法政大学学術機関リポジトリ
HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

PDF issue: 2025-07-04

インドにおける金融改革と資本自由化 : その特徴

ESHO, Hideki / 絵所, 秀紀

(出版者 / Publisher)
法政大学経済学部学会
(雑誌名 / Journal or Publication Title)
経済志林 / The Hosei University Economic Review
(巻 / Volume)
67
(号 / Number)
1
(開始ページ / Start Page)
1
(終了ページ / End Page)
56
(発行年 / Year)
1999-07-30
(URL)
https://doi.org/10.15002/00002683

インドにおける金融改革と資本自由化

——その特徴——

絵所秀紀

はじめに

1992年以降，インドではいわゆる「構造調整プログラム」の一環として金融制度改革の大波が押し寄せている。銀行部門および証券部門での「規制緩和」が進展し，独立後形成されたインドの金融システムは大転換期を迎えている。

本稿の目的は，「インド型金融システム」の構造的特質を明らかにした上で，92年以降現在進行中の「金融制度改革」の特徴を描写し将来を展望することである。

第1章では，1969年の主要商業銀行国有化以降確立した「インド型金融システム」の構造的特質を明らかにする。金融改革にいたるまで支配的であったインドの金融制度と金融構造の特徴を描き出すことが目的である。第2章以下では金融改革の主要テーマをとりあげる。第2章では，金融改革の中核をなす商業銀行改革の内容を概観する。第3章では，金融改革以降生じた金融市場（マネーマーケットおよび資本市場）の変化の特徴をとらえる。第4章では，金融自由化の対外的側面の特徴を描写する。

第1章 「インド型」金融システムの構造的特徴

独立後インドの近代的な金融制度は五カ年計画（プランニング）を軸と

する経済開発システムに組み込まれる形で発達してきた。こうした構造が定着する上で決定的な役割を果たした事件は，1969年の14大商業銀行の国有化措置である。その後おおむね92年にいたるまで，こうした制度＝構造が継続した。この時期に確立した金融システムを「インド型金融システム」と呼ぶことにする（絵所［1998］）。

1. 商業銀行の成長

1970年代から80年代にかけて確立したインド型金融システムの中心の位置を占める金融機関は商業銀行である。この期間を通じて，商業銀行は金融機関総資産の4割近くを占め，また家計の金融資産形態での貯蓄のほぼ4割近くが銀行預金であった。こうした商業銀行中心の金融システムが形成されるにあたって画期的な出来事は，69年6月の14大商業銀行の国有化であった。

商業銀行国有化の目的は，「経済の高地を統制し，国家的な政策と諸目的に合致する経済開発のニーズにますますこたえ，それによりよく尽くすこと」とされた。より具体的には，(a)店舗数の拡大，預金額の増大，貸出額の増大という形をとって制度金融を農村・準農村地域へと浸透させバンキング・ハビットを定着させること，(b)優先部門あるいは社会の弱小部門（農業，小規模工業，輸出）への信用供与を増大させること，(c)全般的な国家開発計画の中で公共部門銀行が経済開発の触媒的な役割を果たすようになること，(d)銀行業の地域格差を縮小すること，にまとめることができる（RBI［1978］p. 7; Shetty［1978］）。主要14大商業銀行国有化によって，全商業銀行に占める公共部門商業銀行の割合は，預金額の84%，貸出額の83%，店舗数の81%となった（絵所［1987］第2章）。

ところで，60年代後半は独立後インドにとっての大きな歴史的転換期にあたっている。60年代中葉，インドは独立後最悪の政治経済危機に直面した。パキスタンとの国境紛争が再燃し，また2年間にわたって深刻な干ばつに見舞われた。第3次五カ年計画が終了したものの第4次五カ年計

画の見通しがたたず，3年間にわたって年次計画（「プラン・ホリデー」と呼ばれている）で急場をしのがざるをえなくなった。それだけでなく，以降70年代中葉にいたるまでの10年間，インド経済は長期にわたる停滞を経験した(絵所［1991］第2章; Nayyar ed. [1994])。60年代中葉の危機は，公共部門主導・重工業投資偏重・輸入代替工業化中心の政策体系（ネルー＝マハラノビス開発戦略）が，資源不足・外貨不足による財政危機・国際収支危機という内的な弱さによって破綻したことを告げるものであった。

インド政府は世界銀行からの借款に依存して，この政治経済危機を乗り切ろうとした。世界銀行は借款の見返りに経済自由化措置の採用を要求した。その結果，66年6月にルピーは57.5%切り下げられ，また相前後して製造ライセンス品目の一部規制緩和，輸出補助金の削減，輸入関税の引き下げを含む一連の自由化措置が採用された。世界銀行は第4次五カ年計画の終了時点までに，年間約15億ドルの援助を供与することを非公式に約束していた。しかしパキスタンとの関係悪化を理由に，アメリカはインドへの援助を打ち切り，世界銀行からの援助額も大幅に削減された。その結果一連の経済自由化措置による経済再建策は，ほとんど成果をあげることができなかった。アメリカの「裏切り行為」の結果，インド国内では一挙に反米・反世界銀行の声が高まった。インディラ・ガンジー政権の下での69年から73年にかけて，一転して「社会主義路線」の強化に向けて戦略転換が起こった背景である。69年に始まった第4次五カ年計画では，外国からの自立のためには食糧の自給が不可欠であることが強調され，「緑の革命」戦略が導入された。外に向かっては反米路線が鮮明になり，内に向かっては「貧困追放（ガリービー・ハタオ)」が旗印として掲げられた。統制強化の波は，69年から73年まで継続した。この間，独占・制限的取引慣行法（MRTP法）が制定され，73年にはジョイント・セクターの導入（ジョイント・セクターとは民間企業と政府企業とが出資をし，合弁ベースで新設される企業のこと)と転換条項(公共部門金融機関が民間企

業に融資した際に，数年後に貸付金を株式に転換できるという条件を付す措置）とを盛り込んだ産業政策が公布され，外国為替規制法（Foreign Exchange Regulation Act; FERA）が強化された。いずれの措置も国内の財閥系大企業と外資に対する規制強化措置である。主要商業銀行の国有化措置も，規制強化政策の不可欠の一環であった（伊藤編［1988］第1章）。商業銀行の国有化によって，公共部門への資金供給を確保し，緑の革命戦略を支えるための農業金融の強化を目指したのである。

商業銀行のパフォーマンスに関して，政府およびインド準備銀行(RBI)は通常，(a)店舗数の増加（とりわけ農村店舗数の増加），(b)預金額の増加，(c)融資額の増加（とりわけ優先部門に対する融資額・融資比率の増加），の3点を主要な評価基準としてきた（RBI［1978］）。1969年の主要商業銀行国有化以降，商業銀行はこの3つの評価基準どの点に照らしてみても著しい成長を記録した。国有化以前と比較すると，そこには明らかに量的な飛躍と質的な転換が認められる。

(1) 店舗数の増加と構成変化

図1-1は人口センター別に，商業銀行の店舗数の推移をみたものである。1969年6月の総店舗数は8,262店舗であったが85年6月には51,978店舗にまで急増した。その後店舗数の増加傾向はやや低下したが，それでも94年3月時点では62,100店舗にまで増加した。とりわけ店舗数の増加が顕著であったのは農村地域である。69年6月には1,832店舗（全体の22.2%）であったが，85年6月には28,782店舗（55.4%）に，94年3月時点でのそれは35,071店舗（56.5%）にまで増加した。農村地域と準都市地域とを合計すると，69年6月には5,154店舗（62.4%），85年6月には39,242店舗（75.5%），94年3月には47,238店舗（76.1%）へと増加した。また1店舗あたりの人口数も，69年6月の62,697人から90年3月には14,040人にまで着実に減少傾向を辿ってきた（表1-1）。

銀行業における地域格差の縮小という政策目標は，非常に良く達成され

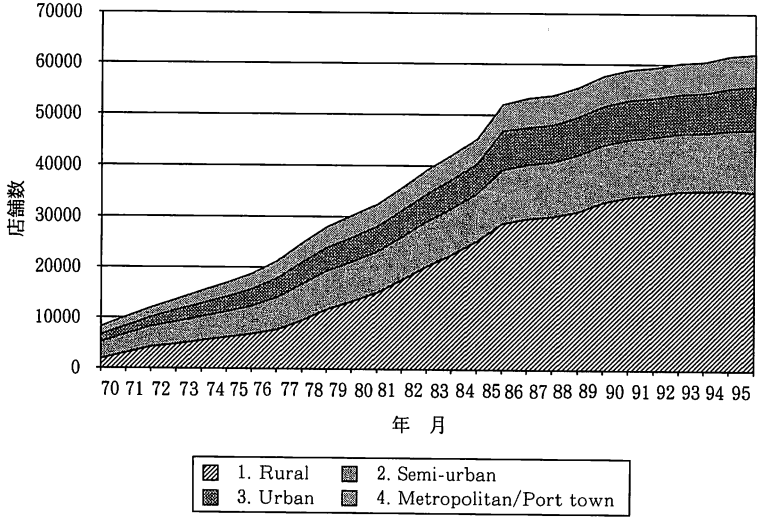

図 1-1　商業銀行の人口センター別店舗数の推移

表 1-1　商業銀行の 1 店舗あたりの人口数

年　月	1969 年 6 月	1980 年 6 月	1985 年 6 月	1990 年 3 月	1993 年 3 月
店舗あたり人口数	62,697	20,482	14,382	14,040	14,534

出所：RBI, *Report on Currency and Finance* (various years).

たと言えるであろう。商業銀行に対して，支店を拡張するあたってはRBIからのライセンス取得が義務づけられた（branch expansion/branch licensing policy)。支店ライセンス規制は 92 年 4 月まで継続した。

(2)　預金額の増加と構成変化

銀行国有化以降，預金額，融資額ともに飛躍的に増加した。表 1-2 は 5 年ごとの預金額と融資額の推移をみたものである。国有化以降，預金額，融資額ともに増加率が加速していることがわかるが，とりわけ 70 年代後半の伸びが顕著である。その後は預金額，融資額ともに増加率に低下傾向がみられる。

表 1-2　指定商業銀行の預金額と融資額

（1,000 万ルピー）

期　　間	預金額	増加率（%）	融資額	増加率（%）
1950/51-1954/55	4,324	—	2,817	—
1955/56-1959/60	7,206	66.7	4,766	69.2
1960/61-1964/65	10,578	46.8	8,166	71.3
1965/66-1969/70	19,691	86.2	15,382	88.4
1970/71-1974/75	43,621	121.5	32,223	109.5
1975/76-1979/80	112,707	158.4	78,321	143.1
1980/81-1984/85	265,919	135.9	180,792	130.8
1985/86-1989/90	613,282	130.6	376,083	108.0
1990/91-1994/95	1,393,863	127.1	769,853	104.7

出所：表 1-1 に同じ。

表 1-3　指定商業銀行の当座預金と定期預金の推移

（1,000 万ルピー）

年　度	預金総額（%）	当座預金（%）	定期預金　（%）
1960/61	1,746（100.0）	720（41.2）	1,026（58.8）
1965/66	2,583（100.0）	1,239（48.0）	1,344（52.0）
1970/71	5,906（100.0）	2,626（44.5）	3,280（55.5）
1975/76	14,155（100.0）	5,817（41.1）	8,338（58.9）
1980/81	37,988（100.0）	7,798（20.5）	30,190（79.5）
1985/86	85,404（100.0）	15,612（18.3）	69,792（81.7）
1990/91	192,542（100.0）	33,192（17.2）	159,349（82.8）
1994/95	386,859（100.0）	76,903（19.9）	309,956（80.1）

出所：表 1-1 に同じ。

表 1-3 は，当座預金と定期預金それぞれの比率の推移をみたものである。国有化直前の 69 年 3 月には当座預金 47.8%，定期預金 52.1%であった。その後は定期預金のシェアが確実かつ顕著に増大し（とりわけ 78 年 3 月以降），83 年 3 月以降そのシェアはついに預金総額の 8 割を超えた。

(3)　貸出構成の変化と銀行信用の直接統制

69 年の主要商業銀行国有化にあたっての最重要課題の一つは，雇用促進を目的として「優先部門」および「社会の弱小部門（weaker sections

of the society)」へと銀行信用を拡大することであった。こうした考えに基づいて，74年に政府は79年5月までに公共部門商業銀行貸出額の33%を優先部門にふりむけるべきであるとの目標を設定した。「優先部門」に含まれるのは，農業，小規模工業，小規模交通オペレーター，小規模ビジネス，および専門職，自営業者である。その後85年3月には，優先部門への貸出比率を40%にまで高めるよう達成目標が設定された。のみならず様々な部門別の達成目標も設定された。とりわけ「農業」の達成目標は銀行貸出総額の18%に設定され，さらに農村・準農村店舗の貸出／預金比率は60%以上でなければならないとした。また「社会の弱小部門」に対する優遇措置として，72年に「格差的利子率制度（Differential Rate of Interest Scheme)」が導入された。これは年金利4%という破格の低金利で小額のローンを与えるという制度である。表1-4は優先部門への貸出残高をみたものである。目標はほぼ達成されていると判断できよう。

優先部門に対する貸出額・貸出比率の急速な増大にともなって，当然にも部門別貸出残高の比率構成も国有化以降大きく変化した。表1-5はこの推移をみたものである。何よりも目につくのは大中規模工業部門のシェアが，国有化より1年あまり前の68年3月時点での60.0%から，76年6月には38.2%にまで低下し，その後もほぼこの水準で推移していることである。逆に国有化以降シェアが顕著に伸びたのは小規模工業部門と農業および農業関連部門である。国内商業部門のシェアも68年3月の19.2%から，

表1-4　指定商業銀行の優先部門貸出残高

（1,000万ルピー）

期　　間	1969年6月	1980年6月	1990年6月	1993年6月
1. 優先部門合計	441	6,981	41,030	49,753
a. 農　業	162	2,915	16,939	20,075
b. 小規模工業	251	2,715	15,672	20,064
c. その他	28	1,351	8,419	9,614
2. 銀行貸出総額	3,016	21,745	105,497	149,011
3. 優先部門貸出比率(%)=1/2	14.6	32.1	38.9	33.4

出所：表1-1に同じ。

76年には26.7%と大きく伸びたが，その後は低下傾向を辿り，90年3月時点では13.9%にまで低下した。ところで国有化以降の国内商業部門シェアの増大の原因はおもに食糧買い上げに対する貸出比率が上昇したためである。食糧買い上げに対する融資とは，中央政府系の公企業であるインド食糧公社（FCI）および州政府に対するものである。卸売取引部門に対する貸出額から食糧買い上げに対する貸出額を差し引いた，民間の卸売取引部門に対するシェアをみてみると，国有化以降大きく低下した様子がうかがわれる。要するに，国有化以降民間の大中規模工業部門と民間の商業部門に対する貸出比率が顕著に減少したと要約できる。

優先部門への優先的貸出制度とならんで，1965年に政府は「信用認可制度（credit authorisation scheme: CAS)」を導入し，商業銀行の信用配分に介入してきた（RBI [1983])。信用認可制度の目的は政府のプランニング（五カ年計画）の優先目標にそうように信用配分することであった。大口の借り手は前もってRBIから貸出枠を得なければならないとする規制である。この大枠の中で，とくに重点は大企業向けの貸出方式で最も大

表1-5　指定商業銀行の部門別貸出残高の推移

（1,000万ルピー）

年　月	1968年3月(%)	1976年6月(%)	1980年6月(%)	1990年3月(%)
1. 工　業	2,068(67.5)	5,713(48.9)	10,236(48.0)	50,846(48.8)
a. 大中規模工業	1,857(60.6)	4,462(38.2)	7,702(36.1)	37,934(36.4)
b. 小規模工業	211(6.9)	1,251(10.7)	2,534(11.9)	12,912(12.4)
2. 農業・農業関連	67(2.2)	1,214(10.4)	3,152(14.8)	16,626(15.9)
3. 国内商業	588(19.2)	3,155(26.7)	4,741(22.3)	14,486(13.9)
a. 卸売取引	541(17.7)	2,822(24.2)	4,054(19.1)	8,927(8.6)
（うち食糧買上）	109(3.5)	2,192(18.8)	2,410(11.3)	2,315(2.2)
b. 小売取引	47(1.5)	293(2.5)	682(3.2)	5,560(5.3)
4. サービス業	—(—)	664(5.7)	1,386(6.5)	3,093(3.0)
5. 個人貸付	—(—)	356(3.0)	700(3.3)	6,698(6.4)
6. そ の 他	341(11.1)	616(5.3)	1,096(5.1)	12,563(12.0)
7. 合　計	3,064(100.0)	11,678(100.0)	21,312(100.0)	104,312(100.0)

出所：表1-1に同じ。

きな比重を占めていたキャッシュ・クレジット（cash credit: CC）制度のコントロールに向けられた。CC とは当座貸越の一種である。借り手企業は，在庫および受取手形を担保にして銀行と CC 契約を結ぶことができる。CC 制度の下で，借り手企業は銀行と契約している貸出限度額までいつでも自由に銀行券（キャッシュ）を引き出すことができる。国有化直前の 69 年には，指定商業銀行の総貸出残高に占める CC のシェアはほぼ 70％にまで達していた（RBI [1969]）。主要商業銀行国有化以降，指定商業銀行の総貸出残高に占める CC のシェアは 40～50％程度にまで縮小した。CC 制度見直しのために設置されたタンドン委員会は，反独占思想によって色づけられた委員会であったが，CC 制度規制の方法として CC 認可枠設定の前提となる企業の在庫水準そのものを規制すべきであるという勧告をした（RBI [1975]）。しかしタンドン委員会勧告の実施は困難であり，その後設置されたチョーレ委員会は，CC 制度そのものの改革は必要なしとの結論を得た（RBI [1979]）。

80 年代になって経済自由化への動きが始めるとともに，CC 制度を規制すべしという考えは弱まっていった。同様に，全般的な信用統制手段として信用認可制度はそれほど有効ではないという考えが広まっていった。その結果，88 年 10 月，RBI からの事前承認が必要であるとした信用認可制度は廃止され，事後的な届出制である信用監査制度（credit monitoring arrangement: CMA）にとってかわられた(1)。

2. 金利規制と準備率規制

(1) 金利規制

80 年代半ばまでインドの金利は徹底的に管理されてきた。銀行金利も市場の需給によって決定されるのではなく，政府の政策によって決定されてきた。人為的な金利体系を形成するにあたって多大な影響を及ぼしてきたのは，政府の財政赤字という要因である。政府の財政赤字の大半は，国債の発行と TB の発行によってまかなわれてきた。政府の返済負担が大き

くならないように国債およびTBの利回りは人為的に低金利におさえこまれてきた。これが金利体系の歪みを生みだしてきた最大の要因であり，金利の資源配分機能は著しく歪められてきた。

図1-2は主要金利の推移を一覧したものである。次の点が読みとれよう。第1に，名目金利は総じて上昇傾向にある。第2に，商業銀行の短期の預金金利が長期の預金金利よりも低く設定されている。人々の長期預金の選択を促してきた要因であることが予測される。第3に，貸付金利よりも預金金利のほうが低く設定されている。しばしば途上国ではこの関係が逆転している場合がある。第4に，長期貸付金利が短期貸付金利よりも低く設定されている。長期投資を促すという政府の考えが反映された結果である。第5に，預金金利，貸付金利ともに上限あるいは下限が設定されている。上限と下限との間のスプレッド，あるいは優先部門向け金利と非優先部門向け金利との間のスプレッドは非常に大きく，これが金利体系を著しく複雑なものにしている。第6に，政府証券の利回りが低くおさえられている。

表1-6は指定商業銀行の金利別融資残高の配分をみたものである。1975年時点あるいは85年時点では，融資残高の配分が大きく歪んでいる様子

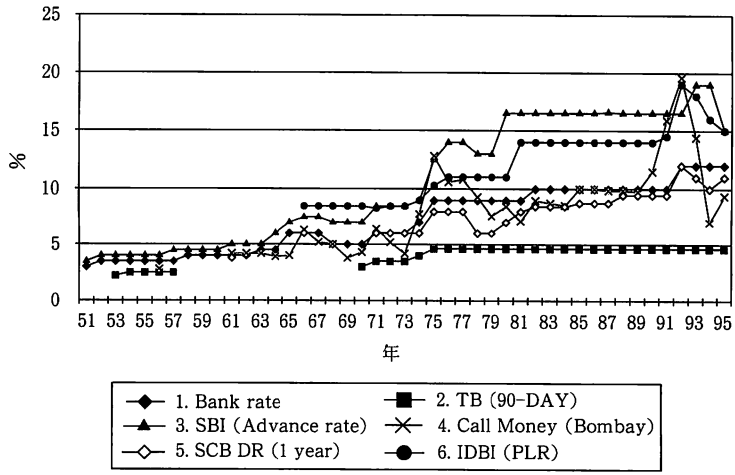

図1-2　利子率の構造

表 1-6　指定商業銀行の金利別貸出残高

(1,000 万ルピー)

年　月	1975 年 12 月		1985 年 12 月		1993 年 3 月	
	残高	%	残高	%	残高	%
6%未満	106	1.5	596	1.8	3,147	2.8
6%-10%未満	216	3.0	1.144	3.4	3,092	2.8
10%-12%未満	1,134	15.8	2,498	7.4	2,420	2.2
12%-14%未満	958	13.4	11,307	33.5	9,617	8.6
14%-15%未満	1,843	25.7	3,017	9.0	6,304	5.6
15%-16%未満	1,566	21.9	1,101	3.3	13,358	12.0
16%-17%未満	720	10.0	3,252	9.6	15,498	13.9
17%-18%未満	443	6.2	10,133	30.1	11,512	10.3
18%-20%未満	113	1.6	657	1.9	17,571	15.7
20%以上	@	@	@	@	29.123	26.1
合　計	7,165	100.0	33,705	100.0	111,643	100.0

@　18%-20%未満に含まれる。
出所：RBI, *Report on Trend and Progress in Banking in India* (various years).

がうかがわれる。

実質金利はどうであろうか。表 1-7 は指定商業銀行の実質預金金利の動向をみたものである。1960 年度から 94 年度までの 35 年間のうち実質預金金利がマイナスになったのは 16 回である。また実質預金金利は 9.1%とマイナス 17.2%の幅で変動しており，全体としてみるとほんのわずかにプラスであった。実質利子率の観点からみるならば，マキノンが想定したいわゆる「金融抑圧」状態にはあてはまらない (McKinnon [1973]; Joshi & Little [1996] p. 111)。

(2)　準備率規制

部門別融資規制，金利規制とならぶ商業銀行に対するもう一つの規制は，準備率規制である。金融政策の主要手段としては一般的に，公定歩合の変更，公開市場操作，支払準備率の変更の 3 つがあげられる。このうちインドで有効性をもってきたのは支払準備率の変更だけである。各種金利が細かくかつ厳格に規制されてきたので，公定歩合の変更は金融政策の有効な

表 1-7　実質預金金利の動向

（%）

年　度	インフレ率（＊）	商業銀行預金金利（1年）	
		名目金利	実質金利
1960/61	6.6	3.3	− 3.3
1961/62	0.2	4.0	3.8
1962/63	3.8	4.0	0.2
1963/64	6.3	4.0	− 2.3
1864/65	10.8	4.8	− 6.0
1965/66	7.7	5.5	− 2.2
1966/67	13.9	6.0	− 7.9
1967/68	11.6	6.0	− 5.6
1968/69	− 1.2	5.5	6.7
1969/70	3.8	5.5	1.7
1970/71	5.5	6.0	0.5
1971/72	5.6	6.0	0.4
1972/73	10.0	6.0	− 4.0
1973/74	20.2	6.0	−14.2
1974/75	25.2	8.0	−17.2
1975/76	− 1.1	8.0	9.1
1976/77	2.1	8.0	5.9
1977/78	5.2	8.0	3.2
1978/79	0.0	6.0	6.0
1979/80	17.1	7.0	−10.1
1980/81	18.2	7.5	−10.7
1981/82	9.3	8.5	− 1.3
1982/83	2.6	9.0	6.4
1983/84	9.5	8.0	− 1.5
1984/85	7.1	8.0	0.9
1985/86	5.7	8.5	2.8
1986/87	5.3	8.5	3.2
1987/88	7.6	9.0	1.4
1988/89	7.4	9.0	1.6
1989/90	7.4	9.0	1.6
1990/91	12.1	9.5	− 2.6
1991/92	13.6	12.0	− 1.6
1992/93	7.0	11.0	4.0
1993/94	10.8	10.0	− 0.8
1994/95	10.4	11.0	0.6

＊卸売物価指数

出所：Joshi & Little[1994] p.312; RBI, *Report on Currency and Finance* (various years); GOI, *Economic Survey* (various years)

手段とはならなかった。前掲図1-2から読みとることができるように，独立後の公定歩合の推移をみると下方硬直的である。50年度の3%から一貫して上昇しつづけ，91年度以降は12%で維持されている。また75年度から80年度にいたるまでの6年間は9%，81年度から90年度にいたるまでの10年間は10%に，それぞれ据え置かれてきた。またTBや国債の発行は実質的に金融機関に対する割り当てとなっており，政府証券の流通市場が形成されなかったために，公開市場操作も有効性をもたなかった。インフレーションの主要因である過剰流動性の原因が政府の財政赤字であるかぎり，そしてまた69年の主要商業銀行の国有化以降銀行店舗数が飛躍的に拡大し，現金／預金比率が増大したことによって通貨乗数が大きくなる傾向が内在するかぎり，マネーサプライ抑制措置としてRBIがとりえた手段は支払準備率を引き上げることに限定されてしまった。

インドで採用されてきた支払準備率操作には2種類ある。一つは第一線準備としての現金準備比率（CRR）—すなわち，銀行預金額に対する銀行の手持ち現金とRBIへの預け入れ金の合計の比率—と，第二線準備としての法定流動性比率（SLR）—すなわち，銀行預金額に対する現金，金および政府証券および政府認定証券への投資比率—が，それである。政府証券および政府認定証券の大半は，中央政府および州政府の証券および長期金融機関（IDBI, NABARD IFCI，州金融公社）が発行した金融債，および 州電力公社，州道路公社等が発行した公社債である。元来SLRは，銀行が準備率変更の影響を相殺するために手持ちの政府証券を流動化することを避けることを目的として導入された，金融政策の道具であった。歴史的にみると，それは銀行に金融規律を課す手段であり，預金者保護を目的としたものであった。しかしやがてSLRは「政府証券のためのキャプティブ・マーケット」として機能するようになり，「より多くの銀行資源を政府に配分する手段」として機能するようになった（RBI [1985] p. 254)。

表1-8および表1-9はCRRおよびSLRの動向をみたものである。一見して明らかなように，CRRもSLRもともに金融自由化の始まった92

表 1-8　現金準備比率（CRR）の推移

（平均，%）

年　月　日	%
1962　9　16	3.0
1973　6　29	5.0
9　8	6.0
9　22	7.0
1974　6　29	5.0
12　14	4.5
12　28	4.0
1976　9　4	5.0
11　13	6.0
1981　7　31	6.5
8　21	7.0
11　27	7.25
12　25	7.5
1982　1　29	7.75
4　9	7.25
6　11	7.0
1983　5　27	7.5
7　29	8.0
8　27	8.5
1984　2　4	9.0
1987　2　28	9.5
10　24	10.0
1988　7　2	10.5
7　30	11.0
1989　7　1	15.0
1992　10　8	15.0
1993　4　17	14.5
5　15	14.0
1994　6　11	14.5
7　9	14.75
8　6	15.0
1995　11　11	14.5
12　9	14.0
1996　4　27	13.5
5　11	13.0
7　6	12.0
10　26	11.5
11　9	11.0
1997　1　4	10.5
1　18	10.0
10　25	9.75
11　22	9.5
12　2	10.0
1998　1　16	10.5
3　28	10.25
4　11	10.0

出所：RBI, *Report on Currency and Finance* (various years); RBI, *Report on Trend and Progress of Banking in India 1996-97* (RBI Bulletin, December 1997).

表 1-9　法定流動性比率の推移

（%）

年　月	%
1964　9	25.0
1970　2	26.0
4	27.0
8	28.0
1972　8	29.0
11	30.0
1973　12	32.0
1974　6	33.0
1978　12	34.0
1981　9	34.5
10	35.0
1984　7	35.5
9	36.0
1985　6	36.5
7	37.0
1987　4	37.5
1988　1	38.0
1990　9	38.5
1992　4	38.5
1993　1	38.25
2	38.0
3	37.75
4	37.5
9	37.25
10	34.75
1994　8	34.25
5	33.75
1997　10	25

出所：表 1-8 に同じ。

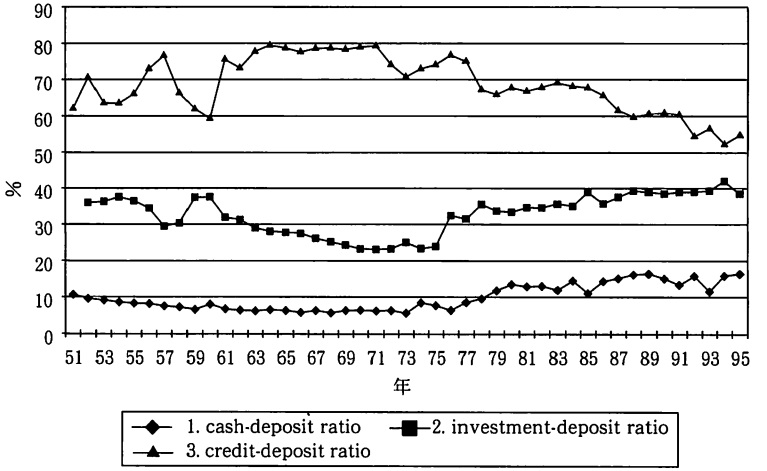

図 1-3　商業銀行の現金／預金比率，投資／預金比率，融資／預金比率

年にいたるまで，一貫して上昇傾向をたどっている。たとえば 90 年時点をとってみると，CRR は 15%，SLR は 38.5%であり，両者を合計すると商業銀行預金総額のじつに 53.5%が支払準備率にあてられていた。CRR および SLR は政府部門による「銀行資源の先取り」であり，銀行部門から民間部門への資金フローは著しく制約されてきた（GOI [1993]）。

図 1-3 は指定商業銀行の現金／預金比率，投資／預金比率，および融資／預金比率の動向を示したものである。現金／預金比率は 1950 年代から 73 年度にかけては下降傾向をたどっているが，74 年度代後半以降は急速に高まっている。投資／預金比率もほぼ同様に 72 年度までは下降線をたどっているが，73 年度以降は急速にその比率を高めている。これに対し融資／預金比率は 72 年度以降急速にその比率は下がっており，62 年度から 71 年度にかけては 80%近かった比率が，91 年度以降はついに 50%台にまで低下した。

3. 要　約

1970 年代から 80 年代にかけて確立した「インド型金融システム」の特

徴は以下のように要約できる。

(1) 独立後インドでは着実に金融深化が進展した（絵所［1998］）。図1-4は，金融深化をあらわす指標の一つであるGDPに占めるマネーサプライの比率の推移をみたものである。M3/GD比率が順調に上昇している様子がうかがわれる（ただしインドでは，「M3＝M1＋銀行定期預金」と定義されており，わが国のM2に相当する(2)）。

(2) 独立後インドでは農業・農村金融および工業金融双方の領域で近代的な金融機関の整備が進んだ。

(3) しかしそれにもかかわらず，依然としてインフォーマル・セクターの果たす役割は大きく，いわゆる金融の二重構造がみられる。

(4) 独立後のインドの金融制度は五カ年計画に組み込まれる形で発達した。

(5) 独立後インドの金融制度の発達は金融諸機関の国有化の拡大史であった。とくに歴史的な画期となったのは，1969年の主要商業銀行の国有化である。

(6) 国有化以降の商業銀行のパフォーマンスは店舗数，預金額，融資額

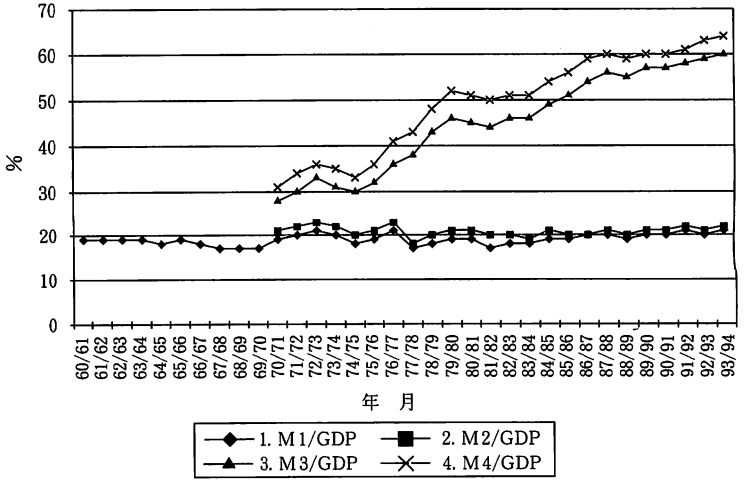

図1-4 マネーサプライ／GDP比率

という3指標すべてにおいて飛躍的に増加した。とくに農村・準農村地域への銀行業の浸透は顕著であり，人々の間にバンキング・ハビットが定着する上で大きな役割を果たした。

(7) 国有化以降，商業銀行の融資先は大きく変化した。農業，小規模工業等の優先分野への貸出比率が顕著に増加する一方，民間の大中規模企業部門および民間商業部門に対するそれは顕著に減少した。

(8) 独立後インドの金融発展は金融機関（とくに商業銀行）を中心に発達してきた。一方証券市場は十分に発達しなかった。

(9) 大半の近代的金融機関は公部門に属し市場競争はみられなかった。

(10) 例外的な時期を除くと，独立後インドではインフレーションはかなりよくコントロールされた。その結果実質預金利子率は大きくマイナスになることなく，実質金利面での「金融抑圧」はみられなかった。商業銀行の国有化は貯蓄促進および投資促進にとって好ましい影響をもたらした(Ketkar [1993])。

(11) 独立後インドの金融システムは，きわめて厳格な外資規制の下での閉鎖的な環境におかれてきた。

(12) 金融制度の中心的な位置を占める商業銀行に対しては，様々な規制が加えられた。信用の部門別配分規制（量的割り当て），金利規制，準備率規制が3大規制である。

(13) 金利はすべて規制されており，とくに政府証券利回りが低くおさえられてきたことによって金利体系に歪みが生じた。また公定歩合政策は効力をもたなかった。

(14) 政府証券の流通市場が発達しなかったので，公開市場操作も効力をもたなかった。

(15) 効力のある唯一の金融政策は準備率の変更であった。金融機関に対しては，現金準備比率（CRR）と法的流動性比率（SLR）という2種類の準備率を課すというシステムが発達した。いずれの比率も歴史的に一貫して上昇傾向を辿った。これら2種類の準備率を操作するにあたっては，

政府の財政的な観点が重視された。その結果，金融政策は財政政策によって大きく左右され，金融政策の自律性は著しく損なわれてきた。財政政策への従属というのが，インド型金融システムのもうひとつの特徴である。SLR は金融仲介機関に対して政府証券への投資を義務づける措置であるが，実質的には金融仲介機関（とりわけ商業銀行）に対する割り当てという形をとってきた。財政負担の軽減という観点が重視されたために，政府証券の利子率は極端に低くおさえられてきた。このため商業銀行の収益率はきわめて劣悪となり，また利子率の歪みが定着することになった。

(16) 投資・貯蓄ギャップを示す資金過不足を部門別にみると，資金余剰部門である家計部門からの資金の大半は政府部門に流入した。金融仲介業は，こうした資金フロー構造を定着させるにあたって大きな役割を果たした（Sen & Vaidya [1997] pp. 25-37)。

(17) 実質金利に関しては留保が必要であるが，1980 年代までのインドはマキノン＝ショウの主張する「金融抑圧」が典型的にあてはまる国の一つであった。「金融抑圧」とは，周知のように 3 種類の政策介入によって引き起こされた金融市場の歪みによって経済発展が押し止められているとする仮説である。3 種類の政策介入とは，(a)高い支払準備率の要求，(b)人為的低金利政策，(c)優先分野への信用割り当てである（Dixon [1997])[3]。

第 2 章　銀行制度の改革

1. 金融改革の概要

1980 年代後半からインドでも金融自由化へ向けての改革が始まった。金融政策の財政従属からの自由化を勧告したチャクラヴァルティ委員会報告（RBI [1985a]）やマネー・マーケット創出に向けてのヴァグール委員会報告（RBI [1987]）が提出された。

チャクラヴァルティ委員会は，「金融制度の運営を検討し，金融政策の効率を改善する諸措置を勧告する」ことを目的として RBI によって設置され

たものである。当委員会の主要勧告は，(1)TBを発展させることによって公開市場操作が支配的な金融政策の道具となるようにすること，(2)政府証券の利回りを引き上げることによってRBI以外で公的債務に対する需要を創出すること，(3)物価の安定を究極の目標として，金融政策の重要な道具としてマネー・サプライの増加目標値を設定すること，である(4)。一方ヴァグール委員会は，マネー・マーケットの段階的な規制緩和およびTB市場といった他の重要な短期金融市場との漸次的統合を勧告したものである。

両委員会の勧告を受けて，80年代後半から規制緩和に向けていくつかの措置がみられるようになった。政府証券市場においては，86年11月から182日もののTBが導入された(5)。当初は月間ベースのオークションで売買され，またRBIによる再割引はないものとされた。また金融市場に流動性を提供する機関として，RBIは88年4月にインド割引金融公社（Discount and Finance House of India: DFHI）を設立した。ついで89年5月にはコールマネー金利に対する上限規制が撤廃された。88〜89年にかけて，RBIは短期金融市場の新しい手段としてコマーシャル・ペーパー（CP）および譲渡性預金（CD）を導入した。この時期の規制緩和の特徴は短期金融市場のそれに限定されていた。

金融自由化の流れは1991年の債務危機を転機に拍車がかかった。91年インドは深刻な政治経済危機にみまわれ，債務危機状態に陥った。この政治経済危機を克服するために，インド政府はIMF・世界銀行からの構造調整借款の助けをかりることになった（伊藤・絵所［1995］第2章）。いわばこの構造調整プログラムの不可欠の一環として金融改革（金融自由化）がアジェンダにのぼったのである（GOI［1993］）(6)。RBIのランガラージャン総裁は，1969年の「最初の銀行革命」と比較して，90年代の金融改革を「第二の銀行革命」と呼んだ（Rangarajan［1998］p. 112）。

1991年11月に提出されたナラシムハム委員会報告（GOI［1991］）は，金融自由化に向けての改革の青写真である。ナラシムハム委員会の基本認識は次のようなものである。すなわち，インドの商業銀行は長い間，利子

率規制，信用配分規制，参入規制を伴う高度な規制環境の中で業務を展開してきた。その結果，大半の公共部門銀行は収益率が悪化し，自己資本比率が不十分で，巨額の不良債権を抱え込むことになった。また顧客サービスは満足のいくものではなく，コンピュータ・通信技術の導入および新製品の開発も遅れている。財務状況の悪さを埋め合わせるために納税者の資金を使った巨額の補助金が注入され，またコストをカヴァーするために民間企業に対する貸付金利を引き上げてきたので投資環境に悪影響を与えてきた。こうした認識に従ってナラシムハム委員会は，金利規制の緩和，参入規制の緩和，自己資本規律の規制，会計基準の透明化が必要であると勧告した。この青写真の実現に向けて92年以降金融改革の動きが活発にみられるようになった(7)。

銀行部門改革としては，CRR およびSLR の引き下げ，利子率規制の大幅な緩和，支店ライセンス規制の撤廃，新規民間銀行の設立許可がおこなわれている（Sarkar & Agrawal [1997]）。また証券部門改革としては，証券取引監視局（SEBI）新設，資本発行統制法の廃止，TB のオークションの開始，インド企業によるユーロ株式発行の許可，外国機関投資家（FIIs）のインド資本市場への投資許可，非居住インド人（Non Resident Indians: NRIs）の証券投資の自由化，店頭株売買の開始，ナショナル・ストック・エクスチェンジ（National Stock Exchange: NSE）の設立等，めまぐるしい動きがみられるようになった（Gokarn [1996]; Shar & Thomas [1997]）。

2. 商業銀行の規制緩和

インド金融改革のコアとなったのは商業銀行の制度改革である。ナラシムハム委員会勧告に基づいたものである（GOI [1991]; GOI [1993]）。92年以降具体的に採用された諸措置は，(1)新規民間銀行の参入規制緩和，(2)支店開設ライセンス規制の緩和，(3)預金金利および貸出金利の段階的規制緩和，(4)国際決済銀行（BIS)基準に応じた8%自己資本規律の導入，(5)透

明性のある会計基準制度の導入，(6)公共部門銀行に対する資本市場での株式発行による資金調達の許可，(7)CRR および SLR の段階的引き下げ，である。

(1) 金利の自由化

前述したように，92年以前にはインドの金利は RBI によって徹底的に管理されていた。各種預金金利の上限と各種貸出金利の下限が定められていた。こうした金利体系への介入は銀行にとってのミニマムな金利スプレッドを確保する措置であり，また損失の増加を埋め合わせるものとして機能した。その結果，銀行間の金利競争はまったくなくなってしまった。92年以降利子率は徐々に規制緩和されてきた。89年度に規制金利の数は20に細分されていたが，94年度には2にまで減少した。また銀行は1年超のすべての定期預金金利および20万ルピー超の貸付金利を自由に設定できるようになった（表2-1，表2-2参照)。

しかし急激な金利の自由化はしばしば大きな歪みをともなうことが指摘されてきた。とくにサザンコーン諸国の経験は無視することのできない「失敗」の事例である。これら諸国での金融自由化（信用割り当ての廃止）は一挙に信用需要を高め，金利水準が急騰し，その結果工業生産が大きく

表 2-1　預金金利の推移

（年，%）

	当座預金	普通預金	定期預金				
			(a) 46日-3年以上	(b) 46日-2年	(c) 2年超	(d) 30日-1年	(e) 1年以上
1995. 8.18	0	4.5	12%未満	—	—	—	—
1995.10. 1	0	4.5	—	12%未満	free	—	—
1996. 7. 2	0	4.5	—	—	—	11%未満	free
1996.10.21	0	4.5	—	—	—	10%未満	free
1997. 4.16	0	4.5	—	—	—	公定歩合マイナス2%未満	free

出所：RBI, *Annual Report 1996-97,* p. 168.

表 2-2　商業銀行の貸付金利の推移

貸付区分	-Rs.7500	Rs.7500-Rs.15000	Rs.15000 Rs.25000	Rs.25000-Rs.50000	Rs.50000-Rs.20 万	Rs.20万超
1991 年 10 月	11.5	13.0	13.5	15.5	16.5	20.0
1992 年　4 月	11.5	13.5	13.5	16.5	16.5	19.0
1993 年　4 月	12.0	12.0	12.0	16.5	16.5	17.0
1993 年　9 月	12.0	12.0	12.0	15.0	15.0	15.0
1994 年 10 月	12.0	12.0	12.0	13.5	13.5	free

出所：表 2-1 と同じ。p. 168.

表 2-3　プライム・レンディング・レート（PLR）の推移

（年，%）

時　期	SBI 貸出金利	主要商業銀行 5 行の PLR	IDBI 貸付金利	WPI 上昇率
1990/91	16.50		14.00-15.00	
1992/93	19.00		17.00-19.00	7.0
1993/94	19.00		14.50-17.50	10.8
1994/95	15.00		15.00	10.4
1995/96	16.00		16.00-19.00	4.4
1995. 8		15.5		
1995. 7		16.5		
1996/97				6.9
1996. 10		15.5-16.0		
1997/98				5.0*
1997. 4		14.0-14.5		
1997. 6		13.5-14.0		

*暫定値.

出所：RBI, *Report on Currency and Finance 1995-96,* p.103; RBI, *Annual Report 1996-97,* p.168; GOI, *Economic Survey 1997-98* p. 66.

落ち込み，不良債権が増加し銀行危機が引き起こされるという悪循環に陥った。景気後退と金融危機の連鎖が生じたのである。こうした経験に鑑みて，インドでは当初から利子率の早急な自由化に反対する慎重論が強くあった。金利自由化にとって，財政規律の回復が不可欠の前提条件であるとする議論である（Sengupta [1995]）。

金融改革以降，たしかに実質金利水準は上昇傾向にある（Sarkar &

表 2-4　TB 利回りの推移

(%)

年　　度	1990/91	1992/93	1993/94	1994/95	1995/96
1. 公定歩合	10.00	12.00	12.00	12.00	12.00
2. TB					
a) 91 日（アドホック）	4.60	4.60	4.60	4.60	4.60
b) 91 日		8.80-10.68	7.08-11.10	7.21-11.90	11.40-12.97
c) 182 日	9.95-10.08	7.80-8.40			12.08-13.16
d) 364 日		9.88-10.25	9.97-11.36	9.41-11.94	

出所：RBI, *Report on Currency and Finance 1995-96*, p. 103.

Agrawal [1997])。とくに 94 年以降「自由金利」となったプライム・レートには，インフレ率を考慮すると実質的な上昇傾向がみられる（表 2-3)。しかし全体としてみると金利の上昇はマイルドなものであった。その理由は，一つにはインドの金融改革では「グラデュアリズム」が採用されたこと，また一つには巨額の外資流入によってマネーサプライが増加し（後述するように RBI の不胎化政策が不十分であったためである）金利の急騰を押さえる役割を果たしたためである。

(2) 準備率規制の緩和

CRR および SLR も段階的に引き下げられてきた（前掲表 1-8，表 1-9 参照)。CRR および SLR は実質的には「政府証券のためのキャプティブ・マーケット」であり，「より多くの銀行資源を政府に配分する手段」あるいは政府部門による「銀行資源の先取り」制度である。したがって CRR および SLR の引き下げは民間部門に対する信用増加に結びつく可能性のある措置である。しかし奇妙なことに，実際には準備率規制の緩和は民間企業に対する信用の増加には結びつかなかった。主要銀行の貸付金利は硬直的である。これは SLR の引き下げ措置にもかかわらず，自己資本規律の強化措置および不良債権問題に対処すべく銀行サイドがリスクの少ない政府証券投資を選好したためである。金融改革後 93 年度にいたるまでは，

投資／預金比率は上昇傾向を辿り，逆に融資／預金比率は減少傾向を辿った（前掲図 1-3 参照）。

(3) 信用割り当ての存続

ナラシムハム委員会は信用配分への政府介入を緩和すべきであると勧告した。具体的には優先部門への貸出比率を向後 3 年の間に 40%から 10%に引き下げるべきであるとした。その論拠は，優先部門への信用配分が銀行の収益性を圧迫し，また他部門（商業部門および大規模工業部門）への銀行貸出を締め出しているというものである。しかし政府はこの勧告を採択しなかった。92 年に始まった金融自由化の動きの中でも，貸出総額の 40%を優先部門にまわすという規制は緩和されていない（表 2-5 参照）。インド国内では優先部門への信用配分を存続すべきであるという主張が根強くあるためである（Ghosh [1987]; Mujumdar [1998]）。

周知のように「金融自由化」論者は，「信用割り当て」政策を「金融抑圧」の代表的政府介入事例とし，その弊害を強調してやまない（World Bank [1989] pp. 55-61）。「金融抑圧」の弊害として指摘されてきたことは，(1)インフォーマルな金融市場が支配的になる，(2)実物資産に比較して銀行預金が魅力的でなくなり，その結果金融仲介業の役割が引き下げられる，(3)貯蓄を引き下げ，その結果投資が縮小し経済発展が押し止められるといった諸点である（Gibson & Tsakalotos [1994]）。しかし近年では情報の不完全性を考慮に入れて，「金融自由化（金利の自由化）＝信用割り当

表 2-5　国有化商業銀行の純融資額に占める優先部門への貸出比率

（%）

	1969 年 6 月	1994 年 3 月	1995 年 3 月	1996 年 3 月	1997 年 3 月
1. 農　　業	5.4	15.0	13.9	14.3	16.4
2. 小規模工業	8.5	15.3	15.3	16.0	16.6
3. その他の優先部門	0.7	7.4	7.4	7.5	8.7
4. 合　　計	14.6	37.8	36.6	37.8	41.7

出所：RBI, *Report on Trend and Progress in Banking in India 1996-97*, p. 181.

ての廃止」が必らずしも市場の効率を向上させ経済発展をもたらすわけではないことが指摘されてきた（Stiglitz & Weiss [1981]; Cho [1986]; Gibson & Tsakalotos [1994]）。

日本・韓国も最近に至るまで信用割り当て政策が採用された国である。しかし経済パフォーマンスは明らかにインドとは異なっている。「信用割り当て」という観点からインドと日本・韓国とを比較した時に，どういうインプリケーションを読みとるかは重要なテーマである（Cho [1989]; Amsden & Euh [1993]; Stiglitz [1994]; Vittas & Cho [1996]; Stiglitz & Uy [1996]）。コーリは，商業銀行の低収益構造および不良債権問題は，インドの場合信用割り当て制度そのものに欠陥があったというよりも，銀行借款全体にかかわる「プロジェクトの選択」と「モニタリングと監督のたるみ」に問題点があったのだと強調している（Kohli [1997]）。たとえ優先部門への信用配分を廃止しても，商業銀行の低収益構造および不良債権問題は解決しないという主張である。しかしこの問題は，どの部門をどういう基準で優先部門に指定するのかという問題と切り離して論じることはできない。優先部門に指定された部門がモラルハザードに陥りやすい傾向があることは否めない。優先部門のパフォーマンス基準を明確にすることなく信用割当制度を存続することは，結局は既得権益を保護することにつながってしまうおそれがある。

(4) 民間銀行の参入・外国銀行の業務規制緩和・民営化

これらの諸処置の結果，96年4月までに15の民間銀行（国内銀行9行，外国銀行6行）が新規参入した。外国銀行に対する自己資本規律も大幅に緩和された。また独立以降はじめて合弁銀行（外国銀行の出資比率の上限は20%）が許可された。

ただし国有銀行の「民営化」は改革のアジェンダにのぼっていない。労働組合の強力な反対があるためである。

(5) 銀行規律・監視の強化・透明性の確保

種々の規制緩和措置とならんで銀行部門改革の柱とされたのは銀行規律・監視の強化および透明性の確保である。

(a) 自己資本規律

商業銀行および非銀行金融会社 (non-bank financial companies: NBFCs) に対して，BIS 基準に添った 8%を超える自己資本の維持が義務づけられた。また適正資本規律と同時に，新しい所得認定基準と資産区分および貸し倒れ引当金基準が導入された。インド大蔵省の試算によると，これら一連の会計基準の変更によって 28 の公共部門銀行の収益は 45%低下した (GOI [1993] p. 13)。

(b) 不良債権

ナラシムハム委員会勧告を受けて銀行資産は 4 つのカテゴリーに分類された。(1)標準 (standard)，(2)準標準 (sub-standard)，(3)灰色 (doubtful)，(4)回収不能 (loss) である。「不良債権 (NPA)」は，「93 年 3 月までの 4 四半期，94 年 3 月までの 3 四半期，95 年 3 月以降に終了する年の場合には 2 四半期の期間にかけて，利子が遅延 (すなわち，支払い期限を超えて 30 日) している信用」と定義された。また債権が 2 年を超えない期間で不良債権である場合には「準標準」，不良債権が 2 年超 3 年未満の場合には「灰色」，3 年超の場合には「回収不能」とされた。「回収不能」債権

表 2-6 公共部門銀行の貸付債権区分 1993 年度

(%)

債権の種類	SBI グループ	その他国有銀行	合 計
標 準	77.7	75.7	76.4
準 標 準	5.7	8.1	7.3
灰 色	13.8	14.0	13.9
回収不能	2.9	2.2	2.4

出所：Sen & Vaidya [1997].

の場合には引当金は100%であるが，93年3月に「準標準」及び「灰色」の場合には30%となった。表2-8はこうした基準に従って，公共部門銀行の貸付債権を区分したものである。全体の約23%が不良債権であり，また全体の約15%が「灰色」あるいは「回収不能」であることがわかる（表2-6）。

第3章　金融市場の変化

1. 短期金融市場（マネー・マーケット）

マネー・マーケットは，貨幣と密接な代替関係をもつ満期1年未満の短期金融資産の市場である。マネー・マーケットの規制緩和はインド金融改革の不可欠の一環である。

インドのマネー・マーケットは80年代半ばまでは，かなり未発達な市場であった。主要な市場は銀行間のコールマネー・マーケットであった。しかし80年代後半からは，前述したようにヴァグール委員会の勧告を受けて，また91年に始まった構造調整プログラムの下で，マネー・マーケットは大きく変容している。

(1) コールマネー市場

コールマネー市場は，「一夜貸し」あるいはショート・ノーティスでの14日までの市場である。目的は銀行の短期流動性をバランスさせることである。73年以前コール金利は市場で決定されていた。しかし金利規制の動きが高まる中で，73年12月からインド銀行協会（Indian Banks Association: IBA）はコール金利の上限を10%に設定した。それ以降コール金利の上限は徐々に下がり，78年3月には8.5%にまで下がった。石油危機によるインフレーションの影響で各種金利が上方改訂されるのを受けて，80年4月のコール金利の上限は10%に引き上げられ，その後80年代を通じて維持された。

80年代までのコール市場の特徴は，ほんのわずかの大規模な貸し手（LICおよびUTI）と数多くの借り手（商業銀行および協同組合銀行）から成る小さな市場という点にあった。LICとUTIの両機関は貸してとしてのみ参加が許可されていた。貸し手と借り手が攻守を交替することはなかった。

短期流動性の不均衡調整を円滑化する目的で，RBIは88年7月にインド割引金融公社（Discount and Finance House of India: DFHI）を設立した。DFHIはコール市場で貸し手及び借り手の双方の役割を果たすことのできる機関である。88年10月には，DFHIはIBAの設定したコール金利の上限条項から自由に金利設定ができるようになった。DFHIが市場に参加するようになってから，コールマネー市場での出来高は飛躍的に拡大した。

マネー・マーケットの一層の自由化措置として，89年5月にはコール金利の上限が撤廃された。さらに90年5月にはGIC，IDBI，NABARDのコール市場への貸し手としての参加が許可された。続く同年10月には手形割引市場へのすべての参加機関がコール市場に貸し手として参加することが認められた。93年10月には，金融機関に対して総額で100億ルピーまでコール市場から借り出せることが認められた。

コール金利上限撤廃によって14日もののコール金利は顕著に変動するようになった。主要な原因は商業銀行のCRR維持に必要とされる短期資金である。RBIは14日ごとにCRRをモニターしているためである。もう一つの原因は政府が折に触れて銀行システムから流動性を引き出すためである。また，LICやIDBIのような非銀行金融機関がコール市場での主要な貸し手であるので，政府による資本市場での公企業株式の販売はコール市場での資金量を減少させる。さらに，いくつかの大規模な銀行はコール市場で借り中長期の金融資産に投資しているために資産と負債のミスマッチが生じ，そのためにコール金利は変動しやすくなっている。

しかしいずれにせよ，コール金利が規制緩和され，またコール市場への参加機関が増大したことによって，銀行システムの短期資金の需給均衡をもたらす上で，コール市場は大きな役割を果たすようになった。また商業

銀行にとっては，予測せざる預金引き出しのために過度の準備金を維持する必要が減少し，銀行の仲介費用は大幅に引き下げられるようになった。

しかし金融自由化以降の時期にコール金利の不安定性はむしろ増大している（図3-1参照)。後述するように，名目為替レートを維持するためにRBIがドル売り介入あるいはドル買い介入をした結果である。RBIがドルを売れば国内通貨が収縮し，その結果コール金利が上昇する。逆の場合はその逆になるためである。

コール金利を安定させるために，RBIは92年12月に国債を担保として商業銀行との間に短期買戻付き国債売却制度（レポ）を導入した。レポ期間は1夜から14日までである。レポの目的は銀行システムの流動性を平準化することであるが，RBIは銀行から準備金を引き出すためにのみ使用しておりそれを補充するためには使用していないために，コール金利の急上昇を阻止する手段としては有効性は限られている。また95年1月7日からRBIは商業銀行に対してデイリー・ベースでCRRの85%を維持するように要請した。

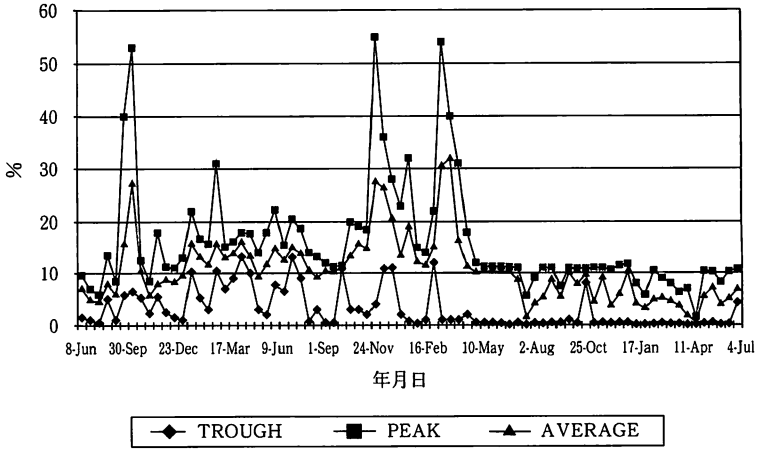

図3-1　コールレート金利の推移

(2) コマーシャル・ペーパー（CP）／譲渡性預金（CD）／商業手形

ヴァグール委員会勧告を受けてRBIは88年度にCPの発行を許可したが，CP発行可能企業に厳格な制限を設けた。CP発行残高は91年6月末の6.47億ルピーから95年5月末には326.4億ルピーにまで急成長した。しかし金融引き締めの結果，95年5月末には60.4億ルピーにまで減少した。大半のCPは商業銀行によって保有されている。CP金利は銀行のプライム・レートよりも低いので，CPが発行できる優良企業にとってはコスト削減につながる。しかしCPの流通市場は95年末まで不活発であった。これはCPの額面金額が高すぎて小規模の投資家の手に届かなかったためである。その後RBIはCP額面金額に対する制限を撤廃し，またNSEでスクリーン・ベースト・トレーディング（コンピュータを用いた取引）が始まり，今後CP流通市場の発達が見込まれる。

CDも88年度に導入された。CDの金利は市場で決定されるものとされたが，満期期間は3カ月から1年までとされた。92年からはいくつかの非銀行金融機関（IDBI, ICICI, IFCI, IRBI, SIDBI, Exim Bank, SCICI, TFCI）によるCD発行も許可された。

コールマネー，CPおよびCDが発達するにつれて，商業手形割引による短期資金調達の比重は縮小しつつある。商業手形残高は92年4月の461.2億ルピーから，95年3月には104.8億ルピーまで減少した。

2. 長期金融市場（資本市場）

(1) 国債市場

チャクラヴァルティ委員会勧告を受けて，国債の利回りは他の利子率と連動するようになった。また国債の満期上限も20年から10年に引き下げられた。さらに92年4月からすべての中央政府借り入れはオークションを通じておこなわれることになった。

政府証券の所有パターンをみると90年以前と比較して93年には商業銀行による所有比率が上昇していることがわかる（表3-1）。この時期には

法定流動性比率は徐々に引き下げられていたので，商業銀行による政府証券所有比率の上昇は国債のクーポンレートの上昇と商業銀行の国債への自発的な投資決定を反映したものである。

制度的には93年にインド証券取引公社（Securities and Trading Corporation of India: STCI）が創出されたことが重要である。政府証券および公共部門債券の効率的な流通市場の発達を目的とした機関である。

表 3-1　政府証券の所有パターン：3月末

（%）

所　有　者	中央政府証券	州政府証券
中央政府・州政府		
1978	2.2	0.9
1982	1.2	0.2
1990	0.5	neg.
1993	neg.	neg.
RBI		
1978	25.4	—
1982	29.5	—
1990	19.6	—
1993	10.6	—
商業銀行・協同組合銀行		
1978	42.4	68.4
1982	45.4	72.2
1990	55.5	85.2
1993	64.6	72.7
保　険		
1978	16.2	23.3
1982	14.5	17.5
1990	17.2	7.2
1993	16.3	9.0
年金基金		
1978	11.3	3.5
1982	6.6	7.6
1990	2.4	5.0
1993	1.1	1.1

出所：RBI, *Reserve Bank of India Bulletin,* December 1994.

(2) 株式市場

インドには他の途上国と比較するとかなり発達した株式市場がある。80年代に入ると金融制度におけるその役割は飛躍的に大きくなった。93年時点でインドは株式発行時価総額の大きさでみて世界で第22位，出来高の大きさでみて第24位，そして上場証券数でみて第2位である（Sen & Vaudya [1997] p. 85)。また95年3月31日時点で全インドの株式取引所に上場されている企業総数は9,100社，時価総額は5兆727億ルピーである。97年時点では，国内に22の株式取引所がある。92年11月にはナショナル・ストック・エクスチェンジ（National Stock Exchange of India: NSE）が設立され，94年6月30日から営業を開始した[8]。歴史的にボンベイとカルカッタの株式取引所が2大取引所であるが，95年度にはNSEが全体の取引額の28.7%を占め，インドで最大の取引所となった（表3-2)。また89年8月に店頭株式取引所（Over the Counter Exchange of India: OCTEI）が設立され，92年9月から営業を開始している。

インド株式所有の特徴の一つは，大半の株式が政府系金融機関（とくにUTI）によって保有されていることである。BSE株式指数のベースとなっている30企業の株式のうち政府系金融機関が所有している比率は13%か

表3-2　インドの株式取引所での取引額

（1,000万ルピー）

株式市場	1994年度　(%)	1995年度　(%)
NSE	1,728.0 (1.1)	68,141.9 (28.7)
カルカッタ	52,872.0 (32.5)	62,128.0 (26.2)
ムンバイ	67,748.0 (41.6)	50,064.2 (21.1)
UP	7,823.0 (4.8)	2,373.0 (5.2)
デリー	9,082.7 (5.6)	10,076.5 (4.2)
アーメダバード	5,650.8 (3.5)	8,786.4 (3.7)
プネ	3,672.0 (2.3)	7,071.8 (3.0)
その他14市場（OCTEIを含む）	14,329.9 (8.8)	17,474.7 (7.4)
合計	162,905.4 (100.0)	237,375.8 (100.0)

出所：SEBI [1996].

ら50%超の範囲にある。政府系金融機関は民間企業の経営を決定する権利をもっていることになる。こうした株式所有形態は外資によるテイクオーヴァーに対する歯止めとして機能したものと思われる。

証券市場改革に関しての最重要な出来事は92年にインド証券取引所法（Securities and Exchange Board of India Act: SEBI Act）が成立したことである（Gokarn [1996]）。SEBI法が成立する以前には，すべての株式発行は資本発行（統制）法（Capital Issues (Controls) Act, 1947）でコントロールされていた。当法の下，すべての国内および海外での資本発行は資本発行統制官（Controller of Capital Issues: CCI）の同意が必要とされた。CCIが採用した基準は資本適正比率と安全性である。通常は，2：1のデット・エクイティ比率が要求された。資本集約的産業の場合には，より高いデット・エクイティ比率が許可された。また社債の利回りは非独占および非外資系企業の場合には14%，独占および外資系企業の場合には12.5%に固定された。いかなる企業も12カ月に一度以上資本発行することはできなかった。つまり92年以前は，資本発行は政府によって厳格に統制されていたのである。

92年にSEBI法が成立するに伴ってCCIは廃止され，証券の価格づけが自由化され，新たな資本の新規発行に関するガイドラインが作られた。SEBIの設立は88年であるが，92年に特殊法人（statutory body）になった。その目的は「投資家の保護と資本市場の発達」を遂行することである。

92年9月にインド政府は，外国機関投資家（Foreign Institutional Investors: FIIs）が，投資額に関しては無制限に発行市場および流通市場の双方に参入することを許可した。SEBIに登録されたFIIsの数は，93年1月のわずか10機関から96年3月末までに367機関（96年12月には427機関）にまで増加した。またFIIsの累積純投資額（発行市場および流通市場）は52億ドル強である（SEBI [1996]）。非居住インド人（Non-Resident Indians: NRIs）に対する発行市場および流通市場の投資基準も自由化された。（非居住インド人の）海外法人（Overseas Corporate

Bodies: OCB）およびNRIsは，RBIからの事前の許可なく法人証券を購入することが許可された。

一連の改革の効果は顕著にあらわれている。資本発行件数および発行額ともに大きく増加するとともに，普通株による資金調達の比率が大幅に上昇した（表3-3)。明らかに実態経済と株式市場との関係はより密接になった。

92年にインド政府は経営実績の良好なインド企業による海外での転換社債および株式の発行を許可した。前者は外貨建て転換社債（Foreign Currency Convertible Bonds: FCCB)，後者は国際預託証券（Global Depository Receipts: GDR）と呼ばれている。海外市場からの資金調達額はなお限定的なものであるが，新しい局面が開かれたことはまちがいない（表3-4)。

インドの場合にもそうであるように，途上国の株式市場の規制緩和・育成への動きは「金融自由化」の不可欠の一環として位置づけられ，また外国機関投資家の市場への参入（「資本の自由化」）と密接に絡み合って進行しているし，またそうすべきであると主張されている（World Bank [1989] p. 130; Classen [1995])。チョーは，金融自由化の一環として株式

表3-3　非政府系株式公開企業による新規資本発行額

（1000万ルピー)*

年　度	普通株	優先株	社　債	合　計
1985/86	898（ 758)	1.2（ 9)	843.3（ 83)	1,724.5（ 850)
1986/87	1,007.5（ 424)	0.7（ 3)	1,555.7（ 94)	2,563.9（ 521)
1987/88	1,103（ 174)	6.8（38)	667.3（ 46)	1,777.1（ 225)
1988/89	1,033.6（ 269)	3.3（ 6)	2,187.9（ 79)	3,224.8（ 341)
1989/90	1,220.2（ 269)	7.9（ 4)	5,281.8（134)	6,509.9（ 407)
1990/91	1,284.3（ 246)	13.1（ 3)	3,014.8（115)	4,312.2（ 364)
1991/92	1,916.1（ 366)	1.5（ 3)	4,275.5（145)	6,193.1（ 514)
1992/93	9,981.1（ 867)	0.5（ 1)	9,844.0（169)	19,825.6（1037)
1993/94	10,113.0（ 987)	63.4（ 4)	9,324.9（145)	19,501.3（1136)
1994/95	17,441.4（1554)	131.3（ 9)	8,871.0（121)	26,443.7（1684)

*カッコ内の数字は発行数。

出所：RBI, *Report on Currency and Finance* (various years).

表 3-4　ユーロ市場での資本発行額および資本流入額

（US＄100万）

年　度	資本発行額		資本流入額	
	GDRs	FCCBs	GDRs	FCCBs
1992/93	240	—	86	—
1993/94	1,520	995.5	1,602	913.9
1994/95	2,082	102.5	1,839	92.6
1995/96	683	n.a.	n.a.	149
1996/97	1,366	n.a.	n.a.	n.a.
1997/98	645	n.a.	n.a.	n.a.

*暫定値。
出所：GOI, *Economic Survey 1997-98.*

市場の促進が不可欠であることを示した（Cho [1986]）。アトジェやレヴィンたちはクロス・カントリーによる詳細な実証分析に基づいて，資本の自由化によって短期的には株式市場の不安定性（volatility）は増加するが長期的には証券の流動性が増加し，ひいては株式市場の発達および資本の自由化が経済発展に結びつくことを強調している（Atje & Jovanovic [1993]; Levin & Zervos [1996]; Demirguc-Kunt & Levin [1996a] [1996b]; Levin & Zervos [1998]）。一方スティグリッツたちは銀行信用市場と同様に株式市場も情報の不完全性から自由ではなく，途上国では資本市場の果たす役割は大きくない点を強調している（Stiglitz & Weiss [1981]; Greenwald, Stiglitz & Weiss [1981]; Stiglitz [1989]）。アジット・シンはさらに論をすすめ，資本の自由化を伴う株式市場の発達は途上国の経済発展を促進するものにはならないことを強調してやまない（Singh [1997a] [1997b] [1998]; Singh & Weisse [1998]）。マジュムダールは，証券市場の発達に依存したインド金融改革は「アングロサクソン・モデル」の猿まねであり，「インドの環境」を無視したものであると批判している（Mujumdar [1996]）。

ナガラージの実証研究では，1980年代以降のインドにおける資本市場の急成長の結果，(a)国内金融貯蓄の構成は銀行預金から株式・債券へと比

重の変化が起こったが貯蓄率の向上はみられなかった，(b)資本市場を通じた資金調達に占める株式のシェアが低下する一方で債券のシェアが増加した，(c)しかし新規株式による資本調達の増加率には顕著なものがあった，(d)資本市場の発達と企業の投資率および生産増加率との相関は薄い，との結論が得られている（Nagaraj [1996]）。またサマルの実証研究では FIIs による証券投資はインドの株式価格の変動をもたらした主要因であるが，株式市場の発達には貢献しなかったと結論されている（Samal [1997]）(9)。

第 4 章　金融自由化の対外的側面

1. 外資流入規制緩和の影響

構造調整プログラムの一環として民間外資流入に対する規制緩和が進展した（表 4-1）。その結果，93 年度以降，外国直接投資ならびに外国証券投資ともに顕著に増大した。また直接投資，証券投資とならんでインド外資流入の 3 本柱の一つを構成しているのが非居住者インド人預金（NRI deposits）である。その額は 96 年には直接投資および証券投資を抜いて最重要な外資流入源となった（表 4-2）。非居住者インド人預金にはさまざまなスキームがあるが，為替レートとの関連性があるのは外貨建て預金であり，国外への流出（引き出し）が可能である FCNR（A），FCNR（B）である。非居住者インド人預金は RBI が保有している外国為替準備金の 60%以上を構成していることを考えると（Bhaduri & Nayyar [1996] p. 76），このルートを通じて（突然の預金引出し）インドの経済自由化が頓挫する可能性も考えられる。

貿易自由化の促進と為替管理の規制緩和は，91 年 7 月から始まった経済改革（構造調整プログラム）の重要な一環であった。インド政府は一時期採用していた二重為替レートを 93 年 3 月に廃止して統一為替レートを採用するに至ったが，この措置によって為替レートは名目で 40%，実質で 25%切り下がった。貿易政策も徐々に自由化され，大半の資本財およ

表 4-1　外資出資の許容範囲

（1998 年 6 月時点）

投　資　分　野	NRIs/OCBs/PIOs	FIs/FIIs
1. a）35 優先業種（1991.7）	100%	51%
b）金属・インフラ部門 9 高度優先業種（1996.12）	74%	74%
c）13 優先業種（1996.12）	51%	51%
d）輸出商社・貿易商社・スター貿易商社	100%	51%
2. 100%EOU, FTZ 内設置工場, EPZ, STP, HTP	100%	100%
3. 赤字業種	100%	
4. 鉱　業	50%	50%
5. 通信 a）ベーシック，移動電話，VSAT	49%	49%
b）その他付加価値サービス	51%	51%
6. 娯楽用電子製品	51%	51%
7. 電　力	100%	100%
8. 医療，病院，船舶，採油，深海漁業	100%	51%
9. 小規模工業留保業種	24%	24%
10. 住宅，不動産，ビジネス・センター，インフラ設備	100%	不許可
11. 国内航空	100%	40%
12. 銀　行	40%	20%
13. ノンバンク金融会社	51%-100%	51%-100%
14. a）公企業放出株式	NRIs/OBCs の投資可能	FIIs のみ投資可能。
b）UTI のユニット信託		FIIs は一定の条件下で 政府証券にも投資可能
c）公共部門の投資信託		
d）民間部門の投資信託		
15. 証券投資（株式・社債）	個人の場合　5% 集団の場合 10%	FIIs のみ上場・非上場企業に投資できる。 個人の場合 10% 集団の場合 24%

注：NRIs：非居住インド人，OCBs：海外企業体，PIOs：インド起源の人，FIs：外国投資家，FIIs：外国機関投資家，EOU：輸出志向工場，FTZ：自由貿易区，EPZ：輸出加工区，UTI：インド信託公社．

出所：GOI, *Economic Survey 1996-97*, p.112; GOI, *Budget 1998-99*.

表 4-2　非居住インド人預金

	残高(100 万 US ドル)					
	FCNR(A)	FCNR(B)	NR(E)RA	NR(NR)RD	FC(B&O)D	合　計
1993. 3	10,617	—	2,862	610	1,044	15,133
1994. 3	9,300	1,075	3,590	1,797	533	16,295
1995. 3	7,051	3,054	4,556	2,479	—	17,140
1996. 3	4,255	5,723	3,916	3,544	—	17,438
1997. 3	2,306	7,496	4,983	5,604	—	20,389
1998. 3	36	8,415	5,703	6,237	—	20,391
	純流入額(100 万 US ドル)					
	FCNR(A)	FCNR(B)	NR(E)RA	NR(NR)RD	FC(B&O)D	合　計
1992/93	825	—	335	610	350	2,120
1993/94	-1,317	1,075	728	1,187	-576	1,097
1994/95	-2,249	1,979	964	682	-558	818
1995/96	-2,796	2,669	-208	1,279	—	944
1996/97	-1,949	1,773	1,244	2,246	—	3,314
1997/98	-2,270	919	1,263	1,230	—	1,142

出所：GOI, *Economic Survey 1997-98*, p. 90.

び中間財に対する輸入数量制限は廃止された。さらに 92 年度から毎年輸入関税も漸次的に引き下げられた。そして 94 年 8 月に経常勘定における為替管理が自由化されインドは IMF8 条国に移行した（伊藤・絵所 [1995] 第 2 章)。この頃から資本勘定の自由化がテーマとして語られるようになり，早ければ 96 年度中にも資本勘定の自由化がおこなわれるのではないかとの予測が行われた。実際には 98 年段階での資本自由化の程度は前掲表 4-1 のようなものである。現時点でもなお，かなり限定的な資本自由化措置にとどまっていると言えよう(10)。しかし以上のような限定された資本自由化の下でも，経済改革以降インドのマクロ経済運営は微妙な舵取りが必要になる局面を迎えた。

(1)　1993 年央～94 年央の資本流入の急増

一連の精力的かつ透明度の高い貿易・為替改革の促進は国際社会から高

い評価を受けた。その現れの一つが外国投資流入額の急増である。とくに93年度に外資流入額は急増した（表4-3）。

インドがエマージング・マーケットの一つとして注目されはじめたことと，アメリカの金利が低下したためである。総額で41億5,300万ドルの流入額となり，92年度の5億5,900万ドルを大幅に上回った。なかでも急増したのは証券投資である。同年の直接投資総額は5億8,600万ドルであったのに対し，証券投資総額は35億6,700万ドルとなり，外資流入総額の86%を占めた。この改革後最初の「証券投資ブーム」は93年度央から94年度央まで続いた。94年度後半になるとメキシコ通貨危機の影響を受けて，ブームの持続はとだえた。

93〜94年度にかけての外資流入の急増に対して，RBIは名目為替レートの維持を最重要視した。統一為替レートが採用された93年3月以降2年以上にわたって，ルピーの対ドル・レートは1ドル＝31.4ルピーに維持されつづけた。資本流入の急増による為替レートの高騰を避けるべく，RBIは強力に市場に介入した。そして外資流入によって引き起こされるであろうマネーサプライの増加を不胎化政策によって抑制するというマクロ経済運営が採用された。

外資流入のインパクトを不胎化するためにRBIは大規模な公開市場操作を行った。また金融改革の当初にはCRRを引き下げていたが94年6

表4-3　外国投資流入額

（US$100万）

投資のタイプ	1991/92	1992/93	1993/94	1994/95	1995/96	1996/97	1997/98*
A. 直接投資	129	315	586	1,314	2,133	2,696	3,197
B. 証券投資	4	244	3,567	3,824	2748	3,312	1,601
1. FIIs	—	1	1,665	1,503	2,009	1,926	752
2. GDR	—	240	1,520	2,082	683	1,366	645
3. オフショア・ファンド	4	3	382	239	56	20	204
合　計	133	559	4,153	5,138	4,881	6,008	4,798

*暫定値
出所：GOI, *Economic Survey 1997-98*, p. 87.

月～8月にかけてCRRを14%から15%に再度引き上げた。たしかにこれらの措置はマネー・ストックの増加を抑制することに貢献したが，TB市場は依然として小さく，またCRRはすでにかなり高率であったために資本流入を不胎化することには限界があった。そこでRBIは外貨購入を行った。その結果，表4-4からうかがわれるように92年度から94年度にかけて外貨資産の増加率は急増し（93年3月から94年12月にかけて外貨準備は130億ドル増加した），翻ってリザーブマネーとM1が急増した。この時期のリザーブマネーの増加は対政府に対する請求権ではなく，外国為替準備の急増であった（図4-1）。

93年後半からの国内流動性の急増はただちに物価水準にはねかえった。インフレ率は91年9月から下落傾向を辿っていたが，この傾向は93年後半から反転し，94年3月には2ケタの上昇率に舞い戻った（図4-2）。RBIは名目為替レートを安定的に維持しようとしてきたために，93年度から94年度にかけての高インフレによってルピーの実質実効為替レートは上昇した。しかし幸いにもドル安のためにインドにとっては大きな打撃にはならなかった。

95年度には資本純流入額は減少し，経常収支の赤字が拡大し，「過剰ドル」の時期は終わりを告げた。次に待っていたのはルピー為替の下落という問題である。

表4-4　外貨準備

（単位：US$100万）

年　度	金	SDR	外国為替	合　計
1990/91	3,496	102	2,236	5,834
1991/92	3,499	90	5,631	9,220
1992/93	3,380	18	6,434	9,832
1993/94	4,078	108	15,068	19,254
1994/95	4,370	70	20,809	25,186
1995/96	4,561	82	17,044	21,687
1996/97	4,054	2	22,367	26,423

出所：GOI, *Economic Survey 1997-98*, pp. S-70, S-71.

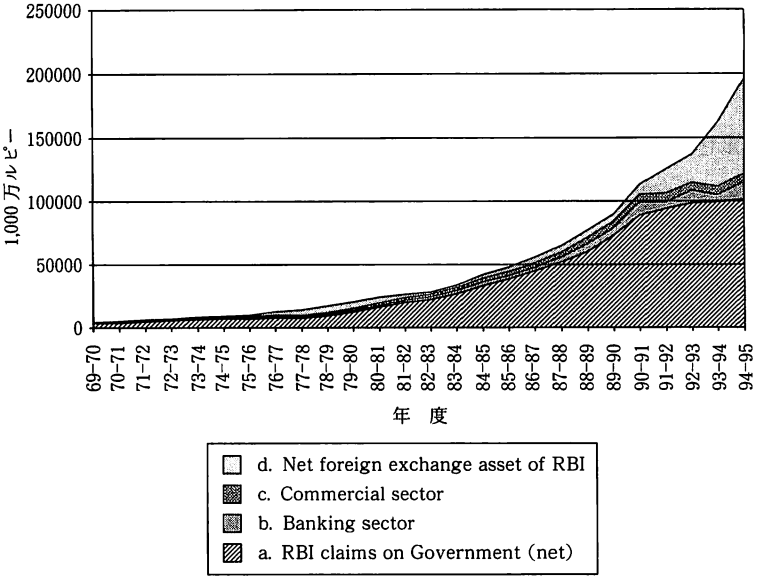

図 4-1　リザーブマネーの構成

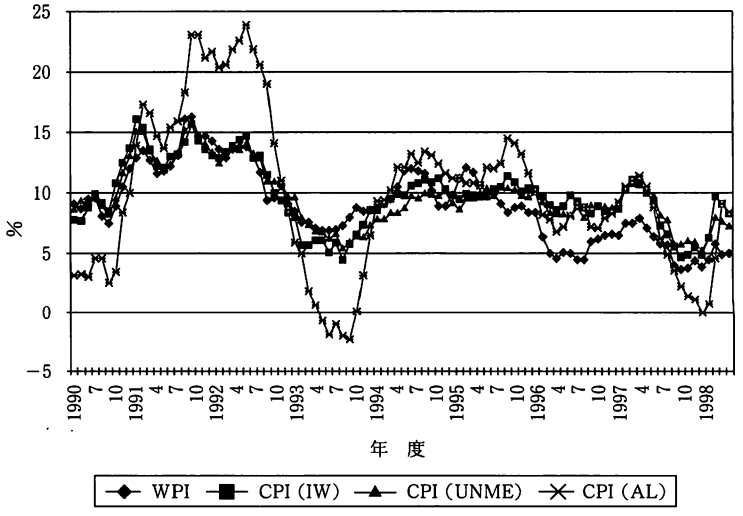

図 4-2　物価指数の推移

(2) 1995年9月からの為替下落

ルピー為替レートは93年3月から95年7月まで1ドル=31.4ルピーで推移してきたが，その後激しく変動するようになり95年10月には1ドル=36ルピーまで下落した。名目為替レートがコンスタントに維持されている間にインド国内のインフレ率は主要貿易国のそれよりも高くなり，実質実効為替レートが上昇しインド製品の輸出競争力にかげりがでてきたためである。95年8月の実質実効為替レートは93年度の平均と比較して7%，93年3月時点のそれと比較して10.5%切り上がった。95年9月から10月にかけてのルピーの切り下げは輸出競争力回復のために割高になった実質実効為替レートをもとに戻すことを狙ったものであった。しかし為替レートの切り下げは外為市場で投機的な圧力を受けることになった。さらに96年1月のドル高（=ルピー安）によってインドの為替市場は一層の影響を蒙った。96年2月には1ドル=36.6ルピーにまでになった。96年1月から2月にかけてあらたな投機圧力が外為市場を襲った。

為替レート下落に伴う投機圧力に対して，RBIは95年10月から11月にかけて，また96年2月に外為市場にドル売り介入した。この結果96年4月には1ドル=34.2ルピーにまで回復し，その後97年7月にかけては35.0～35.9ルピーの間で安定的に推移した。

95年から96年にかけての事態の中で注目されることは，コールマネー市場と外為市場との間の連関がみられることである。95年10月～11月のRBIの外為市場へのドル売り介入はコールマネー金利の急上昇をともなった（図3-1参照）。この事態に対処すべくRBIは短期市場への資金注入を行った。

2. タラポレ委員会報告の概要

以上のような対照的な経験を背景として，RBIは97年2月に「資本勘定の完全自由化」[11]に向けてその条件と可能性を探るタラポレ委員会を設置した（RBI [1997]）。

委員会報告第2章では「資本勘定の自由化（capital account convertibility: CAC)」を行った，あるいは資本自由化に向けて顕著に進展した11カ国（アルゼンチン，インドネシア，マレーシア，ニュージランド，チリ，メキシコ，フィリピン，南アフリカ，韓国，タイ）の経験を検討し，その中からインドにとっての教訓を導きだしている。すなわち，(1)各国の経験はそれぞれユニークなものであり，それぞれの国の状況に特殊的なものである。(2)多くの国はCACへ転換するためには国際収支ポジションが強固でなければならないことを必要な前提条件としているが，それだけでは不十分である。(3)いずれの国にとっても金融制度の強化が高度に優先的な課題であった。銀行危機に襲われた諸国の場合，その原因は資本流入の増加によって引き起こされた利子率と実質為替レートの不安定性であった。したがって資本勘定を自由化する前に慎重な規制と銀行監視の強化が必要である。強力な銀行制度にとって健全な会計基準と引当金および情報の開示が必須条件である。(4)資本自由化にあたってのもう一つ重要な要件は財政基盤の強化である。(5)経常勘定の自由化と金融改革が資本勘定の自由化に先立たなければならない。

第3章ではインドにおけるCACへの移行のために必要な前提条件が検討されている。その前提条件とは，(1)財政基盤の強化，すなわち持続可能な財政赤字を含むマクロ経済の安定の達成，(2)97年度から99年度にかけて平均3〜5%の目標インフレ率の達成，(3)金融制度の強化，すなわち準備率操作から公開市場操作および金利政策を利用した金融政策への転換，97年度における利子率の完全自由化，適切な不良債権処理等々，の3点である。そして委員会は97年度から99年度の3年間にわたってCACへの移行を実施すべきであると勧告した(12)。

タラポレ委員会で開陳された考え方は，世銀報告『途上国への民間資本流入』(World Bank [1997] p. 4）で示されたものと基本的には同じである。世銀報告では資本自由化のために必要な前提条件として，(1)健全なマクロ経済政策のフレームワーク（とくに強固な財政基盤）があること，(2)

大きな国内価格の歪みがないこと（例えば輸入保護によって生じる価格の歪み），(3)適切な監督および規制フレームワークを伴った健全な国内銀行制度があること，(4)良く機能する市場インフラと資本市場のための規制フレームワークがあること，をあげている。

3. アジア通貨危機への対応

タラポレ委員会報告はCACの自由化に向けて全体としては慎重な態度をとってはいるものの，その結論はCACへの移行の「機は熟した」と判断したことになる。実際には，委員会が重視した3つの前提条件はいずれも満たされたと言える状態ではなかった。97年度の財政赤字はGDP比で6.1%と前年度の5.2%を大きく上回っただけでなく，同年の卸売り物価指数の上昇率は5.0%，工業労働者向け消費者物価指数の上昇率は8.3%と高率であった。さらに金融制度の強化という目標も十分に達成したとは言えない状況であった。明らかに「機は熟した」といえる状態ではなかった。

さらにタラポレ委員会報告が97年6月に公表されて間もなくタイのバーツが急落し，予測せざる勢いで「アジア通貨危機」が始まった。いわば外部環境が大きく変化したのである。アジア通貨危機以来，当然のことにもインド国内での議論の大半は資本勘定の性急な自由化に反対するものとなった（Rao [1997a] [1997b]; Rao & Singh [1998]; Colaco [1997]; Marjit & Kar [1998]; Patibandla & Prusty [1998]; Nidugala [1997]; Samal [1997]）。インド政府も資本勘定の自由化実施に慎重な態度を取り始め，98年4月18日に開催されたIMF・世銀年次総会終了後の新聞記者会見で，ヤシュワント・シンハ蔵相はCACへの移行を時期尚早であるとして見送ることを明らかにした（The Economic Times, 1998. 4. 19）。

アジア通貨危機の影響はインドにも及んだ。96年4月以降安定的に推移してきたルピー為替レートは，97年8月20日に1ドル＝36.16ルピーに下落し，これ以降不安定性を増加させた。同年11月第2週には1ドル＝38.12ルピーにまで下落したのを受け，RBIはそれまでの金融緩和政策を

転換し為替投機に対する防衛措置を発表した。具体的には，銀行によるコール市場と為替市場との裁定取引の制限，輸出業者による送金の迅速化，企業による先物取引のキャンセルおよび再契約という形での投機行為の取り締まり，CRR 引き下げ措置の延期，過剰流動性の吸収を目的とした 4.5% 固定金利でのレポ・オークションの導入，船積み後ルピー建て輸出信用金利の引き上げ等の措置である。その後も 98 年 3 月にいたるまで金融引き締め政策は堅持され，CRR の引き上げ，企業による先物取引の禁止，レポ金利の引き上げ，公定歩合の引き上げ等の措置が相次いだ。いずれの措置も，過剰流動性の吸収によるインフレ率の低下，そのことによるドル流入の促進，および輸入抑制によるドル流出の抑制をねらったものである。

98 年 3 月 17 日以降，金融政策は再度転換された。景気低迷に対処すべく，4 月末にかけてレポ金利の引き下げから始まって，公定歩合の引き下げ，CRR の引き下げ措置がとられた。

この間 BJP ヴァジパイ政権が 3 月に発足し，5 月 11 日と 13 日の 2 回にわたって地下核実験を実施した。アメリカはただちにインドに対して経済制裁を実施する旨を明らかにし，日本も政府開発援助の停止を発表した。また 6 月 1 日に新政権が議会に提出した予算案は焦点を欠いた精彩のないものであった（絵所 [1999]）。これらを契機にルピーは再度下落しはじめた。ムーディー社がインドのソヴリン格付けを引き下げたことによって，6 月 23 日にはついに 1 ドル＝42.85 ルピーにまで下落した。それ以降は 1 ドル＝43 ルピー前後で推移している。8 月 20 日，RBI は投機防止策として，CRR 引き上げおよびレポ金利の引き上げ措置等を発表した。

以上の三度にわたる為替レートの下落の経験は，次のような経路をたどったものとして要約できる。

> [大量の資本流入]→ [名目為替レートの維持]→ [RBI によるドル買い介入および不十分な不胎化政策の実施＝公開市場操作（売りオペ）および準備率（CRR）の引き上げ]→ [マネーサプライの増加]→ [インフレーション]→ [実質為替レートの上昇]→ [貿

易収支の悪化]→ [名目為替レートの切り下げ]→ [投機的圧力によるドル買い]→ [一層の名目為替レートの下落（オーヴァーシュティング)]→ [RBIによるドル売り介入]→ [短期金利（コールレート）の上昇]→ [銀行収益の圧迫]

一見すると，93年央～94年央と95年9月～96年3月および97年11月～98年3月の経験はRBIの外為市場への介入の仕方がまったく対照的なケースであるが，[名目為替レートの切り下げ]をつなぎとして結局は同じ性格であることがわかる。もしRBIが市場に介入することなく為替レートの決定を市場の需給に委ねるならば，[大量の資本流入]→ [マネーサプライの増加]→ [インフレーション]→ [実質為替レートの上昇]→ [貿易収支の悪化]→ [名目為替レートの切り下げ]となることが予測され，この場合にも結果はRBIが市場に介入した場合とほぼ同じになる。介入した場合は名目為替レート切り下げに至るまで時間が介入しなかった場合と比較してより長くなるという点である。

三度にわたる経験からうかびあがってくるもう一点注目すべき点は，外貨準備の大きさがRBIによる介入の限度を決定するという点である。しかも適正な外貨準備の大きさはもはや従来のように輸入の何カ月分という形であらわすことはできない。適正な外貨準備の大きさは貿易収支の動向によって決定されるのではなく，為替レートの動向および資本収支の動向によって決定されることになる。さらに公開市場操作がいまだ十分に機能しておらず，また準備率の引き上げは民間企業に対する信用収縮をもたらすために，インフレーションと生産の停滞が同時にもたらされる可能性がある。

このように93年以降国内経済の不安定性が増大してきた最大の理由は，「名目為替を維持する」という政府のスタンスである。何故か。名目為替レートが維持されないならば，外資の流入が困難になるだけでなく外資の流出が生じるためである。資本自由化によってもたらされうるプラスの側面は国内経済のインフレと生産停滞という犠牲をしいられうるという側面を伴う。のみならず一度為替レートが下落しはじめると，外国機関投資家

の投機的な圧力に襲われ一層の為替レートの下落がもたらされうる。もし外貨準備が底をつくならば，為替レートの下落にとどめがなくなるであろう。そうなれば信用は一挙に収縮するだけでなく，輸入品価格（とくに原油価格）の上昇によって輸入インフレが生じ，その結果生産の低下とインフレの昂進が同時に進むことになろう。また対外債務の支払いが不能になることも考えられる。

インドは国際金融市場に完全統合される直前に，一歩留まることになった。いわば偶然がもたらした幸運である（EPW Research Foundation [1997]）。

おわりに

インドの金融改革と資本自由化は，サザンコーン諸国のケースとは異なって，大きな混乱をみることなくほぼ順調に進展してきた。その理由の一つは「初期条件」に求められる。金融改革に着手する以前に，すでにインドにはかなり良く発達した金融システムがあった。独立後のインドでは金融深化は順調に進展してきたし，商業銀行，開発金融機関，および証券市場という金融仲介機関もかなり良く発達していた。

さらに金融改革のスピードが慎重なものであり，いわゆる「グラデュアリズム」アプローチを採用してきたこともプラスに作用した（Sen & Vaidhya [1997] pp. 190; Nidugala [1997]）。ただしインドの「グラデュアリズム」の性格を理解するためには注意が必要である。それは政府が意識的に選択したというよりも，むしろ歴史的に形成されてきた「インド型金融システム」に固執する既得権益の勢力が強かったために結果的に採用されたものという面が強い。金融改革のコアとなった商業銀行の規制緩和はそれほど進展していない。優先部門への信用割り当て制度は手つかずのままである。また金融機関（とりわけ公共部門商業銀行）の民営化プログラムは改革のアジェンダにのぼっていない。民営化にあたっての最大の困

難が労働問題にあることは，言うまでもない。同様の理由で，保険業界の規制緩和・民営化もまったく進展していない。総じて，一連の規制緩和措置が実行されたにもかかわらず，国営商業銀行間の競争が高まったとは言いがたい。国際競争力のある金融システムへの転換には，いましばらく時間が必要である。

金融市場の自由化（規制緩和）の順序をみると，まず短期金融市場（マネー・マーケット）の規制緩和が先行し，ついで銀行信用市場，株式市場，そして債券市場という順序で続いた。またいずれの市場でも発行市場の改革が先行した。流通市場の改革・育成は今後の課題として残っている。一連の改革の影響として，企業の資金調達の面において間接金融（銀行システム）から直接金融（証券市場）へのシフトが生じている。

対外面での金融自由化もある程度まで進展し，その結果巨額の外資が流入した。短期国債（TB）の流通市場が十分に発達していない状態での巨額の外資流入（ポートフォリオ投資および短資）はマクロ不均衡をもたらす要因となる。93年度央から94年度央にかけての，また95年9月から96年2月にかけての，さらにアジア通貨危機の側圧を受けて生じた97年8月以降のルピー為替レートの下落によって引き起こされた投機圧力もマクロ不均衡の主原因となった。しかしインドの場合，金融自由化以降三度にわたるいずれの「危機」も大事に至らず，短期間で投機圧力は収束した。

とくに97年8月以降の「危機」の場合には，資本勘定の本格的自由化の是非が議論されていた真っ直中にアジア通貨危機が生じたために，幸いにもインド政府は資本勘定の本格的自由化の推進にきわめて慎重になれた。アジア通貨危機以降，IMF・世銀といった国際金融諸機関による金融の自由化・国際化圧力も弱まっているように思われる。振り返ってみると期せずしてインドの採用した「資本勘定の選択的開放」（Joshi & Little [1996] p. 167）政策が，国際金融市場の暴力からインドを守ったと判断できよう。

資本自由化はマクロ経済運営上の政策変数の多様化を意味する。93年以降のインドの経験が示していることは，資本自由化に伴って一国のマク

ロ経済政策運営が「国外の条件（機関投資家の動向）」によって大きく規定されてしまうという点である(13)。インドのように資本自由化が依然として限定されており，またマクロ経済政策運営能力にすぐれた国であっても，短期資本の自由な流出入が十全に予期できない性格のものである限り，「為替レートの不安定性」という回路を通じて様々なマクロ不均衡が産み出される余地が拡大する。

今一度「資本自由化」によってもたらされるであろうと想定されているメリットと，それによって実際にもたらされたデメリットを慎重に比較考量する必要があろう。

《注》

（1） CC 制度および商業金融に関しては，Kaveri [1985]; 絵所 [1987] 第 3 章; Datt & Sinha [1989] 参照。

（2） インドにおけるマネーサプライの定義は次のようなものである。「M1＝流通通貨＋要求払預金＋中央銀行への預入金」，「M2＝M1＋郵便局貯蓄性預金」，「M3＝M1＋銀行定期預金」，「M4＝M3＋郵便局への定期性預金」。

（3） インドにおいて銀行業への政府の政策介入がどのような影響をもたらしたかについては，Morris [1985]; Ketkar [1993]; Demetriades & Luintel [1996]。

（4） チャクラヴァルティ委員会勧告を批判的に検討したものとして，Dandekar [1986]; Patil [1986] がある。

（5） 182 日ものの TB は 1992 年 4 月 16 日に廃止になった。かわりに 1992 年 4 月 28 日に 364 日ものの TB がオークション・ベースで導入された。また 1993 年 1 月から 91 日ものの TB が導入された。

（6） 構造調整プログラムの一環としての金融改革は，いわゆるマキノン＝ショウ仮説にもとづいた金融自由化を核とするものである（World Bank [1989]）。しかし 70 年代から 80 年代にかけてのサザンコーン諸国の金融自由化の失敗（Diaz-Alejandro [1985]），それと対照的な日本や韓国の「金融抑圧」の下での良好な経済パフォーマンス（Cho [1989]; Amsden & Euh [1993]; World Bank [1993]; Vittas & Cho [1996]; Stiglitz & Uy [1996]）という対照的な経験は，単純な金融自由化の提唱に大きな疑問を呈することになった（Collier & Mayer [1989]; Gibson & Tsakalatos [1994]; Dixon [1997]）。ここから金融自由化が好ましい結果をもたらすためには，(a)マクロ経済の安定（あるいは財政改革）が金融改革の不可欠の前提条件である，(b)適切な銀行

の監視が金融改革にとって不可欠である，(c)金融部門の改革は実物部門の改革を伴うものでなければならない，という諸点が新たなコンセンサスとなってきた(World Bank [1989] pp. 122-128; Villanueva & Mirakhor [1990]; Dixon [1997]; Fry [1989] [1997]; Khatkhate [1997]; Sen & Vaidya [1997] pp. 7-8)。サザンコーンの経験以降，マキノン自身も「物価の安定」が必要であることを認めている(McKinnon [1988] [1989])。またアジア通貨危機から得られる教訓として，マキノン＝ピルは伝統的なマクロ政策手段に依存するだけでは不充分であり，金融・銀行制度に対する「実質的な規制・監視の制度的インフラの強化」が不可欠であると論じている (MaKinnon & Pill [1998])。

(7) このテーマに関してこれまでの邦文研究としては，鷲見 [1993]; 永石 [1998] がある。

(8) インドで最も歴史のある株式取引所はボンベイ株式取引所 (BSE) である。BSE の設立は 1875 年であり，当初は 540 社にのぼるブローカーによって構成されていた。最近に至るまで大半のブローカーは小規模な家族経営の企業であった。しかし改革後は，法人メンバーシップ制が導入されたことによって様変わりした。流通市場の取引には 2 種類ある。現物市場と先物取引市場である。先物取引契約はブローカー・チャージを支払うことによってさらに将来の決済日に「決済を繰り延べる (carry forward)」ことができる。この慣行は BSE に固有のものであり，「バドラ (badla)」と呼ばれている。バドラ制度の欠点は投機的な取引が支配的になることである。SEBI は 1993 年 12 月に BSE でのバドラ取引を廃止したが，国内での多くの反対にあって 96 年 1 月にバドラ取引を再開した (Kulkarni [1997])。なおオプションの取引はまだ許可されていない。外国機関投資家の投資額はなお小規模であるが取引は積極的であり，94 年 4 月から 95 年 3 月にかけて BSE での取引総額の 13%を占めた。

(9) 佐藤 [1998] の研究も経済改革実施以降の外資導入政策によって，インド株式市場のヴォラティリティが増幅された可能性があることを示唆している。

(10) 直接投資の場合は現行の直接投資政策に基づいて資本自由化が認められている。一方証券投資はインド政府によって認定された非居住インド人 (NRIs)，海外法人 (OCBs)，外国機関投資家 (FIIs) に限定されており，また投資比率は投資先企業の株式総額の 24%を超えてはならない（ただし投資先企業の選択で 30%まで増加することができる）とされている。また非居住インド人送金可能銀行預金制度の下での投資には資本自由化が認められている。

(11) 「資本勘定の完全自由化 (CAC)」とは，「市場で決定された為替レートで，現地（自国）金融資産を外国金融資産に自由に転換でき，また外国金融資産

を現地金融資産に自由に転換できる」ことを意味する（RBI [1997] p. 4)。

(12) タラポレ委員会報告の第4章は「資本勘定自由化のためのタイミングと順番」と題され，きめ細かいCACへの移行の実施手続きの青写真が提出されている。

(13) 今日世界全体の1日あたりの外国為替取引額は4,300億であるが，一方1日あたりの世界貿易額は110億ドルであり，国際資本移動総額のわずか2.5％しか占めていない。こういった状態下ではどのような国であっても，国際資本の投機的圧力から自由ではない（Bhaduri & Nayyar [1996] p. 75)。

参照文献

Amsden, Alice H. & Yoon-Dae Euh [1993]. "South Korea's 1980s Financial Reforms: Good-bye Financial Repression (Maybe), Hello New Institutional Restraints," *World Development*, Vol. 21 No. 3, pp. 379–390.

Atje, Raymond & Boyan Jovanovic [1993]. "Stock Markets and Development," *European Economic Review*, Vol. 37, pp. 632–640.

Bhaduri, Amit & Deepak Nayyar [1996]. *The Intelligent Guide's to Liberalization*, New Delhi: Penguin Books.

Cho, Yoon Je [1986]. "Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 18 No. 2 (May) pp. 191–199.

——— [1989]. "Finance and Development: The Korean Approach," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 5 No. 4, pp. 88–102.

Classen, Stijn [1995]. "The Emergence of Equity Investment in Developing Countries: Overview," *World Bank Economic Review*, Vol. 9 No. 1, pp. 1–17.

Colaco, Francis X. [1997]. "East Asian Currency Crisis: 'Rogue' Traders, Fundamentals, Contagion," *Economic and Political Weekly*, December 6.

Collier, Paul & Colin Mayer [1989]. "The Assessment: Financial Liberalization, Financial Systems, and Economic Growth," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 5 No. 4, pp. 1–12.

Dandekar, V. M. [1986]. "Monetary Policy for Independent Monetary Authority," *Economic and Political Weekly*, Vol. 21 No. 4, January 25.

Demetriades, Panicos O. & Kul B. Luintel [1996]. "Financial Development, Economic Growth and Banking Sector Controls: Evidence from India," *Economic Journal*, Vol. 106 (March) pp. 359–374.

Demirguc-Kunt, Asli & Ross Levine [1996a]. "Stock Markets, Corporate

Finance, and Economic Growth: An Overview," *World Bank Economic Review,* Vol. 10 No. 2, pp. 223–239.

——— & ——— [1996b]. "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts," *World Bank Economic Review,* Vol. 10 No. 2, pp. 291–321.

Dias-Alejandro, C. [1985]. "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash," *Journal of Development Economics,* Vol. 91 (September-October).

Dixon, Huw [1997]. "Controversy: Finance and Development, Editorial Note," *Economic Journal,* 107 (May), pp. 752–753.

Dutt, Sunil & L. K. Sinha [1989]. "CAS: Swan Song or Metamorphosis? Profile of Bank Credit to Medium and Large Industry," *Economic and Political Weekly,* Review of Industry and Management, November 25.

EPW Research Foundation [1997]. "Exchange Rate Tremors," *Economic and Political Weekly,* September 13.

絵所秀紀 [1987].『現代インド経済研究』法政大学出版局.

——— [1991].『開発経済学：形成と展開』法政大学出版局.

——— [1998].「インド型金融システムの形成と構造」一橋大学経済研究所ディスカッション・ペーパー (D97-14).

——— [1999].「『新経済政策』以後のインド経済」『国際問題』4月号.

Fry, Maxwell J. [1989]. "Finance Development: Theories and Recent Experience," *Oxford Review of Economic Policy,* Vol. 5 No. 4, pp. 13–27.

——— [1997]. "In Favour of Financial Liberalisation," *Economic Journal,* Vol. 107 (May) pp. 754–770.

Ghosh, Arun [1987]. "Monetary Targeting and the Banking Sector," *Economic and Political Weekly,* January 3–10.

Gibson, Heather D. & Euclid Tsakalotos [1994]. "The Scope and Limits of Financial Liberalisation in Developing Countries: A Critical Survey," *Journal of Development Studies,* Vol. 30 No. 3 (April) pp. 578–628.

GOI (Government of India) [1991]. *Report of the Committee on the Financial System,* Delhi.

——— [1993]. *Public Sector Commercial Banks and Financial Sector Reforms: Rebuilding for a Better Future,* December, MOF: Delhi.

Gokarn, Subir [1996]. "Indian Capital Market Reforms, 1992–96: An Assessment," *Economic and Political Weekly,* April 13.

Greenwald, Bruce, Joseph E. Stiglitz, & Andrew Weiss [1984]. "Informational

Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations," *American Economic Review*, Vol. 74 No. 2 (May) pp. 194–199.

伊藤正二編 [1988].『インドの工業化：岐路に立つハイコスト経済』アジア経済研究所.

――――・絵所秀紀 [1995].『立ち上がるインド経済』日本経済新聞社.

Joshi, Vijay & I. M. D. Little [1994]. *India: Macroeconomics and Political Economy 1964–1991*, Delhi: OUP.

――――― & ――――― [1996]. *India's Economic Reforms 1991–2001*, Delhi: OUP.

Kaveri, V. S. [1985]. "Financing of Working Capital in Indian Industry," *Economic and Political Weekly*, Review of Management, August.

Ketkar, Kusum W. [1993]. "Public Sector Banking, Efficiency and Economic Growth in India," *World Development*, Vol. 21 No. 10, pp. 1685–1697.

Khatkhate, Deena [1997]. "Financial Liberalisation: A Revisionist View," *Economic and Political Weekly*, Vol. 32 No. 26 (June 28), pp. 1533–1538.

Kohli, Renu [1997]. "Directed Credit and Financial Reform," *Economic and Political Weekly*, October 18.

Kulkarni, Vivek [1997]. "'Badla': The Mumbai Derivative," *Economic and Political Weekly*, October 18.

Levine, Ross & Sara Zervos [1996]. "Stock Market Development and Long-Run Growth," *World Bank Economic Review*, Vol. 10 No. 2, pp. 323–339.

――――― & ――――― [1998]. "Capital Control Liberalization and the Stock Market Development," *World Development*, Vol. 26 No. 7.

Margit, Sugata & Saibal Kar [1998]. "Financial Volatility and Convertibility: Some Methodological Issues," *Economic and Political Weekly*, February 21, pp. 401–406.

McKinnon, R. I. [1973]. *Money and Capital in Economic Development*, Washington: Brookings Institution.

――――― [1988]. "Financial Liberalisation in Retrospect — Interest Rate Policies in LDCs," in Gustav Ranis & Paul Schultz eds., *State of Development Economics: Progress and Perspectives*, New York: Basil Blackwell.

――――― [1989]. "Financial Liberalization and Economic Development: A Reassessment of Interest-Rate Policies in Asia and Latin America," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 5 No. 4, pp. 29–54.

McKinnon, Ronald I. & Huw Pill [1998]. "International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks," *World Development*, Vol.

26, No. 7.

Morris, Felipe [1985]. *India's Financial System: An Overview of its Principal Structural Features*, World Bank Staff Working Papers No. 739, Washington D.C.: The World Bank.

Mujumdar, N.A. [1996]. "Financial Sector Reforms: An Exercise in Introspection," *Economic and Political Weekly,* Vol. 31 No. 12 (March 23) 727–730.

——— [1998]. "Credit Support to Priority Sectors: A Macro Perspective," *Economic and Political Weekly,* January 24.

永石　信 [1998].「インドの金融改革—銀行部門を中心に—」『アジア経済』第 39 巻 10 号.

Nagaraj, R. [1996]. "India's Capital Market Growth: Trends, Explanations and Evidence," *Economic and Political Weekly,* Vol. 31 Nos. 35/36/37 (Special Number) 2553–2563.

Nayyar, Deepak ed. [1994]. *Industrial Growth and Stagnation: the Debate in India,* Bombay: Oxford University Press.

Nidugala, Ganesh Kumar [1997]. "Capital Liberalisation and Currency Crisis: Experience of Mexico and India," *Economic and Political Weekly,* July 19.

Parikh, Kirit S. [1997]. *India Development Report 1997,* Indira Gandhi Institute of Development Research, Delhi: Oxford UP.

Patibandla, Murali & Ramkanta Prusty [1998]. "East Asian Crisis as a Result of Institutional Failures: Lessons for India," *Economic and Political Weekly,* February 28.

Patil, R. H. [1986]. "Monetary Reform: Some Unresolved Issues," *Economic and Political Weekly,* Vol. 21 No. 4, January 25.

Rangarajan, C. [1998]. *Indian Economy: Essays on Money and Finance,* New Delhi: UBSPD.

Rao, M. J. Manohar [1997a]. "Financial Openness, Shadow Floating Exchange Rates and Speculative Attacks," *Economic and Political Weekly,* November 15.

——— [1997b]. "Macro-Economics of Capital Account Convertibility," *Economic and Political Weekly,* December 20.

——— & Balwant Singh [1998]. "Optimising the Pace of Capital Account Convertibility," *Economic and Political Weekly,* MAY 23, pp. 1247–1254.

RBI (Reserve Bank of India) [1969]. "Report of the Study Group on the Extent to which Credit Needs of Industry and Trade are likely to be

Inflated and How Such Trends could be Checked — Summary", *Reserve Bank of India Bulletin*, November.

——— [1975]. *Report of the Study Group to Frame Guideline for Follow-up of Bank Credit*, Bombay.

——— [1978]. *Functioning of Public Sector Banks: Report of the Committee*, Bombay.

——— [1979]. *Report of the Working Group to Review the System of Cash Credit*, Bombay.

——— [1985]. *Report of the Committee to Review the Working of the Monetary System*, Bombay.

——— [1987]. *Report of the Working Group on the Money Market*, Bombay.

——— [1997]. *Report of the Committee on Capital Account Convertibility*, Mumbai.

Samal, Kishor C. [1997]. "Emerging Equity Market in India: Role of Foreign Institutional Investors," *Economic and Political Weekly*, October 18.

Sarkar, Jayati & Pradeep Agrawal [1997]. "Banking: The Challenge of Deregulation," in Parikh ed. [1997].

佐藤隆広 [1997].「『新興市場』と資本自由化—経済改革下のインドを事例として—」『証券経済研究』第15号.

SEBI (Securities and Exchange Board of India) [1996]. *Annual Report 1995–96*, Mumbai.

Sen, Kunar & Rajendra R. Vaidya [1997]. *The Process of Financial Liberalization in India*, Delhi: Oxford University Press.

Sengupta, Arjun [1995]. "Financial Sector and Economic Reforms in India," *Economic and Political Weekly*, January 7.

Shar, Ajay & Susan Thomas [1997]. "Securities Markets: Towards Greater Efficiency," in Parikh ed. [1997].

Shetty, S. L. [1978]. "Performance of Commercial Banks Since Nationalization of Major Banks: Promise and Reality", *Economic and Political Weekly*, Vol. 13 Nos. 31–33 (Special Number).

Singh, Ajit [1997a]. "Financial Liberalisation, Stockmarkets and Economic Development," *Economic Journal*, Vol. 107 (May), pp. 771–782.

——— [1997b]. "The Stock Market, Industrial Development and the Financing of Corporate Growth in India," in Deepak Nayyar ed., *Trade and Industrialization*, Delhi: Oxford University Press.

——— [1998]. "Liberalization, the Stock Market, and the Market for Corporate Control: A Bridge too Far for the Indian Economy?" in Isher Judge Ahluwalia & I. M. D. Little eds., *India's Economic Reforms and Development: Essays for Manmohan Singh,* Delhi: Oxford University Press.

——— & Bruce A. Weisse [1998]. "Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-term Economic Growth: Micro and Macroeconomic Perspectives," *World Development,* Vol. 26 No. 4.

Stiglitz, Joseph [1989]. "Finance Markets and Development," *Oxford Review of Economic Policy,* Vol. 5 No. 4, pp. 55–67.

——— [1994]. "The Role of the State in Financial Markets," *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics* 1993, pp. 19–61.

Stiglitz, Joseph & Marilou Uy [1996]. "Financial Markets, Public Policy, and the East Asian Miracle," *World Bank Research Observer,* Vol. 11 No. 2 (August) pp. 249–76.

Stiglitz, Joseph & Andrew Weiss [1981]. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review,* Vol. 71 No. 3 (June) pp. 393–410.

靏見誠良 [1993].「インドの金融制度改革」『基金調査季報』79号.

Villanueva, Delano & Abbas Mirakhor [1990]. "Strategies for Financial Reforms: Interest Rate Policies, Stabilization, and Bank Supervision in Developing Countries," *IMF Staff Papers,* Vol. 37 No. 3 (September) pp. 509–536.

Vittas, Dimitri & Yoon Je Cho [1996]. "Credit Policies: Lessons from Japan and Korea," *World Bank Research Observer,* Vol. 11 No. 2 (August) pp. 277–98.

World Bank [1989]. *World Development Report 1989,* Oxford UP.

——— [1993]. *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy,* Oxford University Press.

——— [1997]. *Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration,* Oxford University Press.