

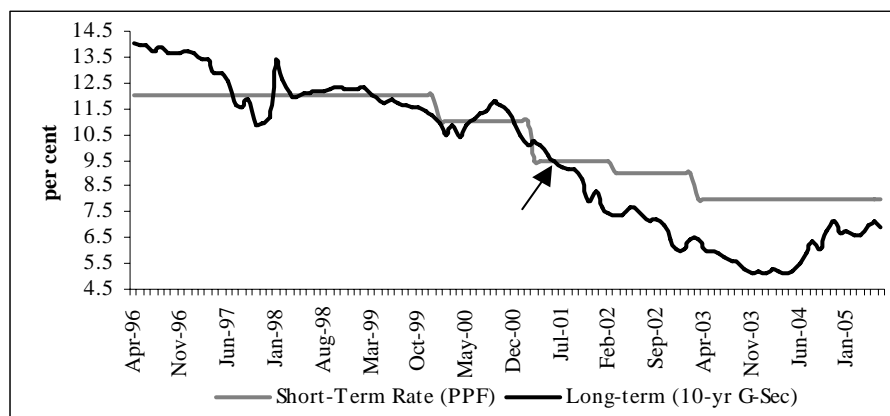
2. 債券市場とマーケットのマイクロ構造

2.1. 金利規制緩和

ここ 15 年間でインドの金融市場は徐々に成熟してきた。1991 年以降、インドの金融市場改革の主要な方策が取られている。1990 年代には、政府財政赤字のインド準備銀行（RBI）による引き受けを終わらせるという決定がなされ、合わせて公債の入札制度を導入し、金利自由化への取り組みがゆるやかに始った。金利自由化の影響は、当初は金利上昇として現れたが、RBI の公債管理政策と市場のマイクロ構造の改善により金利は徐々に下がった。

統制金利が段階的に少なくなり、低インフレや十分な流動性と相まって、インドの金利は引下げられた。経済の段階的な開放もまた、国内金利をグローバルな金利水準に引き下げることに繋がった。

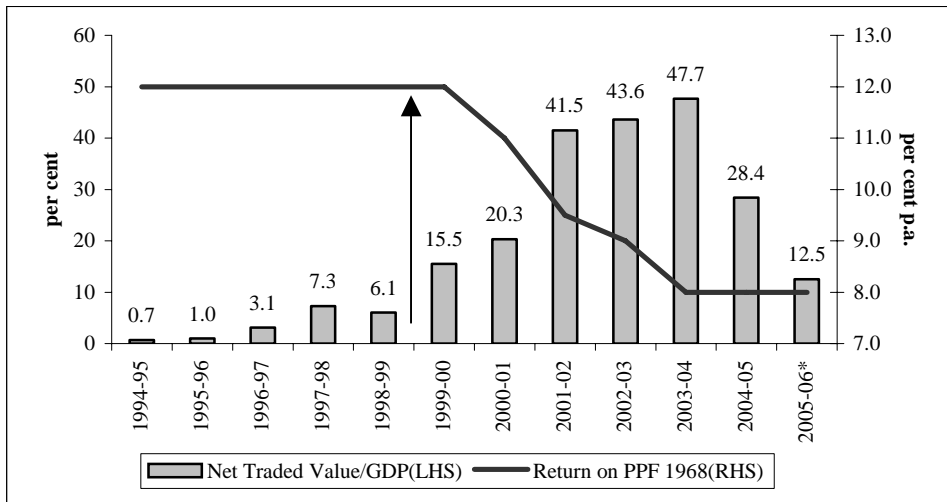
図 1: 金利構造の推移



出所: インド準備銀行 (RBI)

他の市場改革の実施とともに RBI による公債市場での金利の規制緩和、公債市場へのプライマリーディーラー制度 (PD) の導入、郵便貯金や公的退職金制度などの政府の少額貯蓄制度において統制金利を整理することによって、債券取引高の対 GDP 比は 15.5% から 47.7% まで目立った増加を示した。しかしながら、近年その取引高は減少している。これは信用格差に伴う銀行融資への需要増加と流動性の引き締めによる金利上昇のリスク回避の表れである。

図2: 金利の自由化と債券市場における純取引高



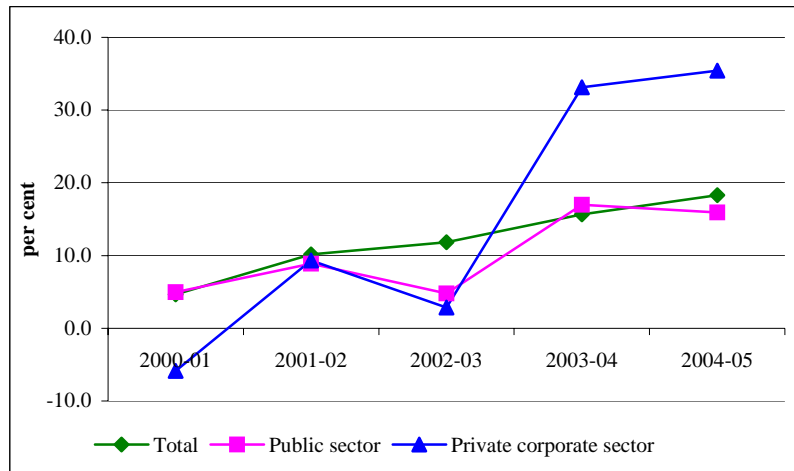
出所: RBI

2.2. 増加する社内資源

インドの債券市場の発展を見る場合、検討すべきもう一つの重要な側面は、広範なセクターで経済成長に刺激が与えられることである。今進行中の産業の浮揚は主として製造業セクターの先導によるものであった。2002年度から2005年度の間、製造業セクターは平均で8.1%成長した。

図3は、総資本の形成が2003年度と2004年度の間に大幅に増加したことを示唆している。総投資は2年間で平均17%伸びたが、民間企業投資は同じ期間で34%の力強い成長を記録した。一方2004年度の公共部門投資は16%の成長であり、適度な減少で過熱することを防いだ。資本形成が増加するために資金需要が増加し、この状況が債券市場による資本の提供を促したが、投資の増減パターンは債券市場で調達された資金調達のパターンと一致していない。民間企業部門(投資で最も高い成長率を記録した)による債券市場からの調達資金量は、政府による調達に比べ明らかに低いものであった。

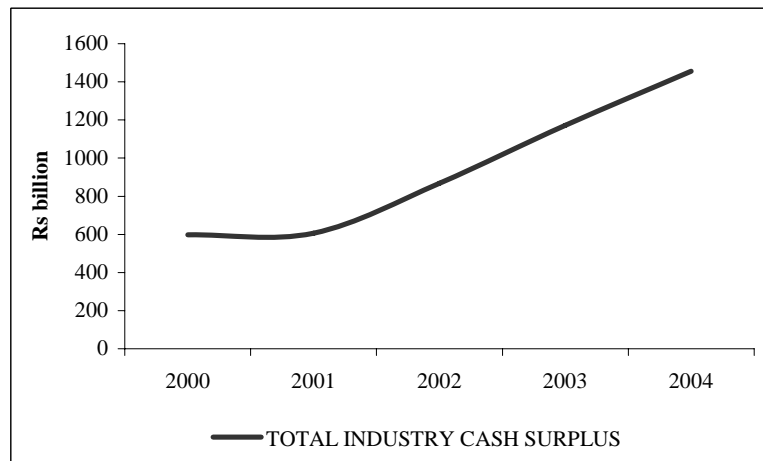
図3: 債券市場の成長と経済成長



出所: インド政府中央統計局 Central Statistical Organization, Government of India

民間企業が債券市場をあまり利用しない理由の1つに、企業の余剰現金が増加していることが挙げられる。産業界の余剰現金は2000年の5,970億ルピーから2004年の1兆4,550億ルピーへと年平均25%増加した。この巨大な現金余剰と私募債への依存が高いことが相まって民間企業の社債の発行を減少させた。

図4: 産業全体の資金保有量



出所: Prowess

2.3. 債券市場の規模

世界的には債券市場は株式市場の3倍から4倍の規模になるが、インドの債券市場は株式市場に比べ非常に小さい。これは国内の債券市場が近年ようやく規制が緩和され、自由化された、比較的初期の発展段階にあるからである。インドの債券市場は2つの主な部門、公債

市場および社債市場から成る。公債は債券市場の大部分を形成しており、発行総額、資本総額、時価総額の90-95%を占めている。特にこの2～3年間、公債市場は大きく成長している。既発債市場の国債の累計取引量は1998年の1兆6100億ルピーから2004年には21兆8990億ルピーへと相当な伸びを示した。

表1:国際比較—2004年

	総未払い債務 (10億米ドル)	対GDP比 (%)
アメリカ	19186.6	163.5
欧州	9570.2	93.3
日本	8866.7	182.9
韓国	568.4	75.5
ブラジル	371.6	56.2
インド	239.2	34.8
マレーシア	106.6	90.5
チリ	41.8	41.0

出所:国際決済銀行(BIS)、ブルームバーグ、スタンダード&プアーズ、国際通貨基金推定値

規模で言えば、インドの債券市場は日本と韓国に続いてアジアで3番目である。しかし、米国やユーロ圏など他の経済圏と比べるとそれほどうまくいっていない(表1参照)。インドの国債発行残高は2004年末には、2,392億USドルで対GDP比34.8%であり、日本の対GDP比183%に比べると明らかに低い。他の新興経済と異なり、インドの債券市場は、まだ十分発達したものでなく、資金調達の面からいけば融資と株式市場に次ぐ役割しか担っていない。

表2:総発行済債券

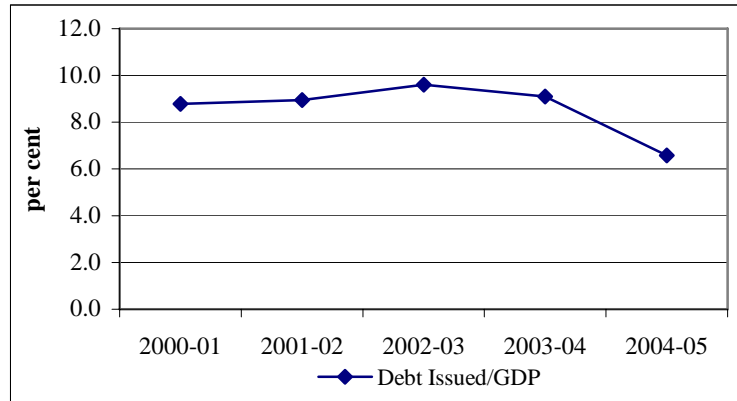
	総発行済債券(100万ルピー)			成長率(%)		
	総発行済債券	社債	国債	総発行済債券	社債	国債
1999-00	1727	594	1133	--	--	--
2000-01	1850	565	1284	7.1	-4.9	13.3
2001-02	2040	515	1525	10.3	-8.8	18.8
2002-03	2350	531	1819	15.2	3.1	19.3
2003-04	2509	527	1981	6.8	-0.8	8.9
2004-05	2050	594	1456	-18.3	12.7	-26.5

出所:インド準備銀行

注:CP、CDのような短期の金融商品を含む

また、インドの債券市場は特に社債市場の規模においてはさらに後れをとっている。発行済債券市場において社債の占めるシェアは、1999年度の34%から2003年度の21%まで低下したが、2004年度には29%にまで回復した。

図5:発行済債券比率の対GDP比



出所:ナショナル証券取引所、インド準備銀行

2.4. 監督者

証券市場での各監督者の役割を規定しているのは証券管理法(SCRA)である。この法律に基づいて、RBI は公債市場と通貨を規制する権限を持ち、金融市場における債券(CP、CD)と公債市場の監督を司る。非政府債券市場はSEBIによって規制されている。また、SEBIは証券取引所を管轄するので証券取引所における公債の取引について両者(RBIとSEBI)の監督権限は重なるため、協働して規制することとなる。どのような場合でも、1999年にRBIの総裁を座長として各証券市場と保険監督者の長とメンバーとしての財務省秘書官により組織された金融・資本ハイレベル共同委員会(HLCCFCM)が法律上のすき間を埋め、重複を調整することになっている。

2.5. 債券発行者

2.5.1. 政府

インド政府が発行する国債は、州政府や国家機関(インド産業開発銀行(IDBI)のような金融機関など)とともに、債券市場で取引される債券の大部分を占めている。巨額の財政赤字がこの市場の大きさに影響を与える要因となっている。

政府が債券を発行することと公債市場が発展することとは両立しうる。活発な既発債市場があれば公開市場操作などの間接的な手法を通じて金融政策が有効に発動される。また、効

率的な公債市場があると社債市場が発展する例がしばしば見受けられる。このことは公債市場の重要性を示しており、公債市場が確立して、効率的に運営されることが不可欠である。

表3: 国債発行残高と総債券残高(2004年)

	総未払い債務 (10億米ドル)	国債 (10億米ドル)	総未払い債務における 国債の割合 (%)
米国	19186.6	5526.4	28.8
日本	8866.7	6836.7	77.1
韓国	568.4	171.6	30.2
ブラジル	371.6	295.9	79.6
インド	239.2	235.0	98.2
マレーシア	106.6	45.2	42.4
チリ	41.8	20.0	47.8

出所: 国際決済銀行(BIS)、ブルームバーグ、スタンダード&プアーズ、国際通貨基金推定値

この20年間の財政赤字の増加によって、インドは大量の公債を発行するようになった。これによって国内債券市場は拡大し、その規模だけでなく市場参加者も増加した。しかし、ここで考慮すべきもう一つの側面は、2008-09年に経常赤字を無くし、財政赤字を対GDP比で3%まで減少させることを目的とした財政責任・予算管理法(FRBM法)を中央政府が遵守しなければならないということである。この目標が達成されると、政府借入が減少するため、公債市場の規模が縮小するだろう。これは、経済の拡大には逆効果であり、公共部門と民間部門の需要に合わない可能性がある。

2.5.2. 民間企業部門

世界的な潮流とは逆に、インド企業は債券や無担保手形(コマーシャルペーパー:CP)による金融市場からの資金調達にほとんど関心を示していない。このような資金調達の傾向は、主として銀行融資への満足度が高いことに拠るものである。年々、民間企業への信用供与は急激に拡大し2004-05年度には5,324億ルピーに達した。これらの資金は対外商業借入れの未曾有の増加と相まって、民間企業の銀行借入を増加させることとなり、債券の公募発行への依存度が減っているのである。

表4:企業資金の主要財源(10億ルピー)

	発行量				企業への資金の移動 (%)			
	2001-02	2002-03	2003-04	2004-05	2001-02	2002-03	2003-04	2004-05
銀行の融資	106.8	313.0	175.0	532.4	63.7	149.6	37.9	45.4
ノンバンクによる企業への資本移動(1から5)	60.8	-103.8	286.7	639.5	36.3	-49.6	62.1	54.6
1. 資本発行 (i と ii) (注1)	45.3	6.4	24.2	132.6	27.0	3.1	5.2	11.3
i) 非政府系公的企業(a と b)	41.8	6.4	23.2	105.8	25.0	3.1	5.0	9.0
a) 債券	33.0	2.2	0.0	0.0	19.7	1.0	0.0	0.0
b) 株式	8.8	4.2	23.2	105.8	5.3	2.0	5.0	9.0
ii) PSUsと政府系企業	3.5	0.0	1.0	26.8	2.1	0.0	0.2	2.3
2. ADRまたはGDRの発行(注2)	22.1	34.3	31.0	29.6	13.2	16.4	6.7	2.5
3. 対外商業借入(ECBs)(注3)		-114.2	181.1	388.9		-54.6	39.2	33.2
4. CPの発行(注4)	9.3	18.1	23.1	41.1	5.5	8.7	5.0	3.5
5. FIによって拡大された金融支援	-19.4	-48.5	27.2	47.3	-11.6	-23.2	5.9	4.0
企業への資本移動の総量	167.6	209.2	461.7	1171.9				

(注1): 銀行や金融機関以外の発行総額。合計額は資本発行における銀行による投資は除外していない。

(注2): 銀行や金融機関による発行を除外した国際預託証券(GDR)、米国預託証券(ADR)、そして外国通貨転換社債(FCCB)である。

(注3): 短期借入と2003年10月に実施された再建債券インド債(Resurgent India Bonds :RIB)の償還の調整を含む。

(注4): 銀行や金融機関のCP発行分は除く。

(注5): 2004-05年の留保利益と減価償却費のデータは非金融・非政府系企業1273社の結果に基づいている。

2004-2005年の留保利益の純利益に対する比率は60.4%であり、2003-04年と同等である。

出所:インド準備銀行

民間企業の発行した社債はここ数年増加しているが、それらは私募形式がほとんどである。公募債のシェアは1995-96年の22.7%から2004-05年には6.9%に低下した。

表5:企業部門によって調達される資金(10億ルピー)

年	公的株式発行	債券発行			資金調達額
		公募	私募	全体	
1995-96	88.8	29.4	100.4	129.8	218.6
1996-97	46.7	70.2	183.9	254.1	300.8
1997-98	11.3	19.3	309.8	329.1	340.5
1998-99	5.0	74.1	387.5	461.6	466.6
1999-00	29.8	47.0	550.7	597.7	627.5
2000-01	24.8	41.4	524.6	566.0	590.7
2001-02	10.8	53.4	454.3	507.7	518.5
2002-03	10.4	46.9	484.2	531.2	541.6
2003-04	178.2	43.2	484.3	527.5	705.7
2004-05	214.3	41.0	553.8	594.8	809.1

出所:Indian Securities Market Review、ナショナル証券取引所

企業は銀行と同じく、資金を定期預金を通じた小口市場から融通している。現在、会社法は資本金と任意積立金の50%まで銀行預金を認めている。信用格付の高い会社は、大口の貸

し手や投資家から私募で資金を得る傾向があり、公募債市場を活用しようとしなない。情報公開の質や種類など、公募債市場を利用する場合の要求事項は通常より厳格であるため、企業が公募債を利用する際の一番の制約となっている。

社債の発行を促進するために、政府は企業の私募債を 50 以上の投資家に割り当てるのを禁止すると宣言した。しかし、多くの企業は最初の発行の段階で 50 未満の投資家に私募債を発行するという回避策をとり、投資家はさらに広範な投資家に切り売りするため、政府の目的は無効になっているのである。

しかし、最近になって数々の改革や重要な構造改革がインドの金融・資本市場で実行されている。この改革は、特に膨大な数の投資家の便となるような観点から、小口債券市場を利用する際の問題点を解消していこうとするものである。

銀行融資の問題についていえば、現在のシステムは現金管理の責任が銀行に負わされているので、借り手優位になっている。安全性基準に従って負債・資産のマッチングの重要性が強調され、かつての開発系金融機関が次第に長期資金を提供しなくなってきたので、長期資金を提供する市場は債券市場にならざるを得なくなっている。また、金利リスクをヘッジするためのデリバティブ市場ができれば、債券市場の活性化に役立つであろう。

2.6. 各種証券

政府や企業など主な発行者、公的部門や銀行のような他の主体もまた資金需要を満たすために債券市場を活用している。これら主体のニーズの違いが、償還期限や利回り構造の異なり、違うタイプの債券の発行につながった。

短期金融市場は短期的な資金の需要や調達を取り扱うので、満期が一年未満の債券を活用する。マネーマーケットのもっとも重要な特徴は、流動性の高さである。金利に対する税の源泉徴収がないという特性と相まって非常に魅力的な投資源になっている。主に取引される資金調達手段はコマーシャルペーパー (CP)、譲渡性預金証書 (CD)、そして短期証券 (T-bill) である。

下の表はインド債券市場のあらゆる参加者と発行されている債券を挙げている。

表6:債券市場における参加者と商品

発行者	債券	満期	主な投資者
中央政府	確定日付債券 T-bill	1~30 年 91,182 または 364 日	インド準備銀行, 銀行、保険会社、準備基金、投資信託、プライマリーディーラー、個人
州政府	確定日付債券	5~10 年	銀行、保険会社、準備基金
PSU (中央または州)	債券	5~10 年	銀行、保険会社、企業、準備基金、投資信託、個人
企業	債券、社債 CP	1~10 年 15 日~1 年	銀行、投資信託、企業、個人
プライマリーディーラー	CP	15 日から 1 年	銀行、企業、金融機関、投資信託、個人
銀行	劣後債 CD	最低 5 年 3 ヶ月から 1 年	銀行、企業

出所:インド準備銀行

CP：主に企業によって発行される。CP 発行のためには、認定格付け機関から少なくとも P1 に格付けされていなければならない。留意すべき重要な点は CP による資金調達は新規借入を意味するのではなく、企業が利用できる銀行借入限度の一部に代わるものであるということである。

CD：銀行は満期 1 年未満の CD を発行することを許可されており、それ以外の金融機関は 1 年以上の満期での CD を発行できる。インドの CD 市場が活発である主な理由は、この発行は銀行の準備預金の対象とはならないからである。

T-bill：T-bill はインド政府の要請でインド準備銀行によって発行される。したがって、実質的には国債の一種である。現在 T-bill は償還期限 14 日、91 日、364 日のものが発行されている。投資家は、指定の時間に競争入札しなければならない。競争入札によらないものは、時価よりも低い価格で入札者に割り当てられる競売（州政府やその関係企業、法定の公社、個人など特定者のみが参加できる）を通せば認められる。

長期債：満期 1 年以上である。主なものは、インド政府確定日付債券（GOISEC）、州政府債券（State loans）、公的セクター債券（PSU bond）、そして社債である。これらの大部分は利付債である。つまり、金利の支払いは予め決められていた日よりも前倒しで支払ってもよい。

インド政府確定日付債券（GOISEC）：中央政府に代わってインド準備銀行により発行され、毎年予算案として議会を通過した借入プログラム（連邦予算）の一部を形成する。満期は 1 年から 30 年である。GOISEC は年間を通じてインド準備銀行が事前に定めた金額で入札形式で発行されるが、T-bill とは違い、入札期日があらかじめ定められていない。最近では、インド準備銀行はインフレ連動債やゼロクーポン債といった新たな革新的調達法を導入している。

州政府債券（State loans）：州政府によって発行されるものの、インド準備銀行がこの債券の販売過程を決定している。その全体のプロセスは、販売から入札での割り当てに至るまで GOISEC のそれと同じである。また、本債券は SLR の対象で、金利の支払いや他の側面においても GOISEC に類似している。この債券には中央政府からの保証など何もないが、非常に安全な債券であると信じられている。一つの重要な点は、州政府債券の金利は GOISEC よりも少し高いということであり、それは多分、国債に準じるものと位置づけられていることを示すものである。

公的セクター債（PSU 債）：一般的に私募によって発行される長期債券である。財務大臣によって、非課税債券を発行する権利を認められた PSU もある。市場金利を支払う余裕のない PSU にとって、金利コストを減らすためになされた。

公的金融機関債（PFI）：金融機関は二つの方法で債券発行を認められている。一つは個人投資家や投資信託のための公募発行であり、二つ目は大手機関投資家に対する私募発行である。

社債：民間企業により発行される長期債券で、1年から10年を満期としている。PSU債に比べ、流動性はおしなべて低い。

表7は債券市場における国債の重要性を明らかにしている。これらはナショナル証券取引所(NSE)の大口債券市場(WDM)部門で取引量の大半を占めている。

表7:ナショナル証券取引所の大口債券市場(WDM)で取引される証券の種類別発行額
(10億ルピー)

	1998-99	1999-00	2000-01	2001-02	2002-03	2003-04	2004-05
政府確定日付債券	9.46	11.13	10.82	11.41	11.18	11.07	4.32
T-bill	1.14	0.45	0.72	0.34	0.39	0.54	0.47
PSU/機関発行債	0.29	0.06	0.12	0.08	0.17	0.24	0.10
その他	0.89	0.36	0.34	0.17	0.26	0.14	0.10

出所：ナショナル証券取引所
注：2004-05年は4月から8月

2.7. 取引、決済、および清算

2.7.1 公債

公債は、金融機関などの窓口と証券取引所で取引が出来る。相対ディーリングシステム(Negotiated Dealing System : NDS)ができたことで、公債市場でのブローカーの役割は小さくなった。市場参加者は直接相対取引(NDSに取引を報告することを要件とする電話取引のような相対取引)をすることも、匿名のオーダーマッチングメカニズム(NDS-OMモジュール)を通じて取引することも出来るようになった。

証券取引所における取引はT+2ローリング決済ベース(取引の2営業日後に決済)で行われるが、このシステムでは決済はT+1ベース(翌日決済)となる。NDSでは決済がインド清算会社(Cleaning Corporation of India : CCIL)により清算と交換が継ぎ目なく行われているのに対して、証券取引所における取引はそれぞれの代行会社を通して決済・清算がなされている。RBIは政府発行有価証券保有の記録役なので、RBIが公債の最終決済をしている。

CCILの設立により、決済機能は非常に改良された。CCILが決済保証基金の支援を受けて決済保証の中心的な担い手となることや多面的な相殺決済ができるようになったことを通じて、決済機能の改良が可能となったのである。

2.7.2. 社債

現在、社債取引は3つの異なった方法で実行されている。

(i) 関係者間の直接取引：相互取引の決済は、小切手を用いた中央銀行預け金の決済または保管機関の証券の移管によって行なう。

(ii) 仲介業者を通じた取引：仲介業者は買い手と売り手を集めて、取引の実行に協力し、最

終的には、当該仲介業者が登録証券取引所宛に取引を報告する義務を負う。

(iii) 証券取引所での取引：社債は匿名の注文システムによって取引され、決済は決済機関を通して当事者代理人契約という形で行われる。

最初の2つの方法は、買い手と売り手の間で直接お金と証券が交換されるので、機関投資家によって、頻繁に利用されている。債券市場を発展させるためには、機関投資家が社債市場の大部分を形成するので、特に機関投資家である売り手と買い手の要求を満たす取引の方法を構築する必要がある。世界的には債券市場は店頭市場として機能している。機関投資家のための特別の取引方法が必要なことは、最近、SEBIによって認識されてきた。証券取引所は、市場の他の部分の価格形成プロセスによらずに、5,000万ルピー以上の個々の取引を実行できるような方法を構築することを認められている。

2.7.3. 清算と決済システム

取引報告システムは、社債の既発債市場での発展の第一歩である。したがって、取引報告システムは、取引の正確性と完全性が確認され、決済が行なわれるような清算・決済システムと密接に連携している必要がある。既発債市場での取引は、現在、取引当事者間で相互に決済が行なわれている。市場全体のリスク軽減のためには、債券市場での取引の清算と決済が、世界的な決済のベストプラクティスに沿った清算・決済機関を通して、確立された清算と決済の手続によって行なわれることが不可欠である。

現在、社債の組織立った決済システムは構築されていない。決済リスクは、証券取引所に報告される直接またはブローカー経由の取引の場合に比較的高い。証券取引所の匿名の取引システムを通して実行されたわずかな割合の取引だけが、決済リスクが適切に保証されている確立された決済システムによるものである。

清算会社は、社債取引の決済に適切なリスク管理のメカニズムを構築すべきである。公債取引と社債の保証された決済の原理は同じであるが、社債のリスクは以下の2つの要因により非常に高い。公債の場合には信用リスクがないが、トリプルAの社債でさえ信用リスクがないわけではない。第二に、公債の流動性は社債よりもはるかに高い。したがって、市場価格リスクは社債の場合のほうがはるかに高い。社債のこれらの2つの特徴から、清算会社は、決済保証を提供する場合、はるかに高いマージンをとらなければならないだろう。