

# 国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2026年3月30日

## アジアの社債・ABS市場の現状

### Ⅲ.シンガポール・インド

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 主任研究員 福地 亜希  
[aki\\_fukuchi@iima.or.jp](mailto:aki_fukuchi@iima.or.jp)

(本稿は、2026年2月18日までの情報に基づき作成)

#### <目次>

はじめに .....	3
1. アジア主要国の金融システム .....	3
2. シンガポール .....	4
(1) 社債・ABS市場 .....	4
(2) インフラ・関連規制 .....	5
(3) 小括 .....	8
3. インド .....	9
(1) 非金融企業の資金調達構造 .....	9
(2) 社債・ABS市場 .....	9
(3) インフラ・関連規制 .....	12
(4) 小括 .....	16
おわりに .....	17
主要参考文献 .....	18

## <要旨>

1. シンガポールは国際金融センターとして発展してきた経緯から、外貨建てを含む社債発行残高は GDP 比約 80%と高水準である一方、インドの社債発行残高は GDP 比 16%程度にとどまるなど、発展の途上にある。証券化市場（ABS・MBS）についても、シンガポールでは多様な裏付け資産を対象に一定の実績があるのに対し、インドでは GDP 比 1%台と初期段階にある。
2. 両国とも、社債発行は高格付けの大企業や政府関連企業、金融機関に集中している。特にインドでは、金融機関やインフラ関連の公的色彩の強い発行体が中心であり、一般事業会社の利用は限定的である。また、投資家層も銀行、保険、年金、投資信託等の機関投資家が中心で、個人投資家の参加は限定的である。私募債が主流であり、同一投資家による満期保有が多いため、実質的にシンジケート・ローンに近い性格を有し、セカンダリー市場の流動性は低いという点で共通する。
3. シンガポールでは、シンガポール通貨庁（MAS）が一元的に監督を担い、税制優遇や格付け取得支援、デジタル債券支援制度などを通じて市場育成を図っている。これに対しインドでは、社債については、インド証券取引委員会（SEBI）を中心としつつも、インド準備銀行（RBI）や保険・年金監督当局など複数機関が関与する監督体制となっている。近年は、電子入札プラットフォームの導入、信用補完制度や倒産処理制度（IBC）の強化など、市場インフラの整備が進展しつつあるが、投資規制や格付け要件が市場の裾野拡大を制約している面もある。
4. 総じて、シンガポールは成熟した国際金融市場として制度的整備が進んでいる一方、インドは市場拡大の潜在力を有しつつも、制度面・投資家基盤の強化が今後の鍵を握る段階にある。両国とも、社債市場のさらなる拡大には、低格付け企業や中堅企業への発行機会拡大、機関投資家の運用規制・ガイドライン等の見直し、格付け・公募に伴うコスト負担の軽減、セカンダリー市場の透明性・流動性向上、投資家保護の強化と個人投資家層の拡大などが課題として挙げられる。

## はじめに

1990年代終盤のアジア通貨危機以降、アジア各国は国内債券市場の育成に取り組んできた。株式や社債の発行など資本市場を通じた資金調達は拡大しつつあるが、多くの国でなお銀行融資が優位となっているほか、社債市場の拡大は緩やかなペースとなっている。

本稿では、シンガポールおよびインドにおける金融システムの全体感を把握し、両国の社債および資産担保証券（Asset-Backed Securities: ABS）市場の現状について、主なプレーヤー（発行体・投資家）、市場インフラ、関連規制等を中心に整理したうえで、市場拡大に向けた課題等について整理する。

## 1. アジア主要国の金融システム

アジアでは、株式や社債の発行など資本市場を通じた資金調達は拡大しつつあるが、多くの国でなお銀行融資が優位となっている。

シンガポールでは、銀行部門や株式市場が経済規模（GDP比）を大きく上回り、アジア有数の金融市場となっている（第1表）。国際金融センターとして発展してきた経緯から、銀行信用残高のうち約4割弱は非居住者向けとなっているほか、社債発行残高の約7割弱が外貨建てとなっている。

他方、インドでは、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（GDP比）が、国際金融センターである香港にこそ及ばないものの、シンガポールを上回るなど、アジア有数の株式市場規模となっている。これに対し、債券市場については相対的に発達が遅れており、特に社債市場は2025年12月末時点の発行残高がGDP比16%にとどまる。

第1表 アジア主要国の金融システムの概要

(GDP比、%)

	銀行信用 残高	株式時価 総額	債券発行残高	
			国債	社債
シンガポール	179	118	42	81
インド	55	133	54	16
インドネシア	50	56	28	2
マレーシア	146	102	74	53
フィリピン	100	67	41	5
タイ	196	104	54	25
ベトナム	136	45	19	7
日本	371	157	211	18
韓国	196	90	49	76
中国	262	77	78	37
香港	249	1,111	10	48

(注)シンガポールの社債発行残高は、外貨建てを含む。

(資料)IMF、ADB、各国統計より国際通貨研究所作成

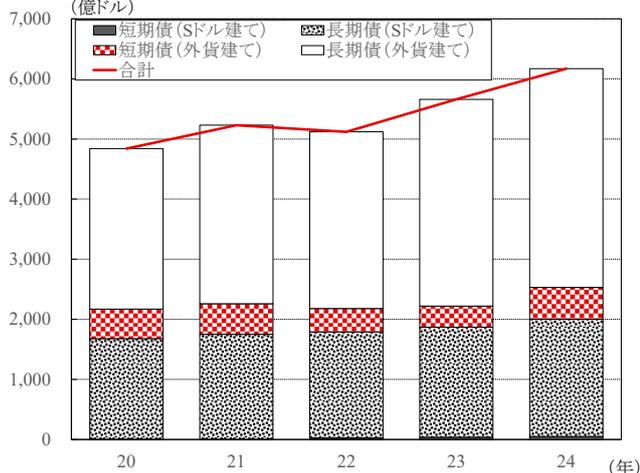
## 2. シンガポール

### (1) 社債・ABS市場

2024 年末時点のシンガポールにおける社債（Corporate Debt）の発行残高（外貨建てを含む）は、6,170 億シンガポール・ドル（以下、S ドル）、GDP 比 80%となっている。国際金融センターとして発展してきた経緯から、外貨建て長期債の割合が多いのが特徴となっており、2024 年の発行額の通貨別内訳は、米ドルが 65.5%を占め、S ドル 17.8%、英ポンド 6.3%などが続いた（第 1 図、第 2 図）。

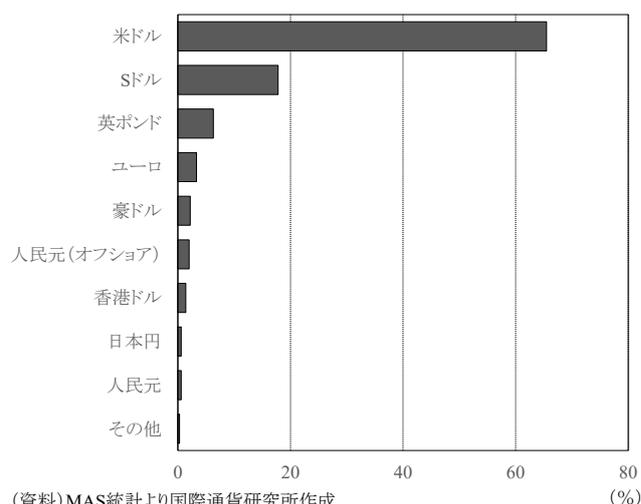
発行体内訳（2024 年）は、金融機関が S ドル建て・外貨建てのいずれにおいても 7 割前後を占め主要な発行体となっている（第 3 図）。S ドル建ては、住宅開発庁（HDB）や公益事業庁（PUB）といった政府機関や不動産会社、外貨建てはグローバル企業を含む不動産以外の事業会社が一定の割合を占めた。

第 1 図：シンガポールの社債発行残高の推移  
(億ドル)



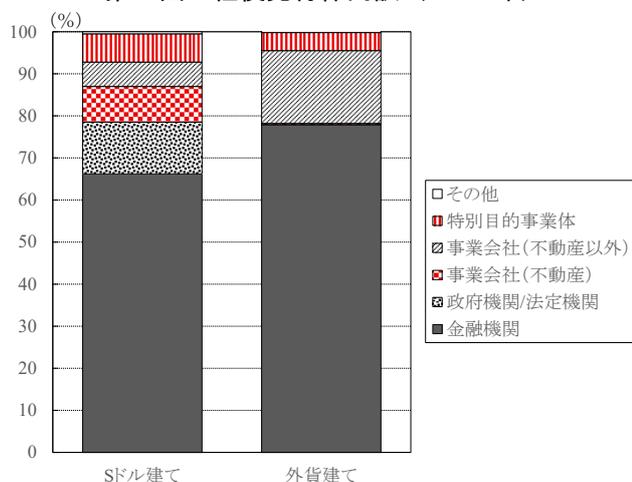
(資料) MAS統計より国際通貨研究所作成

第 2 図：社債発行の通貨別内訳（2024 年）



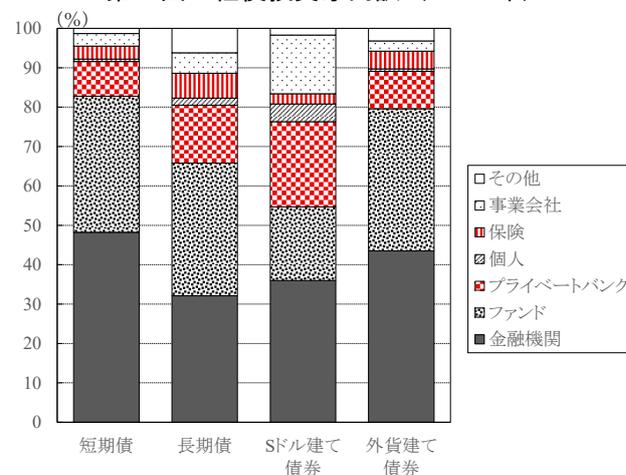
(資料) MAS統計より国際通貨研究所作成

第 3 図：社債発行体内訳（2024 年）



(資料) MAS統計より国際通貨研究所作成

第 4 図：社債投資家内訳（2020 年）



(資料) MAS統計より国際通貨研究所作成

なお、社債には、通常の無担保証券のほか、優先株、永久債（Perpetual Bonds）、転換社債といったハイブリッド証券、償還期限5年～10年の中期証券（Medium-Term Note: MTN）、資産担保証券（ABS）や住宅ローン担保証券（Mortgage-Backed Securities: MBS）なども含まれる<sup>1</sup>。ABSの裏付け資産としては、オートローンのほか、インフラ事業やプライベート・エクイティ（PE）ファンドのキャッシュフローなど多岐にわたる。過去3年の主な事例としては、豪州の大手ノンバンク Liberty Financialが特別目的事業体（SPV） Liberty Funding Pty Ltd を通じて発行した住宅ローン担保証券（Mortgage Backed Securities: RMBS）やオートローン担保証券、シンガポールのインフラ融資ファンド Bayfront Infrastructure Management（BIM）<sup>2</sup>によるインフラ資産担保証券（Infrastructure Asset-Backed Securities: IABS）の発行を通じた資金調達などが挙げられる。

他方、投資家の構成をみると、全般的に金融機関やファンド、プライベートバンク、保険といった機関投資家が中心となっており、個人投資家の割合は少ない（第4図）。現在、最低取引単位が小口化<sup>3</sup>され個人投資家が投資可能なシンガポール証券取引所（SGX）上場のリテール債（Retail Bond）は、政府系ファンド Temasek Holdings がファイナンス子会社を通じて発行した MTN や、傘下の運用会社 Azalea Asset Management が子会社の SPV（Astrea 4～9）を通じて発行した PE 債など 10 数銘柄にとどまる<sup>4</sup>。

## （2）インフラ・関連規制

### ①市場インフラ

シンガポールにおける社債の多くは私募形式により発行され、機関投資家による満期保有が多く、セカンダリー市場の流動性は限られる。ただし、中央預託機関（Central Depository Pte: CDP）<sup>5</sup>を通じた決済の利用を目的に、私募債でも形式的に SGX に上場させるケースも少なくない。債券の受渡決済は通常 T+2 営業日で、CDP が支払いと証券受渡の同期（DvP）決済のほか、社債の証券保管・振替などを担う。

近年、シンガポール通貨庁（MAS）が、分散型台帳技術を活用したデジタル債券の普及を推進しており、2025 年から一定の条件を満たすデジタル社債の発行コストを補助する Global-Asia Digital Bond Grant Scheme<sup>6</sup>を開始した。

社債のクレジット・デフォルト・スワップ（Credit Default Swap: CDS）取引に関して

<sup>1</sup> <https://www.mas.gov.sg/bonds-and-bills/understanding-singapores-bond-market/sgd-corporate-dept-market>

<sup>2</sup> Bayfront Infrastructure Management (BIM) は、シンガポール通貨庁 (MAS) のインフラ支援イニシアティブ (Infrastructure Take-Out Facility initiative) に基づき 2019 年 11 月に設立。出資比率はシンガポール政府が支援する投資会社 Clifford Capital Holdings Pte. Ltd. が 70%、アジアインフラ投資銀行 (AIIB) が 30%。Clifford Capital Holdings Pte. Ltd. の主要株主は、Temasek Holdings (Private) Ltd.、Prudential Assurance Company Singapore (Pte) Limited, Asian Development Bank、その他民間金融機関など。

<sup>3</sup> 通常の最低取引単位が 20 万 S ドル (約 2,400 万円、2026 年 1 月時点) に対して、Retail Bond の最低取引単位は 1,000 S ドルなど。

<sup>4</sup> <https://www.sgx.com/fixed-income/retail-fixed-income-securities?code=retailbonds>

<sup>5</sup> <https://www.sgx.com/fixed-income/depository>

<sup>6</sup> <https://www.mas.gov.sg/schemes-and-initiatives/global-asia-digital-bond-grant-scheme>

は、主に銀行や機関投資家間の相対取引（OTC）を中心に行われている。2008年のグローバル金融危機以降、OTC デリバティブ市場の透明性向上とシステミックリスク低減のため、MAS の認可を受けた取引情報蓄積機関 DTCC Data Repository（Singapore） Pte. Ltd. への報告義務<sup>7</sup>が導入されているほか、一定規模以上の OTC デリバティブ取引については、MAS から認可を受けた中央清算機関 ICE CLEAR SINGAPORE Pte. Ltd. を通じた清算義務もある。

## ②監督当局・関連規制

シンガポールにおいては MAS が、中央銀行および金融規制当局の機能を担っており、社債・ABS 市場についても主たる規制・監督権限を有する。社債の発行・販売・取引等については、「証券先物法（Securities and Futures Act 2001）」<sup>8</sup>に基づき、MAS が規制や各種ガイドラインの策定を行っている。一方、SGX は上場ルールの策定や開示管理などの自主規制機関として機能しており<sup>9</sup>、その実務は Singapore Exchange Regulation（SGX RegCo）が担っている。

社債は、ABS を含めて機関投資家および認定投資家（Accredited Investor）<sup>10</sup>を対象とするホールセール債（Wholesale bond）の私募発行が多い。背景には、「証券先物法」のもと、機関投資家・認定投資家を対象とする募集の場合は目論見書の作成が免除されるため、目論見書作成の手間やコストを省略することが可能となる。また、政府機関や大手銀行、大手不動産会社などを中心に、継続発行を前提とした MTN プログラムを活用するケースも多い。同プログラムでは、ベース目論見書（Base Prospectus）を一度登録すれば、その枠内で市場環境に応じて個別トランシェを機動的に発行できる。

MAS は、発行体の裾野拡大に向けて、社債発行費用に対する支援を行っている。2017年から2019年末まで実施したアジア債券補助金スキーム（Asia Bond Grant Scheme）に続き、2020年からグローバル・アジア債券補助金スキーム（Global-Asia Bond Grant Scheme）<sup>11</sup>を開始した（期限：2029年末まで）。対象は、アジア域内にグローバル本社を置く企業からアジア地域で事業を展開する企業に拡大されたほか、償還期限の短縮化（3年以上→1年以上）、最低発行額（通常2億Sドル相当額）の一部引き下げ（サステナブルボンド債券補助金<sup>12</sup>申請企業の場合は2,000万Sドル相当額）などが行われた<sup>13</sup>。初めて社債を発行する事業会社や非銀行金融機関を対象に、引受手数料、監査手数料、

<sup>7</sup> <https://sso.agc.gov.sg/sf/sfa2001-s668-2013>

<sup>8</sup> <https://www.mas.gov.sg/regulation/acts/securities-and-futures-act>

<sup>9</sup> <https://rulebook.sgx.com/rulebook/chapter-3-debt-securities>

<sup>10</sup> 認定投資家となる条件は、①個人の場合、純資産が200万Sドル（相当額）超または直近12カ月の収入が30万Sドル（相当額）以上、②法人の場合、純資産が1,000万Sドル（相当額）超。

<sup>11</sup> <https://www.mas.gov.sg/schemes-and-initiatives/global-asia-bond-grant-scheme>

<sup>12</sup> <https://www.mas.gov.sg/schemes-and-initiatives/sustainable-bond-grant-scheme>

<sup>13</sup> 適用条件は、①シンガポールで発行・上場すること、②最低発行額が2億Sドル（相当額）、③償還期間が1年以上、④発行通貨がアジア現地通貨またはG3通貨（米ドル、ユーロ、日本円）、⑤Sドル建てで発行する場合はMAS規制する格付け会社による格付けの取得など。

格付け取得手数料、弁護士費用、上場関連費用等の経費の30%を補助する。ただし、格付けを取得している場合は40万Sドル、無格付けの場合は20万Sドルの上限が設けられている。

MASは2016年5月、個人投資家向けの社債発行を促進するために、一定の基準を満たす発行体が目論見書無しで個人投資家向けに社債の発行を認める①債券シーズニング・フレームワーク（Bond Seasoning Framework）と、②免除債券発行体フレームワーク（Exempt Bond Issuer Framework）の枠組みを導入した<sup>14</sup>。その後、2018年に水処理事業会社 Hyflux の経営破綻に伴い優先株・永久債保有者（多くが個人投資家）が損失を被ったことを契機に、投資家保護強化や市場慣行の見直しなどに関する議論が行われた。足元では、SGX 全体の上場・開示ルールの見直し・改善が進められている<sup>15</sup>。

### ③格付け・信用補完

シンガポールでは、地場の信用格付会社（CRA）が存在しないこともあり<sup>16</sup>、従来、私募形式で発行する社債は、格付け取得は必須ではなく、無格付けでの発行も可能となっている。ただし、ABS など証券化商品については、銀行や保険会社、年金基金などの投資運用ガイドライン上、一定以上の格付けが求められるケースが多いため、実務上、格付けの取得が必要となっている。

格付けの取得促進を通じた投資家層の裾野拡大に向けて、MASは2017年6月、一定の基準のもと格付け取得費用の100%を支援するSGD信用格付け補助金スキーム（SGD Credit Rating Grant Scheme）<sup>17</sup>を導入した。

### ④債務不履行（デフォルト）

シンガポールにおける社債市場は、政府関連企業や優良企業などによる発行が多く、デフォルトの事例は少ないものの、前述した2018年の水処理事業会社 Hyflux のデフォルトが代表例として挙げられる。同社は2020年11月に司法管理下となり、2021年7月に清算が決定した。個人投資家を含む多くの投資家に損失が発生し、現在も複数の民事（損害賠償）訴訟が継続している<sup>18</sup>。

近年の企業のデフォルト時の債務再編手続きは、「2018年倒産・再編・清算に関する法律（Insolvency, Restructuring and Dissolution Act 2018: IRDA）」<sup>19</sup>（2020年7月30日施行）に基づき行われる<sup>20</sup>。通常、受託者（Trustee）が置かれ、原則として受託者のみが

<sup>14</sup> <https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2016/mas-makes-it-easier-for-retail-investors-to-buy-corporate-bonds>

<sup>15</sup> <https://www.sgxgroup.com/media-centre/20251029-sgx-regco-advances-disclosure-based-regime-proposes-rule-changes-mas>

<sup>16</sup> Moody's、S&P、Fitchといった大手国際格付会社が主に利用されている。

<sup>17</sup> <https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2017/encouraging-credit-ratings-in-the-sgd-bond-market>

<sup>18</sup> Hyfluxの清算人（Liquidator）などが元CEOらを相手取り複数の民事訴訟を提起している。

<sup>19</sup> <https://sso.agc.gov.sg/Act/IRDA2018>

<sup>20</sup> 従来の債務再編手続きは「会社法（Companies Act）」などに基づき行われていた。

権利行使できる。SPVが発行する債券に親会社が保証を付けるケースはあるものの、公的補償の枠組みはなく、デフォルト時の社債や証券化商品は、担保付きの場合は、担保価値の範囲で担保権者が優先される。

### ⑤税制

シンガポールでは、資本市場の競争力強化に向けて、証券取引に関わる様々な税制優遇措置を設けている。キャピタルゲイン税が課されないほか、適格債務証券（Qualifying Debt Securities: QDS）制度では、QDS<sup>21</sup>への投資から生じる利息について、非居住法人および個人投資家（居住/非居住に関わらず）は非課税扱いとなる（適用期間：2028年末まで）。また、承認特別目的事業体（ASPV）スキームのもと、カバードボンドの取引から生じる所得が非課税扱い（適用期間：2028年末まで）となっている。

### (3) 小括

シンガポールでは、機関投資家を中心とする投資家基盤の存在や税制優遇措置などから、市場環境次第（特に金利低下局面）では、銀行借入よりも社債発行を通じた低コストでの資金調達が可能ケースがある。加えて、社債はマチュリティ（満期）の自由度が高く、MTNや永久債など、インフラ事業や資産運用戦略に応じて柔軟に長期資金を確保・運用しやすいことなどから、信用力が高い発行体を中心に、銀行借入よりも社債市場を選好する誘因となり得る。

なお、私募発行が中心で機関投資家による満期保有が多く、個人投資家の参加は限られる。社債市場のセカンダリー市場の流動性拡大や低格付け企業の社債発行を通じた資金調達、投資家層の裾野拡大などに関しては改善の余地があると言える。

---

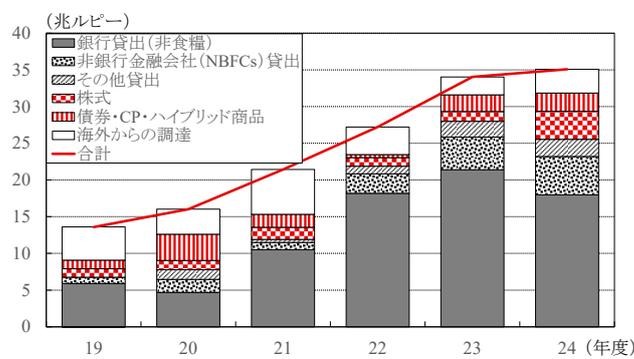
<sup>21</sup>「適格債務証券」は、社債・手形・CP・預金証書・AT1等が該当し、シンガポールで発行され、承認された金融機関等を通じてアレンジされることなどが条件とされる。「所得税法 (Income Tax Act)」および「所得税 (適格債務証券) 規則」(<https://sso.agc.gov.sg/SL/ITA1947-RG35?DocDate=20181227#pr2->)

### 3. インド<sup>22</sup>

#### (1) 非金融企業の資金調達構造

インドにおける非金融企業の資金調達構造上、近年、銀行借入から非銀行金融会社（NBFCs）からの借入や株式・債券発行などへ多様化がみられる（第5図）。株式市場の活況が続く中、高格付けの発行体を中心に株式や債券の発行を通じた資金調達がコスト面で有利となっていることなどが背景にあるとみられる。加えて、不動産投資信託（REIT）やインフラ投資信託（InvITs）といったハイブリッド商品も増えつつあり、資産担保型および収益創出型商品への投資家の関心の高まりが示唆される。

第5図：インドにおける商業部門への資金フローの推移



(注)1. 年度は4月～翌年3月。  
2. 食糧貸出は、インド食糧公社および州機関による穀物調達に用いられ、天候等の外部要因に左右され易いため、銀行貸出の指標としては非食糧貸出が一般的。  
3. 『その他貸出』は、住宅金融会社と全インド金融会社(RBI監督下)の貸出。  
4. 『ハイブリッド商品』は、REIT、インフラ投資信託。  
5. 『海外からの調達』は、直接投資、対外商業借入、短期対外借入など。  
(資料)RBI統計より国際通貨研究所作成

#### (2) 社債・ABS市場

##### ①社債市場の概要

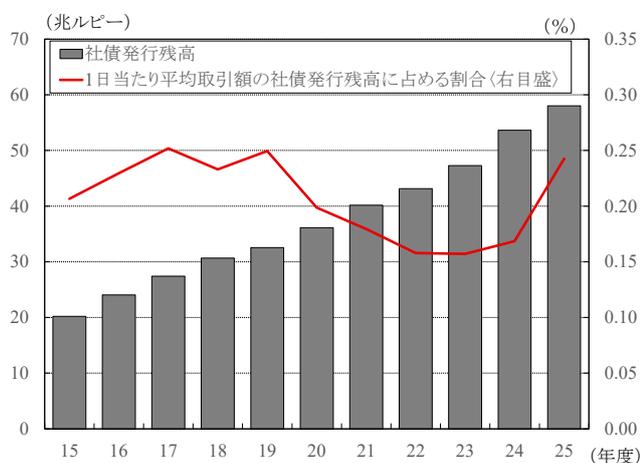
2025年12月末時点の社債発行残高は58兆ルピーと、公的部門による債券発行残高（2025年11月末時点で計195兆ルピー）の3分の1程度の水準にとどまっている（第6図）。社債の発行は、ナショナル証券取引所（NSE）、ボンベイ証券取引所（BSE）のいずれか、または両方への上場（公募）、あるいは非上場（私募）で行うことができるが、ほとんどが私募発行となっている（第7図）。公募債に関しては、目論見書の作成や発行登録など手続きが多く、発行までに一定の時間やコストを要する一方、私募債は、ディスクロージャーに関わる煩わしさが少なく、迅速に発行が可能かつ低コストであることに加えて、条件の再交渉が容易であること、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選好される誘因とされる。私募債は同日中に少規模の発行を複数回行い、かつ同一の投資家（単独または複数の銀行の場合が多い）が同一条件で購入

<sup>22</sup> インドの債券市場全体については、国際通貨研究所(2020)を参照。

するケースが多く、実質的にはターム・ローンのような位置づけとみる向きもある。

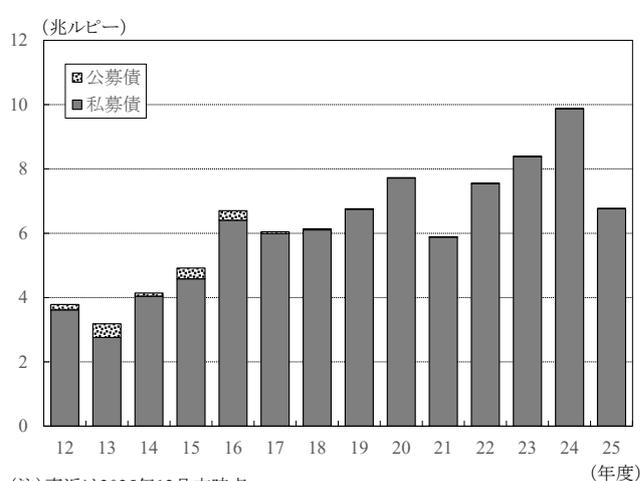
社債発行残高の主体別内訳（2025年12月末時点）は、銀行のほか、NBFCsや住宅金融会社（HFCs）といった金融セクターが中心となっている（第8図）。政府系では、National Bank for Agriculture and Rural Development（NABARD）のほか、Power Finance Corporation（PFC）、Rural Electrification Corporation（REC）、Indian Railway Finance Corporation（IRFC）といった電力・インフラ関連が多く、一般事業会社は、一部の高格付けの大企業が頻繁に利用するケースを除いて限られる。最近の公募による社債発行例としては、複合企業Adani Groupの中核企業Adani Enterprisesが2025年7月（100億ルピー）に続き、2026年1月にも100億ルピーの非転換社債（NCD）<sup>23</sup>の発行を通じた資金調達を行った。

第6図：社債発行残高の推移



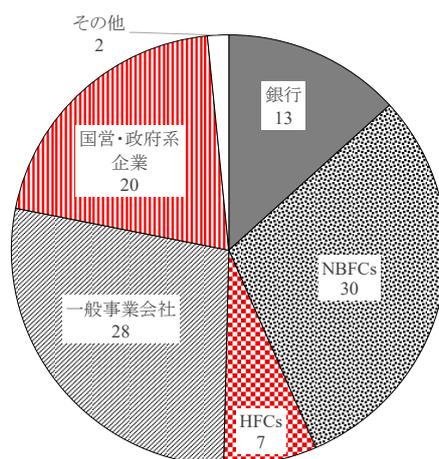
(注)直近は2025年12月末時点。  
(資料)SEBI統計等より国際通貨研究所作成

第7図：社債発行額の推移



(注)直近は2025年12月末時点。  
(資料)SEBI統計より国際通貨研究所作成

第8図：主体別社債発行残高の内訳

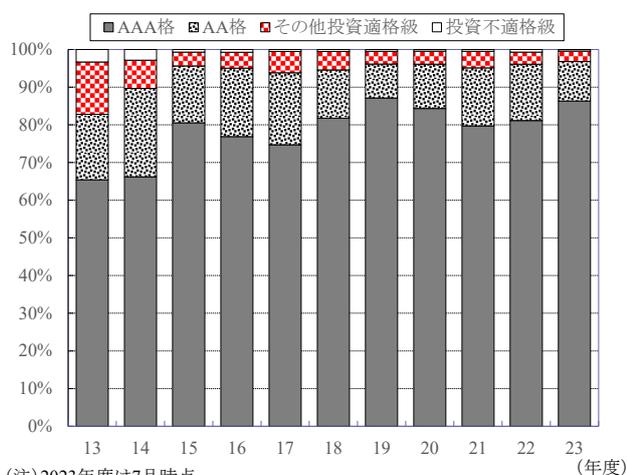


(注)2025年12月末時点。  
(資料)SEBI統計より国際通貨研究所作成

<sup>23</sup> NCDの期間は、24ヵ月、36ヵ月、60ヵ月、合計8本、年利は最高8.9%、インドの格付け会社ICRAとCARE Ratingsによる格付けは「AA-」（見通しは「安定的」）（<https://www.adanienterprises.com/newsroom/media-releases/Adani-Enterprises-launches-its-3rd-public-issue-of-NCDs-of-rs1000-crore>）。

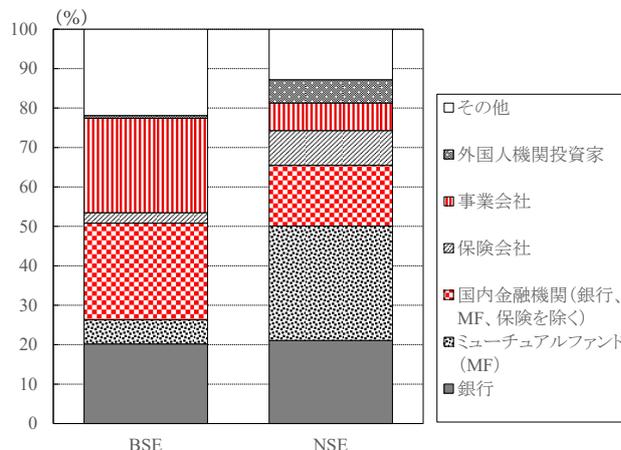
格付け別では、高格付け（AAA 格、AA 格以上）が大半を占め、その他の格付けの社債は僅かとなっている（第 9 図）。投資家は、銀行やミューチュアルファンド、保険会社、その他の国内金融機関が多い（第 10 図）。投資家の裾野拡大に向けて、2024 年にインド証券取引委員会（Securities and Exchange Board of India: SEBI）は、個人投資家を対象に流動性窓口（Liquidity Window: LW）の制度を導入した<sup>24</sup>。私募債を個人投資家に販売する発行体は、任意で LW を設置し、あらかじめ設定した間隔で債券の買取を行うことができる（発行日から 1 年を経過した後に適用）。

第 9 図：社債の格付け別内訳



(注)2023年度は7月時点。  
(資料)SEBI統計より国際通貨研究所作成

第 10 図：社債の投資家別シェア



(注)2024年度。BSEはムンバイ証券取引所、NSEは国立証券取引所。  
(資料)SEBI統計より国際通貨研究所作成

## ②証券化・ABS 市場

インドにおける証券化市場は、拡大基調が続いているものの、GDP 比 1% 台（2024 年末時点）と発展の初期段階にある（第 11 図）。

NBFCs や HFCs が証券化商品の主な組成主体であり、裏付け資産としては、自動車ローン、クレジットカード債権、消費者ローン（マイクロファイナンス、金担保ローン等を含む）などを裏付け資産とする資産担保証券 (ABS) のほか、住宅ローン担保証券 (MBS) がある。2023 年 11 月にインド準備銀行（Reserve Bank of India: RBI）が、NBFCs の銀行借入への依存の高まりなどを受けて、NBFCs 向け銀行融資のリスクウェイトを引き上げたこともあり、預金受入を行わない NBFCs を中心に証券化を含む資金調達手段の多様化を進めているとみられる。

商品形態としては、パススルー証書（Pass Through Certificate: PTC）と直接譲渡（Direct Assignment: DA）<sup>25</sup>があり、全体として PTC が多く利用されているものの、MBS につい

<sup>24</sup> [https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/oct-2024/introduction-of-liquidity-window-facility-for-investors-in-debt-securities-through-stock-exchange-mechanism\\_87674.html](https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/oct-2024/introduction-of-liquidity-window-facility-for-investors-in-debt-securities-through-stock-exchange-mechanism_87674.html)

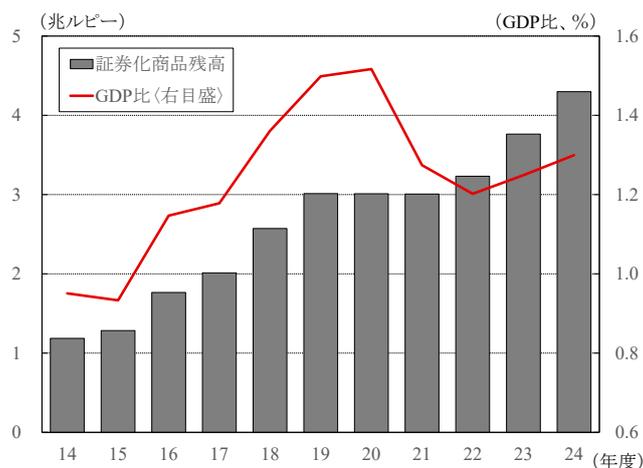
<sup>25</sup> PTC は、NBFCs や銀行などのオリジネーターがローンを SPV に譲渡（投資家は PTC を購入）するのに対して、DA はローン債権を銀行等に直接譲渡（買い手はローンを直接保有）する。

ではDAの割合が多いなど、裏付け資産によって違いがみられる。

証券化商品の主たる買い手は銀行セクターである。銀行セクターは、RBIが定める優先セクター向け貸出<sup>26</sup>の目標達成のための手段の一つとして証券化商品を活用しており、リスク移転・投資家分散といった本来の機能は十分に発揮されていないのが現状となっている。なお、近年、ミューチュアルファンド・年金基金・保険など家計の貯蓄・投資手段の多様化に伴い、銀行の預金増加が貸出増加に追いつかない状況が生じつつあり、追加的な現金準備率や法定流動性比率の要件を伴わずに資金を調達する手段として銀行が証券化を活用する動きも出始めている。また、貧困層向け住宅供給政策（Pradhan Mantri Awas Yojana: PMAY）といった政府の施策や、RBIによる証券化関連指針の改訂<sup>27</sup>に伴う運用の柔軟化なども証券化市場の拡大を後押しすると考えられる。

加えて、2025年1月に全国住宅銀行（National Housing Bank: NHB）が住宅ローンの証券化を目的に Residential Mortgage-Backed Securitisation（RMBS） Development Company Ltd（RDCL）<sup>28</sup>を設立、ICICI銀行、HDFC銀行といった銀行やNBFCs、LICも投資家として参加しており、証券化市場の拡大につながることが期待される。

第11図：証券化商品残高の推移



(注)直近は2024年12月末。  
(資料)SEBI統計より国際通貨研究所作成

### (3) インフラ・関連規制

#### ①市場インフラ

私募発行された社債の大部分は店頭（OTC）取引、かつ機関投資家による満期保有が多く、セカンダリー市場での流動性拡大や透明性向上が課題となっている。

<sup>26</sup> 優先セクター貸出の対象は、農業、零細中小企業(MSMEs)、輸出信用、教育、住宅、社会インフラ、再生可能エネルギー、脆弱層など。

<sup>27</sup> 対象資産の最低保有期間(MHP)の起算点等や例外資産・条件等を明確化など  
([https://www.rbi.org.in/Scripts/BS\\_ViewMasDirections.aspx?id=13150](https://www.rbi.org.in/Scripts/BS_ViewMasDirections.aspx?id=13150))。

<sup>28</sup> <https://rdcl.org.in/>

私募債の発行について、2016年に電子入札プラットフォーム（Electronic Bidding Platform: EBP）が導入され、EBPの使用が義務付けられる私募債の発行額は段階的に引き下げられており、現在は年間2億ルピー超となっている<sup>29</sup>。2024年度までに私募発行の98%がEBPを通じて実行されるようになった<sup>30</sup>。

また、OTC取引の決済は、NSEの清算会社NSE ClearingまたはBSEの清算会社Indian Clearing Corporation Limited（ICCL）を通じて即時グロス決済（Real-Time Gross Settlement: RTGS）が可能となっているが、2020年2月にNSEは、国債（G-sec、SDL、T-bills）、社債、CP、CDなど全ての種類の債務取引を統合するプラットフォーム（Request for Quote: RFQ）<sup>31</sup>を立ち上げた。RFQプラットフォームにより、機関投資家間で相対取引を電子的にマッチングできるようになった。

社債のCDS取引に関しては、2011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、プライマリーディーラー（Primary Dealers: PDs）、NBFCsである。買い手としては、商業銀行やPDs、NBFCsのほか、投資信託、保険会社、年金基金、上場企業、外国ポートフォリオ投資家（Foreign Portfolio Investor: 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、CDSは、RBIの規制監督下にある清算会社Clearing Corporation of India Limited（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取引を仲介するようになれば、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取引することが可能となる。加えて、複数の参加者間のエクスポージャーを相互にネットリングすることで信用リスクの軽減を図る効果が期待できる。

## ②監督当局・関連規制

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。国債市場については、中央銀行であるRBIが単独で監督や規制を担う一方、社債については、SEBIを中心としつつも、RBI、インド保険規制開発庁（Insurance Regulatory and Development Authority of India: IRDAI）、労働・雇用省の傘下の従業員退職準備基金機関（Employees' Provident Fund Organisation, India: EPFO）、年金基金開発規制庁（Pension Fund Regulatory and Development Authority: PFRDA）など複数の機関が関係

<sup>29</sup> 約3,400万円（2026年1月時点）（[https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/may-2025/review-of-provisions-pertaining-to-electronic-book-provider-ebp-platform-to-increase-its-efficacy-and-utility\\_94020.html](https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/may-2025/review-of-provisions-pertaining-to-electronic-book-provider-ebp-platform-to-increase-its-efficacy-and-utility_94020.html)）。

<sup>30</sup> IMF (2023)

<sup>31</sup> <https://www.nseindia.com/static/products-services/about-request-for-quote>

し監督体制が複雑化している。

具体的な社債市場に関わる規制・監督権限としては、SEBI がプライマリー市場（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市場（OTC および取引所）の両方、RBI はレポ／リバース・レポに関わる取引にすみ分けが行われている。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。

RBI は、銀行による資本市場向けエクスポージャーのガイドラインとして、従来、銀行による株式取得のための融資（Acquisition Finance）等を原則として認めない方針を採ってきたため、M&A のための資金調達、社債や海外借入などに頼らざるを得なかった。しかし、近年の金融・資本市場の構造変化などを受けて、RBI は 2025 年 10 月、銀行による Acquisition Finance 等を認めるほか、株式/REIT/InvIT 等を担保にした貸出上限や上場債券を担保にした貸出の規制上限を撤廃する方針を示し、2026 年 2 月に適用基準等を明確化した改正ガイドラインを公表した<sup>32</sup>（2026 年 4 月 1 日施行予定）。

このほか、保険会社については IRDAI、従業員退職準備基金（EPF）および従業員年金制度（EPS）については EPFO など、対象ごとに異なる当局が規制を策定している。ブルーデンス規制により投資資産の一定割合を国債等で保有することを義務づけるなどカテゴリー別に組入比率に制限があるほか、社債については投資可能な格付け（通常、AA 格および同等以上）等の制約を課している。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みられることなどが市場発展を阻害する一因として挙げられる。

他方、FPI の社債への投資<sup>33</sup>については、一般ルート（General Route）または 2019 年 3 月に RBI が導入した自主保有ルート（Voluntary Retention Route: VRR）を通じて行うことができる。一般ルートでは、最低残存期間要件（通常 1 年以上）、銘柄別限度額（通常、単一の企業債銘柄の 50% まで）、投資上限額<sup>34</sup>などの制約があるのに対して、VRR では、残存期間や投資上限額等の制限がない代わりに、最低保有期間（原則 3 年）が定められている。

### ③格付け・信用補完

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、SEBI が認定する少なくとも 1 社（多くの場合 2 社以上）の地場格付機関（CRA）<sup>35</sup>からの格付け取得が義務付けられている。後述する 2018 年以降の信用危機で、CRA が適切な格下げを行わず

<sup>32</sup> [https://www.rbi.org.in/Scripts/BS\\_PressReleaseDisplay.aspx?prid=62233](https://www.rbi.org.in/Scripts/BS_PressReleaseDisplay.aspx?prid=62233)

<sup>33</sup> 2015 年 10 月に社債投資が解禁され、2018 年 4 月に投資可能な年限が 3 年超から 1 年超に変更された。

<sup>34</sup> 投資上限額は段階的に引き上げが行われており、現状（2025 年 10 月～2026 年 3 月）は 8.8 兆ルピーとなっている（[https://pdicai.org/Docs/RBI-2025-26-20\\_44202515166414.pdf](https://pdicai.org/Docs/RBI-2025-26-20_44202515166414.pdf)）。

<sup>35</sup> 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。CARE は独立系、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。

投資家の損失が拡大したとの批判の強まりを受けて、SEBIは、CRA制度の強化（デフォルト確率モデル導入、格下げ基準の厳格化等）を進めている。

信用補完に関して、RBIは2025年8月6日に「非資金性信用供与に関わるRBI指針（Reserve Bank of India（Non-Fund Based Credit Facilities） Directions, 2025）」<sup>36</sup>を公表した。商業銀行やNBFCsなどRBIが規制対象とする全ての金融機関を対象に、信用補完を含む伝統的な非資金性信用供与（Non-Fund Based Credit Facilities: NFB）に関わる包括的な規制枠組みを整備するもので、インフラなどの長期プロジェクトのほか、企業やNBFCs等の債券発行を通じた資金調達の拡大が期待されている（2026年4月1日から適用開始予定）。

#### ④債務不履行（デフォルト）

インドにおける社債の債務不履行（デフォルト）の代表例として、2018年9月のインフラ開発金融大手ノンバンク（Infrastructure Leasing & Financial Services Ltd: IL&FS）や2019年6月の住宅金融大手（Dewan Housing Finance Corporation Ltd: DHFL）などが挙げられる。IL&FSのデフォルトを機に、ノンバンクの支払い能力への不安が高まり、主要な資金の出し手である投資信託などの資産運用会社がCPや短期債の売りを加速させたことから、一部の流動性危機や資金繰り悪化につながった。

IL&FSグループについては、政府主導で案件別に債務再編処理が進められている一方<sup>37</sup>、DHFLについては、住宅金融会社として初めて破産倒産法（Insolvency and Bankruptcy Code: IBC）（2016年施行）に基づく債務再編手続きが適用<sup>38</sup>された。

2018年以降の信用危機を受けて、前述した格付け規制の強化に加えて、デフォルト後の執行手続きや投資家保護体制の強化などが行われている。2020年10月にSEBIは、債券の発行体がデフォルト時の担保執行・法的手続きの円滑化を目的に「回収費用基金（Recovery Expense Fund: REF）」<sup>39</sup>の設立義務化、同年11月には資産検証とデューデリジェンスの手続きを規定<sup>40</sup>した。

さらに、2025年8月に下院に提出されたIBC改正法案では、デフォルト証跡の明確化（Information Utility）や債権者主導の倒産解決手続きの枠組み導入などが盛り込まれており<sup>41</sup>、今後の進展を注視する必要がある。

<sup>36</sup> <https://www.rbi.org.in/scripts/NotificationUser.aspx?Id=12889&Mode=0>

<sup>37</sup> 負債総額約1兆ルピー（債務解決目標額は6,100億ルピー）のうち、2025年9月末時点で4,800億ルピーが解決済みとなっている（<https://www.ilfsindia.com/Progress-Report.aspx>）。

<sup>38</sup> IBC(Section 3)では、企業債務者の定義として、会社法に基づく企業や有限責任事業組合(LLP)等を対象とする一方、金融サービス事業者は除外と規定している。

<sup>39</sup> 発行額の0.01%相当（上限250万ルピー）が基金にプールされる

（<https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/oct-2020/contribution-by-issuers-of-listed-or-proposed-to-be-listed-debt-securities-towards-creation-of-recovery-expense-fund-47939.html>）。

<sup>40</sup> <https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/nov-2020/creation-of-security-in-issuance-of-listed-debt-securities-and-due-diligence-by-debenture-trustee-s-48074.html>

<sup>41</sup> <https://prsindia.org/billtrack/the-insolvency-and-bankruptcy-code-amendment-bill-2025>

## ⑤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<sup>42</sup>。他方、キャピタルゲイン税は、株式 10%（1 年以上保有した場合）～15%に対して、社債は 12.5%（1 年以上保有した場合）～30%（所得税に対する累進課税）と高く、ハイリスク社債の税後リターンの低下につながっている。なお、土地や建物など不動産の売却益を特定の債券<sup>43</sup>に再投資することで、長期キャピタルゲイン税<sup>44</sup>が減免される（所得税法第 54EC 条）。

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（Finance Act, 2019）」に基づく「1899 年印紙税法」の改正および「2019 年印紙税（取引所、クリアリング機関、デポジトリを通じた印紙税徴収）規則」（2020 年 7 月施行）<sup>45</sup>により、印紙税の徴収の一元化や州毎の二重課税の是正、株式発行と債券発行の税率を 0.005%で統一し、税額の低減などが行われたことなども、社債や証券化市場の拡大の支えとなることが期待される。

## (4) 小括

インドにおける社債市場の発展に向けた課題としては、供給サイド（発行体）・需要サイド（投資家）の双方から整理する必要がある。

まず、供給サイドの要因としては、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。また、公募債に関しては、発行までに一定の時間やコストを要する一方、私募債は、迅速に発行が可能かつ低コストであるのがメリットとされる。さらに、発行体の裾野が広がらない理由としては、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に脆弱さが残る点が挙げられる。CDS は、現状 OTC のみで取引されており、CCP のような枠組みは未整備となっている。

<sup>42</sup> 2020 年 6 月 30 日までの特別措置として、外貨建て借入、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に対する利子については、5%の軽減税率を適用された。

<sup>43</sup> 対象となる債券は、National Highways Authority of India (NHAI)、Rural Electrification Corporation (REC)、Power Finance Corporation (PFC)、Indian Railway Finance Corporation (IRFC) など。2025 年 7 月には、インド再生可能エネルギー開発機関 (IREDA) が発行する債券も対象となった。

<sup>44</sup> 長期保有（通常 24 ヶ月超）した不動産の譲渡益に対する課税は 20%が基本税率（別途、サーチャージや健康教育目的税が上乗せされる）。

<sup>45</sup> 「2019 年印紙税（取引所、クリアリング機関、デポジトリを通じた印紙税徴収）規則」 The Indian Stamp (Collection of Stamp Duty through Stock Exchanges, Clearing Corporations and Depositories) Rules, 2019

他方、需要サイドの要因としては、保険会社や年金基金については、プ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。

## おわりに

シンガポールとインド両国における社債市場の発展度合は大きく開きがあるものの、いずれも社債発行を通じて資金調達が可能で企業は一部の高格付けの大企業が中心となっている。こうした企業は、金利低下局面や中長期の資金が必要な場合など、銀行融資よりも柔軟かつ有利な条件での資金調達が可能なケースなどで、社債を選好しているとみられる。なお、低コストかつ迅速に発行が可能である私募債の割合が大きい点や、機関投資家による満期保有の傾向が強くセカンダリー市場での流動性が限られ、リアルタイムでの時価の把握が難しい点でも共通している。単一または複数の銀行を中心とする同一の投資家が同一条件で購入するケースも少なくなく、実質的にはターム・ローンのような位置づけとみる向きもある。

高格付け以外の企業による社債発行については、年金や保険といった機関投資家の運用に関わる規制やガイドライン上、投資可能な格付けに制約があることや、格付けや公募に際してのコストの高さなどが背景にあるとみられ、投資家の運用に関わる規制緩和や格付け・公募に関わるコスト面での支援などが求められる。さらに、セカンダリー市場の透明性向上や投資家保護の強化などを通じた個人投資家を含む投資家の裾野拡大も課題と言える。

以上

## 主要参考文献

- 北野陽平(2021)「国際金融都市シンガポールの社債市場振興策—社債発行補助金制度を中心に—」野村資本市場研究所、野村資本市場クォーターリー 2021年冬号 (<https://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2021/2021win15.pdf>)
- 国際通貨研究所(2020)「インド債券市場に係る委託調査」金融庁委託報告書、2020年4月24日 (<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20200424/20200424.html>)
- Asian Development bank (ADB) (2017) “Securitization in India,” November 2017 (<https://www.adb.org/publications/securitization-india-managing-capital-constraints-infrastructure>)
- ASSOCHAM and Crisil (2025) “Bonding the gap Stimulating the bond market to meet debt needs of corporates,” September 2025 ([https://www.assochem.org/uploads/files/ASSOCHAM\\_Report\\_Bonding\\_the\\_gap\\_24\\_09\\_2025.pdf](https://www.assochem.org/uploads/files/ASSOCHAM_Report_Bonding_the_gap_24_09_2025.pdf))
- Crisil (2025) “Creating the bonds of Viksit Bharat,” March 12, 2025 (<https://www.crisilratings.com/en/home/our-analysis/reports/2025/03/creating-the-bonds-of-viksit-bharat.html>)
- International Monetary Fund (IMF) (2023) “India’s Financial System: Building the Foundation for Strong and Sustainable Growth,” July 6, 2023 (<https://doi.org/10.5089/9798400223525.071>)
- (2025) “Singapore Selected Issues,” IMF Country Report No. 25/193, July 16, 2025 (<https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2025/07/16/singapore-selected-issues-568648>)
- Monetary Authority of Singapore (MAS) “Survey of the Singapore Corporate Debt Market,” (<https://www.mas.gov.sg/publications/singapore-corporate-debt-market-developments>)
- National Stock Exchange of India (NSE) (2024) “Report on Corporate Bond Market,” August 2024 ([https://nsearchives.nseindia.com/web/sites/default/files/inline-files/NSE\\_Assocham\\_Corporate\\_Bond\\_Report\\_2024.pdf](https://nsearchives.nseindia.com/web/sites/default/files/inline-files/NSE_Assocham_Corporate_Bond_Report_2024.pdf))
- NITI Aayog (2025) “Report on Deepening Corporate Bond Markt in India,” December 2025 ([https://niti.gov.in/sites/default/files/2025-12/Deepening\\_the\\_Corporate\\_Bond\\_Market\\_in\\_India.pdf](https://niti.gov.in/sites/default/files/2025-12/Deepening_the_Corporate_Bond_Market_in_India.pdf))
- OECD (2025) “Corporate Bond Markets in Asia Challenges and Opportunities For Growth Companies,” 12 March 2024 ([https://www.oecd.org/en/publications/corporate-bond-markets-in-asia\\_96192f4a-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/corporate-bond-markets-in-asia_96192f4a-en.html))
- RBI (2025) “Handbook of Statistics on Indian Economy, 2024-25,” August 29, 2025 (<https://www.rbi.org.in/Scripts/AnnualPublications.aspx?head=Handbook%20of%20Statistic>)

[s%20on%20Indian%20Economy\)](#)

----- (2025) “Flow of Financial Resources to Commercial Sector in India during 2024-25,”

Articles, RBI Bulletin, September 24, 2025

([https://www.rbi.org.in/Scripts/BS\\_ViewBulletin.aspx?Id=23643](https://www.rbi.org.in/Scripts/BS_ViewBulletin.aspx?Id=23643))

Securities Exchange Board of India (SEBI) (2025a) “Annual Report 2024-25,” August 12, 2025

([https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/publications/aug-2025/annual-report-2024-25\\_96014.html](https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/publications/aug-2025/annual-report-2024-25_96014.html))

----- (2025b) “Handbook of Statistics 2024-25,” December 10, 2025

([https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/publications/dec-2025/handbook-of-statistics-2024-25\\_98300.html](https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/publications/dec-2025/handbook-of-statistics-2024-25_98300.html))

----- (2026) “SEBI Bulletin - January 2026,” January 23, 2026 ([https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/publications/jan-2026/sebi-bulletin-january-2026\\_99293.html](https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/publications/jan-2026/sebi-bulletin-january-2026_99293.html))

T. Rabi Sankar (2022) “Corporate Bond Markets in India - Challenges and Prospects -,”

Articles, RBI Bulletin, September 16, 2022

([https://www.rbi.org.in/Scripts/BS\\_ViewBulletin.aspx?Id=21268](https://www.rbi.org.in/Scripts/BS_ViewBulletin.aspx?Id=21268))

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2026 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>