

第1章 インド債券市場の課題

1. アジアの金融市場概観

一般にアジア諸国は間接金融依存度が高い。その背景には、安定的収益を確保していない中小企業が多く、これらの企業の資金需要には、その財務状況をモニタリングできる立場にある銀行が業況を確認しつつ対応することが好ましいことや直接金融市場が整っていなかったことなどが要因として挙げられる。

1997年には、タイバーツへの投機的売り圧力を契機にアジア通貨危機が発生した。その原因は、間接金融への依存度が高かったことと銀行貸出における二重のミスマッチ(期間のミスマッチと通貨のミスマッチ)が存在したことである。

の問題点は、アジアの企業は間接金融に過度に依存し、かつ地場銀行は資金調達を外資系金融機関に頼っていたため、外資系金融機関が資金を引き揚げることにより地場銀行の流動性が枯渇し、その結果として地場銀行の融資が大幅に収縮、企業の資金繰りが急速に悪化して、多くの企業が経営破綻に陥ったことである。

の問題点は、地場銀行が短期で資金調達をしている一方、貸出は長期であったため、短期資金の流出に対して地場銀行自体の資金繰りが圧迫されたことである(期間のミスマッチ)。また、資金調達は米ドル建である一方、貸出は自国通貨であったため、自国通貨売り、米ドル買いにより返済資金を準備することになり、自国通貨が暴落、債務額が急増することになったことである(通貨のミスマッチ)。

この反省から、間接金融の欠点を補強すると同時に、代替的資金調達手段として直接金融の重要性が認識され、債券市場活性化策としてアジア債券市場育成イニシアティブなどが発案された。最近では、国際機関による地場通貨建債券発行などの成果も現れ始めている。

その結果として、アジア諸国においては通貨危機以後、国債、民間債券の対GDP比率が上昇した。国債発行残高の増加は、特に通貨危機の影響で財務内容が悪化した地場金融機関の再建などのために財政資金が必要だったことに起因する部分が多い。大量の国債を安定的に消化するために債券の発行市場、流通市場の整備が進んだ。

民間債券市場においても、間接金融に過度に依存することに対する反省から、代替的資金調達手段として市場の活性化が進んできている。

また、中央銀行の立場からは、金融調節手段としての債券市場への関心も高まっている。

株式市場については、アジア通貨危機発生後の企業業績の悪化などを背景として、一旦は大きく落ち込んだが、その後のアジア諸国の経済状況の改善、企業業績の好転、成長性の高さに対する評価の高まりを契機として活況を呈してきている。

一方、中国におけるアジア通貨危機の影響は、厳格な資本規制を採っていたために軽微であった。その反面、他のアジア諸国に比べて中国の金融市場の整備は緩やかなペースで進行しているといえよう。

2. インドの金融市場・インフラ関連資金との関係

インドにおける金融市場の現状は、間接金融の依存度が約50%である。しかし、近年の傾向として預金に対する貸出の比率が急速に伸びてきているため、将来的には、貸出だけでは資金需要に対応できなくなる可能性が高い。このため、間接金融市場に加え、直接金融市場の整備が必要となる。直接金融市場では、

株式市場の規模が相当程度大きくなっているため、特に債券市場の環境を整備することで投資家を呼び込むことが重要となる。債券市場においては、民間債券市場の規模が極めて小さく、今後の拡大余地が大きいと考える。

また、インドの現政権は、持続的な経済発展のためにはインフラの整備が不可欠であり、そのための資金として今後 10 年間で 1,500 億米ドルを必要としている。しかし、政府は恒常的な財政赤字を抱えていることに加え、財政責任・予算管理法（財政赤字を GDP の一定率の範囲に抑えることを政府に義務づける法律）の存在から、政府の資金拠出には限界がある。

このため、インフラプロジェクト案件におけるインドの旺盛な長期の資金需要に対して、民間資金を安定的に供給する観点からも、債券市場を育成することが重要となる。

アジア通貨危機との関係においては、インドも中国と同様に厳格な資本規制を敷いていたために影響は軽微であったが、その反面債券市場の整備は進んでいない。

3. インド債券市場の課題

足元のインド債券市場、特に民間債券市場は規模が小さく、今後拡大の余地が大きいと考えられる。主な課題としては、以下のようなものがある。

(1) 銀行

A. 債券の時価評価

銀行は保有債券の時価評価することが義務づけられている一方、貸出債権の時価評価は必要ない。よって、評価損益を計上することを嫌う銀行は貸出での対応を優先する傾向にある。また、特に金利上昇局面（＝債券価格低下局面）においては、債券投資に消極的にならざるを得ない。

B. 銀行の流動性が高い

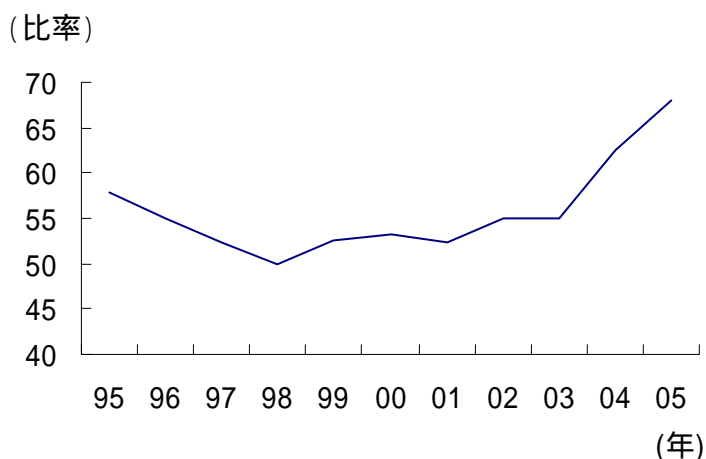
現在、銀行は資金調達に余裕があるために、流動性の乏しい貸出よりも流動性の高い債券で運用することを優先するインセンティブが働かない。但し、上述の通り、近年貸出残高が伸びてきており、将来的に銀行の資金調達が逼迫する場合には、銀行が流動性の高い債券を保有するインセンティブも働くであろう。

【表 1】

与信/預金比率 (CREDIT/DEPOSIT)

(単位%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
インド	57.9	55.1	52.3	49.9	52.5	53.3	52.3	54.9	55.1	62.5	68.1



C. 銀行の長期債券発行

現状、長期運用資金などのインフラプロジェクト以外の資金調達手段として、銀行の長期債券発行は認められていない。このため、発行体の層の厚さが十分でないという問題がある。

(2) 投資家

A. 投資家としての生命保険、ミューチュアルファンド

インドにおいては、生命保険、ミューチュアルファンドの運用に制限を設けている。この制限が、債券投資残高が伸びないひとつの理由である。生命保険、年金基金、個人などの投資制限を緩和することにより、長期資金運用ニーズを充足させることが債券市場活性化のためには必要となる。

B. 外国機関投資家 (FII) の投資上限

FII の民間債券投資には US\$ 500M の上限が設定されている。資本規制の問題もあろうが、他の代替できる手段により規制を行う (例えば届出や短期売却の禁止により、投機的取引を抑止する) ことで対応する一方、FII の投資上限は緩和することで債券市場を活性化することができると思う。

(3) 市場、その他

A. データ

現状、債券取引に関するデータの整備が不十分であり、投資家の投資判断基準となるよう即時に正確な情報を提供できるデータ整備が必要となろう。

B. 私募と公募の補完

公募債発行には費用、時間ともにかかる一方、私募債を頻繁に発行することに対する制限を設けていない。このため、公募債の発行残高が伸びない。

公募債発行残高を増加させるため以下のような手段が考えられる。

- ・公募債発行に必要な費用を軽減、発行までの時間を短縮する。
- ・私募債発行頻度を一定期間制限する。

C. ヘッジ手段整備

REPO や債券先物などの市場を解禁することにより、保有債券の価格変動リスクヘッジなどを行うことができるよう規制緩和が求められる。これにより、債券保有者は満期まで保有する以外のヘッジ対応も可能となり、流通市場での取引活性化に資するものとなる。

D. 決済問題

特に民間債券は相対での決済を要するために決済リスクが存在する。決済システムの整備により、証券の受渡しと資金決済を同時に履行する (Delivery Versus Payment) などのリスクのない決済システム整備が求められる。

E. アセットバック証券 (以下 ABS) を法律上の有価証券としていない

ABS は法律上の有価証券の定義に該当しないことから、取引所への上場が認められない等、様々な制約条件が課されている。ABS を法律上の有価証券とすることにより、制約条件が解除され、取引の活性化が期待できる。

F. 印紙税

州により印紙税が異なる。印紙税体系整備が望まれる。

【資料】

以下においては、与信、株式、国債、民間債残高の対 GDP 比較を、日本、中国、韓国、タイ、米国、インドについて行った。

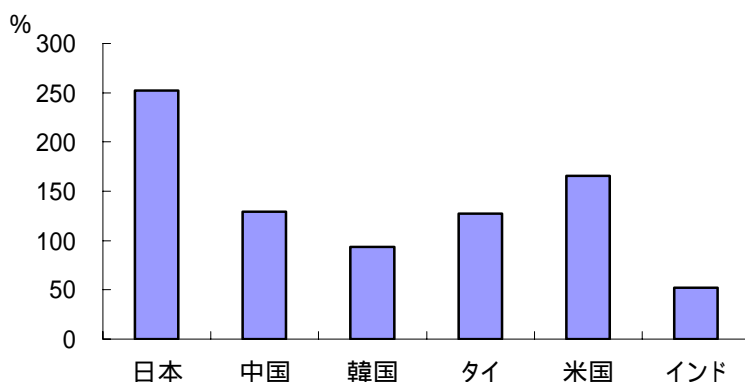
結果として、インドは、与信、株式、国債残高の対 GDP 比率が比較的高い一方、民間債の対 GDP 比率は極めて低いと言える。また、90 年代半ば以降、現在に至るまで民間債の同比率は増加する傾向にはない。

【表 2-1】与信残高/GDP (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	平均
日本	295.9	295.1	296.0	139.4	144.0	310.5	317.5	312.5	157.3	252.0
中国	90.9	98.0	106.3	120.2	130.6	132.7	140.6	166.4	177.9	129.3
韓国	69.9	74.5	86.1	78.1	96.6	104.0	110.4	116.9	105.6	93.6
タイ	136.5	98.8	140.4	164.9	141.9	121.7	112.0	116.0	113.0	127.2
米国	132.1	137.5	148.7	162.2	164.2	161.7	163.9	159.4	261.8	165.7
インド	48.5	49.8	49.7	45.1	49.6	53.4	54.7	58.5	57.3	51.8

(資料 World development indicator)

【表 2-2】与信残高/GDP (%) (1995 年から 2003 年平均)

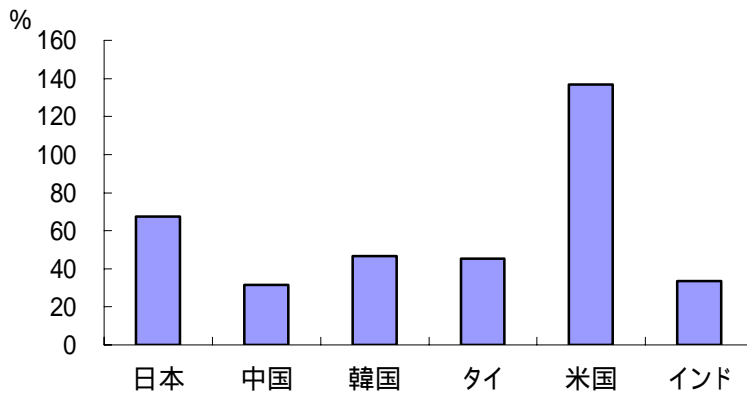


【表 3-1】株式時価総額/GDP (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	平均
日本	71.8	67.2	52.9	66.0	104.6	65.2	54.4	53.2	70.7	67.3
中国	6.0	14.0	22.9	24.1	33.4	53.8	45.2	36.6	48.1	31.6
韓国	39.9	28.6	NA	35.7	75.8	32.5	55.0	52.2	54.5	46.8
タイ	84.7	53.9	15.3	31.4	46.9	24.1	31.7	36.3	83.0	45.3
米国	98.6	115.6	144.4	163.4	181.8	153.5	137.2	106.4	130.3	136.8
インド	39.2	34.4	33.7	24.5	41.3	32.4	23.1	25.7	46.5	33.4

(資料 World development indicator)

【表 3-2】株式時価総額/GDP (%) (1995年から2003年平均)

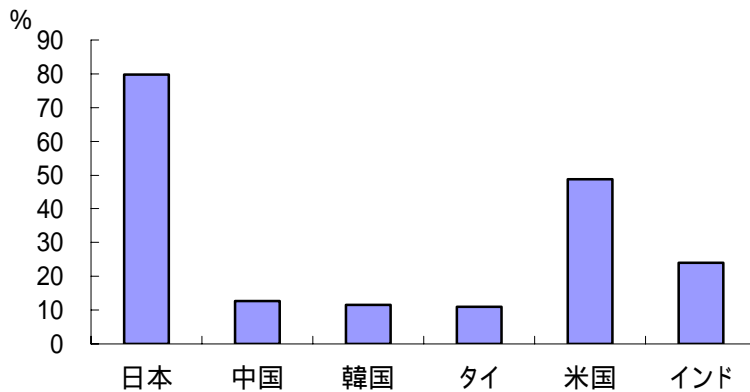


【表 4-1】国債発行残高/GDP (国内市場 各国比較) (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	平均
日本	46.7	51.0	53.0	71.8	81.9	76.2	87.2	114.2	135.6	79.7
中国	5.6	6.4	7.5	10.1	13.0	15.3	17.1	19.1	20.3	12.7
韓国	6.8	6.7	4.1	12.5	13.9	12.1	13.7	15.1	18.8	11.5
タイ	1.0	0.4	0.2	10.1	13.3	13.6	15.9	22.8	21.5	11.0
米国	58.0	56.6	53.6	50.7	47.5	41.8	41.5	43.3	45.6	48.7
インド	18.6	20.9	17.8	20.4	22.9	24.3	27.2	31.0	33.7	24.1

(資料 BIS 統計、World Bank)

【表 4 - 2】国債発行残高/GDP (国内市場 各国比較) (1995年から2003年平均)



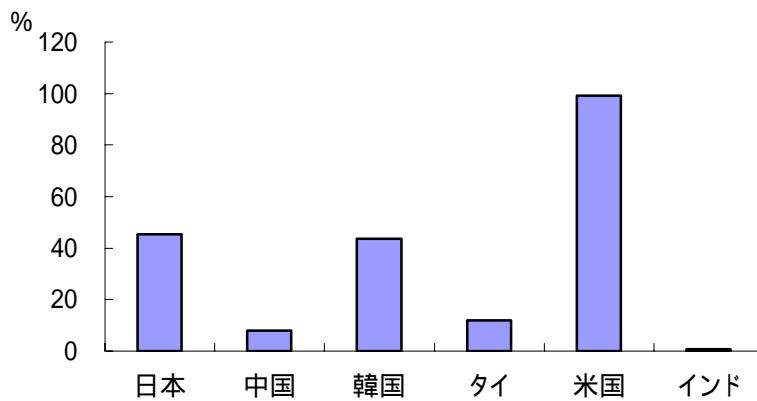
【表 5-1】

社債発行残高/GDP (国内市場 各国比較)(%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	平均
日本	36.8	43.9	43.2	51.3	52.3	43.9	44.4	46.0	46.2	45.3
中国	3.9	4.3	5.5	7.5	8.7	9.3	9.7	10.6	10.8	7.8
韓国	37.2	36.1	20.6	56.4	45.7	40.4	47.1	54.4	54.8	43.6
タイ	8.0	9.7	6.7	11.2	12.3	11.6	15.1	14.1	19.2	12.0
米国	83.6	86.8	89.3	97.0	102.1	103.9	107.2	109.7	113.1	99.2
インド	1.4	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6

(資料 BIS 統計、World Bank)

【表 5-2】社債発行残高/GDP (国内市場 各国比較)(1995年から2003年平均)



【表 6】

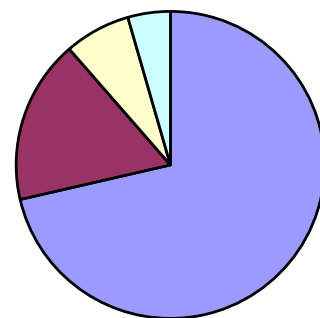
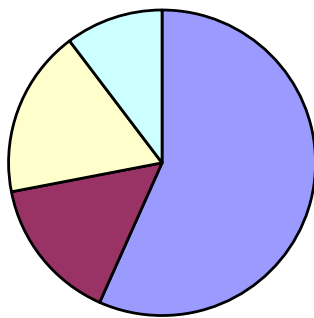
各国資金調達構成 (1995年から2003年平均)

日本

中国

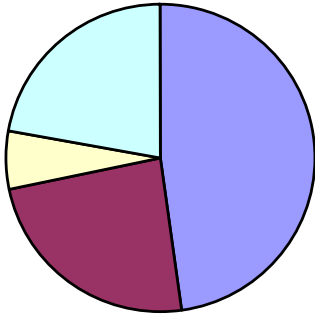
■与信残高 ■株式 □国債 □民間債

■与信残高 ■株式 □国債 □民間債



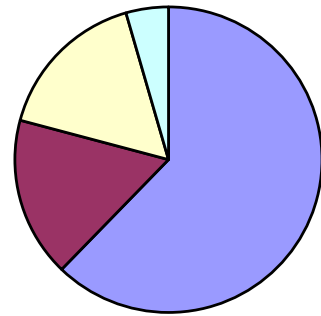
韓国

■与信残高 ■株式 □国債 □民間債



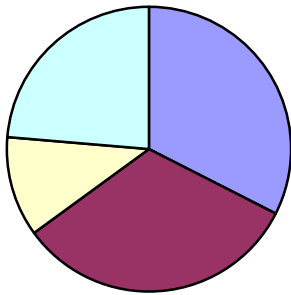
タイ

■与信残高 ■株式 □国債 □民間債



米国

■与信残高 ■株式 □国債 □民間債



インド

■与信残高 ■株式 □国債 □民間債

