

# 世界同時不況下でのインドの 為替金融政策

調査部 環太平洋戦略研究センター  
主任研究員 清水 聡

## 要 旨

1. 近年、アジア諸国に対する資本流入が急速に拡大したが、2008年には、世界金融危機の深刻化に伴って証券投資やその他投資の流入が激減した結果、各国で通貨や株価が下落するとともに外貨準備が減少した。また、ドルおよび自国通貨の流動性が縮小し、これを確保するための政策対応を余儀なくされた。さらに、対外借り入れや内外資本市場における株式・債券発行が減少するなど、企業の資金調達に支障が生じている。各国は実体経済面でも貿易の縮小などによる打撃を受け、財政金融政策による景気刺激が実施されている。
2. インドも、世界金融危機の影響を大きく受けた。2008年度の国際収支は経常収支、資本収支とも前年度に比較して大きく悪化し、両者を合わせた総合収支は▲201億ドルとなった。通貨・株価も大幅に下落し、外貨準備は1年間で577億ドル減少した。また、リーマン・ショック直後にはドルおよび自国通貨の流動性危機に見舞われ、準備銀行は流動性供給の強化策に追われた。実体経済も減速したため、財政金融政策による景気刺激が実施され、2009年度の財政赤字はGDP比▲6.8%になると見込まれている。
3. インドにおける2008年度の非金融一般企業の資金調達額は、前年比14.0%減となった。銀行信用は2008年10月まで伸び続けたが、その後は需給双方の要因により伸び率が急速に低下した。この状況は、2009年度入り後も改善していない。一方、銀行部門は世界金融危機の影響をほとんど受けていない。その要因としては、①サブプライム関連商品の保有が極めて少なかったこと、②外国銀行のウエイトが低いこと、③近年、準備銀行が銀行規制を強化して健全性の悪化を防いできたこと、④債務性取引を中心に資本取引規制が維持されていること、があげられる。
4. 今般の世界金融危機により、途上国が資本フローに対処する方法の重要性が再認識されたといえよう。今後も、資本の急激な流入、流出への対応が途上国にとって重要な課題であり続けることは疑いがない。インドでは2006年に段階的な資本取引自由化を提案する報告書が提出されたが、今後も現在の慎重姿勢を維持していくことが望ましい。重要なことは、マクロ経済政策や国内金融システムの整備に関して自由化の前提条件を満たす努力を続けること、短期対外借り入れに対して制限的に臨むこと、などである。ただし、これらに配慮しても資本フローの拡大に伴うリスクを免れることは不可能なため、危機的状況に対する事後的な対処手段の準備、具体的には①外貨準備の積み上げ、②比較的高い預金準備率の維持、③カウンター・シクリカルな健全性規制の実施、などが不可欠であろう。
5. それ以外のインドの課題としては、①財政赤字の削減、②金融政策におけるトランスミッション・メカニズム（波及経路）の改善、③国内金融システムの整備、などが重要である。

## 目次

### はじめに

#### I. 世界金融危機とアジア諸国の政策対応

1. 世界金融危機がアジア諸国にもたらした影響
2. アジア諸国の政策対応と実体経済

#### II. インドにおける対外取引の縮小

1. 国際収支の変化：赤字となった2008年度の総合収支
2. 貿易取引の減少
3. 資本流入の減少

#### III. インド金融資本市場への影響と政策対応

1. 外国為替市場への影響と為替政策
2. 準備銀行による流動性調節
3. 信用収縮および銀行部門の状況
4. 財政政策の実施

#### IV. インドの政策対応に関する今後の課題

1. 資本取引規制の方向性
2. その他の課題

### おわりに

### はじめに

近年、アジア諸国をめぐる資本フローが急速に拡大し、2007年には主要なアジア諸国の資本流入・流出額がともにGDPの1割を超えた。これとともに、通貨の増価、株価の上昇、外貨準備の増加などが起こり、急激な資本流入への対処が各国の重要課題となった。資本流入増加の背景としては、世界的な機関投資家の増加など投資国側の要因に加えて、世界的な金利低下と流動性の増加、また、アジア諸国側の要因として、①経済の全般的な高成長の維持、②資本流入規制の緩和など海外からの投資を促進する制度変更の実施、③機関投資家の成長や資本市場整備の進展、などがあつた。2007年半ば以降、アメリカのサブプライムローン問題の発生を発端に国際金融市場が混乱したが、当初、アジア諸国に対する影響は軽微なものにとどまると考えられていた。

資本フローの拡大に対し、アジア諸国は不胎化介入による自国通貨増価の抑制、外貨準備の増加等による流動性の拡大を防ぐための金融引き締め、流入を抑制し流出を促進する資本取引規制の実施などにより対処してきた。ところが、2008年入り後、アジア諸国の国際収支に大きな変化が生じ、各国は全面的な政策転換を迫られた。特に、9月のリーマン・ショック以降、世界金融危機が急速に深刻化したことを受けて、アジア諸国はその余

波への対応に追われた。

インドも、その例外ではなかった。本稿では、世界金融危機がインドにもたらした影響と政策対応について、他のアジア諸国（ASEAN諸国、NIEs諸国、中国）と対比しながら述べることを主眼とする。特に、資本取引規制のあり方に重点を置く。I. では、世界金融危機発生後のアジア諸国の対応についてまとめる。II. では、インドにおける貿易および資本流入の減少につき、詳細に説明する。III. では、インドの政策対応に関して多様な切り口から述べる。IV. では、今後の課題を指摘する。

世界金融危機がインドの金融資本市場にもたらした影響は、決して小さなものではない。この状況に対してインドは的確に対応しているといえようが、財政赤字の削減、金融政策におけるトランスミッション・メカニズム（波及経路）の改善、国内金融システムの整備など、多くの課題を残している。こうした中で、為替政策の柔軟化や資本取引規制の自由化などの制度改革を急ぐことは難しく、現在の慎重なスタンスを維持するとともに、本格的な改革に取り組むための前提条件の整備に努めるべきであろう。

## I. 世界金融危機とアジア諸国の政策対応

### 1. 世界金融危機がアジア諸国にもたらした影響

#### (1) 国際収支と外貨流動性への影響

世界金融危機の途上国への影響は、実体経済の経路（貿易）と金融の経路（資本フロー）を通じてもたらされた。貿易額と資本流入の急速な減少が消費者や企業の信認を低下させた結果、個人消費や投資が減速した。

図表1は、アジア諸国の国際収支をみたものである。これによると、第1に、通貨危機以降、各国で経常収支の黒字が定着していたが、2008年の経常収支黒字の対GDP比率は、ASEAN 4カ国、NIEs 4カ国・地域、中国のいずれにおいても前年比で低下した。これは、とりわけ年前半に、原油価格の上昇による輸入の急増などから貿易黒字が減少したためである。経常収支のその他の項目には、顕著な変化は生じていない。

金融危機が深刻化した9月以降、世界景気が急速に後退したことを受け、ほとんどのアジア諸国の輸出は前年比マイナスに落ち込んだ（図表2）。自動車やエレクトロニクスなど先進国の需要の影響を受けやすい製品に加え、衣料品、玩具、履物など、労働集約的な製品の輸出も減少した。アジア地域では、域内各国から原材料や中間財を中国に輸出して

図表1 アジア諸国の国際収支（対GDP比率、％）

（ASEAN4: インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）

	2004年	05年	06年	07年	08年	2008年Q1	08年Q2	08年Q3	08年Q4	09年Q1
経常収支	3.3	2.2	5.3	6.2	3.7	5.0	3.8	2.9	3.1	8.6
資本収支	1.0	0.2	▲0.3	▲0.7	▲2.0	7.1	▲0.9	▲5.3	▲9.2	▲3.7
ネット直接投資	1.1	2.2	1.5	0.6	0.2	0.1	0.4	▲0.9	1.3	2.1
ネット証券投資	2.3	1.4	1.7	0.9	▲2.6	5.1	▲2.5	▲6.8	▲5.9	▲0.7
ネットその他投資	▲2.4	▲3.4	▲3.6	▲2.2	0.3	1.8	1.2	2.3	▲4.6	▲5.1
誤差脱漏	▲0.3	▲1.0	▲0.4	▲0.4	0.0	0.6	▲0.6	▲0.6	0.7	0.7
総合収支	4.0	1.3	4.5	5.1	1.6	12.7	2.3	▲3.0	▲5.4	5.5

（NIEs: 香港、韓国、シンガポール、台湾）

	2004年	05年	06年	07年	08年	2008年Q1	08年Q2	08年Q3	08年Q4	09年Q1
経常収支	6.4	5.2	5.1	5.7	4.3	3.8	3.8	2.4	7.9	9.0
資本収支	▲1.1	▲2.5	▲2.8	▲6.9	▲3.6	0.9	▲2.3	▲5.7	▲7.9	▲1.2
ネット直接投資	▲0.3	0.8	0.5	▲0.7	▲0.3	0.4	▲2.9	▲0.2	1.9	2.0
ネット証券投資	▲3.2	▲2.6	▲4.5	▲4.7	▲5.2	▲8.2	▲1.7	▲4.1	▲7.1	0.9
ネットその他投資	2.5	▲0.4	1.4	▲1.4	1.9	8.8	2.4	▲1.6	▲2.9	▲4.6
誤差脱漏	1.0	1.0	0.7	3.6	0.2	0.4	▲0.8	1.0	0.2	0.5
総合収支	6.3	3.7	3.1	2.5	1.0	5.1	0.7	▲2.3	0.2	8.2

（中国）

	2004年	05年	06年	07年	08年	2008年Q1	08年Q2	08年Q3	08年Q4
経常収支	3.6	7.2	9.5	11.3	9.8	10.0		9.7	
資本収支	5.7	2.8	0.3	2.2	0.4	3.8		▲2.2	
ネット直接投資	2.8	3.0	2.1	3.7	2.2	2.1		2.2	
ネット証券投資	1.0	▲0.2	▲2.5	0.6	1.0	1.0		0.9	
ネットその他投資	2.0	▲0.2	0.5	▲2.1	▲2.8	0.5		▲5.4	
誤差脱漏	1.4	▲0.7	▲0.5	0.5	▲0.6	0.9		▲1.8	
総合収支	10.7	9.2	9.3	14.0	9.7	14.7		5.7	

（資料）Asian Development Bank [2009c]

これを製品に加工し、中国から先進国に輸出する生産ネットワークが確立しているため、最終的な仕向け先である欧米諸国の需要減少に伴い、域内貿易も大幅に縮小した。一方、原油価格の低下や内需の減退から輸入も急減しているため、貿易収支には定まった傾向がみられない。

第2に、2008年に、資本流入・流出の絶対

額がともに大きく減少した。ASEAN 4カ国およびNIEs 4カ国・地域では、直接投資の流入額が微減にとどまった一方、先進国の投資家が資金を引き揚げたため、株式投資を主体とした証券投資の流入がマイナスに転じたほか、その他投資の流入も急減した（注1）。証券投資およびその他投資の流出額も減少したが、これは、世界金融市場の混乱を懸念し、

図表2 輸出の前年同月比伸び率



(資料) 各国統計

域内の投資家や銀行が投資や融資を控えたことによるものである。

証券投資の流入についてみると、2003年以降の株価の回復に伴い、先進国の投資家による途上国向け株式投資が増加する中、アジア諸国にその50%以上が流入した。2007年末のアジア諸国の株価指数は、2002年末の約2～7倍に上昇した。しかし、海外投資家は2007年半ばから2008年初めにかけて多くの国で売り越しに転じ、2008年の売り越し額は図表3に示した6カ国の合計で541億ドルに達した。また、債券投資は、2008年に香港やフィリピンでは売り越しとなったが、インドネシアや韓国では、長期金利の高さなどから買い越しが維持された。

その他投資の流入は、近年、NIEs諸国、中

図表3 株式市場における海外投資家の買い越し額

(10億ドル)

	2006年	07年	08年
インド	7.5	14.7	▲10.9
インドネシア	1.6	3.0	1.7
韓国	▲9.2	▲21.6	▲25.4
フィリピン	n.a.	1.2	▲0.5
台湾	16.8	2.1	▲14.3
タイ	2.4	1.6	▲4.7

(注) 為替レートの換算は2008年末の値による。  
(資料) CEICデータベース

国、インド向けの銀行融資を中心に急増した。その主体は短期融資であったため、各国の対外債務における短期比率が上昇した。ただし、2008年9月以降は、国際金融情勢が急速に悪化したため、資金流出が加速した。韓国では、海外の銀行による短期融資の回収が急速に進み、その他投資の流出額が10～12月の3カ

月間で343億ドルに達した。

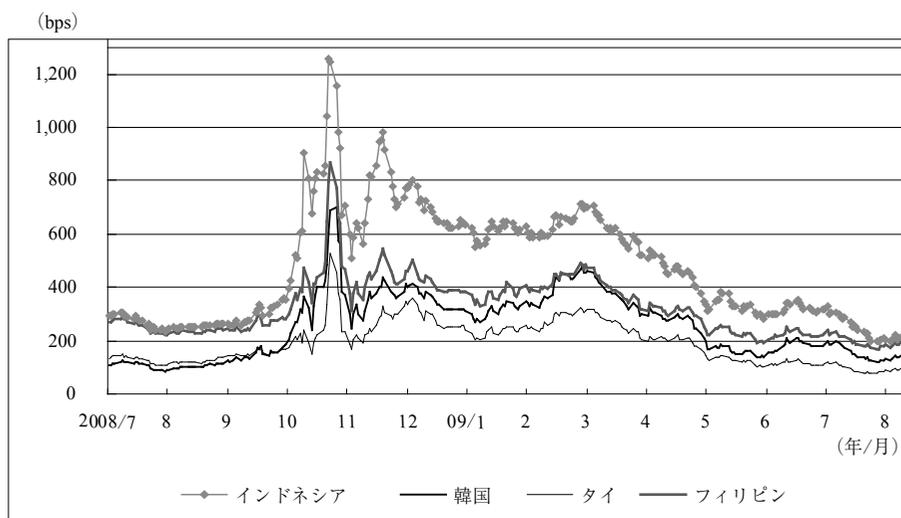
2008年以降の資本流入減少の背景には、金融危機が深刻化して投資家がリスクをとらなくなったことに加え、国際商品価格の上昇によりアジア諸国の経済ファンダメンタルズが悪化し、金融機関や企業への影響の拡大が懸念されたことがある。特に、クレジット・デフォルト・スワップのスプレッドの拡大にみられるように、ドルの調達金利が急上昇し、多くの途上国でドル調達が困難となった（図表4）（注2）。貿易金融も各国において縮小し、貿易取引が減少する一因となった（注3）。

以上のことから、各国において総合収支（経常収支＋資本収支＋誤差脱漏）黒字額の対GDP比率が低下している。それでも、中国の経常収支黒字の対GDP比率は9.8%と高い。

## (2) 為替市場への影響

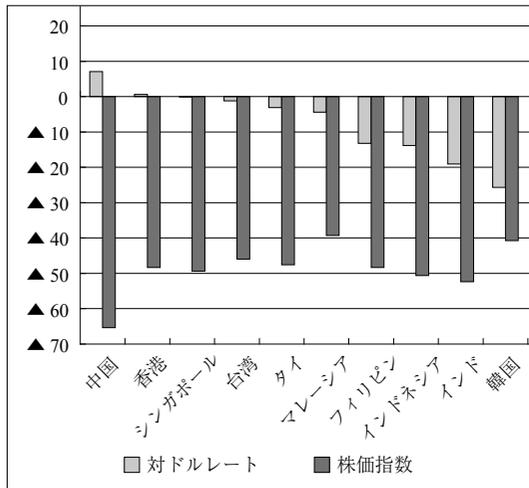
以上のような国際収支の変化に伴い、アジア諸国の通貨や株価は下落した（図表5）。ただし、対ドルレートの変化率は国ごとに大きく異なっている。韓国やインドでとりわけ減価幅が大きくなったのは、経常収支が赤字である上に、資本収支も悪化したことが大きな要因である。これらの国では、通貨当局による大規模なドル売り介入やドル流動性の供給に伴って、外貨準備が急減した。11月末の外貨準備残高を2008年前半のピーク時と比較した場合、減少率が特に大きいのは、マレーシア（26.1%、減少額は326億ドル）、韓国（24.1%、同637億ドル）、インド（21.5%、同656億ドル）、インドネシア（17.4%、同102億ドル）である。ただし、大半のアジア諸国

図表4 CDSスプレッドの推移（5年物）



(注) 各国の政府を対象としたドルLIBORに対するスプレッドを示したもの。  
(資料) Datastream

図表5 2008年の通貨・株価の下落率  
(%)



(資料) Datastream

では、10月または11月を底に外貨準備額は増加に転じている。

アジア諸国は、自国通貨が増価する局面で不胎化介入を継続的に実施し、増価の抑制を図りつつ外貨準備を蓄積してきた。このような介入には効果があり認められないため、極力行うべきではないというのがIMFの基本的なスタンスである。しかし、今回、各国が通貨危機を回避出来たのは、外貨準備の蓄積が進んでいたことによる部分が多い。このことは、今後の為替政策のあり方にも影響を与えよう。

### (3) アジア諸国の金融資本市場への影響

国際金融市場の混乱は、国内の金融資本市場にも様々な形で波及した。9月半ばのリーマン・ブラザーズ破綻の前後から、韓国、イ

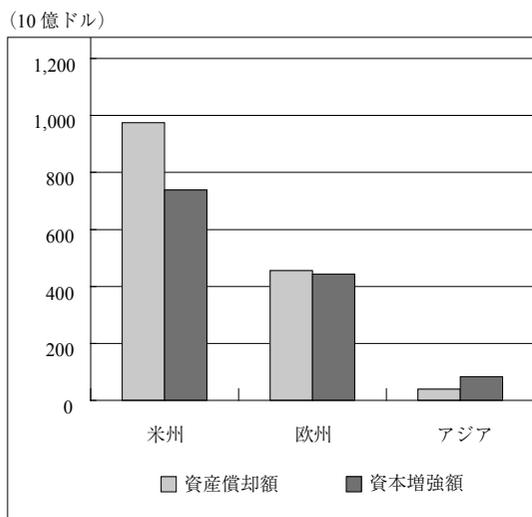
ンド、香港、シンガポールなどで短期金利が急上昇した。また、各国において、国内外の資本市場からの資金調達が大幅に減少した。World Federation of Exchangesによれば、ASEAN 4カ国、NIEs 4カ国・地域、中国、インドにおける2008年の株式発行額（新規発行と追加発行の合計）は、前年比32.2%減の1,689億ドルとなった。特に中国は、上海・深圳両取引所の合計で前年比55.1%減の450億ドルと落ち込みが大きかった。

また、国内では、コマーシャル・ペーパー、格付けの低い社債、証券化などの市場が特に打撃を受けた。景気対策等の政府支出拡大から国債の発行が伸びたのに対して、社債の発行は伸び悩んだ。大企業には、スプレッドの拡大により資金調達コストが上昇した国際債券市場での発行を断念し、国内市場に回帰する動きもみられた。

### (4) 銀行部門への影響

アジア諸国の銀行部門は、今回の世界金融危機においてもバランスシートに大きな影響を受けていない。その要因は、第1に、サブプライム関連の証券化商品など問題のある資産（toxic assets）の保有が少なく、その償却に伴う損失をほとんど被っていないことである（注4）。2007年7月～2009年7月の世界全体の償却額約1.5兆ドルのうち、アジアの占める割合は2.7%（390億ドル）にとどまる（図表6）。一方、その間の資本増強額は838億ドルとなっており、将来予想される損失に

図表6 主要銀行の資産償却額と資本増強額  
(2007年7月～2009年7月7日)



(資料) Asian Development Bank [2009c]  
(原典) Bloomberg

に対する備えも行っていることになる。

第2に、通貨危機以降、各国において銀行・企業改革が進められてきたため、自己資本比率や不良債権比率などをみると、アジア諸国の銀行は健全な状態を維持してきたといえることである(図表7)。リスク管理能力や規制監督に関しても、向上がみられる。

以上のことから、銀行融資の急速な減少はみられず、資本市場からの資金調達を減少を補完する形となったため、深刻な信用収縮は発生していない(図表8)。しかし、景気後退の中で銀行融資の伸び率は全般に低下傾向にあり、今後の動向が懸念される(注5)。

図表7 銀行の健全性指標

(%)

	リスク加重 自己資本比率			不良債権比率		
	2006年	07年	08年	2006年	07年	08年
中国	4.9	8.4	8.2	7.1	6.2	2.5
香港	14.9	13.4	14.7	1.1	0.9	1.2
インドネシア	21.3	19.3	16.8	6.1	4.1	3.2
韓国	12.3	12.0	12.7	0.9	0.7	1.2
マレーシア	13.1	12.8	12.2	4.8	3.2	2.2
フィリピン	18.5	15.9	15.7	5.7	4.4	3.5
シンガポール	15.4	13.5	14.3	2.8	1.5	1.4
台湾	10.1	10.6	10.8	2.1	1.8	1.5
タイ	14.5	15.4	14.1	7.5	7.3	5.3

(注1) 2008年の自己資本比率：中国は3月、シンガポールは9月。他は年末。

(注2) 2008年の不良債権比率：シンガポールは9月。他は年末。

(資料) Asian Development Bank [2009c]

図表8 国内民間信用の前年伸び率

(%)

	2006年	07年	08年Q1	08年Q2	08年Q3	08年Q4
中国	12.1	18.0	19.1	16.9	14.8	13.2
香港	4.3	7.6	9.6	14.6	18.3	0.6
インドネシア	13.9	18.9	27.4	31.5	34.2	36.5
韓国	10.8	14.3	14.3	16.0	16.2	16.4
マレーシア	8.6	9.0	10.9	10.8	9.7	9.5
フィリピン	1.2	5.9	8.4	8.9	16.9	16.5
シンガポール	3.6	10.2	18.5	20.5	20.7	17.5
タイ	6.4	3.3	5.4	6.8	9.5	9.7

(資料) Asian Development Bank [2009a]

## 2. アジア諸国の政策対応と実体経済

### (1) 財政金融政策などによる政策対応

2007年までの資本フローの増加に対し、多くのアジア諸国は金融引き締めにより対処したが、タイ、フィリピン、インドネシアなど、金利の引き上げによる資本流入の増加を懸念

して政策金利を引き下げる国もあった。しかし、2008年入り後、国際商品価格の上昇によるインフレ懸念の高まりを受け、これらの国も引き締めへ転じた。

年央以降、金融危機の深刻化に伴い、アジア諸国は金融緩和に転換し、政策金利や預金準備率を引き下げた。さらに、多くの国で財政出動による景気対策が発表された。各国の財政赤字は、2009年度に拡大することが予想される（図表9）。

加えて、ドルや自国通貨の流動性を確保する対策も重要となった。各国において、市場への大規模な資金供給、流動性供給の枠組みの改善、資本流入規制の緩和などが実施された。

他の中央銀行との通貨スワップ取引も、流動性の確保に一定の役割を果たす。2008年10月末に、韓国、シンガポールは米国FRBとそれぞれ300億ドルの通貨スワップ協定を締結

した。12月には、日中韓3カ国の間で通貨スワップ協定の拡大が合意された。これにより、日韓間で円対ウォンのスワップ上限額が30億ドル相当から200億ドル相当に増額されるとともに、中韓間で1,800億元と38兆ウォンを上限とする新たなスワップ協定が締結された（注6）。

資本取引規制についてみると、アジア諸国は、資本流入が増加する局面では流入の抑制と流出の緩和を目標としていたが、海外からの資金調達が難しくなったことに伴い、強化していた資本流入規制を再度緩和する動きとなった。

## (2) 実体経済の落ち込み

世界金融危機の深刻化に伴い、アジア諸国の経済成長率は大幅に落ち込んだ（図表10）。これは、輸出入や資本流入の急速な減少が個

図表9 中央政府の財政収支（対GDP比率）

(%)

	2005年	06年	07年	08年	09年
中国	▲1.2	▲0.8	0.6	▲0.4	▲3.0
香港	1.0	3.9	7.5	0.1	▲3.9
インドネシア	▲0.2	▲0.9	▲1.2	0.0	▲2.9
韓国	0.4	0.4	3.8	1.2	▲2.2
マレーシア	▲3.6	▲3.3	▲3.2	▲4.8	▲7.6
フィリピン	▲2.7	▲1.1	▲0.2	▲0.9	▲3.2
シンガポール	9.0	8.3	13.9	6.5	▲3.5
台湾	▲1.6	▲0.7	▲0.4	▲1.4	▲3.6
タイ	0.2	0.1	▲1.1	▲0.3	▲3.5
ベトナム	▲4.9	▲5.0	▲4.9	▲4.5	▲4.8

(注) 2009年は政府予算または政府推計による。  
(資料) Asian Development Bank [2009c]

図表10 経済成長率と外需依存度

(%)

	輸出額/ 名目GDP	実質GDP成長率			
		2007年	08年	09年Q1	09年Q2
シンガポール	185.9	7.8	1.1	▲9.5	▲3.5
香港	168.4	6.4	2.4	▲7.8	▲3.8
マレーシア	89.9	6.4	4.4	▲6.2	▲3.9
ベトナム	67.9	8.5	6.2	3.1	n.a.
台湾	65.3	5.7	0.1	▲10.1	▲7.5
タイ	65.1	4.9	2.6	▲7.1	▲4.9
韓国	45.4	5.1	2.2	▲4.2	▲2.2
中国	33.0	13.0	9.0	6.1	7.9
フィリピン	29.1	7.2	3.8	0.6	1.5
インドネシア	26.8	6.3	6.1	4.4	4.0
インド	15.9	9.0	6.7	5.8	6.1

(注) インドの輸出額/名目GDPは年度ベース。インドの2009年の実質GDPは、1～3月期と4～6月期のもの。  
(資料) Asian Development Bank [2009c] ほか

人消費や投資に悪影響を与えたことによる。景気減速の程度は国ごとに異なっているが、これには外需依存度（ここでは輸出額の名目GDP比率で示している）がかなり影響しているものとみられる。相対的に外需依存度の高いシンガポールや香港の成長率が大幅に低下する一方、外需依存度の低いフィリピン、インドネシアはあまり低下していない。

インドの外需依存度は最も低く、その点では世界金融危機の影響を受けにくかったといえよう。これに加えて、政策対応の効果もあったと考えられる。たとえば中国では、外需依存度の低さに加えて大規模な財政刺激策の実施が景気を下支えした。インドは財政赤字が大きく、財政出動の余地は限定的であるが、為替金融政策による対応（資本流入規制の緩和、自国通貨を買い支える市場介入、流動性供給の強化、銀行規制の弾力的運用など。詳細は第Ⅲ節で述べる）がある程度奏効したことを評価すべきであろう。

(注1) 中国では、株式市場への海外からの資本流入がQFII（適格海外機関投資家）制度により制限されているため、国際収支において証券投資の大きな変化はみられない。

(注2) クレジット・デフォルト・スワップ取引は債券投資のヘッジ手段として用いられ、そのスプレッドは債券による資金調達金利に近い動きをする。リーマン・ショックに際してスプレッドが急上昇したのは、先進国金融市場の収縮と途上国のファンダメンタルズの悪化の双方を反映したものである。

(注3) たとえばシンガポールでは、1～9月の信用状開設件数が前年同期比30%減少した。

(注4) 近年、アジア諸国の銀行は投資率の低下などによる企業融資の伸び悩みから消費者向けのビジネスを拡大しており、これにより収益性を高めたためにサブプライム関連商品に手を出さなかったとも考えられる。

(注5) 窓口指導により銀行融資が急増した中国は例外で

ある。

(注6) 中国はさらに、インドネシア、マレーシア、韓国、香港との間で2国間通貨スワップ協定を締結した。

また、緊急時の流動性支援体制を強化する動きとして、域内金融協力の進展をあげることが出来る。5月初めに開催されたASEAN+3財務大臣会議において、チェンマイ・イニシアティブ（CMI）のマルチ化（CMIM: Chiang Mai Initiative Multilateralisation）が具体的に合意された。従来のCMIは、総額20億ドルのASEAN通貨スワップ協定に加えてアジア諸国が2国間のスワップおよびレポの取り決めを個別に締結する仕組みであったが、今般の合意により、単一の契約の下に合計1,200億ドルの資金を拠出し、そこから各国が「貢献額×借入乗数」を上限として支援を受けることが可能となった。イニシアティブの目的が①域内の短期流動性問題への対応、②既存の国際的枠組みの補完、である点に変わりはないが、その規模は従来の実質合計810億ドル（2009年4月現在）から約1.5倍に増額された。

一般に、短期流動性支援においてはモラル・ハザードの発生が重要な問題となる。すなわち、途上国が流動性危機に陥った場合に容易に支援を受けられるとすれば、被支援国の政府が危機を回避するために適切なマクロ経済政策を実施しない可能性や、海外投資家が当該国に対して過大な投資を行う可能性が生じる。これを防ぐためには、支援制度の参加国が相互に経済・金融情勢を監視し、必要に応じて助言を行うサーベイランスの仕組みを強化しなければならない。助言は一定の強制力を伴うことが望ましく、また、流動性支援を実施する場合にはその条件を適正なものとするのが重要である。

サーベイランス・メカニズムの強化は、CMIMにおいても重視されている。今回の会議では、CMIMの意思決定を支援するために域内経済の監視・分析を行う独立した機関を早急に設立すること、またその準備として専門家による助言グループを設けることが合意された。

## Ⅱ. インドにおける対外取引の縮小

### 1. 国際収支の変化：赤字となった2008年度の総合収支

インドにおいても、世界金融危機の影響は前節で述べた諸国とほぼ同様の形で表れた。

すなわち、貿易取引および資本流入が大幅に減少し、為替市場や金融資本市場に多大な影響が及んだ。

まず、国際収支の推移をみる（図表11）。インドでは、91年に国際収支危機に陥りIMFの構造調整借款を受けたことをきっかけに、経済体制の抜本的な改革および対外開放が始

まるとともに、国内金融システムについても全面的な改革が推進されることとなった。こうした中、外国為替市場においては、93年に二重相場制度が一本化され、管理変動相場制がスタートした。これとともに経常取引および資本取引の自由化が進められ、前者に関しては94年8月にIMF 8条国となった。後者

図表11 国際収支の推移

	2003年度	04年度	05年度	06年度	07年度	08年度	(百万ドル)			
							2008Q1	08Q2	08Q3	08Q4
経常収支 (①)	14,083	▲ 2,470	▲ 9,902	▲ 9,565	▲ 17,034	▲ 29,817	▲ 9,019	▲ 12,512	▲ 13,033	4,747
貿易収支	▲ 13,718	▲ 33,702	▲ 51,904	▲ 61,782	▲ 91,626	▲ 119,403	▲ 31,425	▲ 38,676	▲ 34,704	▲ 14,598
輸出	66,285	85,206	105,152	128,888	166,163	175,184	49,120	48,987	37,257	39,820
輸入	80,003	118,908	157,056	190,670	257,789	294,587	80,545	87,663	71,961	54,418
サービス収支	10,144	15,426	23,170	29,469	37,565	49,818	11,618	14,057	13,152	10,991
所得収支	▲ 4,505	▲ 4,979	▲ 5,855	▲ 7,331	▲ 4,917	▲ 4,511	▲ 865	▲ 783	▲ 1,631	▲ 1,232
経常移転収支	22,162	20,785	24,687	30,079	41,944	44,279	11,653	12,890	10,150	9,586
資本収支 (②)	16,736	28,022	25,470	45,203	107,993	9,146	11,135	7,565	▲ 4,266	▲ 5,288
直接投資	2,388	3,713	3,034	7,693	15,401	17,496	8,967	4,900	444	3,185
流出	▲ 1,934	▲ 2,274	▲ 5,867	▲ 15,046	▲ 18,835	▲ 17,486	▲ 2,909	▲ 3,873	▲ 5,879	▲ 4,825
流入	4,322	5,987	8,901	22,739	34,236	34,982	11,876	8,773	6,323	8,010
証券投資	11,356	9,287	12,494	7,060	29,556	▲ 14,034	▲ 4,211	▲ 1,310	▲ 5,820	▲ 2,693
流出	0	▲ 24	0	56	162	▲ 179	▲ 33	▲ 9	▲ 33	▲ 104
流入	11,356	9,311	12,494	7,004	29,394	▲ 13,855	▲ 4,178	▲ 1,301	▲ 5,787	▲ 2,589
その他投資	2,992	15,022	9,942	30,450	63,036	5,684	6,379	3,975	1,110	▲ 5,780
(その他投資の内訳)										
1. 海外援助	▲ 2,858	1,923	1,702	1,775	2,114	2,638	351	518	992	777
2. 商業借入れ(長期)	▲ 2,925	5,194	2,508	16,103	22,633	8,158	1,467	1,690	3,884	1,117
流出	n.a.	n.a.	▲ 251	▲ 340	▲ 32	1,220	211	394	520	95
流入	n.a.	n.a.	2,759	16,443	22,665	6,938	1,256	1,296	3,364	1,022
3. 短期貿易信用	1,419	3,792	3,699	6,612	17,183	▲ 5,795	2,397	1,292	▲ 3,992	▲ 5,492
4. 銀行取引	6,033	3,874	1,373	1,913	11,757	▲ 3,397	2,696	2,124	▲ 4,956	▲ 3,261
うち商業銀行資産	n.a.	n.a.	▲ 3,175	▲ 3,494	6,894	▲ 3,053	924	1,292	▲ 2,349	▲ 2,920
うち商業銀行負債	n.a.	n.a.	3,617	5,075	5,216	128	1,923	835	▲ 2,178	▲ 452
5. その他	1,323	239	660	4,047	9,349	4,080	▲ 532	▲ 1,649	5,182	1,079
誤差脱漏 (③)	602	607	▲ 516	968	1,205	591	119	213	▲ 582	841
総合収支 (①+②+③)	31,421	26,159	15,052	36,606	92,164	▲ 20,080	2,235	▲ 4,734	▲ 17,881	300

(資料) インド準備銀行年報各号ほか

に関しては、直接投資および証券投資の流入が段階的に自由化され、海外資金の導入による経済成長の促進が図られた。これにより、経常取引、資本取引のGDPに対する規模が急速に拡大した。資本取引は、直接投資と証券投資の流入額の合計が90年度の1.1億ドルから2007年度には614.2億ドルとなった。一方、91年の危機の経験から、相対的に不安定とみられる借り入れや債券取引の自由化は慎重に進められている。その結果、たとえば対外商業借り入れ（External Commercial Borrowings、一般企業による長期外貨借り入れ）の流入額は90年度の42.8億ドルから2007年度に298.5億ドルとなっており、直接投資や証券投資に比べれば大幅には増加していない。

そうした中、経常収支赤字、資本収支黒字という状況が続いている。貿易収支の赤字は、ITサービス輸出等によるサービス収支黒字や海外労働者からの送金等による経常移転収支黒字によってある程度相殺されているが、最近では貿易取引の拡大に伴って貿易赤字が急増しているため、経常収支赤字も拡大傾向にある。2008年度は、年度前半に原油価格の上昇などにより輸入が急増し、通年で輸入の伸び率が輸出を上回ったことにより、貿易赤字は前年比30.3%増の1,194億ドルとなった。

一方、近年、アジア諸国に対する資本流入が全般に増加する中、インドへの流入も急増し、資本収支黒字は経常収支赤字を大きく上回って推移してきた。特に、2007年度は資本

流入がピークに達し、資本収支黒字は経常収支赤字の▲170億ドルを大幅に上回って前年比138.9%増の1,080億ドルとなった。資本流入の増加を受け、インドでも為替レートの増価、外貨準備の急増、株価の大幅な上昇などが生じた。

しかし、2008年度は状況が一変し、年度後半に世界金融危機が深刻化して資本流入が急減した。通年での資本収支黒字は前年比91.5%減のわずか91億ドルとなり、総合収支は▲201億ドルと赤字に転換した。

この間、直接投資は着実に増加したのに対し、証券投資およびその他投資は急激に流入した後、流出に転じた。

## 2. 貿易取引の減少

### (1) 貿易額の推移

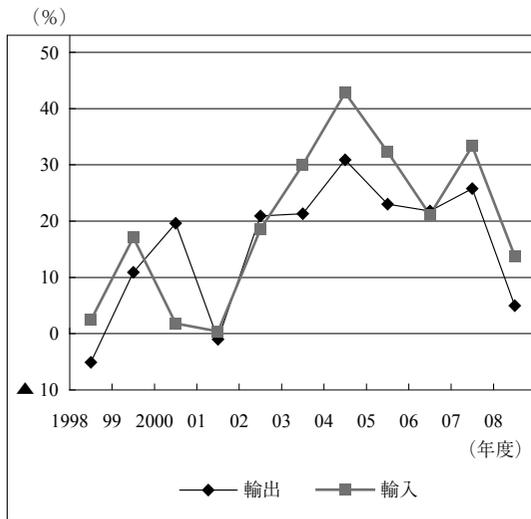
通関ベースの貿易額は、最近まで輸出入ともに前年比2桁の伸びが続いてきた（図表12）。しかし、世界金融危機の深刻化に伴い、2008年10月以降、輸出入ともに大きく落ち込んでいる（図表13）。2008年度通年では、輸出は前年比5.0%増（前年度は25.8%増）の1,656億ドル、輸入は同13.8%増（同33.3%増）の2,716億ドルとなった。世界的な需要減少により、輸出は昨年10月以降、12月を除き前年同月比2桁減が続いている。一方、石油関連が全体の約3分の1を占める輸入も、原油価格の下落と内需の減退を主因に、昨年12月以降、前年同月比減少が続いている。

貿易収支は、80年代から一貫して赤字である。特に、90年代後半には、対外開放の進展

に伴い消費財輸入が増加したことなどから、赤字幅が拡大した。2000年度および2001年度には、景気の減速に伴い一時的に縮小したが、2002年度以降、景気回復とともに輸入の伸び率が輸出を上回り、赤字が再び拡大している。原油価格が趨勢的に上昇してきたことも、その背景にある。赤字額は、2002年度の74.5億ドルから2008年度には1,059.2億ドルとなった(注7)。

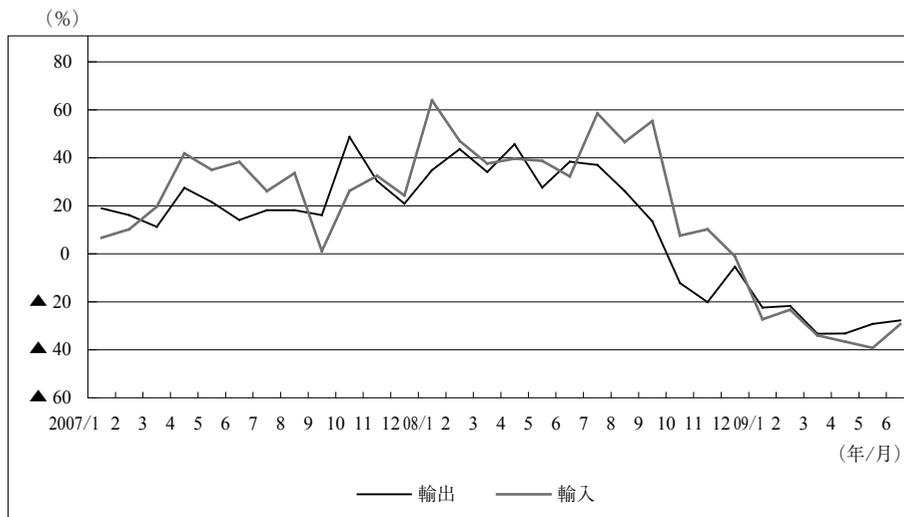
インドの輸出は、品目が分散している点に特徴がある。その中で、農産物や繊維・繊維製品の比率が低下する一方、石油製品、化学品、機械機器、輸送機器などの比率が上昇傾向にある。また、輸出相手国ではアメリカが最大であるが、そのシェアは年々低下しており、代わって中国のシェアが次第に上昇して

図表12 輸出入の前年比伸び率



(資料) CEICデータベース

図表13 輸出入の前年同月比伸び率の推移



(資料) CEICデータベース

いる。

2008年度に輸出の伸び率が大きく低下したのは、一次産品（農産物、鉱産物、石油製品）と労働集約的な製造業製品（皮革、繊維、宝飾品など）である（図表14、2009年2月まで）。農産物は、米、綿花、砂糖などの作柄不調から、9月以降マイナスが続いた。鉱産物の減少は、中国向けの鉄鋼が減少したことによる。石油製品に関しては、原油価格の低下に加え、世界の産業活動の低下による需要減少から、10月以降落ち込みが続いている。また、製造業製品のうち宝飾品に関しては、最大の市場であるアメリカの落ち込みが響いた。これに対し、エンジニアリング関連製品などを中心に、製造業製品全般は堅調を維持した。

相手国別では、EUおよび中東向けが堅調を維持する一方で、北米、アジア、アフリカ向けはマイナスとなっている（図表15）。

図表14 輸出品目別の伸び率

(%)

	2007年度 伸び率	08年度 伸び率	08年度 構成比
農産物	44.2	▲ 0.9	10.4
鉱産物	28.4	▲ 8.9	4.7
製造業製品	20.2	10.1	65.9
皮革・皮革製品	16.4	2.8	2.2
化学製品	18.9	10.9	10.2
エンジニアリング関連製品	24.4	23.5	26.5
繊維・衣料品	10.7	1.4	11.6
宝飾品	25.3	▲ 3.7	11.2
石油製品	42.6	2.4	16.3
その他	30.9	12.2	2.7
合 計	26.6	6.6	100

(注) 両年度とも4月より2月まで。  
(資料) インド準備銀行

次に、輸入では石油・石油関連製品が最大の品目であるが、一般機械、電子機器、輸送機器などの資本財も着実に増加している。相手国では、2005年度以降、中国が最大となっている（2008年4月～2009年2月のシェアは10.7%）。また、石油が主体であるため、中東諸国の比率が高い（サウジアラビア7.1%、UAE6.5%など）。

2008年度の品目別の動きでは、石油・石油関連製品が前年の35.3%増から22.4%増となった（図表16）。原油価格の低下に加え、国内の産業活動の減速による需要減少から輸入量が減少している。また、同期間の非石油輸入は、前年の32.0%増から21.4%増となった。資本財や金・銀などの落ち込みが大きい。なお、相手国別では、EUおよびアジアからの輸入が大きく減少している（図表17）。

## (2) 求められる貿易政策

商務省（Ministry of Commerce and Industry）は、2004年8月に貿易政策に関する5カ年計

図表15 輸出相手国別の伸び率

(%)

	2007年度伸び率	08年度伸び率	08年度構成比
EU	27.5	11.4	22.3
北米	10.4	▲ 0.9	12.8
中東	26.7	24.1	19.4
アジア	31.1	▲ 1.5	31.8
アフリカ	43.4	▲ 5.6	6.8
その他	-	-	6.9
合 計	26.6	6.6	100

(注) 両年度とも4月より2月まで。アジアにはオーストラリア、日本を含む。  
(資料) インド準備銀行

図表16 輸入品目別の伸び率

(%)

	2007年度 伸び率	08年度 伸び率	08年度 構成比
石油・石油関連製品	35.3	22.4	32.8
肥料	69.1	160.9	5.1
鉄鋼	40.3	9.7	3.3
資本財	39.3	10.2	22.0
宝石類（輸出関連）	9.4	76.5	4.9
化学関連（輸出関連）	27.5	25.4	4.3
金・銀	24.9	10.1	6.8
石炭・コークス等	44.0	60.3	3.6
その他	-	-	17.2
合 計	33.1	21.8	100

(注) 両年度とも4月より2月まで。  
(資料) インド準備銀行

図表17 輸入相手国別の伸び率

(%)

	2007年度伸び率	08年度伸び率	08年度構成比
EU	30.4	12.2	13.5
北米	33.7	27.0	6.7
中東	34.7	27.2	33.2
アジア	34.8	18.4	32.2
アフリカ	43.3	35.1	4.4
その他	-	-	10.0
合 計	33.1	21.8	100

(注) 両年度とも4月より2月まで。アジアにはオーストラリア、日本を含む。  
(資料) インド準備銀行

画を発表し、①世界貿易額に占めるインドのシェアを倍増すること、②貿易の拡大により経済成長と雇用創出を達成すること、を目標に掲げた。貿易額目標は、2004年度の750億ドルから2007年度には1,600億ドルとなった。2008年度は2,000億ドルに設定されたが、その後1,750億ドルに変更され、実績はこれを若干下回った（前述）。世界の輸出額に占め

るインドのシェアは2000年の0.7%から2008年には1.1%となったが、同期間に中国は3.9%から9.1%となっている。

労働集約的な皮革・皮革製品、繊維、衣料品などの産業は長年保護を受けてきたため輸出競争力に乏しく、世界金融危機の影響も大きくなっている。雇用創出が重視される中、労働集約産業に対しては、貿易金融の利率引き下げや輸出関連サービスの免税など、多様な支援策が一貫して実施されてきた（注8）。こうした支援策に加えて、規制緩和などの手段により国内企業の生産性向上を図ることが重要である。労働集約産業に限らず、輸出競争力を高めて世界貿易額に占めるシェアを拡大することは、大きな課題である。

### 3. 資本流入の減少

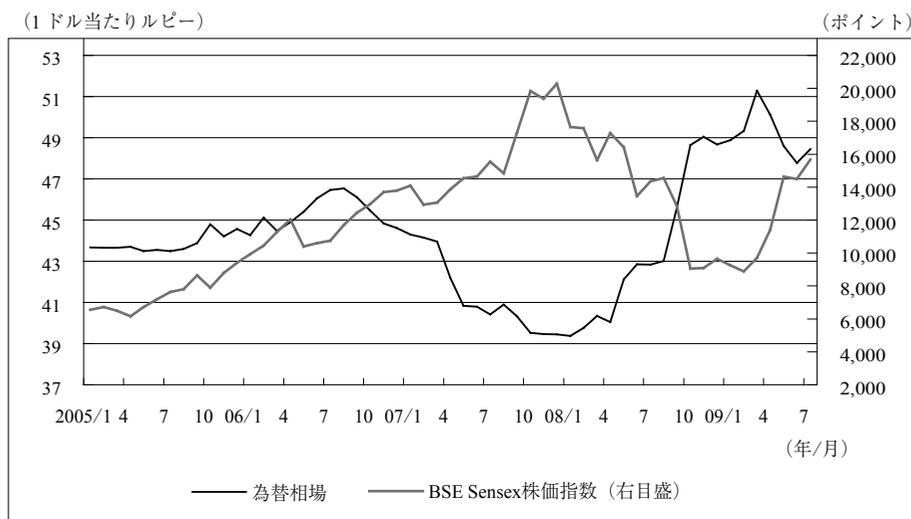
2008年度の資本フローをみると、資本流入は前年度の4,330億ドルから3,020億ドルに、資本流出は同じく3,250億ドルから2,930億ドルに減少した。この結果、資本収支黒字は1,080億ドルから91億ドルに減少したが、直接投資と非居住インド人預金（NRI deposits、図表11では商業銀行負債に含まれる）のネット流入額は前年度よりも増加した。一方、証券投資、短期貿易信用、銀行取引のネット流入額は通年でマイナスとなった。四半期ベースでみると、10～12月期以降にこれらがマイナスとなり、資本収支全体も赤字に転じた（注9）。

直接投資の流入額は、名目GDPの3.0%に相当する約350億ドルとなった。インドに対する長期的な成長期待が強いことや、直接投資を促進するための規制緩和策が継続されていることなどを背景に、増加が続いた(注10)。特に大きく増加しているのは、シンガポール、イギリス、フランス、イタリアなどからの投資である。また、業種別では、製造業(構成比21.1%)、金融サービス業(同19.4%)、建設業(9.9%)などが多くなっている。また、資本流出規制の緩和もあって、インド企業による大型の海外企業買収など対外直接投資も増えている。その目的は、規模の経済や新技術の獲得、国際競争に打ち勝つための海外市場でのプレゼンスの確保などである。世界金融危機の発生に伴う資産価格の

低下も、対外投資を促進した。

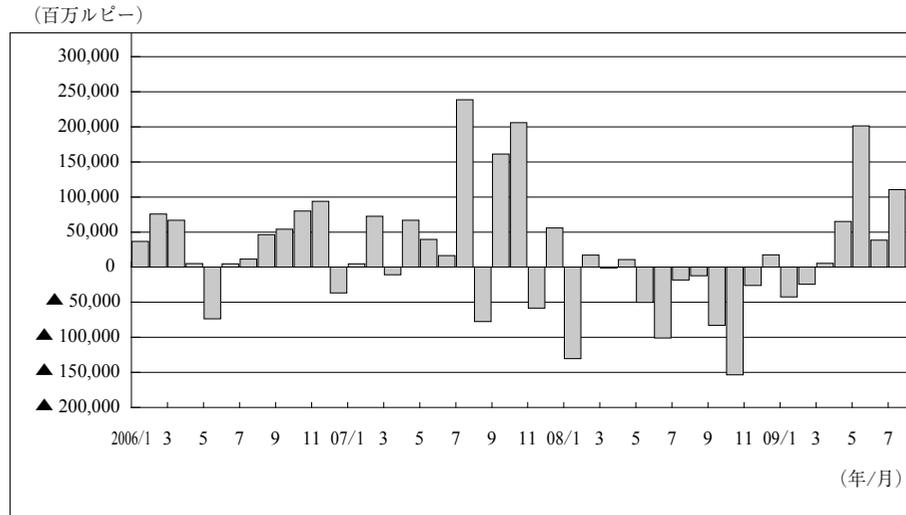
証券投資のネット流入額は、▲140億ドルとなった。近年の高成長と資本流入の増加に伴い、株価指数は2003年から2007年にかけて7倍近くになり、2008年1月8日には終値ベースの史上最高値20,873.33ポイントをつけたが、その後は急落した(図表18)。これとともに海外機関投資家は売り越しに転じており、2006～2008年度の買い越し額は、それぞれ2,524億ルピー、5,353億ルピー、▲4,771億ルピーとなっている(図表19)。四半期の国際収支(図表11)をみると、証券投資の流出額は2008年10～12月期に最大となった。ただし、図表19より明らかなように、2009年3月以降は、株価の回復に伴い5カ月連続で買い越しとなっている。

図表18 為替レート・株価の推移



(資料) Datastream, CEICデータベース

図表19 海外機関投資家の株式買い越し額



(資料) CEICデータベース

また、ADR (American Depositary Receipts) や GDR (Global Depositary Receipts) (注11) の新規発行が10月以降ほとんど途絶えたため、これによる資本流入額は前年度の88億ドルから12億ドルに減少した。

次に、対外商業借入れは、近年、世界的な流動性の増加やインドの高金利、ルピーの増価期待などから急増し、投資ブームを支える重要な要因となった。しかし、2008年度の借入れ実行額は、先進国における信用市場の収縮を反映し、前年度の288億ドルから134億ドルに減少した。ネットでは、226億ドルから82億ドルとなった。後述するように、対外商業借入れの促進策が講じられたが、その効果は限定的であった。

銀行取引の中では、非居住インド人預金の

ネット増加額が10～12月期以降急増し、通年では43億ドルとなった。その要因としては、流動性危機に対応して同預金の金利が引き上げられたことが大きい。銀行取引全体のネット流入額は、10～12月期以降の資金流出の急増により、前年度の118億ドルから▲34億ドルとなった。

短期貿易信用も国際信用市場の収縮に伴って激減することが懸念されたが、政策支援が実施されたこともあり、2008年度の実行額は前年度の489億ドルに対して397億ドルが確保された。ネット流入額は同じく172億ドルから▲58億ドルとなったが、深刻な影響は回避されたといえよう。

貿易金融に関しては、世界銀行が保証枠を10億ドルから30億ドルに引き上げ、アジア

開発銀行も貿易金融促進プログラム（Trade Finance Facilitation Program）を1.5億ドルから10億ドルに増額するなど国際機関による取り組みがみられることに加え、各国政府も多様な支援策を実施している。インドでは、労働集約産業に対する2%の利子補給、貿易金融の期間延長、輸出代金受け取り期限の6カ月から12カ月への延長、外貨輸出信用の上限引き上げ、インド輸出入銀行や輸出信用保証会社（Export Credit Guarantee Corporation）への支援、などが実施されている（注12）。

このように、2003年度以降資本流入が着実に増加していたものの、2008年度には株価の下落に伴う証券投資の流出や先進国信用市場の収縮に伴うその他投資の流入減少が顕著となり、国内企業の資金調達や金融資本市場に一定の影響が生じた。

（注7） 国際収支ベースのデータと通関ベースのデータには、計上基準の相違（前者は対外資金決済時点、後者は通関時点が基準）などに由来するずれが存在する。

（注8） 商務省は、特に支援に力を入れてきた産業として、農業、手工芸品、手織機械、宝飾品、皮革、履物をあげている。

（注9） 四半期の資本収支が赤字となったのは、1998年4～6月期以来である。

（注10） 日本でも、直接投資先としてのインドに対する関心が高まっている。昨年11月に発表された国際協力銀行の2008年度海外直接投資アンケート調査によれば、中期的に有望な事業展開先としてインドは前年度に続き2位となったが、得票率は前年度の50%（254社）から58%（271社）に上昇した。また、長期的有望事業展開先（今後10年程度）としては、前年度に続き1位となった。

（注11） ADR（米国預託証券）は、アメリカで海外企業が株式を発行する際、預託機関が株式の代わりに流通させるために発行する証券。GDR（国際預託証券）は、主にユーロ市場で流通させるために発行される同種の証券。

（注12） Ministry of Finance, Government of India [2009] (139ページのBox6.7) による。

### Ⅲ. インド金融資本市場への影響と政策対応

#### 1. 外国為替市場への影響と為替政策

##### (1) 外国為替市場への影響と外貨準備の状況

ルピーの対ドルレートは、94年末の1ドル＝31.4ルピーから2002年半ばの1ドル＝約49ルピーまで一貫して減価した後、資本流入の増加や世界的なドル安などの影響を受けて緩やかな増価に転じた。2003年から2006年半ばまでは、ほぼ43～47ルピーで推移した。

その後は、資本流入の急増などを背景に、2006年8月の約47ルピーから2007年末の約39ルピーまで約20%増価した。しかし、2008年入り後は資本流出に転じたため、2009年3月の約51ルピーまで24%減価した。特に、リーマン・ショック以降、減価が加速した。3月以降は資本流入が回復し、ルピーはやや増価している。

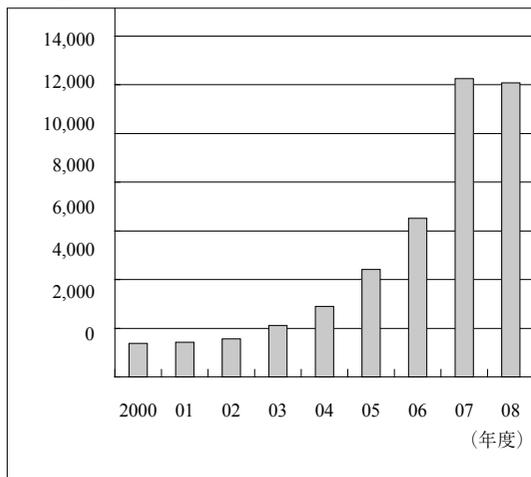
為替市場の取引額は近年急増し、2007年度に122.5億ドルとなった後、2008年度はほぼ前年並みの120.9億ドルとなった（注13）（図表20）。

為替制度は管理変動相場制であり、必要に応じて市場介入が実施されている（図表21）。2006年度以降はルピーの増価傾向を受けてほぼドル買い介入のみが実施され、特に2007年7月以降、介入額が増加した。しかし、2008年度入り後は、ルピーの減価を抑制するた

めにドル売り介入が行われるようになった。特に、ルピー売り圧力が強まった10月には、206.3億ドルのドル売り介入が実施された。

図表20 外国為替市場の取引額

(10億ドル)



(資料) インド準備銀行

近年、外貨準備残高は着実に増加してきたが、ドル売り介入の実施に伴い、2008年5月の3,054億ドルをピークに減少に転じ、5月末から10月末にかけて約20%、609億ドル減少した。特に10月には、1カ月間で333億ドル減少した(図表22)。その後は2009年2月の2,395億ドルを底に、5月には2,527億ドルまで増加している。

2008年度の減少額は577億ドルであり、一方、前述の通り国際収支における総合収支は▲201億ドルであったから、差額の376億ドルは為替レートの変化(valuation change)によって生じたことになる(注14)。

外貨準備残高の短期対外債務に対する倍率は、2008年3月末の約6.6倍から2009年3月末には約5.1倍に低下した(注15)。また、変動の激しい資本フロー(証券投資の流入額累

図表21 インド準備銀行による為替市場介入の状況

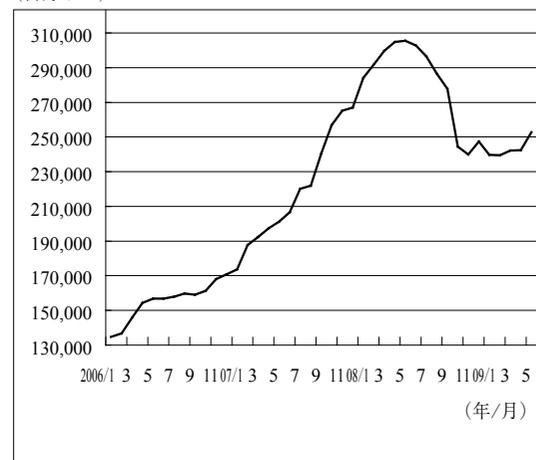
(10億ドル、%)

年度	ドル買い	ドル売り	合計	市場取引額に対する割合
1997	15.1	11.2	26.3	-
98	28.7	26.9	55.6	-
99	24.1	20.8	44.9	-
2000	28.2	25.8	54.0	-
01	22.8	15.8	38.6	-
02	30.6	14.9	45.5	2.9
03	55.4	24.9	80.3	3.8
04	31.4	10.6	42.0	1.4
05	15.2	7.1	22.3	0.5
06	26.8	0.0	26.8	0.4
07	79.7	1.5	81.2	0.7
08	26.6	61.5	88.1	-

(資料) インド準備銀行

図表22 外貨準備残高の推移

(百万ドル)



(資料) CEICデータベース

計+短期債務残高)に対する倍率は、同期間に約2.2倍から約2.0倍に低下した。このように、対外的な脆弱性は若干高まった(注16)。

また、対外資産負債残高(ストック・ベースの資本収支と外貨準備に関する統計)をみると、対外純負債が2008年3月末の529億ドルから2009年3月末には653億ドルに増加した。株式投資の流入減少を主因に対外負債が231億ドル減少したものの、外貨準備残高の減少を主因に対外資産が357億ドル減少したためである。

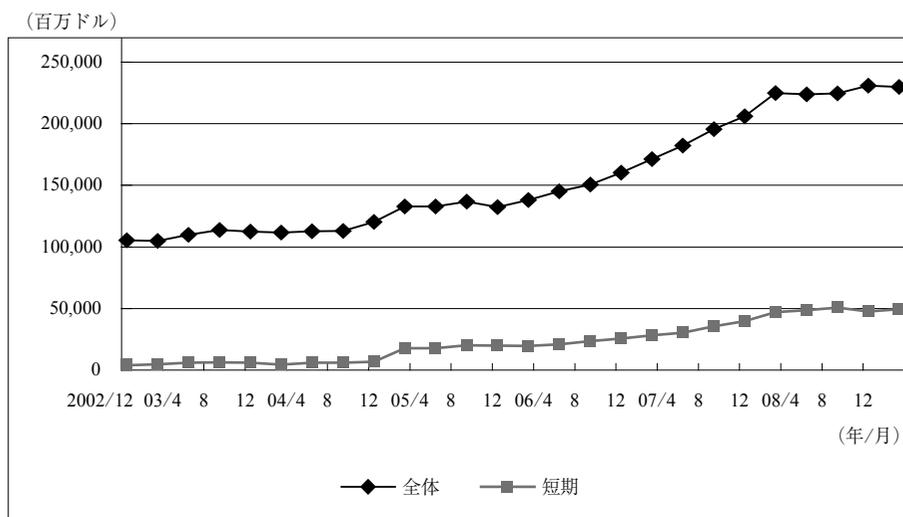
対外債務は、2005年以降、増加傾向が加速した(図表23)。2009年3月末の残高は、前年比2.4%増の2,299億ドルとなった。このうち、短期債務は同期間に470億ドルから494億ドルに増加し、短期比率は20.9%から21.5%

に上昇した。短期債務の9割以上は、貿易関連の信用である。このように、対外債務の2008年度における変化は緩やかなものであった。

## (2) 為替政策

インドの為替政策は、①ルピーの増価の抑制による対外競争力の維持、②ルピーの対ドルレートの変動抑制、③投機的な取引の防止、④適正な外貨準備の保持、⑤秩序ある外国為替市場の整備、などを目的に実施されている。市場介入はルピーの対ドルレートをにらんで機動的に行われているが、特定のターゲットやバンドは存在しない。資本フローの増加に伴って為替レートの変動が増加しており、市場介入はその抑制に一定程度貢献している(注17)。市場の

図表23 対外債務の推移



(資料) CEICデータベース

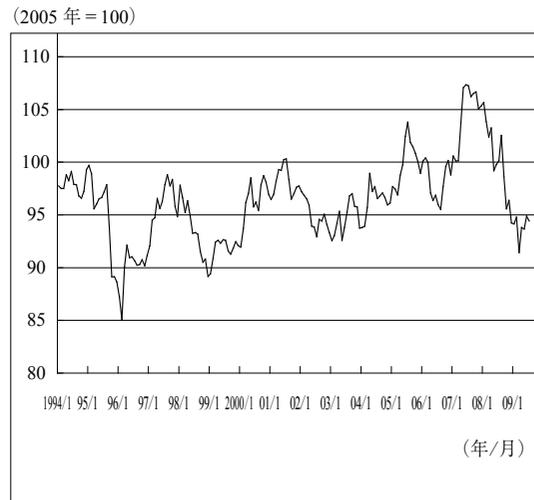
取引額に比較して介入額は決して大きくないが、為替レートの柔軟性は低く、介入の程度は他の途上国並みに強い。ただし、介入がルピーの増価を抑制する効果はほとんど実証されていない。

また、介入に伴う対外資産増加額の6割程度が不胎化されており、これによるコストも考慮する必要がある。そのため、IMFは、介入を減らして為替政策の柔軟性を高めることを求めているが、準備銀行は、途上国において為替レートのボラティリティを抑制することは、対外取引や金融市場への悪影響を防ぐために重要であるとしている（注18）。そのため、ルピーが増価する局面での介入においては不胎化にコストがかかることを認識しつつも、介入を継続している。2007年のルピー増価の局面で労働集約的な輸出産業が特に影響を受けたことからわかるように、市場介入には特定の産業を保護する社会的、政治的な意味合いも含まれている。

また、前節でも述べたように、世界金融危機の経験は、各国の中央銀行に対し外貨準備を蓄積することの重要性を再認識させたとみられ、インドの場合も、今後、為替相場の局面に応じてドル買い介入が強まる可能性があるだろう。

なお、2007年の名目為替レートの増価局面および2008年の減価局面では、実質実効レートも同様の動きを示している（図表24）。また、実質実効レートの94年以降の動きはほぼ横ば

図表24 実質実効レートの推移



(資料) BIS

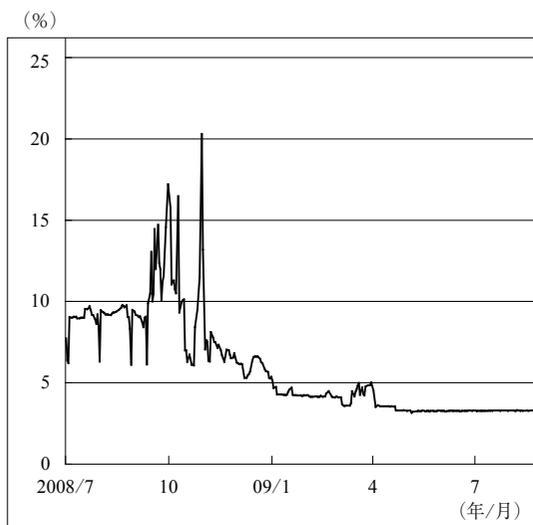
いといってよく、その間の経済成長を勘案すればルピーは割安になっている可能性があるといえよう。

## 2. 準備銀行による流動性調節

### (1) リーマン・ショックに伴う流動性の縮小

すでにみたように、2008年入り後、株式市場への資本流入や対外商業借り入れが大幅に減少したが、同年半ば以降、世界的なドル不足からドル調達金利が急上昇し、資金調達の困難さはさらに増した。このような資本流入の減少に、原油価格の上昇を主因とした輸入の増加による経常収支赤字の拡大が加わり、国際収支全体が悪化してルピーの急速な減価を招いた。これを受けて6月以降、準備銀行が大規模なドル売り介入を実施したため、外貨準備は急減した。

図表25 銀行間翌日物金利（オファー・レート）の推移



(資料) CEICデータベース

国際金融市場の混乱は国内金融市場にも波及し、リーマン・ブラザーズが破綻した9月半ば以降、国内の流動性不足に起因して短期金利が急上昇した(図表25)。この背景には、8月まで金融引き締めが実施されていたこと、ドル売り介入の実施に伴い市中から多額のルピーが吸収されたこと、海外から資金を調達していた企業が国内銀行からの借りに切り替えたこと、などがある(注19)。短期金利は10月後半にも急上昇したが、これは銀行部門における短期流動性不足が解消しなかったためである。

## (2) 準備銀行による流動性供給強化策

準備銀行は、国内の流動性危機にきめ細かく対応した(図表26)。第1に、預金準備率(CRR: Cash Reserve Ratio)を9.0%から5.0%

に段階的に引き下げた。また、法定流動性比率(SLR: Statutory Liquidity Ratio)を25%から24%に引き下げ、銀行が保有する国債の中でレポ取引に利用出来る金額を増やした。その他にも、多様な流動性供給強化策を実施している。第2に、投資ブームや原油価格の上昇に対応して2004年から続けられてきた金融引き締め政策を緩和に転換し、政策金利であるレポ・レートおよびリバース・レポ・レートを引き下げた。リバース・レポ・レートの引き下げは約5年ぶりである。8月現在、レポ・レートは9.0%から歴史的な低水準である4.75%に、リバース・レポ・レートは6.0%から3.25%に低下している。第3に、多様な資本流入促進措置をとった(非居住インド人預金金利の引き上げ、2007年に実施された対外商業借り入れの流入規制の廃止、海外機関投資家の債券投資枠の拡大、株式市場における参加証書関連規制の廃止など)。第4に、伸び悩む輸出を下支えするため、優遇的な輸出信用制度を拡大した。

これらの対策により、10月、11月の2カ月間に1兆3,543億ルピーの流動性が供給された結果、短期金融市場の機能は次第に正常化した(注20)。11月上旬以降、短期金利は落ち着きを取り戻している。

インドでは、流動性調節の仕組みの整備が進んでいる。金融政策の重点が預金準備率変更などの直接的な手段から間接的手段(国債の売買およびレポ取引を用いた公開市場操作に

図表26 インド準備銀行による2008年9月以降の主な政策対応

1. レボ・レート、リバース・レボ・レートの引き下げ	
10月20日	9.0%→8.0% (レボ・レート)
11月 1日	8.0%→7.5% (レボ・レート)
12月 6日	7.5%→6.5% (レボ・レート)    6.0%→5.0% (リバース・レボ・レート)
1月 2日	6.5%→5.5% (レボ・レート)    5.0%→4.0% (リバース・レボ・レート)
3月 4日	5.5%→5.0% (レボ・レート)    4.0%→3.5% (リバース・レボ・レート)
4月20日	5.0%→4.75% (レボ・レート)    3.5%→3.25% (リバース・レボ・レート)
2. 預金準備率 (CRR) の引き下げ	
10月 6日	9.0%→8.5%
10月10日	8.5%→7.5%
10月15日	7.5%→6.5%
11月 1日	6.5%→5.5%
1月 2日	5.5%→5.0%
3. 流動性供給の強化	
9月16日	法定流動性比率 (SLR) を1%引き下げ (25%→24%)、レボ枠を拡大。
9月16日	第2LAF (夕方実施) を当面経常的に実施することを表明。
10月14日	14日間の特別レボ枠2,000億ルピー相当を設定。当面、毎日実施。
10月15日	投資信託用の流動性供給枠 (SLRの0.5%相当) を設定。
11月 1日	市場安定化スキーム (MSS) の下で発行された国債の買戻し実施を表明。
11月 1日	新たな流動性供給制度 (special refinance facility) を設定。
11月 7日	海外に支店を有する銀行へのスワップによる外貨流動性の供給を表明。
11月15日	輸出信用の優遇措置の拡大などを実施。
12月11日	輸出入銀行に500億ルピー相当のリファイナンス・ファシリティを設定。
4. 対外商業借り入れ (ECB) 規制の変更による資本流入の促進	
9月22日	インフラ部門の上限1億ドル (事前認可要) を5億ドルに引き上げ。
10月22日	全部門の上限を5億ドルに戻す (事前認可不要)。

(注) 対外商業借り入れの上限は2007年8月に全部門で5億ドル (事前認可不要) から2,000万ドル (事前認可要) に引き下げられたが、2008年5月に5,000万ドル (インフラ部門は1億ドル、いずれも事前認可要) に引き上げられていた。

(資料) インド準備銀行

よる流動性調節)に移行し、政策金利の重要性が高まる中、政策運営の枠組みを確立するため、2000年6月に流動性調節ファシリティ (LAF: Liquidity Adjustment Facility) が創設された。

また、準備銀行による債券発行が準備銀行法により禁じられているため、不胎化は国債

の売買およびレボ取引による公開市場操作が主な手段となっている。そのためにLAFが用いられていたが、公開市場操作に必要な国債が慢性的に不足していたことなどから、2004年4月、市場安定化スキーム (MSS: Market Stabilization Scheme) が新たに作られ、当該スキームにおける発行残高に上限を設けた上

で、不胎化を目的とした国債発行を実施することとなった（注21）。これにより不胎化政策に伴うコストは政府が負担することになるため、準備銀行による流動性調節の自由度は大幅に高まった。

以上の結果、現在、流動性調節は主にLAF、MSS、CRRによって行われている（注22）。LAFはオーバーナイトなどの短期的な調節に、MSSは中期的な調節に用いられる。昨年9月以降に実施された流動性供給の強化策は、これらのスキームを前提として新たな制度を付け加えたものといえる。

9月半ばに政策転換した後は、ドルとルピーの流動性を十分に供給することと生産的な部門への信用供給を維持することを目的に、金融緩和政策が継続されている。そのために多様な手段が用いられているが、日常の流動性調節においては、公開市場操作やMSSにおける債券の買い戻しなどにより、準備銀行の国内資産（Net Domestic Assets）の増加が図られている。すなわち、外貨準備残高の減少による対外資産（Net Foreign Assets）の減少を、これによって補完していることになる。準備銀行によれば、9月半ば以降7月までに実施したすべての政策による流動性供給額は、SLRの引き下げにより作り出された4,000億ルピーを含めると約6兆170億ルピーとなっている（注23）（図表27）。

このような流動性供給の結果、短期市場金利（コール金利、レポ金利などの加重平均）

図表27 2008年9月以降の流動性供給  
（2009年7月時点）

(10億ルピー)

手段	金額
1. CRRの引き下げ	1,600
2. MSSにおける国債の買い戻し・償還など	1,555
3. 公開市場操作	801
4. ターム・レポ	600
5. 輸出信用のリファイナンス	266
6. 商業銀行に対する特別リファイナンス	385
7. 政策金融機関に対するリファイナンス	160
8. ノンバンクに対する流動性供給	250
9. SLRの引き下げ	400
合計	6,017

（資料）Reserve Bank of India [2009d]

は昨年9月の9.3%から4月には2.8%に低下した。昨年9月には当時のレポ・レート近辺にあった金利が4月には当時のリバース・レポ・レート近辺まで低下したことになり、これは流動性供給が十分に行われていることを示すものといえる。また、日常のLAFのオペレーションにおいて銀行が運用側（リバース・レポ取引）に回っており、8月現在、運用金額は1兆4,000億ルピー程度に達している。

さらに、後述するように、預金の新規受け入れ額が貸し出しの増加額を上回っていることも、銀行の手元流動性の増加に寄与している。そのため、最優遇金利以下の金利での貸し出しが増えるとともに、銀行による国債投資が拡大している。

リザーブマネーの伸び率（CRR引き下げ調整後（注24））は、2009年3月末に前年比19.0%増と、2008年3月末の同25.3%増に比較するとやや低下しているものの、流動性調

図表28 マネーの年間伸び率

	(%)	
	2007年度	08年度
リザーブマネー	31.0	6.4
リザーブマネー (CRR変更調整後)	25.3	19.0
M3	21.2	18.4
貨幣乗数	4.33	4.82

(資料) Reserve Bank of India [2009b]

節はおおむね有効に機能しているといえよう(図表28)。

なお、流動性調節のオペレーションにおいては、金融政策の実施と政府債務の管理が円滑な連携の下に行われなければならない。そのため、準備銀行は公的債務管理の機能も担っている。

### (3) 資本取引規制の変更

97年のアジア通貨危機以降、インドは資本取引の自由化に対して慎重な姿勢を維持しており、現在も多くの資本取引規制が残されている。近年、資本流入の増加を背景に、資本流出規制の緩和を中心とした自由化が少しずつ進められてきたが、世界金融危機の深刻化に伴う外貨流動性の縮小に際し、準備銀行は為替市場介入などによる外貨の供給に加えて、資本流入を促進する規制変更を実施している。

第1に、非居住インド人預金(外貨建て、ルピー建てとも)の上限金利が、9月後半から11月にかけて段階的に合計1.75%引き上げられた。第2に、系統的に重要と判断されるノンバンク金融機関(住宅ローン会社な

どを含む)が、短期の外貨建て借入を限定的に行うことが許可された。

第3に、対外商業借入に関する規制変更が実施された。もともと対外商業借入は、期間(最低3年、金額が大きい場合は5年または7年)、資金用途(インフラや製造業向けを重視する一方、不動産や資本市場関連は禁止)、返済コスト(支払金利に上限を設定)、借入金額(1件当たりの上限と全体の年間の上限額を設定、後者は年々増加)などについて制限が設けられている。従来は5億ドルまで事前認可不要(automatic route)で借入ることが出来たが、2007年8月に1社あたり年間2,000万ドルを超える借入の代わり金を国内に持ち込むことが禁止され、また2,000万ドル以内でも、ルピーに交換する場合には準備銀行の事前認可を要する(approval route)こととなった。

しかし、上限額は2008年5月に5,000万ドル(インフラ部門は1億ドル)に引き上げられ、さらに9月から10月にかけて全部門で5億ドル(事前認可不要)に戻された。期間、返済コスト、資金用途に関しても、多くの規制緩和が実施されている(注25)。

このほか、証券取引委員会(SEBI)により海外機関投資家の債券投資枠が2008年6月から2009年1月にかけて段階的に拡大され、国債は32億ドルから60億ドルに、社債は15億ドルから150億ドルになった。また、株式市場への資本流入を規制するために設けられた

参加証書 (Participatory Notes) に関する規制が廃止された (注26)。

#### (4) 金融緩和政策とマネーサプライおよび信用の動向

インドの金融政策は、物価の安定と生産的な産業への適切な資金供給を目的としている。運営方法としてマネーサプライ (M3) の調整を中心とする枠組みが採用されていたが、経済の構造変化に伴って見直され、98年度以降、多くの経済指標を参照することにより政策運営がなされるようになった。準備銀行の説明によれば、金融政策の枠組みは、インフレ率、マネーサプライ、信用、経済活動などの予測に基づいたbroad-based multiple-indicator approachである。

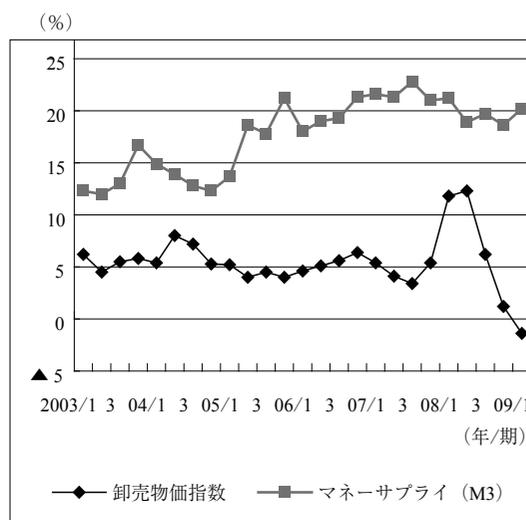
昨年9月以降、物価の安定と経済成長に加えて、金融システムの安定性の維持が金融政策の重要な目標となっている。そのために金融緩和政策が続けられており、現在も基本的なスタンスに変更はない。準備銀行としては、景気刺激策を継続して9%成長回復への道を探るとともに、①中小企業を中心に生産的な部門への信用供給を確保すること、②予想される不良債権の増加に適切に対処し、銀行部門の健全性を維持すること、③財政支出の拡大に伴って増加する国債発行を円滑に消化するために、準備銀行が機動的な買いオペ (公開市場操作やMSSにおける買い戻し) を実施すること、④財政赤字の拡大を食い止めること、を重要課題と認識している。すでに国債

の発行増加を反映して長期金利が上昇傾向となっているが、低金利を維持して民間投資のクラウディング・アウトを防ぎ、投資の促進につなげることが求められる。

ただし、食品価格や原油価格が上昇傾向となる中で緩和的な財政金融政策を継続することは、インフレ期待の醸成につながりかねない。したがって、準備銀行は、適切な時期に迅速に緩和を終了する出口戦略を準備しておくことが必要であるとしている。

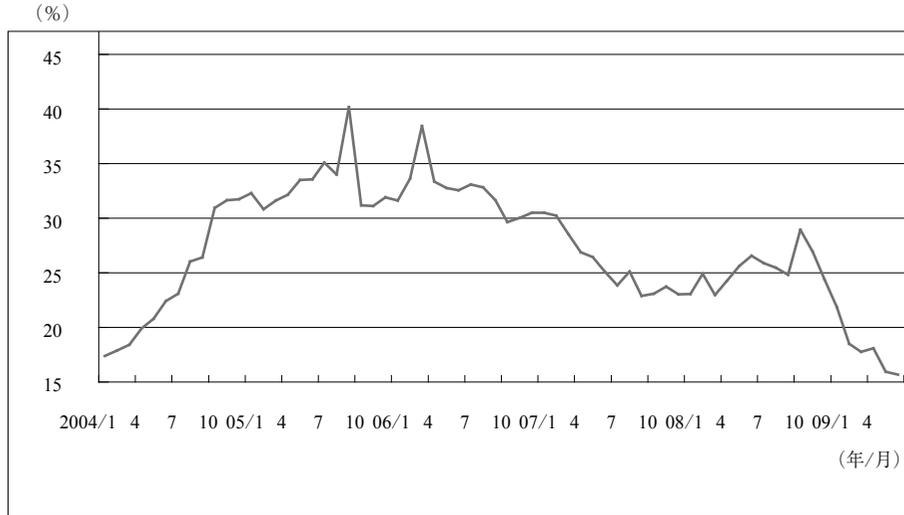
図表28にも示したように、2008年度のM3の伸び率は、前年の21.2%から18.4%と若干低下した (図表29)。その後はやや回復し、2009年7月初めの時点では、リザーブマネー (前年比16.8%増、CRR変更調整後)、M3 (同

図表29 卸売物価指数とマネーサプライの前年同期比伸び率の推移



(注) 四半期の表示は年度ベース。  
(資料) Centre for Monitoring Indian Economy

図表30 銀行信用（非食料部門）の前年同月比伸び率



(資料) CEICデータベース

20.0%増)ともほぼ前年並みの伸び率となっている。

次に、2008年度の銀行信用（非食料部門）をみると、年度前半には企業の対外借入れが難しくなったために国内信用への需要が強まり、伸び率が上昇した。11月以降は、景気減速に伴い信用需要が縮小したため、伸び率が急激に低下した（図表30）。特に、民間銀行および外国銀行の信用の伸びが大幅に低下している（図表31）。

なお、図表30から明らかなように、2009年度入り後も信用需要は回復していない。国有銀行の貸し出しがやや回復する一方で、民間銀行、外国銀行は一段と減速している（図表31）。預金に比較して貸し出しが伸び悩んでいるため、銀行の手元流動性は高水準に維持

図表31 貸し出し・預金の前年比伸び率

(%)

		2008年3月	09年3月	09年7月
国有銀行	貸し出し	22.5	20.4	21.9
	預金	22.9	24.1	26.4
民間銀行	貸し出し	19.9	10.9	4.2
	預金	19.9	8.0	6.7
外国銀行	貸し出し	28.5	4.0	▲7.1
	預金	29.1	7.8	16.4
商業銀行全体	貸し出し	22.3	17.3	16.3
	預金	22.4	19.8	21.9

(資料) Reserve Bank of India [2009b]、[2009d]

され、証券投資を積み増している。

### 3. 信用収縮および銀行部門の状況

#### (1) 企業部門の資金調達

世界金融危機の影響により、海外の信用市場が収縮するとともに内外株式市場からの資金調達が困難となった。これに伴い、国内の

流動性の縮小や銀行融資の減速などが生じ、企業の資金調達に大きな影響を与えている。

準備銀行によれば、2008年度（2009年3月期）の非金融一般企業の資金調達額は、前年比14.0%減の8.9兆円となった（図表32）。その内訳は、全体の約5割を占める銀行信用が5.3%減、約3割を占めるその他の国内資金調達が16.3%増、約2割を占める海外資金調達が48.8%減となっている。銀行信用は1月半ばまで前年比プラスを維持していたが、その後はマイナスに落ち込んだ。また、その他の国内資金調達については、株式やCP（コマーシャル・ペーパー）の発行が大幅に減少した。一方、海外資金調達の中では、直接投資が増加したのに対し、それ以外（対外商業借り入れ、ADR

やGDRの発行、対外短期借り入れ）はいずれも大幅に落ち込んだ。

2009年度入り後も、国内での株式発行や海外からの資金調達は低水準で推移しており、4～6月期の合計では前年同期比43.0%減の9,067億円となっている。

## (2) 信用収縮の実態

リーマン・ショック発生後、流動性の縮小に伴い、特に投資信託やノンバンクにおいて資金調達が困難となった。投資信託の多くは企業の資金によるものであるが、企業の手元流動性が縮小したことや株価が下落し続けたことから償還圧力が強まり、4～12月の流出額は3,043億円（前年同期は1兆2,399億円の流入）となった。企業、投資信託、ノンバンクがいずれも資金調達を銀行に依存せざるを得ない事態となり、信用収縮が発生しているという認識が高まった。とりあえず資金を確保しておこうとする動きも、資金需要を強めた。

このような混乱により、すでにみたように10月の銀行信用の伸び率は前年同月比28.9%に高まったが、その後は急速に低下した。これには、需要側と供給側の要因が作用していると考えられる。需要側の要因としては、景気の減速、国際商品価格や原材料価格の低下に伴う運転資金需要の減少、貸出金利の高止まりなどが指摘出来る。一方、供給側の要因としては、景気や企業収益の先行き懸念が高まったことによる銀行のリスク回避があげら

図表32 民間部門への資金フロー

(10億円)

	2007年度	08年度	増減率
非食料部門銀行信用	4,448	4,211	▲5.3
(その他国内)	2,552	2,967	16.3
非金融企業の株式発行	515	142	▲72.4
非金融企業の債券発行	682	762	11.7
CP発行	107	56	▲47.7
住宅金融会社による融資	418	266	▲36.4
ノンバンク融資等	830	1,741	109.8
(海外)	3,324	1,702	▲48.8
対外商業借り入れ	912	380	▲58.3
非金融企業のADR、GDR発行	349	48	▲86.2
対外短期借り入れ	689	▲312	▲145.3
直接投資	1,374	1,586	15.4
合計	10,325	8,880	▲14.0

(資料) Reserve Bank of India [2009d]

れる。

このようにいわゆる「貸し渋り」は企業全般に対して発生したが、次第に中小企業を中心とした信用力の低い借り手に対する限定的なものとなっている（注27）。特に、2009年3月の決算期を越えた後は、銀行は従来に比べれば積極的な融資姿勢に転換しており、優良企業を選択して貸し付けている。準備銀行は市中銀行に対し、貸出金利を引き下げて積極的に貸し出しを行うよう、たびたび求めている。ただし、景気回復が本格化していない現状では企業側に資金需要が乏しいこと、企業が貸出金利の一段の低下を期待していることなどから融資が増えない面も大きい。

預金・貸出金利の状況を見ると、準備銀行の貸出金利であるレポ・レートが4.25%低下したにもかかわらず、銀行の最優遇貸出金利（BPLR：Bank Prime Lending Rates）は十分に低下していない（図表33）。2008年10月から2009年7月までに、国有銀行27行すべてが平均約2%貸出金利を引き下げたが、民間銀行

図表33 預金・貸出金利の引き下げ幅  
(2008年10月－2009年7月)

(bps)

	預金金利	最優遇貸出金利 (BPLR)	BPLR引き下げ 幅の平均値	BPLRを引き下 げた銀行数
国有銀行	125－325	125－275	193.5	27/27
民間銀行	100－375	100－125	98.9	20/22
外国銀行	125－300	125	64.3	14/28

(注1) BPLR：Bank Prime Lending Rate の略。

(注2) 外国銀行の金利の変更範囲（左側の2つのコラム）は、主要5行のみについての数字。

(資料) Reserve Bank of India [2009d]

では22行中20行が平均約1%、外国銀行では28行中14行が平均約0.6%引き下げたにとどまっている。この点で、金融政策のトランスミッション・メカニズムに問題があるといえよう。

ただし、手元流動性が豊富な一方で資金需要がないため、銀行は優先部門貸し出しを中心に貸し出しの約3分の2を最優遇金利よりも低い金利で行っており、実質的な平均貸出金利は2008年3月の12.3%から2009年3月には11.1%に低下したという。2009年度入り後は、さらに低下したとみられる。このように、最優遇金利が貸出金利の上限になるという現象が生じている。

いずれにせよ、政策金利に対して貸出金利が高水準にとどまっていることは間違いない。その間にインフレ率が大幅に低下したことを考慮すれば、実質貸出金利は低下していないと考えられる（注28）。

なお、市中金利が下がりにくいことには、構造的な要因もある。第1に、個人向け少額貯蓄の金利が規制されており、これとの競争の観点から銀行は預金金利を下げにくい。第2に、金利低下局面では、銀行が預金者に配慮して預金金利を維持する傾向が強い。第3に、優先部門への譲許的な金利の存在が、貸出金利を硬直的にする傾向がある。第4に、国債発行の増加が金利低下期待を妨げている。

### (3) 世界金融危機の銀行部門への影響

インドの銀行部門の健全性は、世界金融危

機の影響をほとんど受けていない。その要因として、以下のことが考えられる（注29）。

第1に、アメリカのサブプライム市場に関連した商品をほとんど保有していなかったことである。Mohan [2008a] の記述によれば、2007年9月に準備銀行が実施した調査の結果、インドの銀行はアメリカのサブプライム市場に対する直接のエクスポージャーを一切保有していなかった。ごく一部の銀行が、これに関連した原資産を含むCDOに投資していたにとどまる。また、リーマン・ブラザーズが破綻した際、同社に関連したポジションを保有する銀行が14行あったが、大半は倒産の範囲に含まれない子会社に対するものであり、リーマン・ブラザーズ本体に対するポジションは少なく、また適切な引き当てが行われていた。

第2に、銀行部門において外国銀行のウェイトが低いことである。2008年3月末の外国銀行の資産は約3.6兆ルピーと、商業銀行全体（43.3兆ルピー）の8.4%にとどまっていた。世界の流動性の変化と途上国への国際銀行融資額の間には、有意な関係がある。今回の危機においても、欧米銀行の手元流動性や資本の悪化に伴い、途上国からの資金の引き揚げが生じており、それはインドも例外ではない。このように、外国銀行のウェイトと危機の影響の大きさには密接な関係がある（注30）。

一方、2008年3月末の商業銀行資産における国有銀行、民間銀行の割合はそれぞれ

69.9%、21.7%となっており、国有銀行のウェイトが高いことがインドの特徴である。銀行部門が危機の波及を免れた重要な要因の一つは、国有銀行には暗黙の保証があるとみなされたことである。インドで銀行が国有であることは、①イノベーションに対し保守的、②政治的圧力を受けやすい、③銀行合併が起こらない、などネガティブな面の方が大きいですが、危機への対応という意味では有利に作用している。これはいわば質への逃避であり、図表31でみたように預金が国有銀行に集中する傾向がみられる（注31）。

第3に、銀行部門が健全性を維持してきたことである（図表34）。準備銀行に設置された金融部門評価委員会（CFSA：Committee on Financial Sector Assessment）が行ったストレス・テストでも、信用の質、金利、流動性などの潜在的な変化に対して、銀行部門は強固である。

その背景としては、準備銀行が健全性規制

図表34 銀行部門の健全性指標

(%)

	2004年度	05年度	06年度	07年度
リスクウェイト調整後自己資本比率	12.8	12.3	12.3	13.0
うちTier1	8.4	9.3	8.3	9.1
総資産に対する不良債権比率	0.9	0.7	0.6	0.6
総資産に対する純利益	0.9	0.9	0.9	1.0
総資産に対するネット金利マージン	2.8	2.8	2.6	2.3

（注）自己資本比率等は各年度末の数値。  
（資料）Mohan [2009]

を強化してきたことが重要である（注32）。2004年度以降、銀行信用が前年比30%前後の高い伸びを維持する中で、不動産融資、住宅ローン、消費者ローンなどを中心に、引当金規制の強化やリスクウェイトの引き上げが予防的に実施された。これらの規制は危機発生後に一部緩和されているが、準備銀行はこれを機動的引き当て（dynamic provisioning）と呼んでいる。これは、現在国際的に議論が高まっているカウンター・シクリカル（反循環的）な規制の一種といえる。準備銀行は、インドの金融規制は国際的な議論を先取りしていると述べている。

そのほか、過去5～6年の間に、①銀行間短期金融市場における取引額の制限やALMガイドラインの導入などの流動性リスクに関する規制強化、②オフバランス商品のリスク管理やバーゼルⅡの導入（2009年3月までにすべての商業銀行について完了した）などの自己資本比率に関する規制強化、③ノンバンク金融機関に対する規制強化、などが実施された。

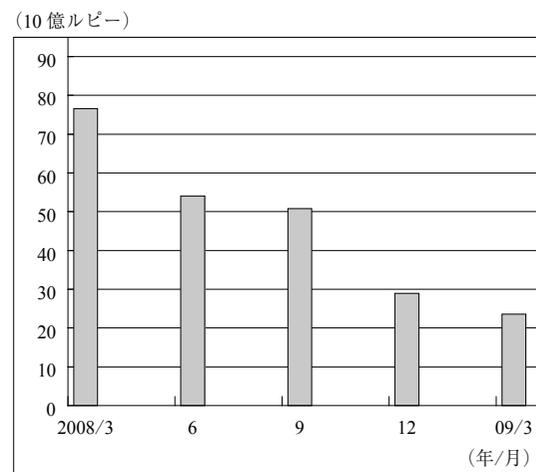
さらに、法定流動性比率（SLR）規制が存在するために国債投資の比率が高いことも、銀行資産の安全性を高めている。リーマン・ショック以降、国債金利は短期を中心に大幅に低下しており、その中で銀行がトレーディングを増やしたこともあって、国債の保有が銀行収益の増加にもつながっている。

第4に、資本取引規制が維持されてきたこ

とである。特に、対外商業借り入れや債券投資などの債務性取引に関して慎重に対処していることが、世界金融危機の波及を抑制することに一定の効果を発揮したと考えられる。銀行部門による対外借り入れは、Tier1資本の25%か1,000万ドルのいずれか大きい金額が上限とされている（輸出金融に関する借り入れおよび劣後債についてはこの限りでない）。

インドの対外債務残高は、経済規模に比較してそれほど大きくはない。そのうち、短期対外銀行借り入れは2008年3月に766億ルピーと、商業銀行の総資産43.3兆ルピーの0.2%弱にとどまっている（図表35）。世界金融危機の発生に伴ってその残高は減少しているが、それによる影響はほとんどないであろう。なお、国有銀行、民間銀行、外国銀行の総資産に対する預金残高の比率はそれぞれ

図表35 商業銀行の短期対外債務の推移



(資料) インド準備銀行

81.2%、71.8%、52.5%、借り入れの比率は5.0%、9.3%、18.6%となっており、国有銀行の流動性リスクが最も低い。

#### 4. 財政政策の実施

##### (1) 景気刺激策の実施

ここで、危機対策の一つである財政政策についてみておく。2004年に財政責任法が成立し、赤字削減努力が強化された結果、2008年度予算における財政赤字の対GDP比率は中央政府が2.5%、州政府が2.1%となった。しかし、中央政府赤字は、景気減速に伴う税収減、補助金や防衛費支出の拡大、景気刺激策の実施などを背景に急拡大した。政府は、食糧、肥料、石油などに補助金を付与しているが、その一部は石油債券（oil bonds）などの発行により調達している。実質的には補助金支出の先送りであるが、当面の現金支出を伴わないため予算外で処理されており、2008年度の発行額は前年比で急増している。また、2008年度予算とともに農民の借入債務6,000億ルピーの免除や所得税、物品税の減税措置などが表明されたが、当初予算には計上されていない。さらに、公務員の給与引き上げも実施されている。

金融緩和政策がとられる一方、財政による景気刺激策として、昨年12月に以下の政策が発表された。①年度内支出を最大2,000億ルピー追加する。②段階的な物品税率を各4%引き下げる。③労働集約産業（繊維、皮革、

宝石など）や中小企業への輸出信用に対し2%の利子補給を行う（2009年3月末まで、最低金利7%。その後、9月末まで延長）。

④繊維産業に対し、別途140億ルピーの支援を実施する。⑤インフラ整備を支援するため、インフラ開発金融公社（IIFCL）に対し1,000億ルピーの債券発行を認可する。

1月には、第2弾の政策が発表された。①セメント等の輸入関税を復活する一方、繊維等の輸出業者への税還付を拡大する。②IIFCLの債券発行額を3,000億ルピー上乗せする。③各州政府に、それぞれのGDPの0.5%相当の借り入れを認める。

さらに、2月25日には、10%の物品税を8%に引き下げ、12%のサービス税を10%に引き下げるなどの政策が発表された。これらは、年間3,000億ルピーの税収減に相当する。

##### (2) 2009年度予算の発表

下院総選挙のために持ち越しとなっていた政府の本予算が7月6日に発表された。2008年度には3度にわたり計1兆8,600億ルピー（名目GDP比3.5%）の景気刺激策が実施され、財政赤字の対GDP比率は前年度の▲2.7%から▲6.0%に拡大した（図表36）。2009年度も景気回復を後押しするために支出拡大や減税が継続される予定であり、財政赤字の対GDP比率は▲6.8%に達することが見込まれている。このため、予算発表直後には株価が6%近く下落した。これに加えて、州政府の財政赤字がGDPの約3.5%、政府が発行して石油

図表36 中央政府の財政収支の推移

(10億ルピー)

	2003年度	04年度	05年度	06年度	07年度	08年度①	08年度②	09年度
歳入	3,479	3,725	3,597	4,408	5,858	6,176	5,744	6,198
經常収入	2,638	3,060	3,475	4,344	5,419	6,029	5,622	6,145
税金	1,870	2,248	2,703	3,512	4,395	5,072	4,660	4,742
その他	768	812	772	832	1,023	958	962	1,403
資本収入	841	665	122	64	439	147	122	53
歳出	4,712	4,983	5,061	5,834	7,127	7,509	9,009	10,208
經常支出	3,621	3,843	4,398	5,146	5,944	6,581	8,034	8,972
うち利払い	1,241	1,269	1,326	1,503	1,710	1,908	1,927	2,255
資本支出	1,091	1,139	664	688	1,182	928	975	1,236
財政収支	▲1,233	▲1,258	▲1,464	▲1,426	▲1,269	▲1,333	▲3,265	▲4,010
対GDP比率	▲4.5	▲4.0	▲4.1	▲3.5	▲2.7	▲2.5	▲6.0	▲6.8

(注) 2008年度①は当初予算ベース、②は2009年2月修正ベース。  
(資料) インド財務省

企業に無償交付する石油債券など予算計上されない赤字が約0.5%とみられ、これらを合計すると11%前後に達することになる。

予算に示された政策目的は、①出来るだけ早い時期に第11次5カ年計画の目標である9%台の経済成長軌道に復帰すること、②経済成長と同時に貧困層の生活水準を引き上げること (inclusive growth)、③行政サービスの実施メカニズムを改善すること、である。具体的には、インフラ整備や農業・輸出産業支援、多様な社会政策の実施などが重点課題となる。IIFCLを中心に資金調達の仕組みを改善するほか、物流インフラやエネルギーなどの分野に対する予算が大幅に増額される。また、農民への債務免除が今後3年かけて実施される。これらの内容は、従来以上に消費者の生活向上を重視したものと見えよう。一方、中期的には赤字の縮小が極めて重要と認

識されており、石油、肥料、食糧などの補助金の削減や税制改革、公共企業株式の売却 (disinvestment programs) などが実施される見込みである。

### (3) 今後の見通し

昨年度に決定された公務員の給与引き上げや農民への債務免除は今年度以降の支出を含むものであり、また、国債の発行増加に伴う利払費用の増大や国防費の拡大も見込まれる。こうした中で、赤字額見込みは比較的慎重なものとして評価されており、上記の株式売却などが進めば予算ベースより縮小する可能性もある。一方、今年度の政府の実質GDP成長率見通しは7.0%であるが、景気回復が予想よりも遅れるようであれば、前年度に伸び悩んだ税収が一段と落ち込むとともに追加の景気刺激策が必要になることも考えられ、財政赤字の動向は予断を許さない。

赤字の拡大は流動性の逼迫や長期金利の上昇をもたらしかねず、また、ソブリン格付けの引き下げにつながる懸念もある。政府には、インフラ整備等の重要支出への資金配分を確保するなど、赤字を抑制しつつ経済成長を促進する手腕が求められよう。なお、来年度以降の長期的な財政政策のスタンスについては、年内に政府が発行する報告書の中で示される予定である。

- (注13) 資本取引規制が存在するため、為替先物の裁定は十分に働いていないが、現物市場の効率性はかなり向上している。
- (注14) Ministry of Finance, Government of India [2009] によれば、外貨準備はドルのほかユーロ、英国ポンド、豪ドルなどで保有されており、2008年度にドルはこれらの通貨に対し、それぞれ19.3%、38.8%、32.6%増価した。
- (注15) 2009年3月末には、当初の満期が1年以内の短期債務494億ドルに加え、残存期間が1年以内となった長期債務439億ドルが存在するが、そのうち321億ドルは非居住インド人預金であり、これは経験上、流出の可能性が少ないとされる。しかし、厳密には短期対外債務に対する倍率は約2.7倍といえよう。
- (注16) なお、月次輸入額に対する倍率は、同期間に14.4カ月分から10.3カ月分に低下した。また、対外債務全体に対する倍率は、1.4倍から1.1倍に低下した。
- (注17) Reserve Bank of India [2007] による。為替レートのボラティリティは、アジア通貨危機の終息や外国為替市場の成熟に伴って低下したが、2001年以降、再び上昇傾向にある。
- (注18) 今後、中国の為替制度がさらに自由化すれば、インドの為替政策も柔軟性を増すであろうという意見もある。(2009年7月のデリー、ムンバイでのヒアリングによる。)
- (注19) 流動性の縮小は、資本流入の減少およびドル売り介入の実施などから、リーマン・ショックより前に始まっていた。
- (注20) 2007年度には、預金準備率の引き上げを含む流動性調節により、1兆1,774億ルピーが吸収されていた。
- (注21) MSSでは、短期債(3カ月、6カ月、1年)、長期債のいずれも発行出来る。国債発行により市場から吸収された資金は、他の資金と分離してスキームの中で管理され、MSSの下で発行された国債の償還のみに用いられる。
- (注22) 不胎化政策のコストは、LAFによる場合は準備銀行、MSSIによる場合は中央政府、CRRによる場合は市中銀行が負担することになる。
- (注23) 多くの場合、銀行はSLRで定められた比率よりも多くの国債を保有しているため、SLRの引き下げによる流動性

増加額は、実際には4,000億ルピーよりも小さい。

- (注24) CRRの引き下げは、市中銀行が準備銀行に置かなければならない準備金を減らすため、リザーブマネーを減らす効果がある。一方、これによって貨幣乗数が上昇するため、M3はラグを置いて拡大する。引き下げ当初の緩和効果は強力であるが、すべての効果が表れるまでには4~6カ月を要する。
- (注25) 2008年5月以降の規制緩和に関しては、Ministry of Finance, Government of India [2009] (135ページのBox6.4)を参照。
- (注26) 参加証書は、海外機関投資家が自らに資金を提供する顧客のためにインド株式を裏付けに発行することを認められた証書であり、海外機関投資家として登録していない投資家による利用が拡大してきた。ヘッジファンドによる短期的な投資に利用されているとの指摘などもあり、2007年10月に参加証書の発行に関する規制が強化されたが、2008年10月、株価の下落に伴い発行が激減したためという理由で、この規制は廃止された。
- (注27) 以下の記述の一部は、2009年7月のデリー、ムンバイでのヒアリングによる。中小企業はもともと海外からの借り入れが難しいこともあり、依然資金調達に難しい状況にある。
- (注28) ただし、卸売物価指数と消費者物価指数の動きが異なっていることに注意が必要である。Reserve Bank of India [2009b] は、インフレ率を4.0~4.5%程度とみても実質貸出金利は高過ぎると述べている。
- (注29) 以下の記述の一部は、2009年7月のデリー、ムンバイでのヒアリングによる。
- (注30) 外国銀行の資産の比率が80%を超える国は、中南米(メキシコ、ペルー)、アフリカ(マダガスカル、ウガンダなど)、中東欧(ハンガリー、アルバニア、リトアニア、クロアチア、マケドニアなど)に多い。
- (注31) 7月に行われた予算発表のスピーチで、財務大臣は「69年に銀行を国有化したインディラ・ガンジーの大胆な決断がこれほど賢く先見の明があるものと(wise and visionary)映ったことはかつてない」と絶賛した。また、世界金融危機の深刻化を受け、2009年に予定されていた外国銀行に対する一段の市場開放措置は一時棚上げとなった。
- (注32) 以下の記述は、主にMohan [2009] による。

## Ⅳ. インドの政策対応に関する今後の課題

### 1. 資本取引規制の方向性

今般の世界金融危機の経験から、途上国が

資本フローに対処する方法の重要性が再認識されたといえよう。そこで、資本取引規制の方向性について検討する。

インドでは、90年代の金融自由化の過程で資本取引の完全自由化の方針が示されたが、97年にアジア通貨危機が発生したため、慎重姿勢に転換した。90年代初頭の国際収支危機の経験もあり、直接投資や証券投資をある程度容認する一方、相対的に不安定とみられる借り入れや債券取引に対する制限は厳しい。また、居住者による資本流出に対する規制は、流入に比較してさらに厳しい。非居住インド人とそれ以外で取り扱いが区別されていることも特徴的である。

2006年には、準備銀行に設けられた資本取引自由化委員会（the Committee on Fuller Capital Account Convertibility）が報告書を提出した。これは、2006年度から2010年度にかけての段階的な資本取引自由化の具体策を示したものである（注33）。非居住インド人の特別扱いの廃止、外貨集中義務の段階的な緩和、資本流出の漸進的な自由化、などを主な内容としている。併せて、自由化に伴う通貨危機発生リスクを軽減するため、財政赤字の削減、為替レートの適正水準の維持、銀行部門のリスク管理の強化、機関投資家の育成などを求めている。

これに基づき、2007年までの資本流入増加の局面では、資本流出規制の緩和や一時的な資本流入規制の導入が実施された。準備銀行

は、資本流入の抑制による流動性管理をきわめて重要な政策課題ととらえた上で、一時的な資本流入規制を導入する根拠として、①資本流入増加の要因に、国際金融市場の動向など一時的なものが含まれていること、②資本流出規制を緩和しても流出額がすぐには増えないこと、をあげている。その後の世界金融危機の深刻化に伴う急激な資本流出をみると、資本流入の増加が一時的であるとする判断は正しかったといえる。

これに続く2008年以降の資本流出の局面では、すでにみた通り資本流入規制の緩和が実施されているが、同時に長期的なスタンスからの自由化も継続されており、対内直接投資に関する規制緩和が着実に進められているほか、対外投資に関する規制緩和も進んでいる。①投資信託による対外投資額の上限は、2007年9月に40億ドルから50億ドルとなった後、2008年4月に70億ドルに引き上げられた。一部の投資信託には、海外のETFに全体で10億ドルまで投資を行うことが認められた。②企業は、エネルギーその他の天然資源分野について、自己資本の400%を超えて投資することが認められた。③2009年7月には、一定の条件を満たす海外企業によるIDR（Indian Depository Receipts）の発行が可能となった。

資本取引の自由化には、一般的に国内企業の資金調達拡大や技術移転の享受、国内金融システムの競争の促進、国内投資家の新たな投資機会の創出、などの利点がある。イン

ドの場合、投資を拡大するために今後も多くの資金が必要であり、資本流入は重要な役割を果たすであろう。一方、海外からの資金が多様なリスクを伴うことや為替金融政策の運営を複雑化させることも確かであり、国際金融情勢が激動する中、経済や金融システムが未成熟な途上国においては、自由化は緩やかに、またその前提条件の整備に努めながら進めるべきである（注34）。このような考え方は資本取引自由化の「順序の議論」と呼ばれるが、実際にはどの政策も実施に時間がかかることから、多くの政策を同時並行的に進めることになる。

インドの場合、財政収支や経常収支が赤字であるため、資本取引自由化には一層慎重でなければならない。今回の危機の前後にインドが経験した資本流入・流出の規模は、非常に大きなものであった。自国通貨レートや株価の変動の程度、外貨準備の減少幅なども、多くの東アジア諸国を上回った。さらに、銀行部門がほとんど影響を受けていないといっても、企業の資金調達額は危機前に比較して大幅に減少している。

総じて、世界金融危機の影響は大きなものであったと考えられ、また、現在もそこから完全に脱出したといえる状況ではない。今後、インドのグローバル化は一段と進むため、資本フローが实体经济や金融システムに与える影響はそれとともに強まるであろう。したがって、資本取引自由化に対する方針が持つ

重要性もさらに高まることになる。

それと同時に、自由化は資本フローの種類に応じて選択的に進めるべきである。受け入れ国の経済成長のために望ましいのは直接投資、株式投資、銀行借入の順であり、特に短期の対外借入は最も不安定である。金利が相対的に高い途上国ではこのような資金の流入を防ぐことは困難であり、これに対しては制限的に臨む必要がある。今回の危機においても、証券投資および銀行借入が不安定であることは十分に再認識されたであろう。

当局は、対外商業借入に関して一時的な規制を多用しているが、これがどこまで効果的かについては十分な検証が必要である。一般的にはこのような規制の効力は限られており、基本的、長期的な自由化戦略を明確にすることが求められる。

また、資本流出規制の緩和については、国内機関投資家の育成を前提に緩やかに進めるべきである。機関投資家の育成は国内金融システム整備の一環であり、資本流入の拡大に対して国内金融市場の安定性を高めるためにも重要である。

最後に、前提条件の整備と選択的な自由化に努めたとしても、資本流入の自由化に向かう以上、それに伴うリスクから完全に逃れることは出来ない。したがって、今回のような危機的状況に対する事後的な対処手段を準備しておくことが重要である。具体的には、①

外貨準備の積み上げ、②比較的高い預金準備率の維持、③カウンター・シクリカルな健全性規制の実施、などがあげられる。インドの場合、これらの準備がなされていたことが危機の影響をかなり軽減したといえる。

## 2. その他の課題

### (1) マクロ経済政策

資本取引規制とともに、マクロ経済政策(為替政策、財政金融政策、対外債務管理等)の運営や国内金融システムの整備をどのように実施するかが課題となる。

資本の自由な移動と金融政策の独立性を前提とすれば、為替レートは自由に変動させなければならないが、資本取引の自由化を慎重に進める現在のスタンスの下では、為替レートの変動を抑制することは可能である。ルピーが増価する局面では、市場介入に伴って外貨準備を蓄積出来る上に、このような介入は国内産業の保護という意義も有している。外貨準備を多く持つことの重要性が再認識されるとともに輸出競争力の向上が課題となっていることを考慮すれば、当面、市場介入政策を続けることに反対する理由は見つけない。

一方、ルピーが減価する局面での介入は行わざるを得ないが、外貨準備の急速な減少が通貨当局の信認の低下をもたらしかねない。そこで、このような介入の効果を最大化する手法について研究を深めることが求められ

る。どちらの方向の介入にせよ、その効果について検証することは不可欠である。また、通貨スワップ協定の締結などにより当局の信認を補強することも検討課題となろう。もちろん、将来的には為替レートの柔軟性を高めることを視野に入れるべきであり、そのためには為替ヘッジ手段の整備や労働集約産業の生産性向上などが課題となる。

金融政策に関しては、LAF、MSS、CRRなどによる流動性調節の仕組みが整備されており、今回の流動性危機の局面でも大きな破綻はきたしていない。一方、金融政策のトランスミッション・メカニズムについては改善の余地が残されており、短期金融市場、外国為替市場、国債市場などの整備を継続することが求められる。短期金融市場に関しては、ターム物の取引が拡大していないなどの問題がある。また、国債市場の整備は、財政政策を実施しやすくするためにも重要である。さらに、預金・貸出金利が政策金利の動きを十分に反映していないことが問題である。これを改善するためには、残された規制金利の廃止や銀行監督の強化を実施していかなければならない。

当面は、生産的な部門への信用供給を確保することが金融政策の最大の課題である。実体経済の回復に時間がかかる中で、降雨量の不足による農業生産の不振や原油価格の上昇がインフレ率の上昇をもたらす可能性もあり、その場合、準備銀行は難しい対応を迫ら

れることになる。

財政政策に関しては、赤字の削減が機動的な政策実施の可能性を高める。資本流入対策としての財政支出の抑制は、金利が低下傾向となること、対外債務の減少をもたらすことなど、好ましい点が多い。また、赤字の削減が経常収支赤字の減少につながることはいうまでもなく、今回のような危機の影響を軽減する意味でも重要である。

## (2) 金融部門政策

金融部門政策に関しては、銀行部門のリスク管理能力の向上や、それを支える規制監督の強化を図ることが求められる。特に、カウンター・シクリカルな健全性規制を確立強化していくことが重要である。また、先進国の金融危機の要因となった複雑な金融商品に対する規制や金融機関の関連会社に対する規制などについては、先進国の経験を参考に整備を進めなければならない。

国内金融市場に関しては、資本市場や機関投資家の育成、特に社債市場の育成が大きな課題となろう。海外からの借り入れや内外株式市場からの資金調達が難しくなり、銀行融資や社債発行の重要性が増す局面は、今後も再び訪れる可能性がある。

さらに、外国銀行の参入拡大についても、今回の経験を踏まえ、慎重なスタンスで臨まざるを得ないであろう。一方、国有銀行が銀行資産の7割を占める状況を将来も維持すべきかについては、議論を続けていく必要がある。

ろう。

(注33) この計画では、2006年度を第1段階、2007年度と2008年度を第2段階、2009年度と2010年度を第3段階としている。ただし、実際の自由化実施のペースについては、マクロ経済の状況等をよく見極めた上で決めるべきであるとしている。

(注34) Reddy [2008] は、資本取引規制が相対的に厳しい中国やインドで高成長が実現したことを指摘し、自由化を急ぐ必要がないことを強調している。

## おわりに

以上みてきたように、インドは財政赤字の削減、金融政策におけるトランスミッション・メカニズムの向上、国内金融システムの整備など多くの課題を抱えており、為替政策の柔軟化や資本取引の自由化を急ぐことは難しいと考えられる。したがって、前提条件を整備しつつ慎重に自由化を進めるべきであることを改めて強調しておきたい。

この場合の前提条件とは、広くいえば経済発展そのものである。インドでは、あらゆる政策が地域格差や貧困問題への配慮の下に実施されている。労働集約的な輸出産業や零細な小売業が保護の対象となっているのは、その一例である。したがって、これらの問題の解決に努力することは、為替金融政策や資本取引規制を先進国のそれに近づけることにもつながるといえよう。

世界金融危機の発生に伴い、途上国への資本流入の増加は一服した。しかし、その推移は先進国の金融政策と密接な関連を有しており、世界的な金融緩和が継続されれば資本流

入は再び拡大する可能性が高い。したがって、今後も資本の急激な流入・流出への対応が途上国にとって重要な課題であり続けることは疑いがない。資本取引の自由化を実現するための戦略が有する意義は、高まり続けるであろう。

#### 主要参考文献

1. 清水聡 [2007] 「拡大する中国の対外不均衡とその改善策—為替政策、金融政策の観点から—」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.7 No.27)
2. 清水聡 [2008a] 「東アジアにおける資本フローの動向と政策」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.8 No.29)
3. 清水聡 [2008b] 「インドへの資本フローと為替金融政策」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『アジア・マンスリー』Vol.8 No.91)
4. 清水聡 [2009a] 「国際金融危機とアジア諸国の政策対応」(外国為替貿易研究会『国際金融』3月1日号)
5. 清水聡 [2009b] 『アジアの域内金融協力—金融「地産地消」モデルの模索』(東洋経済新報社)
6. 清水聡 [2009c] 「インド経済の現状と見通し」(外国為替貿易研究会『国際金融』9月1日号)
7. 須川慶明 [2009] 「インド基礎レポート 第6章 国際収支と貿易・為替政策」(国際金融情報センター、1月20日)
8. Asian Development Bank [2008]. *Asia Economic Monitor*, Dec.
9. Asian Development Bank [2009a]. *Asian Development Outlook*, Mar.
10. Asian Development Bank [2009b]. "The Global Economic Crisis: Challenges for Developing Asia and ADB's Response," Apr.
11. Asian Development Bank [2009c]. *Asia Economic Monitor*, Jul.
12. Centre for Monitoring Indian Economy [2008 ~ 2009]. *Monthly Review of the Indian Economy*, various issues.
13. Committee on the Global Financial System [2009]. "Capital Flows and Emerging Market Economies," CGFS Papers No.33, BIS, Jan.
14. IMF [2008]. "India: 2007 Article IV Consultation—Staff Report," IMF Country Report No.08/51, Feb.
15. IMF [2009]. *Regional Economic Outlook, Asia and Pacific*, May.
16. Ministry of Commerce and Industry, Government of India [2009]. Speech of the Commerce and Industry Minister on the Announcement of Trade Facilitation Measures on 26<sup>th</sup> February.
17. Ministry of Finance, Government of India [2009]. *Economic Survey 2008-2009*, Jul.
18. Mohan, Rakesh [2007]. "Capital Account Liberalisation and Conduct of Monetary Policy: The Indian Experience," *RBI Bulletin*, Jul.
19. Mohan, Rakesh [2008a]. "Global Financial Crisis and Key Risks: Impact on India and Asia," *RBI Bulletin*, Nov.
20. Mohan, Rakesh [2008b]. "Capital Flows to India," in *Financial Globalisation and Emerging Market Capital Flows*, BIS Papers No.44, Dec.
21. Mohan, Rakesh [2009]. "Global Financial Crisis: Causes, Impact, Policy Responses and Lessons," *RBI Bulletin*, May.
22. Reddy, R. V. [2008]. "Management of the Capital Account in India: Some Perspectives," *RBI Bulletin*, Feb.
23. Reserve Bank of India [2006]. "Report of the Committee on Fuller Capital Account Convertibility," Jul.
24. Reserve Bank of India [2007]. *Report on Currency and Finance 2005-2006*, May
25. Reserve Bank of India [2009a]. *RBI Bulletin*, various issues.
26. Reserve Bank of India [2009b]. *Annual Policy Statement 2009-2010*, Apr.
27. Reserve Bank of India [2009c]. *Half Yearly Report on Foreign Exchange Reserves 2008-2009*, Jul.
28. Reserve Bank of India [2009d]. *Review of Monetary Policy*, Jul.
29. Reserve Bank of India [2009e]. *Annual Report 2008-2009*, Aug.