

# 世界的に不確実性が強まる中で、存在感が高まるインド債券市場

HSBCアセットマネジメント株式会社

2023年5月15日

世界的な金融引き締めに伴い、世界経済に先行き不透明感が高まるなか、インドの好調な成長見通しが注目されています。こうしたなか、HSBCアセットマネジメントのインド債券運用担当者に、今後のインド債券市場に対する見通しや注目点などについて聞きました。



**サンジェイ シャー**  
ディレクター、債券担当

## ～ポイント～

- ◆ 2023年は世界的に成長下振れリスクがあるなか、明るい材料としてインド経済の底堅さに注目が集まっています。インド債券は、先進国債券、大半の新興国債券のいずれと比べても、優れた投資対象であると考えられます。
- ◆ 10年物国債利回りは現在7.1%となっています。HSBCのインド債券戦略では、平均格付けを投資適格に維持しながら、分散効果も十分に備えたポートフォリオを構築し、利回りの向上を図っています。
- ◆ インドの好調な経済成長見通し、インフレ率の落ち着き、国内外で視界に入りつつある金融引き締めサイクルの出口などはインド債券にとりプラス材料と言えます。
- ◆ インドではサービスセクターの輸出が増加しています。これにより経常赤字は縮小に向かい、インドルピーの強さにつながるものと思われます。5,850億米ドルに上る豊富な外貨準備高もインドルピーを下支えする重要な支援材料となっています。
- ◆ HSBCのインド債券戦略では、利上げサイクルがピークを迎えつつあることから、短期化を図っていたインドルピー建て債券の残存期間を徐々に長めに戻しつつあります。保有によるリスク対比での運用効果を高めるため、残存期間5～10年物を選好しています。

出所: ブルームバーグ、インド準備銀行、HSBCアセットマネジメント、2023年4月25日現在

# インド債券市場の年内の見通しをお聞かせ下さい

## 利上げサイクルは約1年で一服へ

インド債券市場は、他のグローバル債券市場と同様に、この1年間で様相が一変しています。2022年5月以降、インド準備銀行（RBI）は、政策金利の引き上げを実施してきましたが、2023年4月6日に開催された金融政策決定会合にて予想に反し利上げの一時停止を決定しました。

インドでは約1年間にわたり累計250bpの利上げを行いました。4月の会合ではこれまでの利上げの影響を見極めるとして、政策金利を6.50%に据え置きました。但し、RBIは昨年5月以降の政策スタンスを変えることなく、成長を維持しつつもインフレ率を目標に抑えるため、引き続き金融緩和策からの脱却に焦点を当てていく意向を示しました。

また、RBIは政策金利の据え置きはあくまでも4月会合限りの措置であり、政策転換ではないことを強調しました。このため、インフレ動向や成長見通しには引き続き目を配り、必要があれば今後の会合にてさらなる措置を講じるものと思われます。

RBIは、2023年度のインフレ見通しを前回の5.3%から5.2%へと小幅に引き下げました。利上げは一旦見送ったものの、インフレ率は依然として目標を上回っていると語っています。RBIはまた、インドの経済活動の回復力を示し、2023年度のGDP成長率は6.5%と予想していますが、この数値は前回予想の6.4%から若干上方修正されました。見通しの変更を反映して、インドの平均原油価格は、これまで想定されていた1バレル当たり95米ドルから85米ドルに変わっています。

## 今後の金利動向および利回り水準について

足元の政策金利据え置きはコンセンサスとは違っていたとは言え、金利のピークが近づいていることに加え、世界的にマーケットにおいて不確実性が高まっていることを勘案すれば、RBIが慎重に事を運ぼうとしたことは特段驚くことではありません。この1年間にわたりオーバーナイト金利は300bp以上変動しており、RBIが過去に講じた措置の影響を評価したり、今後数ヶ月にわたりグローバル金融市場の動向を注視したりすることは、極めて理にかなっていると言えます。

インドには他国と比較して、健全な対外ポジションや力強い成長モメンタムがあり、RBIには必要に応じて微調整を実施するだけの十分な余地があります。このため、仮にRBIがあと1回25bpの利上げを行ったとしても、これまでの政策スタンスである「緩和の終了」から中立に戻すという変更が示されたならば、追加利上げの影響は限定的と考えます。次回の金融政策決定会合は6月上旬に開催される予定です。

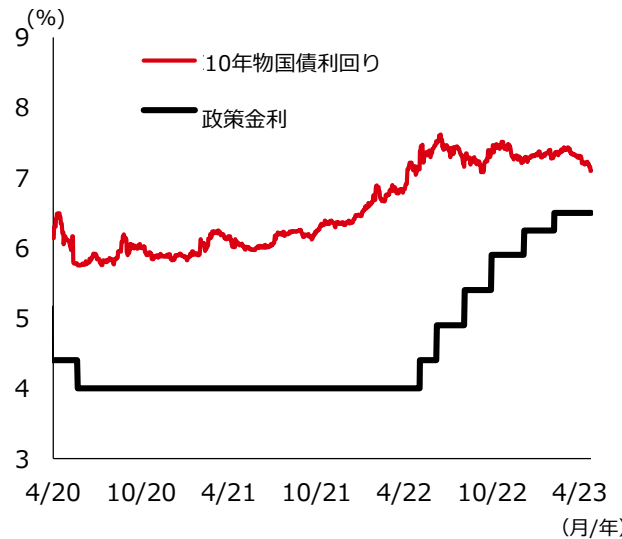
RBIは、今後インフレは多少緩やかになると予想していますが、インフレ率を目標に抑え込むという点では、揺るぎない姿勢を維持しています。

4月の会合後に発表された3月の総合インフレ率は5.66%と15ヶ月ぶりの低水準になったことは注目されます<sup>1</sup>。インフレ率は現在、許容範囲の上限水準を下回っており、今回のRBIによる政策金利据え置きの決定は妥当であったと考えます。

インド以外にも各国の中央銀行は利上げを一時見合わせており、米国の利上げ観測もここ数ヶ月の間、下火になっています。インド10年物国債利回りは7.25%前後で落ち着くと見ています。とはいえ、債券市場は、世界の金利、中央銀行の動向、コモディティ価格の変化に対して引き続き敏感であり、ボラティリティが高まる可能性も考えられます。

世界的に成長鈍化が示される中で、インド債券は、投資家にとり先進国市場、大半の新興国債券のいずれと比べても、優れた投資対象であると思われます。さらに、インドの好調な経済成長見通し、インフレ率の落ち着き、国内外で視界に入りつつある金融引き締めサイクルの出口などはインド債券にとりプラス材料と言えます。

図表1: 10年物国債利回りと政策金利



出所：ブルームバーグ、RBI、2023年4月25日現在

<sup>1</sup>出所：ブルームバーグ、2023年4月現在

# インド債券の投資メリットは何ですか

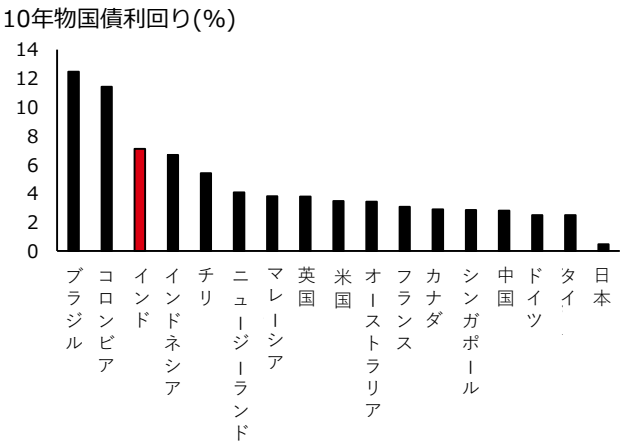
## 優れた資産価値と分散効果

インド債券は相対的に優位な利回りを提供しており、グローバル債券ポートフォリオにとり利回りの向上と分散の双方を実現させるポテンシャルを有しています。

インド国債の10年物利回りは、米国、英国、ドイツ国債に比べ、各々3.6%、3.3%、4.6%も高い水準にあります。さらにインド債券の利回りは、それ以外の多くの主要新興国と比べても優位性が見られます（図表2）。また過去10年間のインド債券とグローバル債券との相関はわずか0.15と低いことから、投資の分散にもプラスに働くとと言えます<sup>2</sup>。

当社のインド債券戦略では、国債以外に社債も加えたアセットアロケーションから生まれる分散効果から、ポートフォリオの利回り向上が図られています。この投資戦略における平均格付けが投資適格であることは重要なポイントと言えるでしょう。

図表2：他国の国債利回りと比較して魅力的な水準にあるインド国債利回り



出所：ブルームバーグ、2023年4月24日現在

## 良好な経済成長のダイナミクス

本年は世界中が成長下振れリスクにさらされているうえ、米国と欧州の銀行問題を巡り不確実性が高まる中で、好調なインド経済は明るい材料として評価されつつあります。国際通貨基金（IMF）では、インドのGDP成長率は本年5.9%、2024年には6.3%と予想されており、インドは世界で最も急成長を遂げている主要経済圏になりつつあります。

さらにIMFは、インドと中国の双方で本年の世界全体の成長率の約半分を占めると予想しています。インドは、経済構造改革の継続と効率化の実現に熱心に取り組んでおり、これらが中期的な経済発展のカギを握ることになります。

## 相対的に強い通貨

インドルピーは、対米ドルで年初来1.0%の上昇を見せています<sup>3</sup>。インドの輸出はサービス部門の輸出に大きく依存しており（9%以上）、2022年度についてはその動きが一段と強まった模様です。

現在のグローバルな景気回復はサービスセクター主導となっていることもあり、2023年度の経常収支の赤字は縮小に向かい、インドルピー高に拍車がかかるものと思われます。

また、5,850億米ドルに及ぶ多額の外貨準備高はインド輸入額の9.4ヶ月分に相当しており、インドルピーを下支えする大きな材料になっています<sup>4</sup>。

なお、2022年以降続いている米ドル高の流れの中で、インドルピーの振れ幅は他の主要通貨に比べて小幅に留まりました（図表3）。

一方、3月と4月には外国人投資家によるインド株式への資金流入がネットベースでプラスに転じており、こうした投資家のインド回帰が通貨高を支えています。

インドのサービス輸出の増加、貿易赤字の縮小、米ドル安傾向、中期的に明るい経済見通しを背景に、インドルピーは引き続き堅調を維持するものと考えます。

図表3：インドルピーのボラティリティは相対的に低水準

各国通貨の対米ドルボラティリティ比較 (年率換算、2022年1月以降)	
通貨（対米ドル）	ボラティリティ（年率）
ユーロ	8.83%
日本円	11.20%
英ポンド	10.18%
豪ドル	11.25%
カナダドル	6.85%
ブラジルレアル	16.88%
中国人民幣	5.68%
インドルピー	4.50%

出所：ブルームバーグ（週次ベース）、2023年4月21日現在

<sup>2</sup>出所：Markit iBoxx ALBI India トータルリターン・インデックスおよびブルームバーグ・グローバル総合インデックスにもとづく過去10年間の月次リターン、2023年3月31日現在

<sup>3</sup>出所：ブルームバーグ、2023年4月24日現在

<sup>4</sup>出所：外貨準備高についてはRBI、2023年4月7日現在。輸入カバー率についてはCEIC、2023年2月現在

規模が大きく流動性を備えた債券市場とグローバル・インデックスへの採用条件

世界の投資家は、現在2.3兆米ドルの規模を誇る大きさと流動性も高いインドの債券市場に投資することで、拡大を続けるインドの成長チャンスを掴むことができます<sup>5</sup>。またインドは、現在、FTSE新興国市場国債インデックス (EMGBI) への採用可能性があるウォッチリストに入っています。

2023年3月にFTSEは、外国人ポートフォリオ投資家 (FPI) の登録に関する手続きの簡素化を今後必要な改善点の一つとした上で、ウォッチリストに残すことを決定したと発表しています。FTSEとRBI間の協議は継続されることとなります。

確かにインド国債への外国人投資家によるアクセスは制限されていますが、近年、それを容易にする動きが見られました。特に、2020年に導入された適格非居住者が政府証券投資のため利用可能な「完全アクセス可能ルート (FAR)」により、FPIによる特定のインド国債への投資については制限が撤廃されました。

グローバル・インデックスへの採用を促すための措置であれば何であろうと、外国人ポートフォリオによるインド債券への資金流入にとり、プラスに働くことでしょう。

こうした市場見通しのもと、当社のインド債券戦略はどのようなものになりますか

当社のインド債券戦略は、平均格付けを投資適格に維持しながら、競争力のある利回りの達成（現在は7.5%）を目指しています<sup>6</sup>。ポートフォリオには、国債やそれに準じた債券、優良銘柄の社債などを組み合わせて保有しています。

この投資戦略では、ポートフォリオにおける残存期間の短期化方針を維持しつつ、スプレッドが縮小している社債よりも国債を選好しています。

しかし、RBIは4月の金融政策決定会合で政策金利を据え置き、利上げサイクルもピークが近いと考えられることから、インドルピー建て債券の残存期間の短期化方針を徐々に緩和させています。引き続きポートフォリオの半分以上をインドルピー建て国債に振り向け、リスク・リターン効果を一段と高めるため、残存5～10年物の債券を選好しています。

オフショア市場では、米国債のボラティリティが高いこともあり、このセクターには慎重方針で臨む必要があります。しかし、利回りが魅力的な水準になっており、米ドル建て債券への投資を追加しています。

10年以上前に、当社はインド債券に投資する最初のUCITS（譲渡可能証券への集合投資事業の略であり、欧州委員会が制定した指令に準拠するファンドを指す）を設定しました。2012年からは、外国人による購入には未だに一定の制限が課せられているインド国内債券市場へのアクセス手段を世界の投資家に提供しています。また、世界の投資家に対して、他との相関性が比較的低く、発行額の大きい新興国市場の高利回り債券にアクセスする機会を提供しています。

当社では確固たる運用プロセスと精緻な信用リスク調査を経て、選別投資を継続することを戦略の要としています。こうしたプロセスを踏むことで、リスク分散が効いたポートフォリオを構築し、リスク調整後のリターンを向上させる戦略的な資産配分が可能になると考えます。

図表4：HSBCインド債券戦略の運用状況

	組入 比率 (%)	デュレー ション (年)	利回り (%)
国債（インドルピー建て）	63.63	4.98	7.24
社債（インドルピー建て）	29.34	4.14	7.76
国債（米ドル建て）	1.89	0.50	4.62
社債（米ドル建て）	4.17	3.01	5.47

注：ポートフォリオは現金（0.96%）を含む  
出所：HSBCアセットマネジメント、2023年3月31日現在

<sup>5</sup>出所：RBI、インド証券取引委員会、2022年12月31日現在  
<sup>6</sup>出所：HSBCアセットマネジメント、グロス最低利回り、2023年3月31日現在



# 留意点

## 【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、H S B Cアセットマネジメント株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的とするものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、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、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

## <個人投資家の皆さま>

### 投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認いただきご自身で判断ください。

### 投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.85%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的に ご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.20%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

- ◆ 上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。
- ◆ 費用の料率につきましては、H S B Cアセットマネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。
- ◆ 投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

## H S B Cアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308号  
加入協会 一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会/日本証券業協会



ホームページ

[www.assetmanagement.hsbc.co.jp](http://www.assetmanagement.hsbc.co.jp)



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）