



インド準備銀行 (RBI) の新総裁について

神戸大学 経済経営研究所

教授 佐藤 隆広

2013年8月6日付けの Facebook のエントリーにおいて、インドのマンモハン・シン首相は、シカゴ大学教授・IMF チーフエコノミストを歴任し、当時インド大蔵省主席経済顧問であったラグラム・ラジャン (Raghuram Rajan) 博士をインド準備銀行 (Reserve Bank of India: RBI) の第23代目総裁に指名したことを公表した。これは、全く予想もできなかったサプライズ人事であった。

1990年代以降の RBI 総裁は、大蔵省の高級官僚か RBI で長く金融政策実務を経験した経済学者からの就任が一般的になっており、第22代が大蔵省出身、第21代が RBI で実務経験を積んだ経済学者出身であったので、わたしは、次期総裁は第22代総裁のもとで実務に携わっていた複数の副総裁のいずれかが自動的に昇進するものとばかり思っていた。2012年7月末日に大蔵省主席経済顧問の任期を終了したコウシク・バス (Kaushik Basu) コーネル大学教授 (現在、世界銀行チーフエコノミスト) の後任として、ラジャン博士が大蔵省に着任したのは、2012年8月10日であった。ラジャン博士のインド政府での実務経験は、わずか1年程度に過ぎず、この間の特記すべき重要な仕事としては、2013年初旬の大蔵大臣による予算演説のときに公表された『2012-13年経済白書』 (Economic Survey 2012-13) の執筆ぐらいしか、わたしには思い浮かばない。

もちろん、ラジャン博士の経済学者としての実力は相当なものである。2013年9月時点の IDEAS による経済学者ランキング (Average Rank Score) でみて、ラジャン博士は45位にランクされている。ちなみに、43位はマクロ経済学の Michael Woodford、44位は労働経済学の Alan B. Krueger である。ラジャン博士が、経済学の領域を超えて世界的に注目されたのは2005年のワイオミング州ジャクソンホールでのカンザスシティ連銀主催の講演会であった。このとき、FRB 議長退任が予定されていたアラン・グリーンズパンを賛美する講演が続くなか、当時 IMF チーフエコノミストだったラジャン博士は、金融自由化や証券化によって生み出された金融機関のインセンティブ構造の歪みを指摘し、大規模な金融危機が発生しかねない現状に警告を発した。ラジャン博士は、その後展開する世界金融危機を予見したとして世界中の注目を浴び、世界同時不況を分析した *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (邦訳『フォールト・ラインズ』新潮社) は2010年のビジネス書のベストセラーとなった。

さて、8月6日に指名を受けたラジャン博士は、9月4日に任期を満了するスバラオ総裁のもとで、3週間、特別職事務官 (Officer on Special Duty) として RBI に着任し業務引継ぎをすることになった。引継ぎを終えたラジャン博士は、9月5日に RBI 第23代総裁に就任した。任期は3年である。ラジャン総裁は1963年生まれの50歳であり、歴代総裁のなかでも最年少の部類に入る。

ラジャン総裁は、9月18日に予定していた「2013-14年金融政策半四半期レビュー」(Mid-Quarter Review of Monetary Policy 2013-14)を、同月20日に変更した。なぜか。ラジャン総裁は、まず何よりも9月17日・18日に開催される米国の連邦公開市場委員会(FOMC)の決定を見届ける必要があったからである。2013年5月末に、バーナンキFRB議長が量的緩和縮小の可能性に言及したことを契機として、新興市場国から急激な資本逃避が発生した。新興市場国のなかでもとりわけ、インドからの資本逃避は激しく、外国為替市場で膨大なルピー売り・ドル買いがなされ、対ドル為替レートは著しい減価を経験した。実際、対ドル為替レートは、5月初旬の1ドル54ルピーから8月末の68ルピーにまで下落している。わずか4カ月の間に、実に23%の下落である。こうした状況を受けて、Morgan Stanleyは、マクロ経済が脆弱で為替レート下落の激しいブラジルのリアル・インドネシアのルピア・南アフリカのランド・トルコのリラの4通貨に加えて、インドのルピーをフラジャイル・ファイブ(The Fragile Five)と名称付けるほどであった(Morgan Stanley, *FX Pulse*, August 1, 2013)。9月17日・18日のFOMCでは、FRBが量的緩和縮小を開始することが事前に予想されており、FRBの量的緩和縮小の予測で深刻な通貨不安に見舞われているインド経済にとって、ラジャン総裁は米国の金融政策を織り込んだうえでRBIの金融政策を決定する必要があったのである。

FOMCの決定は、事前の予想を完全に覆すものであった。FRBは量的緩和縮小を先送りしたのである。端的に言って、これはインド経済にとってグットニュースであった。一方、9月20日のRBIの金融政策半四半期レビューについては、市場はレポレートの据え置きか、引き下げで意見が一致していた。レポレートの引き上げを予想する一人の経済アナリストも存在しなかった。景気後退に苦慮していたインド財界も、国際的な知名度もありフレッシュなラジャン新総裁による金融緩和を期待していた。

しかしながら、9月20日、ラジャン総裁は市場の期待を完全に裏切る政策措置をとったのである。金融政策半四半期レビューの冒頭の政策変更のところを抜粋してみよう。

“On the basis of an assessment of the current and evolving macroeconomic situation, it has been decided to:

reduce the marginal standing facility (MSF) rate by 75 basis points from 10.25 per cent to 9.5 per cent with immediate effect;

reduce the minimum daily maintenance of the cash reserve ratio (CRR) from 99 per cent of the requirement to 95 per cent effective from the fortnight beginning September 21, 2013, while keeping the CRR unchanged at 4.0 per cent; and

increase the policy repo rate under the liquidity adjustment facility (LAF) by 25 basis points from 7.25 per cent to 7.5 per cent with immediate effect.

Consequently, the reverse repo rate under the LAF stands adjusted to 6.5 per cent and the Bank Rate stands reduced to 9.5 per cent with immediate effect. With these changes, the MSF rate and the Bank Rate are recalibrated to 200 basis points above the repo rate” (RBI, *Mid-Quarter Review of Monetary Policy 2013-14*, September 20, 2013).

ここで、CRR は、法定準備率である。MSF とは、銀行の預金総額の 1%まで、RBI がレポレート+スプレッドで銀行に対して資金供給するためのファシリティである。また、LAF は、短期流動性の安定化のために、RBI と銀行の間で取引される適格政府証券の現先取引のためのファシリティである。このときの適格政府証券の割引率がレポレートやリバースレポレートである。レポレートは、RBI がターゲットとしている代表的な政策金利である（リバースレポレートはレポレートの 100 ベーシスポイント低く設定される）。短期流動性を必要とする銀行は、まず LAF によって資金調達を行い、その上限を超えてなお流動性が不足する場合に MSF から資金調達を行う。すなわち、まとめれば、今回の金融政策はつぎのとおりである。

- (1) MSF レートを 75 ベーシスポイント引き下げた（10.25%から 9.5%）。
- (2) 法定準備率そのものは 4%で据え置きながら、日々の最低達成率を 99%から 95%へ引き下げた。
- (3) 公定歩合を 75 ベーシスポイント引き下げた（10.25%から 9.5%）。

(1) から (3) が金融緩和であるのに対して、より重大な影響があるのはつぎの (4) の金融引締であろう。

- (4) レポレートを 25 ベーシスポイント引き上げた（7.25%から 7.5%）。

ラジャン総裁は就任時のインタビューで、米国の FOMC の金融政策決定をみてから RBI の金融政策を判断することを強調していたが、「タカ派とみられるハーバード大学のローレンス・サマーズ教授の FRB 議長指名辞退」→「FOMC での量的緩和継続決定」を受けて、グローバルな流動性逼迫が生じないという環境が整ったとみて、今回、市場やインド財界の期待を裏切って、レポレートの引き上げを決断したのであろう。引き上げ幅こそ大きくないが、ラジャン総裁は、これまで金融緩和基調で動いてきた RBI の金融政策の「微調整」をしっかりとやった、とここでは理解したい。このあたりは、サイエンスというよりはアートの世界のような気がするが、わたしは、一連の事態の推移をインドの新聞報道や RBI のウェブサイトでもライブ感覚で観察していたが、率直に言って、大変面白かった。

9月26日に金融経済学に対するドイツ銀行賞の受賞のために訪れたドイツのフランクフルトにて、ラジャン総裁は通信社のインタビューに応じて、「われわれは、過剰な景気刺激政策の危険性を考える必要がある。われわれは、景気刺激策によって生み出される成長の持続可能性を考える必要がある」（“We need to think of the dangers of over stimulation. We need to think of the sustainability of growth created by stimulus measures.” http://articles.economictimes.indiatimes.com/2013-09-27/news/42463766_1_raghuram-rajn-interest-rates-easy-monetary-policy）と述べている（ちなみに、これまでのドイツ銀行賞の受賞者は、Eugene F. Fama、Michael Woodford、Robert J. Shiller、Kenneth Rogoff の 4 名であり、ラジャン総裁が 5 回目の受賞者である）。この発言と予想外の政策金利引き上げをあわせて考えると、ラジャン総裁は金融政策についてはハト派よりもタカ派に近いように思われるが、10月7日に突然、MSF レートを 50 ベーシスポイント引き下げ（9.5%から 9%への

引き下げ)、合わせて公定歩合も9.5%から9%にまで引き下げる措置をとった。どうやら、ラジャン総裁をハト派やタカ派という単純な分類で特徴付けることはできないようだ。10月29日火曜日午前11時(インド時間)に、「2013-14年第2四半期金融政策レビュー」(Second Quarter Review of Monetary Policy 2013-14)が予定されているが、ラジャン総裁下のRBIが次にどのような金融政策を実施するのか、わたしは、引き続き注目していきたいと思う。