

海外投資家の注目が高まるインドの債券市場

北野 陽平

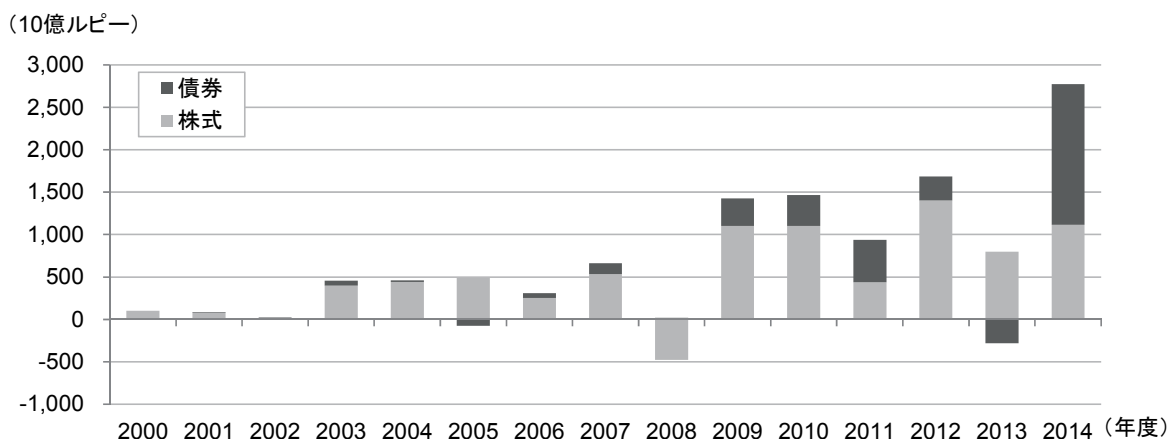
■ 要 約 ■

1. 2014年5月のモディ政権発足以降、インドでは積極的な経済改革が進められており、同国の動向はアジアの中で特に注目を集めている。そうした中で、海外投資家のインド向け証券投資額は大幅に増加しており、2014年度の投資額（ネットベース）は過去最高水準となった。牽引役は債券投資の拡大である。
2. 海外投資家のインド債券への投資が拡大している主な要因として、モディ政権下での経済成長への期待や原油価格の下落等に伴う同国のファンダメンタルズの改善が挙げられるが、海外投資家に関する制度整備も注目される。従来、外国機関投資家（FII）、FIIサブアカウント、適格外国投資家（QFI）の3つに分かれていた投資家区分が外国ポートフォリオ投資家（FPI）に統一され、制度の効率化が図られたことで、海外投資家のインド債券市場へのアクセス向上につながった。
3. また、モディ政権が注力している政策の一つとしてインフラ投資の拡大が掲げられており、国内の膨大なインフラ投資需要に対応するため、債券の有効活用に向けた取組みが進められている。例えば、インフラ向け債券の発行を促進するための商業銀行の規制緩和であり、具体的にはインフラ向け債券に対する銀行の部分保証の供与や銀行による長期インフラ向け債券の発行及び投資が認められるようになった。
4. 昨今、日本の投資家によるインド債券への投資は拡大しているものの、外貨建て債券投資残高に占めるルピー建て債券投資残高の割合は僅かであり、また欧米の投資家と比べると投資額はまだ小さい。しかしながら、日本とインドとの二国間金融協力の一環として、両国間のクロスボーダーでの証券投資の促進に向けた議論が行われており、今後、日本からのインド債券への投資が更に拡大することが期待されよう。

I はじめに

2014年5月のモディ政権発足以降、インドでは積極的な経済改革が進められており、同国の動向はアジアの中で特に注目を集めている。そうした中で、海外投資家のインド証

図表1 海外投資家によるインド向け証券投資額の推移



(注) 年度は4月1日から翌年3月31日まで。

(出所) インド証券取引委員会、National Securities Depository Limited より野村資本市場研究所作成

券市場への投資は大幅に拡大しており、投資額（ネットベース）は2013年度の5,165億ルピー（約85億米ドル）から2014年度に2兆7,746億ルピーへと増加し、過去最高水準となった（図表1）。牽引役は債券投資の拡大であり、債券への投資額は同期間にマイナス2,806億ルピーから1兆6,613億ルピーに増加した。

インドでは株式市場の歴史が古く、また市場が発達していることで知られているが¹、近年では債券市場の育成に向けた取組みが強化されている。本稿では、海外投資家の注目が高まっているインド債券市場の現状と動向を整理する。

II 海外投資家の制度整備

1. 海外投資家の投資動向

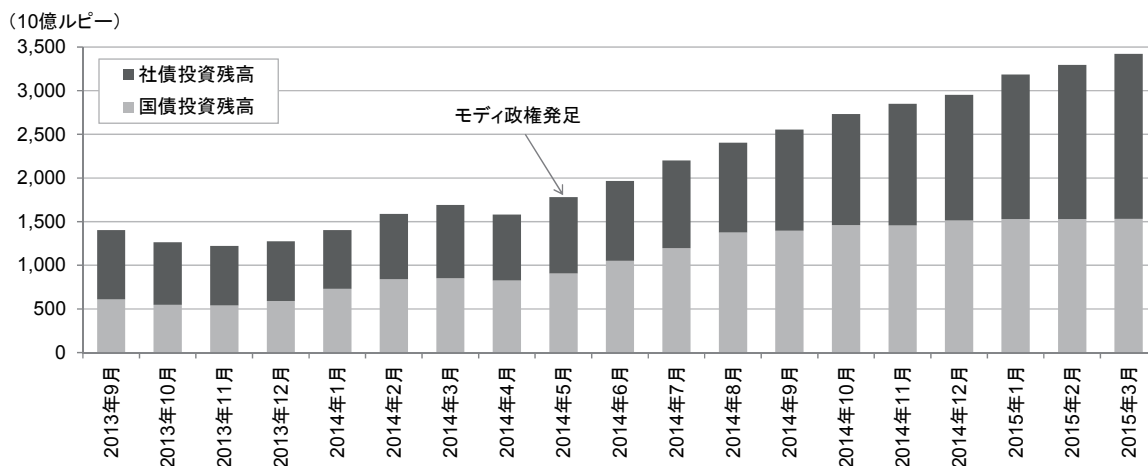
2014年5月のモディ政権発足以降、海外投資家によるインド債券投資残高は右肩上がりに拡大している。2014年3月末時点の投資残高は、国債²が8,502億ルピー、社債が8,400億ルピーであったが、2015年3月末には各々1兆5,318億ルピー（前年同期比80%増）、1兆8,899億ルピー（同2.2倍）に増加した（図表2）。

海外投資家のインド債券投資残高が拡大している要因として、モディ政権下での経済成長への期待と同国のファンダメンタルズの改善が挙げられる。後者の引き金となったのが世界的な原油価格の下落である。インドは、輸入に占める原油・石油製品の割合が3割を

¹ インドにはボンベイ証券取引所とナショナル証券取引所の二大取引所がある。ボンベイ証券取引所は1875年に創設されたアジア最古の取引所であり、2015年2月末の上場企業数は5,597社（世界1位）、時価総額は1兆6,968億米ドル（同11位）。ナショナル証券取引所は、各々1,719社（同11位）、1兆6,556億米ドル（同12位）。

² 州政府債も含まれる。

図表 2 海外投資家のインド債券投資残高の推移



(注) 国債には州政府債も含まれる。

(出所) National Securities Depository Limited より野村資本市場研究所作成

超える原油の純輸入国であり、2014 年秋以降の原油価格の下落は経常収支の改善に寄与している。また、原油価格の下落に伴い、燃料補助金削減が実施されたことにより、財政収支の改善にもつながっている。さらに、インフレ率の低下圧力も働き、物価は中央銀行であるインド準備銀行（Reserve Bank of India、RBI）が目標とする 6%を下回って推移している³。そうした中、RBIは2015年1月15日、政策金利を8.0%から7.75%へ引き下げ、3月4日にさらに0.25%の利下げを実施したが、引き続き海外投資家にとって魅力的な高い金利水準となっている。

海外投資家によるインド債券への投資が拡大している背景として、こうした市場要因以外にも、海外投資家制度をはじめとする様々な制度整備が進められている点が注目される。以下では、制度面での変化について説明する。

2. 外国ポートフォリオ投資家制度の創設

1) 新たな海外投資家制度導入の背景

海外投資家がインド向けに投資するルートは主に外国直接投資、ポートフォリオ投資、外国ベンチャーキャピタル投資という3つの形態に分類される。このうち、債券投資に該当するのはポートフォリオ投資である。

従来、海外投資家がポートフォリオ投資を行うためには、外国機関投資家（Foreign Institutional Investor、FII）、FII サブアカウント、または適格外国投資家（Qualified Foreign Investor、QFI）のいずれかの事業体としての登録が必要であった⁴。

FIIは1995年にインド証券取引委員会（Securities and Exchange Board of India、SEBI）

³ RBIは、2016年1月に消費者物価指数を前年同月比6%以下にするという目標を掲げている。

⁴ 厳密には、非居住インド人（Non Resident Indian）とインド系移民（Person of Indian Origin）もポートフォリオ投資を行う投資家に含まれる。

により導入された投資家制度である。FII は、インド国内の証券に投資するインド国外に設立または法人登記された機関であり、自国における規制が適用される。FII サブアカウントは、FII を代理人として投資を行うインド国外の居住者であり、法人、個人、基金、ポートフォリオの形態が含まれる。一方、QFI は 2011 年にインド政府により導入された投資家制度である。QFI は、金融活動作業部会（Financial Action Task Force、FATF）⁵に加盟し、且つ証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions、IOSCO）の多国間覚書または SEBI との二者間覚書に署名している国の居住者である、という要件を満たす必要がある。

従来の海外投資家制度は、複数の規制監督者が関与し、手続きも煩雑であったことから、制度の整合性や透明性が損なわれる可能性が懸念されていた。そうした中、SEBI は 2012 年 12 月、海外投資家の投資を促進するために、制度の効率化に向けたガイドライン策定を目的とした専門委員会を設置した。同委員会は 2013 年 6 月、FII、FII サブアカウント、QFI の 3 つの投資家区分を外国ポートフォリオ投資家（Foreign Portfolio Investor、FPI）に統合する提案を盛り込んだレポート⁶を公表した。その後の検討を経て、2014 年 1 月に FPI 制度の導入が決定され、同年 6 月に同制度の運用が開始された。

2) FPI 制度のポイント

FPI 制度の導入の目的は、既存の海外投資家制度の抜本的な見直しではなく、運用の効率化を目指すものである。そのため、投資規制をはじめとする多くの点で従来の制度が踏襲された。例えば、FPI が投資することができる債券は、以下の通り定められている。

- 満期 1 年以上の国債
- インド企業が発行するコマーシャルペーパー⁷
- 信用補完されたルピー建て債券
- RBI が適宜指定する永久債及び資本性証券
- インフラセクターに属するインド企業が発行する非転換社債
- RBI によりインフラ金融会社（Infrastructure Finance Companies）として分類される非銀行金融会社（Non-Banking Financial Companies）が発行する非転換社債
- インフラ債券ファンドが発行するルピー建て債券または受益権
- SEBI が適宜指定するその他証券

また、FPI の総投資限度額についても、従来の制度から変更はなく、国債が 300 億

⁵ FATF とは、マネー・ロンダリング対策及びテロ資金対策に関する国際協力を推進するため設置されている政府間会合のこと。

⁶ “Report of the Committee on ‘Rationalisation of Investment Routes and Monitoring of Foreign Portfolio Investments’”, 12 June, 2013

⁷ 2015 年 2 月に FPI の投資規制が強化され（詳細後述）、コマーシャルペーパーが対象外となった。

米ドル、社債が 510 億米ドルである。なお、国債の総投資限度額 300 億米ドルのうち、250 億米ドルは全ての FPI が利用できるが、残りの 50 億米ドルについては SEBI に登録するソブリン・ウェルス・ファンド、国際機関、寄付基金、保険基金、年金基金、中央銀行のみ利用することが認められている。

他方で、重要な変更点もいくつか見られる。第一に、管理体制の一元化である。従来の制度では、SEBI や RBI により認可・登録手続きが行われていたが⁸、FPI は SEBI に認定された指定保管振替参加者（Designated Depository Participants、DDP）と呼ばれるカストディアンにより管理されるようになった。また、取引状況のモニタリング等も DDP に一元化された。DDP は、①SEBI に登録する承認取引者カテゴリーI 銀行（Authorized Dealer Category-I Bank）⁹であること、②支店等を通じて複数の国で事業を展開していること、③FATF 規則やマネー・ローンダリング防止法を遵守していること、といった要件を満たす金融機関である。現在、18 社が DDP として SEBI に認定されており、その大半が地場金融機関であるが、欧米系金融機関も見られる（図表 3）。

第二に、認可手続きの効率化である。FPI の認可・登録を申請する投資家は、以下の適格要件を満たす必要がある。

- インドの居住者ではないこと
- 証券市場監督者が IOSCO の多国間覚書または SEBI との二者間覚書に署名している国の居住者であること
- 銀行の場合、中央銀行が BIS（国際決済銀行）に加盟する国の居住者であること
- FATF の公式声明において、マネー・ローンダリング対策やテロ資金対策に非協力的な国として特定されている国の居住者ではないこと

図表 3 SEBI に認定された DDP の一覧

| | 社名 | 国 | | 社名 | 国 |
|---|--|----------|----|---|----------|
| 1 | Axis Bank Limited | インド | 10 | ICICI Bank Limited | インド |
| 2 | BNP Paribas | フランス | 11 | IL & FS Securities Services Limited | インド |
| 3 | Citibank N.A. | 米国 | 12 | India Infoline Limited | インド |
| 4 | DBS Bank Ltd. | シンガポール | 13 | JPMorgan Chase Bank | 米国 |
| 5 | Deutsche Bank AG | ドイツ | 14 | Kotak Mahindra Bank Limited | インド |
| 6 | Edelweiss Custodial Services Ltd. | インド | 15 | Orbis Financial Corporation Ltd. | インド |
| 7 | Geojit BNP Paribas Financial Services Ltd. | インド／フランス | 16 | SBI-SG Global Securities Services Pvt. Ltd. | インド／フランス |
| 8 | HDFC Bank Limited | インド | 17 | Standard Chartered Bank | 英国 |
| 9 | HSBC Ltd. | 英国 | 18 | Stock Holding Corporation of India Limited | インド |

（注） 本部もしくは親会社がある国名を記載している。

（出所）インド証券取引委員会より野村資本市場研究所作成

⁸ SEBI の認可・登録を必要としたのは FII、FII サブアカウントであり、RBI の認可が必要なケースもあった。一方、QFI は適格保管振替参加者（Qualified Depository Participant）により管理されていた。

⁹ 承認取引者カテゴリーI 銀行とは、RBI により外為取引を認められている銀行のこと。

- 非居住インド人ではないこと
- 自国外での証券投資が法的に認められていること
- 定款等により、自身または顧客のために投資を行うことが認められていること
- 十分な経験と実績を有し、専門家として有能で、財政面で健全であり、公正且つ誠実であるという良好な評判を得ていること
- FPIとして認可されることで、インド証券市場の発展に資すること
- SEBI (Intermediaries) Regulations, 2008 に規定されている適任者 (fit and proper person) に該当すること
- SEBI が適宜定める要件を満たすこと

投資家は申請の際、自身の属性が次のいずれの категорияに該当するかを自己申告する。カテゴリー1 が外国政府、中央銀行、政府系機関、ソブリン・ウェルス・ファンド、国際機関等、カテゴリー2 が銀行、資産運用会社、投資会社、保険会社、年金基金、大学基金等、カテゴリー3 が事業会社、寄付基金、信託、個人等である。従来は、投資家の属性に関係なく画一的に本人確認 (Know Your Customer) が行われていたが、FPI 制度の下ではカテゴリー毎に本人確認が行われるようになり、手続きの効率化が図られた。

第三に、登録の無期限化である。従来の制度では3年毎の更新手続きが必要とされていたが、FPI には登録期限がなく、一旦登録すれば、停止または取消の事由に該当しない限り、FPI としてのステータスが維持されるようになった。また、登録料も以前より低く抑えられており¹⁰、カテゴリー1 は登録料が免除、カテゴリー2 は3年毎に3,000米ドル、カテゴリー3 は3年毎に300米ドルとなっている。

以上の通り、FPI 制度の導入に伴い、手続きの一元化や効率化が図られ、海外投資家制度の透明性が改善したことにより、海外投資家のインド債券市場へのアクセス向上につながった。

3. FPI の投資動向

モディ政権下でのインドの経済成長への期待と同国のファンダメンタルズの改善に加え、FPI 制度の導入に伴うインド債券市場へのアクセス向上により、海外投資家のインド債券投資残高は右肩上がりに増加している。インド債券投資残高が大きい海外投資家の顔ぶれを見ると、欧米系の機関投資家が名を連ねている (図表 4)。業態別では、英国保険会社ブルーデンシャル以外は資産運用会社となっている。

FPI のインド債券投資残高の増加に伴い、投資残高の総投資限度額に対する比率も上昇している。2014年3月末時点の同比率は国債が55.2%、社債が34.4%であったが、2015年3月末には各々99.7%、77.4%に達している (図表 5)。このような状況下、RBIによ

¹⁰ FII の登録料は3年毎に5,000米ドルであった。

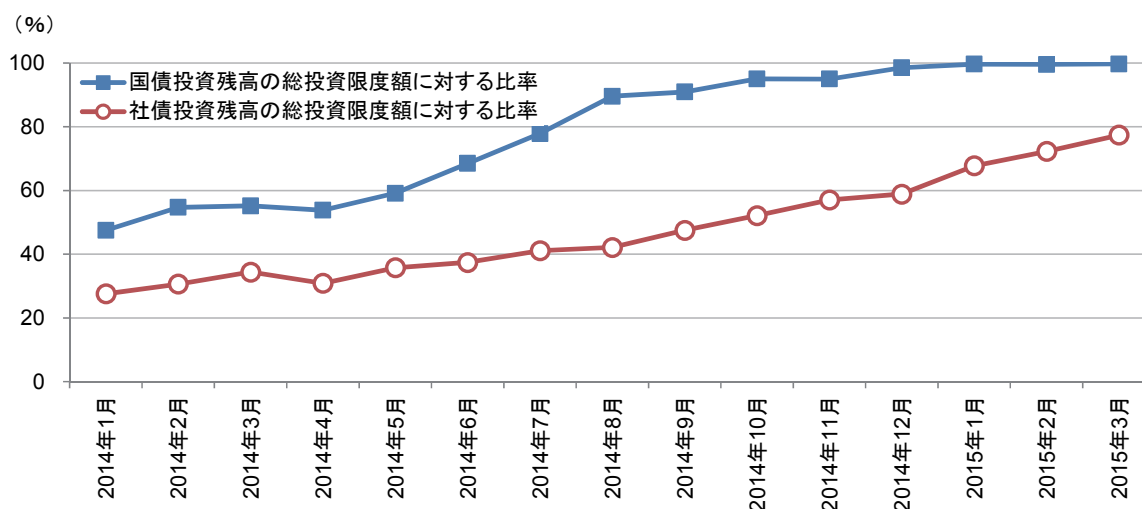
図表4 インド債券に投資する主要な海外投資家

| 社名 | 業態 | 国 | 投資残高 (億米ドル) |
|---------------------------|--------|---------|----------------|
| テンプレートン・アセット・マネジメント | 資産運用会社 | 米国 | 37.9 |
| フランクリン・リソースズ | 資産運用会社 | 米国 | 34.5 |
| ブルーデンシャル | 保険会社 | 英国 | 15.6 |
| ドイチェ・アセット・マネジメント | 資産運用会社 | ドイツ | 9.2 |
| ブラックロック | 資産運用会社 | 米国 | 8.5 |
| JPモルガン・アセット・マネジメント | 資産運用会社 | 米国 | 7.6 |
| キャピタル・グループ・カンパニーズ | 資産運用会社 | 米国 | 6.8 |
| (参考: 地場金融機関との合弁会社) | | | |
| ICICIブルーデンシャル・アセット・マネジメント | 資産運用会社 | インド/英国 | 76.6 |
| バーラ・サン・ライフ・アセット・マネジメント | 資産運用会社 | インド/カナダ | 67.7 |

- (注) 1. 投資残高は、ブルームバーグが公表情報に基づいて集計した2015年3月末時点の数値。
 2. 投資主体が現地法人である場合も、本部または親会社がある国名を記載している。例えば、テンプレートン・アセット・マネジメントはシンガポールに拠点を置く資産運用会社であるが、米国に本部を置くフランクリン・リソースズの子会社であるため、米国としている。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表5 FPIのインド債券投資残高の総投資限度額に対する比率の推移



(注) 各月の数値は月末時点。

(出所) National Securities Depository Limited より野村資本市場研究所作成

るFPIの総投資限度額の引き上げが行われるかどうか注目が集まっている。ただ、インドには海外投資家の資金フローに関する苦い経験がある。2013年5月にFRB(米連邦準備理事会)が量的緩和解除を示唆した際、海外投資家がインドから資金を引き揚げたことにより、株式、債券、通貨のトリプル安が発生した。こうした教訓から、RBIは現時点では限度額の引き上げに対して慎重なスタンスを示している¹¹⁾。

加えて、投機的な資金フローを規制するために、海外からの短期資金の流入を制限する

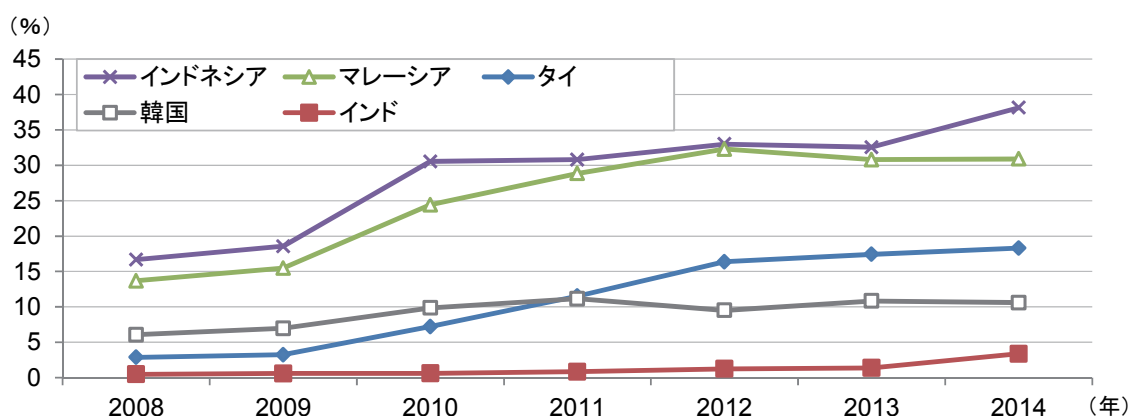
¹¹⁾ 「インド債券市場の外国人への開放、慎重に進める必要=中銀理事」『ロイター』2015年4月6日

動きも見られる。RBIは2015年2月、FPIが満期3年未満の債券に新たに投資することを禁止する措置を発表した。当該規制強化により、長期保有の安定的な海外投資家を増やし、グローバル金融市場の変動に対する耐性を強化することがRBIの狙いである。

しかしながら、RBIによるFPIに対する投資規制は、次の二点から実態に即していないとも言える。第一に、海外投資家比率の相対的な低さである。FPIの債券投資が拡大しているものの、インドにおける国債発行残高に占める海外投資家の保有比率は2014年末時点で約3%に留まっている。これは、インドネシアの38%やマレーシアの31%をはじめ、他のアジア諸国の同比率を大きく下回っている(図表6)。第二に、満期構成の観点である。インドにおける国債発行残高に占める満期10年超の構成比は2014年3月末時点で39%であり、アジア諸国の中ではインドネシアの44%、フィリピンの42%に次いで3番目に大きい(図表7)。つまり、アジア諸国の中では長期保有の投資家の割合が高く¹²、相対的に短期の資金フローの影響を受けにくいと考えられる。

現在、インドの債券市場は着実な発展を見せているが、今後も持続的な発展を実現するためには流動性の向上が課題となっている。そのためには、投資家の多様化を図ることが重要であり、海外投資家の参加を促進することが解決策の一つになると考えられる。RBIのラジャン総裁も、「FPIの存在は国内市場の発展にとって極めて重要である。」と述べている¹³。RBIがFPIの投資をどのように評価し、どのような市場運営を行っていくか、今後の動向が注目されよう。

図表6 国債発行残高に占める海外投資家の保有比率の推移



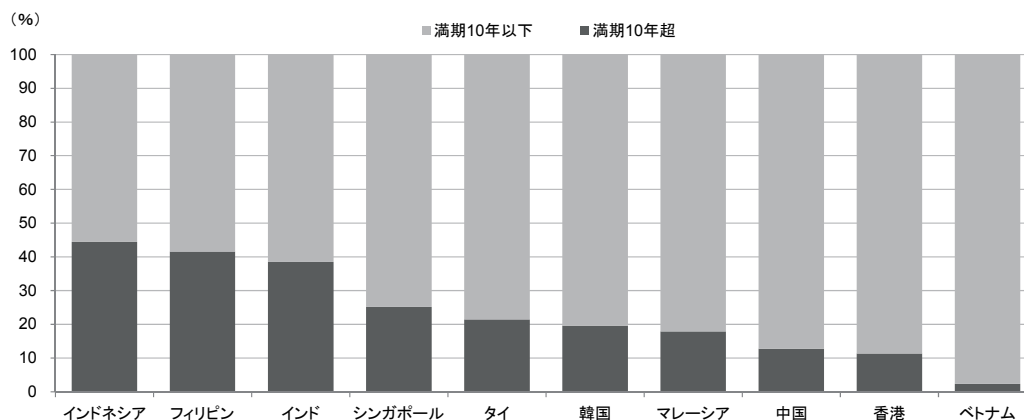
(注) 各年の数値は年末時点。但し、韓国とインドの2014年の数値は2014年9月末時点。

(出所) インド準備銀行、アジア開発銀行 Asian Bonds Online より野村資本市場研究所作成

¹² この要因として、インドでは商業銀行や保険会社等の長期投資家が一定割合の国債を保有することを義務付けられている点が挙げられる。

¹³ “RBI to up FPI debt investment limit in a steady manner: Raghuram Rajan,” *The Economic Times*, 1 October, 2014.

図表 7 国債発行残高に占める満期 10 年超の構成比



(注) 2014年3月末時点。

(出所) インド準備銀行、アジア開発銀行 Asian Bonds Online より野村資本市場研究所作成

Ⅲ インフラ投資の拡大に向けた債券の有効活用

1. インド政府による大規模なインフラ投資計画

モディ政権が注力している政策の一つがインフラ投資の拡大である。インドではインフラ開発が重要な課題となっており、世界経済フォーラムの国際競争力レポート（The Global Competitiveness Report 2014-2015）によると、同国のインフラ整備状況は2014年時点で144か国中87位と下位に位置している。アジア開発銀行研究所（Asian Development Bank Institute）が2010年9月に発表したワーキングペーパーによると、インドにおける2010年から2020年までのインフラ投資必要額は2.2兆米ドルと試算されている¹⁴。かかる背景の下、2012年4月から2017年3月までの第12次5か年計画において、1兆米ドル超のインフラ投資計画が盛り込まれている。

当該計画を踏まえ、インド政府は2015年2月28日に発表した2015年度予算案において、インフラ投資を積極化する方針を打ち出した。その中で特に注目すべき点は、①インフラ向け投資金額の7,000億ルピー増額（2014年度比）、②国家インフラ投資基金（National Investment and Infrastructure Fund、NIIF）の設立、③鉄道、道路、灌漑セクターのプロジェクトを対象とする非課税インフラ債券（Tax Free Infrastructure Bonds）の発行促進である。

NIIFはインフラ向けの資金供給の拡大を目的とした基金であり、インド財務省によると年間2,000億ルピー規模の資金フローが想定されている。NIIFは債券発行により原資を調達し、インド鉄道金融公社（India Railway Finance Corporation Limited）や国立住宅銀行（National Housing Bank）等のインフラ金融会社向けに出資することで、それらのインフ

¹⁴ “Estimating Demand for Infrastructure in Energy, Transport, Telecommunications, Water and Sanitation in Asia and the Pacific: 2010-2020,” *ADB Working Paper Series*, September 2010.

ラ金融会社が国内インフラ向け融資を拡大することを狙いとしている。現時点では、具体的な業務計画やガバナンス構造等は公表されておらず、今後の動向が注目される。

非課税インフラ債券は、投資家の受取利息を非課税にすることで、投資促進を図ることを目的としたインフラ向け債券であり、特に所得税率の高い富裕層にとって魅力的な金融商品である。非課税インフラ債券の発行は、2011年度予算で初めて認められ、これまでに電力金融公社（Power Finance Corporation Limited）や国営火力発電公社（National Thermal Power Corporation Limited）等のインフラセクターに属する国営企業により発行された実績がある。非課税インフラ債券の発行を促進する政策は2014年度予算で一旦外されたが、2015年度予算において再び盛り込まれた。但し、2015年度予算では対象とするセクターが特定されたものの、規模は言及されておらず、今後の発表が待たれる。

2. インフラ向け債券の発行促進に向けた銀行の規制緩和

RBIはインド政府の代理として¹⁵、膨大なインフラ投資需要に対応するため、国内の銀行がインフラ向け債券の発行促進に貢献できるよう、規制緩和を進めている。RBIは2014年5月、インフラプロジェクトを手掛ける企業が発行する債券に対する銀行の部分保証の供与を認める規則を発表した。一般的にインフラプロジェクトは初期段階では様々なリスクを伴うため、プロジェクト会社またはSPV（特別目的事業体）が発行する債券は高い格付けを得にくく、投資家を見つけることが困難である。そのため、銀行が発行体に劣後ローンを供与し、優先劣後構造を作ることで、優先債の格付けを向上させる仕組みである。本制度導入の効果は、開始から2年後に評価されることとなっている。

また、RBIは2014年7月、国内商業銀行による長期インフラ向け債券の発行促進を目的とした規則を発表した。銀行によるインフラ向け債券の発行は2004年6月に認められ、当初、債券の満期は5年以上、発行限度額は期間5年超のインフラ向け融資残高とされていた。インフラ資金需要の高まりを背景として、銀行による長期インフラ向け融資の促進に向けて、RBIは銀行のインフラ向け債券の発行に係る規則の見直しが必要と判断した。新たな規則の下では、より長期の資金をインフラ向けに提供するという観点から、債券の満期は最低7年に引き上げられ、発行限度額は撤廃された。

さらに、当該規則変更で重要な点として、銀行に対するインセンティブが挙げられる。インフラ向け債券は、銀行に対する流動性規制の対象外として取り扱われることになった。具体的には、国内の銀行には様々な流動性規制が課されており、その代表的なものが現金準備率（Cash Reserve Ratio）規制と法定流動性比率（Statutory Liquidity Ratio）規制である。現金準備率は負債に対する現金の比率、法定流動性比率は負債に対する現金、金、国債の比率であり、銀行はRBIにより定められた比率を最低限維持しなければならない¹⁶。イン

¹⁵ RBIは1935年に設立され、当初は民営銀行であったが1949年に国営化され、現在はインド政府に完全所有されている。

¹⁶ 2015年3月末時点の現金準備率は4%、法定流動性比率は21.5%である。

フラ向け債券は、両比率の算出の基となる負債には含まれないこととなった。

この規則変更を受けて、2014年7月以降、銀行による満期7年以上のインフラ向け債券の発行が見られるようになった（図表8）。但し、一部の大手銀行による発行が中心であり、業界全体に広がっておらず、大幅な増加にはつながっていない。この理由として、国内機関投資家に対する投資規制に起因する買い手の需要不足が指摘されている。一般的に、インフラ向け債券は保険会社や年金基金等の長期保有の投資家に適していると言われているが、インドでは保険会社や年金基金が国債等のリスクフリー資産以外を保有することに対して厳しい投資規制が課されている。また、国内の主要投資家の一角を占める銀行についても、これまでは他の銀行が発行するインフラ向け債券に投資することが認められていなかった。こうした状況を踏まえ、RBIは2015年4月7日、銀行が他の銀行により発行される長期インフラ向け債券に投資することを条件付き¹⁷で解禁した。

しかしながら、銀行の長期インフラ向け債券への需要拡大には限界があり、国内の膨大なインフラ投資需要に鑑みると、海外投資家の投資を促進することが必要不可欠であると考えられる。銀行が発行するインフラ向け債券は、通常の債券と同じガイドライン・規則が適用され、海外投資家も投資することができる。また、インフラプロジェクトのキャッシュフローを返済原資とするプロジェクトボンドとは異なり、銀行の信用力に基づく債券であるため、リスクも相対的に低い。

他にも、オフショア市場においてインフラ向け債券を発行する事例も見られる。世界銀行グループの国際金融公社（International Finance Corporation）は2014年11月、インド国内のインフラ開発支援を目的としたルピー建て債券（マサラボンド）をオフショア市場で発行した。満期は10年、発行額は100億ルピーであり、ロンドン証券取引所に上場した初のルピー建て債券である。オフショア市場を活用した起債は海外投資家の参加を促進する上で重要と考えられ、今後こうした動きが活発化することが期待されよう¹⁸。

図表8 インドの商業銀行が発行する主な長期インフラ向け債券

| 銀行名 | 発行年月 | 満期 | クーポン | 金額 |
|--------------|----------|-----|--------|-----------|
| アンドラ銀行 | 2014年8月 | 7年 | 9.35% | 50億ルピー |
| アクシス銀行 | 2014年12月 | 10年 | 8.85% | 570.5億ルピー |
| コタック・マヒンドラ銀行 | 2015年1月 | 7年 | 8.72% | 50億ルピー |
| インド産業開発銀行 | 2015年1月 | 10年 | 8.725% | 300億ルピー |
| イエス銀行 | 2015年2月 | 10年 | 8.85% | 100億ルピー |
| ICICI銀行 | 2015年3月 | 10年 | 8.45% | 226.2億ルピー |

（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

¹⁷ 3つの条件が設けられており、①流動性比率の算出の基となる資産から除外されること、②1銀行の保有額に上限が設定されること、③売買目的で投資する場合は、自身の長期インフラ向け債券の発行から得られるインセンティブが損なわれること。本件に関する詳細なガイドラインは、近々発表される予定。

¹⁸ 世界銀行（World Bank）が2015年1月、グリーンインフラストラクチャーの整備を目的としたルピー建てグリーンボンド（満期5年、発行額348.5百万ルピー）を日本の個人投資家向けに発行した事例もある。

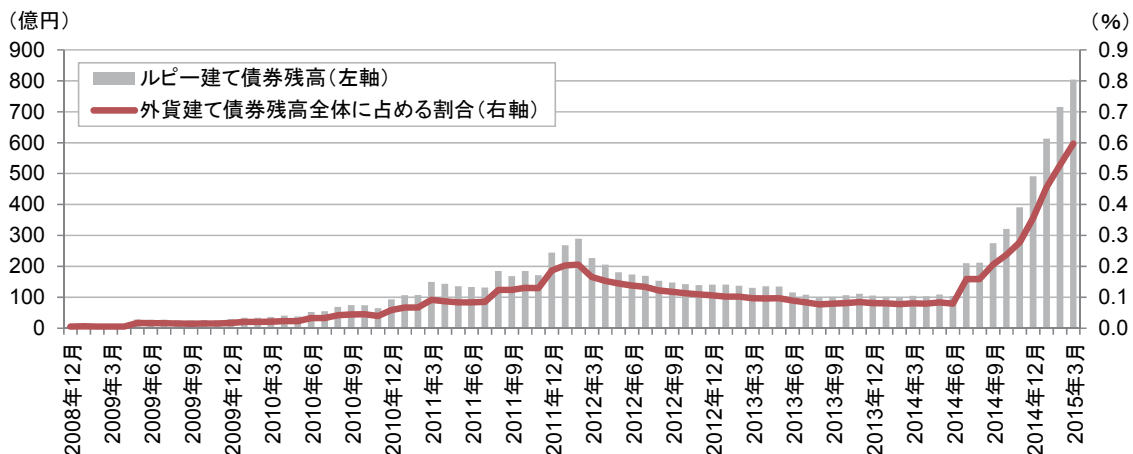
IV 日本の投資家への示唆

1. 日本の投資家によるインド債券への投資状況

2014 年後半以降、海外投資家のインド債券への投資が拡大する中、日本からの投資額も着実に増加している。日本の公募投資信託に占めるルピー建て債券残高は、2014 年 6 月までは 100 億円前後で推移していたが、7 月以降は加速的に増加し、2015 年 3 月末時点で 804 億円となっている（図表 9）。それに伴い、外貨建て債券残高全体に占めるルピー建て債券残高の割合も上昇傾向にある。但し、2015 年 3 月末時点で同割合はまだ僅か 0.6%に過ぎない。

また、日本の運用会社が運用する主なインド債券投信を見ると、最も規模が大きい投信でも直近の純資産額は 840 億円である（図表 10）。これに対し、海外の主要な機関投資家によるインド債券投資残高は、例えばテンプレートン・アセット・マネジメントが 37.9

図表 9 日本の公募投資信託に占めるルピー建て債券残高の推移



(出所) 投資信託協会より野村資本市場研究所作成

図表 10 日本の運用会社が運用する主要インド債券投信

| 商品名 | 運用会社 | 純資産額 |
|-------------------------|----------------|-------|
| 日興コタック・インド債券ファンド(毎月分配型) | 三井住友アセットマネジメント | 839.6 |
| 野村インド債券ファンド(毎月分配型) | 野村アセットマネジメント | 405.7 |
| ニッセイ短期インド債券ファンド(毎月決算型) | ニッセイアセットマネジメント | 253.0 |
| ダイワ・インド・ルピー債オープン(毎月分配型) | 大和証券投資信託委託 | 20.4 |
| 国際インド債券オープン(毎月決算型) | 国際投信投資顧問 | 13.6 |
| Navioインド債券ファンド | 三菱UFJ投信 | 13.4 |
| 新光インド・ルピー債券ファンド(毎月決算型) | 新光投信 | 8.6 |

(注) 純資産額は 2015 年 4 月 14 日時点。ルピー建て債券と外貨建て債券の両方が含まれる。

(出所) 各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

億米ドル、フランクリン・リソースが 34.5 億米ドルとなっている（前掲図表 4）。単純比較はできないものの、日本と海外の機関投資家ではインド債券への投資額に歴然とした差があると言える。

日本からのインド債券投資額が相対的に小さい主な理由として、ルピーの為替リスクや発行体の信用リスクに対して慎重である点が考えられる。但し、為替リスクについては、モディ政権下での経済改革への期待等から、ルピーの対円レートは比較的堅調に推移している¹⁹。また、日本とインドとの金融協力の一環として、両国間の証券投資の促進に向けた議論が行われており（詳細後述）、政府・公的機関による信用補完を含めた様々な支援が検討される可能性も考えられる。こうした点を踏まえ、今後、日本からの投資が更に拡大することが期待されよう。

2. 日本の投資家の参加促進に向けた官民協力の重要性

昨今、日本とインドは経済面及び金融面での二国間の協力関係を強化しており、両国間のクロスボーダーでの証券投資の促進が重要なテーマの一つとなっている。2014 年 11 月に日印金融協力に関する協議がデリーで開催され、両国の財務省、金融庁／SEBI、中央銀行、民間金融機関等が参加した。同協議では、①ASEAN+3 におけるアジア債券市場育成イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative、ABMI）²⁰の教訓を生かしたインド現地通貨建て債券市場の発展、②インド債券市場の資金調達機能を拡大するためのクロスボーダーでの協調、③株式・債券ファンドの共同設立によるクロスボーダーでの証券投資の促進、等に関する議論が行われた（図表 11）。

日本は、ABMI において主導的な役割を果たしているが、公的セクターだけでなく民間セクターの貢献も大きく、この協議に民間金融機関が参加したことは注目に値する。但し、クロスボーダーでの証券投資の促進を実現するためには、日本の投資家のより積極的な参加が必要不可欠であり、投資家ニーズに即した協議が行われることが重要である。例えば、

図表 11 日印金融協力に関する協議における議題

- インド現地通貨建て債券市場の発展：ASEAN+3におけるアジア債券市場育成イニシアティブ(Asian Bond Markets Initiative: ABMI)から得られた教訓
- インド債券市場の資金調達機能を拡大するためのクロスボーダーでの協調
- 株式・債券ファンドの共同設立による、クロスボーダーでの証券投資の促進
- 日本とインドの銀行の協調による、インドの経済発展への貢献の推進
- 日本とインドの銀行による、インドにおけるインフラ開発のための資金提供
- 信用リスクデータベース(CRD)の開発を含めた、中小企業向け貸出のための環境整備

（出所）財務省「日印金融協力に関する協議のプレスリリース」（2014 年 11 月 17 日）より抜粋

¹⁹ ルピーの対円レートは、2014 年 4 月 1 日時点で 1 ルピー=1.734 円であり、同年 8 月 7 日に 1 ルピー=1.664 円まで下落したが、その後上昇傾向が続き、2015 年 3 月末時点で 1 ルピー=1.925 円となっている。

²⁰ ABMI の詳細は、北野陽平「発展するアジア現地通貨建て債券市場と課題」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号（ウェブサイト版）参照。

ルピーの為替リスクを回避したいが、インドの信用リスクを許容できる投資家がいれば、インドの発行体によるサムライ債（円建て外債）発行の促進に向けた検討が一案として考えられる。その場合、政府・公的機関の保証供与も検討材料の一つとなろう。反対に、インドの信用リスクを回避したいが、ルピーの為替リスクを許容できる投資家がいれば、日本企業の現地子会社によるルピー建て債券発行について議論することが考えられる。その場合、前述の通り、FPI のインド社債投資残高が総投資限度額に近づきつつあることから、限度額の引き上げも論点の一つとなろう。

このように、日本の投資家の参加を促進するためには、官民協力の重要性が高いと言える。次回の日印金融協力に関する協議は 2015 年に東京で開催される予定であり、今後の展開が注目されよう。