

1. はじめに

伝統的にインドの資本市場はリスクの程度に関係なく、投資家の好みやキャピタルゲインが得られるという点で、株式市場と同じようなものとされてきた。他方、比較的最近になって、投資家が債券市場を好むようになってきている。それは経済政策の変更の結果であり、そのために市場の力が資源配分に大きな影響を及ぼすことができるようになってきた。

インドなどの新興国の経済では、公共部門とその資金需要が果たす役割が大きいことは言うまでもない。財政赤字の増加と法定優先枠(銀行の法定流動性比率 (SLR))を通じた「統制された投資」という政府方針により、受動的ではあるものの確固たる公債の市場が形成された。さらに、政府借入れ(赤字の貨幣化)に資金供給者としてインド準備銀行(RBI)が関与したことは金融市場の抑圧につながった。結果的に生じることになった統制金利体制の下では、資産と債務のインバランスが金融機関のバランスシートにとって問題となることはない。その結果、公債の主要な所有者である銀行は受動的な公債の引き受け手の大勢を占めることになり、債券市場は活動停止状態であった。

インドの債券市場は伝統的に公債市場に占められていた。その理由として以下のことが考えられる。①多額の持続的政府歳入不足のため、その赤字を最適の費用で効率的な市場を育成して赤字を埋める必要があったこと、②公立銀行に対し預金の一定割合を公債への投資に義務づける法律により公債市場が制約を受けていたこと、③企業の資本調達では銀行貸出が優位性をもっていたこと、④規制金利によりバランスシート上は公債保有のリスクが回避されていた。

これらの要素により公債市場は確立されていたが、銀行のような専属の投資家が公債を購入して償還まで保有したため、市場は受動的であり、まったく目立った取引はなかった。

90年代前半にはじまった経済改革がこのシナリオを変えた。つまり、金利規制のゆるやかな緩和と入札の仕組みを通じて市場金利で借りるという政府の決定によって変革が動き出した。

市場主義経済に向かう中で、資源配分の方法が異なった次元に変化した。そこでは、政府の直接あるいは間接的な介入で誘導される従来の方式から、リスクリターン分析に基づいた選択による資源配分へと変わることとなる。そして、効率的な資源配分ができるか否かは有効な資産価格発見ができる環境かどうかにかかっている。

この価格発見の必要性は違った角度からも見ることができる。金融政策と政府債務管理機能政策がインド準備銀行に集中化されているという事実は、その二つの政策は調整される必要があるということになる。政府債務管理政策の目的が、長期にわたって発生する利払いコストを減少させることであるのに対して、金融政策の有効性はどのように効果波及経路が機

能するかということであり、その効率性は金利構造によって決まってくるのである。

他方では、公債が社債に値を付けるためのベンチマークとして作用し、それが本質的な価値を反映しない場合、市場は社債の値決めができないということになる。こうしたことは有効な価格決定メカニズムを持つ必要性を示しているのである。

この重要なパラメーター（すなわち、価格決定を容易にするシステムの能力とそれによる効率的な資源配分）を以ってして考えると、債券市場改革は、80年代後半から90年代前半に開始された公債市場の改革までさかのぼれるが、分水界となったのは財務省証券によるインド準備銀行の財政赤字引受けを終わらせるという1994年の画期的な政府決定であったといえよう。この画期的な政府決定、すなわち、市場レートで市場から資金調達することの決定から、市場による価格形成を可能にし、債券市場発展の時代が始まった。

価格形成の効率は市場のマイクロ構造と切り離すことはできない、流動性のある市場では流通コストが最小となり、売り一買いの価格差が小さくなる。また、適切な市場基盤を発展させるためにはそれを支える規制環境が必要である。一方、市場改革をスムーズに進めるためには改革手法の論理的な手続きと、時間軸を設計する必要がある。債券市場での改革が成功したのは関連当局が細心の注意を払って手続きを進めたことを証明している。

以上述べたことが今日の公債市場を方向づけた背景にある動機と理由であるが、一方では社債市場はマイクロの構造においても、市場の業績についてもまだ揺籃期にある。伝統的に、長期資金の提供は開発のための金融機関、すなわちインド産業開発銀行 (IDBI) などによって提供されてきた。これらの金融機関が普通銀行に転換して以来、論理的には債券市場の発展の場を提供するはずであったが、実際にはその様にはならず、自己資本による成長と株式発行による資金調達により社債市場を発展させるような方向には行かなかった。社債市場で出来る資金調達についてはインド企業は私募での資金調達の方法を選択した。また、発達したデリバティブ市場がなかったために発行人と投資家のどちらもリスクヘッジをする方法がなく、社債市場の発展が妨げられた。一方、銀行は、その性格上資金調達(負債)は短期であるので、金利リスクにさらされる長期融資ができない。もちろん他方では言うまでもなく、長期資金融資は必要なことであり、インフラセクターへの投資は必要である。

東アジア危機によって、銀行融資の行き過ぎが危機の原因の1つとして挙げられたため、銀行融資を債券による調達に切替える必要性が注目されるようになった。基本的に銀行融資は価格が決まった資産であり流動性が低いため、債券による資金調達が比較的安定した方法であると考えられてきた。言い換えれば、債券と異なって、銀行融資の価格(金利)は市場金利の変化に対応して変わることはない。したがって、金利の急激な変動があった場合は、銀行が融資の量的調整を行うこととなる。こうして、銀行融資が急激に増えたり減ったりするのである。

このようなことから、当局、特にインド証券取引委員会 (SEBI) 及び政府が対処しようとしている厚みのある機動的な社債市場を実現するための諸問題を真剣に検討する必要がある。