

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

資本移動の自由化を模索するインド

～ 1990年代以降の対外自由化政策の流れとタラポル委員会の勧告の意義～

(財)国際通貨研究所

上席研究員 松井謙一郎

matsui@iima.or.jp

(要旨)

- 1、インドは1990年代に緩やかな対外開放・経済自由化政策を進めてきた。1997年には本格的な資本移動自由化推進のための委員会を設置して検討を行った。しかし、1997年のアジア通貨危機の発生、1998年の核実験実施による国際社会からの制裁などを受けて資本移動の自由化は遅れた。
- 2、2006年7月、資本移動の自由化拡大を検討する専門委員会（タラポル委員会）が、中銀に対して2011年3月までに内外資本移動の自由化推進のため外為規制緩和を勧告。この内容をについてインド国内では賛否が分かれ、議論が沸いた。中銀は当該問題に関するワーキンググループを組成し、課題を検討することを表明した。
- 3、国内の金融市場の基盤が十分でないままで自由化を進めた場合、国内企業や金融機関の資金調達に過度に依存する、あるいは国内の資金の海外逃避が生じるなどの形で資本流入・流出の両面で不安定性が高まるリスクがある。このため、委員会の勧告では段階的に課題を克服しつつ自由化を推進するアプローチを取っている。
- 4、インドが独自の国内金融政策を維持する限り、内外資本移動の自由化と為替相場の安定性の間にはトレードオフの関係が生まれ、両立はしない。インドがこの両立することのない二つの政策命題の間にはどのようなバランスを実現するのか、中国と並ぶその経済規模の相対的な大きさもあり、今後の途上国の政策・制度論議に影響を与えよう。

1、1990年代以降のインドの経済自由化政策の流れ

まず90年代から現在までのインドの通貨・金融制度と資本移動規制改革の概

要を確認しておこう。

【1990年代の経済自由化政策の動向】

インドは、独立以降国家主導による社会主義的体制の構築を目指していたが、1980年代には部分的な経済自由化を含む混合経済体制に移行した。しかしながら経済体制は依然として非効率・脆弱な状況にあった。これに加えて湾岸戦争勃発による中東での出稼ぎ労働者からの本国送金の減少などから経常収支赤字が拡大し、1991年に外貨危機に陥った。こうした状況を克服するために、本格的な経済自由化路線への政策転換が行われた。具体的には、外資の積極活用、貿易制度改革、為替切下げと管理変動相場制度への移行などの政策が取られた。資本移動規制の面では、非居住者による直接投資、証券投資分野での自由化が進んだ。

海外からの投資は、1991年に経済自由化に転じて以降規制緩和が進んできたが、インドでは他のアジア諸国一般に比べ資本市場が発達していたため、証券市場を通じた海外からの資本流入がこの自由化の過程で進んだ面がある。1992年にインド証券取引所法が成立し、SEBI (Securities and Exchange Board of India) も特殊法人化するなど体制が整えられた。それ以前は企業の資本調達は厳しく制限されていたが、SEBIに登録すれば、外国投資家からも資本調達できる (= 海外からの証券投資) ようになった。

1994年にはIMF8条国へ移行し、対外開放政策は1990年代半ばには相応の成果を挙げた。このような状況で、政府は1997年に更なる資本の自由化拡大を検討するために委員会¹を設置。この委員会の報告は、資本自由化を行った11カ国の事例を検討した上で、資本自由化のために必要な政策として、財政赤字の削減、インフレの抑制、金融制度の強化など必要性を提言した。金融制度の強化については、準備率規制から公開市場操作、及び金利政策を利用した金融政策への転換、金利自由化、不良債権の処理等市場メカニズムを用いた政策を勧告した。

しかしながら、委員会報告が1997年6月に公開された1カ月後の7月にタイ・バーツが急落し、アジア通貨危機が他の国にも伝播する状況となったため、資本勘定の自由化は当面見送られることとなった。アジア通貨危機の影響はインドにも及んでルピー相場は下落、これに加えて1998年5月に実施した核実験の

¹この時に設置された委員会は第1次タラ波尔委員会と呼ばれ、2006年に設置された委員会は第2次タラ波尔委員会と呼ばれる。ここでは混乱を防ぐために、2006年に設置された委員会を「タラ波尔委員会」と表記した。

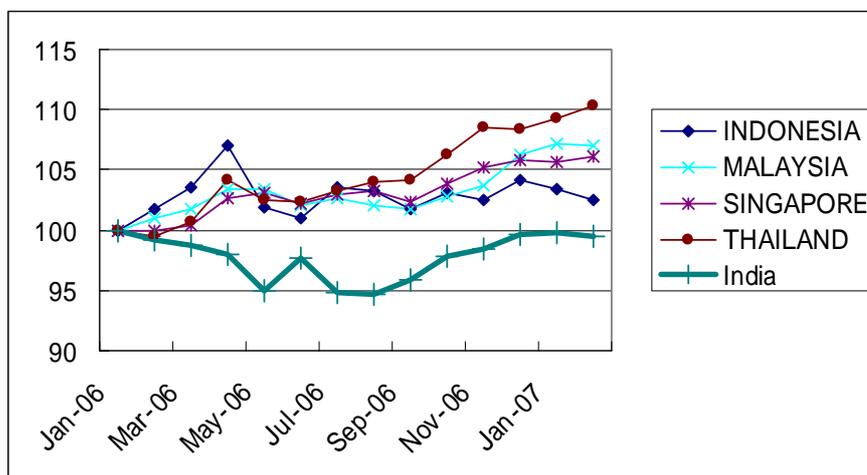
影響がインドの国際社会での立場を悪化させた。アメリカが経済制裁を発表し、日本も新規円借款を停止するなどインドを取り巻く環境は急激に悪化した。

【2000年代に入ってからへの対外自由化の動向】

このような中で「ヒンズ - 人至上主義」を掲げる BJP (インド人民党) が選挙で勝利し、ヴァジパイ政権は、1990年代の「第一世代の改革」に対して新たな「第二世代の改革」というスロ - ガンを掲げ、2000年頃から貿易自由化を中心に経済改革への取組を行った。しかしながら、2000年から2002年にかけて原油価格の高騰や世界的な景気後退に加え、隣国のパキスタンとの緊張の高まり (2001年後半から2002年前半) など背景に、経済成長率は4~5%台にとどまった。

その後2002年後半から2003年にかけて経済は高成長を遂げたものの、貧困層・低所得者層が経済成長の恩恵を受けられないという反発を強めたこともあり、BJPは2004年の総選挙で敗北した。新しく発足したマンモハン・シン政権は規制緩和や社会的弱者救済などの基本政策を掲げ、農村開発や雇用対策に配慮しつつ、経済自由化を進める方針を打ち出している。後述する今般の資本自由化拡大もこのようなシン政権の基本方針の一環であると考えられる。

第1図：インドルピ - の為替レ - トの推移(2006年初を100として指数化)



(出所) IFS のデータより作成

近年、世界の新興市場国全般で、貿易黒字の拡大、資本流入の増加、外為市場での介入による外貨準備の急増などの結果、国内流動性の増加、株式や不動産など資産価格の高騰、インフレの高進傾向が次第に顕著になりつつある。この点でインドを見ると、ルピ - の為替相場は2006年を通じて概ね安定して推移

している（第1図）。これは中銀がルピー相場の上昇を防ぐために恒常的に介入を行って来た結果でもある。また、国内のマネ - サプライは、最近では増加率が20%程度の高い水準で推移していることもあり、政府は金融引締策を続けている。（後述）。

第1表：インドのインフレ率・マネ - サプライの推移（2003年度以降の推移）
（前年比：%）

	2003 年度	2004 年度	2005 年度	2006 年度 06/4-6	06/7-9	06/10-12	07/1-3
消費者物価	4.0	3.6	4.3	5.8	6.1	6.9	7.0
卸売物価	5.5	6.5	4.4	4.6	5.1	5.3	6.4
マネ - サブ ライ(M3)	16.7	12.3	21.2	18.0	18.5	19.4	20.7

（出所）インド中銀の Website のデータより作成

2、資本の自由化拡大に向けた最近の動き

【資本移動の自由化を提唱したタラポル委員会報告】

以上の通り、インドでは1990年代以降緩やかな対外開放政策を進めてきたが、アジア通貨危機、核実験実施による国際社会からの制裁、隣国パキスタンとの緊張の高まり等の政治的な要因もあり、内外資本移動の自由化は当初政府が想定したスケジュールより遅れていた。

インドのシン首相は2006年3月に資本の自由化拡大の検討を中銀（インド準備銀行）に指示した。これを受けて、中銀は2006年7月に、通貨の外貨交換性拡大を検討する専門委員会「タラポル委員会」を発足。タラポル委員会では1997年に専門委員会が行った勧告とその後の進展状況のレビューを行い、これを踏まえて中銀に対して2011年3月までに資本の自由化拡大のための外為規制の緩和実施を勧告した²。

報告書は、検討の趣旨について以下のように述べている。

- (1) インドの資本自由化は1990年代以降進展したが、未だ規制緩和の余地がある。

² 委員会の報告書では、対外的な通貨交換の完全な自由化である「資本勘定の完全交換性」(Full Capital Account Convertibility)の用語を主として使用しているが、本稿では資本取引に対する規制の廃止・完全自由化に向けた提言という側面を重視して「資本の自由化」という用語を使用する。

- (2) 資本の自由化は経済発展を達成するための手段として位置づけられるべきである。
- (3) 国内の膨大な資金需要を賄うためには国内の貯蓄だけでは不足であり、直接投資・対外借入が不可欠である。
- (4) 資本の自由化の目的は、資本・負債のコストの最適化を通じた高水準の投資の実現、競争を通じた金融部門の効率化、個人の資産運用の多様化のための機会提供、である。

これを踏まえて、法人・金融機関・個人の取引形態毎に、フェーズ（2006-2007）、フェーズ（2007-2008、2008-2009）、フェーズ（2009-2010、2010-2011）の3段階に分けて自由化を進めることを勧告した。インドでは1990年代初頭から非居住者による証券投資・直接投資では相応の自由化が進んだことから、今般の資本自由化拡大の検討の対象は、主にインド企業の対外的な借入、個人の対外投資の分野である。現在インド企業の対外的な借入について、一定の条件を満たす借入に関しては中銀の許可が不要（自動認可）であるが、それ以外は全て中銀の個別認可が必要となっている。また、インドの居住者（個人）の対外投資は厳しく制限されている。

第2表：タラポル委員会によるレビュー - と提言の概要

	項目	1997年時点の状況	現状(2006年)	勧告内容
資本の流入	インド企業による対外借入	対外借入に際しては総枠・項目別の枠制限有り	中銀の個別認可を必要としない一般企業の対外借入額の上限は年間5億ドル	対外借入額の上限を10億ドルに拡大する 期間7年以上の長期借入での上限撤廃 現状インフラや設備投資に限定している使用目的を自由化
	非居住者による直接投資	業種別のガイドライン有り	中銀による事前の承認は不要（1997年の勧告は実施済）	[特段無し]
	非居住者による証券投資	非居住者は個別銘柄の10%まで保有可	機関投資家(FIIs)に登録に際して中銀の許可は不要	

資本の流出	インド企業による対外投資	15 百万ドルまでの投資は中銀の許可不要	対外投資額は投資企業の純資産の200%まで可	対外投資額は投資企業の純資産の400%まで可
	居住者（個人）の海外送金	不可	1 個人当たり、年間2万5000ドルを上限に可能	1 個人当たり年間20万ドルまで段階的に引き上げ 投資信託以外の形態での海外市場への投資規制緩和

（出所）インド中銀の Website（タラポル委員会のレポート）より作成

タラポル委員会の勧告内容をめぐっては国内で賛否両論に分かれ、多くの議論が起こった。資本移動の自由化を支持する立場は、自由化により資本の流出入が活発になり、インドへの直接投資の増加、インドの企業の対外的な活動の活性化につながると主張している。これに対して、反対ないしは慎重な立場からは、予測不能な資本移動の増加による不安定性、脆弱性の上昇、資本逃避の可能性などのリスクを指摘している。中銀は、委員会の報告書発表を受けて、本件問題を検討するワーキンググループを組成し、今後現在の規制を再検査し、為替管理上の障害の除去に向けた報告をまとめると発表している。

3、資本の自由化推進とリスク要因

タラポル委員会の報告書は、今後の自由化のための課題として、財政の健全性の強化、銀行部門のリスク管理強化、金融市場の発展、金融政策手段の整備などを指摘している。国内の金融市場の基盤が十分でないままで自由化を進めた場合、国内企業や金融機関の資金調達に過度に依存する、あるいは国内の資金の海外逃避が生じるなどの形で資本流入・流出の両面で不安定性が高まるリスクがある。このため、委員会の勧告では段階的に課題を克服しつつ自由化を推進するアプローチを取っている。

資本の自由化拡大に伴うリスク要因については、インドの現状に則して考えると以下のようにまとめられよう。

第1は資本流入に係るリスク要因である。資本移動の自由化が拡大する中で、更に資金の流入が加速し、国内の株式や不動産価格のバブル的高騰を生み出すリスクがある。最近では資本収支の中で対外借入の比重が増加する傾向にある（第3表）。インド企業による対外借入制限を緩和した場合、「対外借入の増加

国内の流動性の増加「インフレと資産価格の高騰」と連鎖するリスクがある。とりわけ、アジア通貨危機の教訓として、国内企業や金融機関の対外借入れがもたらす通貨相場リスクと資金調達期間リスク（＝短期調達・長期運用）という ALM 上のダブル・ミスマッチ・ポジションを過度に累積させないように当局が監視、コントロールする必要がある³。

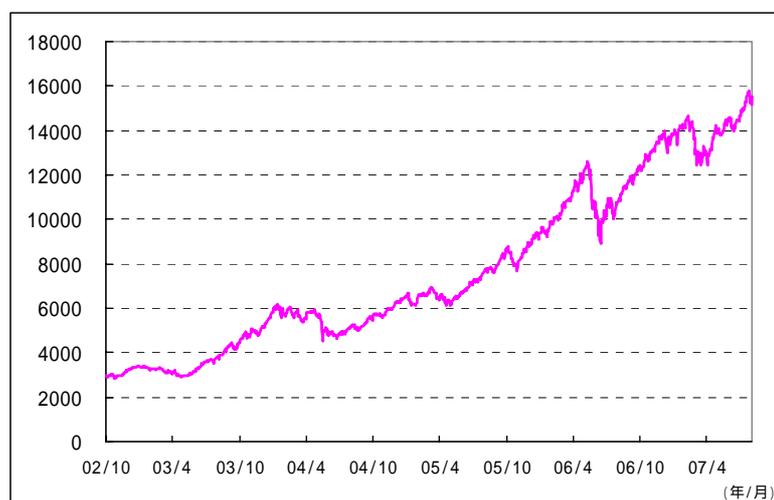
第 3 表：インドの国際収支の状況（2005 年 7 月以降の 4 半期末の推移）

（単位：億ドル）

	05/7-9	05/10-12	06/1-3	06/4-6	06/7-9	06/10-12	07/1-3
経常収支	-36	-48	18	-41	-47	-30	26
資本収支	86	4	109	100	66	107	171
（直接投資）	15	20	24	13	36	23	43
（証券投資）	44	27	43	-5	21	36	18
（対外借入）	18	-41	30	39	15	38	67
総合収支	53	-47	132	64	23	75	205
外貨準備	1,383	1,319	1,459	1,567	1,591	1,707	1,924

（資料）インド中銀の Website のデータより作成（外貨準備の数字は、各 4 半期末の数字）

第 2 図：インドの株式市場の指標推移(ムンバイ証券取引所の SENSEX 指数)



金融引締め政策が継続されていることもあり、インフレ率は相応にコントロールされている状況にある。一方で、資産面での価格上昇圧力はより顕著であり、株式市場では 2006 年 5 月に短期的な反落局面があったものの、その後上昇

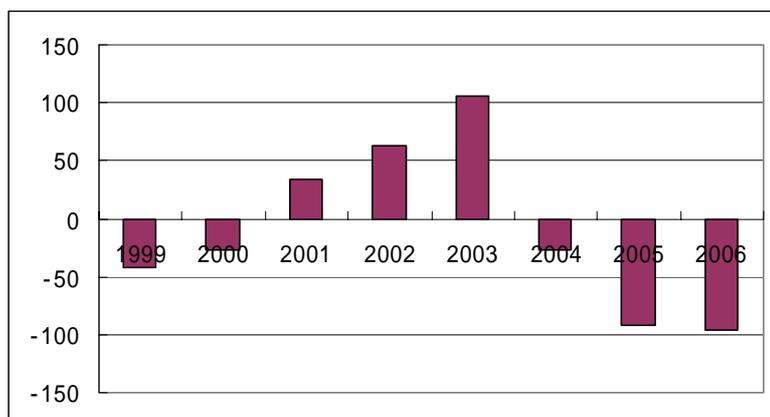
³ この点では世界銀行も近年途上国への資本流入が増加する状況下 “Global Development Finance 2007” において対外借入れの監視・規制が途上国において必要であることを強調している。

トレンドを辿っている（第2図）。また、都市部では不動産価格の高騰が顕著になってきている。ムンバイの高級オフィスの賃料は2006年に6割程度も上昇、単位面積当たりの賃料ではアジアでは東京や香港に次ぐ相場となっている模様である。

第2は、資本流出に係るリスクである。上記のような海外資金の流入を伴う国内の資産価格のバブル的高騰が生じた場合、その後の価格反落局面ではほとんど必然的に海外資金の国外への流出を覚悟しなくてはならない。同国の株式市場の規模は他の新興市場国と比較して大きいため先進国からのエマージング市場向け投資の大きな受け皿になりやすい分、リスクも大きい。実際、2006年5月のインド株式の反落は、幸い短期に収束したものの、新興市場国の株式全般に波及し、当時の世界同時株安の引き金となった。

第3は、最近の経常収支赤字の拡大である（第3図）。同国の国際収支は財の貿易収支赤字をサービス収支（ソフトウェア輸出）、資本収支（直接投資・証券投資）の黒字で埋める構図となっているが、近年内需の拡大を背景に経常収支赤字が拡大の傾向にある。ただし、経常収支赤字の規模はGDP比率で2006年度が約2%程度に止まっている。また、比較的急速な経済成長過程にある途上国が、国内の旺盛な投資需要の故に経常収支が赤字になり、それを海外からの資本流入（＝資本収支の黒字、第4図）でバランスすることは、ある意味では自然な結果である。しかしながら、アジア通貨危機の教訓を引き合いにするまでもなく、一定比率以上の経常収支赤字が、途上国にとって脆弱性を高めるリスクは無視できない。

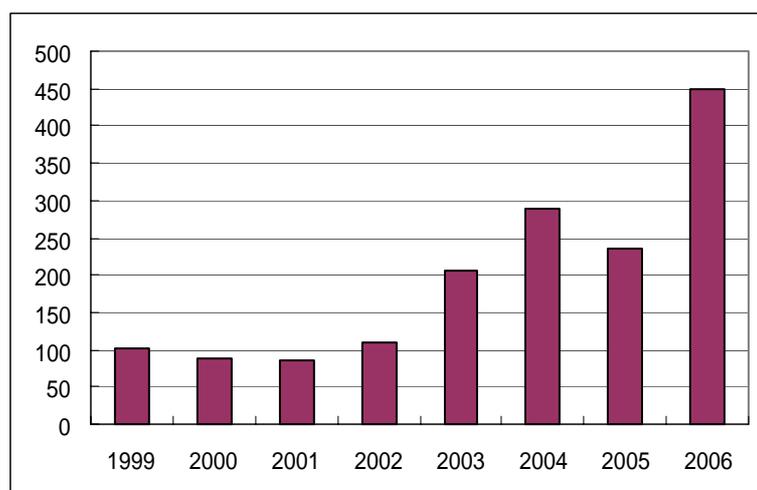
第3図：インドの経常収支の推移（年度ベース）
（単位：億ドル）



最近では資産バブルを防ぐために外国からの短期流入資本に対する規制の見直しが検討されている事も報じられている。また、タラポル委員会の報告でも規制緩和の実現に向けて多くの課題が指摘されており、資本の流入・流出の両面でのリスクが加速する自由化に向けて今後実現への道のりには紆余曲折があるろう。

第 4 図：インドの資本収支の推移(年度別 - ス)

(単位: 億ドル)



(出所) 第 2・3・4 図共に Bloomberg のデータより作成

BRICs の中では 2006 年にロシアが資本規制の自由化を発表するなど、外貨準備高の急増を背景に、資本自由化を加速する動きも見られる。一方で、アジア通貨危機から 10 年が経過したが、アジアの国では危機の際の苦い教訓もあって危機で打撃を受けた国を中心に未だに資本規制が残っている。インドの場合にも委員会の勧告がどの程度まで実際に実現するかは未だ不透明である。インドが独自の国内金融政策を維持する限り、内外資本移動の自由化と為替相場の安定性の間にはトレードオフの関係が生まれ、両立はしない。インドがこの両立することのない二つの政策命題の間にはどのようなバランスを実現しようとしているのかが問われていると言えよう。

本件レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成されておりますが、その正確性、完全性をいかなる意味においても保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものでもありません。本件レポートの意見、判断の記述は現時点における執筆者限りの責任に基づくものです。本件レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてのみ判断願います。また本件レポートは著作物であり、著作権法によって保護されております。全文、また一部を掲載、引用する場合は、出所をご明記願います。

以 上

Copyright 2007 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.
Address: 3-2, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan
Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422
〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2
電話 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422
e-mail: admin@iima.or.jp
URL: <http://www.iima.or.jp>