

東京三菱レビュー

 東京三菱銀行

急増するインドへの資本流入

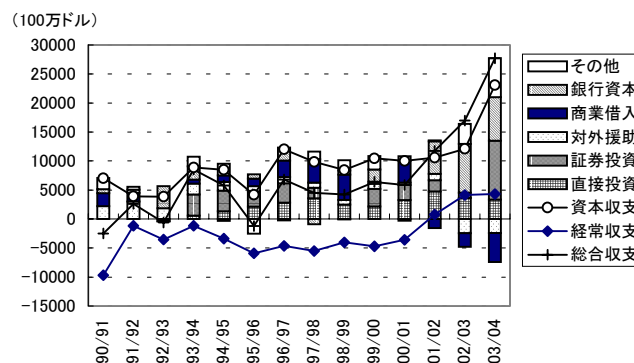
海外からインドへの資本流入が急拡大している。高成長期待、対外バランスの改善、パキスタンとの緊張緩和などに伴い、海外の機関投資家や非居住インド人が対印投資を積極化させているとみられる。一方、90年代はじめにインドは経常収支の悪化と急激な資本流出により国際収支危機に直面した経験があり、何らかの外的ショックにより大規模な資本流出が発生するという国際収支危機の再現のリスクが懸念される。

以下では、資本流入拡大の背景と今後のリスクなどについてまとめてみた。

1. 海外からの資金流入の動き

インドは、従来から慢性的な経常収支赤字を国際機関や先進国からの援助、商業借入、海外からの投資受入などでファイナンスする構造となっていた（第1図）。しかし、経常収支については、貿易赤字は続くものの、2001年以降、ソフトウェア輸出や海外労働者送金の拡大に伴い、黒字に転換している。これに促される形で資本収支についても、2002年以降、流入の急増が見られるが、これは直接投資によるものではなく、銀行資本や証券投資の流入が急拡大していることが主因となっている。2003年4-12月期の資本収支の黒字額は173億ドルと、すでに2002年度通年の実績（121億ドル）を上回っており、2003年度通年では、さらに大幅な黒字幅の達成が見込まれる。

第1図：国際収支



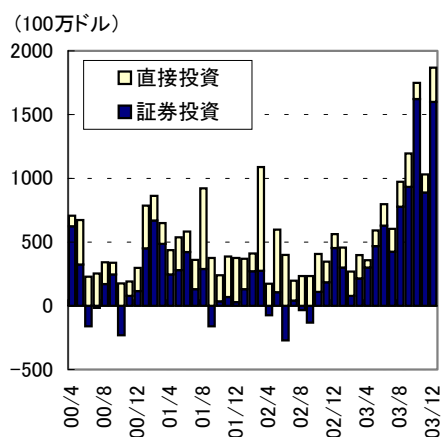
(注) 年度ベース（4月～翌年3月）、03/04年度は2003年4月～12月までの実績を年率換算したもの。
(出所) Reserve Bank of India

(1)証券投資

証券投資を通じて流入した資金は、主に株式に向かっているとみられる。2003年の海外からの証券投資流入額（ネット）は82億ドルと、2002年の11億ドルからおよそ8倍に拡大した（第2図）。ボンベイ証券取引所株価指数（SENSEX）の2003年の上昇率が72.9%と、アジアでは、タイの116.6%に次ぐ上昇率を記録し、2004年はじめには6,000ポイントとITブームを受けた2000年以来の高値をつけるなど活況を呈している（第3図）。その結果、株式時価総額は2003年末には12兆7,336億ルピーと2002年末の6兆2,820億ルピーからほぼ2倍に拡大した。特に、欧米の外人機関投資家（FII）（注1）が、インドの高成長期待や経常収支の改善、パキスタンとの緊張緩和に伴うカントリーリスクの低下などを好感し、株式投資を積極化させているとみられる。足許は、今後MSCI（モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル）インデックスへの採用が見込まれるONGC（Oil & Natural Gas Corp.）のポートフォリオへの組み入れ拡大や、GAIL（Gas Authority India）、国内第2位の銀行ICICI Bankなど相次ぐ国営企業の民営化に絡んだ資金流入も拡大している。

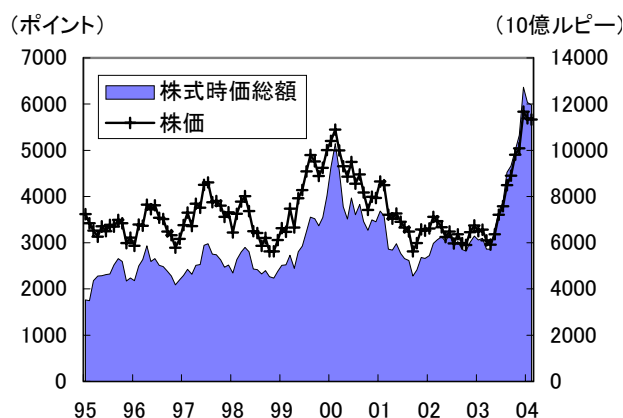
（注1）非居住者によるインド国内証券への投資は、インド証券取引委員会（Securities and Exchange Board of India: SEBI）に登録された外人機関投資家（FII）のみが可能で、株式のほか、社債、国債など債券への投資も認められている。2003年11月末現在、年金、投資信託、投資顧問など515社がFIIとしてSEBIに登録されている。尚、従来FIIによるインド企業の株式取得は、原則出資比率が24%に達する範囲内では認められていなかったが、2001年に原則49%まで緩和された。

第2図：海外からの資本流入



（資料） Reserve Bank of India

第3図：株価と株式時価総額の推移



（資料） CEIC Data

(2)銀行資本

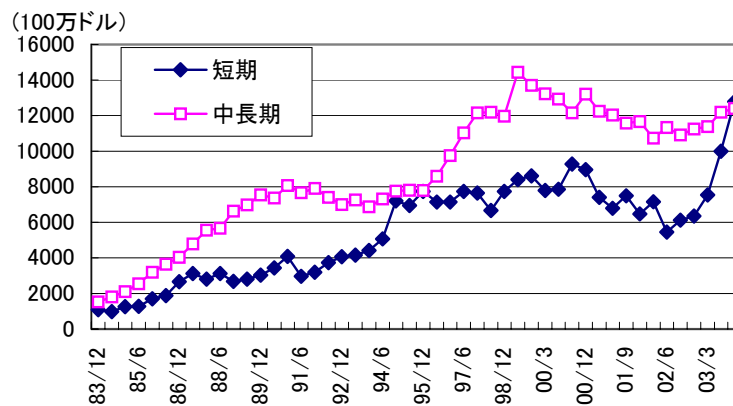
また、銀行を通じた資本流入も拡大している。BISの国際与信統計によると、2003年年初以降、インドへの短期資金の流入が急拡大している（第4図）。2003年7-9月期の海外の銀行によるインド向けのクロスボーダーおよび現地外貨建て与信のうち、期間1年未満の

ものが128億ドルと、前年同期の61億ドルから約2倍に拡大した。

非居住インド人預金（Non-Resident Indian Deposit: NRID）（注2）も拡大している。世界的な低金利が続くなか、政府がNRIDに対して設けている優遇金利やルピー相場の上昇期待などが預金増加のインセンティブとなっている。2003年末のNRID残高は、同年3月末から16%増加し約330億ドルとなった（第5図）。

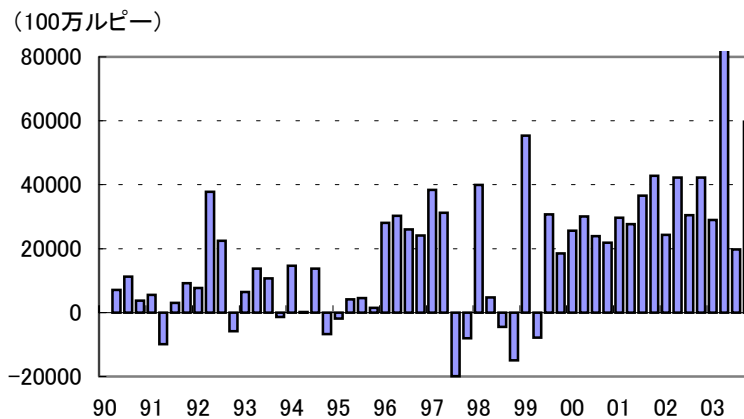
（注2）非居住インド人預金（NRID）スキームは、インド政府が経常赤字を補填する目的で1970年代に導入したもので、世界に千数百万人いるといわれる非居住インド人から外貨を吸収するため、金利や租税上の優遇措置が強化されているほか、為替リスクについては政府が保証措置を設けている。

第4図：インドへの期間構成別与信



（出所）BIS

第5図：非居住インド人預金（国際収支ベース、ネット）



（出所）Reserve Bank of India

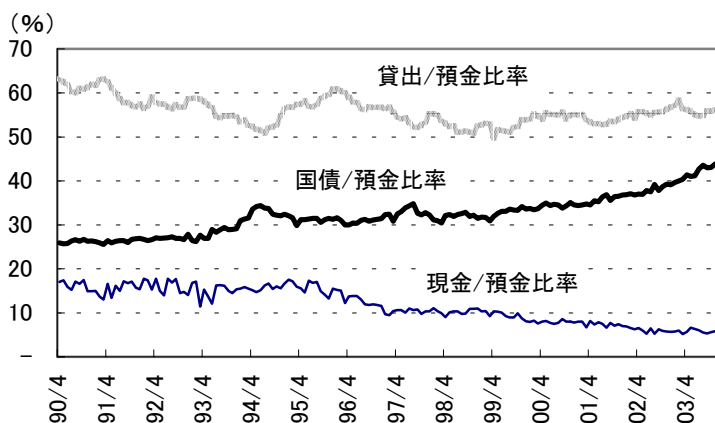
ただし、こうした銀行を通じた海外からの流入資金の多くは国債への投資に回っているとみられる。銀行は、当局の規制により預金の一定割合の国債を保有しなければならない

ことに加え、安全資産である国債への投資意欲が高いことなどが理由である。

インドの商業銀行は、中央銀行であるインド準備銀行（Reserve Bank of India: RBI）のガイドラインに基づく優先貸出規制（注3）のほか、預金準備率（Cash Reserve Ratio : CRR）（2004年2月時点4.5%）および法定流動性比率（Statutory Liquidity Ratio: SLR）（同25%）により、預金で集めた資金の用途がある程度規定されている。SLRは預金総額のうち国債等で保有しなければならない割合を規定しているが、多くの銀行は、国債をSLR以上保有する傾向にある。これは、貸倒引当金積み増しの必要がある企業向け貸出よりも、安全資産である国債への投資意欲が高いためである。この結果、預金のうち国債投資へ資金を充てる割合が（国債/預金比率）が上昇傾向を辿っており（第6図）、97年のアジア通貨危機に見舞われた国々のように、不動産や株式などの投機的な資産へ資金が流れ資産価格を高騰させるというバブル的な兆候はみられない。

（注3）優先貸出規制により、商業銀行は総貸付額の40%を優先部門（農村、家内工業や小規模企業）に割り当てるよう義務付けられている。

第6図：国債/預金比率の推移



（出所）CEIC Data

2. 国際収支危機再現の可能性

足許の資本流入は、経常収支黒字下で生じており、資産価格の高騰にもつながってこないが、流入が急激、かつ証券投資など短期的な流出入につながりやすい資金が中心になっているため、1990年代はじめのような国際収支危機（注）が再び起きるのではないかとの懸念が浮上する。

まず、資本流入拡大の一因ともいえる経常収支の黒字が、このまま維持できるかは不透明である。貿易自由化や内需拡大に伴い、輸入が輸出を上回って拡大しており、再び経常赤字に転じる可能性もある。さらに、今後、先進国の景気回復本格化により、金利差が縮小すれば、インドへの資金流入の勢いが弱まり、行き過ぎた投資が調整局面を迎える可能性は十分に考えられる。

しかし、短期的には調整局面を迎える可能性は否定できないものの、以下で述べる通り、90年代はじめの国際収支危機当時と比べ、経済自由化に伴う経済ファンダメンタルズの改善により外的ショックに対する経済の柔軟性が増していることなどから、過度な資本流入の調整局面を迎えたとしても比較的短期にとどまり、中長期的には資本流入が継続するものとする。

(注) 従来の公的部門優先の閉鎖的な開発戦略の弊害により財政赤字と経常収支赤字が拡大していたところに、1991年の湾岸戦争に伴う経常収支の大幅悪化、海外労働者送金の激減、非居住インド人預金の流出加速などが加わり、外貨準備高が輸入の2週間分の水準にまで落ち込みデフォルト寸前に陥るなど危機的な状況に直面した。これに対し、インド政府は、石油製品価格引き上げ等による石油消費の抑制や緊急輸入抑制措置等により外貨節約を図ろうとした。しかし、輸入抑制は輸出へ悪影響を及ぼし実質GDP成長率が前年度比0.8%にとどまるなど経済危機が深刻化し、経済自由化への大幅な政策転換を余儀なくされた。

(1)マクロ経済・対外信認の改善

インドの経済成長は、短期的には農業に左右される面も依然大きいですが、都市部を中心としたサラリーマンやIT産業従事者などの増加に伴い、中間層が拡大しつつあり、経済成長の裾野が広がっている。産業認可制度の廃止に伴う国内投資および外国投資の自由化に伴い、国内総固定資本形成に占める民間部門の割合が拡大してきていることなども、経済の効率化という点で評価できよう。さらに、現ヴァジパイ政権が、国内信認の高さを背景に、外資に対する規制緩和や国営企業民営化などの経済改革の方針を強めており、今後、経済の効率化に伴い、経済成長の農業への依存度が低下することが期待される。こうした、中長期的にみたインドの経済成長への期待や政治的安定、パキスタンとの緊張緩和に伴う対外信認の改善などは、今後の資本流入を支える要素となろう。

(2)対外債務の縮小

国際収支危機後、インドはIMFなど国際機関の支援を受けながら、対外債務の圧縮に努めてきた。この結果、危機当時と足許の状況を比較すると、対外債務関連指標に改善がみられる(第1表)。対外債務のGDP比率が30%から20%に低下し、対外債務全体に占める短期債務の割合は5.5%と、2003年以降上昇しているとはいえ、マレーシアやタイの20%前後など他のアジア諸国と比較すれば低い水準といえる。デット・サービス・レシオ(対外債務元利支払額/財・サービス輸出)は90年時点では32%の高水準にあったが、2001年には12%と、インドネシアの24%(2001年末)、フィリピンの19%(2001年末)より低い。また、金利や返済期間に関して返済条件が極めて緩いコンセッションナル・ローン(注)が全体の約3割強を占めていることから、債務返済負担は比較的低いと言える。

(注) コンセッションナル・ローンは、国際開発協会(IDA)等の発展途上国向け開発資金貸出など、貸出期間が長く、かつ金利が極めて低いなど、貸出条件が非常に緩やかな借款のこと。

第1表：対外債務

(100万ドル、%)

	92	97	98	99	00	01	02	03	03/9
長期対外債務	78,215 (91.7)	86,744 (92.8)	88,485 (94.6)	92,612 (95.6)	94,327 (96.0)	97,504 (96.4)	96,016 (97.2)	100,130 (95.6)	106,375 (94.5)
公的	34,750 (40.7)	40,021 (42.8)	39,342 (42.1)	40,414 (41.7)	41,550 (42.3)	39,590 (39.1)	39,829 (40.3)	39,935 (38.1)	41,289 (36.7)
うち国際機関・二国間 (公的に占める割合)	33,869 (97.5)	37,761 (94.4)	36,969 (94.0)	37,810 (93.6)	38,740 (93.2)	36,641 (92.6)	36,721 (92.2)	37,931 (95.0)	39,212 (95.0)
民間	3,806 (4.5)	6,691 (7.2)	7,180 (7.7)	7,619 (7.9)	8,063 (8.2)	7,489 (7.4)	7,392 (7.5)	6,883 (6.6)	6,828 (6.1)
商業借入	11,715 (13.7)	14,335 (15.3)	16,986 (18.2)	20,978 (21.7)	19,943 (20.3)	24,215 (23.9)	23,248 (23.5)	22,371 (21.4)	23,650 (21.0)
NRI・外貨預金 (期間1年以上)	10,083 (11.8)	11,012 (11.8)	11,913 (12.7)	11,794 (12.2)	13,559 (13.8)	16,568 (16.4)	17,154 (17.4)	23,160 (22.1)	27,186 (24.2)
短期対外債務	7,070 (8.3)	6,726 (7.2)	5,046 (5.4)	4,274 (4.4)	3,936 (4.0)	3,628 (3.6)	2,745 (2.8)	4,569 (4.4)	6,162 (5.5)
対外債務合計	85,285 (100.0)	93,470 (100.0)	93,531 (100.0)	96,886 (100.0)	98,263 (100.0)	101,132 (100.0)	98,761 (100.0)	104,699 (100.0)	112,537 (100.0)
うちコンセッションナル・ローン	38,187 (44.8)	39,489 (42.2)	36,944 (39.5)	37,258 (38.5)	38,210 (38.9)	35,893 (35.5)	35,484 (35.9)	35,791 (34.2)	37,271 (33.1)

(注)3月末時点。上段は対外債務額、下段()は対外債務合計に対する構成比率。

(出所)Ministry of Finance

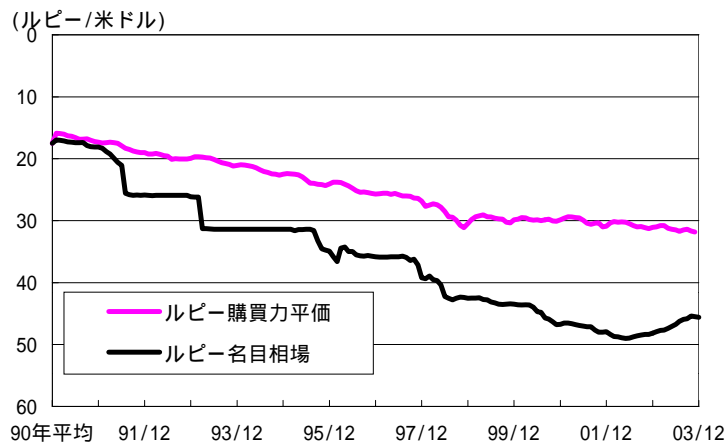
(3)為替相場と外貨準備高

インドは変動相場制を採用しているが、輸出促進のためルピー安政策がとられており、中央銀行であるインド準備銀行(RBI)が、ルピー売り/ドル買いの為替介入を続けてきたため、対ドル・ルピー相場は90年代を通じて緩やかに減価し続けてきた。足許は、急激な資本流入を背景に、2001年に15年ぶりの上昇に転じて以来、上昇傾向が続いているものの、購買力平価でみた為替相場の水準と比較すると、名目ルピー相場は割安な水準で推移していることが分かる(第7図)。したがって、為替相場の水準からルピーに対する売り圧力が強まるとは考え難い。

一方、RBIが、ルピー高騰を抑制するためルピー売り/ドル買いの為替介入を続けたことなどから、外貨準備高が増加の一途を辿っており、2004年はじめには1,000億ドルを突破し、輸入の約17ヵ月分をカバーするまでとなっている(第8図)。インド政府は、急増する外貨準備高を背景に、アジア開発銀行(ADB)や世界銀行などからの借入の返済を前倒しし、さらなる対外債務の圧縮に努めているほか、海外への資本送金に関わる様々な規制緩和を実施している(注)。

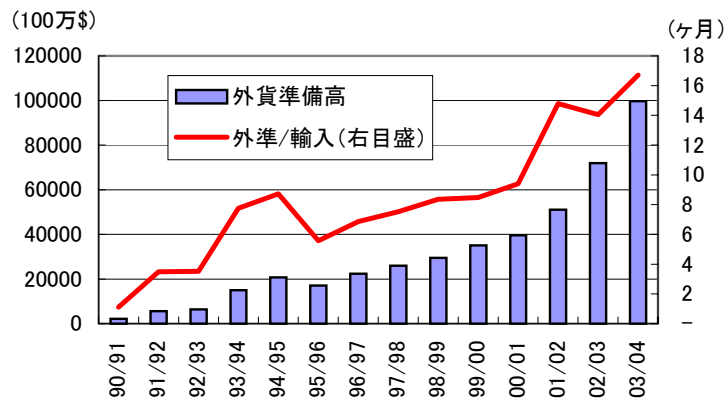
(注)この中には、インド企業が技術提携した外国企業に対するロイヤルティ支払いに関わる規制緩和や、インド企業が外国企業に支払うコンサルタント・サービス代の上限引き上げ、教育資金や海外の親族への送金の上限引き上げなどが含まれている。

第7図：ルピー相場の推移



(注) 1990年平均を基準として消費者物価上昇率で算出
(資料) IMF

第8図：外貨準備高



(資料) Reserve Bank of India

(4)金融制度的枠組み

金融制度的枠組みについても、銀行経営の健全化とガバナンスの向上により、金融仲介機能の停止という金融危機に陥る可能性は低い。インド政府は、国際収支危機後、IMF など国際機関の支援の下、構造調整プログラムの一環として、短期対外債務の圧縮を進めると同時に、金融システム改革を進めてきた。銀行に対しては、BIS 基準に基づく自己資本比率 (8%) の達成・維持を義務付けるとともに、不良債権の分類基準や貸倒引当金基準が導入されている。2001 年時点で国内銀行のネット不良債権比率 (貸倒引当分を差し引いたもの) は7%となっている。

(5)為替管理制度

資本移動の自由化については、直接投資や証券投資の流入について規制緩和スタンスを明確にしており、銀行を通じた短期資本が投機的な資産への投資に回らないように慎重な方法で進めてきた。対外商業借入については、不動産・証券投資を禁止するなど資金使途に制限を設け、基本的に長期借入に限定されている。

足許、急激な資本流入を抑制するため、RBIは、2003年に対外商業借入（External Commercial Borrowings: ECB）の資金使途制限、NRI預金の上限金利の引き下げなど銀行による資金の受入に対する規制を段階的に実施しているが、証券投資に対する規制緩和のスタンスに大きな変化はない。これは、規制を強化した場合、現在インド政府が取り組んでいる国営企業民営化に支障をきたしかねないことへの配慮などが背景にあると考えられる。

3. 今後の展望と課題

最近の海外からインドへの資本流入は、証券投資など短期的な流出入につながりやすい資金が中心で、かつ、その流入のスピードが急激であるため、先行き、行き過ぎた投資の調整局面を迎える可能性は否定できない。

しかし、インドが国際収支危機に直面した90年代はじめの状況と比較して、経済自由化に伴う民間部門の拡大、対外債務の減少など、スピードは遅いながらも経済構造改革が進展し、外的ショックに対する柔軟性が増してきていることから、調整は短期にとどまると予想される。また、インドの巨大市場としての今後の成長余地や対外信認の向上などは、中長期的にみたインドへの資本流入を支える要因と言えよう。

インドが、さらに中長期的に安定的な資本流入を確保するためには、貿易収支の改善および直接投資を通じた長期的な資金流入の確保が課題といえる。貿易収支改善のためには、国営企業の民営化や補助金削減などにより国内産業の競争力を強化し、輸出拡大を図ることが求められる。他方、直接投資による資本流入を促すためには、インフラや法制度面での投資環境整備の加速が求められている。そのためには、財政赤字の改善が不可欠である。2003年のインド中央政府の財政赤字（見込み）はGDP比4.8%と90年時点の6.6%から改善しているものの、徴税能力の弱さや公営企業民営化の遅れなどから州政府の赤字分を加えるとGDP比10%に達する。財政赤字の縮小により、インフラ整備など経済発展に必要な分野への財政支出余地が生まれることは、ファンダメンタルズの改善という点で、中長期的な資本流入の安定化にプラスとなろう。

(4.7 福地 亜希)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。