

2018年3月15日
No.2017-039

インドに求められるインフラ・ファイナンスの拡大 と銀行・債券市場の課題

調査部 主任研究員 清水聡

《要 点》

- ◆ アジア開発銀行によれば、インドのインフラ整備（電力、運輸、通信、水道・衛生の4分野）には2016～2030年の15年間で5.15兆ドル（3,430億ドル／年）の資金が必要である。各年の必要投資額はGDPの8.8%に相当し、この比率はアジアの中でも高い部類に属する。ムンバイ～アーメダバード間的高速鉄道建設において新幹線システムが導入されるなど、日本もインドのインフラ整備に一定の役割を果たしている。
- ◆ 第12次5カ年計画（2012～2016年度）において、民間部門によるインフラ投資額の達成率は47.7%にとどまった。その主な原因は、第1に、銀行の不良債権問題が深刻化したことである。そのほかにも、インフラ・ファイナンスには多くの課題がある。インドの金融システムは多様な金融規制の下にあり、また、銀行を含む多くの金融機関が国有ないし政府系であることから、経営改善の余地が大きく、金融機関の行動も全般に保守的である。こうしたことが、インフラ・ファイナンスにも影響しているとみられる。第2に、PPP（Public-Private Partnership）の契約枠組みに問題があることである。標準化された契約書（Model Concession Agreements）に多くの問題点があることが指摘されるようになり、民間部門による投資の回復の阻害要因となっている。
- ◆ インフラ・ファイナンスに関しては、政府系金融機関の活用も視野に入れた包括的な提言が行われている。特に、ファイナンスの重要な柱の一つである銀行が国営銀行を中心に不良債権問題に苦しんでいることから、その着実な解決が望まれる。また、社債市場の整備も重要な課題であるが、金融規制が厳しいことや歴史的に銀行の力が強かったことなどが市場拡大の阻害要因となっている。
- ◆ このように、インドにおいてインフラ・ファイナンスの手段を整備し、民間部門によるインフラ投資を拡大することは容易ではない。こうしたなか、海外からの資金の役割も重要であり、国際開発金融機関（MDBs）の支援の拡大などが期待される。また、日本による支援も、重要な役割を果たす可能性があるだろう。

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・清水聡宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-2456

Mail: shimizu.satoshi@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

1. インフラ整備の現状と求められるインフラ・ファイナンスの改善

(1) インフラ整備の必要性と日本の関わり

2017年2月にアジア開発銀行が発表した報告書（Meeting Asia's Infrastructure Needs）によれば、2016～2030年の15年間に加盟45カ国のインフラ整備（電力、運輸、通信、水道・衛生の4分野）に約26.2兆ドル（1.74兆ドル/年）の資金が必要である。このうち、インドは5.15兆ドル（3,430億ドル/年）を占める。各年の必要投資額はGDPの8.8%に相当し、この比率は報告書が対象とした45カ国の中でも高い部類に属する。

一方、インドでは、インフラ・ファイナンスに多くの課題が残されている。銀行の不良債権問題は深刻であり、2017年10月には、今後5年間で総計83,677kmの道路を建設する一方、今後2年間で国営銀行に2.11兆ルピーの資本注入を行う計画が政府から発表された。こうした状況を踏まえ、本稿ではインドのインフラ・ファイナンスと金融システム整備の必要性について述べる。

日本はインドのインフラ整備に一定の役割を果たしており、今後、貢献度をさらに高めていくことが期待される。ムンバイ～アームダバード間の約500kmを約2時間で結ぶ高速鉄道建設計画では、2015年12月に日印両政府間で新幹線システムを導入することが決定され、その後、2023年の開業を目指すことで合意している。日本はこれに基づき、技術移転および「メイク・イン・インド」の実現、人材育成への協力（インド鉄道省職員の日本の大学院への留学、同省若手職員の日本における研修など）を進めていくとしている。2017年9月14日には、安倍首相がアームダバードで開催された高速鉄道起工式典に出席した。インドの高速鉄道構想は、このほかにもデリーを中心としたルート、ハイデラバード・チェンナイ・バンガロールを経るルートなどが計画されている。

(2) 第12次5カ年計画におけるインフラ整備の取り組み

インドでは1951年から5カ年計画が採用されており、直近では第12次5カ年計画（2012～2016年度）が実施された。GDPに占めるインフラ投資の比率は第10次計画と第11次計画ではそれぞれ5.0%と7.2%であったが（**図表1**）、第12次計画では第11次計画比2.3倍となる56兆ルピー（約1兆ドル）を計上し、対GDP比率は8.2%となった。インドが経済成長を維持していくためには、輸送・通信・電力・都市インフラなど多くの分野でインフラ整備を拡大することが不可欠となっており、計画はこの点を反映したものであるといえよう。

投資額の大きさを分野別にみると、電力、情報通信、道路・橋の順となっている。また、PPP（Public-Private Partnership、官民連携）の実施により民間資金を活用する方針を打ち出したことから、民間資金比率は全体の48%に上昇している。特に、情報通信では92%、再生可能エネルギーでは88%を民間が拠出する計画となっている。

しかし実際には、第12次計画の達成額（見込み）は当初の計画を大幅に下回った。5年間の投資額の合計は37兆ルピー（達成率66.8%）にとどまり、対GDP比率は5.8%となった。このような結果を招いた主な原因は、民間部門による投資額の達成率が47.7%にとどまったことにある。当初の計画では、投資額の48%を民間資金で賄うはずであったが、実際には34.4%であった。これは第11次計画の36.6%を下回っており、民間部門をインフラ投資のけん引役とする計画は実現しなかったことになる。

民間部門のインフラ投資について、世界銀行が発表している Private Participation in

Infrastructure Database

よってみると、1990～2016年の合計でインドは3,436億ドルと、中国の1,543億ドルを引き離して途上国ではトップである。しかし、時系列でみると、2010年の737億ドルをピークに急減し、2016年はわずか30億ドルであった(図表2)。

なお、分野別にみると、民間部門によるインフラ投資が行われているのは電力、通信、道路が圧倒的に多い(図表3)¹。

(図表1) インドの5カ年計画におけるインフラ投資予定額

(億ルピー、%)

	第11次計画 (2007～ 2011年度)	第12次計画 (2012～ 2016年度)	増加率 (%)	第12次計画 達成見込み	達成率 (%)
電力	72,849	150,167	106.1	109,927	73.2
再生可能エネルギー	8,922	31,863	257.1	16,842	52.9
道路・橋	45,312	91,454	101.8	76,432	83.6
情報通信	38,496	94,390	145.2	45,379	48.1
鉄道	20,124	51,922	158.0	37,761	72.7
MRTS (都市間大量輸送)	4,167	12,416	198.0	8,761	70.6
下水処理	24,350	50,437	107.1	39,602	78.5
水供給・衛生設備	12,077	25,532	111.4	17,652	69.1
港湾	4,454	19,778	344.1	6,702	33.9
空港	3,631	8,771	141.6	2,783	31.7
石油・ガス供給設備	6,253	14,893	138.2	6,061	40.7
貯蔵施設	1,792	5,844	225.9	4,177	71.5
合計	242,428	557,466	130.0	372,408	66.8
中央政府	85,672	160,106	86.9	128,973	80.6
州政府	68,006	128,976	89.7	115,313	89.4
民間	88,750	268,384	202.4	128,122	47.7
対GDP比率	7.21	8.18	—	5.84	—

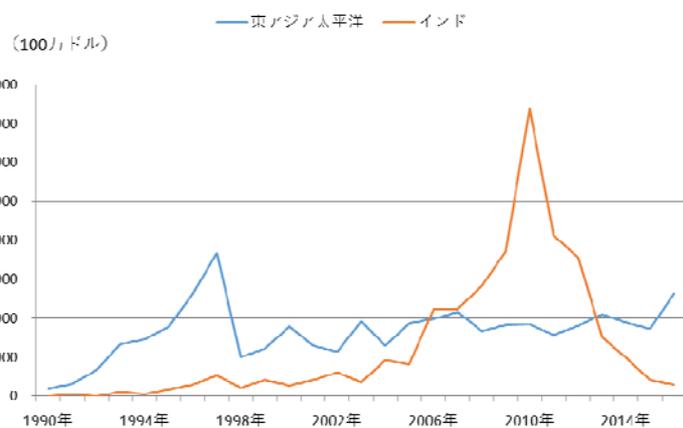
(資料) Planning Commission, “Twelfth Five Year Plan (2012-2017) Volume I”, 2013, pp.89-90., NITI Aayog, “Appraisal Document of Twelfth Five Year Plan (2012-2017)”, 2017, pp.178-179.

(3) 民間投資が減速した原因

インドの投資は2010年1～3月期に前年比24%増となった後、低迷が続いた。投資が減速した主な原因は、インフラ・製造業・鉱業などの分野におけるプロジェクトの停滞である。また、前述の通り、公共投資に比較して民間投資の落ち込みは大幅であった。民間投資(その多くはPPPプロジェクト)が減少した主な原因としては、①プロジェクトの収益見通し、②インフラ・ファイナンスに関する問題、③PPPの契約枠組みの問題、が指摘されている。

第1に、プロジェクトの収益見通しが甘かったことが原因の一つとなった。プロジェクトが停滞した割合をみると、高い方から製造業、鉱業、電力となっている。製造業で特に停滞がみられたのは、鉄鋼・セメント・衣類・食品加工などである。インフラ分野では、航空輸送・道路・海運でも停滞が多くみられた。電力についてみると、停滞の主な原因として、国際石炭価格の上昇やルピーの減価に伴い、電力供給プロジェクトの落札価格での実行が不可能となったことが指摘されている。

(図表2) PPP投資額の推移



(資料) World Bank, Private participation in Infrastructure Database

¹ 各分野のインフラ整備状況に関しては、拙稿「インドにおけるインフラ整備とそのファイナンスについて」(法政大学経済学部学会『経済志林』)所収、近日公表、ウェブ掲載有)を参照されたい。

第2に、インフラ・ファイナンスに関しては、プロジェクトの停滞を一因とする銀行の不良債権の増加が、新規のファイナンスの縮小につながった。銀行の不良債権の3分の1が、インフラ・プロジェクトによるものであることが指摘されている。不良債権の拡大には、国営銀行による過剰な信用供与が採算性の低いプロジェクトの実施につながったことが大きく影響している。また、この問題の背景には、長期金融手段の欠如があったと考えられる。

ファイナンスの不備を補うために、例えば以下の対応がなされている。①2015年度の政府予算において National Infrastructure Investment Fund (NIIF) を設立し、毎年2,000億ルピーの政府資金を拠出してインフラ・ファイナンス会社（IFCs：Infrastructure Finance Companies）に出資を行うことが発表された。②2006年に設立された政府系金融機関である IIFCL（India Infrastructure Finance Company Limited）が最大の貸し手となることを

認めた。これらの対策はいずれも政府資金を拡大するものであり、これに加えて民間資金の拡大を別途図ることが必要である。

第3に、PPPの契約枠組みに関しては、標準化された契約書、特に Model Concession Agreements (MCAs) が PPP の拡大を支援してきた。しかし近年、MCAs は硬直的であるとして、以下のような多くの問題が指摘されるようになった。①効率的なサービス供給よりも財政面の利益が優先されている。プロジェクトからの収入に対する最大比率を政府に提供する入札者が落札しており、利用者の利益は十分に考慮されていない。②リスクの最適配分の原則（リスクごとに、最も優れた管理ができる主体にそのリスクを配分する）が守られていない。③プロジェクトの見直しに関するルールが存在しない。官僚がプロジェクトをリストラクチャリングした場合、汚職の疑いで調査される可能性がある一方、失敗したプロジェクトに対しては罰則が課されず、調査も行われない。これでは、プロジェクトの見直しを行うインセンティブがない。④入札者が市場リスクを取り過ぎている。電力プロジェクトにおいて燃料価格や為替レートの変動の可能性を考慮しない応札が行われ、実際には燃料価格の上昇とルピーの下落が同時に起こって落札価格でのプロジェクト実施が実現できなくなる、といった事態が起こっている。

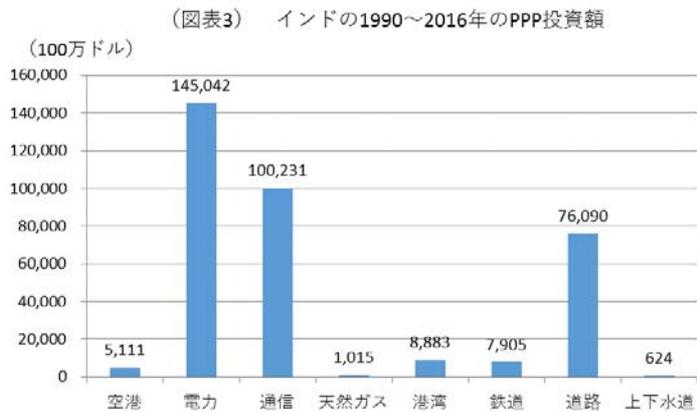
これらの問題は、民間部門による新規投資の阻害要因となっている。そのため、民間部門の投資意欲を回復するには契約ルールの見直しが必要であると指摘され、詳細な改善提案がなされた²。

2. インフラ・ファイナンスに関して行われた改善提案

2014年8月、計画委員会（Planning Commission）³はインフラ・ファイナンスに関する報告書

² 2015年11月に財務省が発表した Report of the Committee on Revisiting and Revitalising Public Private Partnership Model of Infrastructure を参照されたい。

³ モディ政権は5カ年計画を担当してきた計画委員会を廃止し、後継機関として Niti Aayog



(資料) World Bank, Private Participation in Infrastructure Database

(Second Report of the High Level Committee on Financing Infrastructure) を発表し、提言を速やかに実行に移すことを求めた。実際に実行されれば、民間部門による投資の拡大につながることを期待される。以下では、インフラ・ファイナンスの問題点を確認するため、提言の内容を改めて説明する。なお、インフラ・ファイナンスの手段は大きく公的資金と民間資金に分かれる（**図表4**）。公共部門の税金以外の収入には、公共部門が供給したインフラ・サービスの利用料金などが含まれる。また、別の切り口として、インフラ所在国の国内資金か海外資金か、あるいは調達資金の性質により、負債か株式か、という区分もある。

①エクイティ投資の拡大：近年、インドの投資が減速した一因は、PPP プロジェクトに対するファイナンスの縮小であった。エクイティ投資に関しては、海外の投資家に関心を持っているものの、規制等の障害が大き

い。したがって、直接投資の規制を緩和し、その拡大を図る必要がある。

また、IIFCL は一定の条件の下で劣後ローンによりエクイ

(図表4) インフラ・ファイナンスの主な資金源

公的資金	民間資金
<ul style="list-style-type: none"> ・税金収入 ・税金以外の収入 ・公共債の発行 ・開発金融機関からの借り入れ、ODA 	<ul style="list-style-type: none"> ・債務 ・商業銀行 ・社債およびプロジェクト・ボンド ・株式 ・公募・私募株式

(資料) Asian Development Bank, “Meeting Asia's Infrastructure Needs”, 2017, p.55.

ティに近い資金を供与することができるが、あまり活用されていない。IIFCL は普及活動に努め、この機能を活用して投資を回復させるべきである。エクイティ投資は政府の促進策や規制環境に影響されるため、政府の役割が大きい。

②デット投資における枠組み整備、特に機関投資家による投資（リファイナンス）の拡大：デットに関しては、建設段階では銀行が資金を提供し、プロジェクトが軌道に乗った後に年金基金や保険会社などの機関投資家にスイッチすることが一般的であり、このような枠組みを着実に機能させることが望ましい。

そのために用いられるのがインフラ・デット・ファンド（IDFs）である。銀行は、自らの資産を手放すこのような枠組みに必ずしも積極的ではないが、機関投資家の資金を拡大することが重要であり、そのための規制緩和（IDFs に対する投資の認可の簡略化や機関投資家の投資対象の拡大など）が求められる。

なお、銀行はプロジェクトの各段階のリスクを評価し、それを貸出金利に正確に反映させることが不可欠である。

③不良資産のリストラクチャリング：インフラ・プロジェクトが不良資産化する原因は、燃料不足、土地買収の遅れ、環境規制の煩雑さなど多様である。加えて、インフラ・プロジェクトは長期的な収支で判断すべきであるにもかかわらず、銀行が 12～15 年間での返済を前提に不良資産と判定する傾向がみられる。この点に関し、当局による再考が求められる。債務返済のスケジュールは、プロジェクトのキャッシュ・フローを見極めて検討する必要がある。

④IIFCL の役割の見直しと拡大：IIFCL は、業務の重点を直接融資から機関投資家向けの保証業務に移すことが望ましい。また、前述した劣後ローンなど、エクイティ性資金の供給を拡大すべき

(National Institution for Transforming India) を設立した。これにより、今後、5 年計画は作成されないことになった。

である。

インフラ関連企業が発行する債券を投資適格に引き上げるべく IIFCL が保証し、海外機関投資家を含む幅広い投資家層の投資を促すことが望ましい。これは、債券市場を拡大することにもなる。銀行融資の不良債権化が進んでいる状況では他の資金提供者の拡充が必要であり、IIFCL は債券保証機関としての性格を強めるべきである。

⑤プロジェクト・ファイナンスの枠組み整備：プロジェクト・ファイナンスに関する銀行のスキルは、未だ不十分である。十分なファイナンスを確保するにはこの点の改善が不可欠であり、当局はプロジェクト審査に関する銀行の専門性を高める能力構築を図るべきである。

⑥長期金融手段の整備：前述の通り、銀行は 15 年以内の返済を前提とする場合が多く、長期のインフラ投資に見合った融資ができていない。長期のローンを変動金利で供与し、予め決められた期間ごとに更新できるように規制を変更することや、インフラ投資のための債券市場を創設することなど、長期金融市場を整備することが重要な課題である。

⑦対外商業借り入れ (ECBs : External Commercial Borrowings) の拡大：ECBs の流入規制を緩和し、インフラ投資を拡大すべきである。また、国際機関や IDFs によるルピー建て債券の発行を促進し、インフラ・ファイナンスに振り向けるべきである。

⑧免税債券の発行拡大：インフラ投資を加速させるために、多くの政府系機関が一定額の範囲内で免税債券の発行を認められている。このような債券の発行を拡大するとともに、すべての IFCs と IDFs に発行を認め、インフラ・プロジェクトに対する低コスト資金の供給を増やすことが望ましい。

以上の提言は、政府系金融機関の活用も視野に入れた包括的なものである。インドの金融システムは多様な金融規制の下にあり、また、銀行を含む多くの金融機関が国有ないし政府系であることから、経営改善の余地が大きく、金融機関の行動も全般に保守的である。こうしたことが、インフラ・ファイナンスの現状にも影響しているとみられる。

提言は、Niti Aayog が 2017 年 8 月に発表した India Three Year Agenda に引き継がれている。ここでは、PPP を拡大するためのインフラ・ファイナンスの課題として、IDFs の仕組みを通じて銀行から機関投資家へのデットのスイッチを拡大すること、官民金融機関のプロジェクト・リスク評価能力を改善すること、銀行の不良債権問題を解決すること、前述の NIIF の使い勝手を良くすること、などがあげられている。加えて、IIFCL は、長期金融を促進するための機関として設立されたにもかかわらず商業銀行と類似の業務を行っており、引き続き改革が必要であるとして、インフラ関連の債券発行を促進するための信用保証の実行やプロジェクト・コストの 10% を上限とする劣後ローンの供与などを拡大することを再び求めている。

以下では、銀行と債券市場（主に社債市場）に関し、整備・改善すべき点について述べる。

3. 銀行と債券市場の課題

(1) 国営銀行の不良債権問題

インドでは、国営銀行 (PSBs : Public Sector Banks) を中心に不良債権問題が深刻化している。その主な原因は、2000 年代後半、インフラ・プロジェクト向けや素材関連業種向けを中心に銀行融資が拡大する中で与信判断が甘く、収益性が低い事業にも積極的に融資を行ってきたことにある。前述したプロジェクトの進捗の遅れなどにより、これらの融資のリスクは次第に高まったが、近年

まで不良債権として認識されることはなかった。これは、2008年の準備銀行の特例措置により、返済期間の延長や利息支払いの猶予を行った債権が一定の条件の下で正常債権に分類されたためである。これは、貸出条件緩和債権と呼ばれる。このような準備銀行の対応が、問題を先送りする結果を招いたといえよう。

2013年5月に特例措置がようやく解除され、2015年4月以降、各行が資産の質の査定（Asset Quality Review）を行い、2017年3月までに不良債権に対して適正な引当金を積むことが求められた。この方針変更を受けて各行の債権分類基準が厳格化し、不良債権比率が急上昇するとともに貸出条件緩和債権比率は低下した（図表5）。

不良債権が増加する一方で融資の伸びは低下し続けており、特に国営銀行では前年比の伸びがほぼゼロに落ち込んでいる。このことは経済成長に負の影響を与えている可能性があり、景気減速と金融仲介の縮小という悪循環を招きかねない。図表5にみられるように、2017年9月時点で、不良債権と貸出条件緩和債権を合わせた問題債権比率に低下の兆しはみえていない。

インドには包括的な不良債権処理の枠組みが存在せず、銀行が貸倒引当金の積み増しを望まないため処理は進まなかった。2016年5月によりややく破産法（Insolvency and Bankruptcy Code）が成立し、個人・企業の破産を包括的に取り扱う一般法が整備されるとともに、2017年5

（図表5） インドの銀行における問題債権の状況

		（%）					
		2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	2016年3月	2017年9月
国営銀行	不良債権比率	3.2	3.6	4.4	5.0	9.3	13.5
	貸出条件緩和債権比率	5.7	6.1	6.3	7.1	4.1	2.7
	合計	8.9	9.7	10.7	12.1	13.4	16.2
民間銀行	不良債権比率	2.1	1.8	1.8	2.1	2.8	3.8
	貸出条件緩和債権比率	1.2	1.7	2.3	2.4	1.8	0.9
	合計	3.3	3.5	4.1	4.5	4.6	4.7
外国銀行	不良債権比率	2.8	3.0	3.9	3.2	4.2	3.6
	貸出条件緩和債権比率	0.1	0.2	0.1	0.1	0.3	0.5
	合計	2.9	3.2	4.0	3.3	4.5	4.1
全銀行	不良債権比率	2.9	3.2	3.8	4.3	7.5	10.2
	貸出条件緩和債権比率	4.7	5.0	5.2	5.8	3.4	2.0
	合計	7.6	8.2	9.0	10.1	10.9	12.2

（資料）2012年3月～2016年3月はIMF, "India 2017 Article IV Consultation – Staff Report," IMF Country Report No.17/54, February 2017, p.59、2017年9月はReserve Bank of India, *Financial Stability Report*, Issue No. 16, December 2017, p.18による。

月には不良債権処理包括案が政府により承認され、準備銀行により強い権限が与えられた。

準備銀行の内部に助言委員会（Internal Advisory Committee）が設けられ、規模が大きくかつ時間が経過した不良債権から処理を行うよう助言し、準備銀行はこれに従い、銀行に対して不良債権処理の申請を行うよう求めた。具体的には、同年6月、債務額500億ルピー超の12社（鉄鋼・建設・電力など、合計で銀行の不良債権の25%に相当）に関する手続き開始を命じた。

準備銀行は短期間で不良債権処理を進めることを目指し、上記の12社以外に関しても銀行に処理の加速を促した。準備銀行としては、銀行が破産法を幅広く適用し自主的に申請を行うことを期待すると同時に、貸倒引当金の積み増しも求めている。現状、銀行の貸倒引当金の不良債権に対する比率は、国営銀行、民間銀行とも60%程度にとどまっている。

今後の問題は、国営銀行の経営維持にある。特に、不良債権処理に取り組むための資本増強が大きな課題となっている。政府は従来、これらの銀行に対して継続的に資本注入を行い、出資比率が一定水準（2014年12月以降は52%）を上回るようにしてきた。一時は政府の出資比率を引き下げる方向性も示されたが、不良債権の増加と融資の伸び悩みが並存する現状では政府が相当額の資本注入を行うことは避けられず、2017年10月24日、今後2年間で2.11兆ルピー（約320億ドル）

の資本注入を行うことが発表された。

これにより、銀行信用と投資の伸びを回復させることを目指している。資本注入の規模は過去最大であり、2009～2017年の資本注入累積額（約1.2兆ルピー）を大きく上回るとともに、国営銀行のティア1資本の約30%に相当する。このうち1.35兆ルピーを政府が発行する債券（recapitalisation bonds）で賄い、0.58兆ルピーは政府が保有する国営企業の株式の売却を実施し、残額の0.18兆ルピーは政府が予算措置として拠出する計画である。以上の計画は金額的には十分なものであるとみられるが、不良債権の増加が止まらなければ追加の資本注入が必要となる懸念がある。

なお、資本増強の手段としては、政府による資本注入のほか、非中核資産の売却（ただし52%の出資比率を維持することが前提）などがあげられる。銀行合併も、経営再建のための選択肢として考えられる。2017年8月には、国営銀行の統合を監督する省庁間委員会の設置が政府によって承認された。どのような手段をとるにせよ、国営銀行の健全性を回復することは喫緊の課題となっている。

（2）社債市場整備の現状と課題

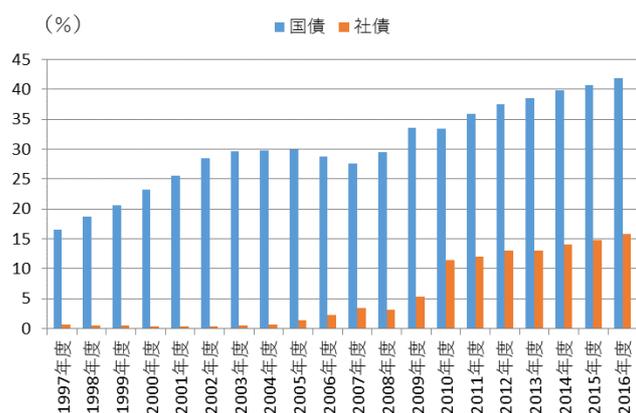
社債市場は2000年代まで発展しなかったが、2005年12月に財務省からPatil委員会の報告書（Report of High Level Expert Committee on Corporate Bonds and Securitization）が発表され、証券取引委員会はこの提言に基づいて社債市場の整備を進めた。銀行に対して期間7年以上の債券の発行が認められたほか、社債発行手続きの簡略化、海外投資家による投資の促進、その他多くの措置が取られた。

こうした努力もあって社債発行は急増し（図表6）、発行残高は2010年度末の8.9兆ルピーから2016年度末には24.0兆ルピーとなった。ただし、発行額の90%以上は私募債である。2016年度の公募債発行額が2,950億ルピー（1995年度の4.9倍）であったのに対し私募債発行額は4兆7,900億ルピー（1995年度の35.7倍）であり、社債市場の拡大に公募債はほとんど貢献していない。

社債の発行体は70%以上が銀行・金融機関・保険会社であり、非金融企業による社債発行は一般化していない。また、2016年度の発行の格付け別内訳はAA格以上80%、A格6%、BBB格以下14%と高格付けに偏っており、発行期間も5年以内に集中している。

このように社債市場の整備は大きな課題であり、2016年8月には社債市場に関するKhan委員会の報告書（Report of the Working Group on Development of Corporate Bond Market in India）が準備銀行から発表された。そこでは、銀行が発行に部分保証を与えること（1行あたり発行額の20%まで、合計同50%まで）、社債のレポ取引を認めること、その他の金融市場インフラを整備することなどが提言されている。もちろん、銀行保

（図表6） インドの債券発行残高の対GDP比率



（注）年度末は3月。国債には地方債を含む。

（資料）国債は準備銀行（RBI）。社債は2009年度まではBIS、2010年度以降は証券取引委員会（SEBI）。

証の実行に際しては、銀行の健全性を維持することが前提となろう。

近年、オフショア市場におけるルピー建て債券発行を促進する動きもみられる。2013年と2014年に国際金融公社（IFC）が3～10年債を発行し、ロンドン証券取引所に上場されたのが最初である。これらはマサラ・ボンドと呼ばれ、調達資金は国内のインフラ整備に用いられた。

なお、都市のインフラ整備のために地方債発行を拡大することも検討対象となっている。インドの地方債市場には30年を超える歴史があるが、都市の地方公共団体（Urban Local Bodies）が供給したインフラ整備資金に地方債が占める割合は1%にとどまっている（米国では約10%）。

インドでは、金融機関の法定流動性比率（Statutory Liquidity Ratio）⁴に代表されるように金融規制が厳しいことや歴史的に銀行の力が強かったことなどが阻害要因となり、社債市場の発展は途上にある。海外投資家による投資は制限され、また、規制の厳しさから国内機関投資家も未成熟である。総じて、銀行中心の金融システムからの脱却は容易ではないとみられる。

4. おわりに

本稿でみた通り、近年、インドにおけるインフラ・プロジェクトの実施は必ずしも順調であったとはいえない。多くのプロジェクトが停滞し、民間投資が減速した原因は、主に銀行の不良債権問題を中心とするインフラ・ファイナンスの諸課題であったが、PPPの契約枠組みに様々な問題があることも、新規投資の阻害要因となっている。したがって、これらの障害を取り除くことが、インフラ投資を拡大させるための喫緊の課題となっている。

インドでは、民間部門のインフラ・ファイナンスの大半が銀行によって行われている。しかし、現状では国営銀行の不良債権問題が深刻化していることから、この問題を解決するとともに他の資金調達手段を拡大してインフラ投資を増加させることが不可欠である。

他の資金調達手段として最も重要なのは、債券の発行である。特に、社債市場が未整備であることから、規制緩和などによって発行体や投資家の拡大に努める必要がある。また、海外からの資金の役割も重要であり、国際開発金融機関（MDBs）の支援の拡大などが期待される。世界銀行グループは、2011～2015年にインドに対して年平均250億ドルを供与した。IIFCLに対し、PPPのファイナンスを通じて支援を行うなどの形をとっている。また、アジア開発銀行からは、累計約270億ドルの融資や技術支援が行われている。さらに、AIIBや新開発銀行（NDB）もインドに対する融資を行っており、今後一層拡大することが見込まれる。MDBsの融資は金額的には小さいものの、多様な技術支援などによって民間部門による投資の触媒となることが期待される。最後に、日本による支援も重要な役割を果たす可能性があると考えられる。

⁴ 預金の一定額を国債などの流動性の高い資産で保有することを市中銀行に義務付ける比率。

