

金融庁委託

インド債券市場に係る委託調査

2020 年 3 月

公益財団法人 国際通貨研究所
Institute for International Monetary Affairs

本報告書は金融庁からの委託に基づいて、国際通貨研究所がインド債券市場に係る調査を行ったものである。

我々が今回の調査に際して仕様書に基づき行った具体的な作業は以下の通りである。

- (1) 関連資料の収集・分析
- (2) 国内・現地聴き取り調査
- (3) 中途段階での依頼者との意見交換
- (4) 報告書執筆

なお、(2) 国内・現地聴き取り調査については、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う海外渡航や行動に関する制約から、電話やメールでの情報収集・意見交換により実施した。

2020 年 3 月

公益財団法人 国際通貨研究所

目次

はじめに	3
略語	4
要約	5
1. インドにおける金融システムの現状.....	7
(1) 全体感	7
(2) 企業の資金調達構造.....	8
2. インド債券市場の現状.....	13
(1) 国内市場（市場規模・市場構造）	13
① 国債市場	13
② 社債市場	17
(2) オフショア市場.....	21
① 外貨建て債券.....	21
② ルピー建て債券（マサラ債）	21
③ 円建て債券（サムライ債）	23
(3) 参加者層	24
① 商業銀行	24
② 保険会社	27
③ 年金基金	30
④ 投資信託	33
⑤ 外国ポートフォリオ投資家.....	36
(4) インフラ機能	38
① 取引・決済システム.....	38
② 格付け機関	40

③ 企業情報・信用情報サービス.....	41
④ 税制	41
(5) 主要省庁・規制当局.....	42
(6) 関連規制等	44
3. インド債券市場の評価と今後の課題.....	45
(1) 発行体・債券の種類.....	45
(2) 投資家層	45
(3) 取引コスト	46
(4) 監督体制・法的枠組み.....	47
4. 政府・規制当局の施策.....	49
(1) これまでの取り組み.....	49
(2) 近年の施策	52
5. わが国当局への提言（日印間での協力余地等）	53
(1) インドの債券市場の機能改善に向けた取り組み.....	53
(2) クロスボーダー投資の促進.....	53
おわりに	55
参考文献	56

はじめに

インドは13億人超の人口を擁し、2020年代には人口が中国を上回り世界最大となることが予想されている。足元は、商業銀行の不良債権問題やノンバンクの信用問題を発端とした流動性ひっ迫など金融仲介機能の低下が景気拡大の重石となっているものの、中長期的には7%程度の高成長の持続が見込まれている。

こうしたインドにおける市場の成長性に対する日本企業の関心は高く、国際協力銀行の「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告—2019年度海外直接投資アンケート結果（第31回）—」における今後3年程度の有望な事業展開先国で、インドが3年ぶりに首位に返り咲いた。実際、日本企業によるインド事業が幅広い業種で本格化する兆しもみられる。

2019年5月末に発足した第2次モディ政権は、製造業振興策「メイク・イン・インド」や、今後数年でインドの経済規模を5兆ドルへ引き上げるという目標の実現に向けて、法・税制改革や規制緩和の推進などを通じたビジネス環境の改善に取り組んでいる。インドでは慢性的な財政赤字が続くなか、インフラ投資の加速や企業の産業競争力強化に向けては、民間部門や海外資金の活用が不可欠である。しかし、企業の資金調達手段としては、伝統的に銀行借入や株式市場への依存が高く、債券市場の活用は一部の大企業に限られており、金融・資本市場のさらなる改革が求められる。

本調査では、以上のような問題意識に基づき、インドにおける社債を含めた債券市場の現状と課題について整理したうえで、日印間での協力余地を検討することが目的となる。

略語

BSE	Bombay Stock Exchange
CBLO	Collateralized Borrowing and Lending Obligation
CCIL	Clearing Corporation of India Ltd.
CCP	Central Counter Party
CROMS	Clearcorp Repo Order Matching System
ECB	External Commercial Borrowings
EPFO	Employees' Provident Fund Organisation, India
FDI	Foreign Direct Investment
FPI	Foreign Portfolio Investor
GIC	General Insurance Corporation of India
GOI	Government of India
HDFC	Housing Development Finance Corporation
IBC	Insolvency and Bankruptcy Code
IRDAI	Insurance Regulatory and Development Authority of India
LIC	Life Insurance Corporation of India
NCLT	National Company Law Tribunal
NDS-OM	Negotiated Dealing System-Order Matching Segment
NPS	National Pension System
NSE	National Stock Exchange
NSDL	National Securities Depository Ltd.
PD	Primary Dealer
PFRDA	Pension Fund Regulatory and Development Authority
RBI	Reserve Bank of India
SEBI	Securities and Exchange Board of India
SGL	Subsidiary General Ledger
SLR	Statutory Liquidity Ratio
TREPS	Tri Party Repo Dealing System

要約

■インドにおける金融システムの現状

インドにおける金融システムの規模（GDP 比）を概観すると、株式市場については主要アジア諸国と比較しても遜色ないものの、銀行部門や債券市場、なかでも社債市場については相対的に発達が遅れている。

非金融企業の資金調達は、総じて銀行を中心とする国内金融機関からの借入への依存が高いものの、大企業ほど債券や外国金融機関からの外貨建て借入など資金調達手段の多様化がみられる。さらに足元では、商業銀行の不良債権問題やノンバンクの信用問題を発端とした貸出余力の低下などを背景に、国内金融機関の貸出が伸び悩むなか、インド企業による海外からの資金調達が拡大している。資金調達手段の多様化は、貸し手にとっては銀行を中心とする国内金融機関に偏在しているリスク資産の分散などメリットが期待される。もっとも、海外からの資金調達は一部の地場大手や多国籍企業に限られ、中小企業の資金調達環境は依然厳しいことに変わりはない。また、旺盛なインフラ需要を賄うための資金源として、民間資金の活用への期待が高まっており、国内における金融仲介機能の改善とともに、債券市場の育成が不可欠となっている。

■インド債券市場の現状

インドの債券市場は、国債市場を中心に拡大してきた。政府が財政赤字をファイナンスするために国債を発行し、円滑な消化のため、国内の銀行等に対して一定割合の国債の保有を義務付けてきたことなどが背景にある。1991 年の国際収支危機後の経済構造改革のなかで、国債市場の改革は重要分野と位置付けられ、中央銀行であるインド準備銀行（Reserve Bank of India: RBI）が主導し、規制緩和のほか、実際の発行業務やセカンダリー・マーケットの整備などを進めてきた。

他方、社債市場については、大半が私募発行によるもので、多くが機関投資家によって満期保有されており、セカンダリー・マーケットでの流動性は低い。2007 年以降、インド証券取引委員会（Securities and Exchange Board of India: SEBI）主導で社債市場の整備・改革が本格化し、公募債発行に関して手続きの簡略化や期間の短縮化などが図られているものの、依然として私募債発行に比べて時間やコスト面での負担が大きい点は変わらないとみられる。さらに、インドの社債市場の発展を阻害する要因として、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）市場や破産手続きなど、企業の債務不履行に伴うリスクヘッジや投資家の利益保護に関わる制度が脆弱なことが大きいと考えられる。

近年は、インド企業による円建て（サムライ債）やルピー建て（マサラ債）の発行も徐々に拡大している。マサラ債の発行による資金調達は、為替変動リスクやそのヘッジコストを軽減するメリットが期待される。また、投資家にとっては、高い利回りに加えて、インド国内債券への投資に比べて簡素な手続きなどが魅力と考えられる。サムライ債による資金調達は、円債市場における低金利での調達がメリットである。また、日本の投資家にとっては、低金利の長期化により運用難が続くなかでの相対的に高い利回りが魅力と考えられる。

■インド債券市場の評価と今後の課題

インド債券市場の課題としては、限られた数の発行体が多く種類の社債を発行している点が挙げられる。また、個々の社債の発行残高が相対的に小さくセカンダリー・マーケットでの取引は不活発である。このため、公募発行手続きのさらなる簡素化、証券保管振替機構やクレジット・デフォルト・スワップ市場の未整備なども課題である。

主要な債券投資家に対する国債保有義務が投資対象の自由な選択を狭めており、流動性資産保有比率（Statutory Liquidity Ratio: SLR）等のさらなる引き下げ等が望ましい。また、海外証券投資家（Foreign Portfolio Investor: FPI）への投資規制の撤廃やユーロクリア決済の実現等を通じて投資の自由度を高めるべきである。主要な債券指数にインド国債が採用されれば、投資家のすそ野を広め安定的な資本流入を招くことも可能になるとみられる。

■わが国当局への提言

インドの債券市場に投資する日本の投資家の知見や日本の社債市場の発展過程などを現地の当局者に還元し、社債市場の機能の改善に向けた取組みを支援することが可能である。

日本からインドへの債券投資に関しては、債券売買に係わる為替取引の自由化、国債取引の証拠金制度や税務代理人制度の撤廃、債券投資枠の撤廃や外国人投資家のインカム・キャピタル課税の撤廃などによる投資環境の整備を通じてこれを促すことができる。

また、日印間の債券投資に関しては、債券投資 ETF の相互上場等も検討され得る。インドのサムライ債発行体のすそ野を広げるためには、サムライ債市場に関する知見の提供などに加え、インド政府機関によるサムライ債発行に対する JBIC による部分保証なども活用可能である。

1. インドにおける金融システムの現状

(1) 全体感

インドにおける金融システムの規模（GDP 比）を概観すると、株式市場については主要アジア諸国と比較しても遜色ない（図表 1）。ボンベイ証券取引所（Bombay Stock Exchange: BSE）およびナショナル証券取引所（National Stock Exchange: NSE）を合わせた株式時価総額が、国際金融センターである香港にこそ及ばないものの、日本を上回るアジア有数の市場規模となっている。2018 年末時点の上場企業数は BSE が 5,233 社、NSE が 1,923 社であり、BSE の上場企業数は世界で最も多い。NSE については、電子取引システムの採用による効率的な取引を背景に、株式売買代金は BSE の 7～10 倍と流動性の高い市場となっている。また、NSE は、株価指数オプションで世界第 1 位、単一株価先物取引で第 2 位など、株式デリバティブの取引に関しては、世界的にみても有数の市場と評価される。

これに対し、銀行部門や債券市場については相対的に発達が遅れている。特に社債市場は 2019 年 9 月末時点の発行残高が GDP 比 16%程度にとどまる。

図表 1：アジア主要国における金融システムの規模

（GDP比、%）

	銀行信用 残高 (2018年)	株式時価 総額 (2018年)	債券発行残高 (2019年9月末)	
			国債	社債
インド	76	151	31	16
中国	222	49	56	30
インドネシア	43	47	17	3
マレーシア	144	114	55	50
フィリピン	69	78	29	8
タイ	124	99	33	22
ベトナム	142	55	28	10
日本	281	106	198	15
韓国	166	83	43	77
香港	255	1,052	3	27

- (注) 1. インドの株式時価総額はBSEとNSEの合計。
2. 中国の株式時価総額は、上海と深圳の合計。
3. ベトナムの株式時価総額は、ハノイとホーチミンの合計。
4. 日本の株式時価総額は、日本取引所グループ(JPX)。
(資料) RBI、インド財務省、SEBI、IMF、WFE、ADB統計より
国際通貨研究所作成

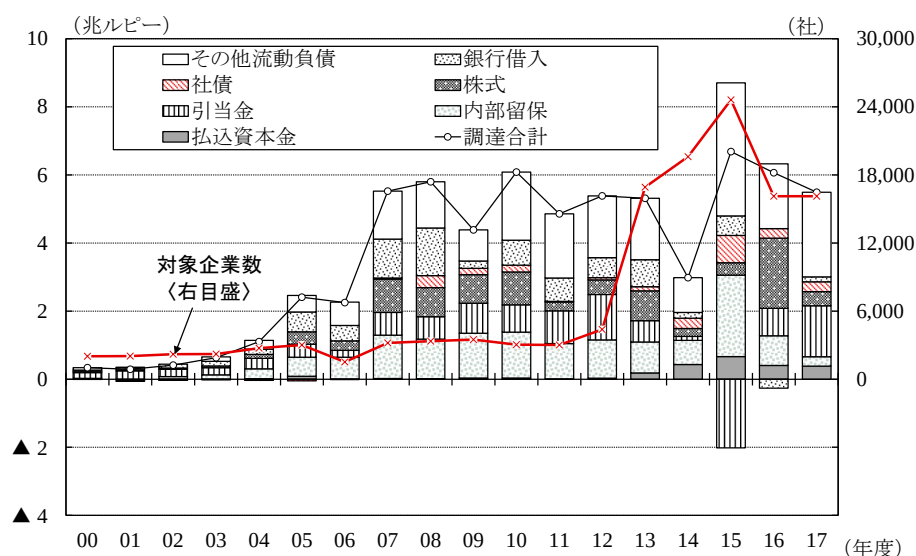
証券取引所については、1875 年開設とアジアで最も古い歴史を持つ BSE や 1994 年に開設された NSE をはじめ、ピーク時には 20 以上の取引所が存在した。もっとも、取引の大半が BSE および NSE 両取引所に集中しており、インド証券取引委員会 (Securities and Exchange Board of India: SEBI) は、BSE および NSE 以外の証券取引所の整理を進める計画である¹。

(2) 企業の資金調達構造

インドでは、2000 年代半ば以降、企業の投資ブームを背景に資金調達が活発化した（図表 2）。近年は、外部調達のうち銀行借入の割合が縮小する一方、株式や社債、その他流動負債の割合が拡大している（図表 3）。銀行借入縮小の背景には、ローン返済の増加という借り手側要因のほか、銀行の不良債権問題への対応に伴う貸出余力の低下といった貸し手側要因も影響していると考えられる。

非金融企業の資金調達方法を企業の規模別にみると、総じて銀行を中心とする国内金融機関等からの借入への依存が高いものの、大企業ほど債券や外国金融機関からの外貨建て借入など資金調達手段の多様化がみられる（図表 4）。一方、中小企業は国内銀行等からの借入への依存が高いほか、「その他」（非銀行・非市場型の資金調達手段）も活用している。

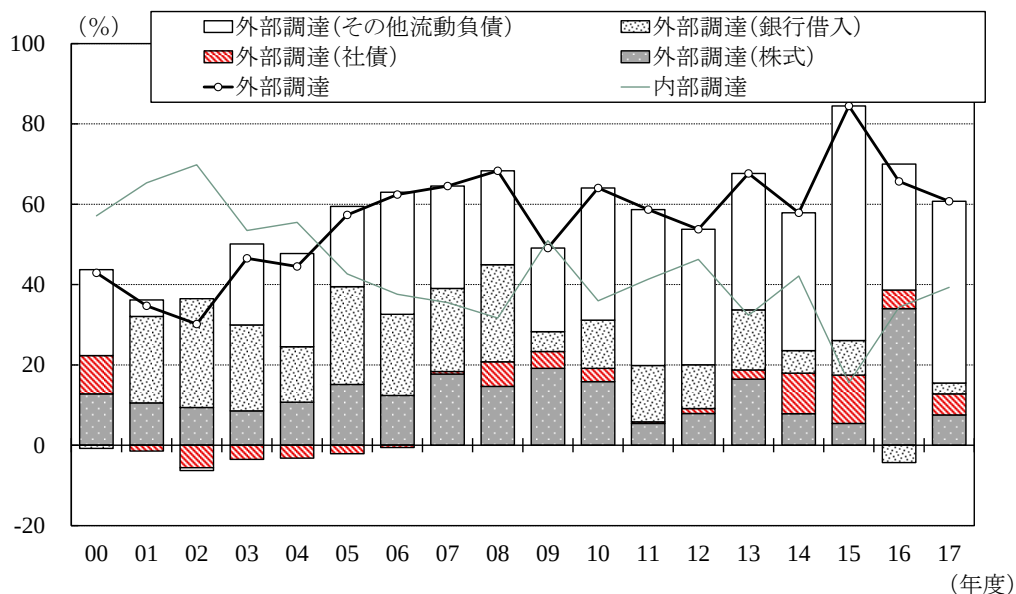
図表 2：非金融民間上場企業の資金調達額の推移



（資料）RBI 資料より国際通貨研究所作成

¹ 2013 年から 2018 年 4 月までの間に 19 の証券取引所の認可が取り消され、2019 年 6 月時点で Magadh Stock Exchange および Calcutta Stock Exchange(CSE)の認可取り消し手続きが進行中。

図表3：非金融民間上場企業の資金調達額の推移（シェア）

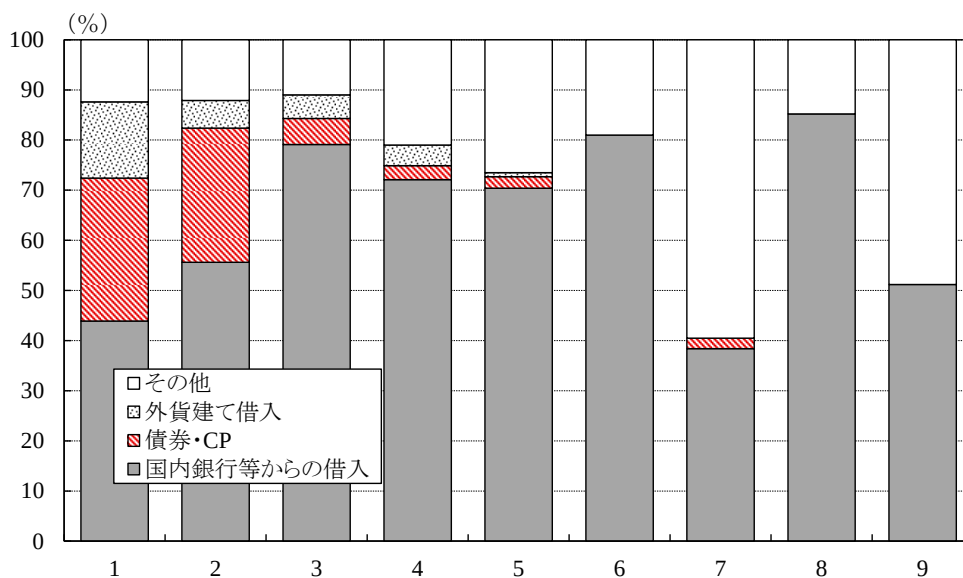


(注)『外部調達(その他流動負債)』は、外部調達のうち株式・社債・銀行借入以外。

(資料)RBI資料より国際通貨研究所作成

図表4：企業規模別にみたインド非金融企業の資金調達方法

(2018年3月末時点)



(注)企業の規模は総収入および総資産の3年平均で、カテゴリー1が最大。

(資料)RBI資料より国際通貨研究所作成

さらに足元では、インド企業が海外からの資金調達を拡大させている点が注目される。銀行の不良債権問題やノンバンクの信用問題を発端とした貸出余力の低下などを背景に国内金融機関の貸出が伸び悩むなか、直接投資（Foreign Direct Investment: FDI）や対外商業借入（External Commercial Borrowings: ECB）²など海外からの資金流入が企業の経済活動を支える格好となっている（図表 5、図表 6）。中長期的にみたインドの成長期待に加えて、FDI や ECB に係る規制緩和、低金利による借入コストの低下なども海外からの資金調達拡大につながっているとみられる。ECB については、2018 年以降、借入可能な業種の拡大や資金の出し手となる適格要件の緩和、一定の条件での借入期間の短縮化などの規制緩和が行われたほか、2019 年 3 月に外国ポートフォリオ投資家（Foreign Portfolio Investor: FPI）の自主保有ルートによる債券投資に係る残存期間や投資上限等の制限が撤廃された。

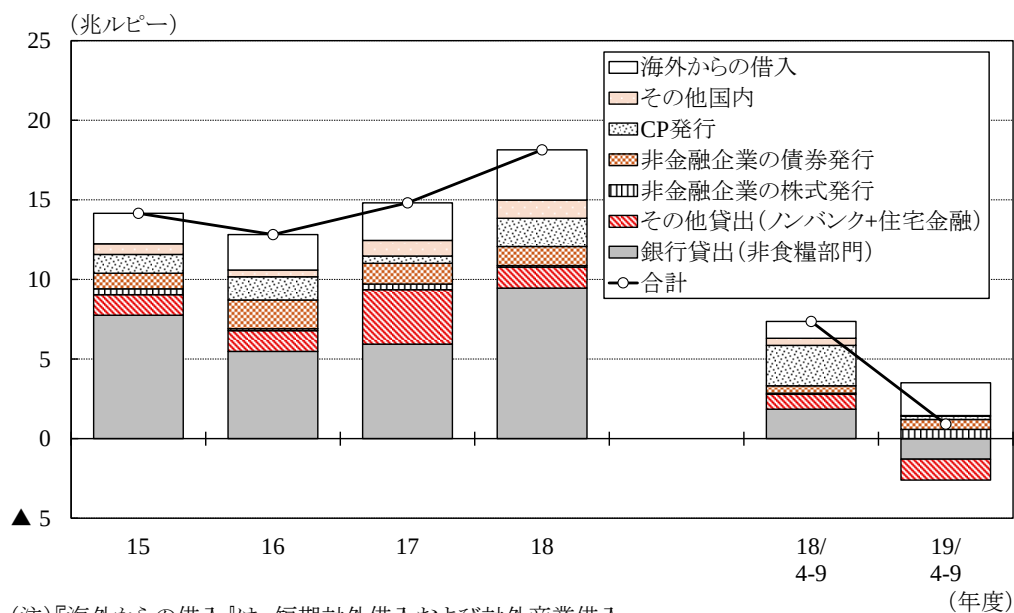
借り手となる企業の業種別にみると、鉱工業に加えて金融が目立つ（図表 7）。資金の使途では、「投資」のほか、「貸出・転貸」の割合が多い（図表 8）。国内におけるノンバンク問題が明るみとなった 2018 年半ば以降、住宅金融会社の「貸出・転貸」目的での調達が活発化した。調達額が突出している 2019 年 3 月については、インド輸出入銀行（資金使途は「貸出・転貸」および「運転資金」、計 6.5 億ドル）、インド鉄道金融公社（Indian Railway Finance Corporation）（「インフラ開発」、5 億ドル）、国営火力発電公社（NTPC）（「インフラ開発」、4.5 億ドル）など地場大手のほか、中国のスマートフォン大手のシャオミ（Xiaomi Technology India Private Limited）（「運転資金」、2.9 億ドル）や、欧州鉄鋼大手のアルセロール・ミッタル（ArcelorMittal India Private Limited）（「その他」³、5 億ドル）など外資による大型の資金調達も全体を押し上げた。

海外からの資金調達の拡大は、借り手にとっては資金調達手段の多様化、貸し手にとっては銀行を中心とする国内金融機関に偏在しているリスク資産の分散などメリットが期待される。もっとも、海外からの資金調達は一部の地場大手や多国籍企業に限られ、中小企業の資金調達環境は依然厳しいことに変わりはない。また、旺盛なインフラ需要を賄うための資金源として、民間資金の活用への期待が高まっており、国内における金融仲介機能の改善とともに、債券市場の育成が不可欠となっている。

² 対外商業借入（External Commercial Borrowings: ECB）は、非居住者が提供する銀行借入、バイヤーズ・クレジット、サプライヤーズ・クレジット、外貨建て転換社債（Foreign Currency Convertible Bonds: FCCBs）、証券化株式（転換権のない優先株・普通社債などを含む）などによる借入。

³ 「倒産・破産法」のもとで再建手続き中のインド鉄鋼大手エッスール スチール（Essar Steel India Limited）の買収に向けた資金調達とみられる。

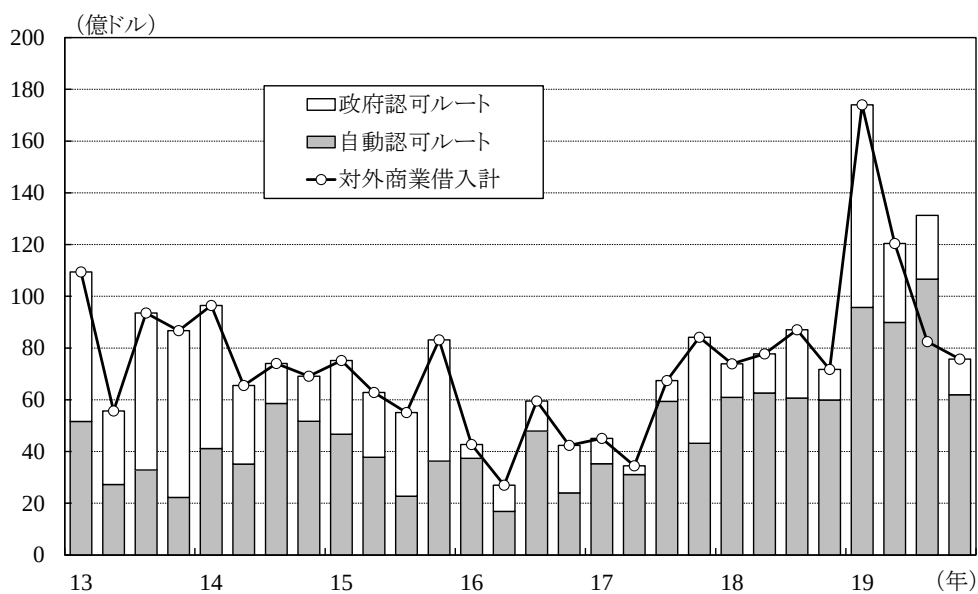
図表 5：インドにおける企業部門への資金フロー



(注)『海外からの借入』は、短期対外借入および対外商業借入。

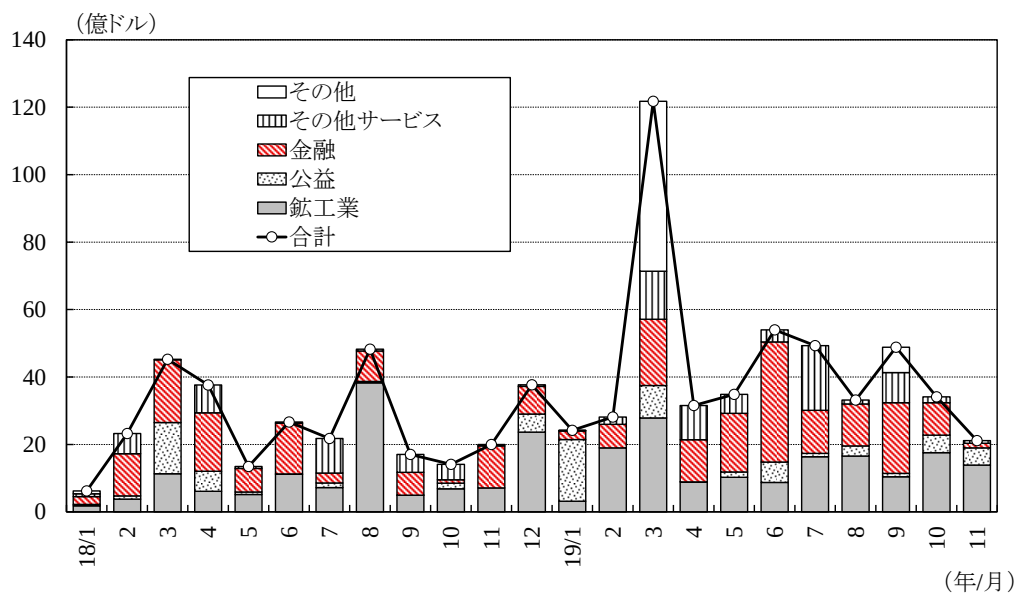
(資料) RBI統計より国際通貨研究所作成

図表 6：インドにおける対外商業借入（ECB）の推移



(資料) RBI統計より国際通貨研究所作成

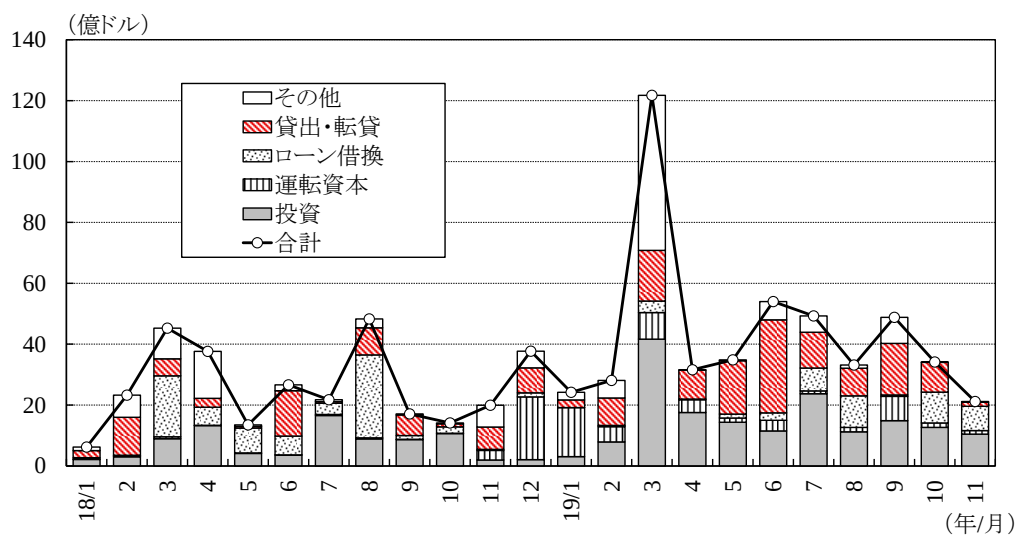
図表 7：業種別にみた ECB の推移



(注)『対外商業借入』は、銀行借入および外貨建て転換社債の合計。

(資料)RBI統計より国際通貨研究所作成

図表 8：資金使途別にみた ECB の推移



(注)1.『ローン借換』は、既存ECBの借換とルピー建てローンの借換。

2.『投資』は、資本財輸入(外貨建て・ルピー建て)、近代化投資、新規プロジェクト、インフラ開発の合計。

(資料)RBI統計より国際通貨研究所作成

2. インド債券市場の現状

(1) 国内市場（市場規模・市場構造）

① 国債市場

インドの債券市場は、国債市場を中心に拡大してきた。政府が財政赤字をファイナンス（マネタイゼーション）するために国債を発行し、円滑な消化のため、国内の銀行等に対して一定割合の国債の保有を義務付けてきたことなどが背景にある。

1991 年の国際収支危機後の経済構造改革のなかで、国債市場の改革は重要分野と位置付けられ、中央銀行であるインド準備銀行（Reserve Bank of India: RBI）が、規制緩和のほか、実際の発行業務やセカンダリー・マーケットの整備などで主要な役割を果たしてきた。具体的には、1992 年に国債の入札発行制度、1996 年にはプライマリー・ディーラー（Primary Dealer: PD）制度を導入、段階的に発行する債券の種類の拡大や金利の自由化、空売り規制の緩和などを行った。また、RBI によるマネタイゼーションが段階的に廃止され、「財政責任・予算管理法（Fiscal Responsibility and Budget Management Act 2003）」⁴に基づき、RBI は 2006 年 4 月から国債入札への参加が禁止された。セカンダリー・マーケットについては、ベンチマークとなる 10 年債の定期的な発行やレポ市場の整備、金利先物取引や金利デリバティブ取引の導入のほか、商業銀行に対して一定の国債の保有を義務付ける法定流動性（Statutory Liquidity Requirements: SLR）比率の段階的引き下げなどにより、流動性拡大を図ってきた。

国債の入札は、半年毎に公表される条件（金額、償還期日、日付）に基づき毎週実施される。入札には、PD のほか、銀行、保険会社、投資信託、その他金融機関が参加する。2016 年 7 月 1 日時点で PD は独立系 7 社、認定された銀行系 14 社の計 21 社となっている。国債の多くは固定利付債（G-Sec）であるが、財務省短期証券（T-Bill）のほか、ゼロクーポン債や変動利付債、キャピタル指数債、変動利付債等も発行されている。入札の 9 割は既発債と同条件で追加発行するリオープン（re-open）方式で行われる。

2019 年 12 月末の公的部門による発行残高は、国債 68 兆ルピー（G-Sec : 58 兆ルピー、T-Bill : 5 兆ルピー、その他 : 4 兆ルピー）、州政府が発行する州政府債（SDL）29 兆ルピー、州配電会社債務解消プログラム（UDAY）債⁵ 2 兆ルピーの計 98 兆ルピーとなっている（図表 9）。近年の新規発行額は、国債が一定水準を保つなか、州政府債が国債と並ぶ水準まで

⁴ GOI(2003)

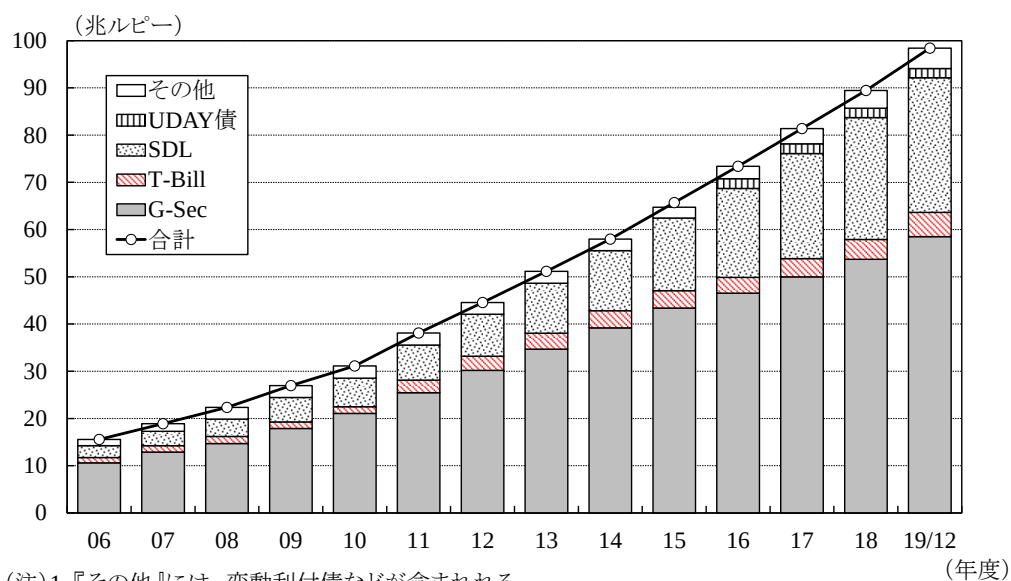
⁵ 2015 年 11 月にインド政府は、州配電会社の債務解消プログラム（UDAY）として、2 年かけて配電会社の負債を証券化して売却する策を講じた。

拡大している。国債発行残高を償還年限別にみると、10 年以下が半分以上を占める（図表 10）。なお、5 年未満の短・中期債の新規発行が増加する一方、10 年超の発行も増加しており、平均償還年数は 10 年超の水準で推移している。

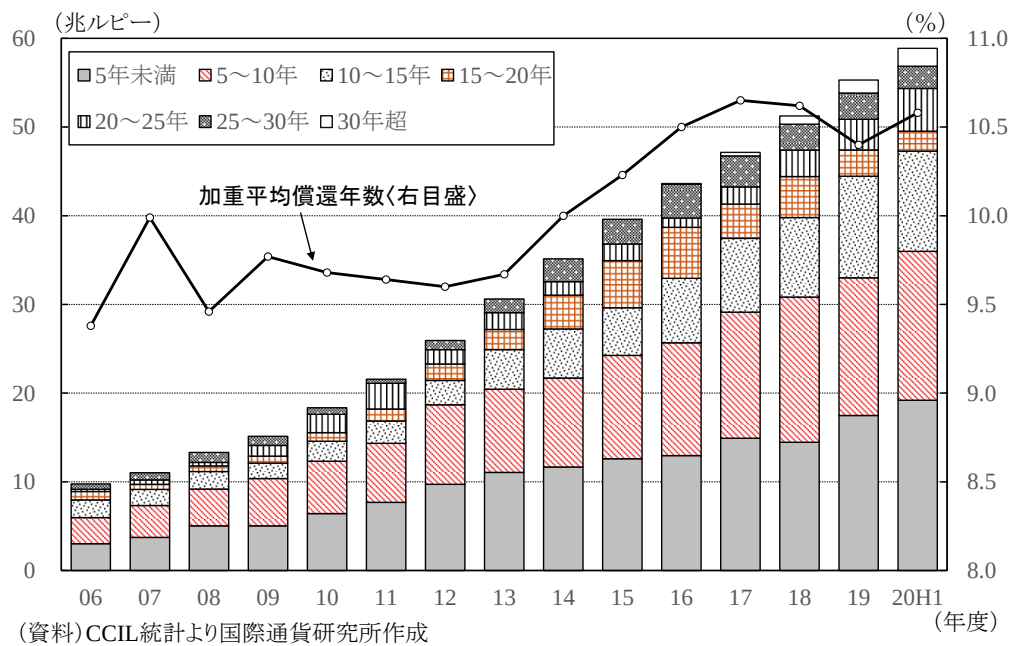
国債保有比率を主体別にみると（2019 年 9 月末）、商業銀行は 90 年代初めの 70% をピークに低下傾向を辿ってきたが、足元 40% と依然最大のシェアを占める（図表 11）。これに保険会社 25%、RBI（自己勘定）15%、年金基金 5%、海外機関投資家 3%、投資信託 1% などが続く。

セカンダリー・マーケットにおける取引高を年限別にみると、7～10 年の長期債が全体の 6～7 割を占め、次いで 5 年未満の短・中期債が約 2 割を占める（図表 12）。また、投資家別取引高のシェアをみると、近年、民間銀行が約 3 割まで上昇する一方、外資系銀行は 2 割程度と国営銀行と並ぶ水準まで低下している（図表 13）。これに、PD や投資信託が続く格好となっている。

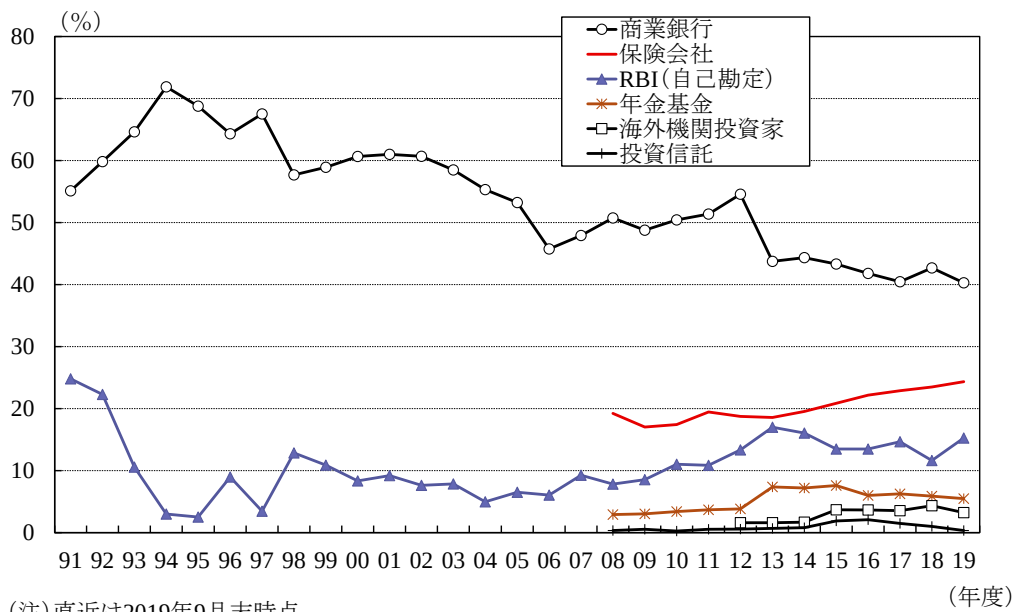
図表 9：国債および州政府債発行残高の推移



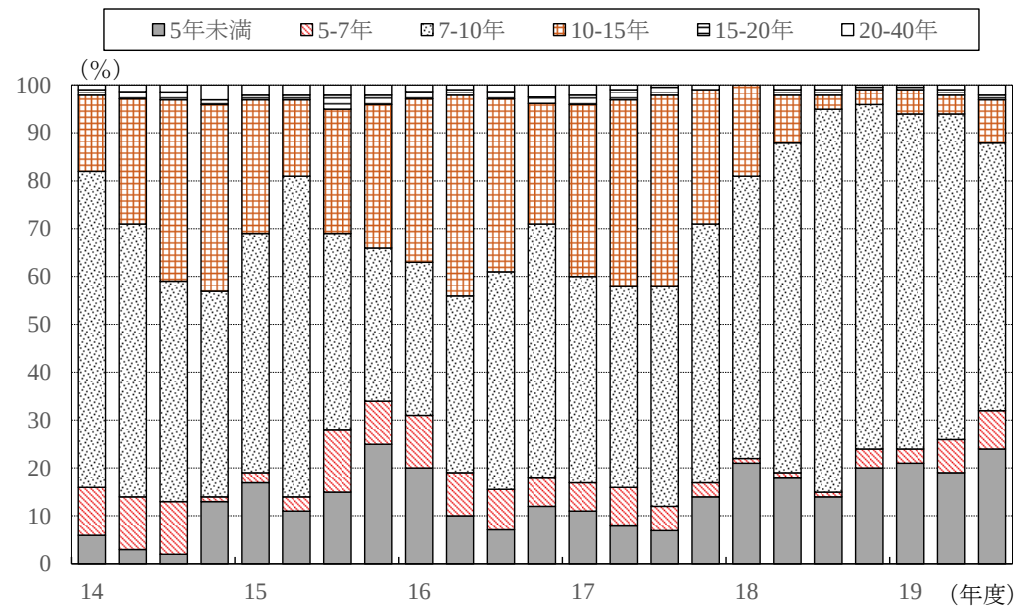
図表 10：償還年限別にみた国債発行残高の推移



図表 11：主体別国債保有比率

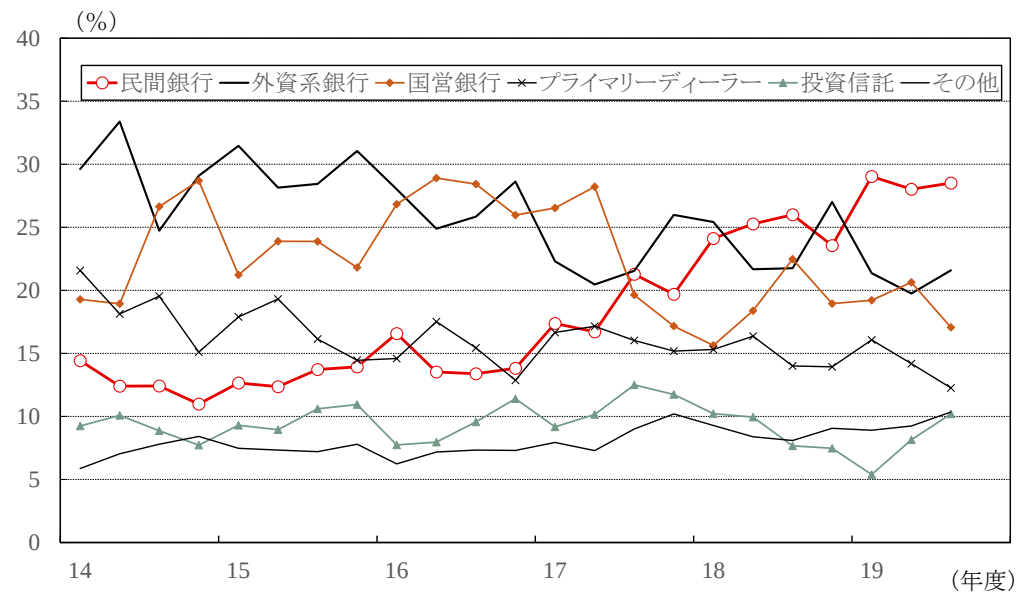


図表 12：年限別国債取引高（シェア）



(資料)CCIL統計より国際通貨研究所作成

図表 13：主体別国債取引高（シェア）



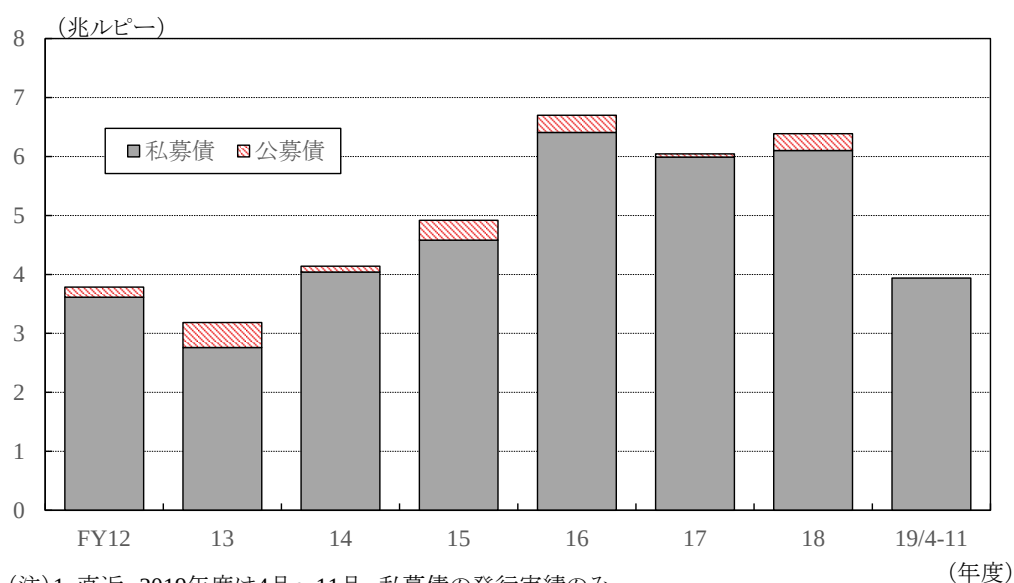
(注)『その他』は、協同組合銀行などその他の金融機関や保険会社等を含む。

(資料)CCIL統計より国際通貨研究所作成

② 社債市場

社債市場は、国債市場に比べて発達が遅れている。2019年9月末の社債発行残高は31兆ルピーと、国債の2分の1程度の水準にとどまっている。また、大半が私募発行によるもので、多くが機関投資家により満期保有されており、セカンダリー・マーケットでの流動性は低い（図表14、図表15）。

図表14：社債発行額の推移



(注)1. 直近、2019年度は4月～11月、私募債の発行実績のみ。

2. 2018年度の公募債は、4月～12月の発行実績。

(資料)NSE、SEBI統計より国際通貨研究所作成

図表15：国債・社債市場の比較

	プライマリー・マーケットにおける調達額			セカンダリー・マーケットにおける取引額		
	2015年度	2016年度	2017年度	2015年度	2016年度	2017年度
国債	10	11	12	152	252	204
社債	5	8	7	10	15	18
合計	16	19	19	162	267	222

(注)企業のプライマリー・マーケットにおける調達額は、公募債および私募債の両方を含む。

(資料)NSE統計より国際通貨研究所作成

発行体を業種別にみると、金融が約6割、インフラが約2割を占め、製造業等のシェアはわずかである（図表16）。金融については、電力事業に投資する投資会社パワー・ファイナンス・コーポレーション、全国農業農村開発銀行（National Bank for Agriculture and Rural Development: NABARD）のほか、住宅ローン最大手の住宅開発金融会社（Housing

Development Finance Corporation: HDFC)をはじめとする住宅金融が多く、インフラについては、国営火力発電公社 (National Thermal Power Corporation: NTPC) や高速道路公団などが代表的な銘柄となっている。発行体の数は多くなく、限られた数の発行体が多く種類の社債を発行している。また、格付け別では高格付け (AA 格以上) が全体の約 8 割を占め (図表 17)、期間は 2~5 年が中心となっている。

詳細なデータ上の制約があり、投資の実態を把握し難いものの、各投資家別の運用資産残高に占める社債等の状況をみると、保険会社、年金基金、銀行などが主な資金の出し手と考えられる (図表 18)。なお、保険会社や年金基金については、公的金融機関の金融債などを含む点などは割り引いてみる必要がある。

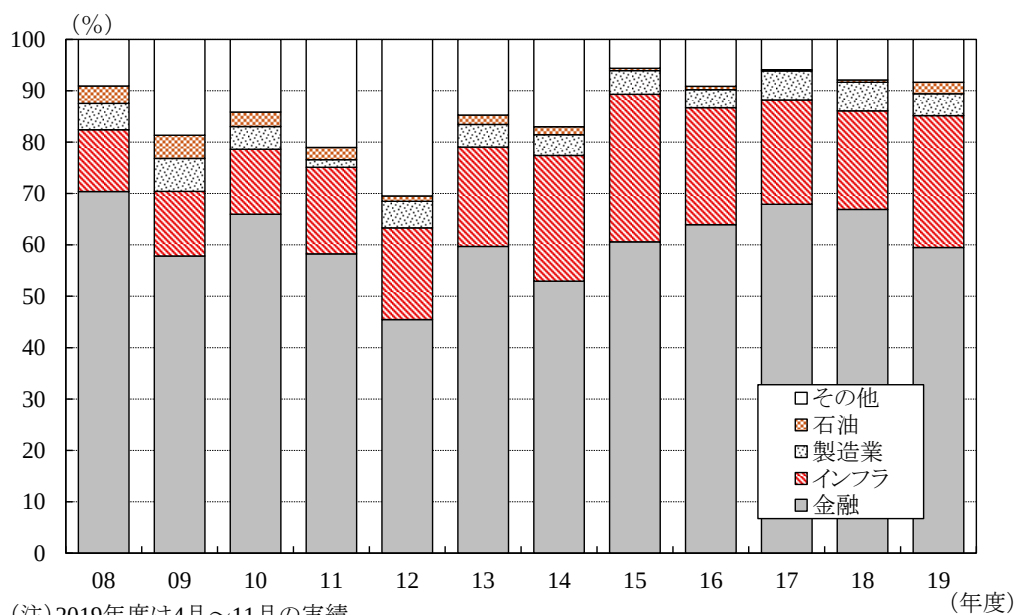
社債市場の発達が遅れた背景には、供給サイド (発行体)・需要サイド (投資家) の双方の要因が考えられる。まず、供給サイドの要因としては、非金融企業の資金調達手段として、伝統的に銀行借入への依存が高く、社債を発行できるのは、事実上、国営企業やインフラ関連企業など、実質的には政府保証付とみなされる発行体に限られてきた。公募債発行に際しては、目論見書の作成や発行登録などに伴う一定の時間やコストを要する。公募債の発行登録手続きについては、改善の方向にはあるものの、問題がなくスムーズに手続が進んだ場合でも通常最低 4~5 ヶ月程度と、日本 (概ね 1~1.5 ヶ月程度) の約 4 倍の期間を要するとされる。また、発行体を管轄する各当局 (RBI、電気通信庁、保険当局等) の承認を要する場合には、その承認の取得のためにさらに時間を要する場合もある模様である。さらに、発行体のすそ野が広がらない理由としては、クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) 市場や破産手続きなど、企業の債務不履行に伴うリスクヘッジや投資家の利益保護に関わる制度が脆弱なことが大きいと考えられる。一方、私募債発行の場合は、販売先が 50 社以内の適格機関投資家 (Qualified Institutional Buyers) であり、ディスクロージャーに関わる煩わしさが少ないことや条件の再交渉が容易であること、虚偽記載等に係る法的責任を問われるリスクが低いことなどが私募発行を選好する誘因になったとみられる。また、私募債は 1 日で発行可能であるため、同日中に少規模の発行を複数回行い、かつ同一の投資家 (銀行の場合が多い) が同一条件で購入するケースが多く、実質的にはシンジケート・ローンのような位置づけとみる向きもある⁶。

他方、需要サイドの要因としては、後述するように、保険会社や年金基金については、ブルーデンス規制により資産の一定割合に相当する国債等の保有が義務付けられているほか、その他の債券についても、住宅金融やインフラ関連分野、かつ高格付けなどの条件が定めら

⁶ Stephen Wells and Lotte Schou-Zibell (2008)

れており、これ以外の低格付け社債等リスク資産の保有は制限されている。海外の機関投資家についても、徐々に規制が緩和される方向にあるものの、投資枠の上限規制により拡大ペースは抑えられている。

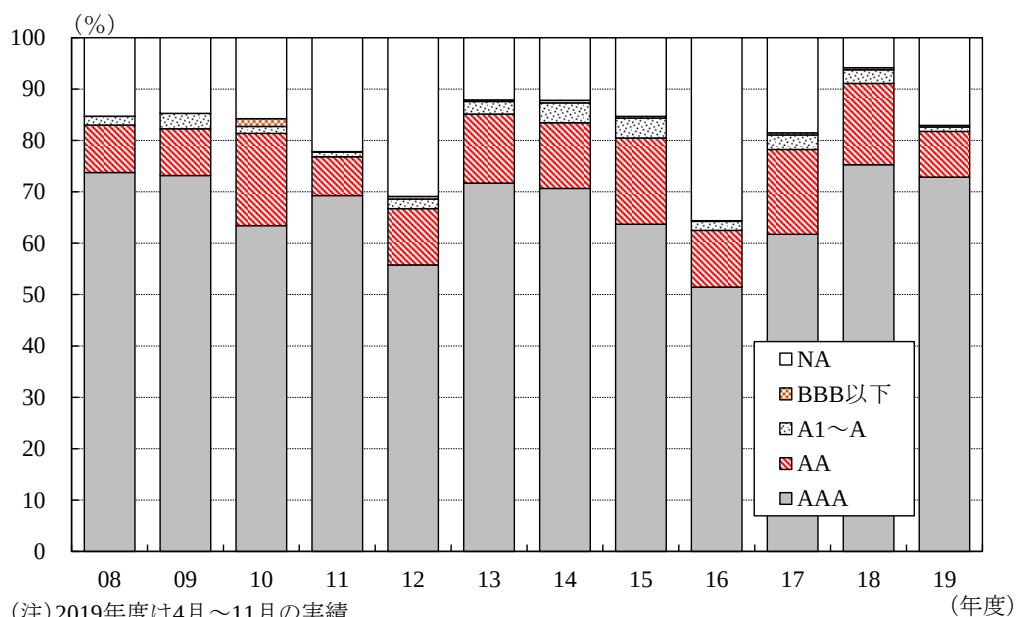
図表 16：社債の発行体内訳（業種別）



(注) 2019年度は4月～11月の実績。

(資料) CCIL統計より国際通貨研究所作成

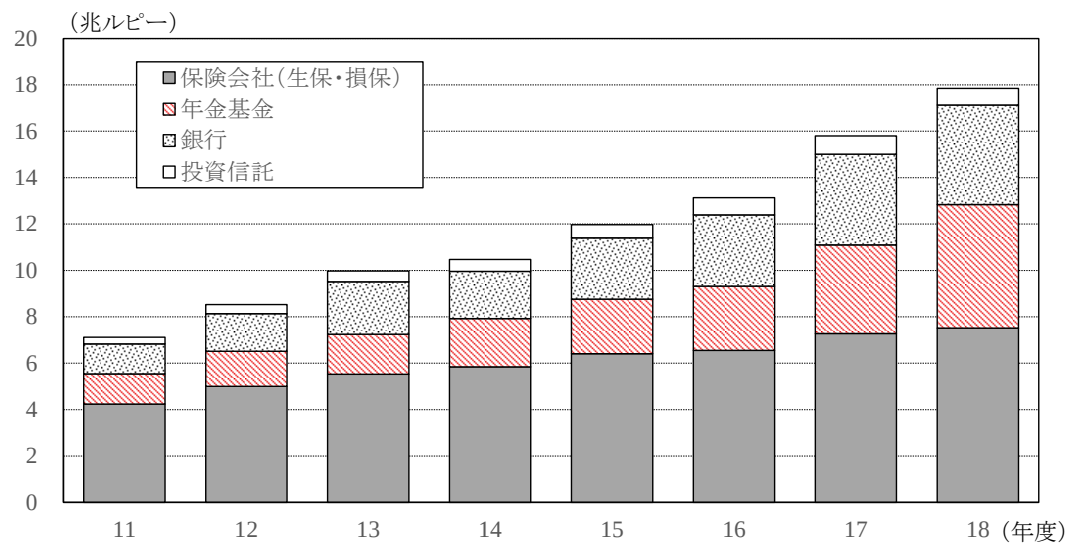
図表 17：社債の格付け別内訳



(注) 2019年度は4月～11月の実績。

(資料) CCIL統計より国際通貨研究所作成

図表 18：主な投資家の社債投資残高の推移



(注) 1. 『保険会社』は国債・州政府債以外の認可証券、ユニットリンクファンドを除く。

2. 『年金基金』は民間企業の社債のほか公的金融機関債を含む。

3. 『銀行』は、国債以外の債券。

4. 『投資信託』は、社債ファンドのみ(一部推計)。

(資料) IRDAI、EPFO、NPS Trust、RBI、AMFI統計より国際通貨研究所作成

(2) オフショア市場

① 外貨建て債券

従来、インド企業による海外からの資金調達は、2000 年に導入された対外商業借入（External Commercial Borrowing: ECB）の枠組みによるドル建てをはじめとする外貨建てに限られていた⁷。なお、ECB の枠組みのなかでも債券発行に関しては、非転換社債（Non-Convertible Bond）の活用はいわゆる「ブルーチップ」企業に限られ、それ以外の企業は外貨建て転換社債（Foreign Currency Convertible Bonds: FCCBs）を活用するケースが多いとみられる。FCCBs の場合、発行体にとっては、非転換社債等に比べて調達コスト（金利等）や借入期間、使途などに関して制約がなく、投資家側にとっても、あらかじめ決められた価格で株式へ転換するなどして発行体企業の債務不履行リスクをヘッジすることが可能であることなどが魅力と考えられる。

しかし、2011 年から 2013 年にかけて、インドの経常赤字拡大や米国における量的緩和縮小観測に伴いインド・ルピーが大幅に下落し、インド企業が外貨建てでの資金調達コスト増の問題に直面した。このため、インド政府は、国際金融公社（IFC）の支援のもと、ルピー建て資金調達を促進するため、内外資本市場の育成に本腰を入れるようになった。

② ルピー建て債券（マサラ債）

海外向けルピー建て債券（Rupee-Denominated Bonds : RDB）（マサラ債）の発行による資金調達は、為替変動リスクやそのヘッジコストを軽減するメリットが期待される。また、投資家側にとっては、高い利回りに加えて、ルピー高の場合は為替差益の獲得、インド国内債券への投資に比べて簡素な手続きなどが魅力と考えられる⁸。

2013 年 10 月に IFC が海外市場におけるルピー建て債券プログラムを開始した。2014 年 4 月までのフェーズ I（620 億ルピー、10 億ドル相当の債券発行枠）では、年限 3～7 年の計 7 トランシェを発行した⁹。フェーズ II（20 億ドル相当の債券発行枠）では、2014 年 11 月にロンドン証券取引所（LSE）でインフラ開発支援を目的としたマサラ債（満期 10 年、100 億ルピー）を起債したほか、オフショアルルピー市場では当時最長となる満期 15 年（20 億ルピー）の起債も成功させた。このほか、IFC はグリーンマサラ債や日本の個人投資家向けにマサラ売債（Masala Uridahi Bond）3 億ルピーを発行した。10 年未満の債券については超過

⁷ ECB については、1. (2) を併せて参照。なお、2011 年に RBI が、ルピー建てによる ECB を認めるようになったが、外国株主等からの借入に限定されていた。

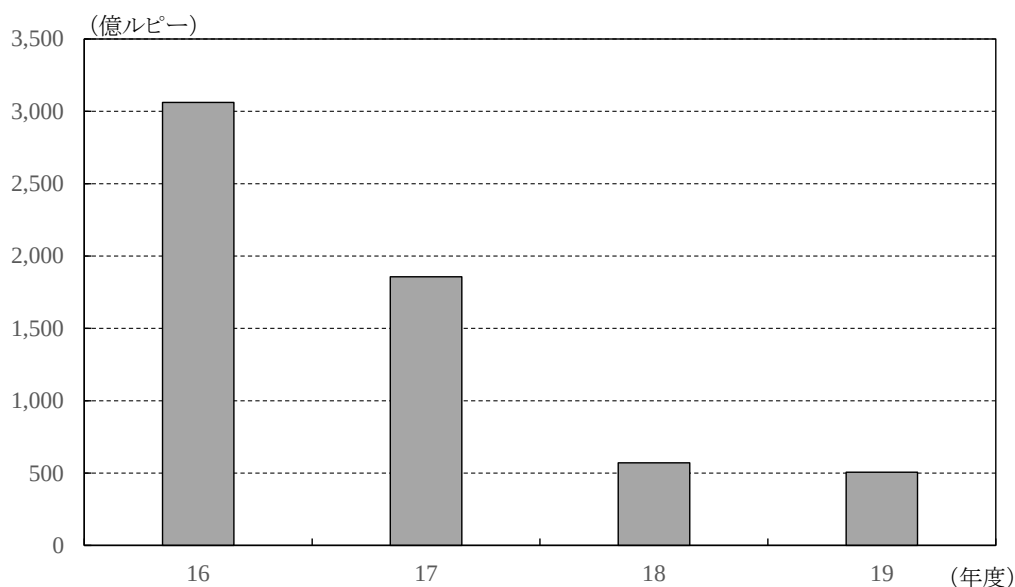
⁸ 野村総合研究所（2017）。海外の投資家がマサラ債に投資する際には、FPI に登録する必要がないものの、FPI に課されている社債の投資上限規制が適用される。

⁹ ただし、インド・ルピー相場は固定、決済はドル建てで決済される。

応募となるなど、イールドカーブのベンチマーク確立や投資家需要の確認において一定の成果を挙げたと評価される。また、IFCが発行したマサラ債は、同じ年限のインド国債に比べて100～190bps程度利回りが低く、調達コストの抑制も期待される。他方、10年および15年のマサラ売債については、投資家が満期保有する傾向にあり、流動性が低いなどの問題点が指摘されている。

こうした経緯を経て、2015年9月にRBIは国内企業によるマサラ債の発行を解禁した¹⁰。当初は、対象となる企業の業種（不動産投資信託（REIT）、インフラ投資信託）や償還期間、起債上限額（自動認可ルートは年間7.5億ドル）などが制限されていた。その後、業種や償還期間、上限金利等の条件が一部緩和され¹¹、2016年7月に住宅金融大手のHDFCが初めて起債（300億ルピー）したのを皮切りに、ノンバンクや国営企業等による起債が活発化し、2016年度のマサラ債発行による資金調達額は、約3,000億ドルに達した（図表19）。なお、LSEのほか、シンガポール証券取引所（SGX）での発行が主流となっており、投資家としては、資産運用会社のほか、プライベートバンク、銀行なども参加している。もっとも、足元にかけては国内の景気減速に伴う資金需要の縮小や海外投資家の投資意欲の減退等を背景に資金調達額は伸び悩みがみられる。

図表19:インド企業によるルピー建て債券の発行額



(注) 直近は、2019年度は2019年4月～2020年1月の実績。

(資料) RBI統計より国際通貨研究所作成

¹⁰ RBI(2015b)

¹¹ RBI(2017)

③ 円建て債券（サムライ債）

近年、アジアの発行体による円建て外債（サムライ債）の発行が活発化しつつある。発行体にとって、円債市場における低金利での調達の魅力である一方、日本の投資家にとっては、低金利の長期化により運用難が続くなかでの相対的に利回りの高いサムライ債は有望な投資対象と考えられる。また、国際協力銀行（JBIC）によるサムライ債発行支援のための部分保証や債券の一部取得¹²などもアジアをはじめとする新興国企業のサムライ債発行を後押ししている。2018年度（2018年4月～2019年3月）発行の公募サムライ債の発行額は2.4兆円と前年度の2倍超に拡大した。投資家の事情としては、マイナス金利環境が深刻であることから、相対的に高い利回りを享受できるサムライ債への需要は高い。

インド企業によるサムライ債発行としては、インド輸出入銀行（Export-Import Bank of India: EXIM Bank）のケースが注目される。EXIM Bankは、2011年と2014年にJBICの保証付きで私募債を発行したが、2019年9月に13年ぶりとなる公募債を発行した（図表20）。EXIM Bankの公募に対する最終需要は約900億円と、調達予定額（320億円）を大きく上回った。

なお、インドに限らず、エマージング諸国の発行体によるサムライ債の発行の多くは、ソブリンもしくは政府系の企業や金融機関に限られており、比較的知名度の高い発行体が、発行実績を重ねているのが実情である。また、当該発行体の格付けによっては保証の有無も重要な要素となっている。このため、サムライ債の発行拡大に向けては、当該国および発行体に関するクレジット情報の充実や保証の活用などがポイントとして考えられる。

図表 20:インド輸出入銀行による円建て外債発行の概要

発行時期	年限	調達額	発行形式	保証の有無	利率(%)
2006年2月	5	230億円	公募	保証なし	1.75
2006年11月	5	260億円	公募	保証なし	2.07
2011年4月	10	200億円	私募	JBICが元本全額及び利息の一部を保証	1.88
2014年11月	10	200億円	私募	JBICが元本全額及び利息の一部を保証	0.97
2019年9月	3	250億円	公募	保証なし	0.59
	5	70億円		保証なし	0.66

（資料）インド輸出入銀行、JBIC資料等より国際通貨研究所作成

¹² <https://www.jbic.go.jp/ja/information/press/press-2010/0415-6618.html>

(3) 参加者層

① 商業銀行

独立後のインドでは、インド型社会主義と呼ばれる計画経済的色彩の強い「混合経済体制」が敷かれた。その後、経済の「社会主義路線」が強化されるなか、銀行部門では 1969 年に、主要な商業銀行の国有化という大掛かりな制度改革が行われた。国有化により、農業をはじめ小規模工業、輸出産業といった特定分野向けの重点的な貸出が、政府の計画に沿うように拡大された。

その後、1991 年以降の経済改革のなかで、銀行部門においては、①収益力の向上、②不良債権比率の低下、③競争力のある民間銀行の設立などに向けた取り組みが行われた。もともと、現在も銀行部門の中心的存在は、指定商業銀行のうちの国営銀行(Public Sector Banks)であり、指定商業銀行の総資産全体の約 6 割程度を占める(図表 21)。近年は、不良債権等で経営が悪化した国営銀行の再編が進行中である。

図表 21：インドにおける銀行部門の概要（2019 年 3 月末時点）

		(兆ルピー)	
業態		銀行数	総資産
銀行	指定商業銀行(Scheduled Commercial Banks)	87	166.0
	国営銀行(Public Sector Banks)	20	101.6
	民間銀行(Private Sector Banks)	22	53.0
	外国銀行(Foreign Banks)	45	10.6
	小規模金融銀行(Small Finance Banks)	7	0.8
	地域農村銀行(Regional Rural Banks)	56	5.6
	地域銀行(Local Area Banks)	4	0.0
	協同組合銀行(Co-operative Banks)	97,792	7.0
	都市協同組合銀行(Urban Cooperative Banks)	1,544	6.0
	地方協同組合(Rural Co-operatives)	96,248	1.0
非銀行	全インド金融機関(All India Financial Institutions)	4	8.3
	ノンバンク(Non-Banking Financial Companies)	9,642	32.6

(注) 1. 国営銀行は、20行から12行への統合計画が進行中。

2. 『地方協同組合』は、2018年3月末時点。

(資料) RBI統計より国際通貨研究所作成

商業銀行に対する規制・監督権限を有する機関は中銀の RBI である。RBI は、「銀行規制法（Banking Regulation Act, 1949）」¹³に基づいて、銀行免許の付与、支店の開設の認可、銀行への実地検査、銀行経営者の任免に関する権限などを有している¹⁴。なお、RBI において銀行の規制・監督を一括して行っているのは、金融監督委員会（Board for Financial Supervision: BFS）である。

また、商業銀行は、「優先貸出（Priority Sector Lending: PSL）規制」により、貸出残高の 40%を農業や中小事業者などの特定分野¹⁵に融資する目標が課せられているほか、「銀行規制法」および「法定流動性規制（Statutory Liquidity Requirement: SLR）」により預金に対する一定比率の国債等の保有が義務付けられるなど、かつての社会主義的な経済体制の影響も依然色濃く残っている。投資対象の証券等（SLR-eligible Government securities）の詳細については、RBI が定めるプルーデンス政策¹⁶により詳細に規定されている。SLR 比率は、段階的に引き下げられてきたが（2020 年 3 月 17 日時点：18.25%）、商業銀行は同比率以上の国債および政府認可有価証券を保有しているのが実態である（図表 22）。背景としては、SLR として保有している国債が、一部を除き、レポ取引に使用できないことが主因と考えられる。大半の銀行は、資金繰りの大部分をトライパーティ・レポ取引（TREPS）のほか、RBI の流動性調整ファシリティ（Liquidity Adjustment Facility: LAF）や貸付ファシリティ（Marginal Standing Facility: MSF）を通じた中銀レポで賄っており、SLR を上回る国債を保有せざるを得ない状況にある。加えて、2019 年にかけて、流動性カバレッジ比率（LCR）規制が段階的に強められてきた影響で、各行とも貸出を大きく上回る調達を実施する必要があり、余剰資金が国債に回っているという事情もある。

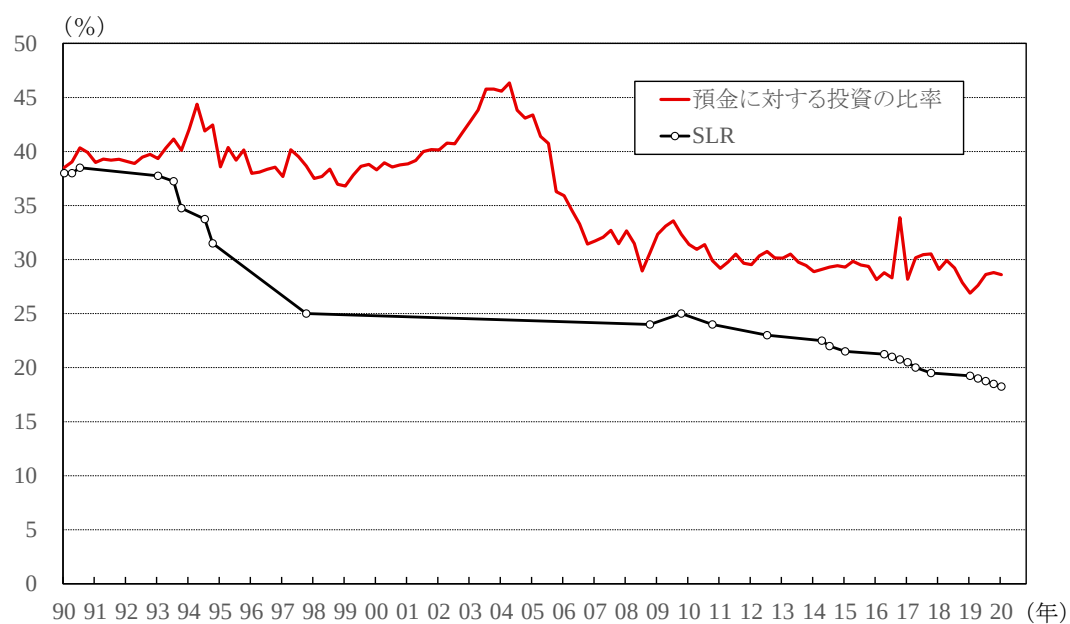
¹³ RBI (2007)

¹⁴ さらに、1964 年の法改正により他の金融機関やノンバンクに対する権限も与えられた。

¹⁵ 農業、零細・中小企業、輸出信用、教育、住宅、社会インフラ、再生可能エネルギーなど 8 分野が優先業種に指定されている。

¹⁶ RBI (2015a)

図表 22：インドにおける SLR 比率および商業銀行の投資比率の推移



(注)『投資』は、国債およびその他の政府認可有価証券の合計。

(資料) RBI統計より国際通貨研究所作成

② 保険会社

インドの保険市場は、1956 年設立のインド生命保険公社（Life Insurance Corporation of India: LIC）¹⁷と、1972 年設立のインド損害保険会社（General Insurance Corporation of India: GIC）¹⁸の国有保険会社 2 社による独占が続いた。2000 年に「保険規制開発庁法（Insurance Regulatory and Development Authority Act, 1999）」¹⁹に基づきインド保険規制開発庁（Insurance Regulatory and Development Authority of India: IRDAI）が設立され、民間保険会社への市場開放が進められており、IRDAI が保険会社の規制監督を担っている。

2019 年 3 月末で 53 の保険会社が登録されている（図表 23）。内訳は、生命保険会社 24 社、損害保険会社 25 社、特殊保険会社²⁰ 2 社のほか、再保険会社 2 社が存在する。資本別にみると、同国最大の生命保険会社である LIC および再保険会社 GIC のほか、損害保険会社 4 社、特殊保険会社 2 社の計 8 社は国営保険会社であり、残りの 45 社が民間保険会社となっている。このほか、医療保険専門会社²¹ 7 社、外資系保険会社（支店）10 社が事業を展開している。

保険料収入は拡大基調が続いているが（図表 24）、保険加入率はアジア主要新興国に比べてまだ低く、今後の拡大余地は大きいと言える（図表 25）。また、民間保険会社の参入に伴い、徐々に民間のシェアは拡大しているが、LIC が保険料収入で依然 7 割を占める。

2019 年 3 月末時点の運用資産残高は、生命保険会社が 35 兆ルピー、損害保険会社が 3 兆ルピーとなっている。保険会社は、IDRAI が定めるプルーデンス規制²²により、資産の一定割合に相当する国債の保有（生命保険：25%以上、その他保険：20%以上）が義務付けられており、社債や低格付け等リスク資産の保有は制限されている（図表 26）。実際、保険会社の資産運用における主な資産構成に占める中央政府証券および州政府・その他認可証券の割合は、生命保険会社で約 6～7 割、損害保険会社でも 6 割超に達している（図表 27）。なお、LIC についても、運用資産のうち中央政府証券が 4 割を占め、州政府・その他認可証券を合わせると約 7 割に達するなど保守的な運用を行っていることがうかがわれる。

¹⁷ インド生命保険公社（Life Insurance Corporation of India: LIC）は民間保険会社 245 社を統合し設立された。

¹⁸ インド損害保険会社（General Insurance Corporation of India: GIC）が設立された際に国有化された民間損害保険会社は GIC の子会社となった。

¹⁹ IDRAI (1999)

²⁰ 特殊保険会社 2 社の業務分野は、Export Credit Guarantee Corporation of India Ltd. (ECGC)が輸出信用保険の引き受け、Agriculture Insurance Co of India Ltd (AIC)が農業保険の引き受け。

²¹ 医療保険、傷害保険及び旅行保険を提供する。

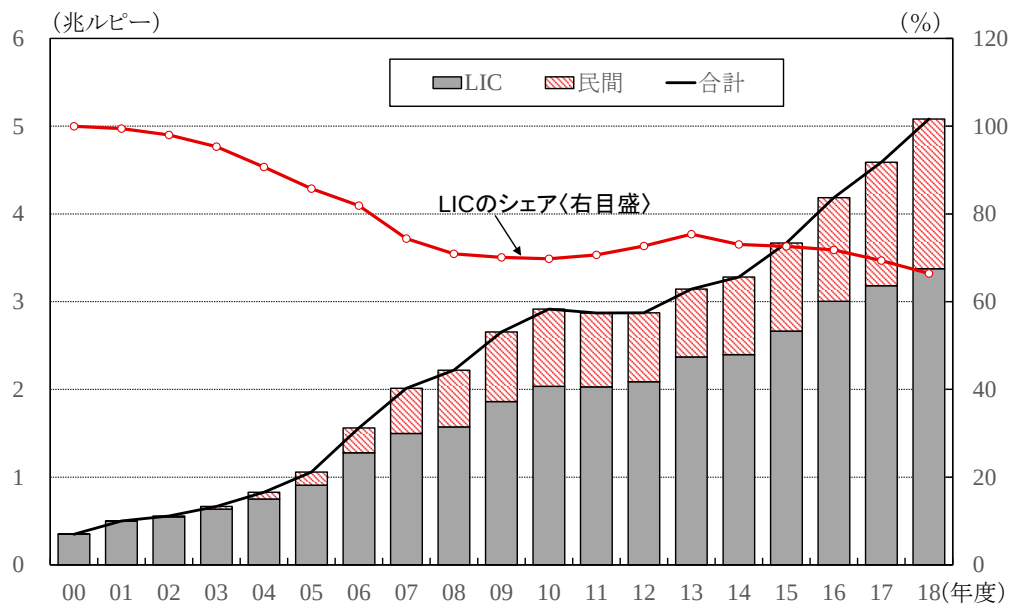
²² IRDAI(2002)および IDRAI(2016)

図表 23：インドにおける保険会社の概要（2019 年 3 月末時点）

	国営	民間	合計
生命保険	1	23	24
損害保険	4	21	25
特殊保険	2	0	2
再保険	1	1	2
計	8	45	53
医療保険専門会社		7	7
外資		10	10
合計	8	62	70

（資料）IDRAI資料より国際通貨研究所作成

図表 24：保険料収入の推移



（資料）IRDAI資料より国際通貨研究所作成

図表 25：保険普及率国際比較（2019 年 3 月末時点）

	(%)		
	生命保険	非生命保険	合計
韓国	6.12	5.05	11.17
タイ	3.59	1.68	5.27
マレーシア	3.32	1.45	4.77
インド	2.74	0.97	3.71
中国	2.30	1.92	4.22
ブラジル	2.10	1.80	3.90
ロシア	0.47	1.06	1.53
日本	6.72	2.14	8.86
米国	2.88	4.26	7.14
世界平均	3.31	2.78	6.09

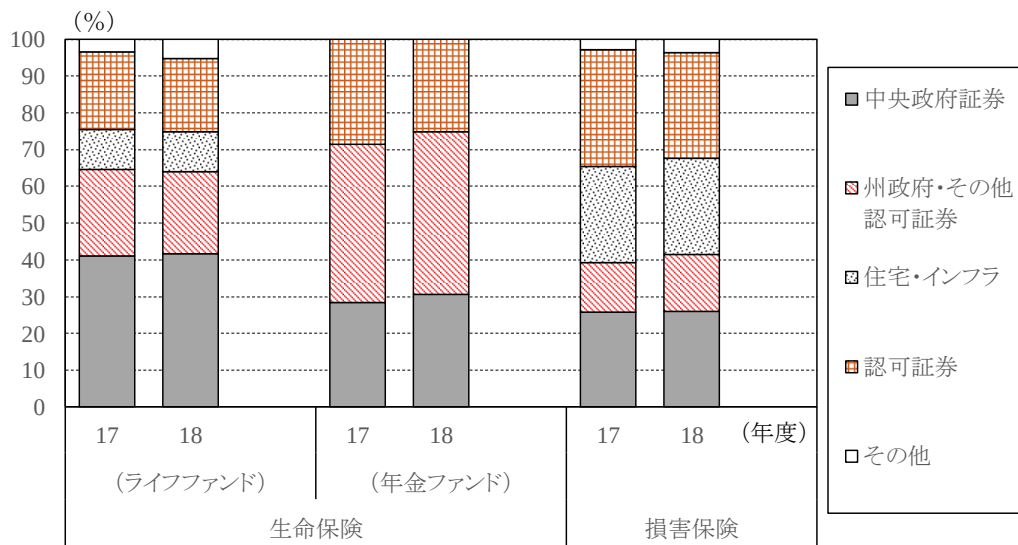
（資料）IDRAI資料より国際通貨研究所作成

図表 26：インドにおける保険会社の運用資産シェア

	生命保険	年金基金	損害保険・再保険・医療保険
中央政府証券・州政府証券・その他認可証券	50%以上	40%以上	30%以上
うち中央政府証券	25%以上	20%以上	20%以上

(資料)IDRAI資料より国際通貨研究所作成

図表 27：インドにおける保険会社の運用資産シェア



(注)『住宅』は、国家住宅銀行(NHB)が発行する債券または住宅金融会社が発行する「AA」格以上の債券等。

(資料)IDRAI資料より国際通貨研究所作成

③ 年金基金

独立以前のインドにおける年金制度は、適用対象が公務員とその家族や公企業従業員に限定されていたが、1947 年以降、民間企業を対象とする退職準備基金の創設や、すべての国民を対象とする年金制度の導入が徐々に進められてきた。

最大の年金制度としては、労働・雇用省傘下の従業員退職準備基金機関（EPFO）が運営する従業員退職準備基金（EPF）および従業員年金スキーム（EPS）のほか、年金基金規制開発庁（PFRDA）が運営する「国民年金制度（National Pension System: NPS）」（2004 年運用開始）、「保証年金制度（Atal Pension Yojana: APY）」（2015 年 5 月導入）がある（図表 28）。EPF は、原則として政府が指定する約 190 の産業・業種に属し、20 人以上の労働者を有する事業所で、賃金が月 15,000 ルピー未満の労働者を対象に労使合計で 15.67%を拠出するものであり、約 1 兆 1,178 万人の加入者を有する。EPS は、EPFO が運営する確定給付型の従業員年金スキームであり EPF 加入者が対象となる。NPS は、2004 年 4 月以降に新規採用された中央政府公務員（強制加入）および 18 歳以上 65 歳未満の全国民（任意加入）を対象としており、NPS および SPY を合わせた加入者数は約 1,500 万人（2017 年 3 月末時点）となっている。なお、2003 年 12 月以前に採用された中央政府公務員は、公務員年金スキーム（GEPS）²³の適用対象となっている。

EPF や EPS の運営は、1952 年に制定された「従業員退職準備基金および関連諸法（The Employees' provident Fund and Miscellaneous Provisions Act, 1952）」に基づき EPFO が行う。実際の資産運用は、1995 年以前は RBI、1995 年から 2008 年までは国営最大手の SBI が手掛けていたが、その後、国営最大手の SBI に加えて、ICICI Securities Primary Dealership Ltd.、Reliance Capital Asset Management Ltd.、HSBC Asset Management (India) Private Ltd.、インド信託公社（Unit Trust of India: UTI）傘下の UTI Asset management Company Ltd.の 5 社が運用委託先として指定されている²⁴。カテゴリー別に組入比率が制限されており（図表 29）、多くが国債のほか、公的金融機関が発行する債券など、実質的に政府保証付とみなされる有価証券に投資されていると考えられる²⁵。

他方、NPS は「年金基金規制開発庁法（The Pension Fund Regulatory and Development Authority Act）」に基づき年金基金規制開発庁（PFRDA）が運営する。PFRDA は、NPS の運営にとどまらず、年金基金の設立や規制、加入者の権利保護等を行う。また、実際の市場運用を行う年金基金運用者（PFMs）の監督は、PFRDA が 2008 年に設立した全国年金制度ト

²³ 国家財政から直接支給（加入者未拠出）される確定給付型年金。

²⁴ <https://search.epfindia.gov.in/InvestmentManagement.pdf>

²⁵ 2015 年 4 月より、基金増加分の 5%相当額について、上場投資信託による運用が開始された。

ラスト (NPS Trust) が行い、加入者の拠出や取引に関する記録保存等は中央記録保存エージェンシー (CRA) が担当する。

NPS の基金のうち、中央政府公務員の 1 階部分の積立金は、政府指定の PFM3 社が、あらかじめ設定されているスキームに基づき運用を行っている。公務員以外の 1 階部分加入者の積立金および任意加入の 2 階部分については、加入者が希望するスキームに基づき、PFMs 計 8 社が運用を行っている。投資スキームは、①株式 (E 型)、②中央・州政府発行の国債等 (G 型)、③その他確定利付債券 (C 型) の 3 つから、加入者が組み合わせを決めることができる。PFMs としては、国営銀行 SBI 傘下の SBI Pension Fund が約 4 割を占めるほか、インド信託公社 (Unit Trust of India: UTI)、国営生命保険会社の LIC それぞれ約 3 割を占める (図表 30)。

図表 28：主な年金制度の概要

	従業員退職準備基金 (EPF)・ 従業員年金スキーム (EPS)	全国年金制度 (National Pension System: NPS)	保証年金制度 (Atal Pension Yojana: APY)
設立年	1952年	2013年	2015年5月
根拠法	1952年従業員退職準備基金 および関連諸法 (The Employees' Provident Fund and Miscellaneous Provisions Act, 1952)	年金基金開発機構法 (The Pension Fund Regulatory and Development Authority Act, 2013)	-
運営主体	労働・雇用者省下の従業員退職準備基金機関 (Employees' Provident Fund organisation: EPFO)	年金基金開発機構 (The Pension Fund Regulatory and Development Authority: PFRDA)	
被保険者資格	- 原則、190の産業・業種に属する20人以上の労働者を有する事業所が対象 (ただし、ジャンム・カシミール州の事業所を除く) - 原則、賃金が月15,000ルピー未満の労働者が対象 ※外国人労働者については、賃金の額に関わらず適用対象 (ただし、賃金が15,000ルピー以上の場合にはEPFのみに加入)	【1階部分】 2004年1月以降に新規採用された中央政府公務員 (軍人を除く) (強制加入) 2009年5月以降は18歳以上65歳未満の全インド国民 (任意加入) 【2階部分】 1階部分の口座を有している者 【NPS Lite】 18歳以上60歳未満のインド国民で非組織部門の構成員であり一定の条件を満たす者	18歳から40歳で銀行口座を持っている者 (自営業者や零細組織での就労者、低所得者等が対象)
加入者数	口座数: 1.9億口座 (2017年3月末)	1,544万人 (2017年3月末)	
基金残高等	EPF: 5.2兆ルピー (2017年3月末) EPS: 3.2兆ルピー (2017年3月末)	3.2兆ルピー (2019年3月末時点)	686億ルピー (2019年3月末時点)

(資料) EPFO、PFRDA等より国際通貨研究所作成

図表 29：EPFO の投資対象商品と組入比率

投資対象商品		組入比率
インド政府債	・国債	45～65%
	・事実上、元利ともに中央・州政府の保証付とみなされる債券	
その他債券 および関連商品	・上場社債(期間3年超)	35～45%
	・IBRD、IFC、ADBなどが発行するルピー建て債券(期間3年超)	
	・インフラ関連債券	
	・1年超の定期預金 等	
短期金融商品	・コマーシャルペーパー(「A1+」以上の格付け)	5%まで
	・1年以内の定期預金	
株式および 関連商品	・時価総額500億ルピー以上の上場株式	5～15%
	・ETF	
	・株式デリバティブ 等	
資産担保証券	・商業業不動産ローン担保証券(CMBS)	5%まで
	・不動産投資信託(REIT)	
	・資産担保証券(ABS) 等	
	・インフラ投資信託 等	

(資料)EPFO資料より国際通貨研究所作成

図表 30：年金基金運用者(PFMs)の運用資産残高(2019年3月末時点)

	運用資産残高	
	(億ルピー)	シェア(%)
SBI Pension Fund Pvt. Ltd.	12,196	38.3
UTI Retirement Solution Ltd.	9,371	29.4
LIC Pension Fund Ltd.	9,272	29.1
HDFC Pension Management Company Ltd.	516	1.6
ICICI Prudential Pension Funds Management Company Ltd.	348	1.1
Kotak Mahindra Pension Fund Ltd.	78	0.2
Reliance Capital Pension Fund Ltd.	29	0.1
Birla Sunlife Pension Management Ltd.	11	0.0
合計	31,821	100.0

(資料)NPS Trust資料より国際通貨研究所作成

④ 投資信託

インドにおける投資信託市場では、1964年にRBIが設立した国内最古の運用会社であるインド信託公社（Unit Trust of India: UTI）が大きなプレゼンスを示していたが、1990年代以降、民間や外資系の運用会社（単独または現地金融機関との合併）による参入が徐々に拡大した²⁶。1993年に成立した「SEBI（投資信託）規制」²⁷のもと、UTI以外の全てのファンドがSEBIの登録・規制対象となった。UTIについても、2003年2月にSpecified Undertaking of the Unit Trust of IndiaとUTI Mutual Fundの2社に分社化されたうえで、「SEBI（投資信託）規制」の適用対象となった。2019年3月末時点で投資信託運用会社は42社、運用資産残高は2019年1-3月期平均で約24兆ルピーとなっている（図表31）。

資産運用残高の内訳をみると、債券ファンドが約3割程度を占めるほか、近年は株式ファンドや短期金融商品などが拡大している（図表32）。債券ファンドについては、流動性の高い短期債が中心となっており、社債を投資対象とするファンドは全体の数%程度にとどまっている。

2020年1月時点の投資信託の投資家別保有状況をみると、個人の52.7%に対して、法人および機関投資家が47.3%（うち法人93%）を占める。また、投資家別の資産構成をみると、個人は株式ファンドのウェイトが高い一方、法人および機関投資家については、債券ファンドおよび短期金融商品のウェイトが高い（図表33）。

なお、近年は、生体認証データを活用した国民ID番号（Aadhaar）による顧客認証（KYC）手続きやオンラインでの金融サービスの普及などもあり、証券（株・債券）を電子保有するための銀行口座（Demat Account）の開設が増加、SIP（Systematic Investment Plan）という小額から長期的・継続的に投資信託への積立投資を通じた個人投資家の証券投資が拡大しつつあるとされる。

²⁶ 運用会社に対する外資保有制限はなく、100%保有が可能。ただし、外資保有比率に応じた所要自己資本比率が設定されている。

²⁷ SEBI (2020)

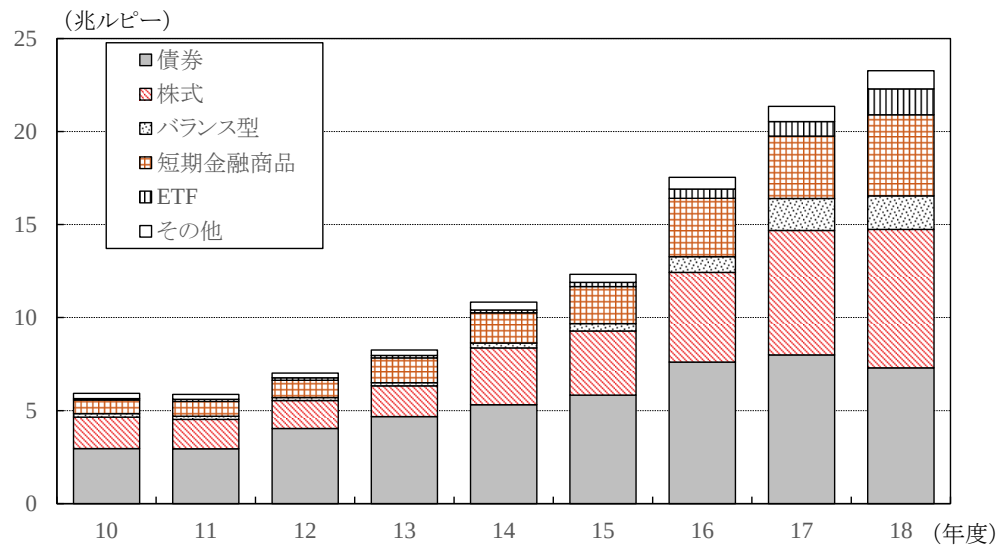
図表 31：投資信託運用会社の概要

	会社数	運用資産残高	
		(億ルピー)	シェア (%)
銀行子会社	7	48,656	19.9
合弁(地場過半出資)	4	30,628	12.5
その他	3	18,028	7.4
運用機関	2	1,582	0.6
民間セクター	33	194,606	79.5
地場	21	51,309	21.0
外資	6	42,606	17.4
合弁(地場過半出資)	5	99,928	40.8
合弁(その他)	1	763	0.3
合計	42	244,844	100.0

(注) 運用資産残高は、2019年1-3月期の平均値。

(資料) インド投資信託協会統計より国際通貨研究所作成

図表 32：投資信託の運用資産残高

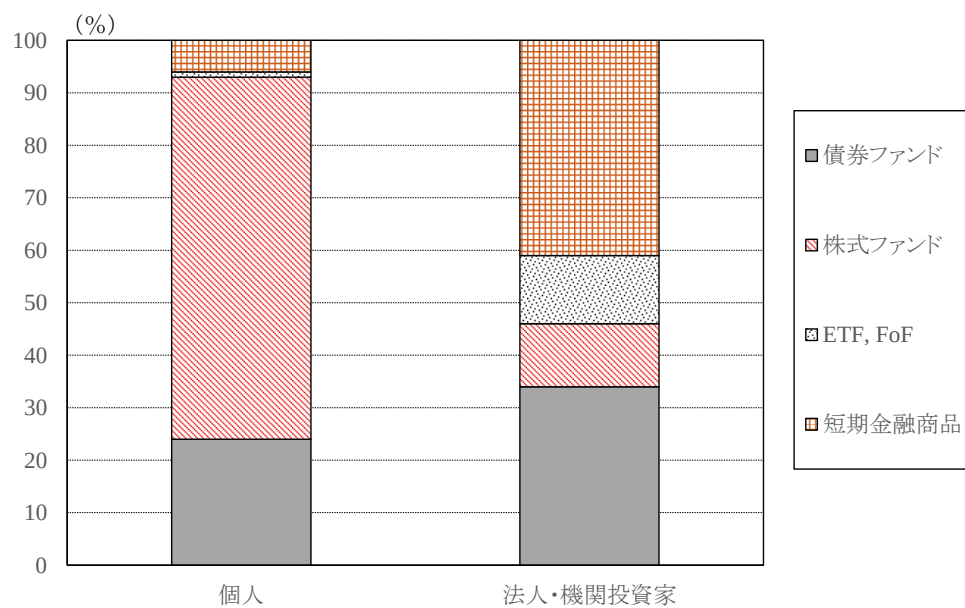


(注) 1.『債券』は、債券ファンド、インフラ債券ファンド、国債ファンドを含む。

2.『その他』は、株式リンク貯蓄スキーム、海外投資ファンド・オブ・ファンズを含む。

(資料) インド投資信託協会統計より国際通貨研究所作成

図表 33：投資家別にみた投資信託の運用資産構成（2020 年 1 月時点）



(資料) インド投資信託協会統計より国際通貨研究所作成

⑤ 外国ポートフォリオ投資家

インドでは、外国人投資家による証券投資に制限を課しているが、海外からの投資拡大に向けて、徐々に手続きの簡素化や規制緩和が進められている。従来、海外の投資家がインドの証券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、適格外国機関投資家（Qualified Foreign Investor: QFI）のいずれかの投資区分に登録する必要があった。FII は、1995 年に SEBI により導入された制度であり、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内の居住者である。これに対して、QFI は 2011 年にインド政府が導入した投資家制度である。しかし、それぞれの投資家区分に対して異なる規制監督者が関与し、手続きが煩雑であった。このため、2014 年に SEBI は、運用の効率化および透明性向上に向けて、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）という新たなカテゴリーに一本化した。

FPI の債券投資対象や条件も徐々に緩和されており、2015 年 10 月に州政府債や社債への投資が解禁されたほか、2018 年 4 月には投資可能な社債の年限が 3 年超から 1 年超に変更、1 年未満の国債への投資も解禁された。さらに、FPI の自主保有ルートによる債券投資については、2019 年 3 月に残存期間や投資上限等の制限が撤廃された。

現在、FPI の投資対象は、「SEBI（FPI）規制」²⁸により下記に制限されている。

- ・ 上場（または上場予定の）株式、債券、ワラント
- ・ 「SEBI（投資信託）規制」²⁹に基づく投資信託
- ・ 「SEBI（集団投資スキーム）規制」³⁰に沿った集団投資スキーム
- ・ 証券取引所で取引されるデリバティブ商品
- ・ 不動産投資信託、インフラ投資信託
- ・ インド預託証書
- ・ その他、RBI が適宜指定する債券
- ・ SEBI が適宜指定するその他の証券

なお、FPI による債券投資の上限額は、段階的な引き上げにより、国債は 2.46 兆ルピー、社債は 3.17 億ルピーとなっている（2019 年末時点）。もっとも投資枠の利用率は、流動性の高い国債が 8 割前後の高水準で推移しているのに対して、社債は 6 割弱にとどまっており、まずは流動性の改善が優先課題と言える。

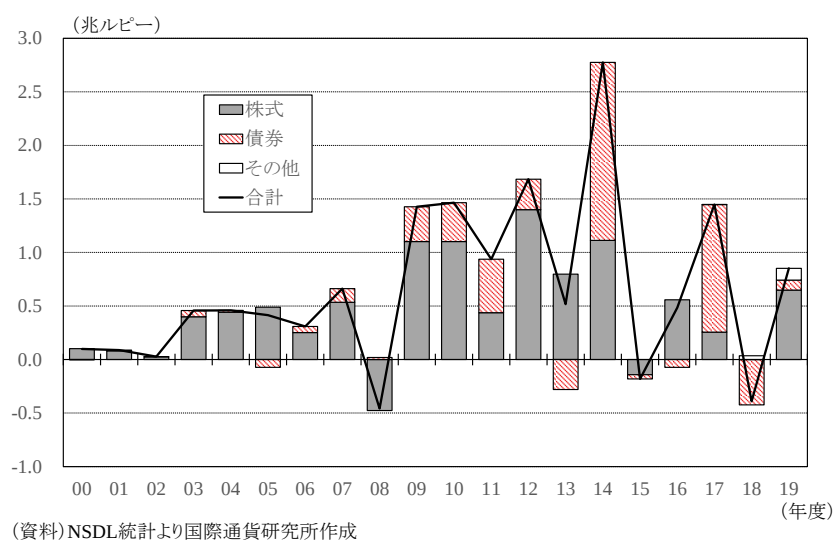
²⁸ SEBI(2019)

²⁹ SEBI(2020)

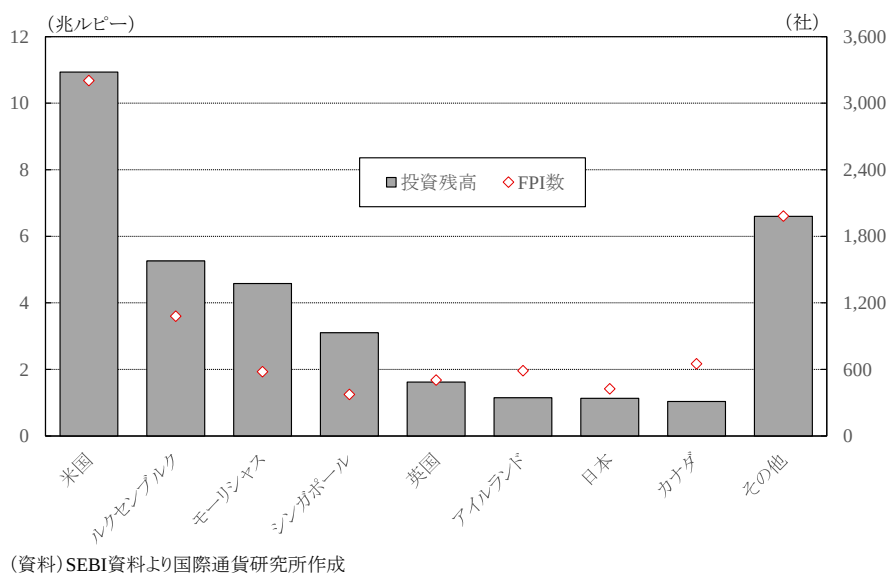
³⁰ SEBI(2014a)

また、従来、SEBI のほか RBI が認可・登録手続きを行っていたが、FPI は SEBI が認定し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が行われるようになった。2019 年 3 月末時点で、FPI は 9,390 社、DDP は 16 社が登録しており、DDP の多くは内外の金融機関である。FPI は登録業者数、運用資産残高ともに米国のプレゼンスが大きい(図表 35)。米国以外では、ルクセンブルクやモーリシャス、シンガポールなど税制上のメリットが期待できる国から投資を行うケースが多い。

図表 34：FPI の投資額の推移



図表 35：FPI の投資額の推移



(4) インフラ機能

① 取引・決済システム

インドの債券市場では、清算および決済に係る改革では、決済サイクルの短縮、証券の無券面化と電子取引などにより取引の効率化などが進められてきた。

国債の入札に参加できるのは、RBI に総勘定元帳補助簿 (Subsidiary General Ledger: SGL) 口座を有する PD や銀行のほか、保険会社、年金基金、投資信託などであり、RBI の電子プラットフォーム (E-Kuber) を通じて行われる。その他の投資家 (企業、ノンバンク、外国機関投資家など) は、RBI にギルト口座 (Constituents' Subsidiary General Ledger Account: CSDL) を開設したうえで、PD や銀行を通じて取引を行う。

一方、セカンダリー・マーケットについては、取引の多く (約 8 割) は、RBI が 2005 年 8 月に導入した匿名方式のオーダーマッチングシステム NDS-OM (Negotiated Dealing System-Order Matching) により行われ、決済は 2001 年に設立されたインド清算会社 (Clearing Corporation of India Limited: CCIL)³¹ に集約されている。一部の取引は店頭取引 (OTC) でも行われるが、OTC での取引についても、NDS-OM 上での報告が義務づけられている。また、即時グロス決済 (Real Time Gross Settlement: RTGS) を通じた DvP (Delivery vs Payment) により翌営業日 (T+1) 決済が可能となっている。

RBI と市場参加者が E-Kuber を通じて行うレポ取引に加えて、2003 年に CCIL が国債を担保とした貸借取引 (Collateralized Borrowing and Lending Obligation: CBLO) を開始、CCIL による決済保証の安全性を追い風に CBLO を通じた取引が拡大した。さらに 2018 年 11 月には、CCIL の子会社である Clearcorp Dealing System (India) Ltd. (CDSL) が、CBLO に代わるサービスとして、トライパーティ・レポ取引のオーダーマッチングプラットフォーム (Tri Party Repo Dealing System: TREPS) の運営を開始した³²。CBLO、TREPS とともに匿名方式のレポ・リバースレポ、かつ CCIL が決済保証を行う点では共通しているものの、TREPS は CCIL が第三者の預託機関 (Tri-party agent)³³ となる点が異なる。また、市場参加者同士が Clearcorp Repo Order Matching System (CROMS) を通じて行う相対レポが非匿名かつ債券銘柄も開示されるのに対して、TREPS は匿名かつ債券銘柄は非開示 (日次では銘柄開示あり) とされており、TREPS による取引額は、レポ取引の 2 倍の規模にまで拡大している (図表 36)。

³¹ CCIL は、RBI のイニシアティブにより主要銀行など民間部門が中心となり設立。RBI との間で直接資本関係はないものの、Payment and Settlement System Act, 2007 に基づき RBI の監督下にある。CCIL は NDS-OM を含む National Dealing System (NDS) プラットフォーム上での取引清算を担う。

³² 2018 年 11 月の TREPS 開始に伴い、CBLO は同月サービスを停止した。

³³ TREPS では、資金の出し手が無担保の資産を CCIL に預託する。

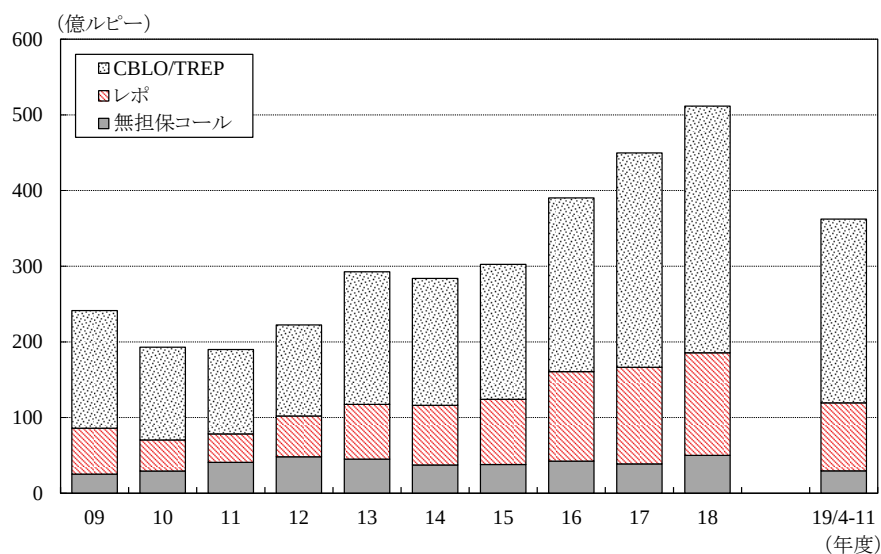
証券の移動は、預託機関である National Securities Depositories Ltd. (NSDL) と Central Depositories Services Ltd. がリアルタイムでの電子取引を提供しており、RBI の公債オフィス (PDO) が、国債の登記所兼中央保管所としての役割を果たしている。

このように、国債市場については、決済システム等インフラの高度化が順調に進む一方、社債市場のインフラ整備は遅れている。取引の多くは OTC で行われているが、2007 年から証券取引所 (BSE・NSE) が社債取引プラットフォームの運営を開始、一部の取引は取引所を利用するケースもあるとみられる。SEBI は、2016 年に私募債の発行について、電子入札プラットフォーム (Electronic Book Provider Platform: EBP Platform) を導入しており、50 億ルピーを上回る私募債の入札については EBP の使用が義務付けられている。OTC 取引の決済は、NSE の決済会社 NSE Clearing (旧 National Securities Clearing Corporation Limited: NSCCL) または BSE の決済会社 Indian Clearing Corporation Limited (ICCL) を通じて RTGS が可能となっており、DvP により T+1 決済が実現しつつある。また、社債についても、レポ取引に加えて、CBLO (および TREPS) の対象とされているが、実際には Clearcorp Dealing System (India) Ltd. が社債を対象とするプラットフォームを提供していないため取引実績はない。なお、2018 年に NSE が社債を対象としたトライパーティ・レポ取引の枠組みを導入した。

社債の CDS 取引に関しては、RBI が 2011 年 5 月にガイドライン³⁴を公表し、同年 10 月から OTC による単一銘柄の CDS 取引が導入された。売り手と買い手の両方が認められているのは商業銀行のほか、PD、ノンバンクである。買い手としては、商業銀行や PD、ノンバンクのほか、投資信託、保険会社、年金基金、上場企業、FPI などの参加が認められている。当初、CDS 取引の対象は上場債券および非上場のインフラ関連企業に限られていたが、その後、インフラ関連以外の非上場債券にも適用が拡大された。なお、現状、CDS は、CCIL 宛に取引報告が義務付けられているものの、OTC のみで取引されており、中央清算機関 (Central Counter Party: CCP) のような枠組みが未整備である点が課題の一つとして挙げられる。CCP が CDS 取引を仲介することで、取引相手先は常に CCP となり、他の参加者の債務不履行時の債務負担が CCP に一元化され、各参加者はリスク・エクスポージャーに応じて CCP に対して一定の証拠金等を預託することにより、他の参加者の債務不履行リスクを意識せずに取引することが可能となるほか、信用リスクを複数の参加者間のエクスポージャーを相互にネットिंगすることで信用リスクの軽減を図る効果が期待できる。

³⁴ RBI(2011)

図表 36：短期金融市場調整



(資料) CCIL統計より国際通貨研究所作成

② 格付け機関

インドにおいて資金調達を行う際には、地場格付機関による格付けを取得する必要がある。SEBI の規制により、証券取引所に上場する債券を発行する際は、公募・私募を問わず SEBI が認定する地場格付機関からの格付取得が義務付けられている³⁵。適格格付機関として、Credit Rating Information Services of India Ltd (CRICIL)、Investment Information and Credit Rating Agency of India Ltd (ICRA)、Credit Analysis and Research Ltd (CARE) の 3 社が存在する (図表 36)。CARE は独立系の地場格付機関である一方、CRICIL および ICRA は、それぞれ米大手格付け会社の S&P や Moody's が過半出資している。

図表 36：インドにおける主な格付機関

格付機関名	略称	設立年	国際格付機関 の提携・出資
Credit Rating Information Services of India Ltd	CRISIL	1987	S&P
Investment Information and Credit Rating Agency of India Ltd	ICRA	1991	Moody's
Credit Analysis and Research Ltd	CARE	1993	-

(資料) 日本格付研究所資料

³⁵ なお、銀行から 1 億ルピー以上の借入を行う場合も、RBI の規制により地場格付機関からの格付取得が義務付けられている。

③ 企業情報・信用情報サービス

全ての国内企業は企業省（Ministry of Corporate Affairs）傘下の会社登局（Registrar of Companies India: ROC）に財務情報の提出が義務付けられており、有料で一般に開示されている。

また、企業の信用情報に関しては、RBI 主導で 2000 年に設立されインドの信用情報機関（Credit Information Bureau (India) Limited: CIBIL）³⁶などの信用情報会社（Credit Information Company: CIC）がインド国内の個人や企業の信用データを会員企業（金融機関・クレジット会社等）に提供している。銀行などの金融機関が非上場企業（主に中小企業）と取引を行うに際しては、CIBIL などの CIC のほか、Dun & Bradstreet などの調査会社や CRICIL や CARE などの格付け機関などの情報を活用している。

④ 税制

インドにおける債券取引に関わる主な税制として、源泉徴収税（Tax Deduction at Source: TDS）のほか、印紙税などが挙げられる。利子支払い（社債利子を含む）に対する TDS の税率は、居住者が 10%、非居住者が 20%（グロスベース、外貨建て借入れの場合）となっている³⁷。

印紙税については、連邦法である「印紙税法（Indian Stamp Act, 1899）」と州法が管轄し、州によって税率に差異があるほか、株式発行と債券発行の場合で税率が異なることなどから、TDS 等と合わせて取引コストの高さが投資家に債券を満期まで保有させる誘因の一つとして指摘されてきた。この点については、「2019 年財政法」に基づき「印紙税法」の改正および関連規則³⁸の整備が行われている（2020 年 4 月 1 日施行予定）。これにより州毎の税率の差異がなくなるとともに、株式発行と債券発行の税率が 0.005%で統一され、税額は低減されるなど、債券取引の活発化に資することが期待される。

³⁶ 実際に事業を開始したのは 2006 年。

³⁷ 2020 年 6 月 30 日までの特別措置として、外貨建て借入れ、外貨建て長期社債、インド・ルピー建て社債（マサラ債）などインド国外を源泉とする借入れに対する利子については、5%の軽減税率を適用されている。

³⁸ The Indian Stamp (Collection of Stamp Duty through Stock Exchanges, Clearing Corporations and Depositories) Rules, 2019

(5) 主要省庁・規制当局

インドにおける金融規制の枠組みは、規制の対象となる分野毎に分かれているのが特徴である（図表 37）。国債市場については、RBI が単独で監督や規制を担う一方、社債については、SEBI、RBI、IRDAI の 3 機関が関係し監督体制が複雑化していることも社債市場の発展の遅れの一因として指摘されていた³⁹。このため、2007 年に政府主導で社債市場に関する規制・監督権限のすみ分けが行われ、SEBI がプライマリー・マーケット（上場企業の公募債および私募債の発行）およびセカンダリー・マーケット（OTC および取引所）の両方を管轄する一方、RBI の管轄はレポ／リバース・レポに関わる取引に限定されるようになった。なお、SEBI の監督の主目的は投資家利益の保護であるのに対し、RBI はあくまで金融市場の調節による民間部門への適切な資金フローを通じた経済および物価の安定である。

各監督機関の権限については、それぞれの法規制により定められており、RBI の権限や運営方法については、「インド準備銀行法（Reserve Bank of India Act, 1934）」⁴⁰が規定している。なお、RBI 総裁、副総裁、およびその他の理事の任命・罷免権限は中央政府にあると定めている。さらに、公益に必要であれば、中央政府が RBI 総裁と諮問の上で、随時、RBI に指令を出すことを認めており、RBI が定められた義務を果たしていないと中央政府が判断すれば、RBI の中央評議会を無効とし、その権限等が中央政府の決めた機関に委託されることも認めている⁴¹。

SEBI は、「SEBI 法(Securities and Exchange Board of India Act, 1992)」および「預託機関法(The Depositories Act, 1996)」⁴²のもと、証券取引に関わるあらゆる事項に対する権限が付与され、証券取引所や証券仲介業者の登録・規制のほか、出資や証券の譲渡に関して規制・監督を行う。さらに SEBI には、他の省庁が管轄してきた権限が徐々に移管されてきており、「証券諸法（改正）法（Securities Laws (Amendment) Act, 2014)」⁴³により、証券保管振替機関やカストディアンに対する監督、銀行に対する証券取引に関する記録の提出、上場企業の帳簿等の検査などの権限が付与されている。また、「SEBI（投資信託）規制（Securities and Exchange Board of India (Mutual Funds) Regulations, 1996)」⁴⁴では、投信会社に対して、ディ

³⁹ 監督体制の複雑化に伴う弊害の例として、例えば、保険に投資を組み合わせた変額保険（Unit Linked Insurance）の導入を巡っては、あくまで死亡保障の延長であるとする IRDAI の主張に対して、「集合投資スキーム（Collective Investment Schemes: CIS）」として規制すべきと主張する SEBI との間で権限争いが表面化したケースもある。

⁴⁰ RBI(2009)

⁴¹ したがって、中央政府は、銀行セクターの規制・監督業務においても、RBI を通じた関与が可能となっている。この点で、インドでは中銀が政府から完全に独立しているとはいえず、政府の意向に沿った規制監督を維持せざるを得ない面もある。

⁴² SEBI(1996)

⁴³ SEBI(2014b)

⁴⁴ SEBI(2019a)

スクロージャーのほか、手数料水準や勧誘文書の規定、投資評価方法、広告規制など多項目にわたる規制を行う。なお、SEBIについても、SEBI法のもと、中央政府の政策方針に従うほか（16条）、中央政府が規制（rule）を策定する権限を有する（29条）ことなどが規定されている。

このほか、保険会社や年金基金の監督・規制に関しては、「保険規制開発庁法（Insurance Regulatory and Development Authority Act,1999）」⁴⁵や「従業員退職準備基金および関連諸法（The Employees' provident Fund and Miscellaneous Provisions Act, 1952）」⁴⁶、「年金基金規制開発庁法（The Pension Fund Regulatory and Development Authority Act, 2013）」⁴⁷など個別の法律により定められている。

図表 37：主な規制当局の概要

機関名	監督・規制対象	根拠法
インド準備銀行 (Reserve Bank of India: RBI)	銀行・ノンバンクおよびPDの規制・監督を担う。国債や為替市場、為替・金利デリバティブのOTC取引に関する規制を行う。社債市場については、レボ／リバースレボ取引に関連した規制・監督を行う。	インド準備銀行法 (Reserve Bank of India Act, 1934)
インド証券取引委員会 (Securities and Exchange Board of India: SEBI)	ディーラーや投資信託等、証券市場に関わる全ての仲介機関等のほか、出資や証券の譲渡に関して規制・監督を行う。	「SEBI法 (Securities and Exchange Board OF India Act, 1992)」、「預託機関法 (The Depositories Act, 1996)」
保険開発規制機構 (Insurance Regulatory and Development Authority of India: IRDAI)	保険会社の規制・監督を担う。	「保険規制開発庁法 (Insurance Regulatory and Development Authority Act, 1999)」
従業員退職準備基金機関 (Employees' Provident Fund Organisation, India: EPFO)	従業員退職準備基金 (EPF) および従業員年金制度 (EPS) の規制・監督を行う。	「従業員退職準備基金および関連諸法 (The Employees' provident Fund and Miscellaneous Provisions Act, 1952)」
年金基金開発規制庁 (Pension Fund Regulatory and Development Authority: PFRDA)	「国民年金制度 (National Pension System: NPS)」、「保証年金制度 (Atal Pension Yojana: APY)」の監督を行う。	「年金基金規制開発庁法 (The Pension Fund Regulatory and Development Authority Act, 2013)」

(資料) 各機関資料より国際通貨研究所作成

⁴⁵ IRDAI(1999)

⁴⁶ EPFO (1952)

⁴⁷ PFRFA(2013)

(6) 関連規制等

証券取引全般に関わる法規制としては、まず、「証券契約（規制）法（Securities Contracts (Regulation) Act, 1956）」⁴⁸が挙げられる。同法では、証券取引所に対する規制のほか、証券における契約、上場、罰則などを規定している。また、証券の発行や目論見書については、「会社法（Companies Act, 1956, 2013）」⁴⁹の規定に従うものとされている。その後、前述の通り、証券取引に関わる多くの権限が SEBI に集約され、2000 年代には SEBI 主導で「会社法」や SEBI 関連規制を含む市場整備が行われた。なお、公募債の発行に際しては、「会社法」のほか、「SEBI（債券発行および上場）規制（SEBI (Issue and Listing of Debt Securities) Regulations, 2008）」⁵⁰などの規定に従う必要がある。

他方、非居住者によるインドの証券投資に関しては、「SEBI（外国ポートフォリオ投資家）規制（Securities and Exchange Board of India (Foreign Portfolio Investors) Regulations, 2019）」⁵¹に加えて、外国為替取引に関わる規制を定める「1999 年外国為替管理法（Foreign Exchange Management Act: FEMA）」⁵²の施行規則の一つである「非居住者による有価証券の移転または発行に関する外国為替管理規則（Foreign Exchange Management (Transfer or Issue of Security by a Person Resident outside India) Regulations, 2019）」⁵³により規定されている。

なお、規制に関しては、財務省経済局（DEA）、SEBI、RBI、企業省（MCA）が共同で策定するケースが多いとされる。また、規制対象ごとに異なる当局が規制を策定するほか、低格付けの企業の発行する債券への投資に制約を課していることなどが市場発展を阻害する一因として指摘されている。

⁴⁸ SEBI(1956)

⁴⁹ GOI(2013)

⁵⁰ SEBI(2008)

⁵¹ SEBI(2019b)

⁵² GOI(1999)

⁵³ RBI(2019a)

3. インド債券市場の評価と今後の課題

インド債券市場における評価および今後の主な課題として、以下が指摘される。

(1) 発行体・債券の種類

インドの社債市場は、発行体や投資家の偏りやセカンダリー・マーケットにおける流動性の低さなど、多くの点で改善の余地が大きい。

新興国の社債市場の多くと同様に、発行体は現地格付の水準が高い企業に集中しており、インフラや金融など特定の業種に偏っている。

社債市場で特徴的なのは、限られた数の発行体が多く種類の社債を発行しており、個々の社債の発行残高が相対的に小さいことである。このため、セカンダリー・マーケットでの取引は不活発であり、投資家に広く用いられる債券指数も存在しない。社債の多くが私募発行によるものであることが、こうした市場構造の背景にあるとみられる。発行体にとって負担の大きい公募発行手続きを簡素化し、公募発行のインセンティブを高めることも検討すべきと考えられる。

(2) 投資家層

商業銀行のほか、保険会社や年金基金についても、資産の一定割合に相当する金額の国債の保有が義務付けられており、柔軟な資産負債管理が妨げられている面がある。

債券市場育成の観点からは、銀行に対する SLR のさらなる引き下げや保険会社や年金基金に対する国債保有義務の緩和の余地があると思われる。FPI に関しては、投資規制の撤廃を通じて投資の自由度を高め、投資家のすそ野を広げることも検討すべきと思われる。

インドの政策当局は対外債務（非居住者によるルピー建て債券保有を含む）が増加することに警戒的であり、債券市場の対外開放は投資枠の引上げなどを通じて漸進的に行われてきた。しかし、投資枠の存在など一部の近隣諸国に比べて厳格な規制ゆえに同国の国債は主要な債券指数に採用されておらず、結果として同国債券市場に投資を行う海外投資家層が限られてきた。現在、ルピー建て国債は主要な総合国債債券指数（FTSE Russell World Government Bond Index: WGBI や Barclays Bloomberg Global Aggregate Bond Index）にも、主要な新興国国債指数（J.P. Morgan Government Bond Index-Emerging Markets Global Diversified: GBI-EM GD）にも採用されていない。このため、こうした指数に連動するインデックス・ファンドは同国債に投資をしていない。現在同国債に投資する海外証券投資家は、参照指数を持たないアクティブ投資家や、参照指数を持ちつつも指数採用外（オフ・ベンチマーク）銘柄

柄として同国債を保有する投資家などであると推測される。こうした投資家による保有残高は、主要国の景気悪化や信用リスクの高まり等に伴って世界的に投資家のリスク許容度が低下する局面で売却されやすい。このため、政策当局者の一部は「海外からの債券投資は潜在的に不安定」という印象を持っていると推測されるが、資本流出入の影響を抑えるために規制を維持するより、規制を撤廃することを通じて海外投資家のすそ野を広げることが市場の安定化に資する可能性が高いことも認識すべきと考えられる。当局が投資枠の撤廃などの自由化を行えば、同国債が上記の債券指数に採用され、同指数に連動するインデックス・ファンドなど相対的に安定的な資本流入が増加することが期待される⁵⁴。

また、ユーロクリアなど国際決済機関での国債の決済が可能になれば、海外投資家のすそ野を広げることに貢献すると思われる。

(3) 取引コスト

社債市場については、現地の市場参加者からクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の未整備などが課題として指摘されている。また、投資家の信認向上に向けて、社債市場に係る包括的なデータベースの構築、タイムリーなディスクロージャーの強化などを通じた透明性の向上が求められる。

インドのソブリン格付け（外貨建て長期）は、ムーディーズが Baa2、S&P が BBB-と、投資適格の下限かその一段階（1 ノッチ）上と相対的に低い。現地格付スケールで最上位の格付けを有する社債であっても、ムーディーズや S&P による国際スケールの格付けが付与された場合には投資適格の下限近くとなる場合が殆どであり（図表 38）、海外投資家にとってはかろうじて投資対象となり得る水準と思われる。信用力が相対的に低い企業による社債発行を促し発行体のすそ野を広げるためには、CDS 市場を整備し、政府による信用補完の検討も有効であると考えられる。

なお、これまで債券市場における売買コストを高め、投資家に債券を満期まで保有させる一因として指摘されてきた印紙税については、「印紙税法」の改正および関連規則の整備により 2020 年 4 月から各州間での税率の差異がなくなるほか、税率が低減される点は前向きに評価される。今後は源泉課税（Tax Deduction at Source: TDS）の廃止などが期待されよう。

⁵⁴ 当局が債券指数の採用に向けて取組み中との現地報道もあり、投資枠などに係わる規制の対象とならない新しい国債の発行が検討されている模様。しかし、こうした手法では限られた規模の国債のみ採用され指数に占める比重も低位に留まるため資本流入の増加と安定化への貢献は小さいと考えられる。

図表 38：主要な債券発行体と格付

発行体	現地スケール格付 (現地通貨建)			国際スケール格付			
	CRISIL	ICRA	CARE	現地通貨建		外貨建	
Indian Railway Finance Corp Ltd	AAA	AAA	AAA	Baa2	BBB-	Baa2	BBB-
National Highways Authority of India	AAA	AAA	AAA	Baa2	BBB-	Baa2	BBB-
Export-Import Bank of India	AAA	AAA	AAA	Baa2	BBB-	Baa2	BBB-
Food Corp of India	AAA	AAA	AAA	—	—	—	—
National Bank for Agriculture and Rural Development	AAA	AAA	AAA	—	—	—	—
Reliance Industries Ltd	AAA	AAA	AAA	Baa2	BBB+	Baa2	BBB+
ICICI Bank Ltd	AAA	AAA	AAA	Baa3	—	Baa3	BBB-
HDFC Bank Ltd	AAA	—	AAA	Baa2	BBB-	Baa2	BBB-
Axis Bank Ltd	AAA	AAA	AAA	Baa2	BBB-	Baa2	BBB-
LIC Housing Finance Ltd	AAA	—	AAA	—	—	—	—
Power Grid Corp of India Ltd	AAA	AAA	AAA	Baa2	BBB-	Baa2	BBB-
NTPC Ltd	AAA	AAA	AAA	Baa2	BBB-	Baa2	BBB-

(注) 長期発行体格付

(出所) Bloomberg

(4) 監督体制・法的枠組み

国債市場については、RBI が市場の整備や規制を担う一方、社債市場については、RBI、SEBI、IRDAI の 3 機関が関係し、規制・監督権限のすみ分けが行われつつあるとは言え、規制対象ごとに異なる当局が規制を策定することにより規制・監督が複雑になっている点是否めない。公募債発行に際しては、投資家だけでなく、発行体を管轄する各当局（RBI、電気通信庁、保険当局等）の承認手続きや期間についても改善すべき点の一つと考えられる。また、保険会社は IRDAI、年金基金は PFRDA といったように投資家ごとに異なる監督機関が関与し、それぞれが低格付け社債への投資などを独自に規制しているため、投資家の層によって投資できる対象が異なっている。こうした規制は投資家の健全性維持を目的にしており尊重されるべきものではあるが、社債市場の発展を促す観点からは漸進的な規制緩和の余地がないかを検討すべきと考えられる。

図表 39：分野別課題

(1) 発行体・債券の種類

- ・限られた数の発行体が多く種類の社債を発行。個々の社債の発行残高が相対的に小さくセカンダリー・マーケットでの取引は不活発。
- ・発行体にとって負担の大きい公募発行手続きを簡素化し、公募発行のインセンティブを高めることも検討すべき。

(2) 投資家層

- ・主要な債券投資家に対する国債保有義務が投資対象の自由な選択を狭めており、流動性資産保有比率（SLR）等のさらなる引き下げが望ましい。
- ・海外証券投資家（FPI）への投資規制の撤廃やユーロクリア決済の実現等を通じて投資の自由度を高めるべき。主要な債券指数に同国債が採用されれば、投資家のすそ野を広め安定的な資本流入を招くことも可能に。

(3) 取引コスト

- ・社債市場については、証券保管振替機構やクレジット・デフォルト・スワップ市場の未整備なども課題。
- ・源泉課税の廃止も検討が必要。

(4) 監督体制・法的枠組み

- ・社債市場については、複数の監督機関が存在することにより規制監督が複雑になっている点は否めず。
- ・主要な債券投資家に対する投資規制の緩和も検討すべき。

4. 政府・規制当局の施策

(1) これまでの取り組み

政府・当局は、専門の委員会の提言などに基づき債券市場の育成に向けた改革に取り組んできた。国債市場については、第2章で述べた通り、1990年代から RBI 主導で規制緩和や市場の整備が行われてきた（図表 40）。プライマリー・マーケットに関しては、国債入札制度や PD 制度の導入、発行する債券の種類の拡大や金利の自由化などが行われたほか、段階的に空売り規制の緩和などを実施した。また、「財政責任・予算管理法（Fiscal Responsibility and Budget Management Act 2003）」⁵⁵に基づき、2006年4月から RBI による国債の直接引き受けが禁止された。セカンダリー・マーケットの流動性拡大に向けては、ベンチマークとなる10年債の定期的な発行やレポ市場の整備、金利先物取引や金利デリバティブ取引の導入のほか、商業銀行に対して一定の国債の保有を義務付ける SLR 比率の段階的引き下げなどを実施した。

図表 40：国債プライマリー・マーケット育成に向けた施策（概要）

政策	債券の種類	インフラ
・91日物T-Billの入札制度導入(93年) ・短期財政資金融資制度導入(97年) ・SLRの引き下げ(97年) ・国債買い戻しスキームの導入(03年) ・「財政責任・予算管理法」成立(03年) ・RBIの入札参加を禁止(06年) ・「国債法」成立(06年) ・「中期債務管理戦略」策定(15年)	・364日物T-Bill(92年) ・ゼロクーポン債(94年) ・変動利付債(95年) ・キャピタルインデックス債(97年) ・キャッシュマネジメント債(09年) ・物価連動債(13年) ・40年債(15年)	・プライマリーディーラー制度(96年) ・非価格競争入札(02年) ・入札カレンダー(02年) ・発行日前(When-issued)取引(06年) ・T-BillについてNDS導入(07年) ・国債についてNDS導入(09年) ・WebベースでのNDS導入(12年)

(資料) CCIL資料より国際通貨研究所作成

社債市場に関しては、政府の専門家委員会（議長：Dr. R.H.Patil）が2005年12月に公表した社債および証券化に関する報告書（Report of High Level Expert Committee on Corporate Bond and Securitization）⁵⁶での提言に基づき、2007年以降、SEBI 主導で社債市場の整備・改革が本格化した。市場の透明性向上に向けて、OTC 社債取引の報告システムが導入され、私募債の取引に関しても、BSE、NSE、FIMMDA のいずれかを通じての報告が義務付けられた。また、2007年から証券取引所（BSE・NSE）における社債取引プラットフォームが稼働、2016年からは、50億ルピーを上回る私募債の入札に関して、電子入札（EBP）プラットフォーム

⁵⁵ GOI(2003)

⁵⁶ SEBI(2005)

フォームの利用が義務付けられた。手続き面では、私募債を発行する際のディスクロージャーの内容が厳格化される一方、公募債については、格付けを取得する格付け機関数が従来の2社以上から1社に削減されたほか⁵⁷、従来、「投資適格」以上とされていた格付けの要件が緩和されるなど、双方の手続きの平準化が行われた。さらに、公募債発行手続きに関わる期間短縮のため、2018年10月からオンラインでの申請・払込みが義務付けられた⁵⁸。また、償還準備金（Debt Redemption Reserve: DRR）率の引き下げ（50%→25%）などにより、コスト面での負担も軽減された。

こうした取り組みにより、公募債発行手続きにかかる期間は以前に比べ短縮されたものの、問題がなくスムーズに手続きが進んだ場合でも、通常最低4～5ヵ月程度を要するとされる。また、発行体を管轄する各当局（RBI、電気通信庁、保険当局等）の承認を要する場合には、その承認の取得のためにさらに時間を要する場合もある模様である。

さらに、インドの社債市場の発展を阻害する要因として、契約の執行や企業破産等を巡る法的手続きの不透明さが指摘されている⁵⁹。リスクヘッジや投資家の利益保護に関わる制度が未整備な状況下においては、資金の出し手が、リスク分析が可能で満期保有を志向する一部の機関投資家に限られており、セカンダリー・マーケットでの流動性が低下するという悪循環から抜け出すことができなくなっていると考えられる。ただし、企業破産等の法的手続きに膨大な時間とコストを要することは、長年、投資環境上の課題として指摘されてきたが、「2016年破産・倒産法（The Insolvency and Bankruptcy Code, 2016）」⁶⁰の成立により、今後は破産処理の迅速化・円滑化が図られることが期待される（BOX 参照）。

BOX：インドにおける破産・倒産法整備の動き

インドにおいて、企業破産等の法的手続きに膨大な時間とコストを要することは、長年、投資環境上の課題として指摘されてきた。世界銀行の「ビジネスのし易さ（Doing Business）」ランキングにおけるインドの順位は、2014年時点の189カ国中142位から2019年には190カ国中63位まで上昇したものの、個別項目の「契約の執行（enforcing contract）」に関しては、2014年の186位から2019年でも163位と改善ペースは遅く、依然低い水準にとどまっている。

資本市場の育成において、効率的で透明性の高い司法制度は不可欠である。従来インド

⁵⁷ SEBI(2007)

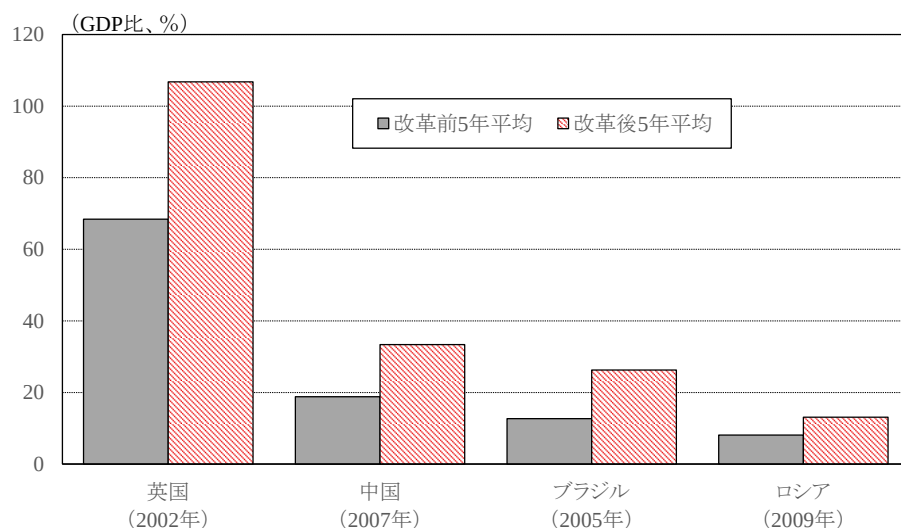
⁵⁸ SEBI(2018)

⁵⁹ Vikramaditya Khanna and Umakanth Varottil (2012)

⁶⁰ GOI(2016)

においては、個人や企業の破産や免責について包括的に処理する一般法が存在せず、製造業の再建手続きは「1985 年破綻産業会社法（Sick Industrial Companies Act, 1985 : SICA）」、銀行や金融機関など担保付債権者向けの債権回収手続きについては、「1993 年銀行及び金融機関に関する債権回復法（The Recovery of Debts Due to Banks and Financial Institutions Act, 1993）」⁶¹や「2002 年金融資産の証券化および債権・担保権の実行法（The Securitisation and Reconstruction of Financial Assets and Enforcement of Security Interest ACT, 2002: SARFAESI）」⁶²のほか、銀行団による私的な企業債務整理手続きについては RBI のガイドライン、会社清算手続きについては会社法など複数の法制が混在し、それぞれの手続きが錯綜することに加えて、債務者主導の倒産処理手続きも迅速な処理の妨げとなり、Exit の難しさが投資上のリスクとして広く認識されていた。「2016 年破産・倒産法（The Insolvency and Bankruptcy Code, 2016）」⁶³の成立により、こうした複数の法律が一本化され、企業の倒産は国家会社法審判所（National Company Law Tribunal: NCLT）に申請され、手続き開始が決定してから 180 日以内に倒産処理を完了させることが義務づけられた。期間延長が 90 日まで認められるものの、同法の下では最長で 1 年未満での企業の倒産処理が可能となり、かつ倒産処理手続きが債権者主導で進められることになった点は大きな前進であり、企業の破綻処理の迅速化・円滑化による投資家の利益確保、ひいては投資拡大につながることを期待される。実際、破産法改革後に多くの国で社債市場の規模が加速している。

主要国における破産法改革前後の社債市場規模国際比較



(注) 国名下の括弧内は破産法改革が実現した時期。
(資料) CRISIL 資料より国際通貨研究所作成

⁶¹ GOI(1993)

⁶² GOI(2002)

⁶³ GOI(2016)

(2) 近年の施策

近年の重点分野として、信用補完手段の拡充やクレジット・デフォルト・スワップ（Credit Default Swaps: CDS）市場の育成などによる投資家層の拡大が挙げられる。

インドにおける信用補完の手段としては、銀行による信用状（Letter of Credit: LOC）発行や、特に零細・小規模事業者を対象に信用保証を行う中小企業信用保証基金信託（Credit Guarantee Fund Trust for Micro and Small Enterprises: CGTMSE）⁶⁴のほか、PTC India Financial Services Limited（PFS）や India Infrastructure Finance Company Limited（IIFCL）などインフラ分野を専門に投融資する企業によるインフラプロジェクトへの信用保証の枠組みがある。さらに、2014 年 5 月に発足したモディ政権は、インフラ投資のための財源確保を狙い、銀行に対して、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部分保証の供与や長期インフラ向け債券の発行・投資を認めるようになった。2015 年 4 月には、銀行が他の銀行が発行する長期インフラ債券の保有を条件付きで解禁した。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扱われる。2020 年度予算案のなかでは、信用補完基金（Credit Enhancement Fund）を設立する方針を打ち出した。実現すれば、インフラ関連企業のほか、低格付け企業による社債発行の拡大が期待されている。

なお、モディ政権が 2019 年末に公表したインフラ・タスクフォースの報告書では、インフラ投資実現に向けた改革の一つとして、民間部門の参加のほか、債券および信用市場のてこ入れに加えて、長期資金の出し手として期待される保険や年金基金の投資ガイドラインの見直しの必要性などを指摘しており、今後の政策に反映される可能性がある。

⁶⁴ CGTMSE は、政府とインド小規模産業銀行（Small Industries Development Bank of India: SIDBI）が出資して 2000 年に設立。会員の金融機関（Member Lending Institutes: MLI）経由で信用保証を発行する。

5. わが国当局への提言（日印間での協力余地等）

（1）インドの債券市場の機能改善に向けた取組み

前記第3章で記述したとおり、同国の債券市場（特に社債市場）に関しては改善すべき点が多い。現地市場に投資する日本の投資家が認識する市場の問題点や、日本の社債市場の発展過程に係わる市場参加者や当局者の知見などを現地の当局者に還元し、社債市場の機能の改善に向けた取組みを支援することが可能と考えられる。

（2）クロスボーダー投資の促進

日印間のクロスボーダー投資の促進に関しては、(a) 日本からインドの債券市場への投資の促進、(b) 日印の債券投資 ETF の相互上場等を通じた両方向での投資の促進、(c) インドの発行体による円建て外債（サムライ債）の発行促進などに取組むべきと考えられる。

(a) 日本からインドへの債券投資に関しては、既に複数の公募投資信託が投資を行っている。前述のとおり、インド当局は、近年、海外証券投資家（FPI）による債券投資に関して規制緩和を進めており、投資可能な債券種類の拡大、残存期間や投資上限等の緩和や撤廃が行われた。今回面談した日系運用会社の債券運用担当者からは、上記の規制緩和に伴って投資環境は着実に改善しているとのコメントが聞かれた。一方、依然として改善すべき点は少なくないとの指摘もあった。債券売買に係わる為替取引が制限され売買の同日ネットティングができない点は、アジア域内の他市場に劣後するとのことであった。為替取引の自由化や上記ネットティングの実施に加え、国債取引の証拠金制度や税務代理人制度の撤廃を検討すべきとの指摘も聞かれた。また、債券投資枠の撤廃や外国人投資家のインカム・キャピタル課税の撤廃が行われれば、海外からの資本流入を促し投資家層の多様化に貢献すると考えられる。投資枠の撤廃などが行われた場合、同国の国債が主要な債券指数に採用される可能性も高まると思われる。第3章で記述した通り、こうした指数に連動する海外のインデックス・ファンドも同国債券市場に投資するようになれば、相対的に安定的な資本流入が期待されるであろう。

(b) 日印間の債券投資の促進に関しては、債券投資 ETF の相互上場等も検討し得る。2019年4月、日本取引所グループは、上海証券取引所との間で日中のアセットクラスを信託財産とする ETF の上場を促進し両国投資家の日中証券市場への投資機会を拡大するための環境整備として、日中 ETF コネクティビティの構築について合意。上海証券取引所への日本株 ETF の上場と、東京証券取引所における中国株 ETF の上場が実現した。債券連動型

の ETF に関する両国の投資家ニーズを探り、上記と同様の取組みが可能かを検討することは有用であろう。

(c) インドの発行体によるサムライ債発行に関しては、前述の通りインド輸出入銀行などによる実績がある。発行体のすそ野を広げるためには、下記 (2) で記述するサムライ債市場に関する知見の提供などに加え、インド政府機関によるサムライ債発行に対する JBIC による部分保証なども活用可能であろう。

図表 41：提言一覧

(1) インドの債券市場の機能改善に向けた取組み

- ・同国の社債市場には改善すべき点が多く、同市場に投資する日本の投資家の知見や日本の社債市場の発展過程などを現地の当局者に還元し、社債市場の機能の改善に向けた取組みを支援することが可能

(2) クロスボーダー投資の促進

- ・日本からインドへの債券投資に関しては、債券売買に係わる為替取引の自由化、国債取引の証拠金制度や税務代理人制度の撤廃、債券投資枠の撤廃や外国人投資家のインカム・キャピタル課税の撤廃などによる投資環境の整備を通じてこれを促すことが可能
- ・こうした取組みを通じて同国債が主要な債券指数に採用された場合、海外投資家のすそ野が広がり安定的な資本流入が期待される
- ・日印間の債券投資に関しては、債券投資 ETF の相互上場等も検討すべき
- ・インドのサムライ債発行体のすそ野を広げるためには、サムライ債市場に関する知見の提供などに加え、インド政府機関によるサムライ債発行に対する JBIC による部分保証なども活用可能

おわりに

本調査では、インドの経済成長に重要な役割を果たすことが期待される債券市場の現状と課題について考察した。インドにおける債券市場は、国債市場がプライマリー・マーケットおよびセカンダリー・マーケットともに一定の拡大がみられる一方、社債市場の発達は遅れている。社債の大半が私募発行によるもので、セカンダリー・マーケットでの流動性は低い。

社債市場の拡大を抑制してきた要因として、公募債発行に伴う手続きの煩雑さやコスト負担に加えて、主要な投資家に対する国債保有義務や低格付け社債への投資制限など様々な要因が挙げられる。さらに、発行体の裾野が広がらない理由としては、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）市場や破産手続きなど、企業の債務不履行に伴うリスクヘッジや投資家の利益保護に関わる制度が脆弱なことが大きいと考えられる。この点で、「2016年破産・倒産法（The Insolvency and Bankruptcy Code, 2016）」の成立は、企業の破綻処理の迅速化・円滑化による投資家の利益確保、ひいては投資拡大にプラスとなることが期待される。加えて、証券保管振替機構や CDS 市場の整備など投資家の低格付け社債への投資に関わるリスクヘッジ手段や信用リスクの軽減措置の整備が求められよう。

投資家層の拡大に向けては、商業銀行の SLR 規制をはじめとする各投資家別の投資規制の緩和に加えて、FPI への投資規制の撤廃やユーロクリア決済の実現等を通じて投資の自由度を高めるべきである。主要な債券指数に同国債が採用されれば、投資家のすそ野を広め安定的な資本流入が見込まれよう。

また、日本からインドの債券市場への投資の促進に向けては、債券売買に係わる為替取引の自由化、国債取引の証拠金制度や税務代理人制度の撤廃、債券投資枠の撤廃や外国人投資家のインカム・キャピタル課税の撤廃などが求められる。このほか、日印の債券投資 ETF の相互上場等を通じた両方向での投資の促進、JBIC による部分保証などを活用したサムライ債の発行促進などが、発行体および投資家の裾野拡大に寄与しよう。インドの債券市場に投資する日本の投資家の知見や日本の社債市場の発展過程などを現地の当局者に還元し、社債市場の機能の改善に向けた取組みを支援する余地は大きいと言える。

参考文献

- 神山哲也 (2007)、「インド投資信託業界の現状」野村資本市場クォーターリー2007Autum、2007年 (<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2007/2007aut16.pdf>)。
- 川奈剛 (2008)、「第13章 インド」『アジアの資本市場育成と消費者保護制度に関する法的考察』金融庁、平成20年7月 (<https://www.fsa.go.jp/news/20/sonota/20080724-2/02-13.pdf>)。
- 北野陽平 (2017)、「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」野村資本市場クォーターリー2017Summer、2017年 (<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017sum05.pdf>)。
- 杉田 浩治、「新興諸国における集団投資スキーム (付：インド投信の概況)」、日本証券経済研究所、2006年10月 (http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/0611_01.pdf)。
- 日本証券経済研究所 (2016)、「図説 アジアの証券市場 2016年版」、2016年3月 (http://www.jsri.or.jp/publish/market/market_27.html)。
- フランクリン・アレン他 (2009)、「インド金融・資本市場の現状と課題」野村総合研究所、2009年10月。
- ASIFMA (2017)，“India’s Debt Markets -The Way Forward-,” July 2017 (<https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/05/asifma-indias-debt-markets-the-way-forward1-1.pdf>)
- CCIL (2019)，“Quarterly Market Analytics,” December 2019 (<https://www.ccilindia.com/Research/CCILPublications/MarketAnalytics/Pages/QuarterlyMarketAnalytics.aspx>)。
- (2020)，“Monthly Newsletter,” January 2020 (<https://www.ccilindia.com/Research/CCILPublications/Lists/CCILPubRakshitra/Attachments/309/Rakshitra%20-%20January,%202020.pdf>)。
- EPFO (1952)，“The Employees’ Provident Funds and Miscellaneous Provisions Act, 1952” (https://epfindia.gov.in/site_docs/PDFs/Downloads_PDFs/EPFAct1952.pdf)
- (2017)，“64th Annual Report FY2016-2017,” (https://search.epfindia.gov.in/Annual_Reports/Annual_report_2016-17_english.pdf)
- GOI (1999)，“The Foreign Exchange Management Act, 1999,” December 29, 1999 (<https://dor.gov.in/sites/default/files/Foreign%20Exchange%20Management%20Act%201999.pdf>)
- (1993)，“The Recovery of Debts Due to Banks and Financial Institutions Act, 1993,” (<https://indiacode.nic.in/handle/123456789/1775?locale=en>)

- (2002), “The Securitisation and Reconstruction of Financial Assets and Enforcement of Security Interest ACT, 2002,” December, 2002 (<http://legislative.gov.in/sites/default/files/A2002-54.pdf>)
- (2003), “Fiscal Responsibility and Budget Management Act, 2003,” Ministry of Finance, August 2003(<https://dea.gov.in/sites/default/files/FRBM%20Act%202003%20and%20FRBM%20Rules%202004.pdf>).
- (2013),” The Companies Act, 2013,” Ministry of Corporate Affairs, August 30, 2013 (<https://www.mca.gov.in/Ministry/pdf/CompaniesAct2013.pdf>).
- (2016), “The Insolvency and Bankruptcy Code, 2016,” Ministry of Corporate Affairs, May 28, 2016 (<https://www.mca.gov.in/Ministry/pdf/TheInsolvencyandBankruptcyofIndia.pdf>).
- IDRAI (1999), “Insurance Regulatory and Development Authority of India Act, 1999,” (<http://legislative.gov.in/sites/default/files/A1999-41.pdf>)
- (2002), “The Insurance Act 1938 [As Amended by Insurance (Amendment) Act, 2002],” (https://www.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/frmGeneral_Layout.aspx?page=PageNo107&flag=1)
- (2016), “IRDAI (Investment) Regulations, 2016,” (https://www.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/frmGeneral_NoYearList.aspx?DF=RL&mid=4.2)
- (2019), “Annual Report 2018-2019,” (<https://www.irdai.gov.in/admincms/cms/uploadedfiles/annual%20reports/IRDAI%20English%20Annual%20Report%202018-19.pdf>)
- IFC (2017), “Masala Bond Program - Nurturing A Local Currency Bond Market,” January 2017 (<https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/be6c1b09-9e08-4fc4-9630-45ecc078cc88/EMCompass+Note+28+Masala+Bond+Program+FINAL.pdf?MOD=AJPERES&CVID=IDmkW5e>)
- NPS Trust, “Annual Reports,” (<http://www.npstrust.org.in/annual-reports>).
- NSE (2019), “Indian Securities Market, A Review (ISMR) - 2019,” (<https://www1.nseindia.com/research/dynaContent/ismr.htm>)
- PFRDA (2013), “The Pension Fund Regulatory and Development Authority Act, 2013,” September 2013 (<https://www.pfrda.org.in/myauth/admin/showimg.cshtml?ID=353>).
- (2018), “Annual Report of PFRDA-FY2017-2018,” December 2018 (<https://www.pfrda.org.in/myauth/admin/showimg.cshtml?ID=1594>).
- Radhika Pandey and Ila Patnaik (2019), “Financial Sector Reforms in India,” National Institute of Public Finance and Policy (NIPFP) Working Paper Series No. 267, May 10 2019

- https://www.nipfp.org.in/media/medialibrary/2019/05/WP_267_2019.pdf).
- RBI (2007), “The Banking Regulation Act, 1949 [As amended by The Banking Regulation (Amendment) Act, 2017],”
- <https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Publications/PDFs/BANKI15122014.PDF>
- (2009), “Reserve Bank of India Act, 1934 [As modified up to February 28, 2009],”
- https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Publications/PDFs/RBIAM_230609.pdf
- (2011), “Guidelines on Credit Default Swaps (CDS) for Corporate Bonds,” RBI/2010-11/542 IDMD.PCD.No. 5053 /14.03.04/2010-11, May 23, 2011.
- <https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/notification/PDFs/FGCD240511F.pdf>
- (2015a), “Master Circular – Prudential Norms for Classification, Valuation and Operation of Investment Portfolio by Banks,” July 1, 2015
- <https://www.rbi.org.in/Scripts/NotificationUser.aspx?Id=9904&Mode=0#112>).
- (2015b), “External Commercial Borrowings (ECB) Policy - Issuance of Rupee denominated bonds overseas,” RBI/2015-16/193 A.P. (DIR Series) Circular No.17 September 29, 2015
- <https://www.rbi.org.in/scripts/NotificationUser.aspx?Mode=0&Id=10049>).
- (2017), “Issuance of Rupee denominated bonds overseas,” RBI/2016-17/316 A. P. (DIR Series) Circular No.47, June 7, 2017
- <https://www.rbi.org.in/Scripts/NotificationUser.aspx?Id=10994&Mode=0>).
- (2019a), “Foreign Exchange Management (Transfer or Issue of Security by a Person Resident outside India) (Amendment) Regulations, 2019,” January 31, 2019
- https://m.rbi.org.in/Scripts/BS_FemaNotifications.aspx?Id=11496)
- (2019b), “India’s Corporate Bond Market: Issues in Market Microstructure,” RBI Bulletin, January 2019
- <https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Bulletin/PDFs/2ICBMIMM141CFFF458BB4B3A9F4C006F4AE4897F.PDF>).
- SEBI (1956), “Securities Contracts (Regulation) Act, 1956 [As amended by the Finance (No. 2) Act, 2019],” Feb 16, 1957
- https://www.sebi.gov.in/legal/acts/feb-1957/securities-contracts-regulation-act-1956-as-amended-by-the-finance-no-2-act-2019-and_4.html).
- (1992), “Securities and Exchange Board of India Act, 1992 [As amended by the Finance (No. 2) Act, 2019],” Jan 30, 1992

- (<https://www.sebi.gov.in/legal/acts/jan-1992/securities-and-exchange-board-of-india-act-1992-as-amended-by-the-finance-no-2-act-2019-3.html>).
- (1996), “The Depositories Act, 1996 [As amended by Finance Act, 2018],” Sep 20, 1995 (<https://www.sebi.gov.in/legal/acts/sep-1995/the-depositories-act-1996-as-amended-by-finance-act-2018-1.html>).
- (2005), “Report of High Level Expert Committee on Corporate Bonds and Securitization,” December 23, 2005 (<https://www.sebi.gov.in/debt/expertreport.pdf>).
- (2007), “Amendments to SEBI (Disclosure and Investor Protection) Guidelines, 2000,” December 03, 2007 (https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/dec-2007/amendments-to-sebi-disclosure-and-investor-protection-guidelines-2000_9842.html).
- (2008), “Securities and Exchange Board of India (Issue and Listing of Debt Securities) Regulations, 2008 [Last amended on May 07, 2019],” Dec 15, 2017 (<https://www.sebi.gov.in/legal/regulations/dec-2017/securities-and-exchange-board-of-india-issue-and-listing-of-debt-securities-regulations-2008-last-amended-on-may-07-2019-38451.html>).
- (2014a), “SEBI (Collective Investment Schemes) Regulations, 1999 [Last amended on January 9, 2014],” January 2014 (<https://www.sebi.gov.in/legal/regulations/oct-1999/sebi-collective-investment-schemes-regulations-1999-last-amended-on-january-9-2014-34701.html>).
- (2014b), “Securities Laws (Amendment) Act, 2014,” Aug 22, 2014 (https://www.sebi.gov.in/legal/acts/aug-2014/securities-laws-amendment-act-2014_27855.html).
- (2018), “Streamlining the process of public issue under the SEBI (Issue and Listing of Debt Securities) Regulations, 2008, SEBI (Issue and Listing of Non-Convertible Redeemable Preference Shares) Regulations, 2013, SEBI (Public Offer and Listing of Securitised Debt Instruments) Regulations, 2008 and SEBI (Issue and Listing of Debt Securities by Municipalities) Regulations, 2015,” Circular No.: CIR/DDHS/P/ 121/2018, August 16, 2018 (<https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/aug-2018/streamlining-the-process-of-public-issue-under-the-sebi-issue-and-listing-of-debt-securities-regulations-2008-sebi-issue-and-listing-of-non-convertible-redeemable-preference-shares-regulations-40004.html>).
- (2019), “Securities and Exchange Board of India (Foreign Portfolio Investors) Regulations, 2019 [Last amended on December 19, 2019],” December 2019 (<https://www.sebi.gov.in/legal/regulations/dec-2019/securities-and-exchange-board-of-india-foreign-portfolio-investors-regulations-2019-last-amended-on-december-19-2019-44436.html>).

----- (2020), “Securities and Exchange Board of India (Mutual Funds) Regulations, 1996 [Last amended on March 06, 2020],” March 06, 2020 (<https://www.sebi.gov.in/legal/regulations/march-06-2020-41350.html>).

Stephen Wells and Lotte Schou-Zibell (2008), “India’s Bond Market-Developments and Challenges Ahead,” Working Paper Series on Regional Economic Integration No.22, December 2008.

Vikramaditya Khanna and Umakanth Varottil (2012), “Developing the Market for Corporate Bonds in India,” NSE WORKING PAPER, March 2012.

(Annex I) インド債券市場に関する政府・当局の施策（概要）

年	政府・規制当局			
	政府	RBI	SEBI	その他
	【国債市場の整備】			
1992年	・ 市場金利に基づく資金調達を開始	・ 364日物T-Billの入札を開始(4月)	・ 「SEBI法(Securities and Exchange Board of India Act, 1992)」	
1993年		・ 中長期国債の入札制度を開始(6月)		・ NSEが国債取引を開始(6月)
1994年		・ 91日物T-Billの入札制度を導入		
		・ ゼロクーポン債を導入		
		・ 国債のSGL		
1995年		・ 変動利付債を導入	・ 外国機関投資家(FII)制度導入	
1996年		・ 国債およびT-Bill(91日物・364日物)の入札にプライマリーディーラー(PD)制度を導入(3月)	・ 「預託機関法(The Depositories Act, 1996)」	・ NSE Clearing(NSEの子会社)設立
			・ 「SEBI(投資信託)規制(Securities and Exchange Board of India (Mutual Funds) Regulations, 1996)」	
1997年		・ T-Billの年限を多様化(8月)		
		・ 法定流動性比率(SLR)を引き下げ(10月)		
		・ キャピタルレインデックス債を初めて発行(12月)		
2000年		・ 流動性調節ファシリティ(LAF)を導入(6月)		・ 信用情報機関(CICIL)設立
2001年		・ 対外商業借入(ECB)の枠組みを導入		・ 民間部門がインド清算会社(Clearing Corporation of India Limited: CCIL)設立
2002年		・ 非価格競争入札を開始(1月)		
		・ 電子プラットフォーム(Negotiated Dealing System: NDS)を導入(2月)		
		・ 半年毎の入札カレンダーの公表を開始(3月)		
		・ 無券面化形式での国債保有を義務化(5月)		
2003年	・ 「財政責任・予算管理法」成立(8月)	・ 国債買い戻しスキームの導入(7月)		・ CCILが国債を担保とした貸借取引(Collateralized Borrowing and Lending Obligation: CBLO)を開始
2004年		・ 市場安定化スキーム(Market Stabilization Scheme: MSS)を導入(4月)		
2005年		・ 国債取引に匿名方式の電子プラットフォームNDS-OM(Negotiated Dealing System-Order Matching)導入(8月)		・ 「社債および証券化に関する専門委員会(議長: Dr. R.H.Patil)の報告書」(12月)
2006年		RBIの入札参加を禁止(4月)		
		・ PDと指定商業銀行に対して空売り許可(3月)		
	・ 「国債法」成立(8月)	・ 発行日前(When-issued)取引を許可(5月)	【社債市場の整備】	
2007年	・ 「国債法」(s32(1))に基づき「国債規則」策定(12月)	・ T-BillについてNDS導入(1月)	・ 社債のOTC取引の報告義務付け(1月)	
			・ BSE・NSEにおける社債取引プラットフォーム稼働(7月)	
			・ 社債の取引単位引き下げ(100万ルピー→10万ルピー)	
2008年			・ 「SEBI(債券発行および上場)規制(SEBI Issue and Listing of Debt Securities Regulations, 2008)」	
			・ 債券を発行する際のディスクロージャー制度の改革(公募債発行時の手続きの簡素化、私募債発行時の情報開示内容厳格化)	
2009年		・ 国債についてNDS導入(5月)	・ 上場企業の債券発行に関わるディスクロージャーを簡素化(5月)	
		・ キャッシュマネジメント債導入(8月)	・ 機関投資家間の社債取引について、National Securities Clearing Corporation LimitedまたはCCILを通じた決済を義務付け	
2010年		・ 社債のレポ取引を導入(3月)		
		・ 中央政府証券についてSTRIPを導入(4月)		
2011年	・ 適格外国機関投資家(QFI)制度導入	・ 社債について、OTCによる単一銘柄のCDS取引を導入(10月)		
2012年		・ WebベースでのNDS導入(2月)		
				・ 「国債の流動性と金利デリバティブ市場の拡大に関するWG(議長:Shri R. Gandhi)」が報告書を公表(8月)
2013年	・ 「会社法」改正	・ 物価連動債の導入(6月)		・ IFCが海外市場におけるルピー建て債券プログラムを開始(10月)
2014年			・ FII、FIIサブアカウント、QFIを外国ポートフォリオ投資家(FPI)に一本化	
2015年		・ 国内企業によるマサラ債の発行を解禁(9月)		
		・ 40年債の導入(10月)		
2016年	・ 「2016年破産・倒産法」成立(12月)		・ 私募債について、電子入札(EBP)プラットフォームの利用を義務付け	
2018年			・ 公募債発行について、オンラインでの申請・払込みを義務付け	・ Clearcorp Dealing System(India)Ltd.(CDSL)がTREPSの運営を開始
				・ NSEが社債を対象としたトライバリーティ・レポの枠組みを導入
2019年	・ 「印紙税法」改正、関連規則成立(12月)			

(Annex II) インドにおける各金融機関比較表

- ① プライマリーディーラー
- ② 指定商業銀行
- ③ 保険会社
- ④ 年金運用会社
- ⑤ 投資信託会社
- ⑥ 主要ブローカー

①プライマリーディーラー(2016年7月1日時点)

独立系 (STANDALONE PRIMARY DEALERS)	銀行系 (BANK PRIMARY DEALERS)
ICICI Securities Primary Dealership Limited	Bank of America, N.A.
Morgan Stanley India Primary Dealer Pvt. Ltd.	Bank Of Baroda
Nomura Fixed Income Securities Pvt. Ltd.	Canara Bank
PNB Gilts Ltd.	Citibank N.A
SBI DFHI Ltd	Corporation Bank
STCI Primary Dealer Limited	HDFC Bank Ltd.
Goldman Sachs (India) Capital Markets Pvt. Ltd.	Hongkong and Shanghai Banking Corpn. Ltd.(HSBC)
	J P Morgan Chase Bank N.A, Mumbai Branch
	Kotak Mahindra Bank Ltd.
	Standard Chartered Bank
	Axis Bank Ltd.
	IDBI Bank Limited
	Deutsche Bank AG
	Yes Bank Limited

(資料)RBI

②指定商業銀行

銀行名	総資産額 (兆ルピー)		預金総額 (兆ルピー)		預金に対する国債 の保有比率 (%)	商業銀行の 国債保有 に占める シェア (%)
		シェア (%)		シェア (%)		
STATE BANK OF INDIA	36.81	22.17	29.11	22.59	26.17	22.31
★ BANK OF BARODA	7.81	4.70	6.39	4.96	24.88	4.65
VIJAYA BANK	1.92	1.16	1.76	1.36	21.15	1.09
DENA BANK	1.09	0.66	1.01	0.78	29.58	0.87
★ PUNJAB NATIONAL BANK	7.75	4.67	6.76	5.25	23.85	4.72
ORIENTAL BANK OF COMMERCE	2.72	1.64	2.33	1.81	25.07	1.71
UNITED BANK OF INDIA	1.52	0.91	1.35	1.05	28.47	1.13
★ CANARA BANK	6.95	4.19	5.99	4.65	22.60	3.96
SYNDICATE BANK	3.11	1.88	2.60	2.02	26.72	2.03
★ UNION BANK OF INDIA	4.94	2.98	4.16	3.23	22.70	2.76
ANDHRA BANK	2.49	1.50	2.20	1.71	26.15	1.68
CORPORATION BANK	2.14	1.29	1.85	1.43	22.47	1.21
BANK OF INDIA	6.25	3.77	5.21	4.04	24.68	3.76
★ INDIAN BANK	2.80	1.69	2.42	1.88	21.45	1.52
ALLAHABAD BANK	2.49	1.50	2.14	1.66	32.24	2.02
CENTRAL BANK OF INDIA	3.31	1.99	3.00	2.33	32.08	2.82
INDIAN OVERSEAS BANK	2.50	1.51	2.23	1.73	25.89	1.69
UCO BANK	2.30	1.39	1.98	1.54	28.66	1.66
BANK OF MAHARASHTRA	1.65	0.99	1.41	1.09	30.15	1.24
PUNJAB AND SIND BANK	1.09	0.66	0.99	0.76	20.93	0.60
国営銀行 (PUBLIC SECTOR BANKS)	101.63	61.22	84.86	65.85	25.54	63.47
HDFC BANK LTD.	12.45	7.50	9.23	7.16	25.96	7.02
ICICI BANK LIMITED	9.64	5.81	6.53	5.07	22.66	4.33
AXIS BANK LIMITED	8.01	4.82	5.48	4.26	21.30	3.42
YES BANK LTD.	3.81	2.29	2.28	1.77	24.32	1.62
IDBI BANK LIMITED	3.20	1.93	2.27	1.76	36.31	2.42
KOTAK MAHINDRA BANK LTD.	3.12	1.88	2.26	1.75	25.63	1.70
INDUSIND BANK LTD	2.78	1.67	1.95	1.51	24.96	1.42
IDFC FIRST BANK LIMITED	1.67	1.01	0.70	0.55	50.21	1.04
FEDERAL BANK LTD	1.59	0.96	1.35	1.05	20.27	0.80
JAMMU & KASHMIR BANK LTD	1.01	0.61	0.90	0.70	20.65	0.54
SOUTH INDIAN BANK LTD	0.92	0.56	0.80	0.62	20.84	0.49
RBL BANK LIMITED	0.80	0.48	0.58	0.45	20.45	0.35
KARNATAKA BANK LTD	0.79	0.48	0.68	0.53	19.94	0.40
KARUR VYSYA BANK LTD	0.69	0.42	0.60	0.46	21.16	0.37
BANDHAN BANK LIMITED	0.56	0.34	0.43	0.34	21.30	0.27
CITY UNION BANK LIMITED	0.45	0.27	0.38	0.30	19.45	0.22
TAMILNAD MERCANTILE BANK LTD	0.41	0.24	0.35	0.27	21.02	0.22
DCB BANK LIMITED	0.36	0.22	0.28	0.22	21.10	0.18
LAKSHMI VILAS BANK LTD	0.33	0.20	0.29	0.23	25.44	0.22
CATHOLIC SYRIAN BANK LTD	0.17	0.10	0.15	0.12	22.25	0.10
THE DHANALAKSHMI BANK LTD	0.12	0.07	0.11	0.08	26.90	0.08
NAINITAL BANK LTD	0.08	0.05	0.07	0.06	17.07	0.04

(次頁に続く)

②指定商業銀行(続き)

銀行名	総資産額 (兆ルピー)		預金総額 (兆ルピー)		預金に対する国債 の保有比率 (%)	商業銀行の 国債保有 に占める シェア (%)
		シェア(%)		シェア(%)		
民間銀行 (PRIVATE SECTOR BANKS)	52.98	31.91	37.70	29.25	24.67	27.24
CITIBANK N.A	1.87	1.12	1.28	0.99	57.12	2.14
HONGKONG AND SHANGHAI BANKING CORPN.LTD.	1.76	1.06	1.03	0.80	53.42	1.61
STANDARD CHARTERED BANK	1.71	1.03	1.05	0.82	40.49	1.25
DEUTSCHE BANK AG	1.06	0.64	0.56	0.44	40.95	0.67
DBS BANK INDIA LTD.	0.58	0.35	0.34	0.26	51.34	0.51
BANK OF AMERICA , NATIONAL ASSOCIATION	0.54	0.33	0.23	0.18	85.34	0.57
JPMORGAN CHASE BANK NATIONAL ASSOCIATION	0.54	0.32	0.24	0.18	60.50	0.42
BNP PARIBAS	0.40	0.24	0.21	0.16	40.38	0.25
BARCLAYS BANK PLC	0.40	0.24	0.13	0.10	53.20	0.20
MUFG Bank Ltd	0.31	0.18	0.16	0.12	63.31	0.30
MIZUHO BANK LTD	0.17	0.10	0.07	0.05	47.86	0.10
CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK	0.15	0.09	0.03	0.02	85.11	0.07
SUMITOMO MITSUI BANKING CORPORATION	0.14	0.09	0.09	0.07	25.15	0.07
SHINHAN BANK	0.09	0.06	0.07	0.05	25.62	0.05
AMERICAN EXPRESS BANKING CORP.	0.09	0.05	0.02	0.02	109.63	0.07
CREDIT SUISSE AG	0.08	0.05	0.03	0.03	92.83	0.09
AUSTRALIA AND NEW ZEALAND BANKING GROUP LIMITED	0.08	0.05	0.04	0.03	83.30	0.10
SOCIETE GENERALE	0.07	0.04	0.02	0.02	94.03	0.06
BANK OF NOVA SCOTIA	0.07	0.04	0.03	0.03	86.51	0.09
COOPERATIEVE RABOBANK U.A.	0.07	0.04	0.04	0.03	28.05	0.04
THE ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC	0.05	0.03	0.00	0.00	8099.55	0.07
INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA	0.04	0.02	0.01	0.01	111.30	0.04
WOORI BANK	0.03	0.02	0.03	0.02	25.19	0.02
FIRST ABU DHABI BANK PJSC	0.03	0.02	0.00	0.00	707.57	0.04
BANK OF BAHRAIN & KUWAIT B.S.C.	0.03	0.02	0.02	0.02	23.31	0.02
ABU DHABI COMMERCIAL BANK PJSC	0.03	0.02	0.02	0.02	29.36	0.02
FIRSTSTRAND BANK LTD	0.02	0.01	0.01	0.00	142.07	0.02
EMIRATES NBD BANK (P.J.S.C.)	0.02	0.01	0.01	0.00	99.91	0.01
KEB HANA BANK	0.02	0.01	0.01	0.01	20.59	0.00
WESTPAC BANKING CORPORATION	0.02	0.01	0.00	0.00	239.89	0.03
SBM BANK (INDIA) LTD.	0.02	0.01	0.01	0.01	37.17	0.01
DOHA BANK Q.P.S.C	0.02	0.01	0.01	0.01	32.63	0.01
CTBC BANK CO., LTD.	0.01	0.01	0.01	0.01	34.88	0.01
UNITED OVERSEAS BANK LTD	0.01	0.01	0.01	0.00	49.80	0.01
NATIONAL AUSTRALIA BANK	0.01	0.00	N/A	N/A	N/A	N/A
MASHREQ BANK PSC	0.01	0.00	0.00	0.00	76.20	0.00
INDUSTRIAL BANK OF KOREA	0.01	0.00	0.00	0.00	47.03	0.00
KRUNG THAI BANK PUBLIC COMPANY LIMITED	0.01	0.00	0.00	0.00	20.77	0.00
QATAR NATIONAL BANK SAQ	0.01	0.00	0.00	0.00	55.96	0.00
BANK OF CEYLON	0.00	0.00	0.00	0.00	27.76	0.00
SBERBANK	0.00	0.00	0.00	0.00	76.45	0.00
PT BANK MAYBANK INDONESIA TBK	0.00	0.00	0.00	0.00	183.66	0.00
AB BANK LIMITED	0.00	0.00	0.00	0.00	21.23	0.00
SONALI BANK	0.00	0.00	0.00	0.00	9.47	0.00
JSC VTB BANK	0.00	0.00	0.00	0.00	N/A	N/A
外国銀行 (FOREIGN BANKS)	10.57	6.37	5.82	4.51	52.55	8.95
AU SMALL FINANCE BANK LIMITED	0.33	0.20	0.19	0.15	25.01	0.14
EQUITAS SMALL FINANCE BANK LIMITED	0.16	0.09	0.09	0.07	24.92	0.07
UJJIVAN SMALL FINANCE BANK LIMITED	0.14	0.08	0.07	0.06	20.69	0.04
ESAF SMALL FINANCE BANK LIMITED	0.07	0.04	0.04	0.03	20.53	0.03
UTKARSH SMALL FINANCE BANK LIMITED	0.06	0.04	0.04	0.03	20.90	0.02
CAPITAL SMALL FINANCE BANK LIMITED	0.04	0.03	0.04	0.03	23.42	0.03
SURYODAY SMALL FINANCE BANK LIMITED	0.04	0.02	0.02	0.01	29.24	0.01
小規模金融銀行 (SMALL FINANCE BANKS)	0.84	0.50	0.49	0.38	23.65	0.34
指定商業銀行 (ALL SCHEDULED COMMERCIAL BANKS)	166.01	100.00	128.87	100.00	26.50	100.00

(注) 2019年3月末時点。国営銀行は★を存続会社とする統合計画が進行中。
(資料) RBI

③保険会社（2018 年度）

		保険料収入(億ルピー)	
		シェア(%)	
生命保険			
民間		17,063	33.6
	Aegon Life	57	0.1
	Aviva	126	0.2
	Bajaji Allianz	886	1.7
	Bharti AXA	208	0.4
	Adiya Birla Sun life	751	1.5
	Canara HSBC	349	0.7
	DHFL Pramerica	182	0.4
	Edelweiss Tokio	92	0.2
	Exide Life	289	0.6
	Future Generali	124	0.2
	HDFC	2,919	5.7
	ICICI Prudential	3,093	6.1
	IDBI Federal	193	0.4
	IndiaFirst	321	0.6
	Kotak Mahindra	817	1.6
	Max Life	1,458	2.9
	PNB Metlife	478	0.9
	Reliance Nippon	436	0.9
	Sahara	10	0.0
	SBI Life	3,299	6.5
Shriram Life	170	0.3	
Star Union Dai-ichi	199	0.4	
Tata AIA	607	1.2	
国営	LIC	33,751	66.4
生保計		50,813	100.0

(注)直接保険料収入のみ(再保険を除く)。

(資料)IRDAI

		保険料収入(億ルピー)	
		シェア(%)	
損害保険			
民間		8,129	47.1
	Acko General Insurance Ltd.	14	0.1
	Bajaji Allianz General Insurance Co. Ltd.	1,106	6.4
	Bharti AXA General Insurance Co. Ltd.	226	1.3
	Cholamandalam MS General Insurance Co. Ltd.	443	2.6
	DHFL General Insurance Limited	24	0.1
	Edelweiss General Insurance Co. Ltd.	9	0.1
	Future Generali India Insurance Co. Ltd.	255	1.5
	Go Digit General Insurance Limited	89	0.5
	HDFC ERGO General Insurance Co. Ltd.	861	5.0
	ICICI Lombard General Insurance Co. Ltd.	1,449	8.4
	IFFCO Tokio General Insurance Co. Ltd.	700	4.1
	Kotak Mahindra General insurance Co. Ltd.	30	0.2
	Liberty General Insurance Co. Ltd.	113	0.7
	Magma HDI General Insurance Co. Ltd.	97	0.6
	Raheja QBE General Insurance Co. Ltd.	12	0.1
	Reliance General Insurance Co. Ltd.	619	3.6
	Royal Sundaram General Insurance Co. Ltd.	317	1.8
	SBI General Insurance CO. Ltd.	471	2.7
	Shriram General Insurance Co. Ltd.	236	1.4
Tata AIG General Insurance Co. Ltd.	774	4.5	
Universal Sompo General Insurance Co. Ltd.	283	1.6	
国営		7,169	41.6
	National Insurance Co. Ltd.	1,518	8.8
	The New India Assurance Co. Ltd.	2,661	15.4
	The Oriental Insurance Co. Ltd.	1,348	7.8
	United India Insurance Co. Ltd.	1,642	9.5
特殊保険		815	4.7
	Agriculture Insurance Co of India Ltd	690	4.0
	Export Credit Guarantee Corporation of India Ltd.	125	0.7
医療保険専門会社		1,135	6.6
	Aditya Birla Health Insurance Co. Limited	50	0.3
	Apollo Munich Health Insurance Co. Ltd.	219	1.3
	Cigna TTK Health Insurance Co. Ltd.	48	0.3
	Max Bupa Health Insurance Co. Ltd.	95	0.5
	Reliance Health Insurance Co. Ltd.	0	0.0
	Religare Health Insurance Co. Ltd.	183	1.1
	Star Health and Allied Insurance Co. Ltd.	540	3.1
合計(損害+特殊+専門)		17,248	100.0

④年金運用会社(2019年3月末時点)

	運用資産残高	
	(億ルピー)	シェア(%)
SBI Pension Fund Pvt. Ltd.	12,196	38.3
UTI Retirement Solution Ltd.	9,371	29.4
LIC Pension Fund Ltd.	9,272	29.1
HDFC Pension Management Company Ltd.	516	1.6
ICICI Prudential Pension Funds Management Company Ltd.	348	1.1
Kotak Mahindra Pension Fund Ltd.	78	0.2
Reliance Capital Pension Fund Ltd.	29	0.1
Birla Sunlife Pension Management Ltd.	11	0.0
合計	31,821	100.0

(資料)NPS Trust

⑤投資信託会社(2019年3月末時点)

	運用残高(億ルピー)	
		シェア(%)
A.Bank Sponsored	48,656	19.9
1. 合併(インド資本主体)	30,628	12.5
- SBI Funds Management Private Limited	28,381	11.6
- Canara Robeco Asset Management Company Limited	1,458	0.6
- Union Asset Management Company Private Limited (formerly Union KBC Asset Management Co. Pvt. Ltd)	426	0.2
- BOI AXA Investment Managers Private Limited	363	0.1
2. その他	18,028	7.4
- UTI Asset Management Company Ltd	15,969	6.5
- Baroda Asset Management India Limited (formerly known as Baroda Pioneer Asset Management Co. Ltd.)	1,132	0.5
- IDBI Asset Management Limited	927	0.4
B.Institutions	1,582	0.6
- LIC Mutual Fund Asset Management Limited	1,524	0.6
- IIFCL Asset Management Co. Ltd.	58	0.0
C.Private Sector	194,606	79.5
1. インド企業	51,309	21.0
- Kotak Mahindra Asset Management Company Limited(KMAMCL)	15,010	6.1
- DSP Investment Managers Private Limited	7,836	3.2
- L&T Investment Management Limited	7,094	2.9
- IDFC Asset Management Company Limited	6,935	2.8
- Tata Asset Management Limited	5,419	2.2
- Sundaram Asset Management Company Limited	3,050	1.2
- Motilal Oswal Asset Management Company Limited	1,909	0.8
- Edelweiss Asset Management Limited	1,167	0.5
- JM Financial Asset Management Limited	871	0.4
- Indiabulls Asset Management Company Ltd.	481	0.2
- Mahindra Asset Management Company Pvt. Ltd.	475	0.2
- YES Asset Management (India) Ltd.	200	0.1
- PPFAS Asset Management Pvt. Ltd.	181	0.1
- IIFL Asset Management Ltd. (Formerly known as India Infoline Asset Management Co. Ltd.)	164	0.1
- IL&FS Infra Asset Management Limited (CIN U65191MH2013PLC239438)	159	0.1
- Essel Finance AMC Limited	142	0.1
- Quantum Asset Management Company Private Limited	136	0.1
- Taurus Asset Management Company Limited	42	0.0
- quant Money Managers Limited	20	0.0
- Shriram Asset Management Co. Ltd.	12	0.0
- Sahara Asset Management Company Private Limited	6	0.0
- ITI Asset Management Limited	N/A	N/A
- SREI Mutual Fund Asset Management Pvt. Ltd.	N/A	N/A
- Trust Asset Management Private Limited	N/A	N/A
2. 外資	42,606	17.4
- Nippon Life India Asset Management Limited	23,362	9.5
- Franklin Templeton Asset Management (India) Private Limited	11,891	4.9
- Mirae Asset Investment Managers (India) Pvt. Ltd.	2,419	1.0
- Invesco Asset Management (India) Private Limited	2,399	1.0
- HSBC Asset Management (India) Private Ltd.	1,105	0.5
- BNP Paribas Asset Management India Private Limited	721	0.3
- Principal Asset Management Pvt. Ltd.	709	0.3
- PGIM India Asset Management Private Limited	N/A	N/A
3. 合併(インド資本主体)	99,928	40.8
- HDFC Asset Management Company Limited (Corporate Identification Number - L65991MH1999PLC123027)	34,229	14.0
- ICICI Prudential Asset Management Company Limited	32,079	13.1
- Aditya Birla Sun Life AMC Limited	24,648	10.1
- Axis Asset Management Company Ltd.	8,972	3.7
4. 合併(その他)	763	0.3
-DHFL	763	0.3
総合計	244,844	100.0

(資料)インド投資信託協会

⑥主要ブローカー

	顧客数 (2019年9月 末時点)	設立年	特徴
Zerodha	847,016	2010	ディスカウントブローカーの草分け的存在。NSE、BSE等主要証券取引所における一日当たり取引高の8%程度を占める。
ICICI Securities	844,853	1995	ICICIグループ傘下のブローカーでインド最大。ICICI Directを通じたサービスを展開。
HDFC Securities	674,495	2000	HDFC銀行子会社。フルサービスの証券会社。
Sharekhan	548,873	2000	フルサービスの証券会社。
Axis Securities	416,707	2011	Axis銀行子会社(Axisグループ傘下)の証券会社。

(資料) 各種資料