

## 第4章 日本の協力方法の検討

インドの社債市場を俯瞰するとまず発行残高が対 GDP 比で極端に低い、次にセカンダリーマーケットについては売買の都度印紙税が発生し、また決済システムが未整備であると言った問題も残っている。市場参加者の観点からは生保・ミューチュアルファンドが社債で運用をするに当たっては金額に制限が設けられているなど運用商品としても使い勝手がよくない。こうした債券市場の現状を前提とする限り今後予想される、インフラ投資のための資金を供給する機能を社債市場に期待することは難しい。

既往の間接金融中心の金融体系において、銀行は預金の受入と貸出と言う古典的手法に集中することで金融の仲介機能は回ってきた。しかしインドの経済成長、製造業の成長に伴って製造業からの資金需要が増大しており、銀行の与信/預金比率は1998年の49.9%を底に2005年には68.1%まで上昇しており、将来的に銀行貸出が逼迫してくる可能性がある。

インフラ投資のための長期性資金を国内の債券市場に求めることは自然なことであり、インドの金融の有識者の間でも生保、年金基金、個人の資金を社債市場に呼び込むことに向けた努力が始まっている。特に、決済制度の近代化、Default時の債券保有者の権利保護の観点からTrusteeのシステム、債権回収のためのシステム整備が課題として認識されている。

一方、日本がインフラ整備資金供給のために何ができるかと言う観点から民間銀行、JBIC・NEXIといった政府系金融機関、仲介業者としての証券会社について見ていきたい。

### 1. 民間銀行 IIFC向け長期貸出

日本の大手民間銀行並びに主要地方銀行は長かった不良債権処理をほぼ完了し、資産の積み上げが可能な環境になっている。特にこれまで縮小してきた海外向け資産については積極的に積み上げを行っている。インドについては経済成長が著しいものの、これまで邦銀が大きな融資案件に関与することが少なかったため、今後、邦銀からの融資が大きく伸びる可能性がある<sup>7</sup>。日印租税条約では日本から直接銀行が貸出を行った場合、利子に対して10%の源泉徴収が発生するが、今後予想される邦銀によるIIFC向け貸出を展望した場合、源泉税率を0%に引き下げることが不可欠と思われる。また、インドに支店を有する邦銀が在インドの支店からIIFC向け貸出を行う場合は、現地でのSingle Exposure / Group Exposure Limit 規制に従うことになるが、IIFCの設立趣旨、インフラ案件では一件当たり資金需要が巨額となること等に鑑みて、少なくとも同社向けの貸出については前述の所謂大口貸出規制を緩和すると言った措置が望まれる。

### 2. JBIC並びにNEXIによる支払保証提供

JBIC並びにNEXIといった政府系金融機関には民間銀行の補完機能を期待するとの観点から、民間銀行では取り難いインドの長期のリスクを緩和するために保証を供与することが望まれる。特にIIFCが長期の資金調達をするに当たり、両者が本邦民間銀行では取り難い長期のインドのソプリンリスクを負担し、IIFCに対する5-7年を超える貸出について保証を提供するのであれば、民間銀行はインドのインフラ事業向け貸出に対して積極的な取り組みが可能となろう。

同様な取り組みはIIFCが日本の資本市場で円建ての債券を発行する局面でも可能であろう。特に10年と言った長期の債券発行を考える場合は、日本の一般的な投資家行動を前提とする限り、JBIC、NEXIの信用補完の有無が発行の成否を大きく左右する要素となろう。

<sup>7</sup> 2006年2月発行のインド輸銀のサムライ債は発行額の三分の一程度を日本国内の銀行が購入した模様。

### 3. 仲介業者としての証券会社

IIFC がインド政府の保証付きで資本市場において資金調達をする事を想定した場合、債券の引受・販売と言った仲介機能を果たす証券会社についても言及しておきたい。「具体的商品案」で提示しているように、ユーロ、グローバルと言った国際資本市場で債券発行を想定した場合、10年を超える満期であっても相応の発行条件であれば十分投資家の関心を集めることができる。これはこうした国際的な市場では格付によって指標化されたクレジットに対して、支払われるべきクレジットスプレッドの水準がかなり明確で、この基準に則った発行条件であれば、投資家からはある程度受け入れられる環境にある。

他方、日本においては多くの投資家にとって、債券が「投資適格」であるか否かの判断基準は必ずしも投資家が取るリスクに対して、妥当なリターンが確保されているかということではない。日本においては BBB の格付を取得しているか否かが大きな要素を占めており、インド政府保証で IIFC がサムライ債を発行する場合、投資家に広く受け入れられる期限は 7 年までと推測される。他方、日本の発行体は BBB 格を取得していれば国際市場ではまず達成不可能な低利の調達が可能であるが、BBB 格を失うと債券市場からの調達は困難となる。こうした日本の債券市場に見られる歪みは、近時発行が増加しているサムライ債の状況によってもある程度修正が進む事が予想される。

仲介業者としての証券会社に対しては、日本の投資家の間に、BBB 格未満の発行体による発行であっても信用力を反映したクレジットスプレッドが支払われるのであれば、当該債券の購入を検討する素地を醸成することが期待される。発行体と緊密な連繋を取りつつ、ロードショーといった機会を設け、投資家に対してきめ細かく会社概要を説明するといった努力が必要と思われる。

### 4. まとめ

インドの債券市場、特に民間債券市場の規模は現在極めて小さいが、今後インフラ関連資金を含む長期資金を民間から調達するためには、債券市場の活性化が不可欠といえよう。

本レポートで紹介した通り、アジア各国においては国際機関や日本の政府系金融機関の協力を得て、自国の債券市場活性化を図ってきている。

インドにおいては、段階的に債券市場制度を整備し、民間金融機関も投融資できる案件の積極的組成を通じて投資家層の拡大に努めることが、今後の債券市場活性化のために最も重要であると考えられる。

まずは、本レポートで紹介した国際機関による、または国際機関の信用補完のある債券の発行等により、着実に発行体、投資家の啓蒙を行うことから開始すべきではないだろうか。適切な商品であれば、インド輸出入銀行のサムライ債発行の成功が示すように、日本の投資家の受け入れる素地は大きいと考える。

以上