

invested in insights.

eastspring  
investments

# インド債券市場 戦略的な投資機会

## ～マクロ改善と市場再評価が生む、 インドピー建て債券の投資妙味～

Market update

**Rohit Lakhotia**

Fund Manager – Fixed Income  
ICICI Prudential Asset Management  
Company Limited (ICICIAM)

**面谷 祥友**

取締役 営業マーケティング本部長  
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

### ポイント

- 足元のインド金利市場では、複数回の利上げを織り込むかたちで金利の再評価が進み、インドピー建て債券のバリュエーションは、過去と比較しても投資妙味の高い水準に到達していると考えられます。市場では、原油価格の上昇や地政学リスクを背景に慎重な見方も広がっていますが、こうした懸念はすでに相応に価格へ織り込まれている可能性があります。
- 一方で、インドのマクロ経済ファンダメンタルズは、2013年のテーパータントラム（いわゆる、バーナンキショック）の局面と比較して明確に改善しています。インフレは相対的に安定し、経常赤字は管理可能な範囲にあり、財政運営の規律も向上しています。加えて、外貨準備高は高水準を維持しており、為替面でもインドピーには実質実効為替レートベースで割安感があるとみられています。これらは、外部ショックに対する耐性が過去よりも高まっていることを示唆しています。
- さらに、2026年4月1日以降、外国投資家によるインド国債投資について、利子所得および譲渡益が非課税となる税制優遇措置が予定されており、外国投資家にとっての投資環境は一段と改善する見通しです。こうした点を踏まえると、インド債券は、利回りの獲得、分散投資、将来的な価格上昇余地の観点から、既存投資家および新規投資家の双方に対して積極的に議論すべきテーマであると考えられます。

本レポートはイーストスプリング・インベストメンツとICICIAMの共同制作によるものです。ICICIAMはイーストスプリング・インベストメンツの所属する金融グループのインド拠点です。イーストスプリング・インベストメンツはICICIAMのインド投資における専門性を様々な運用戦略を通じて日本の投資家の皆様にお届けしています。本レポートは原則として2026年6月8日時点の情報に基づき執筆されています。

This presentation is a collaboration between Eastspring Investments and ICICI AM. ICICI AM serves as an Investment Advisor for various India-centric funds managed by Eastspring Investments. Nothing contained in this literature should be construed as an advertisement nor does it constitute an offer for sale or a solicitation of any products or services of ICICI AM

ICICIAMは、ICICI銀行と世界有数の金融サービスグループを展開する英国ブルーデンシャル社（以下「最終親会社」）との合併会社です。なお、最終親会社およびICICIAMは、主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379号／加入協会 一般社団法人資産運用業協会

260615(01)

1

## invested in insights.

### 1. はじめに

#### インド投資の議論を、株式から債券へ広げる局面

これまで、インド投資に関する議論は、主として株式戦略が中心であったと考えられます。高い経済成長率、人口動態の優位性、国内需要の拡大といった長期成長ストーリーは、引き続きインド株式の大きな魅力です。一方で、現在の市場環境を踏まえると、インド投資の議論を株式だけに限定するのではなく、インドルピー建て債券へと広げる意義が高まっています。

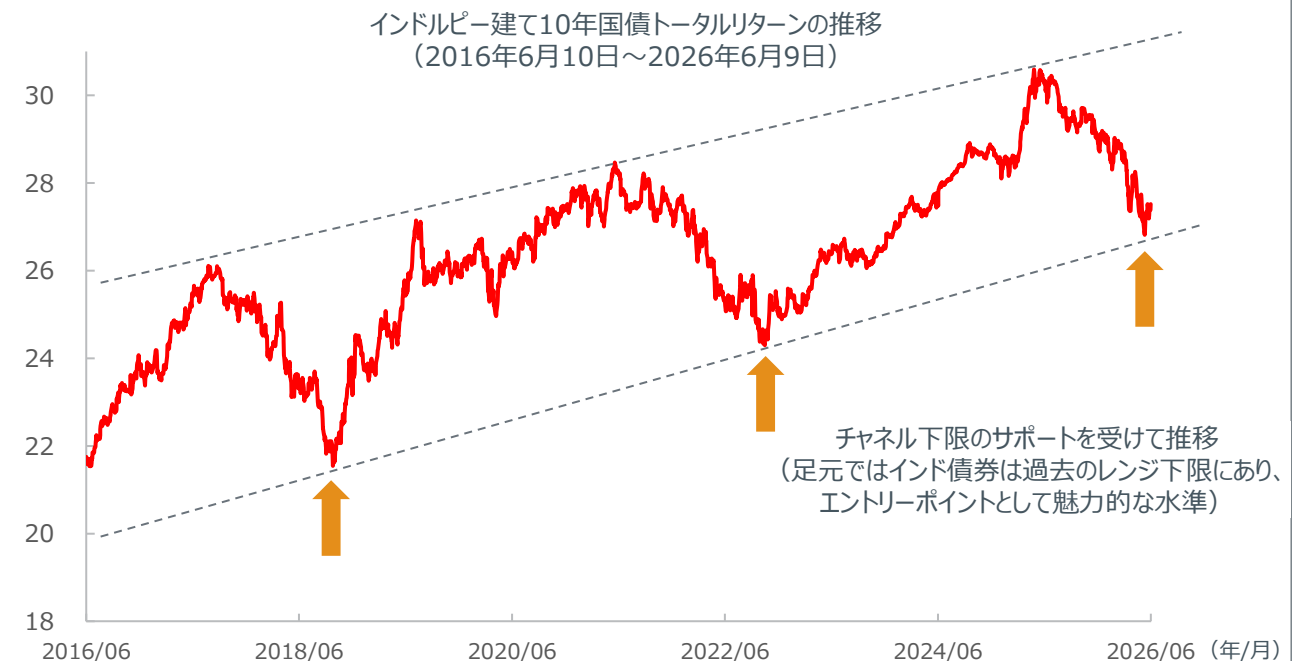
その背景には、金利市場における急速な再評価があります。市場では、先行きの金融引き締めを相応に織り込む動きが進み、債券利回りは上昇、価格は調整しました。しかし、マクロ経済の実態を見ると、インド経済は過去のストレス局面ほど脆弱ではなく、むしろ耐性が高まっていると評価できます。市場心理とファンダメンタルズの間に乖離が生じているのであれば、それは投資機会として捉えられる可能性があります。本レポートでは、足元のインド債券市場を取り巻く環境を整理し、なぜ今、インド債券が投資テーマとして注目し値するのかを考察します。

### 2. 市場はすでに相応の悲観を織り込んでいる

#### バリュエーション面でみた投資妙味

インド債券市場の最大のポイントは、足元の金利水準が、将来の不確実性をかなり織り込んだ水準にあるとみられることです。最近の市場動向を受けて、インド金利市場では複数回の利上げが織り込まれており、インドルピー建て債券のバリュエーションは、過去の局面と比較しても魅力的なエントリーポイントに近づいています。図表1でもインドルピー建て債券は歴史的にみて投資家にとって魅力的な水準にあるというシグナルが示されています。一般に、債券投資においては、金利上昇局面そのものは必ずしもマイナスではありません。むしろ、市場が懸念を先取りして金利を急速に上昇させた局面では、その後の安定化や正常化に伴って、インカムに加えて価格回復による収益機会が生まれる場合があります。現在のインド債券市場は、まさにその可能性を検討すべき局面にあると言えます。特に、利回りを重視する投資家にとっては、すでに高い水準まで上昇した金利環境そのものが魅力となります。さらに、今後市場の利上げ期待が過度であったと認識されれば、金利低下を通じてキャピタルゲインが発生する余地もあります。つまり現在は、インカムと値上がり益の両面から検討余地のある局面であると整理できます。

図表1：インド金利市場の再評価とインドルピー建て債券の投資妙味



出所：Bloomberg L.P.のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ作成。インドルピー建て10年国債トータルリターン：Nifty 10年ベンチマーク国債指数 (G-Sec) (米ドルベース)

## invested in insights.

### 3. ファンダメンタルズは2013年よりも大幅に改善

#### インドのマクロ経済は「別物」になっている

市場参加者が新興国の金利上昇や通貨安に対して警戒感を強める際、しばしば2013年のテーパートラム期（いわゆる、バーナンキショック）が比較対象として想起されます。2013年のテーパートラムは、当時のFRB議長であったベン・S・バーナンキ氏による量的緩和縮小（テーパリング）の示唆を契機に、グローバル資金の急速な逆流を引き起こし、新興国市場に大きな影響を与えました。インドも当時、「双子の赤字（財政赤字および経常赤字）」と高インフレを背景に、ルピーの急落および金利の急上昇に直面しました。

これに対して現在の局面では、外部環境としては米国の金融政策や地政学リスクといった点で一定の類似性がみられるものの、インドのマクロ経済ファンダメンタルズは大きく改善しています（図表2）。インフレについては、原油価格の上昇や一時的な供給要因による上振れリスクはあるものの、全体としては中央銀行であるインド準備銀行（RBI）の許容レンジ内に収まっており、過去のような持続的な高インフレ局面とは性質が異なります。インフレが抑制されていれば、政策対応の余地が確保され、実質金利の観点からも債券投資の魅力を支えやすくなります。

次に、経常収支についても改善がみられます。サービス輸出の拡大や海外からの送金流入が下支えとなり、外部バランスの脆弱性は過去より低下しています。これは、資本流出懸念が高まる局面においても、インドの対外ポジションが以前より安定的であることを意味します。

また、財政面でも規律の改善が進んでいます。過去のストレス局面では、財政・経常の「双子の赤字」が市場の大きな懸念材料でしたが、現在はその構図が和らいでいます。財政運営の改善は、ソブリン債市場に対する信認を高めるうえでも重要であり、長期金利の安定性を支える基盤となります。

要するに、現在のインドは、もはや外部環境の悪化に無防備な新興国ではありません。経済構造が改善し、政策対応能力が高まり、外部耐性も強化されています。同様の外部ショック環境下にあっても、インド経済の耐性は2013年当時と比較して大きく高まっており、当時と同様の市場混乱が再現される可能性は限定的と考えられます。市場が一律に悲観的な新興国観で評価しているのであれば、その評価には修正余地があると考えられます。

図表2：2013年テーパートラム期と現在のインドマクロ比較

	2013年	2026年	コメント
原油価格	110米ドル/バレル	103米ドル/バレル	ほぼ同水準
貸出伸び率 (2年年率成長率)	15%	13%	回復局面
インフレ率	10%	3.5%	低水準かつ安定
経常赤字	5%	2.3% (推計)	管理可能な水準
財政赤字	4.9%	4.4%	改善傾向
経済環境	需要主導の過熱状態	供給ショック起因のインフレ	相対的に強固

出所：ICICIAM。推計は本社によるもの

invested in insights.

**4. 為替と外部バランス、インドルピーには割安感、外貨準備は高水準**

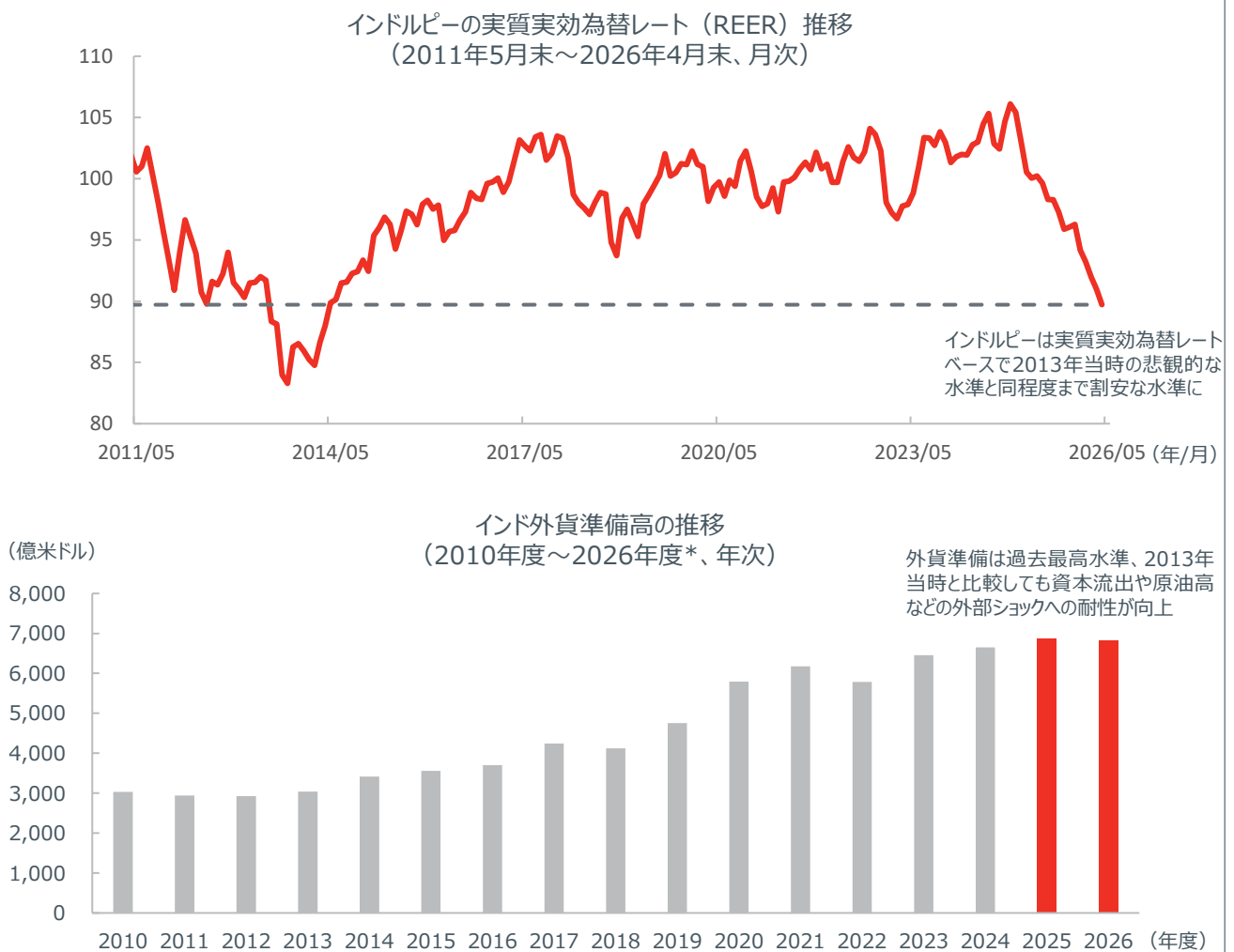
**外部ショックへの耐性が投資判断を支える**

インド債券投資を考える際、多くの投資家が最も気にするのは為替要因です。たとえ現地通貨建て債券の利回りが高くても、通貨の下落が大きければ、外貨ベースのリターンは大きく損なわれる可能性があります。そのため、インドルピーのバリュエーションと、外部ショックに対する防御力をあわせて確認することが不可欠です。この点で注目されるのが、インドルピーが実質実効為替レート（REER）ベースでは割安圏にあるという点です。図表3では、インドルピーは割安である一方、インドの外貨準備高は高水準にあることが示されています。通貨が割高ではなく、かつ潤沢な外貨準備を有していることは、外部ショック発生時の市場安定にとって大きな

意味を持ちます。

外貨準備高は、対外債務返済や輸入代金決済の備えとしてだけでなく、市場心理の安定にも寄与します。投資家にとっては、「当局が通貨や市場の急激な不安定化に対応できるだけの余力を持っているか」が重要であり、その意味で高水準の外貨準備高は大きな安心材料です。加えて、サービス輸出と海外からの送金が経常収支を支えていることは、外部資金調達に過度に依存しない構造へとインド経済が近づいていることを示しています。為替の方向感を短期的に正確に予測することは容易ではありません。しかし、割高な通貨を高値掴みする局面と、バリュエーション面で一定の下支えが見込まれる通貨に投資する局面とでは、期待リターンとリスクのバランスは大きく異なります。現在のインドルピーは、少なくとも後者の視点から検討に値する環境にあると考えられます。

**図表3：インドルピーには割安感、一方で外貨準備高は過去最高水準を維持**



出所：Bloomberg L.P.のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ作成。\*各年度の3月末時点、ただし2026年度は5月末時点。

invested in insights.

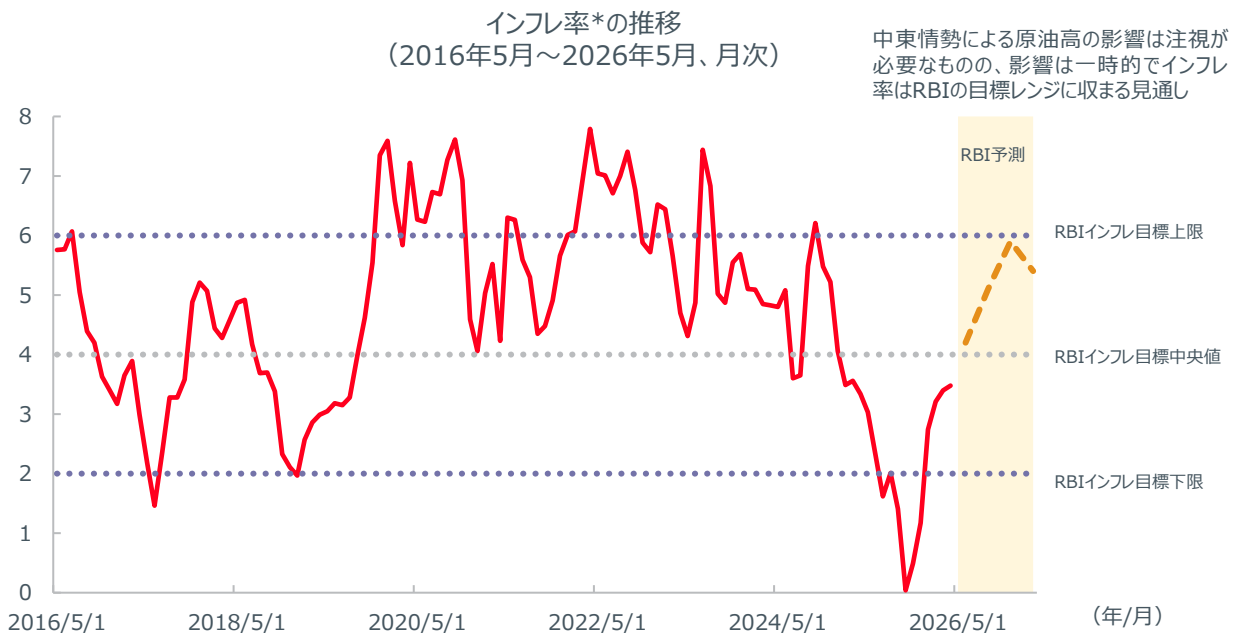
5. インフレ懸念はあるが、過度な悲観は不要

政策面で極端なシナリオを前提にする必要は小さい

足元でインド債券に慎重な見方があるとすれば、その中心はインフレと政策金利の見通しでしょう。原油価格の上昇や地政学リスクは、輸入インフレ圧力を通じてインド経済に影響を与える可能性があるため、注意が必要です。しかし、現時点で重要なのは、その影響がどの程度構造的なものなのか、あるいは一時的なものかを見極めることです。図表4では、そうした外部要因が存在するにもかかわらず、インフレはなおRBIのインフレ目標の範囲内にあり、影響は一時的なものに留まる可能性が高いことが示されています。

もしこの見通しが妥当であれば、市場が織り込んでいる利上げ観測は、今後修正される余地があります。債券市場では、こうした「過度な引き締めの後退」が価格回復の契機となることがあります。また、過去と比較してインドの政策フレームワークは成熟しています。RBIのインフレ対応、財政当局のバランス感覚、そして外部バッファの存在を踏まえれば、極端な政策対応を前提としたシナリオだけで投資判断を行う必要は小さいと考えられます。重要なのは、短期的なニュースに反応するのではなく、マクロ経済の実態と市場価格のギャップを冷静に見極めることです。

図表4：市場は利上げを織り込むも、インフレはコントロール可能な水準



政策金利\*\* 市場予想

現時点	2026年末	2027年末	2028年6月末
5.25%	5.50%	5.53%	5.75%

市場は今後、複数回の利上げを織り込む

出所：Bloomberg L.P.、RBIのデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ作成。

\* 消費者物価指数（CPI）上昇率（前年同月比）、月次。2024年2月までは旧基準（2012 = 100）、2025年は新基準（2024 = 100）に基づく参考系列、2026年1月以降は新基準による正式系列を使用。2026年4月までは実績値、2026年6月から2027年3月まではRBIによる予測値。 \*\* レポレート、Bloomberg L.P.による市場予想の集計値、2026年6月10日時点

## invested in insights.

### 6. 制度面の追い風、2026年4月からの税制優遇 外国人投資家にとっての投資環境は改善へ

インド債券市場に対する評価を高めるうえで、制度面の変化も見逃せません。2026年4月1日以降、外国ポートフォリオ投資家（FPI）によるインド国債投資について、利子所得（インカムゲイン）および譲渡益（キャピタルゲイン）が非課税となる予定です。さらに、国際決済銀行（BIS）にも同様の税制上の優遇措置が適用される見通しです。この変更は、単なる税制改正にとどまりません。インドが海外資本に対して、より魅力的で競争力のある投資先であることを示す政策メッセージとして受け止めることができます。税負担の軽減は、投資家の費用控除後リターンを改善させるだけでなく、投資判断のハードルを下げ、市場への資金流入を促す可能性があります。特に、グローバル債券投資家やアジア債券投資家にとっては、制度面での障壁が低下することの意味は大きく、インド国債がポートフォリオの中でより検討しやすい資産になると期待されます。現在のバリュエーション面での投資妙味に加え、今後の制度面での追い風を組み合わせることで期待できる点は大きな強みです。

### 2026年6月5日の政策発表（資本流入促進と市場安定化に向けた措置）

2026年6月5日、RBIは金融政策の一環として、またインド政府もインドルピーの安定化および海外資本の流入促進を目的として、一連の政策措置を発表しました。本措置は、通貨、債券、株式の各市場に対して横断的に働きかけるものであり、資金流入の拡大と市場環境の安定化を同時に図る内容となっています。

#### 1) 通貨関連措置

##### 発表内容

- 公共部門企業（PSU）の外貨建て借入（ECB）を支援する優遇FXスワップ制度を2026年9月30日まで延長
- AD銀行（承認取引銀行、外貨取引が認められているインド国内の主要商業銀行）が新規に調達する3～5年のFCNR(B)預金\*について、為替ヘッジコストをRBIが全額負担（同日まで）

\* 非居住インド人（NRI）による外貨建て預金

- 輸出代金回収期限を15か月から9か月へ短縮

##### 政策意図・市場への示唆

- 海外からの資金流入の促進および前倒し効果が期待される

- ヘッジコストの低下を通じ、企業による外貨建て調達を後押し
- 非居住インド人（NRI）による外貨預金の積み上げを促進

#### 2) 債券（国債）関連措置

##### 発表内容

- 2026年4月1日に遡及適用で、FPIによる国債投資の利子所得およびキャピタルゲインを非課税化
  - 利子所得税（従来20%源泉税）を撤廃
  - 譲渡益課税（12.5%～\*）を撤廃
- \* 上場/非上場、保有期間によって異なる
- 新規発行の15年、30年、40年国債をFAR（Fully Accessible Route）対象に追加
- General RouteにおけるFPI投資制限（短期投資制限、集中制限、個別銘柄制限）を撤廃

##### 政策意図・市場への示唆

- 外国人投資家にとっての投資アクセスおよび投資効率が大幅に改善
- 長期ゾーンを中心としたデュレーション需要の拡大が期待される
- グローバル主要債券指数への組み入れを後押しする可能性

#### 3) 株式市場関連措置

##### 発表内容

- NRIおよび海外在住インド市民資格（OCI）による上場株式投資について、インド証券取引委員会（SEBI）の登録なしでの投資上限を引き上げ
- 同様の投資枠を、すべてのインド国外居住個人（PROI）にも拡大

##### 政策意図・市場への示唆

- 投資主体の裾野拡大による市場参加者の多様化
- 海外個人資金の流入増加余地を確保

#### 4) 政策スタンス

RBIは、必要に応じて追加利上げの可能性を維持する一方で、為替の安定化に向けた追加措置を講じる余地も残していることを示しました。このように、金融引き締めを選択肢を確保しつつ、流動性および資本流入の側面から市場を下支えする柔軟な政策運営は、投資家心理の安定化に資するものと評価されます。

## invested in insights.

### 7. 投資家にとっての位置づけ

#### 利回り、分散、価格上昇余地という3つの論点

以上を踏まえると、インド債券の投資訴求は大きく3つに整理できます。

第一に、相対的に高い金利水準を背景とする利回りの魅力です。安定的なインカム収益を重視する投資家にとって、現在のインド債券は十分に検討に値する水準にあります。

第二に、分散投資効果です。既存のポートフォリオが先進国債券や株式に偏っている場合、インド債券は異なる金利サイクルと成長ドライバーを持つ資産として、分散先となる可能性があります。インド株式には投資していても、債券は未保有という投資家に対しては、同じ国へのエクスポージャーでもリスク特性が異なる点を強調できます。

第三に、キャピタルゲインの可能性です。現在の市場が将来の利上げを過大に織り込んでいるのであれば、その修正局面では金利低下を通じて債券価格の上昇が期待できます。つまり、インド債券は単なる高利回り資産ではなく、「高いインカム」と「価格回復余地」を併せ持つ資産として議論できる局面にあります。

### 8. 結論

現在のインド債券市場は、表面的には慎重に見られやすい環境にあります。金利の再評価、原油高、地政学リスク、政策への警戒感など、ニュースになりやすい懸念材料は確かに存在します。しかし、投資判断において重要なのは、それらの懸念がどこまで価格に織り込まれているか、そしてファンダメンタルズが本当にそれに見合うほど悪化しているかどうかを区別して考えることです。本レポートでみてきた通り、インドのマクロ経済は2013年当時よりも大きく改善しており、外貨準備、経常収支、財政規律、インフレの安定といった観点から、外部ショックへの耐性は高まっています。その一方で、市場ではかなりの悲観が織り込まれており、インドルピー建て債券は魅力的なバリュエーション水準にあります。さらに、2026年4月以降の税制優遇という制度面の追い風も加わります。こうした点を総合すると、インド債券は、単にインド株式の補完的なテーマとしてだけでなく、利回りを求める投資家、分散投資を重視する投資家、価格上昇余地を狙う投資家のいずれにとっても、独立した投資テーマとして有力な検討対象になり得るでしょう。

#### <当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料はイーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的としてICICIAMと共同で作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式／債券や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、当資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。