。

### 3. 資本流入と実質為替レート

1991年度以降の資本自由化の結果、貿易収支や経常収支といったフローから外国投資（外国直接・証券投資）などのストックの動向によって為替レートが決定されていると考えられる証拠がある。

第10表は、1991年度以降の国際収支と為替レートの動向を示している。明らかなように、1994年度以降貿易赤字が増加傾向にあるにもかかわらず、実質実効為替レートは十分に減価していない。同時に、外国投資が顕著に増大しているのが見て取れる。したがって、貿易収支を調整

するように為替レートが変動する訳ではない。

むしろ、第1図でも確認できるように、名目為替レートが事実上ドルにベッグしている。これは、おそらく外資流入を円滑にさせるためであるものと考えられる。すなわち、外資流入によって貿易赤字水準からみてルピーが相対的に割高になっているのである。

ここではそのことの持つ意味を検討するために、筆者によるインドの輸出入関数の推計結果を紹介する。推計結果を要約した第11表によれば以下の諸点が明らかになる。

第1に、輸出と輸入の両方において実質為替レートが重要なインパクトを与えることが判明する。これは弾力性ベシミズムや輸出ベシミズムなどの初期構造学派の仮説がそのままではインドにおいても現実的妥当性を失ってしまっていることを意味しよう。したがって実質為替レートの動向は重要なのである。

第2に、価格変化のタイムラグが輸出と輸入で大幅に異なる。輸出が価格変化（平価切下げあるいは為替レートの減価）に反応するには

第10表 経済改革下の国際収支と為替レートの推移

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
貿易収支	-1.2	-1.9	-0.9	-3.0	-3.4	-4.5
外国投資	0.1	0.2	1.6	1.6	1.4	1.5
実質実効為替レート (1985=100)	67.13	64.47	60.23	64.51	63.44	62.04

資料) Reserve Bank of India, *Annual Report 1995-96*, table 6.2; *do.*, *Annual Report 1996-97*, table 6.2; *do.*, *Bulletin*, August, 1997.

注) 実質実効為替レート (36ヶ国貿易ウェイト) の数値の上昇は「増価」を、その下落は「減価」を意味する。

第11表 輸出入の価格および所得弾力性

	価格弾力性		所得弾力性		価格変化のタイムラグ	調整スピード (1四半期当たり)
	長期	短期	長期	短期		
輸出	1.44	1.31	0.76	0.86	9-12ヶ月後	30%
輸入	-0.83	-0.85	1.32	0.85	なし (3ヶ月未満)	80%

資料) 佐藤隆広「インドの為替レート政策改革について」『社会科学』[同志社大学人文科学研究所]第60号、1998年。

注1) 「調整スピード」は長期均衡と現実値の乖離を1期間で何%修正するのかを示す。

注2) 1973年から1994年度までの四半期データを利用して推計。推計の詳細については上記の拙稿を参照されたい。

9-12ヶ月も必要とするのに対して、輸入は瞬時に反応する。また、輸入の価格弾力性の絶対値が1よりも小さいことを考慮すると、為替レート調整後約1年間にわたってJカーブ効果が発生することが予想できる。

第3に、長期均衡値からの現実値の乖離を1四半期当たりで何%調整するかを示す調整スピードを見ると、輸出の30%に対して輸入は80%となっている。輸入に比較して輸出の調整スピードが極めて遅いことが判明する。もし仮に構造学派的輸出ベシミズムを第2と第3の論点から把握するならば、それは推計結果から裏付けられる。

ここでは「経常収支赤字を削減するためには為替レートの切下げが不可欠である」ということを強調したいのではない。むしろここで強調したいことは、為替レート調整の遅れが中期的に見て、維持不可能な貿易収支赤字に帰結する可能性が高いことである。

したがって、近年のインドの資本流入と実質為替レートの動向から、メキシコやタイの通貨危機のシナリオ、すなわち「経済改革による外資導入推進→外資流入→実質為替レートの増価→経常収支赤字の悪化→名目為替レート減価予想の成立→外資逃避→国際収支危機勃発」が想起されるのは極めて自然であろう<sup>46)</sup>。

それでは外資流入が急増した場合に、どのような政策を採用すれば良いのであろうか。1993年度の外国直接・証券投資の急増に直面したイ

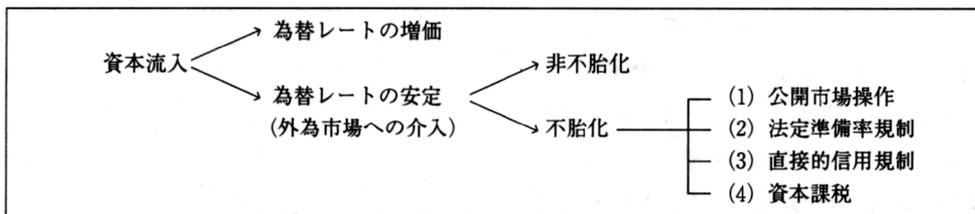
ンド準備銀行はすでにこの論点を検討している。インド準備銀行は、これに関して1993年の年次報告書で第2図で要約しているような政策選択肢を提案している。ここでそれを簡単に紹介することにしよう<sup>47)</sup>。

資本が流入した場合の政策対応には2つのものが考えられる。第1は、為替レートを市場に委ねて増価させるやり方と、第2は為替レートの安定化を図るために外国為替市場で自国通貨売り外貨買いを行うという外国為替市場介入である。第1のものは為替リスクを民間投資家が負うわけであり、資本流入のインパクトはすべて為替レートの変動によって吸収されるのに対して、第2の介入操作はその結果として国内貨幣供給が増大するという金融的インパクトを発生させるものである。

つぎにこの金融的インパクトをそのまま放置しておくのか、それとも不胎化操作によってそれを相殺するかの政策選択肢がある。不胎化操作として具体的には、①公開市場操作によって買いオペを行う、②法定準備率引き上げによって信用創造を抑制させる、③直接的信用統制を行う、などの3つの方法がある。さらに、資本流入に課税することによって直接的に資本流入抑制を図る手段も考えられるのである。

これがインド準備銀行によって実際に忠実に実行されたと考えられる証拠はないが、資本課税という措置にまで踏み込んで検討している点は興味深い。資本フローを如何に運営するのか

第2図 資本流入に対するマクロ経済政策の対応



は、「2. 為替レートと短期利子率」の項でも検討したように、困難ではあるが重要な政策課題であることを強調しておきたい。

## V. 結語

通貨危機は政府の失敗と市場の失敗が複合している、あるいは相互作用しているという観点からの理解が重要なのではないだろうか。市場の失敗のみを強調することも逆に政府の失敗のみを非難することも、すこしも問題の本質に迫るものではない。本稿は上記の観点からインドの資本自由化過程を検討してきたと言ってよい。

この点に関連して、アジア通貨危機からの教訓としてY.V.レディ (Reddy) インド準備銀行副総裁が次の3点を指摘しているのは示唆的である<sup>48)</sup>。

- ① もし為替レートが長期間にわたってファンダメンタルズから離れていけば、如何なる通貨も投機攻勢に晒される。
- ② ある通貨に投機攻勢が一度始まってしまえば、如何なる政策が採用されようとも近隣諸国の通貨もまた弱体化する。
- ③ 通貨の過大評価は、全ての市場参加者がその通貨は切下げられるであろうとの情報に基づいて行動すると同じように、通貨を破滅に導く。

ファンダメンタルズは重要である。しかし、たとえファンダメンタルズが良好であったとしても通貨危機は発生する。しかも、一度発生してしまった通貨危機は近隣諸国にまで伝染するのである。アジア通貨危機の教訓としてわれわれが学ぶうるのはこの視点ではないだろうか<sup>49)</sup>。

最後に、経済改革による外資流入に関して、通貨の過大評価が貿易収支赤字幅を拡大させるためインド経済も近年の「新興市場」における通貨危機とは決して無縁ではありえない。したがって、短期の微妙なマクロ経済運営を無視した如何なる経済改革も持続不可能である。

### 注

- 1) 『日本経済新聞』, 1998年1月3日朝刊。
- 2) P. Krugman, Dutch Tulips and Emerging Markets, *Foreign Affairs*, 74(4), 1995.
- 3) K. Housmann, Will Volatility Kill the Market Democracy?, *Foreign Policy*, Fall, 1997.
- 4) J. Bhagwati, The Capital Myth, *Foreign Affairs*, May-June 1998.
- 5) M. Feldstein, Refocusing the IMF, *Foreign Affairs*, March-April 1998.
- 6) たとえば, S. Fisher et al., Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?, *Essays in International Finance*, 207, 1998を参照されたい。そこでは、アジア通貨危機が勃発した後においても、IMFエコノミストが資本自由化に対してかなり楽観的な見解をとっているのが理解できる。
- 7) Government of India, *Economic Survey 1990-91*, p. 156.
- 8) Do., *Interim Report of the High Level Committee on the Balance of Payments, 1992*; do., *Report of the High Level Committee on the Balance of Payments, 1993*.
- 9) J. Bhagwati, *India in Transition*, Clarendon Press, 1993; J. Bhagwati & T. N. Srinivasan, *India's Economic Reforms*, Government of India, 1993; V. Joshi & L. M. D. Little, *India's Economic Reforms, 1991-2001*, Oxford University Press, 1996; I. J. Ahluwalia, Economic Liberalisation, in U. Kapila (ed.), *India's Economic Reforms*, [2nd edition], Academic Foundation, 1996.
- 10) P. Patnaik, Macro-Economic Policy in Times of 'Globalization', *Economic & Political Weekly* (以下ではEPWと略称), April 16-23, 1994; do., International Capital and National Economic Policy, *EPW*, March 19, 1994; do., The Context and Consequences of Economic Liberalization in India, *The Journal of International Trade & Economic Development*, 6(2), 1997; R. Sau, Foreign Direct Investment, Portfolio Investment and Macro-Economic Stability, *EPW*, February 12, 1994; do., Political Economics of World Capitalism, *EPW*, July 30, 1994; do., World Capitalism and Globalisation, *EPW*, October 8, 1994; do., Liberalisation, Unemployment and Capital Reform, *EPW*, January 21, 1995; A. K. Bagchi, Making Sense of Government's Macro-Economic Stabilisation Strategy, *EPW*, April 30, 1994.
- 11) Reserve Bank of India, *Report of the Committee on the*

*Capital Account Convertibility*, 1997.

- 12) 本稿では採り上げられない対外債務運営については以下の研究を参照されたい。S. P. Gupta, Debt Crisis and Economic Reforms, *EPW*, June 4, 1994; N. Bajpai, India's External Debt, *EPW*, August 20, 1994; S. Sen, Dimensions of India's External Economic Crisis, *EPW*, April 2, 1994.
- 13) 1997年度に、FIPBは外国投資促進会議 (FIPC) に改組された。
- 14) Government of India, *Economic Survey 1996-1997*, p.99.
- 15) もちろん、インドへの直接投資の役割についてはより詳細な実証分析が必要である。そのような研究としては以下が興味深い。N. Kumar, Mode of Rivalry and Comparative Behaviour of Multinational and Local Enterprises, *Journal of Development Economics*, 35, 1991; *do.*, Liberalisation and Changing Patterns of Foreign Direct Investments, *EPW*, May 30, 1998; S. Ganesh, Who Is Afraid of Foreign Firms?, *EPW*, May 31, 1997; P. Reddy, New Trends in Globalization of Corporate R & D and Implications for Innovation Capability in Host Countries, *World Development*, 25(11), 1997; P. Sen, Indian Software Exports, *EPW*, February 18-25, 1995; M. R. Bhagavan, Technological Implications of Structural Adjustment, *EPW*, February 18-25, 1995.
- 16) Government of India, *India Means Business: Perspectives*, 1996, p.50.
- 17) 1994年度に外資導入が図られたテレコム産業において、外資提携企業の事業免許入札に際して、不正が発覚し入札委員会の議長が司法当局に拘束されるという事態にまで発展した。テレコム産業における外資導入政策の諸問題については、たとえば以下の研究を参照されたい。P. Purkayastha, New Telecom Policy, *EPW*, August 13, 1994; *do.*, Induction of Private Sector in Basic Telecom Services, *EPW*, February 17, 1996; P. Sen, Telecommunications in India, *EPW*, October 29, 1994; G. Gurumurthy & K. Srinivasan, Failure of Indian Telecom Liberalisation, *EPW*, September 27, 1997. また、マハラシトラ州の発電事業における外資(エンロン社)と州政府との事業契約をめぐる紛争については、たとえば以下の研究を参照されたい。K. S. Parikh, The Enron Story and Its Lessons, *The Journal of International Trade & Economic Development*, 6(2), 1997. インフラ産業への外資導入が「経済成長を促進するか否か」という問題以前に、不正と腐敗の温床になっており、訴訟問題にまで発展しているのである。
- 18) 以下の研究も同様の指摘をしている。S. Mani, New Industrial Policy, *EPW*, August 29, 1992; P. Sen, Foreign Direct Investment, *EPW*, July 29, 1995.
- 19) Government of India, *India Means Business*, p.16; *do.*, *Economic Survey 1996-97*, p.S12より算出。観測数は13である。記載されている州の数(デリーも含む)は16であるが、散布図を書くに農業先進州であるパンジャブ州・ハリヤナ州と首都デリーが一人あたりNSDPが極めて高いにもかかわらず、FDI額が極端に少ない。ここではこれら3つを相関係数算出にあたって異常値として除外した。
- 20) Security Exchange Board of India, *Annual Report 1996-97*.
- 21) Nabhi's, *India Trade and Investment Guide*, A Nabhi's Publications, 1996, pp. 67-84より算出。
- 22) Security Exchange Board of India, *Annual Report 1996-1997*, table 12.
- 23) Reserve Bank of India, *Annual Report 1995-96*, table 6.5; *do.*, *Annual Report 1996-97*, table 6.5より算出。
- 24) *Do.*, *Annual Report*; Government of India, *Economic Survey*記載のデータより算出。期間は1993年第1四半期から1996年第4四半期までを対象にした。観測数は16である。
- 25) 以下の研究も本稿と同趣旨のことを述べている。S. Sinha, High Price-Earnings of Indian Stock Market and Investment by Foreign Financial Institutions, *EPW*, May 28, 1994; K. C. Samal, Emerging Equity Market in India, *EPW*, October 18, 1997; B. Mohanty, Slump in Securities Market, *EPW*, October 18, 1997.
- 26) データは、Reserve Bank of India, *Bulletin*の各号記載のボンベイ証券取引所普通株式の株価指数 (Index Number of Security Prices, 1980-81=100) を利用した。ちなみに、本稿と同様の問題意識からインドの株式市場の効率性を検定した研究によれば、1980年代の経済自由化によって市場が非効率的になっているという興味深い結果が得られている。以下を参照されたい。P. Basu & M. R. Morey, Stock Market Prices in India after Economic Liberalisation, *EPW*, February 14, 1998.
- 27) Security Exchange Board of India, *Indian Securities Market*, in *Resent Development in Indian Economy with Special Reference to Structural Reform*, ed. by U. Kapila, Academic Foundation, 1996.
- 28) Reserve Bank of India, *Report of the Working Group for Examining the Schemes and Incentives Available to NRIs for Investment in India*, 1995. 1996年度以降のNRIへの投資優遇措置はこの報告の勧告に従っている。
- 29) 同時期の半年満期のLIBOR (ドル建て預金) は8.35%であり、国際金融市場における対インド・プレミアムがどれほどであったのかは不明であるが、約1%ポイントの利子率格差が存在していることから、およそその程度のプレミアムが付いていたものと想定される。Government of India, *Economic Survey 1996-97*, p.S110; IMF, *International Financial Statistics*.
- 30) この時期の国際収支危機に関しては以下を参照されたい。Government of India, *Economic Survey 1991-92 (part 1)*. また、80年代のNRI預金の動向については以下の研究が詳しい。D. Nayyar, *Migration, Remittances and Capital Flows*, Oxford University Press, 1994.
- 31) NRI預金に関する以下の記述にあたって参照した文献は以下のものである。State Bank of India, *NRI and Indian Taxation*, 1997; Reserve Bank of India, *NRI*

- Investments: Q & A, 1997; do., Annual Report, various years.*
- 32) EPW Research Foundation, Pangs of Readjustment, *EPW*, March 11, 1995, p.479.
- 33) *Do., Inflation Anxieties Cause Liquidity Strain, EPW*, February 11, 1995, p.295; *do., Saving Shortage, EPW*, April 8, 1995, p.726.
- 34) *Ibid.*, pp. 726-727.
- 35) *Do., Liquidity Strain to the Fore, EPW*, November 11, 1995, p.2839.
- 36) *Ibid.*, p.2840.
- 37) *Ibid.*, p.2841.
- 38) *Do., Linked Markets, Unlinked Policies, EPW*, December 9, 1995, pp. 3120-3123.
- 39) *Ibid.*, p.3123.
- 40) *Do., Coping with the Liquidity Crunch, EPW*, January 13-20, 1996, p.71; *do., High Interest Cost Weights Down Corporate Performance, EPW*, February 10, 1996, p.311.
- 41) *Ibid.*, pp. 312-313.
- 42) *Do., Growing Inter-Linkages between Markets, EPW*, March 9, 1996, p.575.
- 43) Security Exchange Board of India, *Annual Report 1996-97, do., Press Releases*, December 3, 1997 & January 21, 1998.
- 44) 本稿執筆中において(2月23日), 為替レートは1ドル=38-39ルピーの間を推移しているが, 外国為替市場への介入の結果コールレートが高水準で不安定化している。アジア通貨危機後の政策展開についての詳細は以下を参照されたい。EPW Research Foundation, *Exchange Rate Tremors, EPW*, September 13, 1997; *do., External Destabilisation, EPW*, November 15, 1997; *do., Fundamental Distortions Persist, EPW*, December 13, 1997; *do., Reversal of Premature Policies, EPW*, January 17, 1998.
- 45) デリー大学と経済成長研究所のマクロモデル作成チームもこのトレードオフを1995-96年度の重要なマクロ経済運営上の経験であると把握している。K. Krishnamurty et al, *Indian Economy, 1995-96 to 1997-98, EPW*, March 16, 1996.
- 46) 本稿と同趣旨の重要な研究としては以下がある。G. K. Nidugala, *Capital Liberalisation and Currency Crisis, EPW*, July 19, 1997; M. J. M. Rao, *Financial Openness, Shadow Floating Exchange Rates and Speculative Attacks, EPW*, November 15, 1997; M. J. M. Rao & B. Singh, *Optimising the Pace of Capital Account Convertibility, EPW*, May 23, 1998; S. Pattanaik, *Target and Instruments for External Sector with an Open Capital Account, EPW*, October 4, 1997; M. Patibandla & R. Prusty, *East Asian Crisis as a Result of Institutional Failures, EPW*, February 28, 1998.
- 47) Reserve Bank of India, *Annual Report 1993-94*, pp. 122-125.
- 48) Y. V. Reddy, *Exchange Rate Management: Dilemmas, Reserve Bank of India: Speech*, August 15, 1997.
- 49) つぎの研究はアジアにおける通貨危機を予見していた。J. Ghosh, A. Sen, & C. P. Chandrasekhar, *South-East Asian Economies, EPW*, October 12-19, 1996. また, 19世紀後半からの約100年間にわたる資本移動の分析としては以下の研究が興味深い。J. Ghosh & A. Sen, *Capital Flows and Macro-Economies*, in D. Nayyar (ed.), *Economics as Ideology and Experience*, Frank Cass, 1997. インド国内におけるアジア通貨危機の分析としてはたとえば以下の研究がある。F. X. Colaco, *East Asian Currency Crises, EPW*, December 6, 1997; D. Khatkhate, *East Asian Financial Crisis and the IMF, EPW*, April 25, 1998; *do., Impact of Volatility of Exchange Rates of Major Currencies on Foreign Management, EPW*, February 28, 1998; S. Marjit & S. Kar, *Financial Volatility and Convertibility, EPW*, February 21, 1998; A. K. Bagchi, *Growth Miracle and Its Unraveling in East and South-East Asia, EPW*, May 2, 1998; D. Sathe, *Asian Currency Crisis and the Indian Economy, EPW*, May 2, 1998; Y. V. Reddy, *Asian Crisis, Reserve Bank of India Bulletin*, July 1998.

(同志社大学 大学院)