invested in insights.

eastspring investments

市場の悲観は行き過ぎか
～インドルピー建て債券に浮上する投資機会～

"Market update"



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

ポイント

› 市場の利上げ織り込みは行き過ぎか

インド国債利回りと1年翌日物金利スワップ（OIS）は大幅に上昇し、市場は積極的な金融引き締めを織り込んでいます。一方、インフレ、財政・対外収支などのファンダメンタルズを踏まえると、実際の金融引き締めは市場が想定するほど大幅なものにはならない可能性があります。

› 大幅な調整を経て、インド債券の投資妙味は改善

インド国債には米国債との相対比較でも「売られ過ぎ」の兆候がみられます。市場の過度な利上げ観測が修正されれば、金利低下を通じてデュレーションを取る投資家に追い風となる可能性があります。

› 流動性の正常化と魅力的な社債スプレッドも追い風に

インド準備銀行（RBI、中央銀行）による過剰流動性の吸収は終盤に差し掛かっているとみられる一方、3～5年ゾーンの社債は魅力的なキャリーを提供しています。流動性環境の改善とスプレッド縮小の可能性は、インド債券市場のさらなる支援材料となり得ます。

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10月29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 ICICIAM. ICICIAM 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 ICICIAM.

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プルーデンシャル社（以下「最終親会社」）との合弁会社です。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プルデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるプルーデンシャル・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

261105(06)

invested in insights.

インドルピー建て債券への投資を拡大する好機

世界の債券市場は、興味深い局面を迎えています。各国の国債イールドカーブは、インフレ圧力が一段と高まる可能性と、それに対する金融引き締め政策を織り込む形で、防御的な水準にあるように見受けられます。

その一方、中東での紛争が始まって以降、米国債10年および30年の利回りが急上昇した動きは、足元ではやや落ち着きを取り戻しているものの、異例ともいえる展開となっています（図表1）。

これに対し、米国の金融政策対応は、より慎重かつ抑制的なものとなっています。米連邦準備制度理事会（FRB）は10月、10対2の多数決で予想通り政策金利を据え置きました。声明や記者会見のトーンは引き続き慎重でしたが、経済成長に関する表現は「solid（堅調）」から「strong（力強い）」へと変更されました。FRBは、経済成長とインフレに関するデータを見極めるための時間的余裕を、さらに確保したように見受けられます。

市場は引き続き、米国の中間選挙の結果を注視しています。生活費の上昇、移民問題、医療費、テクノロジーによる構造変化と雇用への影響、国内の安全保障、外交政策などが、主要な懸念材料となっています。選挙結果次第では、AIおよび大手テクノロジー企業を巡るテーマに対する規制や監督が強化される可能性もあり、重要な注目材料です。

こうした世界的な金利上昇のなか、インド債券市場にも強い悲観が広がっています。しかし、インドのファンダメンタルズに目を向けると、市場の織り込みとの乖離が浮かび上がります。インドが財政規律を着実に維持し、経済も底堅さを示しているにもかかわらず、インド債券市場のポジショニングは依然として極めて弱気です。

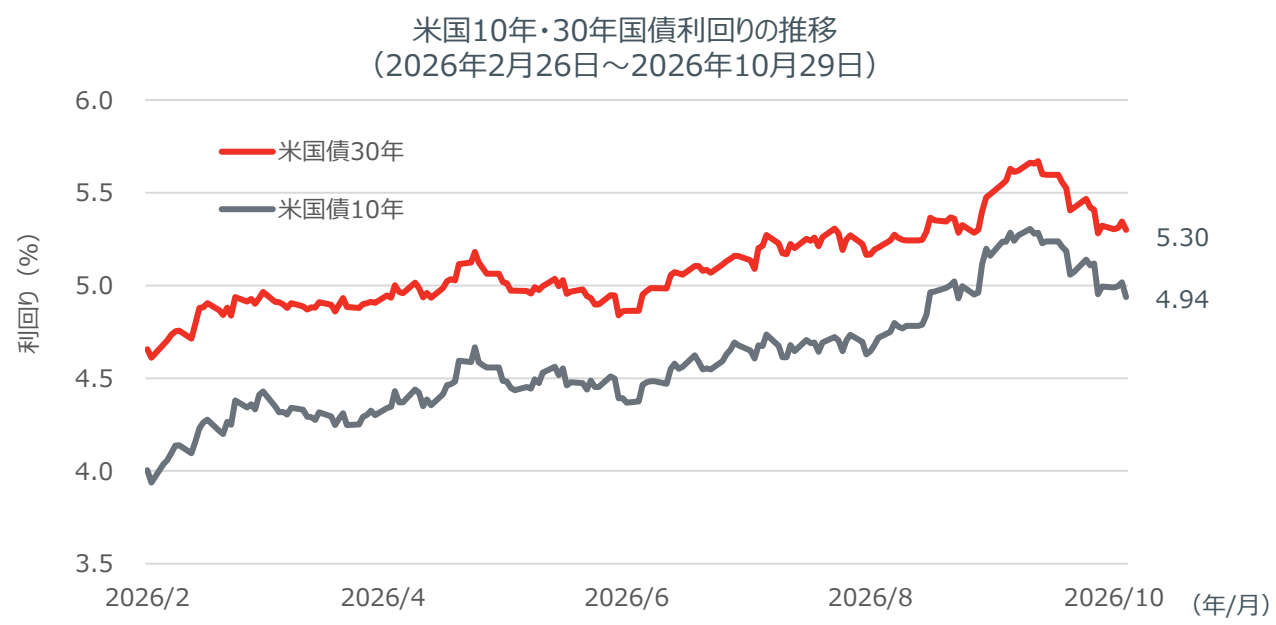
しかし、足元の大幅な売りを経て、リスク・リターン特性はより魅力的なものとなっており、市場の悲観が行き過ぎている可能性を示唆しています。

インドの10年国債指標銘柄の利回りは、2026/27年度第1四半期末（4～6月）から約64bps（0.64%）上昇しており、今後の金融政策の道筋について大幅なリプライシングが進んだことを示しています。

現在のインド国債価格には、金融政策がかなり引き締め方向に進むとの見方だけでなく、通常の金融政策決定会合以外で政策変更が行われる可能性までが織り込まれているように見受けられます。

1年OISが約6.7%で推移するなか、市場は少なくとも今後25bps（0.25%）の利上げ5回分を織り込んでいるとみられます（次頁、図表2参照）。

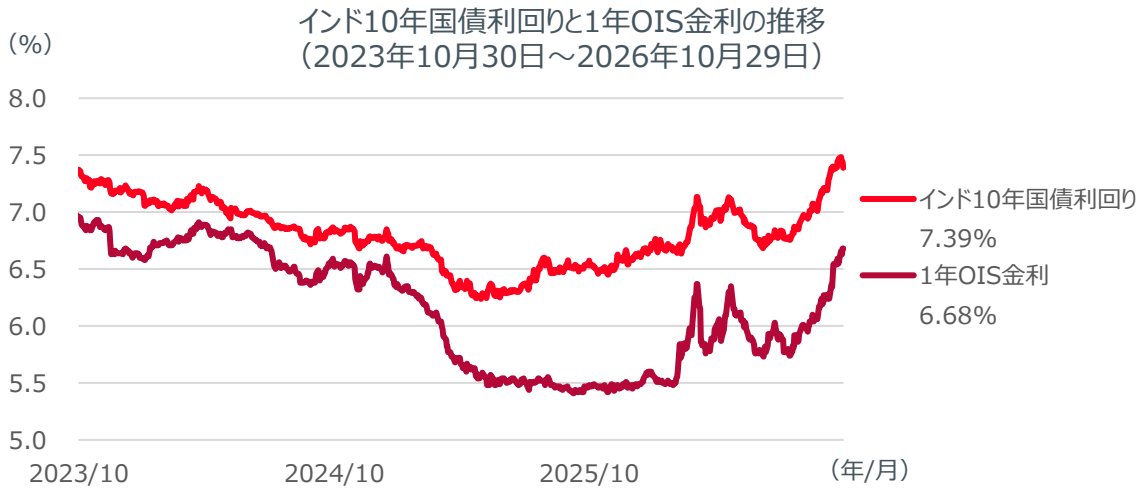
図表1：中東での紛争開始以降、米国の長期金利は急上昇、調整後も高止まり



出所：ICICIAM（2026年10月29日時点）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

invested in insights.

図表2：インド10年国債利回り、1年OISは急上昇、市場は大幅な金融引き締めを織り込み



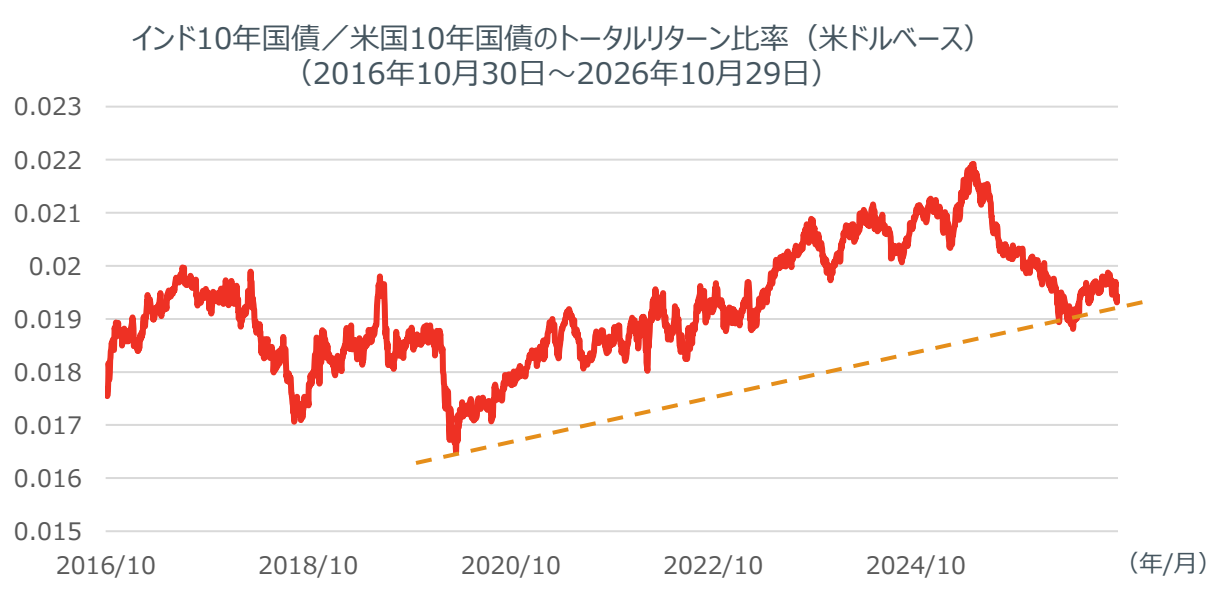
出所：ICICIAM（2026年10月29日時点）のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ作成

インド10年国債のトータル・リターン・インデックスを米国10年国債のトータル・リターン・インデックスで除した比率を見ると、インド国債が売られ過ぎの領域に入っている可能性が示唆されます（図表3参照）。

経験則上、このように相対パフォーマンスが大きく低下した局面では、債券価格がそれまでのトレンドとは逆方向に反発することが少なくありません。

とりわけ、市場の金利見通しがより現実的なものへと修正され、実際の金融政策対応が、市場が織り込む極端にタカ派的な見通しとは異なり、より慎重なものに落ち着く場合には、その可能性が高まります。

図表3：米国債との相対比較では、インド国債に「売られ過ぎ」の兆候

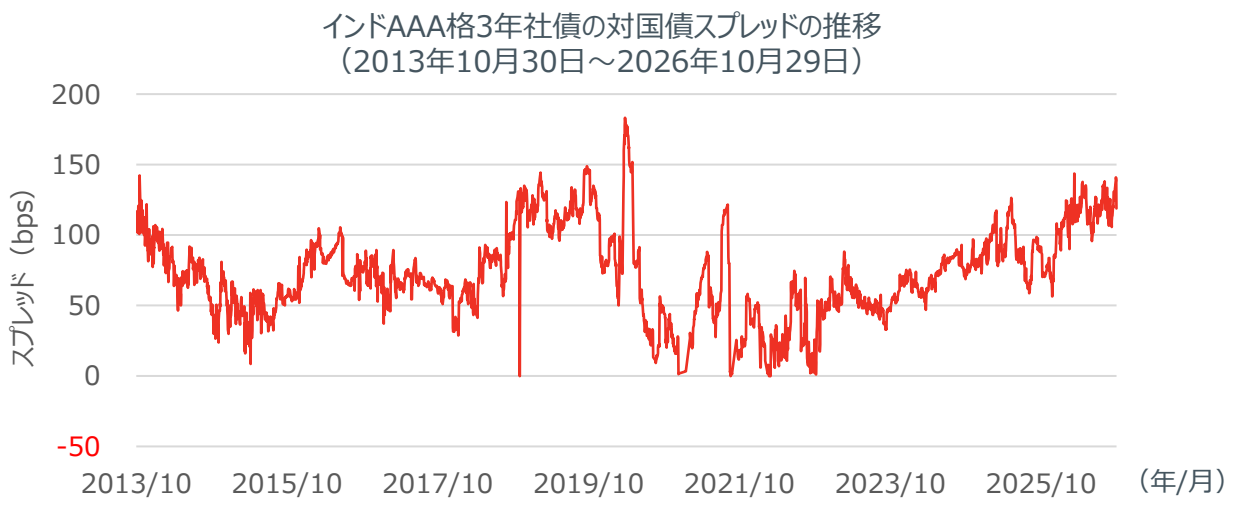


出所：ICICIAM（2026年10月29日時点）のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ作成

invested in insights.

AAA格3年社債および5年社債のスプレッドも、魅力的な水準となっています。インドの銀行および企業のバランスシートは、引き続き健全な状態を維持しています（図表4参照）。

図表4：3年社債スプレッドは大幅に拡大、クレジットに投資妙味



出所：ICICIAM（2026年10月29日時点）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

流動性への懸念は行き過ぎ

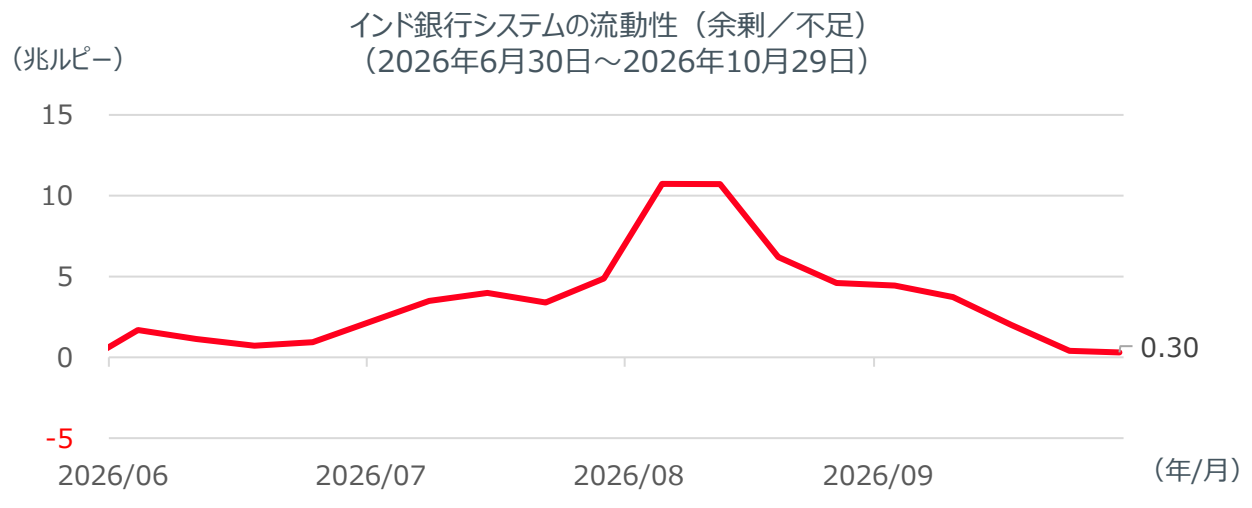
銀行システムの流動性余剰は、2026年9月には10兆ルピー超に達していましたが、10月29日時点では3,050億ルピーまで縮小しました（図表5参照）。

これは、FCNR(B)預金*を通じた大規模な資金流入によって市場に潤沢な流動性が供給された後、RBIが実施した過剰流動性の吸収策の影響を反映しています。

ICICIAMでは、変動金利リバースレポ（VRR）、公開市場操作（OMO）による売却、売り・買い為替スワップなどを含む、これまでRBIが過剰流動性を吸収するために実施した過剰流動性を吸収する局面は、すでにピークを越えたとみています。

＊FCNR(B)（Foreign Currency Non-Resident (Bank) Account、非居住者向け外貨建て銀行預金）。主に非居住インド人（NRI）が、米ドルなどの外貨建てでインド国内の銀行に預ける定期預金。

図表5：流動性正常化が進展、過剰流動性への対応は終盤へ



出所：RBI（2026年10月29日時点）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

invested in insights.

原理的には、FERR*の導入によりヘッジコストが上昇し、ヘッジ需要と取引流動性が抑制されると考えられます。ただし、それによってフォワード市場のプレミアムが自動的に低下するとは限りません（図表6参照）。

FERRの導入が発表されて以降、インドルピーはスポット市場で約1.5%回復し、10月単月でも約0.6%上昇しました。しかし、フォワード市場のプレミアムは引き続き高水準で推移しています。

ルピーがスポット市場で上昇する一方、フォワード・プレミアムは高水準にとどまっています。こうした価格形成の乖離は、ルピー安に対する市場の警戒が依然として強いことを示しており、ルピー建て資産のバリュエーションが割安な水準にある可能性を示唆しています。

*FERR（Foreign Exchange Risk Reserve、外国為替リスク準備金）。為替デリバティブ取引に追加的な資本・準備コストを課すことで、過度なポジションを抑制し、デリバティブ取引のコストやインセンティブに働きかける措置。

図表6：RBIによる為替市場安定化策とその影響

措置	内容	影響
国営石油販売会社（PSU OMC）向け米ドル供給窓口	原油輸入に伴う国営石油販売会社の米ドル需要をRBIがすべて供給（月間約110億～120億米ドルの需要をスポット市場から切り離す）	ルピーに対する目先の下落圧力を緩和
為替デリバティブ規制の厳格化	裏付けとなる実需取引がない場合の取引上限を1億米ドルから500万米ドルへ引き下げ。再予約を認めず、必要書類も厳格化	投機的取引を抑制
FERR（Foreign Exchange Risk Reserve、外国為替リスク準備金）	ルピー建て想定元本の20%相当の準備金を要求。ヘッジコストを約1.3～1.5%押し上げ	デリバティブ・ポジションを抑制し、フォワード・プレミアムを低下させる可能性。ただし、その効果は必ずしも直線的ではない

出所：Emkay Global、ICICIAM。上記は例示を目的とするものであり、すべてのケースを網羅しているとは限りません。

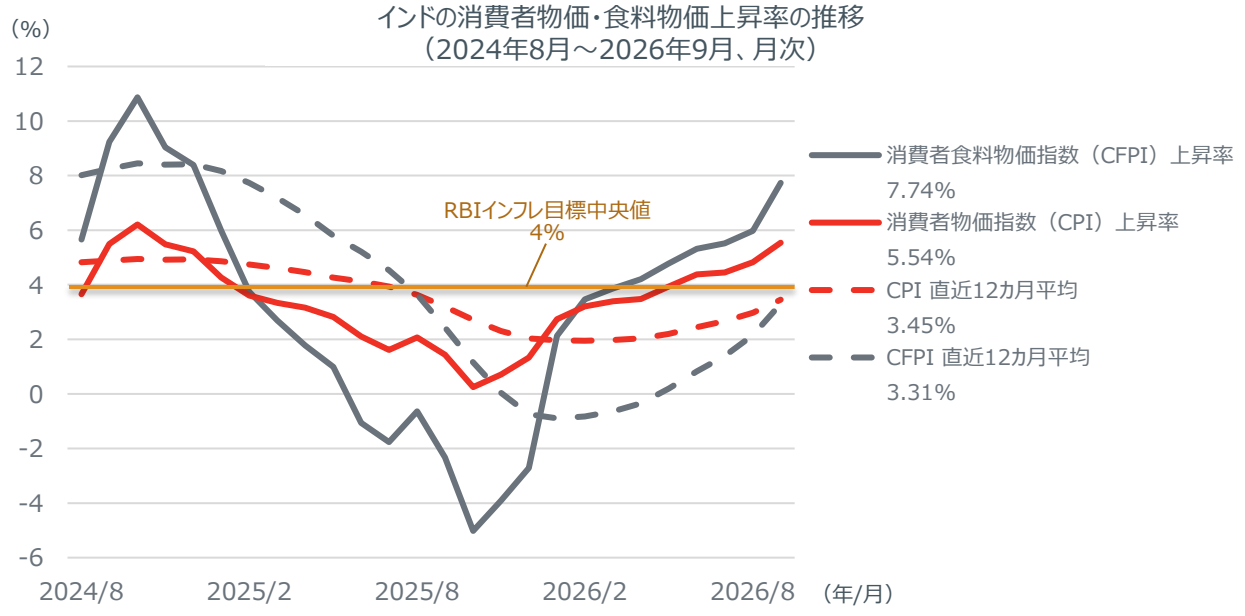
invested in insights.

インフレ率は上昇も、基調的な物価圧力は限定的

インフレ見通しは決して楽観できるものではありません。しかし、債券市場が織り込んでいるほど警戒すべき状況でもないとみています。RBIの予測では、消費者物価指数上昇率は今会計年度の第3四半期（2026年10～12月）にピークを迎える見込みです（図表7参照）。これまでの金融政策対応には、直近の25bpsの利上げと政策スタンスの「**recalibrated tightening（再調整された引き締め）**」への変更が含まれています。

その主な狙いは、インフレが賃金や価格に広く波及するのを未然に防ぐとともに、信用拡大による需要の過熱を抑えることにあります。 もっとも、RBIによれば、現時点では需要の強さがインフレを押し上げている明確な兆候は限定的です。

図表7：インドのインフレ率は上昇も、12ヵ月平均は依然低位



RBIによるCPI上昇率および実質GDP成長率見通し

RBI予測	2026年6月時点		2026年8月時点		2026年10月時点	
	CPI上昇率（%）	GDP成長率（%）	CPI上昇率（%）	GDP成長率（%）	CPI上昇率（%）	GDP成長率（%）
2026年7～9月	5.1%	6.3%	4.7%	6.4%	4.9%	7.2%
2026年10～12月	5.9%	6.5%	5.9%	6.5%	6.0%	6.9%
2027年1～3月	5.4%	6.8%	5.6%	6.8%	5.7%	6.8%
2026年4月～27年3月	**5.1%**	**6.6%**	**5.0%**	**6.7%**	**5.2%**	**7.1%**
2027年4～6月			5.3%	7.3%	5.6%	7.1%

出所：RBI、インド統計・計画実施省（MOSPI）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。インフレ実績は2026年9月まで。下表は、RBIが2カ月ごとの金融政策決定会合で予測値をどのように変更してきたかを示しています。データは2026年10月7日時点。出所：ICICIAM（2026年10月29日時点）のデータ

invested in insights.

市場見通し

市場が織り込む大幅な金融引き締めに対し、インフレ、財政、流動性のファンダメンタルズはより安定しています。この乖離は、インド債券のリスク・リターンが改善している可能性を示しています。

インドの10年国債指標の利回りは、10月中に一時約7.5%まで上昇した後、月末には約7.4%まで低下しました。これは、極端に弱気に傾いていたポジションの一部に巻き戻しが始まっている可能性を示す初期的な兆候です。それでも、利回りは今年度初と比べて36bps高い水準にあります。

ICICIAMでは、今回の金融引き締めサイクルは、市場が想定するほど大幅なものにはならない可能性があるとみています。積極的な利上げに対する市場の織り込みが後退すれば、債券利回りの低下が加速する可能性があります。また、イールドカーブのベア・フラットニング（短期金利が長期金利以上に上昇し、利回り曲線が平坦化する動き）が進んだことで、債券のバリュエーションは改善しています。市場の利上げ観測が過度にタカ派方向へ傾いているとすれば、現在の金利水準はデュレーションを取る投資家にとって、リスク・リターンの観点から魅力的な投資機会となる可能性があります。

財政面のファンダメンタルズは引き続き底堅い

インドの財政・対外収支の状況は引き続き底堅さを維持しています。

財政面では、2026年10月16日時点で政府の現金収支が5.6兆ルピーの余剰となっており、法人税やGST（物品・サービス税）の税収もこれまでのところ良好に推移しています。こうした状況を背景に、インド政府は今年度の財政赤字をGDP比4.3%とする目標を堅持すると予想されています。さらに、政府保有資産の売却収入も、今会計年度の非税収入を押し上げると見込まれています。

対外収支の安定性も、インド経済を支える重要な要素です。今年度の国際収支は、FCNR(B)預金を通じた1,330億米ドルの資金流入によって下支えされています。

また、2026年9月25日時点の外貨準備高は7,470億米ドルに達しており、対外債務の94%をカバーするとともに、11ヵ月分の輸入に相当します。

こうした財政・対外収支の底堅さは、インド国債やルピーに対する市場の過度な警戒を見直すうえで重要な材料となります。

インフレに対する市場の警戒は行き過ぎか

8月のコアインフレ率は4.2%、食品・燃料・貴金属を除くCPI上昇率は2.9%でした。こうした状況を踏まえると、RBIが極めてタカ派的な金融政策を採るとの市場の懸念は根拠に乏しいと考えています。

FERR措置の導入を受け、RBIは今後、売り・買い型の為替スワップ（sell-buy FX swaps）をいったん休止する可能性があります。売り・買い型為替スワップでは、先物でのショートポジションが生じるため、フォワード・プレミアムに影響を与え、ヘッジ行動にさらなる圧力を及ぼす傾向があります。

したがって、流動性引き締め措置からの撤退は、今後の債券市場にとってプラス要因となる可能性があります。

3～5年社債に魅力的なキャリー

現在、3～5年ゾーンの社債カーブは魅力的なキャリーを提供しています。

ICICIAMでは、この年限のクレジット・スプレッドが縮小すると予想しています。そのため、残存1年以内の短期ゾーンの社債を売却し、3～5年ゾーンにおける高いキャリーを活用することも検討の余地があると考えています。

＜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。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。