

# インドの為替・金融政策と 資本取引の自由化

調査部 環太平洋戦略研究センター  
主任研究員 清水 聡

## 1. アジアの金融システムが直面する新たなリスク

97年にアジア通貨危機が発生してから10年が経過し、通貨危機が再発する可能性は大幅に低下したが、アジアの金融システムは資本流入の増加という新たな問題に直面している。近年、中国やNIEs諸国を中心に資本流出が増加したため、ネットの流入額は伸び悩んでいるものの、グロスの流入額は90年代半ばの過去最高水準に肩を並べている。その内訳は直接投資が約4割を占めるが、証券投資も株式・債券ともに伸びており、その対GDP比率は90年代の水準を上回っている。「その他投資」では、特に韓国、中国、インドなどに対する銀行融資の流入が増加している。

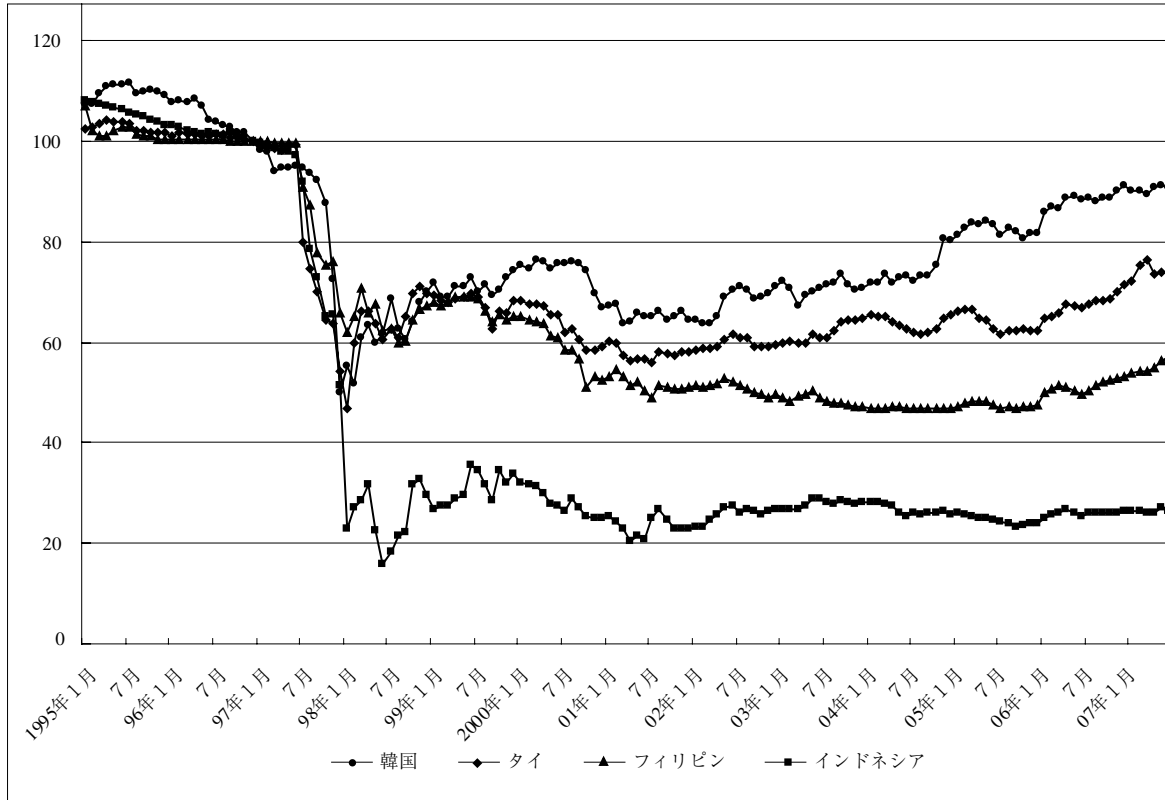
アジア諸国への資本流入が拡大している要因としては、①世界的な運用資金の増加と高利回りの追求、②先進国との金利差や通貨価値の上昇期待、③アジア諸国の良好な経済ファンダメンタルズや資本市場の成長、などがあげられる。①の背景には、機関投資家の規模の拡大がある。先進国の機関投資家の運用資産が95年の21兆ドルから2005年に

は53兆ドルに拡大する中で、同期間に世界のクロスボーダー投資の対GDP比率は約5%から14.5%に上昇した（2005年の投資額は6.4兆ドル）。特に途上国向けの投資が増加しており、たとえば途上国債券インデックスをベンチマークとするファンドの残高は、2000年の270億ドルから2006年半ばには2,300億ドルに増加した。

資本流入の増加により、韓国、タイ、フィリピンなどを中心に通貨の上昇圧力が高まっている（図表1）。通貨の一方的な下落圧力に見舞われた10年前とは事情は全く異なるが、資本フローの拡大に伴って急激な流出が発生する傾向が強まっており、各国で株価が乱高下するなどの影響が出ている。また、通貨の増価を抑制するための市場介入により各国で外貨準備が増加し、その運用が政策運営上の重要課題となっている。

以上のような動きに対しては、為替介入、金利政策、資本取引規制などによって対処することになる。為替レートの柔軟な変動を許容すれば、経済主体の為替リスクが高まることは避けられない。一方、不胎化介入を長期間継続することは、外貨準備の増加やコスト

図表1 名目為替レートの推移



(注) 1996年12月=100とする。  
 (資料) Datastream

の発生を伴う。また、資本流入規制は有効性を維持することが難しく、資本流出規制の緩和には慎重さが要求される。各国の経済状況により、これらの政策をいかに適切に組み合わせていくかがポイントとなる。

以下では、このような状況を踏まえて、インドについてこれらの政策がどのように実施されているかを検討する。

## 2. インドへの資本流入の拡大と為替レートの増価

インドでは、経常収支赤字、資本収支黒字という構図がみられる(図表2)。直接投資と証券投資の流入額の合計は、90年度の1.1億ドルから2006年度には265.3億ドルに増加した。

2006年度の実績をみると、直接投資は景気

図表2 インドの国際収支の推移

(百万ドル)

	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度
経常収支	14,083	▲ 2,470	▲ 9,186	▲ 9,609
貿易収支	▲ 13,718	▲ 33,702	▲ 51,841	▲ 64,905
輸出	66,285	85,206	105,152	127,090
輸入	80,003	118,908	156,993	191,995
サービス収支	10,144	15,426	23,881	32,727
所得収支	▲ 4,505	▲ 4,979	▲ 5,510	▲ 4,846
経常移転収支	22,162	20,785	24,284	27,415
資本収支	16,736	28,022	23,400	44,944
直接投資	2,388	3,713	4,730	8,437
証券投資	11,356	9,287	12,494	7,062
商業借り入れ	▲ 2,925	5,194	2,723	16,084
外貨準備残高	107,448	135,571	145,108	191,924

(注) 資本収支の内訳は一部の項目のみ。

(資料) インド準備銀行

の拡大や投資規制の緩和などを背景に急増した。海外企業のインドへの関心の高さが、ようやく本格的に実績に結びつき始めたといえよう。国別ではアメリカやオランダなどからの投資が多く、業種別では金融業、製造業、ITサービス業、不動産業などが中心となっている。証券投資の黒字は前年度を下回ったが、これは2006年5月に株式市場が急落し、資金流入が減少したことなどによるものであり、企業の海外でのADR（米国預託証券）発行などは好調であった。また、対外商業借り入れ（ECB: External Commercial Borrowings）は、国内での投資の活発化や輸入の拡大、国内金利の上昇などにより急増している。資本流入の拡大に伴って外貨準備も増加しており、2007年7月末の残高は2,180億ドルとなった。

インドルピーの対ドルレートは、90年代から2002年半ばまで一貫して低下した。2002年6月には1ドル=48.86ルピーとなったが、それ以降、経常収支の改善や資本流入の増加、パキスタンとの関係改善などに加え、世界的なドル安の影響を受け、緩やかな上昇に転じた（図表3）。2003年半ば以降は、43～46ルピー台の推移となった。

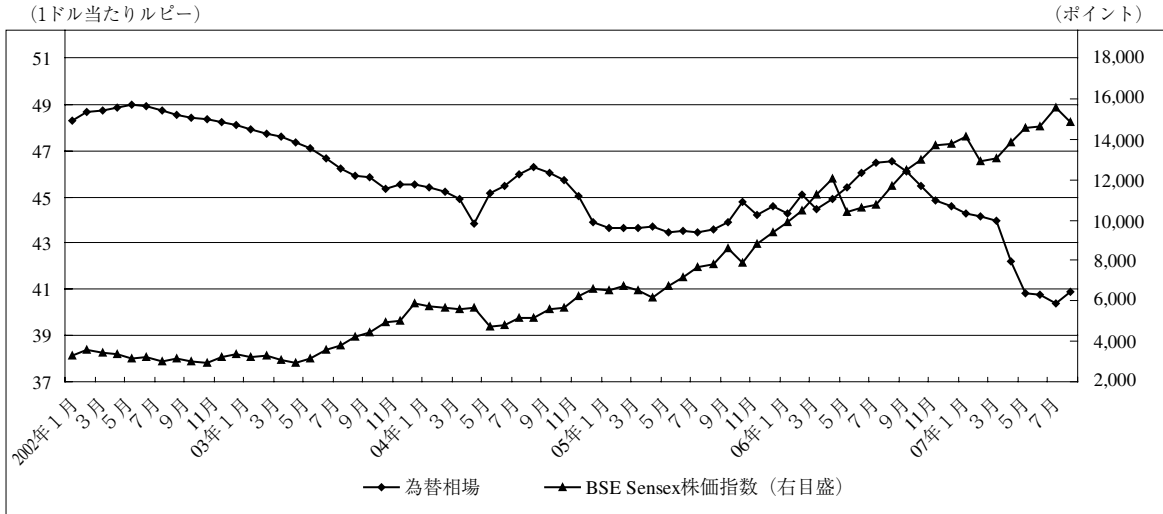
2005年秋以降、原油価格の上昇などによる経常収支の悪化、米国金利の上昇、世界的な金融市場の調整などからルピーの下落が続いた。2006年秋には資本流入の増加や原油価格の安定などにより上昇に転じ、2007年9月現在、40ルピー台で推移している。

株価は2003年から上昇傾向にあり、2003～2006年の上昇率は、それぞれ72.9%、13.1%、42.3%、46.7%となっている。2007年は、8月末現在で11.1%である。株価収益率は2007年7月の月中平均（Sensex30ベース）で21.8倍であり、過熱感はあまりない。

### 3. 為替政策

かつては、外貨不足に対する懸念から外貨流出を厳しく規制する政策がとられていたが、92年以降、対外開放の進展とともに外国為替制度の改革が進んだ。93年3月には二重為替相場制度（注1）が廃止され、市場レートへの統一が実現した。94年8月には、IMF

図表3 インドの為替レート・株価の推移



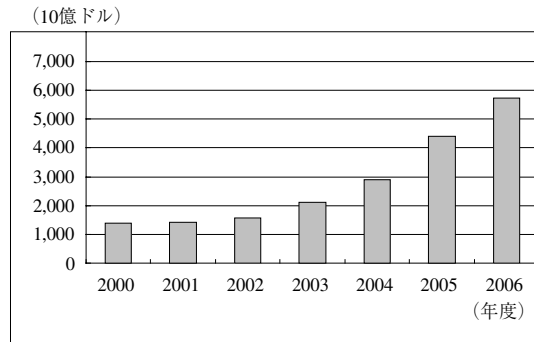
(資料) Datastream

8条国に移行した。

近年、資本取引の拡大などから外国為替市場の取引額が増加している(図表4)。売買スプレッドが縮小するなど、市場流動性も改善している。2005年度の取引額を銀行種類別にみると、政府系銀行32%、民間銀行26%、外資系銀行42%となっており、外資系の割合が高いが、96年度の59%からは低下している。BISの3年ごとの調査によれば、インド市場の2004年4月の1日当たり平均取引額は約61億ドルであり、先進国通貨、たとえば日本円の3,592億ドルには遠く及ばない(注2)。今後、経済成長や経常・資本取引の一層の拡大に伴って取引の拡大が続くと考えられるため、市場整備を継続することが重要である。

為替制度は管理変動相場制であり、必要に

図表4 インドの外国為替市場の取引額



(注) 2006年度は2007年2月まで。

(資料) インド準備銀行

応じて市場介入が実施されている。その目的は為替レートの過度のボラティリティや急激な変動の抑制であり、特定のターゲットやバンドは存在しない。介入通貨は、米ドルとユーロである。

資本流入の増加に伴って為替レートのボラティリティが増しており、市場介入はこれを抑制するのにある程度貢献しているとみられる。ただし、市場の取引額に対する介入額の割合は小さく、しかも低下している（図表5）。中央銀行が市場介入の手を緩めたことが、2006年秋以降、ルピーの上昇が加速する一因となった可能性もあろう。

外貨準備は、2002年度から増加が加速した。2007年3月末時点で、残高は輸入の12.4カ月分、短期債務残高の16.7倍、変動の激しい資本フロー（証券投資の流入額累計＋短期債務残高）の2.6倍となっている（注3）。中央銀行は、適正な残高の水準は将来に及ぶ潜在的なリスクを含めて考えるべきであり、国際的な「最後の貸し手」が存在しない以上、自由変動相場制においても外貨準備の保持は極めて重要であるとしている。現在の水準は、必ずしも過大とはみなされていないと考えられる。

図表5 インド準備銀行による為替市場介入の状況

(10億ドル、%)

	介入額	市場取引額に対する割合
2002年度	45.6	2.9
2003年度	80.4	3.8
2004年度	41.9	1.4
2005年度	22.3	0.5
2006年度	24.5	0.4

(注) 2006年度は2007年2月まで。

(資料) インド準備銀行

(注1) 輸出などによって獲得した外貨の60%を市場レート、40%を公定レートで売却する制度。

(注2) 他のアジア諸国では、香港332億ドル、韓国212億ドル、シンガポール170億ドル、台湾73億ドル、タイ35億ドルなどとなっている。また、本年9月に発表されたインド市場の2007年4月の1日当たり平均取引額は約340億ドルとなり、世界の取引額に占める割合も前回の0.3%から0.9%に上昇した。

(注3) Reserve Bank of India[2007]Report on Foreign Exchange Reserves, Jul.による。

## 4. 金融政策の枠組みと不胎化政策

経済の構造変化に伴い、マネーサプライ(M3)の調整を主な目的とする金融政策の枠組みが見直され、98年度以降、より多くの経済指標を参照して政策運営がなされるようになった(注4)。また、80年代末より、国債市場、外国為替市場などを含む金融市場の整備が進められており、金融政策の手法の拡充や有効性の改善などに貢献している。

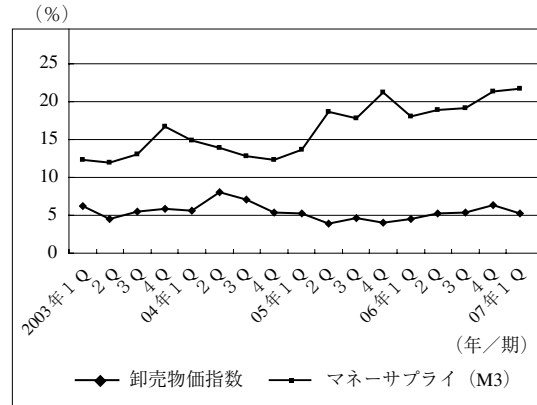
この間、政策手段としての現金準備率(CRR: Currency Reserve Ratio)への依存度は低下した。準備率は現状、6.5%となっている(注5)。これに代わり、国債の売買およびレポ取引を用いた公開市場操作による流動性調節が重要性を増している。併せて、レポ・レート、リバース・レポ・レートの変更が実施され、金利を重視する政策が行われるようになっている。財政赤字が大きいため、国債発行は金融政策と国債管理政策の双方を考慮して行う必要がある。

為替市場介入に伴い、不胎化政策が実施さ

れている。95年から2004年の平均で、介入により中央銀行が購入した外貨額の63%が不胎化された（注6）。中央銀行による債券発行が禁じられているため、国債の取引による公開市場操作がその主な手段となっている。2000年6月に流動性調節ファシリティ（LAF: Liquidity Adjustment Facility）が創設されたが、2004年4月には、公開市場操作に必要な国債の不足に対する懸念などから、新たに市場安定化スキーム（MSS: Market Stabilization Scheme）が作られ、スキームにおける国債発行額に上限を設けた上で、不胎化政策に用いられることとなった（注7）。国債発行により吸収された資金は、他の資金とは分離してスキームの中で管理される。また、不胎化政策に伴うコストは政府が負担する。これにより、中央銀行による流動性調節の自由度は高まった。一方、資本流入の増加などによって流動性が大きく変動するようになっており、その調節は難しさを増している。

不胎化政策の効果についてみると、最近、M3の伸び率が高まっているが、それによるインフレ率への影響は明確ではない（図表6）。また、M1の伸び率は2007年7月に17.0%であるが、M3のような伸び率の上昇傾向はみられない。インフレ率は金融引き締めにより抑制されており、また、信用残高の高い伸びにもかかわらず銀行部門の健全性は維持されている。総じて、資本流入の拡大が経済に与える影響はそれほど深刻なものとは

図表6 インドの物価とマネーサプライ（前年同期比伸び率）の推移



(資料) Centre for Monitoring Indian Economy

なっていないが、流動性の抑制には引き続き十分な注意が必要であろう。

- (注4) 中央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。
- (注5) 一方、預金総額に対する国債等の強制保有比率を意味する法定流動性比率（SLR: Statutory Liquidity Ratio）は、現在も25%と高い。
- (注6) Reserve Bank of India[2007]Report on Currency and Finance, Mayによる。
- (注7) 国債発行額の上限は当初6,000億ルピーとし、適宜見直すこととされた。2004～2006年度の合計で、MSSにより約6,300億ルピーの流動性が吸収された。

## 5. 資本取引自由化への取り組み

経済の国際化が急速に進む一方で、多くの資本取引規制が残されている（図表7）。直接投資や証券投資の流入はある程度容認されているが、90年代初頭の国際収支危機の経験もあり、相対的に不安定とみられる借り入れ

図表7 インドの経常・資本取引規制（2006年3月末時点）

	資本流入	資本流出
貿易	<p><b>輸出</b></p> <p>輸出代金は、原則として輸出後6カ月以内に回収しなければならない。輸出業者は、受け取った外貨の50%を上限として、国内の銀行に設けた外貨預金勘定に保持することが出来る。</p> <p>一部の輸出品目については、輸出のライセンスを得ることが必要である。また、一部の品目には輸出税がかけられる。</p>	<p><b>輸入</b></p> <p>10万ドル相当を超える輸入代金支払いのために外貨を購入する際には、輸入の事実を証明する書類の提出が必要である。</p> <p>資本財の輸入は自由化されたが、動植物、薬品、一部の消費財などについては輸入が制限されている。</p>
直接投資	<p><b>対内直接投資</b></p> <p>非居住者による対内直接投資は、大半の産業で100%出資が認められている。ただし、民間銀行、保険、通信、鉱業などでは、一定割合までの出資しか認められない。また、小売、原子力、賭博、不動産、農業などに関しては、外資による出資は禁止されている。</p>	<p><b>対外直接投資</b></p> <p>インド企業による対外投資は、自己資本の200%まで行うことが出来る。投資資金として対外商業借入れを行うことが出来る。金融分野に投資する場合は、内外の関連当局の認可を受ける必要がある。事前の認可を受ければ、株式交換による投資を行うことも可能である。</p>
証券投資	<p><b>・非居住者の国内投資</b></p> <p>(株式) 海外機関投資家 (FIIs) は、SEBI (Securities and Exchange Board of India) に登録して投資を行う必要がある。FIIs 一社による特定の企業に対する投資は、発行株式の10%を超えてはならない。また、FIIs 全体で、発行株式の24%を超えてはならない。</p> <p>(債券) FIIs による債券投資は、国債では合計17.5億ドル相当以内、社債では合計5億ドル相当以内とする。</p> <p><b>・居住者の海外での販売または発行</b></p> <p>(債券) 一財政年度における5億ドル相当以内の外貨建て転換社債の発行は、中央銀行の認可を得ずに行うことが出来る。</p>	<p><b>・居住者の対外投資</b></p> <p>(株式) 居住者である個人および企業は、インド上場企業の株式を10%以上保有する海外の上場企業の株式を購入することが出来る。ただし、企業の場合、純資産の25%以上の投資を行うことは出来ない。</p> <p>(債券) 個人は年間25,000ドル相当まで購入が可能。</p> <p><b>・非居住者の国内での販売または発行</b></p> <p>(株式) 非居住者が保有するインド企業については可能。</p> <p>(債券) 一部の発行体については可能。</p>
その他投資(資金貸借)	<p>(非居住者から居住者へ)</p> <p>輸入1件当たり2,000万ドルまでの貿易金融(非資本財については1年まで、資本財については3年未満)が利用可能。</p> <p>一般企業が対外商業借入れにより借入れできる金額は、一財政年度あたり5億ドル相当まで(平均期間3年以上の借入れは2,000万ドル相当まで、平均期間5年以上の借入れは5億ドル相当まで)。</p>	<p>(居住者から非居住者へ)</p> <p>貿易金融取引は原則として中央銀行の事前認可を要する。</p> <p>インド企業は、海外の完全子会社に外貨を貸し付けることが出来る。</p>
現金通貨の持ち込み・持ち出し	<p><b>通貨の国内持ち込み</b></p> <p>ルピーの持ち込みは、ブータンおよびネパールからの持ち込みなどを除き、原則禁止されている。</p> <p>外貨の持ち込みは自由であるが、10,000ドル以上の場合は税関への申告が必要である。</p>	<p><b>通貨の海外持ち出し</b></p> <p>ルピーの持ち出しは、原則として禁止されている。</p> <p>海外から持ち込んだ外貨の持ち出しは自由であるが、それ以外の場合は許可が必要である。</p>
外貨預金	<p><b>居住者外貨預金勘定</b></p> <p>個人は、為銀において外貨預金(無利息)を開設することが出来る。</p>	

(資料) IMF, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, 2006

や債券取引は制限されている。対内証券投資においても、株式に比較して債券投資の上限金額は小さい。

居住者による資本流出に対する規制は、流入に比較して厳しい。銀行による海外資産の取得は制限されている。また、海外に居住するインド人からの送金を他の非居住者に比較して優遇するなど、経済主体による多様な区別が存在するが、複雑な規制が有効に機能しているかについては疑問が残る。

90年代の金融自由化の過程で、資本取引を完全自由化する方針が打ち出され、97年にはそのための提言（タラポレ報告（注8））がまとめられたが、その直後にアジア通貨危機が発生し、当局のスタンスはやや慎重となった。

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改革が少しずつ進められている。企業による対外直接投資の拡大、銀行による対外証券投資に関する規制緩和、対外商業借入れの期前返済の弾力化、輸出業者の外貨集中義務の緩和などがその内容となっている。

対内直接投資はFIPB（Foreign Investment Promotion Board）により認可されるが、産業ごとの投資比率規制などが次第に緩和され、投資の増加に貢献している。ただし、投資環境の改善は依然として大きな課題である（注9）。対外直接投資に関しては、2005年4月に上限が自己資本の100%から200%に引き上げられるなど、規制緩和が進められ、産業

ごとの投資規制も順次撤廃されている。市場シェアの拡大や規模の経済の獲得を目指したインド企業の海外での大型企業買収により対外直接投資は急増しており、2006年度の実績は前年度の29億ドルから110億ドルに拡大した。

非居住者の企業や個人による対内証券投資は、SEBI（Securities and Exchange Board of India）に登録された海外機関投資家（FIIs：Foreign Institutional Investors）を通じて行われる。また、インド企業は、海外で預託証券や株式を発行することが出来る。

2006年には、中央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、段階的な自由化を2011年までに概ね完了させる案を提示した（注10）。対外直接投資、対内証券投資（FIIsによる債券投資枠の拡大等）、非居住者による国内での債券発行、対外商業借入れなどに関する規制緩和が提案されている。併せて、自由化に伴う通貨危機の発生などのリスクを軽減するために、財政赤字の削減、為替レートの適正水準の維持、銀行部門の健全性の強化、機関投資家の育成などが求められるとしている。

この提言に基づき、中央銀行は、2007年4月に発表した年次政策説明書において、以下の政策の実施を表明した。①企業の対外直接投資の上限を、自己資本の200%から300%に引き上げる。②上場企業が海外の上場企業に対する証券投資を行う場合の上限を、自己資



---

本の25%から35%に引き上げる。③投資信託による対外投資の上限を、30億ドルから40億ドルに引き上げる（注11）。④対外商業借入れを許可なく期前返済出来る金額を、3億ドルから4億ドルに引き上げる。⑤個人の年間外貨購入可能額を、5万ドルから10万ドルに引き上げる。

一方、対外商業借入れに対する規制は、強化される方向にある。2007年5月にはこれを不動産関連の用途に用いることが禁止されたほか、8月には、1社当たり年間2,000万ドルを超える借入れ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中央銀行の事前認可を要することとなった（注12）。

（注8） タラボレとは、提言をまとめた委員会の長であった中央銀行副総裁の名である。

（注9） 世界銀行の*Doing Business in 2006*によれば、インドはビジネスのしやすさに関して155カ国中116位となっている。

（注10） 委員長には、再びタラボレ氏が任命された。

（注11） 2007年6月には、投資信託が海外のETF（Exchange Traded Funds）や預託証券などに投資することも認められた。

（注12） Reserve Bank of India[2007]Annual Report, Aug.による。

すれば、通貨が割高になることは避けたいところである。また、不胎化政策は有効に機能しているが、M3のコントロールは難しくなりつつあるように見受けられる。不動産価格や株価が上昇していることもあり、国内の流動性の抑制は今後ますます重要となろう。不胎化政策の実施に伴うコストを考慮すれば、その維持可能性にも注意が必要である。現在の状況では、為替レートの急激な変動には対処すべきであるが、一定の変動は許容せざるを得ないと考えられる。その中では、為替リスクヘッジ手段の整備なども欠かせない。

資本取引の自由化が進めば、為替レートの安定と金融政策の独立性を両立させることはさらに難しくなる。財政収支や経常収支が赤字であるため、資本流出規制の緩和が通貨危機を招くリスクは相対的に高く、自由化は慎重に進めなければならない。また、国内金融システムの整備にも十分に配慮することが求められよう。

## 6. おわりに

資本流入が拡大する中で、為替レートと国内の流動性をどのようにコントロールするかがインドにとっての課題である。為替レートの柔軟な変動がある程度許容されているが、貿易収支や経常収支が赤字であることを考慮