

## 第4章

### 世界金融危機と新政権下での財政・金融政策

井上武

はじめに

現在、世界各国は「100年に一度の津波」と形容される深刻な経済危機に直面している。これまで高成長を持続してきたインド経済もその例外ではない。実質 GDP 成長率は2003/04年度から2007/08年度にかけて7.5%から9.0%台の高水準で推移していたが、2008/09年度に入り、景気の循環的な減速に世界金融危機が重なり、実質成長率は当初予想されていた8.0-8.5%から6.7%(修正値)に低下し、さらに2009/10年度も6.0%から6.5%程度になる見通しである(MOF [2009b], RBI [2009a])。こうしたなか、インドでは2009年4月から5月にかけて連邦下院選挙が行われ、前回2004年の総選挙で8年ぶりに政権に就いた国民会議派を中心とする統一進歩連合(United Progressive Alliance : UPA)が議席数を増やして、引き続き政権を担うことになった。

本章は、インド新政権の経済運営を財政・金融政策の観点から展望することを主な目的としている。初めに、第1節では前回総選挙後のUPA政権による財政政策の特徴を検証し、またこの時期の中央銀行による金融政策を概観することで、新政権下の財政・金融政策を展望するための基礎を求める。次に、第2節では2008年以降、インドへの影響が顕在化している世界金融危機について、貿易と資本フローの観点から検証し、インドの財政・金融当局がどのような対応を取り、それにより従来の政策運営がどのような変更を余儀なくされたかを明らかにする。最後に、第3節では新政権下の財政・金融政策を取り上げる。今回の選挙では政権交代はなかったため、経済政策について大きな方針の転換は発表されていない。このため、これまでの実績や世界金融危機への対応などに基づいて、新政権下での財政・金融政策を展望し、今後の課題を明らかにする。

#### 1. UPA 政権 1 期目の財政・金融政策の特徴

インドは2004年に政権に就いたUPAの下、高い経済成長を実現した。2003/04年度の実質 GDP 成長率は、前年度の3.8%から8.5%に上昇し、2004/05年度から2007/08年度までの平均成長率は8.9%となり、それ以前の4年間の平均成長率5.6%を大きく

上回った。

高成長の間、インドでは政府の財政規模も拡大し、中央政府の総収入・総支出は2004/05年度から2008/09年度にかけて約2兆5,000億ルピー増加した。しかし、対GDP比で見ると、総支出・総収入はこの間、低下し、財政赤字と経常赤字も総じて着実に低下するなど、財政健全化が図られたことが窺える。

金融面では、2003/04年度以降の高い経済成長を背景に、直接投資や証券投資という形で大量の外国資本がインドに流入し、国内のマネーサプライを増加させる要因となった。こうした状況の下、中央銀行であるインド準備銀行(Reserve Bank of India : RBI)にとっては物価水準の安定を図るとともに、国内流動性を適切に管理することが金融政策上の重要な課題となった。

本節では、前回UPAが政権を担当した2004年から2007年にかけての財政政策、とりわけ財政支出の特徴を概観し、またこの時期のRBIによる金融政策の課題と取り組みを検証することで、UPA新政権下での財政・金融政策を展望する上での足がかりとする。

#### (1) 財政政策：包摂的成長のための財政支出と継続される財政健全化の試み

2004年5月の連邦下院選挙で8年ぶりに政権を奪還した国民会議派を中心とするUPAは、政権発足後、直ちに政権の基本方針である「最小共通綱領(National Common Minimum Programme : NCMP)」を発表し、経済分野の目標として次の7つの項目を示した。

- 1) 持続的に年間7.0%から8.0%の成長率を維持する。
- 2) 質の高い基礎教育と保健への普遍的なアクセスを提供する。
- 3) 農業・製造業・サービス業において有給雇用を創出し、投資を促進する。
- 4) 各家庭の稼ぎ手に最低賃金で100日の雇用を保証する。
- 5) 農業とインフラ整備に焦点を当てる。
- 6) 財政の再建と改革を加速する。
- 7) 大幅で効率的な財政の権限委譲を保証する。

政府は、この基本方針に沿って、高い経済成長を目指す一方、農村部のインフラ整備や教育・保健の拡充を重視する姿勢を示した。さらに、政府は2006年12月、第11次5カ年計画(2007/08年度から2011/12年度)のアプローチ・ペーパーを国家開発評議会で承認し、5カ年計画終了時に経済成長率を10.0%まで加速させ、農業部門を4.0%成長させるという成長目標とともに、雇用拡大、地域間格差の縮小、教育・保健の普及を通じて貧困層も対象とする「包摂的成長(Inclusive Growth)」を実現するという目標を改めて掲げた(その後、第11次5カ年計画は2007年12月、国家開発評議会で正式に承認された)。

このようにUPA政権は、包摂的成長を実現するというスローガンを標榜したが、

実際に 2005 年以降、農村部のインフラ整備や貧困層対策を多数実施してきた。以下では、農業・農村開発プロジェクトの具体的な事例として、バーラト(インド)建設計画(Bharat Nirman)と全国農村雇用保証計画(National Rural Employment Guarantee Scheme : NREGS)についてその概要を検証する。

バーラト建設計画は、電気、水道、道路、電話、灌漑、住宅という 6 つの分野について農村部のインフラ整備を進めるために、2005 年に 5 年間の予定で開始された時限事業である。関係省庁が各分野の実施を所管し、2005/06 年度の中央政府予算では各分野について次の目標が設定された。①電気に関して、2009 年までに 12 万 5,000 村を電化する、②水道に関して、2009 年までに 5 万 5,067 地域に飲料水源を供給する、③道路に関して、人口 1,000 人以上(丘陵・部族地域では 500 人以上)のすべての地域に全天候型道路を建設する、④電話に関して、2007 年 11 月までにすべての村を電話網で結び、6 万 6,822 村をカバーする、⑤灌漑に関して、2009 年までに 1,000 万ヘクタールの灌漑整備を行う、⑥住宅に関して、2009 年までに農村部の貧困層向けに 600 万戸の住宅を建設する。

以上の 6 つの目標を達成し、農村部のインフラ整備を進めるために、2005/06 年度から 2009/10 年度にかけて、予算ベースで 1 兆 2,755 億 9,000 万ルピーが投入された。2009/10 年度までに上記のすべての目標を達成することはできなかったが、多くの村に電気、道路、電話と灌漑設備が整備され、水道と住宅については大半の目標が達成された<sup>1</sup>。

一方、NREGS は、NCMP の公約に基づき、主に端境期に農村家計に対して雇用と収入を提供するために開始された事業である。ここでは水資源・土壌保全、植林、旱魃対策などに焦点を当てて農村家計 1 世帯当たり 1 成人に対して年間 100 日間の雇用が保証され、これに対して州が通知する最低農業労働賃金が支払われることになっている。2006 年 2 月に 200 県で開始されて以降、2007/08 年度には 330 県に拡大され、2008 年 4 月からは 604 県すべての県で実施されており、2009/10 年度までの間、予算ベースで 8,940 億ルピーが投入されている。

上記のプロジェクトに示されるように、UPA 政権は高い経済成長の実現とともに、インフラ整備の他、教育・保健への財政支出を増やし、貧困層を含む包摂的成長の達成を目指した。その結果、政府の財政支出は拡大し、表 1 のとおり、中央政府の総収入・総支出は 2004/05 年度の 4 兆 9,768 億ルピー(実績値)から 2008/09 年度には 7 兆 5,088 億ルピー(原案値)に大幅に増加した。財政赤字もこの間、1 兆 2,520 億ルピーから 1 兆 3,328 億ルピーに僅かながら増加したが、経常赤字は 7,833 億ルピーから 5,518 億ルピーに減少した。

対 GDP 比では、総収入・総支出は 2004/05 年度の 15.8%から 2008/09 年度には 14.1%に低下し、財政赤字と経常赤字はそれぞれ 4.0%から 2.5%、そして 2.5%から 1.0%に大きく低下するなど、金額ベースとは異なる動きが見られる。総支出・総収入の対 GDP 比の低下は、主に高成長に伴う GDP の増加が中央政府の財政拡大を上回ったこ

表1 総収入・総支出、経常赤字、財政赤字の推移(単位：1,000 万ルピー)

	2003/04 実績	2004/05 実績	2005/06 実績	2006/07 実績	2007/08 実績	2008/09 原案
総収入・総支出	471,368 (17.1)	497,682 (15.8)	506,123 (14.1)	583,387 (14.1)	712,732 (15.1)	750,884 (14.1)
経常赤字	98,262 (3.6)	78,339 (2.5)	92,299 (2.6)	80,222 (1.9)	52,569 (1.1)	55,184 (1.0)
財政赤字	123,272 (4.5)	125,202 (4.0)	146,435 (4.1)	142,573 (3.5)	126,912 (2.7)	133,287 (2.5)

(出所) MOF, Union Budget 各号、並びに中央統計機構のウェブサイトにもとづき作成。

(注) 表中の括弧内の数値は、対名目 GDP 比を示している。

とによるが、経常赤字と財政赤字の対 GDP 比が低下した背景には、こうした要因や税体系の効率化に伴い直接税を中心に税収が増加したことに加えて、2004 年 7 月に発効した財政責任・予算管理法(The Fiscal Responsibility and Budget Management Act : FRBM 法)の存在が指摘されている。

FRBM 法は中期的に政府の財政赤字を削減し、健全化することを規定した法律である。具体的には、経常赤字を対名目 GDP 比で毎年度 0.5%以上削減し、2009 年 3 月までにゼロにすること、そして財政赤字を対名目 GDP 比で毎年度 0.3%以上削減し、2009 年 3 月までに 3.0%以下に抑えるという目標を設定している。財政赤字と経常赤字の対 GDP 比は 2005/06 年度に一時的に悪化したものの、それ以降は 2008/09 年度の予算編成まで FRBM 法の目標にほぼ沿う形で着実に低下し、財政の健全化に向けて貢献してきた。しかし、第 2 節で述べるように、2008/09 年度上半期の国際商品価格の上昇によるインフレ圧力と 2008/09 年度下半期の世界金融危機のインド経済への影響を緩和するために実施された財政措置により、FRBM 法に基づく財政健全化の取り組みは一時的に凍結されることになった。

## (2) 金融政策：資本流入に伴う過剰流動性への対応

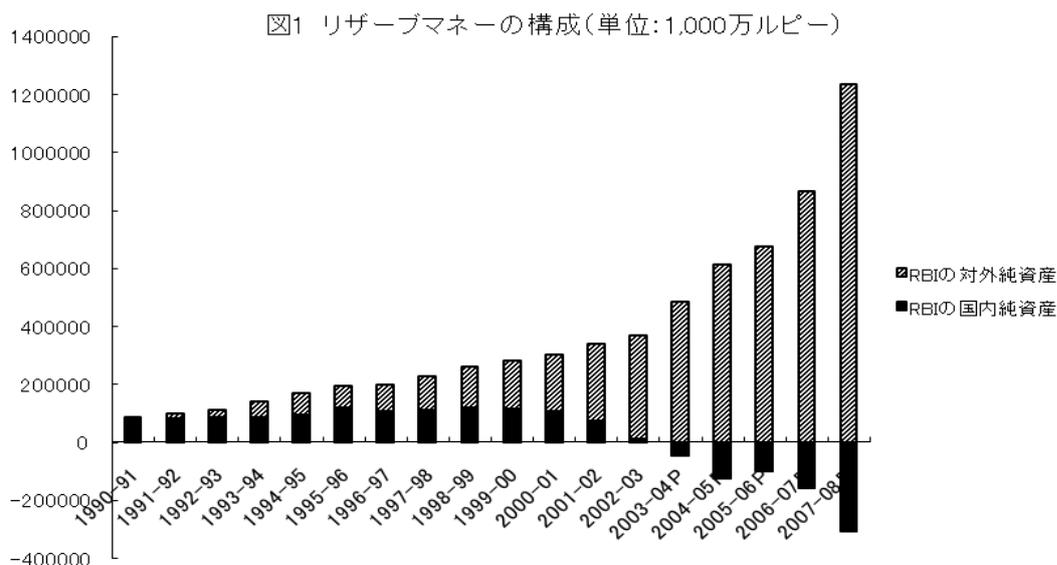
中央銀行であるインド準備銀行(RBI)の政策目標は、法律により「貨幣的安定を保証する観点から銀行券の発行と準備の保有を調整し、またインドのためになるように通貨・信用制度を運営すること」であると規定されている。これは抽象的な表現であるため、一般的には物価水準を安定させ、生産的な部門に適切な信用供給を図ることと解釈されている。

インドの金融政策運営は、1990 年代初頭から開始された金融制度改革とこれに伴う金融自由化の影響を受けて大きく変化した。金融制度改革以前のインドでは、政府の財政赤字は長らく法定流動性比率(Statutory Liquidity Ratio : SLR)規制<sup>2</sup>を通じた銀行資源の先取りや RBI による 91 日物 ad hoc 財務省証券の引き受けを通じてファイナンスされ、財政赤字の貨幣化に伴うインフレ圧力は、RBI が現金準備率(Cash Reserve Ratio : CRR)<sup>3</sup>を引き上げることで収容していた。しかし 1990 年代初頭の金融制度改革

革により SLR と CRR の法定水準は大幅に引き下げられ、CRR は中央銀行が金融調節を実施する際の補完的な政策手段となった。また RBI は 1994 年 9 月、財政赤字を引き受ける際に利用されていた 91 日物 ad hoc 財務省証券の発行額を制限することで政府と合意し、1997 年 4 月から同証券は廃止された。これにより財政赤字の自動的な貨幣化は大幅に抑制され、貨幣増加は制限された。

CRR や SLR などの直接的な手段に代わり、インドでは 1990 年代中葉以降、利子率変更や公開市場操作などの間接的な手段が金融政策の主要な政策手段として用いられている。RBI は 1997 年 4 月、バンクレートを RBI のリファイナンスレートを始めとするすべての貸付利率とリンクさせることで再活性化し、これ以降、政策金利を金融政策の中期的な方向性を示す利率として用いている。また 2000 年 6 月には、短期流動性を管理し、また多様な金融市場状況下での短期のミスマッチを管理するための手段として「流動性調整ファシリティ(Liquidity Adjustment Facility : LAF)」が完全な形で導入された。LAF では RBI がレポ・リバースレポ取引を通じて流動性の注入と吸収を行い、また政策目標と一致するようにレポレートを上限、リバースレポレートを下限とする短期利子率の変動幅、いわゆる「LAF コリダー(LAF Corridor)」が設定された<sup>4</sup>。LAF の導入により、RBI は日々の流動性ミスマッチを解消するために日次ベースでの資金供給が調整できるようになり、また短期市場金利を安定させるために政策利率の変更を通じて資金需要に影響を与えることも可能になった(RBI [2005])。

既述のとおり、1990 年代後半、RBI による財政赤字の自動的な貨幣化は大幅に抑制され、財政赤字の貨幣化に伴う貨幣増加は制限されたが、1990 年代末からインドに対する資本流入が増加し、資本流入に伴う過剰流動性の適切な管理が国内物価水準の安定を図る上で、RBI の重要な課題となった。RBI は、大規模な資本流入による為替レ



(出所) RBI [2008b] にもとづき作成。

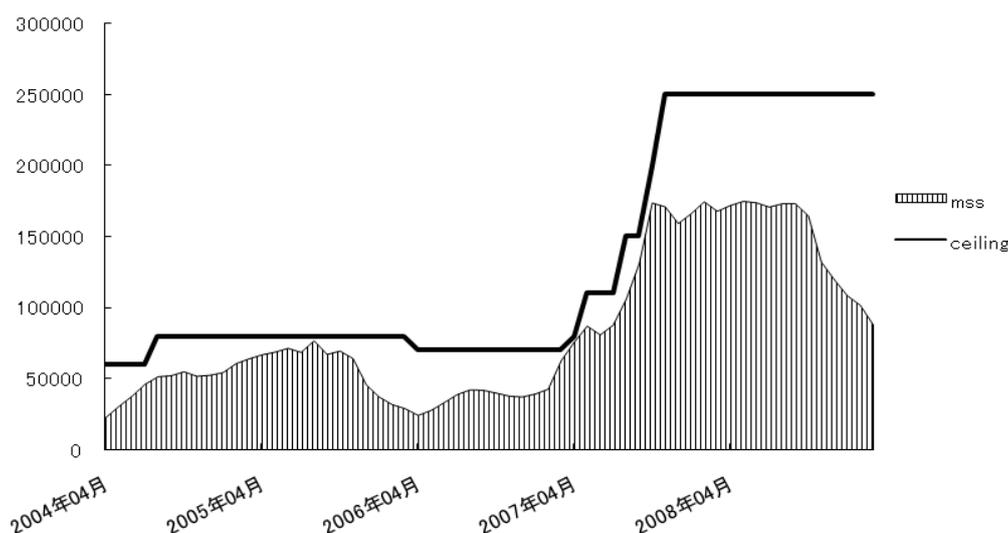
ートの大幅増価を回避するために為替介入を行い、その結果、RBI 保有の外国為替資産は増加し、リザーブマネーは拡大した(図 1 参照)。

RBI は為替介入によるリザーブマネー増加の影響を中立化するために不胎化を行い、当初は主に LAF と公開市場操作を通じて実施した。しかし、断続的な資本流入とこれに伴う過剰流動性を吸収する過程で、RBI が保有し、且つ公開市場操作で利用できる政府債券が大幅に減少すると、不胎化介入の圧力は短期流動性を調節するための LAF にかかるようになった。この問題を解消し、LAF 以外の手段で持続的な流動性に対処するために、インド政府と RBI は 2004 年 3 月、財務省証券と国債の発行に関する覚書に調印し、翌月、市場安定化スキーム(Market Stabilisation Scheme : MSS) という新しい制度を導入した。

MSS の目的は、不胎化のための持続的な流動性吸収と日次ベースでの流動性管理を区別することであり、RBI は MSS の下、持続的な流動性を適切に管理するために、不胎化に限って財務省証券と国債を発行する権利を与えられた。そして MSS で発行された政府債券は、RBI が維持・運営する現金口座で、政府が保有する同額の現金残高に対応され、その現金残高は MSS で発行された政府債券を償還、もしくは買い戻すためだけに用いられることになった<sup>5</sup>。

図 2 は、2004 年 4 月以降、MSS の下で発行された債券残高とその上限を示している。MSS の上限は、当初、6,000 億ルピーに設定されたが、持続的な資本流入に対応するために 2 兆 5,000 億ルピーまで引き上げられ、MSS の下、不胎化のために発行された債券残高も 2007 年 12 月頃までこの上限に沿って増加していたことが分かる。さらに、表 2 では 2004/05 年度から 2007/08 年度にかけての流動性の発生要因と RBI による流動性管理の推移を示している。この表からは、2005/06 年度を除いて、国内流

図2 MSSの上限と残高(単位:1,000万ルピー)



(出所) RBI, Macroeconomic and Monetary Developments 各号にもとづき作成。

表2 RBIの流動性管理(単位：1,000 万ルピー)

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
流動性の要因(=1+2+3+4)	59,268	-31,696	62,278	204,026
1. RBIのネットの外国為替購入	91,105	32,884	118,994	312,054
2. 流通現金	-40,892	-57,256	-69,786	-84,571
3. 中央政府のRBIへの余剰現金残高	467	-22,726	-1,164	-26,594
4. その他(残差)	8,589	15,403	14,234	3,137
流動性の管理(=5+6+7+8)	-57,896	57,969	-24,257	-117,743
5. MSS	-64,211	35,149	-33,912	-105,419
6. CRR	-9,000	0	-27,500	-47,000
7. LAF レポ	15,315	12,080	36,435	21,165
8. 公開市場操作	0	10,740	720	13,510

(出所) RBI [2008a] にもとづき作成。

(注) 表中の“-”は銀行システムからの流動性の吸収を示している。

動性の多くはRBIによるネットの外国為替購入から生じていること、そしてMSSがこの時期の過剰流動性を吸収する主要な手段として用いられたことが確認できる。

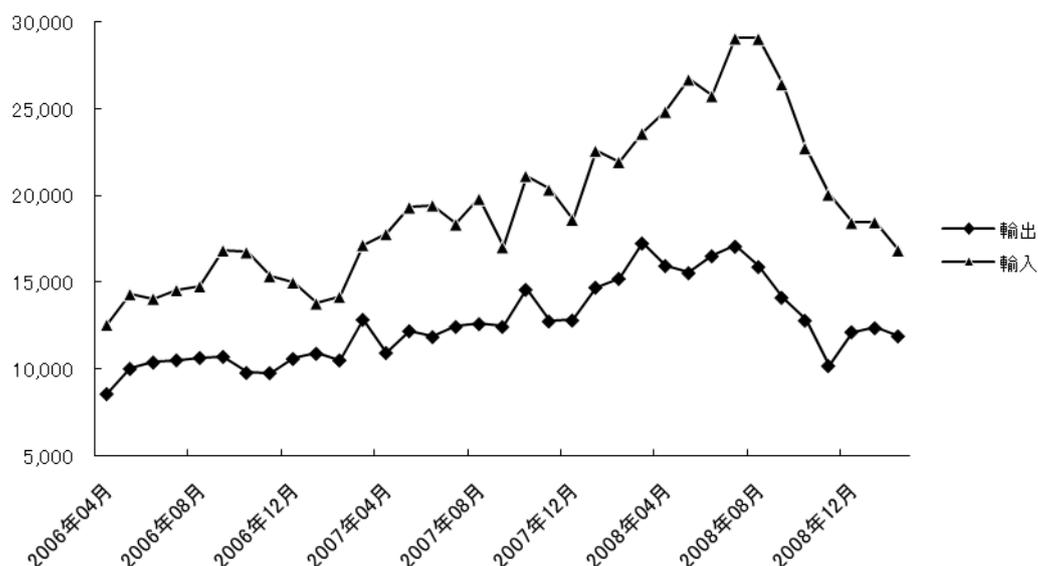
## 2. 世界金融危機のインド経済に対する影響と政策当局の対応

前節では、UPA 政権が財政面で農村部のインフラ整備や教育・保健などへの政府支出を増やし、貧困層をも含む包摂的成長の達成を目指す一方、財政赤字と経常赤字の対GDP比を財政健全化目標に沿って着実に引き下げたことを見た。また金融面ではRBIが1990年代末以降、急速に増加した資本流入に対応するために新たなスキームを導入し、過剰流動性の管理を通じて、国内経済へのマイナスの影響の回避に努めたことを明らかにした。

UPA が政権に就いた2004/05年度から2007/08年度にかけて、インド経済は平均8.9%の実質GDP成長率を達成し、2005/06年度から2007/08年度にかけては初めて3年連続で9.0%台の高成長を記録した。しかしながら、2008/09年度の実質成長率は6.7%(修正値)に低下し、減速傾向を鮮明にしている。四半期ベースで見ても、実質GDP成長率は2007/08年度第4四半期から2008/09年度第1・第2四半期にかけて緩やかに減速した後、2008/09年度第3・第4四半期に大きく減速していることが分かる。

このようにインド経済の成長を減速させた背景として、アメリカ発の金融危機が輸出に対する世界需要の縮小と外国からの資本流入の減少を通じてインドにも波及したことが指摘されている(Mohan [2009])。そこで以下では、初めに貿易と資本フローの観点から、対外要因がインド経済に与えた影響を検証し、その上でインドの財政・金融当局がどのような対応を取り、それにより従来の政策運営がどのような変更を余儀なくされたのかについて明らかにする。

図3 輸出と輸入の推移(単位:100万ドル)



(出所) RBI, Bulletin 各号にもとづき作成。

### (1) 悪化する対外環境とインド経済：貿易と資本フローの変調

初めに、貿易動向を概観するために、輸出入の推移を見ると、図3のとおり、輸出額は2008年7月、そして輸入額は2008年8月以降、増加から減少に転じていることが分かる。ピーク後の減少幅は大きく、輸出は2008年10月以降、そして輸入は2008年11月以降、前年同月の水準を下回っている。輸出に関しては、インド政府が年度当初に2008/09年度の目標水準を2,000億ドルに設定していたが、下半期に入って輸出増加が減速し、前年の実績を下回り始めたことから、2008/09年度の輸出目標を2,000億ドルから1,750億ドルに修正した。しかし、結局、2008/09年度の輸出実績は1,687億ドルにとどまり、下方修正された輸出目標さえ達成することはできなかった。

経済成長の鈍化に対する輸出の影響を検証するために、実質GDPを支出項目に分け、成長率として表示すると、表3のようになる。この表から2008/09年度の成長鈍化は民間最終消費支出によるところが大きいことが分かる。四半期別でも基本的にこの点に変更はないが、経済成長の鈍化が顕著になった2008/09年度第3・第4四半期に限って見ると、輸出増加率が第3四半期に急速に低下し、第4四半期にはマイナスになっている。すなわち、輸出は2008/09年度上半期にはGDP成長を押し上げる要因であったが、第3四半期になるとそれまでの勢いを失い、第4四半期には民間最終消費支出に次いでGDP成長を停滞させる要因に転じたのである。従って、2008/09年度下半期の成長鈍化は、前年度実績を下回る輸出の減少が要因の一つになっていると考えられる。

また異なるデータから月次ベースでインドの輸出増加率を見ると、2008年4月から

表3 実質 GDP 成長率の推移(単位：%)

	2008/09				
	4-3 月	Q1	Q2	Q3	Q4
最終消費支出	5.4 (8.3)	3.8 (6.6)	2.1 (7.8)	9.0 (8.0)	6.1(10.6)
民間最終消費支出	2.9 (8.5)	4.5 (8.4)	2.1 (7.5)	2.3 (8.9)	2.7 (9.0)
政府最終消費支出	20.2 (7.4)	-0.2(-2.4)	2.2(10.0)	56.6 (2.0)	21.5(18.6)
総資本形成	7.4(14.7)	9.1(15.5)	12.6(17.9)	5.8(16.7)	6.3(11.0)
輸出	12.8 (2.1)	25.6(-4.0)	24.3(-4.8)	7.1 (6.1)	-0.8 (9.8)
輸入	17.9 (6.9)	27.4(-0.7)	35.3(-3.6)	21.7 (6.7)	-5.7(24.4)
GDP	6.1 (9.1)	8.2 (9.2)	7.8 (8.8)	4.8 (9.4)	4.1 (8.8)

(出所) 中央統計機構のウェブサイトにもとづき作成。

(注) 1. 1999/00 年度を基準年とする市場価格で表示している。2. 表中の括弧内は、前年度同時期の成長率である。

表4 国際収支の推移(単位：100 万ドル)

	2000/01	2001/02	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
経常収支	-2,666	3,400	6,345	14,083	-2,470	-9,902	-9,766	-17,403
貿易収支	-12,460	-11,574	-10,690	-13,718	-33,702	-51,904	-63,171	-90,060
サービス収支	9,794	14,974	17,035	27,801	31,232	42,002	53,405	72,657
資本収支	8,840	8,551	10,840	16,736	28,022	25,470	45,779	108,031
外国投資	5,852	6,686	4,161	13,744	13,000	15,528	15,541	44,806
ローン	5,264	-1,261	-3,850	-4,364	10,909	7,909	24,534	41,962
銀行資本	-1,961	2,864	10,425	6,033	3,874	1,373	1,913	11,757
ルビ-建債務返済	-617	-519	-474	-376	-417	-572	-162	-121
その他資本	292	781	578	1,699	656	1,232	3,953	9,627
誤差脱漏	-305	-194	-200	602	607	-516	593	1,536
総合収支	5,868	11,757	16,985	31,421	26,159	15,052	36,606	92,164
外貨準備	-5,842	-11,757	-16,985	-31,421	-26,159	-15,052	-36,606	-92,164

(出所) RBI [2008b] にもとづき作成。

(注) 2006/07 年度は部分修正値、2007/08 年度は改定値である。

12 月までの増加率は前年同期比 15.2%増加となっており、2007 年 4 月から 12 月までの増加率である 24.2%を下回っている。国別では、輸出増加率の低下はインドの主な輸出先であるアメリカ、イギリス、ドイツ、オランダ、ベルギー、日本、中国、香港への輸出増加率の低下によるところが大きい。これら諸国は程度の差はあるが、いずれも世界的な金融危機の影響を受けて景気減速に直面している。従って、インドの成長鈍化の一要因である輸出減少は、世界的な不況を背景に主要輸入国からの需要が減少したことによるものと考えられる。

次に、資本フローの観点から、インド経済を取り巻く環境の変化を検証しよう。初めに、表 4 では 2000/01 年度から 2007/08 年度にかけての国際収支の推移を示している。全体の傾向を見ると、2001/02 年度から 2003/04 年度の間、経常収支は、サービス収支黒字が増加し、貿易収支赤字が安定的に推移したことから黒字化した。2004/05 年度以降は貿易収支赤字の大幅な増加に伴い、赤字基調に戻っていることが分かる。

一方、資本収支は一貫して黒字基調であり、黒字額は経常収支を上回っている。その結果、総合収支は黒字となり、外貨準備残高は着実に増加している。資本収支のなかでは、直接投資と証券投資からなる「外国投資」と主に対外商業借入と短期貿易信用からなる「ローン」が大きな割合を占めている。

以上のように、黒字基調、すなわちネットでの流入超過が続く資本収支について、表5では直近の2007/08年度と2008/09年度の推移を四半期ベースで示している。この表から、2007/08年度第3四半期までは資本収支を構成する大半の項目は黒字であり、流入超過であったが、2007/08年度第4四半期以降、証券投資が外国機関投資の流出超過によりマイナスに転じ、さらに2008/09年度第3四半期からは短期貿易信用と銀行資本がマイナスになっていることが分かる。その結果、資本収支は2008/09年度第3四半期は42億ドルのマイナス、すなわちネットでの流出超過となり、続く第4四半期も52億ドルのマイナスに転じていることが確認される。資本収支が赤字になるのは1998/99年度第1四半期以来であり、2四半期連続して赤字になるのは1992/93年第2・第3四半期以来のことである。

2007/08年度4四半期から続く証券投資の流出は、外国機関投資家のインド株式の売り越しと外国市場の流動性枯渇に伴う米国預託証券(American Depositary Receipts : ADRs)や国際預託証券(Global Depositary Receipts : GDRs)の流入減速から発生した。また2008/09年度第3四半期以降の短期貿易信用の赤字は、外国市場の資金不足を反映した貸付の減少と借り換え不能による返済の増加が背景にある(RBI [2009c])。これらはいずれもインドを取り巻く国際的な流動性環境が厳しく、アメリカの大手投資銀行が破綻した2008年9月中旬以降、外国資金へのアクセスがさらに困難になったこと

表5 資本収支の推移(単位：100万ドル)

	2007/08				2008/09			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
外国投資	10,278	13,027	16,892	4,760	4,756	3,590	-5,376	492
外国直接投資	2,736	2,128	2,041	8,496	8,967	4,900	444	3,185
証券投資	7,542	10,899	14,851	-3,736	-4,211	-1,310	-5,820	-2,693
うち外国機関投資	7,089	8,419	8,964	-4,144	-5,177	-1,437	-5,794	-2,609
うち ADRs/GDRs	316	2,477	5,597	379	999	136	7	20
ローン	9,397	9,773	11,507	13,367	4,566	4,018	1,876	-2821
外国援助	241	468	565	840	351	518	992	777
対外商業借入	6,953	4,210	6,247	5,223	1,467	1,690	3,884	1,117
短期貿易信用	1,962	4,627	4,130	6,464	2,397	1,292	-3,992	-5,492
銀行資本	-919	6,643	207	5,826	2,696	2,124	-4,956	-3,261
うち NRI 預金	-447	369	-853	1,110	814	259	1,042	2,175
ルビ-建債務返済	-43	-2	0	-76	-30	-3	0	-68
その他資本	-680	4,182	2,976	2,992	-502	-1,646	5,182	1,147
合計(資本収支)	17,792	3,3155	31,017	26,029	11,135	7,565	-4,266	-5,288

(出所) RBI [2009c] にもとづき作成。

(注) 2007/08年度と2008/09年度第3四半期までは部分修正値、2008/09年度第4四半期は改定値である。

を意味しており、世界金融危機が資本フローを通じてインド経済に負の影響を及ぼした証左であると考えられる。

## (2) 財政当局の対応：景気対策と財政健全化の後退

UPA 政権は、2004/05 年度以降、経済財政運営において、高い経済成長を達成しつつ、農村インフラの整備や貧困者対策を重視する予算配分を行う一方、FRBM 法の下、財政赤字と経常赤字の対 GDP 比率を着実に引き下げてきた。こうした財政健全化のプロセスのなかで、政府は 2008 年 2 月、包摂的成長という目標に沿って社会的要請の強い社会セクターやインフラ関連への支出を削減することなく、財政赤字と経常赤字の対 GDP 比をそれぞれ 2.5%と 1.0%に抑えた 2008/09 年度中央政府予算を議会に提出し、成立させた。

しかし、これと前後して 2007 年末から 2008/09 年度上半期にかけて、原油・食糧・鉱物などの国際商品価格が急騰し、インドにも必需財や産業投入財を通じて波及し、インフレ率が急速に上昇し始めた(MOF [2009a])。このため、インド政府は中央銀行と協力してインフレ上昇の沈静化に努め、財政面では輸入関税の引き下げと輸出関税の引き上げなどの関税変更の他、石油・食糧・肥料に対する補助金の増加などの供給サイドの制約を緩和する措置を講じた。WPI インフレ率は、2008 年 8 月 2 日に 12.91%まで上昇した後、一連の財政・金融措置と国際商品価格の上昇圧力の緩和を背景に、その後急速に低下したが、この際、実施された財政措置は第 6 次中央給与委員会(The Sixth Central Pay Commission)の勧告に基づく公務員の賃金引上げや農民の債務免除などとともに、財政支出を拡大する要因となった。

さらに、2008/09 年度下半期には、国際商品価格の急騰に代わって、アメリカの大手投資銀行の破綻や買収に端を発する世界的な金融危機という新たな問題が発生した。当初、金融危機のインドに対する影響は軽微であると考えられていたが、世界的な景気後退が進むなか、国内経済に対する影響を最小限にとどめるために、インド政府は財政政策の焦点を再び成長促進に移し、2008 年 12 月 7 日、2009 年 1 月 2 日、そして 2009 年 2 月 24 日の 3 回にわたって景気刺激策を実施した。減税、財政出動、輸出促進、インフラ整備、零細中小企業支援を柱とする景気対策の概要は以下のとおりである(詳細は別添 1 のとおり)。

初めに、減税については、2008 年 12 月 7 日の景気対策のなかで、支出拡大の即効措置として、石油製品と税率が 4.0%未満のものを除くすべての品目に対して物品税を一律 4.0%引き下げることが発表された。翌年 2 月 24 日の景気対策では、この引き下げ期間を 3 月 31 日以降も継続し、さらに中央物品税は 10.0%から 8.0%、そして課税可能なサービスに対するサービス税は 12.0%から 10.0%に引き下げることが発表された。

次に、財政出動に関して、政府は 2008 年 12 月 7 日、2008/09 年度内に 2,000 億ルピーまでの追加的な計画支出枠を設定した。この予算は主に地方道路整備計画(Pradhan

Mantri Gram Sadak Yojana)、ジャワハルラール・ネルー全国都市再生ミッション(Jawaharlal Nehru National Urban Renewal Mission : JNNURM)、全国農村雇用保証計画(NREGS)、インディラ住居計画(Indira Awas Yojana)、灌漑促進計画(Accelerated Irrigation Benefit Programme)、そして全国社会支援計画(National Social Assistance Programme)などの農村のインフラ整備や社会保障制度に充てられた。

また政府は世界的な不況の影響が特に深刻である輸出業者を支援するために、様々な輸出促進措置を実施した。例えば、2008年12月7日の景気対策において、労働集約的な輸出品の輸出信用に対する金利補助、ターミナル物品税や中央物品税の完全な還付のための追加資金の供与などを行い、2009年1月2日の景気対策では関税受給パスブック税率を2008年11月以前の水準に戻し、ニット繊維・自転車・農具・特定糸などに対する税払い戻しを拡大することなどを明らかにした。

インフラ整備に関して、政府は2008年12月7日、インドインフラ金融公社(India Infrastructure Finance Company : IIFC)が当該年度末までに債券発行を通じて1,000億ルピーを調達し、高速道路や港湾などに対して貸し付けることを許可した。さらに2009年1月2日の景気対策では、IIFCが非課税債券を通じて、追加的に3,000億ルピー調達することを可能にした。

最後に、零細中小企業対策としては、2008年12月7日、零細中小企業に対する無担保貸付を促進するために、信用保証スキームの貸付額を500万ルピーから1,000万ルピーに拡大し、貸付額の50.0%を保証対象にすることが発表され、さらに2009年1月2日には零細企業に対する信用フローを拡大するために、信用保証基金信託による保証範囲を50万ルピーまでの信用について85.0%まで引き上げることが追加された。

以上のように、政府は2008/09年度の予算成立後、国際商品価格の急騰や世界金融危機の発生が国内経済に悪影響を及ぼすことを回避するために様々な財政措置を講じた。これにより、2008/09年度の中央政府予算は総収入と総支出の双方で大幅に修正されることになった(表6参照)。

歳出面では、2008/09年度修正時の総支出は予算時に比べて1兆5,006億ルピー(20.0%)増加して9兆95億ルピーになった。このうち、計画支出は3,957億ルピー(16.3%)増加して2兆8,295億ルピー、そして非計画支出は1兆1,049億ルピー(21.8%)増加して6兆1,799億ルピーになった。計画支出の増加は、中央計画支出が農村開発支出を中心に増加し、州政府支援が外国援助のほか、灌漑やJNNURMへの予算配分により増加したことによる(RBI [2009b])。一方、非計画支出は、利払い費、金利補助、肥料補助金、国防費が予算時に比べて大幅に増加したことによる(RBI [2009b])。

一方、歳入面では、税率の引き下げと経済成長の減速により、税収が予算時から4,118億ルピー(8.1%)減少して4兆6,597億ルピーとなり、これに伴い経常収入は6兆293億ルピーから5兆6,217億ルピーに減少した。

この結果、経常赤字は予算編成時の5,518億ルピーから修正時には2兆4,127億ルピーに増加し、財政赤字は1兆3,328億ルピーから3兆2,651億ルピーに増加した。

表6 2008/09年度と2009/10年度の中央政府予算(単位：1,000万ルピー)

	2008/09 原案	2008/09 修正	2009/10 原案
1. 経常収入	602,935	562,173	614,497
2. 税収	507,150	465,970	474,218
3. 税収以外	95,785	96,203	140,279
4. 資本収入	140,724	338,780	406,341
5. 非債務性収入	14,662	12,265	5,345
6. 債務性収入とその他負債	133,287	326,515	400,996
7. 総収入(=1+4)	750,884	900,953	1,020,838
8. 計画支出	243,386	282,957	325,149
9. 中央計画支出	179,954	204,129	239,840
10. 州政府援助	63,432	78,828	85,309
11. 非計画支出	507,498	617,996	695,689
12. うち利払い費	190,807	192,694	225,511
13. うち国防費	105,600	114,600	141,703
14. うち補助金	71,431	129,243	111,276
15. 経常支出	658,119	803,446	897,232
16. 計画支出	209,767	241,656	278,398
17. 非計画支出	448,352	561,790	618,834
18. 資本支出	92,765	97,507	123,606
19. 計画支出	33,619	41,301	46,751
20. 非計画支出	59,146	56,206	76,855
21. 総支出(=8+11=15+18)	750,884	900,953	1,020,838
22. 経常赤字(=15-1)	55,184	241,273	282,735
23. 財政赤字(=21-1-5)	133,287	326,515	400,996

(出所) MOF, Union Budget 各号にもとづき作成。

(注) 「6. 債務性収入とその他負債」には、現金残高の取崩が含まれている。

対GDP比では、経常赤字と財政赤字は当初予想された1.0%と2.5%から4.4%と6.0%にそれぞれ上昇し、FRBM法に規定された財政健全化目標を大幅に超過することになった。

### (3) 中央銀行の対応：資本流出下での流動性管理

2008/09年度のRBIの政策運営は、世界金融危機の影響を受けて、2008年9月中旬を境に金融引締めから金融緩和に、そして流動性の吸収から流動性の注入に180°転換した。2008年9月までの間、RBIは国際商品価格の上昇を背景としたインフレ圧力を抑制するために、2008年4月から7月にかけてCRRを7.50%から9.00%に引き上げ、6月から7月にはレポレートを7.75%から9.00%に引き上げることを決定した。またRBIは、2008年5月までは外貨をネットで購入していたが、5月以降、資本流入の減少に伴う為替レートの過度な変動に対応するために8月を除いて、外貨をネットで売却することに転じた。これにより国内流動性はさらに吸収されることになり、その結果、MSSの下での入札は4月末以降中止され、政府債券の発行は9月2日以降、停止

された(RBI [2009d])。その一方、資本フローとともにインドの国内流動性に大きな影響を及ぼす中央政府の現金残高は、2008年9月までは6月中旬の前払い納税の時期を除いて、総じて減少傾向にあり、国内流動性を緩和する役割を果たしていた。金融市場では、コールレートが2008年9月中旬まで、LAF コリダーの範囲内で維持され、銀行システムの摩擦的な流動性要件はLAFを通じて満たされていた。

しかし、2008年9月中旬、アメリカの大手投資銀行の破綻や買収に伴い、国際金融市場が混乱すると、インド経済も金融面で影響を受けた。例えば、本節第1項で見たように、国際的な流動性の急速な収縮により、外国での資金調達が困難になったインド企業は、代替手段として国内投資信託から資金を引き上げたが、これは投資信託が多くの資金を投資してきた非銀行金融機関への資金フローにも影響を及ぼした。また

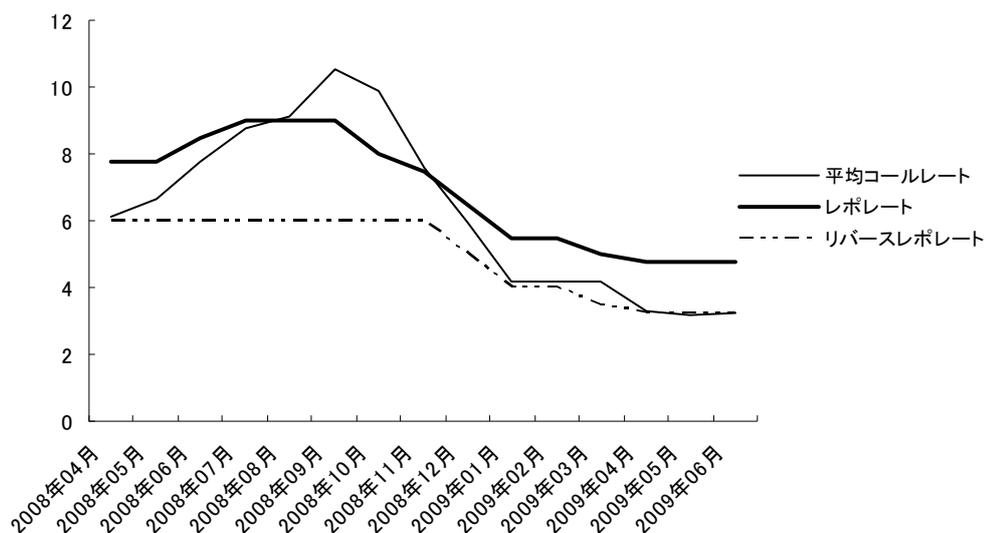
表7 RBIの流動性管理(単位：1,000 万ルピー)

	2007/08	2008/09		
	Q4	Q1	Q2	Q3
流動性の要因(=1+2+3+4)	43,405	6,061	-18,917	-101,304
1. RBIのネットの外国為替購入	82,822	-8,555	-40,249	-112,168
2. 流通現金	-34,058	-30,071	12,294	-40,096
3. 中央政府のRBIへの余剰現金残高	4,005	40,073	-3,845	36,554
4. その他(残差)	-9,364	4,615	12,884	14,406
流動性の管理(=5+6+7+8)	16,010	-37,659	7,217	133,325
5. MSS	-8,675	-6,041	628	53,754
6. CRR	0	-28,000	-29,750	140,000
7. LAFレポ	16,485	-18,260	24,390	-71,110
8. 公開市場操作	8,200	14,642	11,949	10,681

(出所) RBI, Macroeconomic and Monetary Developments 各号にもとづき作成。

(注) 数値の前にある“-”は銀行システムから流動性を吸収することを示している。

図4 コールレートの推移(単位：%)



(出所) RBI, Annual report 各号、並びに Macroeconomic and Monetary Developments 各号にもとづき作成。

外国為替市場の為替変動を抑えるために RBI が行ったドル売り介入は、9月の前払い納税という一時的な要因と相まって、ルピーの国内流動性を低下させることにつながった(表7参照)。金融市場では、コールレートがこうした厳しい流動性状況を反映して、9月中旬から10月末にかけてLAF コリダの上限を超えて推移した(図4参照)。

こうした事態を受け、また年初来続いたインフレ圧力が低下したこともあり、RBIは9月中旬以降、金融引締めから金融緩和に政策を転換し、国内通貨ルピーと外貨ドルの流動性供給を拡大し、生産部門への信用フローを維持する措置を講じている(Subbarao [2009])。2008年9月中旬以降のRBIによる金融緩和措置は以下のとおりである(詳細は別添2のとおり)。

まずルピーの流動性を拡大するために、RBIはMSSの下での新規債券の発行を停止し、既存のMSS債券を買い戻した。これにより、MSSの残高は2008年5月のピーク時の1兆7,536億ルピーから2009年3月時点で8,807億ルピーまで減少した(図2参照)。またRBIはCRRを2008年7月から翌年1月までの間、9.00%から5.00%に引き下げ、金融システムに1兆6,000億ルピーの1次流動性を注入した。さらに、RBIは政策金利も引き下げ、レポレートを9.00%から4.75%、そしてリバースレポレートを6.00%から3.25%にそれぞれ引き下げた。

一方、ドルの流動性を管理するための措置としては、RBIは非居住者外貨預金(FCNR(B))と非居住者内貨預金(NR(E)RA)に対する上限利率の引き上げ、対外商業借入に対する規制緩和、非銀行金融機関と住宅金融会社の外国借入へのアクセス容認、企業の外貨建て転換社債の買戻しの容認などを実施した(Subbarao [2009])。

以上のように、2008年9月中旬を境に、国際的な流動性の低下がインド国内にも波及すると、RBIは従来の資本流入に伴う流動性吸収から資本流出に伴う流動性供給に方針転換することが求められた。RBIは様々な手段を通じて、国内通貨と外貨の流動性を拡大し、それまで不胎化のために用いてきたMSSを国内に流動性を供給するための主要な手段として活用したのである。

こうした一連の流動性管理の結果、金融市場ではコールレートが2008年11月以降、LAF コリダの範囲内に収まり、安定を取り戻している。しかし、国内の流動性不足は、商業部門に対する信用供与という点で依然十分に解消された訳ではない。2007/08年度と2008/09年度の商業部門に対する資金フローを比較すると、銀行と銀行以外の双方で資金フローは減少している。このため、流動性の制約が国内経済活動の停滞をもたらすことのないよう、RBIには適切な流動性の管理が引き続き求められている。

### 3. 本章の結論：新政権下での財政・金融政策の展望と課題

2009年4月から5月にかけて行われた連邦下院選挙では国民会議派を中心とするUPAが議席数を増やし、引き続き政権を担当することになった。今回の選挙では政権交代が起こらなかったこともあり、新政権の財政政策について大きな方針の転換はこ

れまでのところ発表されていない。また金融政策に関しても、2009年4月のRBIによる年次政策表明のなかで、引き続き高成長への回帰を後押しするために信用を拡大するという方針が打ち出されており、その後、大きな方針の変更は発表されていない。このため、RBIはこれまでと同様、当分の間、金融緩和と流動性拡大を通じて、世界金融危機の影響に対応するものと考えられる。

このように、新政権下の財政・金融政策は2009年5月を境に大きく転換しなかったため、本節ではUPA政権1期目の実績や世界金融危機への対応、そして選挙綱領や政権発足後に発表された資料などに基づき、新政権下での財政・金融政策を展望し、今後の課題について論じたい。

### (1) 財政政策：2009/10年度中央政府予算の概要と今後の課題

UPAを構成する国民会議派は、2009年3月25日、連邦下院選挙にあたり選挙綱領を発表した。そこではUPA政権が過去5年間、政権の基本方針である最小共通綱領(NCMP)に沿って高成長を達成し、農村部や貧困層にも配慮した包摂的成長を実現してきたことを強調するとともに、直近の課題として減速している経済成長の回復を重視し、選挙後により急速で、より包摂的な成長回帰を目標とする2009/10年度通常予算を速やかに提示することを明らかにした。UPAはその後、下院選挙で議席数を増やし、引き続き政権を担当することになり、7月6日、2009/10年度の中央政府予算を議会に提出した。

前述のように、UPAは2008/09年度予算成立以降、不安定な世界経済の国内経済に対する悪影響を回避するために様々な財政措置を講じた。その結果、総支出が大幅に増加する一方、総収入は僅かに減少し、財政赤字と経常赤字はFRBM法で規定された財政健全化目標を達成することはできなかった。2009/10年度通常予算でも現行の経済情勢の下、財政健全化目標を凍結して、社会セクターやインフラ整備など特定部門への公共支出を拡大し、需要と雇用を創出することで、インド経済を高成長の軌道に乗せることを第一目的としている。

2009/10年度予算の総収入・総支出は、前年度修正時に比べて1兆1,988億ルピー(13.3%)増加して、10兆2,083億ルピーになっている(表6参照)。歳出面では、経常支出の増加が9,378億ルピーで、歳出増加の78.2%を占めている。経常支出の増加は、主に計画支出の中央計画支出と非計画支出の利払い費の増加による。政府は経済成長の勢いを持続し、包摂的成長を実現するために、社会セクターや農村部と都市部のインフラ整備など特定部門への公共支出を増加した。これにより、計画支出は前年度から4,219億ルピー増え、3兆2,514億ルピーになった。

一方、非計画支出は前年度から7,769億ルピー増加して、6兆9,568億ルピーになった。非計画支出では利払い費が総額と増加額の点で最も大きな項目になっている。利払い費はこれまで財政健全化の過程で、経常収入に対する比率が2003/04年度の47.0%

から 2007/08 年度の 31.6%に低下するなど安定的に推移してきた。しかし、前年度予算の修正時以降、大幅に増額され、経常収入に対する比率も上昇に転じており、今年度予算でも利払いに対する負担は増加している。ちなみに非計画支出のうち、2008/09 年度予算で大幅に増額された補助金は、2009/10 年度予算では前年度に比べて 1,796 億ルピー減の 1 兆 1,127 億ルピーに抑制されている。

歳入面では、経常収入が税収以外、そして資本収入が債務性収入を中心に増加している。経常収入ではこれまで税収の増加が大きな位置を占めてきた。2009/10 年度予算でも税収は経常収入の 7 割強を占めているが、現在の経済情勢から前年度に比べて 824 億ルピーの増加にとどまっている。これに対して、税収以外は今年度は 4,407 億ルピー増加する見通しである。一方、資本収入では、市場借入を中心とする債務性負債が大幅に増加している。景気後退と減税により収入が減少するなか、支出は増加しており、その不足分を資本収入、とりわけ債務性収入が補填している形となっている。

以上から、2009/10 年度予算では、経常支出が総支出の増加、そして債務性資本収入が総収入の増加にそれぞれ大きく寄与していることが分かる。2009/10 年度予算では経常赤字と財政赤字は 2008/09 年度修正時に比べてそれぞれ 4,146 億ルピーと 7,448 億ルピー増加し、対 GDP 比でも経常赤字と財政赤字は 2008/09 年度修正時からさらに上昇し、4.8%と 6.8%になると見込まれている。

2009/10 年度予算は、世界的な景気後退のなか、国内経済を高成長の軌道に乗せることを第一目的に包摂的成長の実現を図る一方、内需拡大の手段として拡張的な財政支出を実施した。しかし今後、政府は中期的に国内経済の成長回復とともに、財政規律の回復という課題にも取り組まなければならない。これまでの財政健全化は歳入主導により達成された。従って、成長減速で歳入増加の勢いが減退している現状では、歳出面の改革が不可欠である。包摂的成長の実現に向けて、物的・社会的インフラ投資を増加する財政的余地を残すために、2008/09 年度修正時以降、大幅に増加した利払い費や補助金などの非計画経常支出を持続可能な水準まで削減すること、そして利払い負担の原因となる政府借入の増加に歯止めをかけることが 2 期目を迎えた UPA 新政権の財政政策上の重要な課題となると考えられる。

## (2) 金融政策：流動性管理と物価水準の安定に向けて

2008/09 年度は RBI の金融政策運営において前例のない一年となった。2008/09 年度上半期には、国際商品価格の急騰に伴い国内インフレ率が上昇し、RBI は CRR やレポレート引き上げなどの金融引締めを通じてインフレ上昇に対応した。しかし、9 月中旬のアメリカにおける大手投資銀行の破綻や買収を契機に、年初来勢いを失っていたインドへの外国資本は流入減少に拍車がかかり、3 四半期には流出超過に転じ、また国内企業の外国での資金調達も困難になった。こうした状況の下、WPI インフレ率の上昇が 8 月以降緩和されたこともあり、2008/09 年度下半期の RBI の主要な政策

課題は、インフレ抑制から国内流動性の拡大に移り、RBIは10月以降、CRRの引き下げ、レポ・リバースレポレート引き下げ、MSS債券の買戻しなどを通じて流動性不足の解消に努めている。

2008/09年度の国内商業部門に対する流動性は、前年度に比べて、外国からの資金供給を中心に大きく低下している。また2008/09年度第4四半期の資本フローは、第3四半期に続き、依然、流出超過となっている。しかし、直近のデータではインドの株式市場に対する外国機関投資が2009年3月以降、買い越しに転じるなど、外国資本がインドに戻る兆候も見られる。将来、国内外の経済情勢が改善に向かうことで、インドへの資本流入が増加し、中期的には再び流入超過になることも予想される。このため、国内外の経済情勢や資本フローの動向に一層注目し、機動的に流動性を管理することがRBIにとって、今後の重要な課題になると考えられる。

以上、本章ではインドの金融政策について、主に流動性管理という観点から検証してきたが、本項の最後に、RBIの主要な政策目標である物価安定に関する最近の議論を取り上げたい。

前述のとおり、RBIの政策目標は、一般的に物価水準を安定させ、生産的な部門に適切な信用供給を図ることと理解されている。RBIは1998年4月以降、「複数指標アプローチ(Multiple Indicator Approach : MIA)」という政策フレームワークの下、貨幣増加の他、為替レート、財政収支、貿易、資本フローなどの動向を参照し、政策目標の達成を図ってきた。MIAの下、インフレ率は平均値ではそれ以前に比べて大きく低下しており、この点ではインドの金融政策はある程度の成功を収めている。しかし、2008/09年度のWPIインフレ率の推移にも見られるように、インフレ率の変動幅は依然大きく、実際、インフレ率の分散はMIAへの移行後も平均値ほどの改善を示していない<sup>6</sup>。

インドのインフレ率は、国内の需給バランス以外にも、資本フローや輸入価格など中央銀行がコントロールできない様々な要因から影響を受けている。このため、近年、インド政府のハイレベル委員会はRBIが政策運営においてインフレ目標を明示的に設定・公表する「インフレターゲティング」に転換することを勧告しているが、現時点では困難であると考えられる。実際に、関連する先行研究もインドがインフレターゲティングを導入する環境にはないことを指摘している(Singh [2006], Jha [2008], Chakraborty [2008])。しかし、インドが持続的な経済成長を持続するためには、国内物価水準の安定は不可欠な要素である。従って、RBIはインフレ率の低下のみならず、インフレ変動の抑制にも留意して、政策運営を行うことが中期的な金融政策の課題として求められることになるだろう。

## 注

<sup>1</sup> 2009年6月4日、プラティバ・パーティル大統領は連邦下院選挙後初となる国会で演説し、今後5年間のUPA新政権の基本方針について述べた。同大統領はこの演説のなかで、バーラト建設計画に関して2009年までに達成できなかった目標は新政権下で行われる第2期計画において一層強化された目標とともに実施することを明らかにした。

<sup>2</sup> インドの商業銀行は受け入れたネットの預金総額の一定割合を国債やその他政府指定債券の購入に当てることを義務付けられている。この制度のことをSLR規制という。

<sup>3</sup> インドの商業銀行は受け入れたネットの預金総額の一定割合をRBIに現金残高という形で保有することを求められている。この割合のことをCRRという。

<sup>4</sup> レポレートはRBIが市中銀行に不足資金を注入する際に適用される利率であり、リバースレポレートはRBIが市中銀行から余剰資金を吸収する際に適用される利率である。

<sup>5</sup> 2009年2月26日、MSSに関する覚書は改正され、不胎化された流動性をMSSの現金勘定から政府の通常の現金勘定に移管することが認められることになった。この背景には外国資本の流入から流出への変化とこれに付随する1次流動性の流出が外国為替市場におけるRBIのオペレーションに影響を与えていることが挙げられる(RBI [2009d])。

<sup>6</sup> 1990年1月から2009年5月までの期間について、MIAが導入された1998年4月を境にWPIインフレ率の平均と分散を計算すると、平均値は0.69から0.41に小さくなっているが、分散は0.49から0.56に大きくなっていることが分かる。

## 別添1： 2008年12月以降のインド政府による景気対策

### 1. 2008年12月7日発表の景気対策

- ① 政府は景気刺激のために、当該年度に2,000億ルピーまで追加的な計画支出枠を設定する。
- ② 追加的な支出を促す即効措置として、すべての品目に対する物品税(CENVAT)の14.0%、12.0%、8.0%の3種類の税率を一律4.0%引き下げる。但し、石油製品と現行税率が4.0%未満であるものは除く。
- ③ 輸出促進のため、(手織り・カーペット・手工芸品などの)繊維製品、皮製品、宝飾品、海産物、そして中小企業部門などの労働集約的な輸出品について、出荷前・出荷後の輸出信用に2.0%の金利補助を行う。これは2009年3月31日まで、年間7.0%の最低利率の下、供与する。
- ④ ターミナル物品税と中央売上税の完全な還付を保証するために、110億ルピーの追加資金を供与する。
- ⑤ 輸出インセンティブスキームのために、35億ルピーの追加配分を行う
- ⑥ インド輸出信用公社に35億ルピーまで政府保証を与え、困難な状況にある市場や製品の輸出に対して保証を提供できるようにする。
- ⑦ 輸出業者は、輸出品FOB価格の10.0%まで、外国代理店手数料に対するサービス税の還付が受けられる。また輸出業者は関税払戻制度の恩恵を受けられる一方、アウトプットサービスに対するサービス税の還付も受けられる。
- ⑧ 無担保貸付を促進するために、零細小規模企業向け信用保証スキームの貸付額を500万ルピーから1,000万ルピーに拡大し、貸付額の50.0%を保証対象にする。
- ⑨ 銀行が信用保証スキームの下でより多くの貸付をカバーできるように、現行の信用保証スキームの下でカバーされる貸付の利率固定期間を24ヶ月から18ヶ月に短縮する。
- ⑩ 政府は、中小零細企業に対する迅速な支払いを保証するために、中央公共部門企業と州公共部門企業に対して、それぞれ勧告・要求する。
- ⑪ 技術向上基金(Technology Up-gradation Fund)スキームの未払いを完済するために、140億ルピーを追加配分する。
- ⑫ すべての手工芸品をVishesh Krishi and Gram Udyog Yojanaに含める。
- ⑬ 官民連携モードのインフラ計画を支援するために、インドインフラ金融公社に2009年3月31日までに非課税債券の発行を通じて1,000億ルピー調達することを認可する。
- ⑭ 政府の部局は認められた予算内で公用車を買換える機会を利用することを許可される。
- ⑮ 電力部門で利用されるナフサに対する輸入関税を免除する。
- ⑯ 粉鉄鉱石に対する輸出関税を免除し、塊鉄石に対する輸出関税を5.0%に引き下げる。

### 2. 2009年1月2日発表の景気対策

- ① 中央銀行の認可ルートの下、対外商業借入(External Commercial Borrowings : ECB)の利率上限を撤廃する。

- ② 住宅部門の資金アクセスを容易にするために、中央銀行の認可ルートの下、「統合的タウンシップ開発」が ECB の最終用途として許可される。
- ③ インフラ整備のための資金調達を行っている非銀行金融機関は、中央銀行の認可ルートの下、多国間もしくは二国間金融機関を通じて ECB にアクセスすることが許可される。
- ④ 社債市場に勢いを付けるために、外国機関投資家によるインド国内のルピー建て社債投資上限を 60 億ドルから 150 億ドルに引き上げる。
- ⑤ 特定の条件を満たす非銀行金融機関への投資適格債券に対して、流動性支援を行うために、特別目的事業体を設立する。ここで提供される流動性は 2,500 億ルピーを予定している。
- ⑥ 公共部門銀行との間で、非銀行金融機関に対して商用車購入のための融資枠を設ける取り決めを取り付ける。
- ⑦ 現下の経済のニーズを反映するように、公共部門銀行の信用目標を上方修正する。政府は公共部門銀行の部門別信用の引当を 2 週間ごとにモニターする。
- ⑧ 州レベルの銀行委員会で月例会を開催し、零細中小企業の信用問題に対する銀行による解決を監督する。また零細中小企業局と金融サービス局が協力して、この分野の進展をモニターするための部署を設置する。
- ⑨ 零細企業に対する信用フローを拡大するために、信用保証基金信託による保証範囲を 50 万ルピーまでの信用について 85.0%まで引き上げる。
- ⑩ 州政府は歳入増加の減速により、歳出をファイナンスするための制約に直面している。州政府レベルで歳出の勢いを持続するために、州政府は、資本支出のために州内総生産の 0.5%(3,000 億ルピー)を本年度中に追加的に市場から借り入れることを許可される
- ⑪ 今後 18 ヶ月間、競争金利で 7,500 万ルピーのプロジェクトに追加融資するために、インドインフラ金融公社は非課税債券を通じて、追加的に 3,000 億ルピーを調達することができる。
- ⑫ 2008 年 11 月以降、ルピーが対ドルで 4.0%近く増価していることを考慮し、関税受給パスブック (DEPB) 税率を 2008 年 11 月以前の水準に戻すことが決められた。短期的に、将来の契約に対して制度の予測可能性と安定性を提供するために、DEPB スキームは 2009 年 12 月 31 日まで延長された。
- ⑬ ニット繊維・自転車・農具・特定糸などに対する税払い戻しを拡大し、2008 年 9 月 1 日に遡って行う。
- ⑭ 輸出業者は多くの手続き上の問題を引き起こしている。そこでは手続きの修正により、輸出業者が直面する遅延は軽減することができる。類似の問題を含めて考慮するために、政府は財務次官を長とする委員会を発足し、早急にこの輸出業者が直面する問題を検証し、解決することを決めた。
- ⑮ インド輸出入銀行は RBI から 500 億ルピーの融資枠を得て、インドの輸出業者に対して競争利率でルピーもしくはドル建ての出荷前・出荷後の(輸出)信用を供与する。
- ⑯ TNT の鉄棒や構造物に対する相殺関税、そしてセメントの相殺関税と特別相殺関税の免除を撤廃する。また亜鉛と合金鉄に対する基礎関税の完全免除も撤廃する。これらはインフレ抑制のために実施されていた。

- ⑰ 政府は州政府と協力して、州政府が低中所得層向け住宅スキームのために土地を放出することを促進する。
- ⑱ 州政府は、2009年6月30日までの1回限りの措置として、ジャワハルラール・ネルー全国都市再生ミッション(JNNURM)の下、都市交通システムのためのバス購入に対して支援を受けられる。
- ⑲ 2009年1月1日から2009年3月31日の間に購入された商用車について、50.0%の加速減価償却を用意する。
- ⑳ 来年の計画支出には公共部門銀行の再資本化提案が含まれることになる。再資本化は2年間に2,000億ルピーが予想される。これは銀行システムが2009/10年度の経済の勢いを維持するために必要な信用提供において、自己資本の制約を受けないことを保証する助けになるだろう。

### 3. 2009年2月24日発表の景気対策

- ① 2008年12月7日から施行された物品税の一律4.0%引き下げを2009年3月31日以降も実施する。さらに中央物品税を10.0%から8.0%に引き下げる。
- ② 課税可能なサービスに対するサービス税を12.0%から10.0%に引き下げる。

(出所)インド首相官邸のウェブサイト、並びにインド上院のウェブサイトにもとづき作成。

### 別添2： 2008年9月中旬以降のRBIによる金融緩和措置

#### 1. 金融手段

- ① レポレート率を2008年10月20日以降、9.00%から5.00%に引き下げる。
- ② リバースレポレート率を2008年12月8日以降、6.00%から3.50%に引き下げる。

#### 2. ルピーの流動性拡大

- ① 現金準備率(CRR)を2008年10月11日以降、9.00%から5.00%に引き下げる。
- ② 法定流動性比率(SLR)を2008年11月8日から2週間で、25.0%から24.0%に引き下げる。
- ③ 地域農村銀行を除くすべての指定商業銀行がインド準備銀行(RBI)から最長90日間、レポレートでネットの預金総額の1.0%までリファイナンスを受けられることができる特別なリファイナンスファシリティーを導入する。銀行はこのファシリティーを通じて、零細小規模企業に対する貸付を拡大することが推奨される。このファシリティーは2009年9月30日まで実施する。
- ④ 流動性調整ファシリティー(LAF)の下、6,000億ルピーの期間レポファシリティーを開始し、銀行が投資信託、非銀行金融機関、住宅金融会社などの流動性圧力を緩和することを可能にする。このファシリティーは2009年9月30日まで利用することができる。
- ⑤ 市場安定化スキーム(MSS)の下で発行された国債を買い戻すメカニズムを導入し、より持続的な性質の流動性をシステム内に注入するための手段を提供する。

- ⑥ 船積み前と船積み後のルピー建て輸出信用の権利期間をそれぞれ 2008 年 11 月 15 日と 2008 年 12 月 1 日から 90 日間延長する。
- ⑦ 指定商業銀行からインド小企業開発銀行(SIDBI)と国立住宅銀行(NHB)に対してそれぞれ 200 億ルピーと 100 億ルピーを充当し、2009 年 3 月時点で優先部門に対する銀行貸付が不足するという予測に備える。
- ⑧ すべての標準資産に対する引当要件を 0.40%という統一水準に引き下げる。但し、農業と零細小規模企業に対する直接貸付は例外とし、これまでと同様、0.25%の引当とする。
- ⑨ 以前、引き上げた特定部門に対する銀行のエキスポージャーに対するリスクウェイトを下方に改訂する。
- ⑩ 住宅、輸出、中小企業部門に対して流動性を供給するために、RBI は 2010 年 3 月まで、NHB に 400 億ルピー、インド輸出入銀行に 500 億ルピー、SIDBI に 700 億ルピーのリファイナンスファシリティーを提供する。

### 3. 外貨の流動性拡大

- ① 国内の外国為替市場における外貨供給を増加させるために、エージェント銀行を通じて外貨(ドル)の売却を継続し、あるいは需給ギャップを解消するために直接介入する。
- ② 石油債に対する公的な石油会社からの外貨要求に応えるために、特別な市場オペレーションを開始する。
- ③ 外貨の輸出信用に対する上限利率を LIBOR プラス 3.50%に引き上げる。
- ④ NHB に登録している住宅金融会社は、NHB のプルーデンシャル基準に従い、認可ルートの下、一時的な措置として短期の外貨建て借入から資金を調達することが認められる。
- ⑤ 海外業務を行うインドの銀行が外国支店における短期的な資金調達を柔軟に管理できるように、3 ヶ月間の外国為替スワップファシリティーを提供する。
- ⑥ 2008 年 9 月 16 日以降、非居住者外貨預金口座(FCNR(B))と非居住者内貨預金口座(NR(E)RA)の上限金利を 1.75%引き上げる。
- ⑦ インド企業からの外貨建て転換社債を満期前に買い戻すという申し出は、特定の条件に従って、転換社債の割引程度と資金の調達源に応じて検討する。
- ⑧ 平均満期が 3 年から 5 年と 5 年以上の対外商業借入の上限金利は、それぞれ LIBOR プラス 3.00%と LIBOR プラス 5.00%に引き上げられる。3 年未満の貿易信用に対する上限金利は 6 ヶ月 LIBOR プラス 2.00%に引き上げられる。
- ⑨ 1 年度 1 件当たり 5 億ドルまでの対外商業借入は、自動的に認可される。
- ⑩ インフラ部門への資金調達に関与している非銀行金融機関は、インフラ部門に対する貸付において、多国間・地域金融機関や政府系開発金融機関からの承認ルートで、対外商業借入を利用することを認められる。

(出所) RBI [2009d]にもとづき作成。

<参考文献>

[英語文献]

- Chakraborty, L. [2008] “Analysing the Rangharam Rajan Committee Report on Financial Sector Reforms,” *Economic and Political Weekly* 43(25), pp. 11-14.
- Indian National Congress [2009] *Lok Sabhs Elections 2009 Manifesto of the Indian National Congress*, March.
- Jha, R. [2008] “Inflation Targeting in India: Issues and Prospects,” *International Review of Applied Economics* 22(2), pp. 259-270.
- Mohan, R. [2008] “The Role of Fiscal and Monetary Policies in Sustaining Growth with Stability in India,” *RBI Bulletin*, Mumbai: RBI, December, pp. 2081-2118.
- [2009] “Global Financial Crisis: Causes, Impact, Policy Responses and Lessons,” *RBI Bulletin*, Mumbai: RBI, May, pp. 879-904.
- Ram Mohan, TT [2009] “The Impact of the Crisis on the Indian Economy,” *Economic and Political Weekly* 44(13), pp. 107-114.
- Reddy, Y.V. [2005] “Monetary Policy: An Outline,” *RBI Bulletin*, Mumbai: RBI, March, pp. 219-223.
- Singh, K. [2006] “Inflation Targeting: International Experience and Prospects for India,” *Economic and Political Weekly* 41(27-28), pp. 2958-2961.
- Subbarao, D. [2009] “The Global Financial Turmoil and Challenges for the Indian Economy,” *RBI Bulletin*, Mumbai: RBI, January, pp. 9-19.

[インド政府・中央銀行刊行物]

- Government of India (Ministry of Finance) [2007] *Report of the High Powered Expert Committee on Making Mumbai an International Financial Centre*, New Delhi: MOF, February.
- [2009a] *Union Budget 2009-2010 (Interim)*, New Delhi: MOF, February.
- [2009b] *Union Budget 2009-2010*, New Delhi: MOF, July.
- [various issues] *Union Budget*, New Delhi: MOF.
- Reserve Bank of India [2005] *Annual report 2004-05*, Mumbai: RBI, August.
- [2008a] *Annual report 2007-08*, Mumbai: RBI, August.
- [2008b] *Handbook of Statistics on Indian Economy 2007-08*, Mumbai: RBI, October.
- [2009a] *Annual Policy Statement 2009-10*, Mumbai: RBI, April.
- [2009b] “Union Budget 2009-10 (Vote-on-Account)” *RBI Bulletin*, Mumbai: RBI,

- April, pp. 575-600.
- [2009c] “India’s Balance of Payments Developments during the Fourth Quarter (January-March 2009) of 2008-09 and 2008-09 (April-March)” *RBI Bulletin*, Mumbai: RBI, April, pp. 1039-1065.
- [2009d] *Macroeconomic and Monetary Developments in 2008-09*, Mumbai: RBI, April.
- [various issues] *Annual report*, Mumbai: RBI.
- [various issues] *Macroeconomic and Monetary Developments*, Mumbai: RBI.
- [various issues] *RBI Bulletin*, Mumbai: RBI.