

金（ゴールド）の貨幣化に向けて 革新的な仕組みを導入したインド政府

北野 陽平

■ 要 約 ■

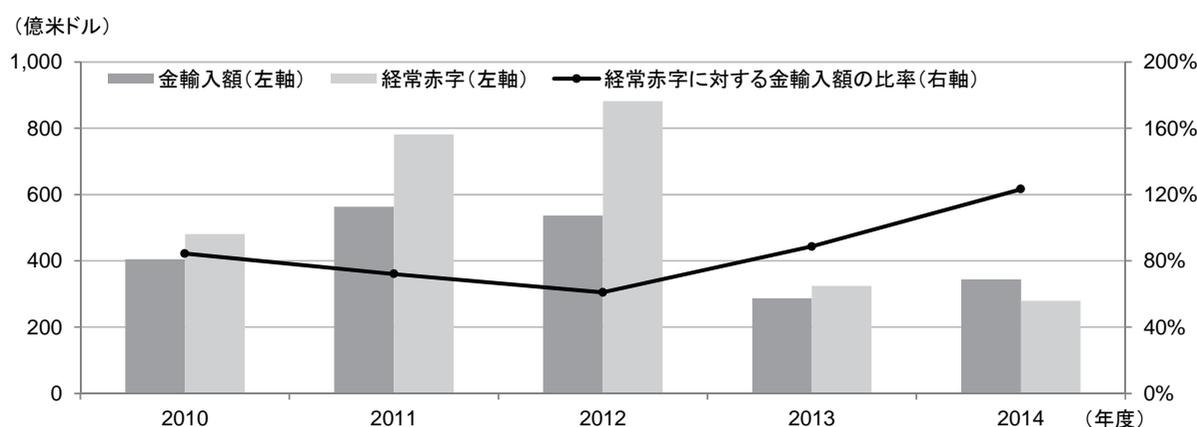
1. インド政府は9月9日、2015年度予算案で掲げた政策の一つである「金（ゴールド）の貨幣化」を推進するため、ソブリン・ゴールド債（SGB）及びゴールド・マネタイゼーション・スキーム（GMS）を導入することを閣議決定した。インドは世界第2位の金の消費国で年間800～1,000トン程度を輸入しており、膨大な金輸入額が恒常的な経常赤字の一因となっている。政府はSGBとGMSの導入により、金輸入額を削減し、経常赤字を中長期的に持続可能な範囲に留めることを目標として掲げている。
2. SGBは、金現物に対する投資需要を代替する革新的な投資商品として開発された。債券の価値が金の価格に連動し、投資家はキャピタルゲインを享受することができる。一定の金利が発生することや保管費用・管理手数料がかからないことが、金現物や金ETFとの差別化要因になると考えられている。GMSは、休眠状態に置かれている金を市場で流通させる仕組みである。以前から存在していた金預託スキームと金貸付スキームが統合され、実効性を高めるために、最低預託量の大幅な引き下げや預託期間の選択肢の拡大等、金保有者にとっての利便性の向上が図られた。
3. 足元の経常赤字は、持続可能な範囲に収まっている。しかしながら、今後グローバル経済や市場環境の変化により、仮に金価格や原油価格が上昇に転じた場合、経常収支の悪化につながり状況が深刻化する可能性が懸念されている。そうした中、今回導入されたSGBとGMSを成功させることは、外部環境の変化や市場リスクに対するインドの頑健性を強化するという点で大きな意義があると言える。
4. さらにSGBについては、もし幅広い投資家から受け入れられた場合、中長期的な効果・影響がもたらされる可能性もある。第一に、債券市場における個人投資家の裾野拡大である。SGBの取引市場に厚みが出てくれば、投資家の参加が更に促進される可能性がある。第二に、他のアジア諸国への波及効果である。インドの取組みが一つのモデルケースとなり、効率的な資金調達手段として、SGBを応用したコモディティリンク債の活用が検討されることも考えられよう。

I はじめに

インド政府は9月9日、2015年度予算案¹で掲げた政策の一つである「金（ゴールド）の貨幣化」を推進するため、ソブリン・ゴールド債（Sovereign Gold Bond、SGB）及びゴールド・マネタイゼーション・スキーム（Gold Monetization Scheme、GMS）を導入することを閣議決定した。インドは世界第2位の金の消費国であり、年間800～1,000トン程度を輸入している。同国の経常収支は2004年度以降一貫して赤字となっており、膨大な量の金輸入が主な要因の一つとして指摘されている²。経常赤字に対する金輸入額の比率は、2010～2013年度に平均76%だったが、2014年度には123%に達した（図表1）。国内における金需要のほとんどが海外からの輸入で賄われている状況下、政府はSGBとGMSという二つの革新的な仕組みを導入することにより、金輸入額を削減し、経常赤字を中長期的に持続可能な範囲内³に留めることを目標として掲げている。

本稿では、SGBとGMSの各々の特色や留意点を整理するとともに、中長期的な展望について考察する。

図表1 インドの経常赤字と金輸入額の推移



（注） 1. 年度は当年4月から翌年3月まで。
2. 2014年度の数値は暫定値。

（出所） Reserve Bank of India, “Handbook of Statistics on the Indian Economy 2014-15”より野村資本市場研究所作成

¹ 2015年2月28日発表。

² インドは原油の純輸入国であり、経常収支は原油価格の変動にも大きく影響される。

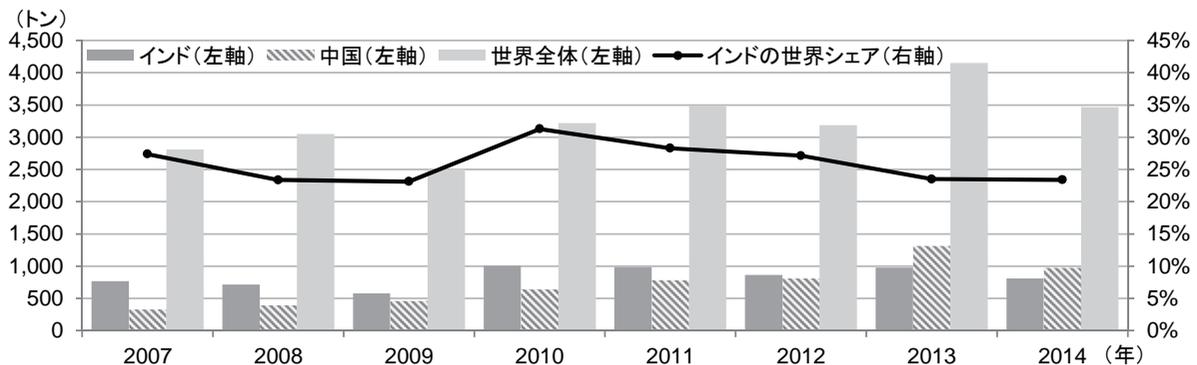
³ Reserve Bank of India, “Report of the Working Group to Study the Issues Related to Gold Imports and Gold Loans NBFCs in India”によると、経常赤字対GDP比率が2.5～3%であれば持続可能と考えられている。

Ⅱ SGB 及び GMS が導入された背景

近年、世界全体の金の消費者需要は年間 3,000～4,000 トン程度で推移している。このうち、中国とインドの需要が圧倒的に多く⁴、2012 年まではインドが首位であったが、2013 年に中国が逆転した。インドの金需要額は 2007～2014 年の平均で 838 トン、世界シェアは 25～30%前後で推移している（図表 2）。

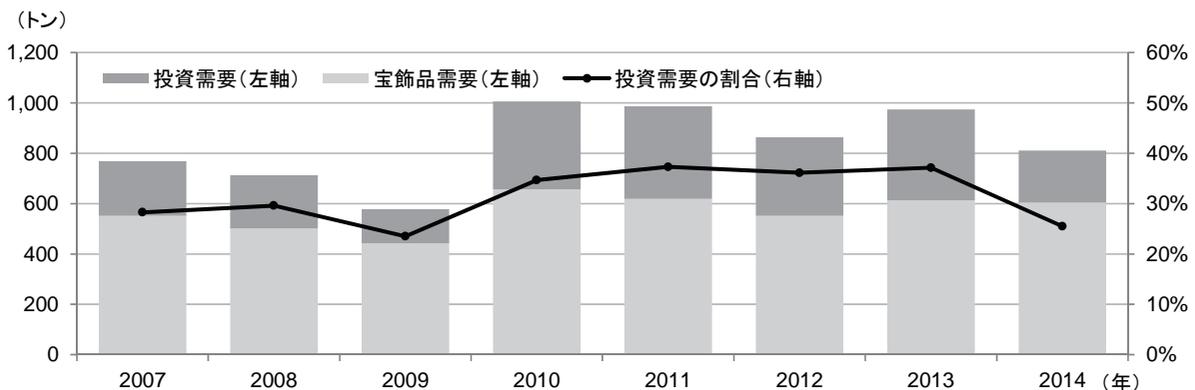
金の消費者需要は、①指輪、ネックレス、イヤリング等に使用するための宝飾品需要、②値上がり益を目的として保有する投資需要、に大別される。一般的に投資家が金に投資する最大の目的はインフレヘッジと言われており、他にも金に投資する利点として、高いリターン、高い流動性、株式や債券といった伝統的な資産との低い相関等が挙げられる。大半の国では宝飾品需要が投資需要を上回っており、投資需要の割合は需要全体の平均 3割前後であり、インドもほぼ同じ状況にある。インドの特色として、投資需要が毎年増減しているのに対し、宝飾品需要は概ね安定的に推移している（図表 3）。その背景には、国民の金に対する宗教的・文化的な愛着がある。金は富と繁栄の象徴とされており、結婚

図表 2 金の消費者需要の推移



(出所) World Gold Council, “Gold Demand Trends”より野村資本市場研究所作成

図表 3 インドにおける金の消費者需要の内訳



(出所) World Gold Council, “Gold Demand Trends”より野村資本市場研究所作成

⁴ 中国、インドに続いて金の消費者需要が多い国は、米国（2014年 164 トン）、トルコ（同 117 トン）である。

の際には新婦側が持参金（ダウリー）として金地金や宝飾品を持参するという風習がある。1961年にダウリーの授受を禁止する法律が制定されたが、農村部では実効性が弱く、風習が色濃く残っているとされている。こうしたことから、需要全体の7割程度を占める宝飾品需要を政策的に抑制することは容易でないと考えられている。

インド政府は金の輸入量を削減するため、これまでに様々な施策を検討、実施してきた。第一に、輸入関税の引き上げである。2012年1月16日以前は金塊10グラムに対して300ルピー⁵の輸入関税が課されていたが、2012年1月17日以降2%の税率が設定された。その後、輸入関税は段階的に引き上げられ⁶、2013年8月以降10%の税率が適用されている。第二に、金の輸入業者に対する一定量の輸出の義務付けである⁷。2013年7月、中央銀行であるインド準備銀行（Reserve Bank of India、RBI）により指定された銀行及び専門業者に対して、輸入量の20%以上を再輸出することを義務付ける20:80スキームが導入された。同スキームは、金の輸入量が減少した等の理由⁸により2014年11月に廃止されるまで適用された。

他方で、こうした金の輸入量を直接規制する施策以外にも、金現物の代替となる投資商品・スキームを開発することの重要性が認識された。RBIは2012年4月にワーキンググループを設置し、金の輸入量の削減または輸入の先延ばしにつながる可能性がある様々な投資商品・スキームを検討した（図表4）。その中で、規制の認可、法律の枠組み、実行

図表4 金現物の代替として検討された投資商品・スキーム

商品・スキーム	概要
金証券 (Gold Securities)	満期時に一定量の金で償還される証券で、銀行により発行される。相対で取引され、期中は金の需給状況により債券の価格が変動する。
金証書 (Gold Certificate)	一定量の金の価値を示す証書で、銀行により発行される。一定の金利が支払われる。第三者に譲渡することはできない。
ペーパーゴールド/金貯蓄口座 (Paper Gold/Gold Savings Account)	金現物を単純に紙の形に変えたもの。銀行の金貯蓄口座で管理され、事前通知により金現物に交換される。
金預託スキームの改定 (Modified Gold Deposit Scheme)	銀行が家庭から預託された金を生産的に活用する。例えば、預託された金を売却し、インフラ金融やリターンの高い投資に回す。
金貯蓄プラン (Gold Accumulation Plan)	顧客は一定期間にわたり金を貯蓄し、その間に銀行が一部の金を宝石商に貸し出す。
金リンク口座 (Gold Linked Account)	外貨の売買と同様に自由に金を売買するための口座。金利は発生しない。金の現物決済は行われない。
金リンク二重口座 (Gold Linked Dual Account)	通常の定期預金よりも高い金利が支払われる代わりに、金価格が一定水準を下回った場合に金現物で償還される仕組商品。
金担保年金プラン (Gold-backed Pension Plan)	顧客は金を銀行に預託し、20~25年かけて毎月年金の形でリターンを得ながら償還を受ける。
金担保融資の証券化 (Securitization of Gold Loans)	銀行や非銀行金融会社が提供する金担保融資を証券化する。市場の流動性を高めることが目的。
銀行チャネルを通じたeゴールドスキーム (e-Gold Scheme through banking channel)	国立直物取引所で取引されていた金積立プランを個人投資家の間で普及させるため銀行チャネルで販売する。

（出所）Reserve Bank of India, “Report of the Working Group to Study the Issues Related to Gold Imports and Gold Loans NBFCs in India”より野村資本市場研究所作成

⁵ 2012年1月16日時点の金価格及び為替レートで換算すると、約4万円相当の金に対して約450円が課税された。

⁶ 2012年度予算で2%から4%、2013年1月に4%から6%、2013年6月に6%から8%に引き上げられた。

⁷ インドでは1992年に金の輸入が自由化され、主にRBIに指定された銀行及び専門業者により輸入されている。

⁸ 原油価格の下落に伴い経常赤字が縮小したことも20:80スキームが廃止された理由の一つとされている。

コスト、リスク管理等の観点を踏まえ、実効性の高い投資商品・スキームとして導入することが決定されたのが次章以降で説明する SGB と GMS である。

III 金現物を代替する革新的な投資商品として開発された SGB

SGB は、インド国民の金現物に対する投資需要を代替する革新的な投資商品として開発された。9月9日付の政府発表文書では、SGB の主な特色として以下の点が挙げられている。

- インド政府の代理として、RBI により発行される。すなわち、債券自体は政府により保証される。発行額は財務省との協議を通じて RBI により決定される。
- ルピー建てで販売され、額面は金のグラムで表示される。発行単位は 5、10、50、100 グラムである。
- インド国内の居住者（個人、法人）にのみ販売される。年間の一人（または一法人）当たりの購入上限は金 500 グラム相当である。
- 本人確認手続きは金現物の購入と同じ規則が適用される。
- 投資家は券面の保管または電子保管のいずれかを選択することができる。
- 金の価格は適宜定められる参照レートに基づく。発行時及び償還時のルピー換算額は RBI の参照レートにより算出される。
- 満期は最低 5～7 年で設定される。投資家を中期的な金価格の変動から保護することが背景にある。
- 利率は国内外の市場環境に応じて政府により決定される。複数のトランシェから構成される場合、トランシェ毎に利率が異なることがある。固定金利、変動金利のいずれの可能性もある。金利は投資時の金価格に基づいて支払われる。
- 満期時にはルピー建てで償還される。元本は償還時の金価格により算出される。償還時の金価格が投資時よりも下落した場合、投資家は償還期限を 3 年間（超）延長することができる。
- 債券の途中売却を望む投資家のニーズに対応するため、売却の容易性が確保されるように取引所で売買される。
- 幅広い普及に向けて、政府の代理として、銀行、非銀行金融会社（Non-Banking Financial Companies、NBFCs）、郵便局、国民貯蓄証書（National Savings Certificate、NSC）の代理店等の仲介業者により販売される。仲介業者は、投資家からの資金回収や債券の償還を行う。
- RBI は仲介業者に対して販売手数料を支払い、政府から還付を受ける。
- 債券は融資の担保として認められる。担保に対する融資額の割合を示す Loan To Value (LTV) 比率は、通常の金担保融資と同じ比率が適用され、RBI により適宜定められる。
- 個人投資家に課されるキャピタルゲイン税は、金現物への投資と同様に取り扱われる。

- 債券発行により調達される資金は政府借入の一部となる。SGB の金利と政府借入の現行金利との差（資金調達コストの削減分）は、新たに創設される金準備基金（Gold Reserve Fund）に蓄積される。
- 政府は金の価格変動リスクと為替リスク⁹を負うが、リスクをヘッジせず、金準備基金で処理する。同基金は継続的に監視され、維持不可能となった場合、政府が抱えるポジションの見直しが検討される。
- 投資家は金価格が上昇した場合にキャピタルゲインを享受する一方、金価格が下落した場合はキャピタルロスを被るため、金価格の変動に留意する必要がある。

IV 金現物及び他の金関連商品との比較

投資家が SGB に投資する利点として、金現物に投資する場合と比較すると次の点が挙げられる。第一に、金利が発生することである。SGB の利率は本稿執筆時点では発表されていないが、一定の金利が支払われることが確約されている¹⁰。第二に、保管費用がかからないことである。金現物の保管を専門業者に依頼する場合、一定の保管手数料¹¹がかかるのに対し、SGB は電子保管されるため、実質的に保管費用が生じない。第三に、純度等¹²の品質面での問題が生じないことである。一般的にインドでは金現物の品質保証が十分に行われておらず、改善が必要と指摘されている¹³。品質が保証されていない場合、例えば売却の際に手続きに時間を要し、かつ想定した価格で売却できない可能性があるが、SGB は物理的に金を売買しないため、その点が問題にならない。

現在、インドでは様々な金関連の投資商品が取引されているが¹⁴、その中で特に存在感が強いのが金 ETF（上場投資信託）である。金 ETF は 2007 年 3 月に国内で初めて導入され¹⁵、2015 年 9 月末現在 13 ファンドが証券取引所で取引されている。運用資産残高（AUM）は同 9 月末時点で 622 億ルピーである。2012 年までは金価格の上昇を背景として AUM が右肩上がりに増加していたが、2012 年末以降の金価格の下落に伴い、AUM は減少傾向にある（図表 5）。

金 ETF は、証券口座で保管されるため実質的に保管費用がかからないこと、取引所で売買されること、純度等の品質面での問題が生じないこと¹⁶、といった点で SGB と共通しているが、いくつか差異も見られる。第一に、金 ETF には金利が発生しない。第二に、

⁹ 国際的な金価格は米ドル建てであり、SGB の元本はルピー建てで償還されるため、米ドル/ルピーの為替リスクを伴う。

¹⁰ 2015 年 6 月 19 日に政府より発表された SGB の当初案では 2~3% の利率が提示されたが、9 月 9 日付の政府発表文書では具体的な利率は言及されていない。

¹¹ 金の保管手数料は業者により異なるが、一般的に保険料を含めて年間 0.1~1% 程度。

¹² 金の純度はカラットという単位で示される。金の含有率 99.99% 以上が 24 カラットで、純金と呼ばれる。金の含有量が少ないほど価値が低下する。

¹³ World Gold Council, "Developing Indian hallmarking - A roadmap for future growth," 30 July, 2015.

¹⁴ 他の金関連商品としてゴールド・ファンド、金先物取引、金先渡取引等がある。

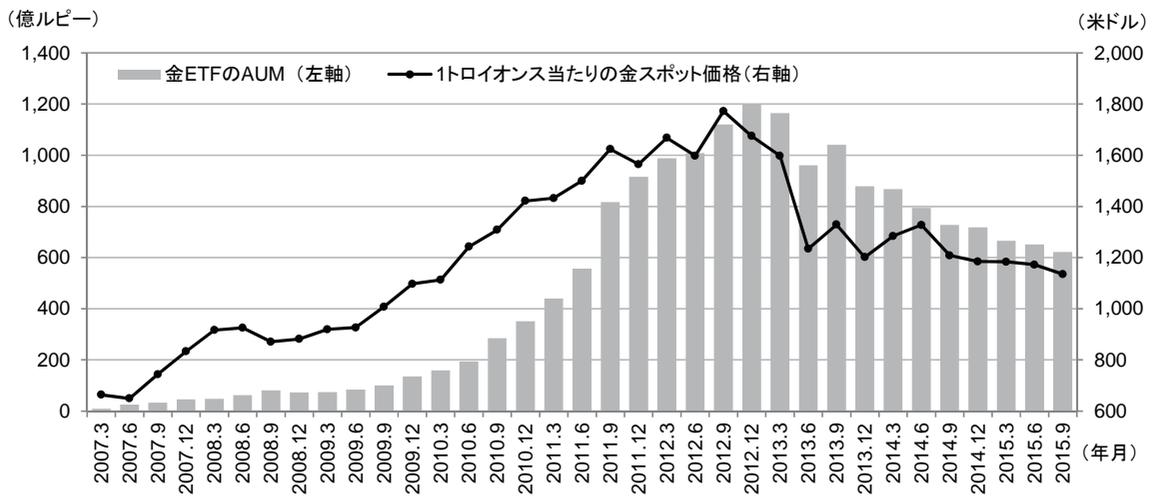
¹⁵ 国内最初の金 ETF は、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントが運用する GS Gold BeES である。

¹⁶ 金 ETF に組み入れられる金は全て含有量が 99.5% 以上となるように認可業者により保証される。

金 ETF には年間 1%程度の管理手数料（信託報酬）がかかる。第三に、金 ETF には商品自体に対する政府保証が付与されていない。

SGB、金 ETF、金現物を横比較すると、各商品に一長一短があり、一概に優劣をつけることはできない（図表 6）。しかしながら、SGB は保管費用や管理手数料がかからないことに加え、金利が支払われるという点で投資家にとっては魅力的であり、金 ETF や金現物を代替する投資商品となる可能性が十分にあると考えられよう。

図表 5 金 ETF の AUM と金価格の推移



(注) 1. 各月末時点の数値。
 2. 1トロイオンスは31.1035グラム。
 (出所) インド投資信託協会、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 6 SGB、金 ETF、金現物の比較

	SGB	金ETF	金現物
売買単位	5、10、50、100グラム単位	通常1グラム単位	制約なし
購入時の制限	一個人・法人につき金500グラム相当(年間)が上限。	なし	なし
満期	5～7年	なし	なし
売却の容易さ	品質面での問題がなく、かつ取引所で売買されるため、売却しやすい。	品質面での問題がなく、かつ取引所で売買されるため、売却しやすい。	品質面の問題から売却に時間を要し、かつ想定した価格で売却できない可能性がある。
金利	一定の金利が支払われる。	なし	なし
費用・手数料	なし	管理手数料(信託報酬)がかかる。	保管費用がかかる。
商品自体に対する政府保証	あり	なし	なし

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

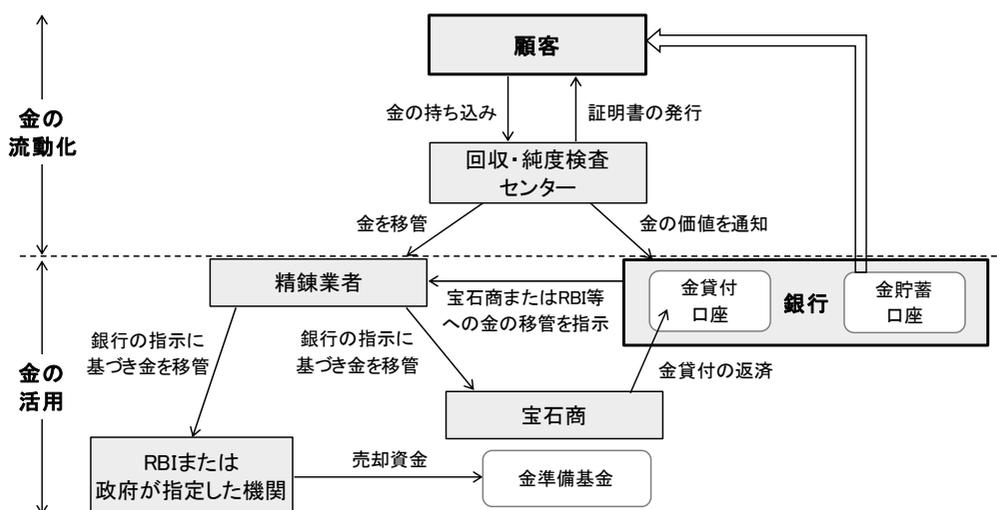
V 休眠状態の金を市場で流通させる GMS

インド国内では2万トン超の金が国民に保有されていると推定されており、そのほとんどが家庭や寺院等で保管されている。政府が GMS を導入した狙いは、そうした休眠状態に置かれている大量の金を市場に流通させることで、国内における金需要を満たし、最終的に海外からの金輸入量を削減することである。GMS は全く白紙の状態から新たに開発されたわけではなく、既存の独立した二つのスキームが統合され、実効性を高めるために改善されたものである。一つは家庭や寺院等が保有する金を流動化する金預託スキーム（Gold Deposit Scheme）で、もう一つは銀行が輸入した金を主に宝石業者へ貸し付ける金貸付スキーム（Gold Metal Loan Scheme）である¹⁷。GMS は、①改善された金預託スキーム（Revamped Gold Deposit Scheme）、②改善された金貸付スキーム（Revamped Gold Metal Loan Scheme）から構成される。GMS の概要は以下の通りである。

○ 改善された金預託スキーム

- 預託方法：家庭や寺院等（以下「顧客」とする）は、金を銀行に直接預け入れることができず、最初に純度検査を受ける必要がある。純度検査は回収・純度検査（Collection and Purity Testing）センター¹⁸において行われる（図表 7）。顧客が持ち込む金の形態（金塊または宝飾品）は問われない。純度検査後、金の重量と純度が記載された証明書が発行される。
- 金の保管：回収・純度検査センターで検査された金は精錬業者¹⁹に移管され、精錬所

図表 7 GMS のスキーム図



（出所）インド政府公表文書（2015年9月15日付）より野村資本市場研究所作成

¹⁷ 金貸付スキームは1998年、金預託スキームは1999年に導入された。

¹⁸ インド規格協会に認定された試金・品質保証センター（Assaying and Hallmarking Centres）が2015年3月末時点で331か所ある。そのうち、同協会が定める基準を満たすセンターが回収・純度検査センターとして指定される。

¹⁹ インド国内における精錬業者は2015年9月時点で32社。

で保管される²⁰。

- 金貯蓄口座：顧客は金を預託する銀行で金貯蓄口座（Gold Savings Account）を開設する。当該口座の残高は金のグラムで表示される。回収・純度検査センターにより発行された証明書が銀行に提示されると、金貯蓄口座に振り替えられる。
- 預託期間：1～3年（短期）、5～7年（中期）、12～15年（長期）のオプションがある。途中解約の場合、一部または全部を問わずペナルティが発生する。
- 預託金利：短期の場合、銀行が国際的なリースレートや市場環境等を踏まえて利率を決定する。中期及び長期の場合、政府が RBI と適宜協議した上で決定する。なお、金利は短期ではグラムで表示され、中期及び長期の場合はルピー建てとなる。
- 償還形態：短期の場合、顧客は現金と金現物のどちらで受け取るかを預託時に選択することができる。中期及び長期の場合、現金でのみ償還される。元本は償還時点の金価格に基づいて算出される。
- 金の活用：短期の場合、硬貨の鑄造や宝石商への貸出に活用される。中期及び長期の場合、硬貨の鑄造や宝石商への貸出の他、RBI または政府が指定した機関により競売で換金され、政府借入の一部として活用される。また、RBI の金準備（gold reserves）を補充する手段としても活用される。
- 税金：従来の金預託スキームと同様に非課税である。
- その他：金の売却資金を政府借入の一部とする場合、当該借入コストと現行の政府借入コストとの差（政府借入コストの削減分）は前述の金準備基金に蓄積される。

○ 改善された金貸付スキーム

- 金貸付口座：宝石商は銀行に金貸付口座（Gold Metal Loan Account）を開設する。当該口座の残高はグラムで表示される。
- 金の移管：銀行からの指示に基づき、金現物が精錬業者から宝石商へ移管される。移管された金の重量が宝石商の金貸付口座に振り替えられる。
- 貸付金利：宝石商への金の貸付金利は、RBI が定めるガイドラインに基づいて銀行が決定する。
- 貸付期間：宝石商への金の貸付期間は最大 180 日である。但し、金の最低預託期間は 1 年であることから、今後必要に応じてより適切な形に見直される可能性がある。

今般、既存の二つのスキームが統合・改善されて GMS の導入に至った背景には、主に従来の金預託スキームが十分に機能しなかったことがある。その要因の一つとして、金保有者にとっての利便性が低かった点が指摘されている。例えば、以前は金の最低預託量が 500 グラムと定められており、金を大量に保有する一部の国民しか同スキームを利用することができなかった。GMS の下では、最低預託量が大幅に引き下げられ 30 グラムとなった。また、金保有者の幅広いニーズに対応できるように預託期間の選択肢が広げられた他、プロセスの迅速化や透明性の向上も図られた。

²⁰ 銀行、回収・純度検査センター、精錬業者の三者間で契約が締結される。

VI SGB 及び GMS の導入に関する留意点

インドでは、国内全体の金の 6 割超が地方で保有されていると推定されている²¹。地方の国民は概して金融リテラシーが低いことから、SGB 及び GMS を成功させるためには、両商品・スキームの存在や利点が国民の間で認知される必要があり、投資家教育や金融リテラシー向上の推進が重要となる。

まず SGB については、金現物に対する需要を債券に移行させるためには、金融仲介機関が果たすべき役割が大きいと考えられる。前述の通り、投資家が金に投資する最大の目的はインフレヘッジである。RBI は 2013 年 12 月、投資家のインフレヘッジニーズに対応するため、金利が物価水準に連動する物価連動債²²を小口投資家向けに発行した。同債券は、インドステイト銀行グループ、国有銀行、民間銀行 3 行²³でのみ販売され、かつ銀行にとって販売のインセンティブが小さかったこと等の理由により、結果的に十分に普及しなかった²⁴。翻って、SGB については、銀行、NBFCs、郵便局、NSC の代理店等で取り扱われ、仲介業者に対して RBI より販売手数料が支払われる。物価連動債が不振に終わった教訓から、販売チャネルの拡充を通じた幅広い投資家へのアクセスの重要性が認識されたことが窺われる。

金価格に連動する債券の発行は世界的にも稀であるが、近年では南アフリカ共和国の大手金融機関であるファーストランド銀行傘下のランド・マーチャント銀行が発行したゴールド債が一つの成功事例として知られている。ランド・マーチャント銀行は 2014 年 8 月、資金調達手段の多様化、効率化を目的として 20 億ランド（約 192 億円）のゴールド債を発行した。同債券は、満期 5 年、年利 0.5% で、金価格や為替レート（米ドル/ランド）により価値が変動し、満期時に現金または金貨で償還される。また、ヨハネスブルグ証券取引所に上場している。同行の 2014 年 8 月 11 日付プレスリリースでは、投資家から強い需要があったことから、市場が成長すれば今後もゴールド債の発行を検討する、と説明されている。当該事例は、発行体が金融機関であり、発行の目的、発行額の規模、対象とする投資家、金の市場価格等の点でも現在インド政府が置かれている状況とは異なるものの、SGB と類似した債券が投資家の支持を得たことは注目に値しよう。

次に GMS については、金保有者及び銀行の積極的な参加を促すための十分なインセンティブが付与されることが重要である。金保有者に対しては、前述の通り金預託スキームの利便性向上が図られたが、依然として障害も残っている。例えば、宝飾品が預託され、満期時に金現物で償還される場合、元の宝飾品と同じ形では償還されない²⁵。インド国民は宝飾品に対する愛着が強いことから、金の預託を躊躇することもあると見られ、インセ

²¹ Reserve Bank of India, “Report of the Working Group to Study the Issues Related to Gold Imports and Gold Loans NBFCs in India,” February 2013.

²² 正式名称は Inflation Indexed National Savings Securities である。

²³ HDFC 銀行、ICICI 銀行、アクシス銀行の 3 行。

²⁴ “Why inflation-indexed bonds don’t sell,” *Business Standard*, 1 April, 2014.

²⁵ 純度検査の際に、回収・純度検査センターにおいて溶解されるため。

ンティブとして相応の金利が支払われることが求められる。従来の金預託スキームでは、満期 3～5 年で年利 0.75～1%であったが、十分なインセンティブとして機能しなかった。こうしたことから、GMS の下では従来の水準を有意に上回る利率の設定が期待されている。

また、銀行に対するインセンティブについては、5 月 19 日に政府より発表された当初案では、銀行が GMS を活用して流動性規制を満たすことを認める可能性が示された。具体的には、インド国内の銀行は、現金準備率 (Cash Reserve Ratio、CRR) 規制や法定流動性比率 (Statutory Liquidity Ratio、SLR) 規制が課されており、RBI により定められた比率²⁶を最低限維持する必要がある中、両比率の計算において銀行が顧客から預託された金を算入することを認めることが提案された。しかしながら、RBI は CRR 規制を金融政策の手段の一つと捉えており、CRR への金の算入を新たに認めることは金融政策の実効性に影響を及ぼしかねないと判断し、財務省に対して反対の意を表明した²⁷。その結果、9 月 9 日付の政府発表文書では、流動性規制との関連で銀行にインセンティブを付与する文言は削除された。銀行の積極的な関与は GMS を成功させるための必須条件の一つであるため、今後、銀行に対して別の措置が検討される可能性もあると考えられ、動向が注目される。

他の国に目を向けると、トルコが GMS と同様のスキームを導入し、金の流動化に成功している²⁸。トルコでは、2012 年に銀行が金貨や金宝飾品を取り扱うことが認められ、2012～2014 年に家庭で休眠状態に置かれていた約 40 トンの金が流動化されたと推定されている。インドとしては、こうした他国の事例も参考にし、自国の状況に適した形で制度を柔軟に改善していくことが重要と言えよう。

VII 債券市場の整備・発展から見た意義

冒頭で触れた通り、インド政府が金の貨幣化を推進する目的は、金輸入額を削減させることで経常赤字を中長期的に持続可能な範囲内に留めることである。インドの経常赤字対 GDP 比率は 2012 年に 4.8%まで悪化したが、金輸入額の減少や原油価格の下落等により経常赤字が縮小し、2013 年に 1.7%、2014 年に 1.4%まで改善した。RBI は、2015 年度の同比率を 1.5%前後と見込んでいる²⁹。現在は経常赤字が中長期的に持続可能な範囲内に留まっているものの、今後グローバル経済や市場環境の変化により、仮に金価格や原油価格が上昇に転じた場合、経常収支の悪化につながり状況が深刻化する可能性が懸念される。従って、今回導入された SGB 及び GMS を成功させることは、外部環境の変化や市場リスクに対するインドの頑健性を強化するという点で大きな意義があると言える。

さらに SGB については、もし幅広い投資家から受け入れられた場合、中長期的な効果・影響がもたらされる可能性もある。

²⁶ CRR は負債に対する現金の比率、SLR は負債に対する現金、金、国債の比率。2015 年 9 月末時点の CRR は 4%、SLR は 21.5%と定められている。

²⁷ “Government may not link gold monetisation scheme with CRR,” *The Economic Times*, 10 August, 2015.

²⁸ World Gold Council, “Turkey: gold in action,” 22 January, 2015.

²⁹ “CAD to be around 1.5% of GDP this fiscal: RBI,” *The Economic Times*, 17 September, 2015.

第一に、債券市場における個人投資家の裾野拡大である。2015年3月末時点で、政府債発行残高³⁰に占める保有割合は、商業銀行が43%、保険会社が24%、RBIと退職準備基金（Provident Funds）が各々10%であり、個人投資家の保有比率は統計上で具体的な数値が示されないほど低い。政府債市場を監督しているRBIは、政府債の安定消化のためには投資家層の多様化が必要と認識し、個人投資家の参加を促進している。これまでNSC等の税制優遇証券が個人投資家向けに発行されてきたが、効果は限定的である。その要因の一つとして、流通市場が存在しないため流動性が低く、かつキャピタルゲインが伴わないことが指摘されている。翻って、SGBは取引所で売買されるため流動性が確保されやすいことに加え、投資家はキャピタルゲインを享受することもできる。当初は、金現物の代替金融商品として注目する投資家の購入が想定されているものの、取引量が増加し市場に厚みが出てくれば、より幅広い投資家の参加が促進される可能性が考えられる。

第二に、他のアジア諸国への波及効果である。もしインドでSGBが成功すれば、一つのモデルケースとして類似したスキームが他のアジア諸国においても検討される可能性がある。現状、金に関してインドと同じような状況に置かれている国はないが、SGBのメカニズムは他のコモディティ（商品）にも応用され得る。例えば、マレーシアやインドネシアは天然ガスや鉱物資源等の純輸出国であり、コモディティ価格の変動の影響を受けやすい。そうした国が効率的な資金調達を目的として、コモディティリンク債を活用することが考えられる。一例として、元本や金利をコモディティ価格に連動させ、コモディティ価格が上昇すれば償還額や利払いを大きくし、コモディティ価格が下落すれば償還額や利払いを軽減するようなスキームが挙げられる。

このように、インド政府が導入したSGBという革新的な金融商品は、単に金輸入額の削減を通じて経常収支の改善に貢献するだけに留まらず、中長期的には債券市場の整備・発展の一翼を担うとともに、他のアジア諸国における資金調達のモデルケースにもなり得ると考えられる。今後の動向が注目されよう。

³⁰ 中央政府債と州政府債の合計。但し、政府短期証券（Treasury Bills）は含まれない。