

インド準備銀、「ラジャン路線」継続へ

～パテル副総裁の内部昇格に安心、今後は同氏の胆力が問われる～

発表日：2016年8月23日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 今年6月にインド準備銀のラジャン総裁は9月の任期満了での退任を発表し、金融市場は一時騒然とした。同氏の獅子奮迅の働きは国際金融市場からの信認向上に繋がる一方、その経済政策などへの積極的な発言政府及び与党との軋轢を生んできた。今後の政策運営を左右する観点で次期総裁人事に注目が集まってきたが、今月20日に政府は次期総裁として現副総裁のパテル氏を昇格させる人事を発表した。
 - パテル氏はラジャン氏同様に海外経験が長い上、政府及び準備銀での経験も長い。さらに、ラジャン総裁の下で進められた改革案のたたき台はパテル氏が中心になって策定されたため、政策の継続性が重視された格好だ。ただし、銀行セクター改革や金融政策運営を巡っては早くも政府や与党と再び軋轢が高まる可能性が懸念されており、準備銀の独立性を維持しつつ改革を前進させていくことが求められている。
 - パテル次期総裁にとっては、就任早々懸念される大量の資金流出懸念に対応する必要がある、通貨ルピー相場の安定と金融市場の流動性確保のバランスが求められる。また、不良債権に伴う市中金利の高止まりへの対応も不可欠になるが、銀行セクター改革の前進を困難にするリスクもある。パテル次期総裁にはラジャン路線を順調に継続させるべく、様々な障害と伍していく胆力が不可欠になっていると言えよう。
- 今年6月、インド準備銀行のラジャン総裁は突如9月の任期満了を以って退任する考えを示したことで、金融市場では一時動揺が生じる事態となった。同氏を巡っては、総裁就任のタイミングが国際金融市場の動揺と時期が被ったこともあり、就任早々から物価抑制と通貨ルピー相場の安定に向けた対応に奔走し、その後もインド経済が長年に亘りインフレに悩まされてきた状況を克服するなど文字通り「獅子奮迅」の働きをみせてきた。こうしたこともあり、一時はファンダメンタルズの脆弱さを理由にインドに対しては市場で売り圧力が強まる動きがみられたものの、同氏は就任翌年の2014年以降、様々な金融専門誌などが選出する「世界最優秀中銀総裁」に選ばれるなど国際金融市場から厚い信任を受けるとともに市場も落ち着きを取り戻した。他方、同氏は中銀総裁として金融政策に注力する一方、直前には財務省主席経済顧問として政府に対してマクロ経済政策に助言する立場にあったこともあり、時の政権に構造改革の推進を強く求めるなど政治家にとっては「耳の痛い」話をする姿勢を貫いてきた。ただし、こうした姿勢は国際金融市場から賞賛を浴びる一方、2014年の総選挙においてインド人民党(BJP)が勝利したことで政権交代が起こり、モディ政権が発足したことで徐々に雲行きが怪しくなってきた。モディ首相自身は「モディノミクス」と称される構造改革を中心に据えた経済政策を旗標に選挙戦を戦ってきたものの、その母体となるBJPやその有力支持団体である民族義勇団(RSS)は「ヒンドゥー至上主義」を掲げており、経済政策面でもナショナリズムを背景としたポピュリズム的な色合いが徐々に強まる動きが出ていた。こうしたことから、金融

図1 主要株価指数(ムンバイ SENSEX)の推移



政策を巡っては慎重姿勢を継続する一方、政府に構造改革を強く求める姿勢をみせたラジャン総裁に対しては、政府及び与党内部から「煙たい存在」とみられることとなり、通常は2期連続で任期を務めることの多い同行総裁を1期で満了する事態に追い込まれたと考えられる。なお、ラジャン総裁を巡っては上述のように金融政策の強化を通じてインフレ抑制を実現するとともに、政府との間で締結した『合意書』に基づきインフレターゲットの導入に踏み切ったほか、準備銀自体の改革を通じて金融政策の決定方法を合議制に変更する方針を示し、国有銀行を中心とする不良債権問題が金融緩和の効果発現を阻害していることを受けて銀行セクター改革のロードマップを策定するなどの功績を挙げている。ただし、現時点においてはこれらの改革は道半ばの状況にあるなか、ラジャン総裁の後任人事如何によっては一連の取り組みが雲散霧消する可能性もあるため、金融市場は次期総裁人事の行方を注視する展開が続いてきた。次期総裁人事については早くから数人の名前が挙がっていたものの、与党BJPやRSSなどの意見が反映されるとの見方から最終的な絞込みが難航していたとみられ、この2ヶ月の間現地報道でも情報が錯綜する状況が続いてきた。こうしたなか、政府は今年20日に次期総裁として現副総裁であるウルジット・パテル氏を指名する方針を明らかにしており、準備銀内から内部昇格することで決着が図られることとなった。

- 後任総裁となるパテル氏については、LSE（ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス）を卒業してオックスフォード大で経済学修士、エール大学で経済学博士を取得した後、IMF（国際通貨基金）においてエコノミストに従事したほか、米ブルッキングス研究所でシニアフェローを務めるなど海外経験が豊富である。IMF勤務中に同氏はインド準備銀に派遣された経験があるほか、その後はインド財務省のコンサルタントを務め、インド公正取引委員会のタスクフォースメンバーとなった後、2013年1月に準備銀の副総裁に就任するなど、長年に亘ってインド政府及び準備銀に携わってきた。なお、副総裁としては主に金融政策を所管してきたが、ラジャン総裁の下で進められてきたインフレターゲット制の導入のほか、政策決定における政策委員会制（合議制）の導入といった一連の改革は、ラジャン総裁の就任直後の2014年1月にパテル副総裁を中心に策定された『金融政策改革に関する報告書』がたたき台となっている。また、ラジャン総裁の下で前進が期待されてきた銀行セクター改革についても、パテル副総裁を中心に同行の事務方が取りまとめた改革案がその大元になっていることを勘案すれば、今回の決定が意味するところは「ラジャン体制」の継続と捉えることが出来よう（詳細は6月21日付レポート「[「ラジャン」後のインド準備銀](#)」をご参照ください）。さらに、事前には上述の通り次期総裁候補として数多くの名前が挙がっていたものの、金融市場においてはパテル氏を推す声が多かったことを勘案すれば、今回の政府の判断は金融市場の評価を重視したものとして歓迎を以って受け止められると考えられる。ただし、パテル次期総裁にとっては就任早々から数多くの問題に対処する必要が迫られており、その船出が厳しいものとなるリスクは小さくないと判断出来る。というのも、上述の通りラジャン総裁は政府及び与党にとって「煙たい存在」となったことで任期延長の議論が立ち行かなくなったように、同氏が積極的に進めてきた銀行セクター改革は国有銀行を中心に銀行部門に対して早期の不良債権処理を迫る内容となる一方、政府にとって銀行は大量の雇用を抱える「利権団体」と化しており、時にストライキなどを通じて政権に圧力を掛ける動きをみせてきたことを勘案すれば、政府や与

図2 インフレ率の推移



党などにくすぶる異論と伍していく覚悟が求められる。また、ラジャン総裁は物価抑制を金融政策の軸に掲げたことで金融緩和には慎重な姿勢をみせてきたが、政府及び与党内には経済成長を加速させる観点からさらなる利下げを求める声が強いなか、直近のインフレ率は準備銀が定めるインフレターゲットの上限を上回る水準に加速するなど、インフレ圧力が再び高まる動きもみられる。今年のモンスーン（雨季）の雨量は例年を上回るなど順調ななか、カリフ期の作付量も拡大するなど物価安定に繋がる材料はあるものの、パテル次期総裁も物価抑制を重視する観点から慎重な政策運営を志向する可能性は高いと見込まれる。こうしたことから、次期総裁の政策運営に対して早晚政府や与党内から注文が付くことが懸念されるなか、パテル次期総裁にはそれらの反発を抑えつつも準備銀の独立性を維持しながら改革を前進させる胆力が求められている。

- 今月初めに開催されたラジャン総裁の下での最後となる定例の金融政策委員会の後の記者会見において、ラジャン総裁は先行きの同行の政策運営について肯定的な考えを示したほか、残された様々な改革案についても着実に前進するとの楽観的な見方を示していたが（詳細は 10 日付レポート「[インド準備銀・ラジャン総裁、最後も姿勢を貫く](#)」をご参照ください）、パテル氏が次期総裁となることで現時点においてはこれらの見方は妥当と判断することが出来る。ただし、山積する課題にパテル次期総裁が如何に対応するかによっては国際金融市場の評価が一変する可能性にも注意が必要である。まずは、就任早々となる 9 月以降に大量の資金流出が起こるリスクがくすぶっており、9 月から 11 月までの間に金融機関が非居住者（NRI）から集めた外貨預金の償還が集中することで 200 億ドル超の資金流出が起こることが懸念されている。今月 12 日時点における外貨準備高（流動性）は 3404 億ドルに上るなど輸入決済の 11 ヶ月分をはるかに上回る水準にあることを勘案すれば、これらの資金流出が直接的に外貨資金繰りを危機的状況に追い込むリスクは低いとみられるが、通貨ルピー相場の安定と金融市場における流動性確保の間でバランスを採る難しい舵取りが迫られることになる。また、同行は昨年来度重なる利下げを実施したほか、ラジャン総裁の下では市中金利の低下を促すべく流動性供給などに取り組むなどの動きを進めてきたが、銀行セクターにおける不良債権の拡大がボトルネックとなる形で銀行の貸出金利は高止まりしており、このことが景気の足かせとなる状況が続いている。ラジャン総裁は任期満了まで市中金利の低下に向けた取り組みを強化する考えをみせているが、パテル次期総裁にとってもこの問題は喫緊の課題として対応せざるを得ない状況にある。他方、準備銀が推し進める銀行セクター改革に伴う不良債権処理は銀行の収益圧迫要因となることは避けられないなか、政府も銀行の業績悪化を恐れるあまり国営銀行に対して及び腰になっていることを勘案すれば、この問題解決は容易ではないと判断出来る。パテル次期総裁にとっては、ラジャン総裁が築いた様々な改革に向けた取り組みが進むことは期待される一方、政府や与党など様々な障害と伍していく胆力が求められるだけに難局も待ち受けていると言えよう。

以 上