

通貨防衛に追われるインド

防衛のための金融・財政引き締めで景気は停滞

アジア調査部主任研究員

小林 公司

+65-6304-1935

koji.kobayashi@mizuho-cb.com

- 米国のQE3が縮小されるとの観測から、経常赤字国インドのルピーが下落。8月は連日のように史上最安値更新。
- 今後もルピー相場下落圧力は続く公算。外貨準備が枯渇する国際収支危機のリスクは限定的だが、インフレや財政悪化、外貨建て債務返済負担増加のリスクを当局は警戒。
- 通貨防衛の金融・財政引き締めで景気の停滞が続く。当面の停滞を乗り越えて中長期の発展につなげるため、限られた財政支出の中身を見直す改革や、国外投資を呼び込む規制緩和が重要。

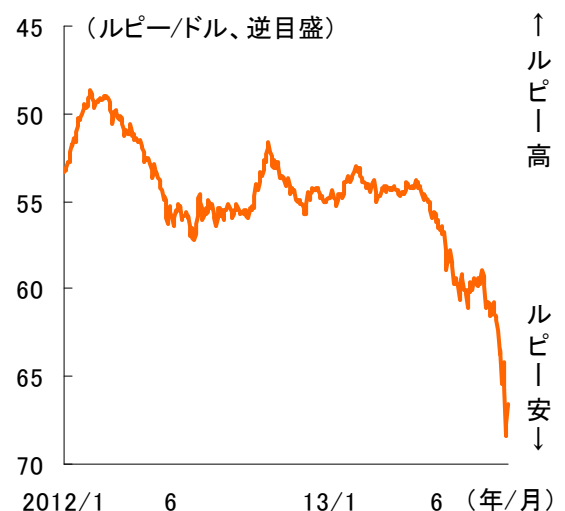
米国の量的金融緩和第3弾（QE3）が縮小されるとの観測から5月下旬に始まったルピー安が、8月にあって加速した。8月28日にルピーの対ドル相場は終値で1ドル=68ルピー台の最安値に突入し、月末時点でも66ルピー台の安値圏にあった（図表1）。本稿では、ルピー安の背景、懸念されるルピー安の悪影響、これまでの相場安定策について整理する。その上で、今後のルピー相場とインド経済の見通しについて論じる。

1. ルピー安の背景

（1）バーナンキ・ショックが引き金

ルピー安が始まった5月下旬を振り返ると、22日、米国連邦準備制度理事会（FRB）のバーナンキ議長が発言を行い、量的金融緩和第3弾（QE3）を縮小する可能性に言及した。これを受けて、リスクマネーの供給が鈍化すると観測から、新興国市場に流れていた資金が巻き戻されるようになり、各国通貨はドルに対して下落を始めた。インドの場合も、外国機関投資家（FII）による証券投資動向をみると、バーナンキ発言の翌23日から債券の売り越しが始まった。その後は株式も含めて、FIIがインド市場から投資を引き揚げる動きが続いている（次ページ図表2）。

図表1 ルピーの対ドル相場



(注)期間は2012年1月2日～8月30日。

(資料)CEIC

2) 高水準の経常赤字がルピー売り圧力を増幅

バーナンキ発言を受けて主要アジア新興国の通貨が全面安となるなかで、最も下落しているのがインド・ルピーだ。5月22日を起点にすると、直近の下落率は19%に達する。

ルピーの下落率が大きい背景として、インドの巨額な経常赤字が指摘できる。2013年1～3月期の経常赤字は名目GDP比3.6%で、アジア主要新興国のなかで最も大きく、かつインド準備銀行（中央銀行、RBI）が持続可能と位置づける2.5%の水準を上回った（図表3）。関連指標によれば、4月以来も高水準の経常赤字が続いている模様だ。

インドは、経常赤字をファイナンスするため、国外からの短期性の証券投資や、対外商業借入（ECB）¹等のその他投資に依存してきた。ところが、米国がQE3の縮小を示唆したことで、足の速い証券投資を中心に資金が流出を始め、経常赤字のファイナンスが困難となったため、ルピー相場に強い下落圧力が加わっているのである。

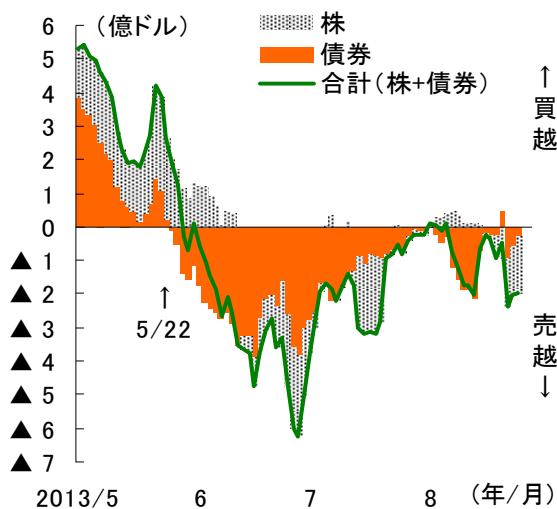
2. 懸念されるルピー安の悪影響

(1) インフレの進行

懸念されるルピー安のインド経済への悪影響として、まずインフレの進行がある。RBIの最新の分析によると、10%のルピー安は輸入物価の上昇を通じてインフレ率を1.2%ポイント押し上げる²。5月22日からのルピーの下落率19%を基にすると、インフレ率を2.3%ポイント押し上げるインパクトがあると試算される。

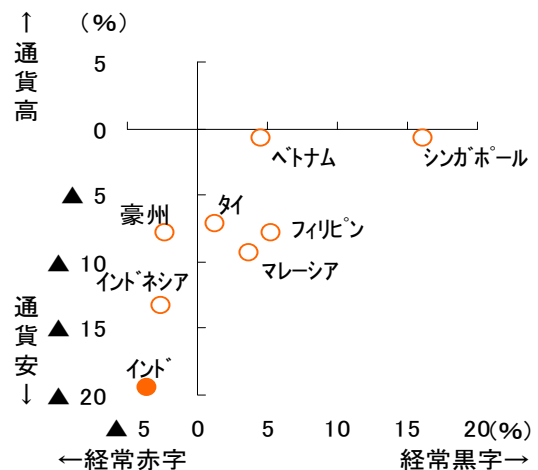
既に、ルピー安によるインフレ圧力は表面化している。RBIが金融政策の運営上重視する卸売物

図表2 外国機関投資家の証券投資動向



(注) 1. 5営業日移動平均、
2. 期間は2013年5月2日～8月30日。
(資料) インド証券取引委員会、CEIC

図表3 経常収支と為替変化率



(注) 経常収支は名目GDP比で、2013年1～3月期（ベトナムのみ12年10～12月期）。為替変化率は5月22日～8月28日の対ドルレート変化率。

(資料) 各国統計、Bloomberg、CEIC

価指数（WPI）上昇率は、4～6月にかけて前年比+4%台後半という3年半ぶりの低い伸びにとどまり、RBIが「適切」と位置づける+4%台前半に近づいていた。しかし、7月には+5.8%に高まった。内訳をみると、輸入依存度の高い燃料（特に価格統制されていないもの）による押し上げが目立ち、ルピー安の影響が現れたと考えられる（図表4）。

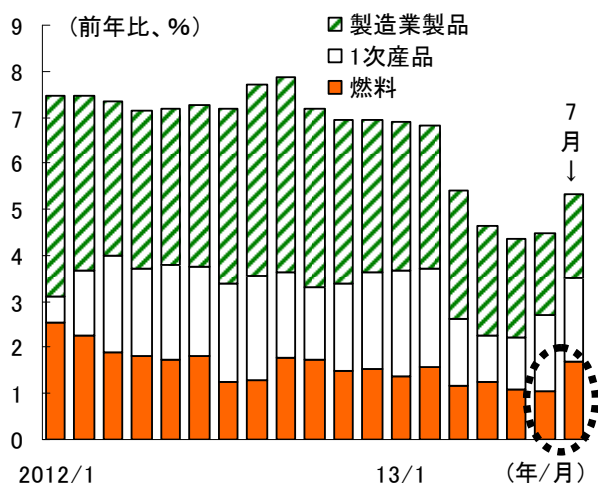
（2）財政赤字の拡大

ルピー安は財政赤字の拡大にもつながる。インド政府は、主要燃料のディーゼル、ケロシン、LPGの小売価格について、輸入原料の仕入価格よりも低めに統制しており、小売価格と仕入価格の逆ザヤを補助金の形で負担する。ルピー安は仕入価格を上昇させ、補助金を拡大させる。インド政府は2012年度（2012年4月～13年3月）に名目GDP比4.9%の財政赤字を抱え、そのうち5分の1は燃料補助金支出によるものだった。燃料補助金を主因に財政赤字が膨らむなかで、一部の格付会社は国債の格付け見通しを引き下げた。あと一段階でも格下げされると「投資不適格」の扱いとなるため、燃料補助金の抑制は喫緊の課題である。

その補助金で埋める逆ザヤが、ルピー安の進行に伴い足下では拡大している。ディーゼルの場合、小売価格の段階的な値上げと国際原油相場の低下により、逆ザヤは13年5月半ばに1リットル=3.73ルピーまで低下して解消が視野に入っていた。ところが、5月下旬以降はルピー安が進行した上に、国際原油相場も高まったため、逆ザヤは8月中旬時点で10.22ルピーと前年度末の水準に再拡大している（図表5）。

逆ザヤの拡大が続くと、燃料補助金を12年度に比べて名目GDP比0.4%ポイント削減する13年度予算の実現は難しい。財政赤字も、13年度予算の同4.8%から上振れするおそれ大きい。

図表4 WPI



（3）外貨建て債務負担の増加

ルピー安が進むと、インド企業の外貨建て債務の返済負担が増すことになる。地場格付会社クリシルによると、企業の外貨建て債務残高は2,000億ドル（20兆円）に上り、うち1,000億ドル（10兆円、2012年の名目GDP比5.5%）は為替変動のリスクがヘッジされていないからだ³。2008年秋のリーマンショック以降、先進国の金利が低下したため、先進国からの期間3～5年のECBが増加していた。これらの借入が返済期限を迎えるタイミングでルピー安が進んでいることから、インド企業の外貨繰り悪化が懸念されている。

さらにRBIは、ルピー急落に伴い企業部門で多額の為替差損が発生すると、債務全体の返済余力が低下して、国内金融機関からの借入も不良債権化するリスクを警戒する⁴。既にルピー安が進行する以前から、インドでは不良債権の増加が問題視されていた。銀行セクター全体で13年3月期の不良債権は融資総額の3.4%にとどまるが、返済条件を緩和することで不良債権に分類しない「灰色債権」（返済条件緩和債権）が増加しており、両者を併せると融資総額の9.1%に上る⁵。

ルピー安による不良債権の増加を予防するため、RBIは7月2日に政策ガイドラインのドラフトを公表した。為替リスクヘッジのない外貨建て債務を抱える企業への貸出について、各銀行に引当金の積み増しを求める内容だ。RBIによれば、8月2日まで受け付けたドラフトへのパブリックコメントを踏まえて、10月1日からガイドラインの運用を開始する予定だ⁶。

3. これまでの相場安定策

（1）対内投資規制の緩和、資金流出規制の強化

ルピー安に伴う上記の問題が懸念されることから、各種のルピー相場安定策が打ち出されている。8月1日には、海外からの資本流入を促すため、インド政府が対内直接投資規制の緩和を承認した。対象となったのは、電気通信、単一ブランド小売、防衛関連産業、国営石油・天然ガス、商品取引所、電力取引所、証券取引所、信用情報会社、資産再建会社、茶産業、試験販売マーケティング、宅配サービスの12業種である。このなかで目立つのは電気通信であり、外資出資比率の上限は現在の74%（49%までは自動承認、それ以上は政府認可）から、100%（同）に引き上げられた。その他の業種についても、外資上限が小幅に引き上げられた。

また、同日、スーパー等の総合小売業に関して、直接投資規制の見直しが行われた。この分野に関しては、昨年9月に51%の出資比率を上限として直接投資が解禁されたものの、一部の規程が不明確との指摘がなされていた経緯がある。今回は規程を明確にすると共に、一部の認可条件を緩めることで投資を呼び込むというのが政府の狙いだが、見直し後も直接投資に手を上げる外資は現れていない⁷。

一方、8月14日、ルピー売りにつながる資本流出を抑えるため、RBIは居住者による対外資本移動の規制を強化した。具体的には、インド企業による対外直接投資が自己資本の400%から100%に引き下げられた。個人による国外送金の上限についても、年間20万ドルから7万5千ドルに変更された。この流出規制が発表されると、今後、外国人がインドに投資した資産にも規制がかかるとの懸念につなが

り、かえって外国人のインド投資は控えられてルピー安に拍車がかかる動きがみられた。このため、インド政府は外国人の投資を規制する意図はないとして、懸念を打ち消す声明を出している⁸。

(2) 金輸入の抑制

ルピー安の背景となっている経常赤字を抑制するため、金輸入の抑制策が採られた。経常赤字は専ら財の貿易赤字によるものであり、奢侈品である金の輸入拡大が貿易赤字の一因だからだ。2012年の貿易赤字のうち、金は全体の24%を占め、58%の原油に次ぎ2番目に大きかった(図表6)。高インフレに対応して、資産価値を守るために金需要が強まったとRBIは分析している⁹。

2013年に入り金輸入の規制が強化された結果、資産としての輸入は制限されており、宝飾品産業の加工原材料といった実需向けや、再輸出向けにほぼ限られている。また、金輸入に課される関税率も、年初の4%から直近では10%まで引き上げられた(図表7)。

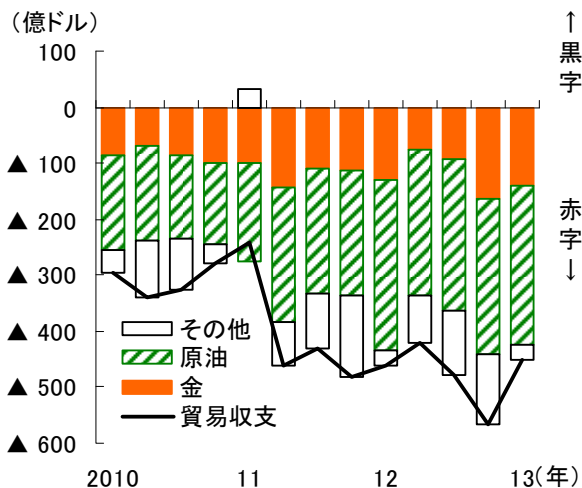
通関統計での金輸入額は3月までしかデータが得られないものの、チダムバラム財務大臣のコメントによると、重量ベースの金輸入は5月162トン、6月32トンと推移しており、抑制策は奏効しているようにみえる。

(3) 急変動を抑える限定的な為替市場介入

RBIの為替政策は特定の相場目標を持たず、市場介入は相場の急変動を緩和する目的に限るというものだ¹⁰。今年5月以降も、ルピー相場の急落局面でドル売り・ルピー買い介入を実施している。この結果、8月23日時点の外貨準備残高(金を除く)は、前年末に比べて4.6%減少している。

インドの外貨準備残高は、3月時点で輸入の6.3カ月分に相当し、必要な目安とされる3カ月分を上回

図表6 貿易収支の内訳(通関統計)



(注) 金貿易収支はRBI(2013d)のTable3.4に従い試算。
(資料) インド工商省、CEIC

図表7 主な金輸入抑制策(2013年)

輸入規制	(5/13) 金輸入ライセンスを有する銀行が第三者の委託に基づいて輸入する場合、宝飾品輸出業者からの委託に限定 (6/4) 5/13の措置を、金輸入ライセンスを有する全ての業者に適用 (7/22) 金輸入の少なくとも20%は再輸出用とし、残りの国内販売用については宝飾品産業向けに限定 再輸出用の金は保税倉庫に保管し、そのうち少なくとも75%が再輸出されるまでは新規の金輸入を禁止
関税率	(1/21) 6%に引き上げ(従来は4%) (6/5) 8%に引き上げ (8/13) 10%に引き上げ

(注) インドの金輸入は、ライセンスを有する銀行と業者、および宝飾品輸出産業と経済特区(SEZ)内の企業のみ認められている。

(資料) RBI、インド財務省

る。また、短期対外債務に対しても昨年末時点で1.6倍であり、安全ラインと目される1倍よりも大きい。1991年に外貨準備が輸入の2週間分に枯渇して国際収支危機に陥った当時と比較すると、当座の外貨繰り不安は小さいと評価される。

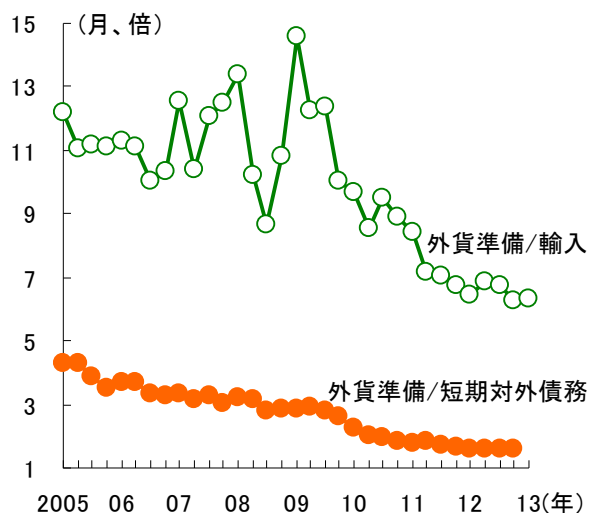
もっとも、輸入と短期対外債務に対する外貨準備の比率は低下トレンドにある（図表8）。外貨準備を費消するルピー買い介入の余地は、狭まっていることがうかがわれる。今後もRBIによるルピー買い介入は限定的なものにとどまるだろう。

（４）流動性の引き締め

ルピー買い介入に加えて、RBIは7月15日と23日に、短期金融市場へのルピー資金供給を減らす措置を実施した。短期金融市場に供給されたルピーが投機売りにつながっていると認識から、短期市場金利の上昇を促して投機売りのコストを高める意図があるとスバラオRBI総裁は説明している¹¹。具体的には、①市場への流動性供給（LAF）枠の引き締め、②LAFを補完する流動性供給スキーム（MSF）の適用金利引き上げ、③公開市場操作（OMO）による国債売却（資金吸収）、④預金準備率の厳格運用が行われた。

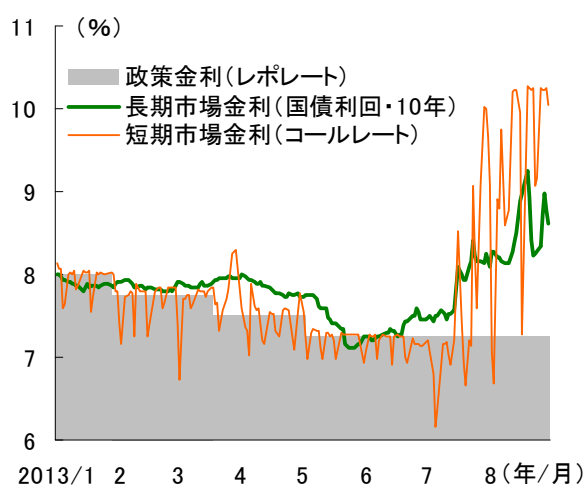
一連の措置の結果、想定通りに短期市場金利が上昇しただけでなく、期間が長めの市場金利にも上昇圧力が及んでいる（図表9）。7月30日には政策金利のレポレートこそ据え置く決定をしたものの、金融政策は事実上の引き締め型となっていた。もっとも、スバラオ総裁は「イールドカーブの短期ゾーンを引き上げることが流動性引き締めの狙い」と発言していたことから¹²、長期金利の上昇は想定外だったようだ。

図表8 外貨準備



(注) 短期対外債務＝残存期間1年未満。
 (資料) World DataBank Joint External Debt Hub, CEIC

図表9 政策金利と長短市場金利



(資料) Bloomberg

長期金利が想定外に上昇(債券価格は下落)したことで、市中銀行が大量に保有する国債に含み損が発生、銀行株も急落するなど金融システム不安が表面化するに至った。このため、8月20日、RBIは「流動性の引き締めが長期金利に及ばないようにし、経済活動への信用供給を確実にする」との声明を出した。具体的には、短期市場金利は高めに維持しつつ、長期金利を低くするため、長期国債を購入するツイスト・オペを実施した。また、市中銀行の短期保有国債について、含み損の発生を抑える会計制度上の特例も容認した(図表10)。

4. 今後のルピー相場とインド経済

(1) ルピー相場下落圧力が続く

今後のルピー相場をどのようにみるべきだろうか。経済ファンダメンタルズに見合った均衡レートから考えると、現地エコノミストの間では1ドル=60ルピー前後との見方が多い¹³。確かに、均衡レートの代表的な分析手法である購買力平価(PPP)を試算すると、WPIをベースとするPPPと実際のレートとの相関が高く、直近の均衡レートは60ルピー弱との結果が得られた(図表11)。

もっとも、このような均衡レートに対して、実際の為替相場は短期的な需給動向を反映して乖離するのは珍しいことではない。その需給動向について国際収支の観点から展望すると、これまでのルピー安は輸出促進よりも輸入額を膨らます「Jカーブ効果」をもたらし、経常赤字は高止まると見込まれる。一方、年内の米国のQE3縮小が現実味を帯びてきたことから、インドを含む新興国への資金流入は

図表10 流動性の引き締めと見直し(概要)

7月15日	<ul style="list-style-type: none"> ● RBIが市中銀行にレポレート(政策金利)で資金を供給する流動性供給(LAF)につき、供給額を銀行システム全体の預金残高対比1%(約7500億ルピー)に限定 ● LAFを補完する流動性供給スキーム(MSF)につき、金利を7.25%から10.25%に引き上げ ● 公開市場操作(OMO)を行い、インド国債を1200億ルピー売却(7/18実施)
7月23日	<ul style="list-style-type: none"> ● LAFの供給額を銀行システム全体の預金残高対比1%から、個別行ごとに同0.5%に限定 ● RBIへの預金準備率(CRR)につき、従来は2週間平均で100%達成を義務づけ、日次では最低70%の達成率を容認していたところ、日次での最低達成率を99%に厳格化
8月20日	<ul style="list-style-type: none"> ● OMOで長期国債を800億ルピー購入(8/23実施) ● 市中銀行が保有する国債のうち、時価評価を求められる「短期保有」の分類につき、預金残高対比24.5%を上限に「満期保有」へと分類変更し、価格急落前の7月15日時点の評価額に固定することを容認

(資料)RBI

図表11 ルピーの購買力平価(月次)



(注)インドは WPI、米国は生産者物価指数(PPI)。経常収支が均衡していた2004年4~6月を起点に、みずほ総合研究所試算。

(資料)インド統計計画実行省、米国労働統計局、CEIC

引き続き滞ると考えられる。

このように、需給動向からは当面はルピー相場に下落圧力が続くと思われる。一時的には直近の最安値1ドル=68ルピー台からさらに下落して、次の節目である70ルピーの突破もありうるのではないかと。

(2) 通貨防衛のための金融・財政引き締めで景気は停滞

ルピーの下落圧力が続くことに対して、インドは固定相場制を採用していないため、特定水準を維持する無制限介入を強いられることはない。したがって、固定相場制を採用していた1991年のインドや97年のアジア諸国のように、外貨準備が急激に枯渇する国際収支危機のリスクは今のところ限定的といえる。

もっとも、ルピー安に伴うインフレ高進や財政悪化、企業の外貨建て債務負担の増加を当局は警戒しており、ルピー相場下落は放置できない。資本流入規制の緩和と奢侈品輸入規制の強化が追加されると見込まれるほか、金融政策についても短期市場金利を中心に引き締め型の運営を続けるというのがRBIの方針である。

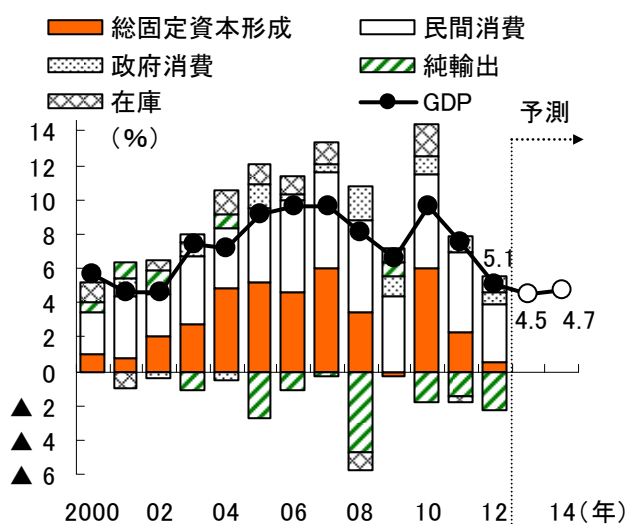
短期市場金利が高めの水準で推移することで、投資の低迷は避けられまい。最近のRBIの実証分析でも、短期市場金利の上昇は需要項目のなかで投資への影響が最も大きく、8四半期に亘り押し下げに作用する結果が得られている¹⁴。

財政支出も抑制を強いられるだろう。財政支出を拡大して内需を刺激すると、経常赤字の拡大を招いてルピー相場下落に拍車を掛けるからだ。実際に、8月23日に国会提出された2013年度補正予算案をみると、ほとんどの項目が当初予算の支出項目を組み替えたに過ぎず、支出の追加額は13億ルピー（名目GDP比0.001%）にとどめられた。来年5月に下院が任期満了となり、それまでには総選挙が行われるにもかかわらず、バラ撒きを回避して財政規律を保ったと評価できる¹⁵。

以上より、今後もルピーの下落圧力が続く影響として、金融・財政の引き締めによる民間設備投資と政府支出の低迷が考えられる。12年に+5.1%と過去10年で最低だった成長率は、13年は+4.5%とさらに減速し、ルピー安の輸出促進効果がようやく見込まれる14年についても+4.7%にとどまると予想される(図表12)。

マクロ経済的には以下の関係が成り立つことから、民間投資と政府支出を抑制する代償を支払うことで、経常赤字は次第に縮小、ルピー相場も均衡レート近傍での安定に向かうと思われる。このようなシナリオの下、ルピー安によるインフレや財政赤字、外貨建て債務負担の

図表 12 実質 GDP 成長率



(注) 不突合等で寄与度合計とGDPは一致しない。予測はみずほ総合研究所。

(資料) インド統計計画実行省、CEIC

増加に歯止めが掛からなくなるリスクは、限られているとみている。

$$\text{経常収支} = \frac{(\text{民間貯蓄} - \text{民間投資})}{\text{民間貯蓄投資差額}} + \frac{(\text{政府歳入} - \text{政府支出})}{\text{財政収支}}$$

5. おわりに～中長期的な発展のため、財政改革と規制緩和が必要

通貨防衛のために引き締め策がとられることで短期的には景気の停滞は避けられないが、重要な論点は中長期的にインドが発展路線に戻れるかということだ。

通貨防衛のために金融・財政を引き締めると、中長期の発展に必要な設備投資や公共インフラ投資が抑制されて、潜在成長率は低下する懸念がある。潜在成長率に関するRBIの見方は、リーマンショック前の+8.0%から、その後の投資不足で+7.0%に低下したというものだ¹⁶。IMFの見方はさらに慎重で、+6.5%程度まで低下したと推定する¹⁷。今後も投資の停滞が続くと、潜在成長率は+6.5～7.0%のレンジを下回り、リーマンショック前のような高成長は遠のくおそれがある。

したがって、財政政策を引き締めるだけでなく、中長期的な経済効果の観点から支出配分を見直すことも必要である。特に、燃料補助金に代表されるバラ撒きを削減し、公共インフラ投資向けの支出を確保すべきだろう。財政赤字の主因である燃料補助金は、自動車を所有するような富裕層にメリットがあり、貧困対策としては的はずれの支出になっている¹⁸。有権者の太宗にメリットが薄い補助金であれば、政治的にも削減は難しくはなかろう。

また、金融引き締めによる国内企業の設備投資が落ち込むことを補うため、直接投資規制を一層緩和して外資を呼び込むことも求められる。

このように、現在の困難を乗り越えて中長期の発展につなげるため、財政改革と規制緩和が必要である。

【参考文献】

- Anand, Rahul, Coady David, Mohommad Adil, Thakoor Vimal, and Walsh James P (2013) “The Fiscal and Welfare Impacts of Reforming Fuel Subsidies in India”, *IMF Working Paper* WP/13/128
- International Monetary Fund (2013) “India: 2013 Article IV Consultation”
- Khundrakpam, Jeevan Kumar (2012) “Estimating Impacts of Monetary Policy on Aggregate Demand in India”, *RBI WORKING PAPER SERIES*, WPS (DEPR):18/2012
- Ministry of Finance (2013) “No Cause for Panic due to Currency Market Volatility; Government has No Intention to Introduce Any Capital Controls: FM”, August 22
- Reserve Bank of India (2011) “Macroeconomic and Monetary Developments Third Quarter Review 2011-12”
- (2012a) “Macroeconomic and Monetary Developments First Quarter Review 2012-13”
- (2012b) “Macroeconomic and Monetary Developments Second Quarter Review 2012-13”

- (2013a) “Reserve Bank of India Post Policy Conference Call for the Media”, July 30
- (2013b) “Review of Prudential Guidelines on Restructuring of Advances by Banks and Financial Institutions”, May 30
- (2013c) “Draft Guidelines on Capital and Provisioning Requirements for exposures to corporates having unhedged foreign currency exposure”, July 2
- (2013d) “Report of the Working Group to Study the Issues Related to Gold Imports and Gold Loans by NBFCs”, January
- State Bank of India (2013) “Rupee Over or Under Valued: Looking for Real Value?”, *Ecowrap*, Issue No:23, August 23

¹ 対外商業借入 (ECB) とは、海外の銀行からの借入、海外での社債発行などのうち、借入期間が3年以上のもの。

² RBI (2013a) p 3

³ Business Standard 紙 (7月11日付) “Half of India Inc’s \$200-bn forex debt is unhedged: CRISIL”

⁴ RBI (2013c)

⁵ 一部の不良債権について、返済条件を緩和することで不良債権への分類を免除する措置は、リーマンショック後の一時的措置として導入されていた。しかし、「返済条件緩和債権」が増加していることから、この措置は2015年4月に撤回することがRBI (2013b) によって通達されている。

⁶ RBI (2013c)

⁷ 第一に、直接投資額の最低5割を物流等の後方インフラに投資する規程について、初回の直接投資のみに適用されることが明示された (追加的な直接投資は適用除外)。第二に、販売する商品の最低3割を中小企業から調達する規程について、中小企業の定義が「設備投資総額100万ドル」から「調達開始時の設備投資総額が200万ドル」に変更された。より大きな企業から調達できるようになったほか、調達開始後に投資総額が増えても「中小企業」の位置づけは変わらないと明確化された。第三に、出店は州政府が最終判断し、かつ人口100万人以上の都市に限るとの規程について、州政府が認めれば100万人以下の都市にも出店が認められた。州によっては100万人以上の大都市がないことに配慮した変更である。

⁸ Ministry of Finance (2013)

⁹ RBI (2013d)

¹⁰ IMFによると、インドの為替政策は「floating」であり、「free floating」に次いで2番目に柔軟性の高い分類である。

¹¹ RBI (2013a) p 6

¹² RBI (2013a) p 8

¹³ SBI (2013)、Business Standard 紙 (8月22日付) “Rupee’s current valuation below its fair value: Experts”、

¹⁴ Khundrakpam (2012)

¹⁵ 8月26日、貧困者向けに食料補助金を支出する食料保障法案が下院で可決された。上院で可決されると今年度中からの実施となる。これを受けて、財政赤字が拡大するとの観測が市場参加者の間に広がり、ルピー相場が押し下げにつながった。もっとも、今年度については食料保障法予算が年度当初の時点で計上されており、財政赤字が予算より上振れることにはならない。来年度以降についても財政負担が続くものの、財政赤字への影響については増税や他の予算の削減が行われるかを見極める必要があると、大手格付会社ムーディーズの担当者はコメントしている (Economic Times 紙、8月29日付、“Rupee Plunge won’t hit India’s Debt Payment capacity: Atsi Sheth, Moody’s”)。

¹⁶ RBI (2012a) p2、RBI (2012b) p4。RBI (2011) によると、投資率 (固定資本形成/GDP) が1%ポイント低下すると、潜在成長率は0.2%ポイント低下する (p9)。

¹⁷ IMF (2013)

¹⁸ Anand et al (2013)