

## インド企業の新たな資金調達手段として 発行が拡大するマサラボンド

北野 陽平

### ■ 要 約 ■

1. インド企業の新たな資金調達手段として、海外市場でのルピー建て債券（マサラボンド）の発行が徐々に拡大しつつある。従来、インド企業による海外市場での資金調達は、基本的に米ドル等の外貨建てで行われていたが、2015年9月にマサラボンドの発行が認可された。
2. 発行体にとってのマサラボンドの利点は、①為替リスクの回避、②幅広い投資家層へのアクセス、③資金調達コストの削減、である。他方、海外投資家側の利点として、①現状 7~9%程度の高い利回り、②ルピーの増価による投資リターンの向上、③インド国内債に投資するよりも手続きが簡素化されていること、が挙げられる。
3. 住宅金融大手のハウジング・デベロップメント・ファイナンス（HDFC）は2016年7月に300億ルピー（約470億円）のマサラボンドを発行し、インド企業初の事例となった。最終的に海外投資家から867億ルピーの応募があり、強い需要が確認された。HDFCの起債が成功したことで、ノンバンクや国営企業等によるマサラボンドの発行が活発化し始めた。
4. マサラボンドは、環境に配慮したグリーンプロジェクト向け資金の調達手段としても期待されている。インドは世界で3番目に温室効果ガス排出量が多い国であり、政府が再生可能エネルギーの利用を推進する中、国営火力発電公社は2016年8月にインド企業として初めて海外市場でのルピー建てグリーンボンド（グリーン・マサラボンド）を発行した。
5. 今後の留意点として、ルピー相場の動向や米国の利上げ等により、海外投資家の投資需要が減退する可能性が挙げられる。しかし、マサラボンドは大きな成長性を秘めており、中長期的にはインド企業が海外市場で資金調達を行うための標準的な手段と位置付けられる可能性があると言えよう。

## I はじめに

インドでは、2015年9月に国内企業による海外市場でのルピー建て債券の発行がインド準備銀行（Reserve Bank of India、RBI）により認可された。インド国外で発行されるルピー建て債券は、インドをはじめとする南アジア諸国で用いられる混合香辛料であるマサラにちなんで「マサラボンド」と呼ばれている。マサラボンドの発行体はルピーの為替リスクを海外投資家に転嫁できる一方、海外投資家は自国市場よりも利回りが高い社債に投資しやすく、発行体と海外投資家の双方にとって利点がある。2016年7月に住宅金融大手のハウジング・デベロップメント・ファイナンス（Housing Development Finance Corporation、HDFC）がインド企業として初めてマサラボンドを発行して以降、ノンバンク金融会社（Non-Banking Financial Company、NBFC）や国営企業等によるマサラボンドの発行が徐々に活発化し始めた。

インドでは膨大なインフラ需要があり、インフラセクターにおける資金調達源として社債市場の活用が不可欠であると認識される中、マサラボンドが注目されつつある。また、温室効果ガスの排出量が多いインドでは、環境に配慮したグリーンプロジェクトへの関心が高まっている。マサラボンドは、グリーンプロジェクト向け資金の調達を促進するという点でも期待される。

本稿では、インド企業によるマサラボンドの発行が認可された背景、発行状況、インフラファイナンス及びグリーンファイナンスにおけるマサラボンドの役割、今後の留意点について整理する。

## II マサラボンドの概要

### 1. マサラボンド導入の背景

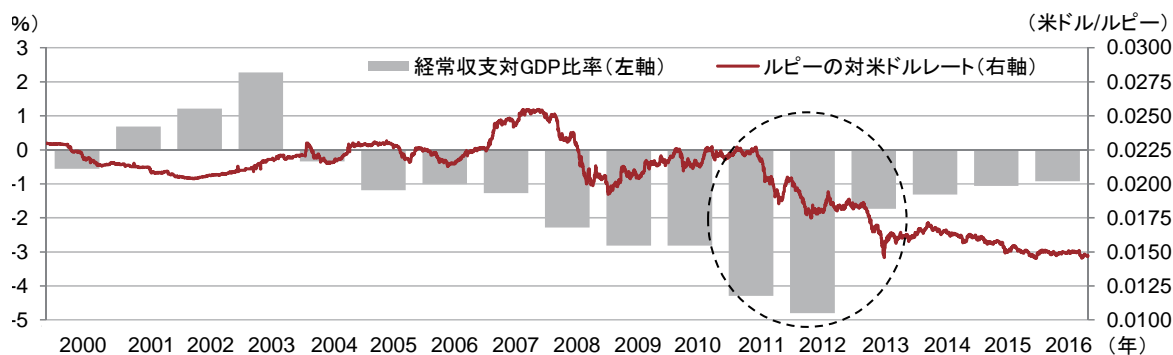
RBIは、インド企業による海外市場での資金調達を支援するために、対外商業借入（External Commercial Borrowing、ECB）<sup>1</sup>の枠組みを2000年に導入した。当初ECBの下では、米ドルをはじめとする外貨建てでの資金調達しか認められていなかったため、借入人が為替リスクを負う形であった。2011年9月にインド企業によるルピー建てECBがRBIにより認可されたが、外国株主からの借入等に限定されていた<sup>2</sup>。

一方で、インドは2004年以降、貿易収支の赤字により慢性的に経常赤字を計上していた。2011年と2012年に経常赤字が深刻化したことに加え、2013年5月に米連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和の縮小可能性を示唆した影響を受けて、ルピーの対米ドルレートは2011年8月から2013年9月にかけて約4割減価した（図表1）。インド政府はこの

<sup>1</sup> ECBには、非居住者からの銀行借入の他、外貨建て普通社債、外貨建て転換社債、証券化商品等の発行が含まれる。

<sup>2</sup> マイクロファイナンスを手掛ける非政府組織も海外の組織や個人からのルピー建てECBが認められた。2014年9月には、要件を満たす全ての非居住者からのルピー建てECBが認められるようになった。

図表1 インドの経常収支対GDP比率とルピーの対米ドルレートの推移



(出所) 国際通貨基金、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

状況に対応するために、ルピー建てで資金調達を行うための資本市場を国内外で発展させる必要があると認識し、その方法について世界銀行グループの国際金融公社（IFC）と議論を開始した。両者は、その後の検討を経て、インド国内の民間部門プロジェクト向け資金調達源の確保及びビルドカーブのベンチマーク確立を目的として、IFC が国内外の市場を対象としたルピー建て債券プログラムを導入することに合意した<sup>3</sup>。

IFC は 2013 年 10 月、海外市場を対象とした初のルピー建て債券プログラムを開始した。当該プログラムは 10 億米ドル規模であり、2014 年 4 月までに年限 3~7 年の計 6 トランジェの債券が発行された。IFC は続いて、20 億米ドル規模のルピー建て債券発行枠を追加設定し、2014 年 11 月に過去最長の年限 10 年、100 億ルピー<sup>4</sup>の債券を発行した。当該債券は、ロンドン証券取引所（LSE）に上場され、IFC によりマサラボンドと名付けられた<sup>5</sup>。その後、IFC は年限 15 年の長期債や日本の個人投資家向けの売出債<sup>6</sup>を含むマサラボンドを次々に発行し、グローバル投資家の需要を確認するとともに、当初の目的であったビルドカーブのベンチマーク確立において一定の成果を挙げた。RBI は、こうした状況を踏まえて、インド企業によるマサラボンドの発行を認可することを決定した。

## 2. マサラボンドの枠組み

### 1) インド企業が発行するマサラボンドに対する規制

RBI は、インド企業が発行するマサラボンドを既存の ECB とは区別するものの、包括的な ECB ポリシーの下で管理することとした。

マサラボンドを発行できる主体は、あらゆる法人、不動産投資信託（REIT）、インフラ投資信託（Infrastructure Investment Trust）である。債券の種類はプレーンバニ

<sup>3</sup> IFC がインド国内で発行するルピー建て債券は「マハラジャボンド」と称される。

<sup>4</sup> 2017 年 7 月 18 日時点の為替レートは 1 ルピー=1.742 円。

<sup>5</sup> マサラボンドの呼称が使用されるようになったのは 2014 年 11 月以降であるが、それ以前に欧州復興開発銀行や米州開発銀行等によりルピー建て債券が発行され、LSE に上場されていた。

<sup>6</sup> IFC は 2016 年 3 月、日本の個人投資家向けに 3 億ルピーのルピー建て売出債を発行した。年限は 3 年、利率は 5.36% である。

ラ債に限定されている<sup>7</sup>。最低年限は1事業年度毎の発行額が5,000万米ドル相当額以下の場合には3年、5,000万米ドル相当額超の発行については5年と定められている。1事業年度毎の発行額が500億ルピー<sup>8</sup>以下の場合には自動認可され、500億ルピー超の場合はRBIの事前認可が必要とされる。発行国は、マネー・ローンダリングに関する金融活動作業部会（Financial Action Task Force、FATF）に参加しており<sup>9</sup>、かつ証券監督当局が情報交換に関する証券監督者国際機構（IOSCO）の多国間覚書またはインド証券取引委員会（Securities and Exchange Board of India、SEBI）との間で二国間覚書に署名している国に限定されている。発行形態については、発行国の規制に基づいて、私募または証券取引所への上場が認められている。

マサラボンドに投資できる主体は、発行国と同じ条件を満たす国の居住者のみであるが、アジア開発銀行や世界銀行グループ等の多国間・地域金融機関による投資も2017年2月に認可された。投資家は、国内の承認取引者カテゴリーI銀行<sup>10</sup>等との間でルピーの為替ヘッジ取引を行うことが可能である。資金用途は、①土地取得を含む不動産開発事業<sup>11</sup>、②資本市場への投資、③外国直接投資（FDI）ガイドライン上で禁止されている活動、④これらの事業や活動への転貸、以外の全ての目的が認められている。

税制については、海外投資家は5%の源泉徴収税が適用される。源泉徴収税の税率を20%から5%に軽減する特別措置は、当初2017年6月が期限として定められていた。しかし、2017年2月に発表された2018年度<sup>12</sup>予算案で、2020年6月まで延長されることが発表された。また、同予算案において、非居住者間のマサラボンドの譲渡に伴うキャピタルゲインを非課税にする方針も示された。

ECBとマサラボンドの相違点として、ECBは借入期間と通貨によって3つのトラックに分類されるのに対し、マサラボンドにはそうした区分がないことが挙げられる（図表2）。ECBのトラックIは中期外貨建て借入、トラックIIは長期外貨建て借入、トラックIIIはマサラボンドに該当しないルピー建て借入である。トラック毎に適格借入人、適格貸出人・投資家、調達コストの上限、借入上限額、資金用途が異なっている。例えば、調達コストの上限は、トラックIの平均借入期間3～5年以下の場合が6か月LIBOR（またはベンチマーク金利）+3%、同5年超の場合が6か月LIBOR（またはベンチマーク金利）+4.5%であるのに対し、トラックIIがベンチマーク金利+5%、トラックIIIがマーケット水準である。なお、マサラボンドの調達コストの上限は当初トラックIIIと同等であったが、2017年6月以降、年限が同じインド国債の利回り+3%となっている。

<sup>7</sup> 但し、プレーンバニラ債の厳密な定義はRBIのガイドラインにおいて明確化されていない。

<sup>8</sup> 当初は7.5億米ドル相当額であったが、2016年4月に500億ルピーに変更された。

<sup>9</sup> 2017年2月時点で、35か国・地域及び2つの国際機関が参加している。

<sup>10</sup> 承認取引者カテゴリーI銀行とは、RBIから時々発行される指示に基づき、全ての当座勘定取引及び資本勘定取引を行うことが認められている銀行を指す。

<sup>11</sup> 但し、例外として統合的な居住地区の開発とアフォーダブル住宅（手頃な価格の住宅）プロジェクトは認められる。

<sup>12</sup> 2018年度は2017年4月～2018年3月を指す。

図表 2 ECB とマサラボンドの制度比較

	ECB	マサラボンド
枠組み	トラック I：中期外貨建て借入 トラック II：長期外貨建て借入 トラック III：マサラボンドに該当しないルピー建て借入	ルピー建て普通社債(プレーンバニラ債)
最低借入期間	借入額が5,000万米ドル(相当額)以下の場合、最低平均借入期間は3年/借入額が5,000万米ドル(相当額)超の場合、最低平均借入期間は5年 トラック II：借入額に関係なく、最低平均借入期間は10年 トラック III：トラック I と同じ	1事業年度毎の発行額が5,000万米ドル相当額以下の場合には3年、5,000万米ドル相当額超の発行については5年
適格借入人	トラック I：製造業、ソフトウェア開発事業、船舶事業、航空事業、インフラ事業を行う企業、NBFC等 トラック II：トラック I の下で挙げられている全ての主体、REIT、インフラ投資信託 トラック III：トラック II の下で挙げられている全ての主体、マイクロファイナンス機関等	あらゆる法人、REIT、インフラ投資信託
適格貸出人・投資家	トラック I：外国銀行、多国間金融機関、輸出信用機関、外国株主、サプライヤー、インド銀行の海外支店及び現地法人等 トラック II：トラック I の下で挙げられている全ての主体(インド銀行の海外支店及び現地法人を除く) トラック III：トラック II と同じ	FATFIに参加しており、かつ証券監督当局が情報共有に関するIOSCOの多国間覚書またはSEBIとの二国間覚書に署名している国の居住者(但し、関係当事者を除く)
調達コスト上限	平均借入期間3～5年以下の場合には6か月LIBOR(またはトラック I：ベンチマーク金利)+3%/平均借入期間5年超の場合には6か月LIBOR(またはベンチマーク金利)+4.5% トラック II：ベンチマーク金利+5% トラック III：マーケット水準	年限が同じインド国債の利回り+3%
借入上限額	トラックに関係なく業種毎に異なり、1事業年度毎の借入額が以下の範囲内である場合は自動認可され、当該金額を超過する場合はRBIの事前認可が必要 ・製造業、インフラ事業、NBFC:7.5億米ドル(相当額) ・ソフトウェア開発事業:2億米ドル(相当額) ・マイクロファイナンス事業:1億米ドル(相当額) ・その他業種:5億米ドル(相当額)	1事業年度毎の発行額が500億ルピー以下の場合には自動認可され、500億ルピー超の場合はRBIの事前認可が必要
資金使途	トラック I：資本財の輸入及び現地調達、新規プロジェクト、既存事業の拡張、海外の合弁・完全子会社への直接投資等 トラック II：土地取得を含む不動産事業、資本市場への投資、これらを行おうとする企業・機関への転貸、以外の全ての目的 トラック III：NBFCやマイクロファイナンス機関等は別途制約があるが、基本的にトラック II と同じ	土地取得を含む不動産開発事業(一部例外を除く)、資本市場への投資、FDIガイドライン上で禁止されている活動、これらを行おうとする企業・機関への転貸、以外の全ての目的
為替ヘッジ取引	外貨建てで借入を行う借入人は、エクスポージャーを完全ヘッジする必要あり	海外投資家は、①国内の承認取引者カテゴリー1銀行、②インド国外にあるインド銀行の支店及び現地法人、③インド国内に拠点を有する外国銀行の支店、との間で為替ヘッジ取引を行うことが可能

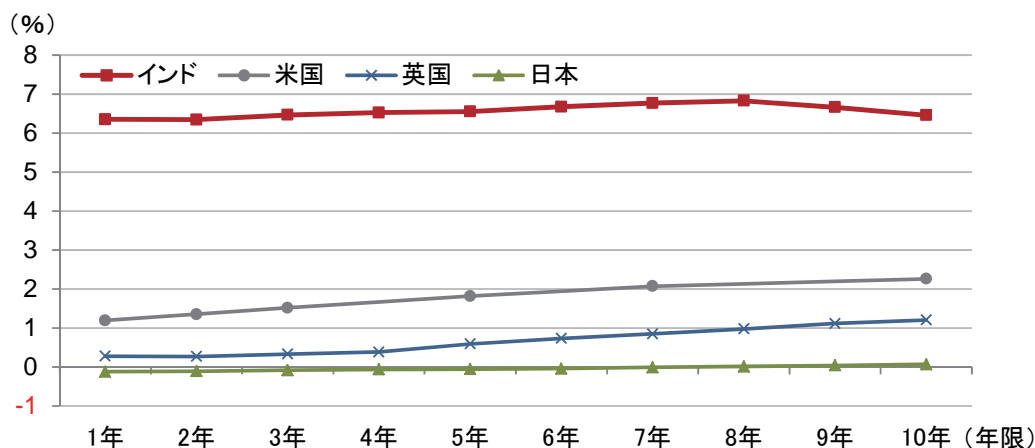
(出所) RBI より野村資本市場研究所作成

## 2) マサラボンドの利点

冒頭で触れた通り、マサラボンドにより資金調達を行うことは、発行体と海外投資家の双方にとって利点がある。発行体側の利点は、第一に為替リスクの回避である。発行体はルピーの為替リスクを海外投資家に転嫁することができ、為替リスクを負わない。第二に、資金調達源の拡大である。発行体は国内での起債や ECB だけで資金調達を行う場合と比較して、より幅広い投資家層にアクセスすることが可能である。第三に、資金調達コストを削減できる可能性である。国内投資家よりも海外投資家の期待リターンが低い場合、発行体はマサラボンドを選択することで、より低コストでの資金調達が可能である。

他方、海外投資家側の利点は、第一に金利水準が高いことである。世界的に低金利環境が続く中、主要先進国における国債利回りは年限 10 年でも年率 2%前後かそれ以下であるのに対し、インドでは同 6~7%程度と高く(図表 3)、高い利回りを求める海外投資家にとっては魅力的である。第二に、ルピーの増価によるリターン向上の可能性である。海外投資家は、ルピーの為替リスクを負う代わりに、ルピーが増価し

図表3 インドと主要先進国における国債利回りの比較



(注) 2017年7月18日時点の数値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

た場合には投資リターンを高めることができる。第三に、投資手続きが簡素化されている。海外投資家は、インド国内で発行されるルピー建て社債に投資する場合、ルピー建てでの決済が求められるが、マサラボンドに投資する際には米ドル等の外貨建てで決済することができる。さらに、海外投資家が国内債に投資する場合、外国ポートフォリオ投資家 (Foreign Portfolio Investor、FPI)<sup>13</sup>としての登録が義務付けられているが、マサラボンドに投資する際には FPI としての登録義務が免除される<sup>14</sup>。

以上の通り、マサラボンドは発行体及び海外投資家の双方が恩恵を享受できるという点で、画期的な資金調達手段として位置付けられている。

### III マサラボンドの発行状況

インド企業によるマサラボンドの発行が 2015 年 9 月に認可されて以降、HDFC (前述)、国内最大の電力会社である国営火力発電公社 (National Thermal Power Corporation、NTPC)、インフラセクターを支援する国営金融機関である電力金融公社やインド鉄道金融公社等が発行計画を示したが、その後発行計画の延期または中止が相次いだ。この要因として、債券の利回りに対する海外投資家と発行体の見方に隔たりがあった点が挙げられている。海外投資家は、マサラボンドの流動性に対する懸念等から、インド国内で発行される同等格付けの社債の利回りを基準として 0.5~0.75% のリスクプレミアムを要求していた<sup>15</sup>。しかし、発行体としては国内市場での起債が可能である中、資金調達コストを増加させてまでマサラボンドを発行しようとは考えなかった。

こうした状況の中、HDFC は 2016 年 7 月にインド企業初となるマサラボンドを発行し

<sup>13</sup> FPI の詳細は北野陽平「海外投資家の注目が高まるインドの債券市場」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号参照。

<sup>14</sup> SEBI, "Foreign Investment in Rupee denominated bonds issued overseas by Indian Corporates," 4 August, 2016.

<sup>15</sup> "Masala bonds not spicy enough for the market due to poor pricing," *The Economic Times*, 8 December, 2015.

た。発行額は 300 億ルピー、年限は 3 年 1 か月、発行時利回りは 8.33% であり、HDFC が同時期に国内市場で発行した債券の利回りを 0.05% 下回った<sup>16</sup>。LSE によると、投資家の内訳は、地域別ではアジアが 86%、欧州が 14%、投資主体別では資産運用会社が 81%、プライベートバンクが 18%、銀行が 1% である。投資家の中には、ブラックロック、アライアンス・バーンスタイン、クレディ・スイスのプライベートバンキング部門、ブルーベイ・アセット・マネジメント、シンガポール政府が含まれている<sup>17</sup>。最終的に 48 投資家から 867 億ルピーの応募があり、強い需要が確認された。

HDFC によるマサラボンドの発行が成功を収めたことで、NBFC や国営企業等によるマサラボンドの発行が徐々に活発化し始めた（図表 4）。前述の通り、発行体はマサラボンドを証券取引所に上場させることが義務付けられていないが、流動性を確保するために、いずれかの証券取引所に上場させるケースが多い。マサラボンドの発行市場として大きな存在感を持っているのが LSE とシンガポール取引所（SGX）である。

図表 4 インドの発行体によるマサラボンドの主な起債実績

発行体	業種	発行年月	償還年月	発行額 (億ルピー)	利率 (%)	上場市場
HDFC	消費者金融	2016年7月	2019年8月	300	7.875	ロンドン
アダニ・ トランスミッション	公益事業	2016年7月	2021年7月	50	9.1	シンガポール
NTPC	発電所	2016年8月	2021年8月	200	7.375	ロンドン、シンガポール
インディアブルズ・ ハウジング・ファイナンス	消費者金融	2016年9月	2019年10月	133	8.567	シンガポール
HDFC	消費者金融	2016年9月 2016年10月	2020年1月	200	7	ロンドン
フラトン・インドア・ クレジット	金融サービス	2016年10月	2019年11月	50	8.125	シンガポール
ECLファイナンス	金融サービス	2016年10月	2019年12月	50.2	9.05	シンガポール、 モーリシャス
シュリラム・トランスポート・ ファイナンス	消費者金融	2017年1月	2020年2月	115	8.25	シンガポール
HDFC	消費者金融	2017年3月	2020年4月	330	6.875	ロンドン
NTPC	発電所	2017年5月	2022年5月	200	7.25	シンガポール
インド国道庁	政府機関	2017年5月	2022年5月	300	7.3	ロンドン、シンガポール

- (注) 1. 業種はブルームバーグの分類に基づく。発行年月は決済日ベース。  
 2. HDFC が 2016 年 9～10 月に発行した 200 億ルピーのマサラボンドは、①50 億ルピー（9 月 9 日発行）、②100 億ルピー（9 月 12 日発行）、③50 億ルピー（10 月 20 日発行）、の 3 トランシェから構成されるが、1 銘柄の債券として管理されている。  
 (出所) 各社プレスリリース、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>16</sup> “HDFC raises Rs 3,000 crore in 1st ever masala bonds issue,” *The Economic Times*, 15 July, 2016.

<sup>17</sup> “Who invested in HDFC masala bonds?,” *The Economic Times*, 26 July, 2016.

LSEは、世界最大のマサラボンド・センターとしての地位を確立している。パークレイズ銀行が2007年4月にルピー建て社債を初めてLSEに上場させて以降、欧州復興開発銀行、米州開発銀行、IFC等の国際開発金融機関が次々にルピー建て債券を上場させてきた。LSEでは2017年5月中旬までに39銘柄のマサラボンドが上場され、計54億米ドル程度の資金調達が行われてきた。

他方で、SGXもインド企業にとっての重要な債券発行市場である。インド企業が発行したG3通貨建て債券の80%超が上場されており、2017年1月までに計660億米ドル程度の資金調達が行われてきた。SGXは、マサラボンドの発行市場としても世界のハブになることを目指している<sup>18</sup>。また、シンガポール通貨監督庁（Monetary Authority of Singapore、MAS）のジャクリーン・ロー副長官は、2016年6月に開催されたシンポジウムにおいて、「インド企業は債券発行市場としてシンガポールに親しみを持っており、ルピー建て債券も当地において発行することを期待している」と発言した<sup>19</sup>。SGXでは、2000年にルピー建て債券が初めて上場されて以降、2016年9月までに17銘柄が上場され、計1,500億ルピーの資金調達が行われてきた<sup>20</sup>。

インドの発行体により起債されたマサラボンドだけを見ると、2017年5月末までにLSEには5銘柄、SGXには8銘柄が上場されており<sup>21</sup>、これまでのところSGXが先行している。LSEとSGXがマサラボンドの発行市場として健全に競争することは、インド企業がより幅広い投資家層にアクセスできるようになる点で意義があると言えよう。

## IV インフラセクターにおける資金調達手段として期待されるマサラボンド

### 1. インドにおけるインフラ需要と資金調達手段

インドでは長年、インフラ整備が国家の重要な課題となっており、公的部門及び民間部門により積極的なインフラ投資が行われてきた。世界経済フォーラムが毎年公表している国際競争力レポートにおいて、インドはインフラの質に関する順位が2008年に90位（134か国中）であったが2016年には51位（138か国中）まで上昇した。しかし、インドは今後も高い経済成長を維持<sup>22</sup>するとともに国際競争力を強化させる上で、引き続き膨大なインフラ需要に直面している。2016年から5年間で計31兆ルピーのインフラ投資が必要と推定されており、このうち70%が電力、道路、都市インフラ向けである<sup>23</sup>。

これに先立って、国家計画委員会が2013年に発表した第12次5か年計画では、2012

<sup>18</sup> “SGX aims to be global hub for 'masala bonds,’” *The Straits Times*, 27 September, 2016.

<sup>19</sup> MAS, “Keynote Speech by Ms Jacqueline Loh, Deputy Managing Direct, Monetary Authority of Singapore, at the inaugural DBS Institutional Investor Symposium on 24 June 2016”.

<sup>20</sup> “Singapore Exchange aims to host global masala bonds,” *The Economic Times*, 26 September, 2016.

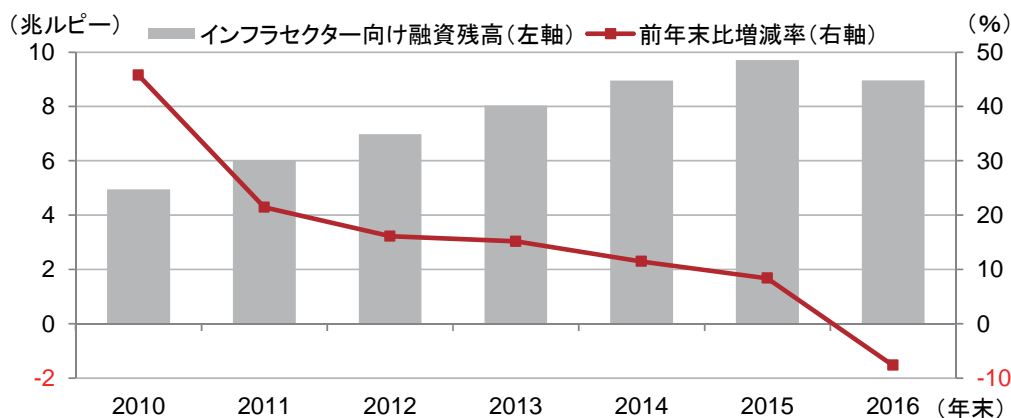
<sup>21</sup> ブルームバーグのデータに基づく。

<sup>22</sup> インドの実質GDP成長率は、2000年以降に年平均7%超で推移している。

<sup>23</sup> Bank for International Settlements, “N S Vishwanathan: Issues in infrastructure financing in India,” 15 November, 2016.



図表 5 銀行によるインフラセクター向け融資残高の推移



(出所) RBI より野村資本市場研究所作成

年から 2017 年にかけて計 55.7 兆ルピーのインフラ投資が計画されていた<sup>24</sup>。当該計画開始時点での資金調達源の内訳は、負債が約 5 割であり、銀行からの借入が負債全体の約 4 割を占めた<sup>25</sup>。しかし、銀行は総じてインフラ向け融資に対して消極的である。その要因として、インフラプロジェクトは長期間にわたることに加えて、政府の政策変更や許認可の遅れを含む様々なリスクにより、建設費用の超過や工期の遅延につながりやすい点が RBI により指摘されている。実際に、インフラセクター向け融資残高に占める不良債権残高は約 8%に達しており、銀行が抱える不良債権全体の約 13%を占める<sup>26</sup>。銀行によるインフラセクター向け融資残高の増加率は年々低下傾向にあり、同融資残高は 2016 年末には前年末比で減少に転じた (図表 5)。

こうした状況の中、RBI はインフラセクターの企業が膨大な資金需要に対応するために、銀行借入だけに依存するのではなく、社債市場をはじめとする資本市場を活用することが不可欠であると認識している。しかし、インドの社債市場は依然として発展初期段階にある。2016 年末の社債発行残高は 3,350 億米ドル (対 GDP 比率 15%) であり、アジア諸国の中で相対的に社債市場の規模が大きい中国の 2 兆 1,550 億米ドル (同 20%) や韓国の 1 兆 110 億米ドル (同 69%) と比較すると発展が遅れている<sup>27</sup>。

## 2. インフラセクターにおけるマサラボンドの活用

インドでは、社債市場の発展に向けて国内投資家の育成が重要な課題として認識される一方で、インフラセクターの企業が海外市場で幅広い投資家層から資金調達を行う手段として、マサラボンドが注目され始めている。これまでにインフラセクターの企業・政府機

<sup>24</sup> 国家計画委員会は 1950 年に設立され、約 60 年にわたって国家レベルの 5 年計画を策定していたが、政府は 2015 年 1 月 1 日に同委員会を廃止し、代わりにインド行政委員会 (National Institution for Transforming India Committee) を設立した。

<sup>25</sup> 銀行借入以外では、NBFC からの借入が 2 割強、ECB が 1 割強を占めた。

<sup>26</sup> 前掲脚注 23 参照。

<sup>27</sup> Asian Development Bank, "Asia Bond Monitor," March 2017.

関の中では、送電事業を手掛けるアダニ・トランスミッション、NTPC（前述）、国内の道路網を管理するインド国道庁（National Highway Authority of India、NHAI）がマサラボンドを発行した実績がある。

NHAIは2017年5月、300億ルピー（年限5年）のマサラボンドを発行した。当初、初回発行額は150億ルピーが予定されていたが、39投資家から予想を大幅に上回る310億ルピーの応募があったことから<sup>28</sup>、最終的に発行額は300億ルピーへと引き上げられた。投資家の内訳は、地域別ではアジアが60%、欧州が40%、投資主体別では資産運用会社及び保険会社が計61%、プライベートバンクが21%、銀行が18%である。当該債券は、インドの発行体による年限5年のマサラボンドとしては最大規模であった。NHAIのマサラボンドに対して海外投資家の強い需要があったことを受けて、今後も同分野においてマサラボンドによる資金調達が行われる可能性がある。インドにおける国道の延長は9.6万kmであり道路全体の総延長520万kmの約2%に過ぎないが、国内の総交通量の約40%が国道に集中している。政府はこの状況を踏まえ、国道の長さを20万kmまで延ばす目標を掲げている<sup>29</sup>。

他方で、RBIはマサラボンドの発行促進を目的として、銀行によるマサラボンドの発行を2016年8月に認可した。銀行は、インフラ及びアフォーダブル住宅向け融資を資金使途とすることを条件として、マサラボンドによる資金調達を行うことが可能になった。本稿執筆時点では、銀行によるマサラボンドの発行実績はまだ無いが、海外投資家から長期資金を調達できる新たな手段が確保されたことで、今後銀行によるインフラセクター向け融資の拡大につながることを期待されている。

また最近では、インフラ投資信託に対する市場関係者の関心が徐々に高まりつつある。SEBIは2014年9月、インフラ投資信託に係る規制を導入し、その後パブリックコメントの実施を通じて制度枠組みの改善を図ってきた。国内大手不動産開発業者のIRBインフラストラクチャー・デベロッパーズは2016年3月に国内初のインフラ投資信託であるIRB InvIT Fundを組成し、2017年5月に証券取引所に上場させた。2017年4月時点で、SEBIに登録されているインフラ投資信託はまだ6銘柄に留まるが、マサラボンドの潜在的な発行体として今後の成長性が注目されよう。

<sup>28</sup> “NHAI whips up Rp30bn from debut Masala,” *GlobalCapitalAsia*, 12 May, 2017.

<sup>29</sup> “NHAI masala bond attracts bids worth Rs 3,000 crore at London Stock Exchange,” *The Economic Times*, 12 May, 2017.

## V グリーンファイナンスを促進するマサラボンド

インドは温室効果ガスの排出量が多い国であり、世界的な環境問題への解決策を提供する非営利組織である世界資源研究所によると、排出量は中国、米国に次いで世界で3番目である（図表6）。かかる背景の下、近年、石炭や石油等の化石燃料への依存度を低減し、再生可能エネルギーの利用促進に向けた取組みが進められている。政府は2015年、再生可能エネルギーによる電力量を約34ギガワット（GW）から2022年までに175GW<sup>30</sup>まで増加させる目標を打ち出した。当該目標を実現するためには、約2,000億米ドルという膨大な投資が必要と試算されている。

こうした中、SEBIは環境に配慮したグリーンプロジェクト向け資金の調達手段として、グリーンボンドが大きな成長性を秘めていると考えている。グリーンボンドとは、調達資金の用途をグリーンプロジェクトに限定した債券である。グリーンボンドは発行体にとって、①企業のレピュテーション向上、②幅広い投資家層へのアクセス、③資金調達コストの削減、といった利点がある。

グリーンボンドの定義は広く、グリーンボンドと認定されるための世界的な基準が存在しない。但し、グリーンボンドの業界基準を策定する国際非営利団体である気候債券イニシアチブ（Climate Bonds Initiative、CBI）によると、グリーンボンドはラベル付きグリーンボンド（labelled green bonds）とラベル無しグリーンボンド（unlabelled green bonds）に大別される。ラベル付きは調達資金がグリーンプロジェクトに利用されていることが発行体により申告されており、ラベル無しは環境に配慮したプロジェクトに利用されていると考えられるものの発行体により申告されていない<sup>31</sup>。CBIによると、近年、グリーンボン

図表6 温室効果ガス排出量ランキング

順位	国	温室効果ガス排出量 (CO2換算100万トン)	構成比
1	中国	11,735.0	25.9%
2	米国	6,279.8	13.9%
3	インド	2,909.1	6.4%
4	ロシア	2,199.1	4.9%
5	日本	1,353.3	3.0%
6	ブラジル	1,017.9	2.2%
7	ドイツ	894.1	2.0%
8	インドネシア	744.3	1.6%
9	カナダ	738.4	1.6%
10	メキシコ	733.0	1.6%
	その他	16,657.2	36.8%
	世界全体	45,261.3	100%

（注） 2013年の実績。

（出所）世界資源研究所より野村資本市場研究所作成

<sup>30</sup> 内訳は、太陽光が100GW、風力が60GW、バイオマスが10GW、小水力発電が5GWである。

<sup>31</sup> グリーンボンドの詳細は、江夏あかね「地方公共団体の新たな資金調達手段となりうるグリーンボンド」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号参照。

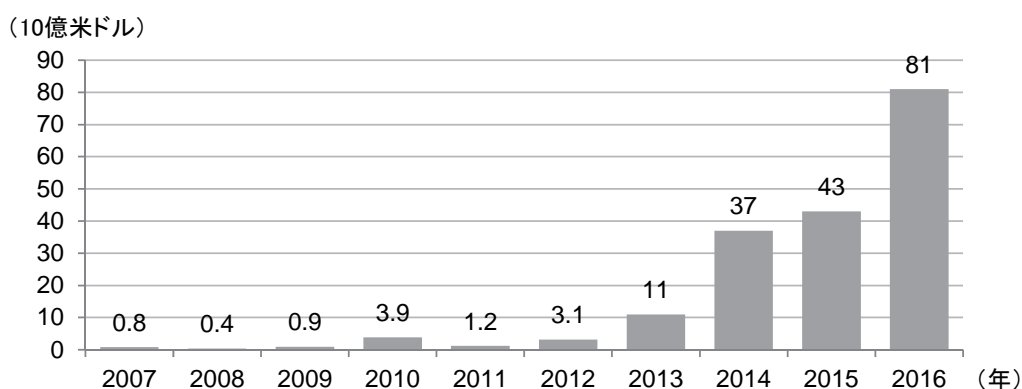
ドのグローバル発行額（フローベース）は右肩上がりに増加している。2007年から2012年まではほぼ横ばいで推移していたが、2013年以降に発行額の増加ペースが加速し、2016年には2015年比9割増の約810億米ドルに達した（図表7）。

国内大手民間商業銀行であるイエス銀行は2015年2月、インド初のグリーンボンドを発行した。発行額は100億ルピー、年限は10年、利率は8.85%であり、再生可能エネルギープロジェクト向け融資を資金用途とする。その後、2015年末までにインド輸出入銀行やインド産業開発銀行等によりグリーンボンドが発行されたが、当時国内にはグリーンボンドの発行に関する規則が存在せず、市場慣行に基づいて発行されていた。そこでSEBIは、グリーンボンドの発行促進に向けて、発行及び上場に関する開示義務を規定したガイドラインを2016年1月に発表した<sup>32</sup>。

CBIによると、インドにおけるグリーンボンド発行残高は2016年10月時点で184億米ドルと推定され、内訳はラベル無しが157億米ドル、ラベル付きが27億米ドルである。ラベル付きグリーンボンドの発行残高は世界7位<sup>33</sup>であるが、規模は首位の米国の10分の1程度である。これまでにインドの発行体により起債されたグリーンボンドは、ほぼ国内債と海外市場で発行された米ドル建て債券が占めている（図表8）。

そうした中、NTPCは2016年8月、インド企業として初めて海外市場でのルピー建てグリーンボンド（通称グリーン・マサラボンド）を発行した<sup>34</sup>。NTPCは当初、100億ルピーの債券発行を予定していたが、60を超える投資家から290億ルピー超の応募があったことを受けて、最終的に発行額を200億ルピーへと増額した。年限は5年、発行時利回りは7.48%であり、同時期に同等格付けの企業が発行した5年債の利回りを約0.2%下回った。投資家の内訳は、地域別ではアジアが70%、欧州と中東が計30%、投資主体別では資産運用会社、保険会社、政府系ファンドが計80%、銀行が15%、プライベートバ

図表7 世界におけるグリーンボンド発行額（フローベース）の推移



（出所）CBIより野村資本市場研究所作成

<sup>32</sup> 但し、グリーンボンドの発行及び上場に係るガイドラインの詳細が発表されたのは2017年5月である。

<sup>33</sup> 1位は米国、2位はフランス、3位は中国、4位はドイツ、5位はオランダ、6位はスウェーデンである。

<sup>34</sup> 世界初のグリーン・マサラボンドは2015年8月にIFCにより発行された。発行額は315億ルピー、年限は5年、利率は6.45%である。調達資金は、イエス銀行が発行したグリーンボンドの取得に充当された。

図表8 インドの発行体によるグリーンボンドの主な起債実績

発行体	業種	発行年月	償還年月	発行額	利率 (%)	備考
イエス銀行	銀行	2015年2月	2025年2月	100億ルピー	8.85	国内発行、BSEに上場
インド輸出入銀行	政府開発銀行	2015年4月	2020年4月	5億米ドル	2.75	海外発行、SGXに上場
CLPウインド・ファームズ・ インド	発電所	2015年9月	2018年4月 2019年4月 2020年4月	60億ルピー	9.15	国内発行、3トランシェ から構成
IDBI銀行	銀行	2015年11月	2020年11月	3.5億米ドル	4.25	海外発行、SGXに上場
PNBハウジング・ ファイナンス	消費者金融	2016年4月	N/A	50億ルピー	N/A	IFC向けに発行
アクシス銀行	銀行	2016年6月	2021年6月	5億米ドル	2.875	海外発行、LSE及びSGX に上場
リニュー・パワー・ ベンチャーズ	発電所	2016年8月	N/A	50億ルピー	10.4	2016年10月にCBIにより グリーンボンドとして認証
NPTC	発電所	2016年8月	2021年8月	200億ルピー	7.375	グリーン・マサラボンド、 LSE及びSGXに上場
グリーンコ・ インベストメント	発電所	2016年8月	2023年8月	5億米ドル	4.875	海外発行、SGXに上場
イエス銀行	銀行	2016年12月	2023年12月	33億ルピー	7.62	国内発行、BSEに上場
ニールグ・エナジー	再生可能 エネルギー	2017年2月	2022年2月	4.75億米ドル	6.00	海外発行、SGXに上場
インド再生可能エネルギー 開発公社	再生可能 エネルギー	2017年3月	2027年3月	70億ルピー	8.12 8.05	国内発行、2トランシェ から構成、BSE及びNSE に上場
地方電化公社	商業金融	2017年7月	2027年7月	4.5億米ドル	3.875	海外発行、LSE及びSGX に上場
グリーンコ・ダッチ	公益事業	2017年7月	2022年7月 2024年7月	10億米ドル	4.875 5.25	海外発行、2トランシェ から構成、SGXに上場

(注) 1. 業種はブルームバーグの分類に基づく。発行年月は決済日ベース。

2. BSE はボンベイ証券取引所、NSE はナショナル証券取引所を指す。

(出所) CBI、各社プレスリリース、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

ンクが 5%である。投資家の中には、ブラックロック、ブルーベイ・アセット・マネジメント、シンガポール政府が含まれている<sup>35</sup>。NTPC は、調達資金を風力及び太陽光発電プロジェクトに充当し、中期的に再生可能エネルギーによる電力量を 10 ギガワットまで拡大する計画を掲げている。

政府は、2022 年までの再生可能エネルギーの利用に関する目標を掲げていることに加え、地球温暖化対策の国際的な枠組みであるパリ協定<sup>36</sup>に基づいて GDP 当たりの温室効果ガスを 2030 年までに 2005 年比 33~35%削減することを約束している。かかる背景の下、今後インド企業によるグリーンボンドの発行が拡大する見通しであるが、国内市場よりも海外市場での発行が注目される。その理由として、海外市場では欧州を中心にグリーン投資に積極的な投資家が数多くいるため、国内市場で発行するよりも資金調達コストを削減できる可能性がある点が挙げられる。また、NTPC のグリーン・マサラボンドに対し

<sup>35</sup> “NTPC raises Rs 2,000 crore via green masala bonds,” *The Economic Times*, 3 August, 2016.

<sup>36</sup> パリ協定は 2015 年 12 月に採択され、2016 年 11 月に発効した枠組みであり、世界的な平均気温上昇を産業革命以前に比べて 2°C 以上低く抑えること等が目的として掲げられている。インド政府は 2016 年 10 月、パリ協定を批准した。

て海外投資家の強い需要があったことを踏まえて、今後、他の発行体もグリーン・マサラボンドの発行を検討する可能性があると考えられる。さらに、インド企業が発行するマサラボンドの主要上場市場であるシンガポールにおいて、2017年4月に国内初のグリーンボンドが発行<sup>37</sup>されたことを受けて、グリーンボンドの認知度が高まりつつあることも追い風と言えよう。

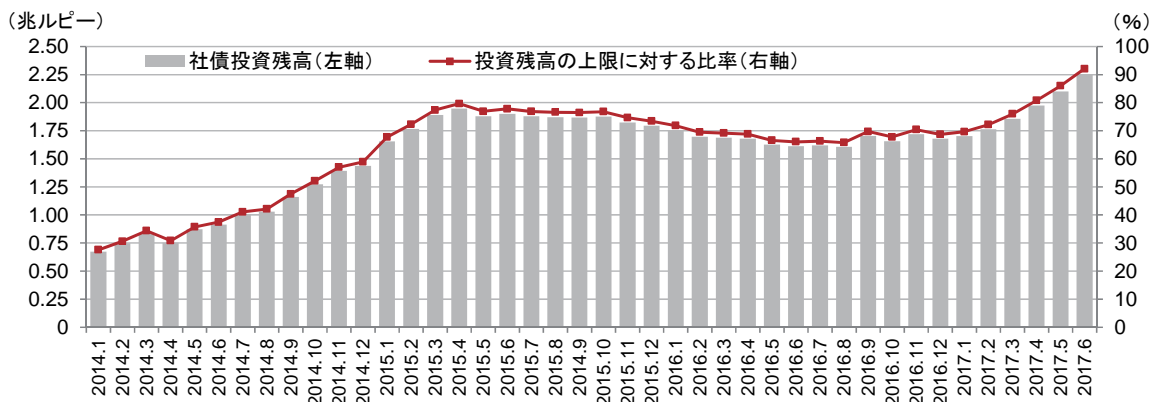
## VI 留意点と今後の展望

前述の通り、マサラボンドは、発行体と海外投資家の双方にとって利点があるだけでなく、インフラプロジェクトやグリーンプロジェクト向け資金を調達するための有効な手段として注目を集めつつある。しかし、マサラボンドの今後の成長性を評価する上で、留意すべきこととして以下の点が挙げられる。

第一に、海外投資家によるマサラボンドへの投資には上限が設けられていることである。マサラボンドの投資家は、FPIとしての登録義務が免除されている一方で、FPIに課されている社債投資上限規制が2016年8月から適用されている。具体的には、現在FPIは、インド企業が国内外の市場で発行する社債に計2兆4,432億ルピー<sup>38</sup>までしか投資することが認められていない。FPIによる社債投資残高は、2017年6月末時点で2兆2,494億ルピーと過去最大であり、上限の92%に達している（図表9）。今後、FPIによる社債投資残高が上限に達した場合、海外投資家側の事情から、インドの発行体がマサラボンドを新たに起債できなくなる可能性がある。

第二に、ルピー相場の動向である。2013年9月以降RBIの総裁を務めていたラグラム・ラジャン氏が退任し、2016年9月にウルジット・パテル副総裁が新総裁に就任した。

図表9 FPIによるインド企業の社債への投資状況



(注) FPI制度が導入されたのは2014年6月であり、それ以前は外国機関投資家及び適格外国投資家の数値を示す。

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

<sup>37</sup> シンガポールの不動産開発大手シティ・デベロップメント・リミテッドの子会社 CDL プロパティーズは4月6日、シンガポール企業として初めて1億シンガポールドル（約80億円）のグリーンボンドを発行した。

<sup>38</sup> 投資残高の上限は、以前までは510億米ドルのルピー換算額であったが、2016年4月以降はルピー換算額の2兆4,432億ルピーに置き換えられた。



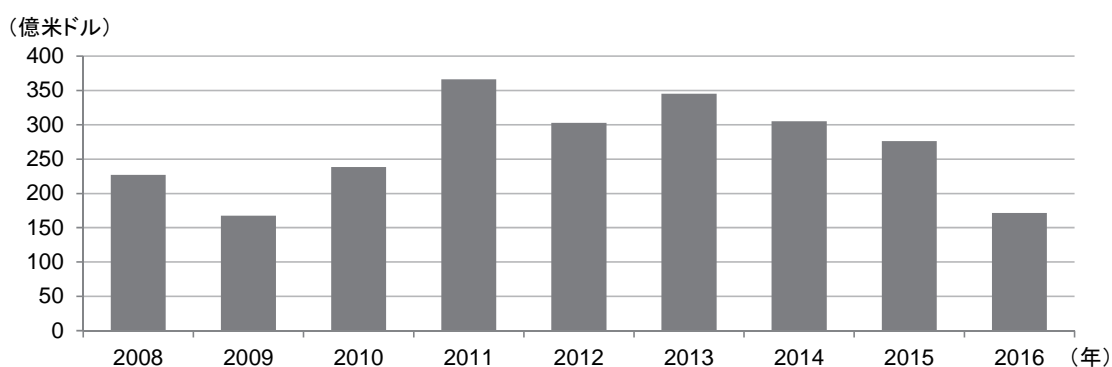
パテル総裁の下では、為替レートの安定性よりも国内インフレ率の抑制等を重視する姿勢が見られる。ルピーの対米ドルレートは 2017 年 1 月以降増価基調で推移してきたが、今後何らかの外部要因によりルピーの変動が増幅した場合やルピーが減価し続けた場合、為替リスクを回避したい投資家がマサラボンドを敬遠する可能性がある。但し、国際通貨基金は、2017 年から 2022 年にかけてインドの経済成長率が 7%超を維持するとともに経常赤字が GDP 比 3%以内に抑えられると予測しており、中長期的にルピーの為替レートが現行水準から大幅に減価していく可能性は低いと考えられる。

第三に、米国の利上げである。FRB による利上げの実施により、海外市場における資金調達コストの増加に伴って、マサラボンドに対する海外投資家の期待利回りが国内市場での資金調達コストよりも高くなる場合、インド企業は国内市場での資金調達を選好する可能性がある。また、利上げの実施がルピーの減価圧力となった場合も、海外投資家がマサラボンドへの投資を躊躇する理由となり得る。

以上の通り、マサラボンドの成長を妨げる可能性がある要因がいくつか挙げられるが、これまでに発行されてきた主なマサラボンドに対する応募状況に鑑みると、海外投資家の需要は強いと言える。また、マサラボンドに対する発行体の期待度も高く、主要企業により発行計画が示されている。例えば、ゴヤル電力・石炭・新・再生可能エネルギー大臣は 2017 年 4 月、電力金融公社を含む電力セクター企業数社が 2018 年 3 月末までに計 10 億米ドル規模のマサラボンドを英国で発行する計画であることを明らかにした<sup>39</sup>。また HDFC は、2018 年 3 月末までにマサラボンドを通じて 500 億ルピー規模の資金調達を行う計画である<sup>40</sup>。さらに、BRICS 銀行として知られる新開発銀行は、2017 年下期に最大 5 億米ドル規模のマサラボンドを発行する計画を打ち出しており<sup>41</sup>、投資家層の拡大及びより信頼性の高いイールドカーブのベンチマーク確立につながることを期待される。

最後に、マサラボンドへの注目度が高まる一方、ECB を通じた資金調達額（フローベース）は 2011 年の 366 億米ドルから 2016 年には 171 億米ドルまで減少した（図表 10）。し

図表 10 インド企業による ECB を通じた資金調達額（フローベース）の推移



(出所) RBI より野村資本市場研究所作成

<sup>39</sup> “Indian power majors to raise \$1bn in UK via masala bonds,” *The Economic Times*, 8 April, 2017. 計 10 億米ドルの中には、NTPC が 2017 年 5 月に発行した 200 億ルピーのマサラボンドが含まれている。

<sup>40</sup> “HDFC Ltd plans to raise Rs 5,000 cr via masala bonds,” *The Economic Times*, 28 April, 2017.

<sup>41</sup> “BRICS development bank to issue up to \$500 million in masala bonds,” *Reuters*, 31 March, 2017.

かし、RBIは引き続き ECB の重要性を認識しており、継続的に制度を見直す<sup>42</sup>ことで利用の促進を図っている。業種によってはルピー建て借入よりも米ドル等の外貨建て借入を愛好する企業が数多くあることに加え、海外投資家のリスクテイク能力等を理由として必ずしも全ての企業がマサラボンドを発行できない可能性に鑑みると、今後も ECB はインド企業にとっての重要な資金調達手段であると考えられる。マサラボンドの発行が認可されてからまだ2年経過しておらず、現時点ではまだ存在感が乏しいが、大きな成長性を秘めている。中長期的には、マサラボンドは ECB と並んで、インド企業が海外市場で資金調達を行うための標準的な手段と位置付けられる可能性があると言えよう。

---

<sup>42</sup> RBI はこれまでに ECB に関する様々な制度見直しを行っており、例えば 2016 年 10 月に、スタートアップ企業が ECB を通じて 1 事業年度当たり最大 300 万米ドル（相当額）を調達することを認可した。