

India Insights

インド市場を見る眼～現地からの報告

HSBC投信株式会社

2018年12月27日



トピックス：パワーシフトの季節

マーケットサマリー： インド株式市場は10月下旬から上昇傾向にあり、債券市場は9月下旬から堅調に推移している。原油価格の下落やインフレ率の落ち着きが追い風となっている。

トピックス：パワーシフトの季節

- ◆ インド市場では、12月のインド準備銀行（中央銀行）の総裁交代、与党インド人民党（BJP）の州議会選挙での敗北によって、先行きの不透明感が増している。
- ◆ 中央銀行のウルジット・パテル総裁は12月10日、任期を9ヶ月残して、「個人的な理由」で突然辞任した。政府は翌11日、シャクティカント・ダス元財務次官を中央銀行新総裁に任命した。突然の交代劇は、中央銀行と政府の対立がメディアで大きく報じられる中で起きている。
- ◆ 中央銀行新総裁が決まった12月11日に開票された5州の議会選挙では、モディ首相率いる国政与党インド人民党（BJP）は主要3州で最大野党・国民会議派（INC）に、残る2州では地元政党にそれぞれ敗北した。2019年5月までに行われる予定の総選挙を前にしてモディ政権に「警鐘」を鳴らす結果となった背景には、地方経済の困窮と若年層の雇用機会の不足があるとされている。全29州のうち、今回の選挙の結果、BJPが単独または連立で主導権を握る州は21州から16州に減った。

新中央銀行総裁

- ◆ ダス新総裁はこれまで経済政策と深く関わっており、政府との政策調整やステークホルダーとの意思疎通は改善すると予想される。しかし、政府官僚としてのキャリア（財務省のインサイダーと見られている）を考えると、中央銀行の独立性に関する投資家の不安がすぐに払拭される状況は期待できそうもない。それでも、インフレ目標政策の追求を政策使命とし、金融政策の決定は委員会方式で行うという中央銀行組織の枠組みが、基本的な政策の継続性を保証するものと考えられる。

MPCは総裁交代以前の12月5日の会合で既にタカ派色を薄め、政策金利を据え置いた。

- ◆ しかし、ダス新総裁が議長を務めることになる金融政策委員会（MPC）が全体としてタカ派色を薄める可能性はある。それは、ダス氏が「中立からややハト派的」と見られているからだ。MPCの残り5人のメンバーには変更がないが、タカ派色が薄いと見られる新総裁の就任で、MPCの金融政策が微妙に変わることはあり得る。委員会が可否同数の場合は総裁に決定権が与えられている。ちなみに、MPCは総裁交代以前の12月5日の会合でも既にタカ派色を薄め、政策金利を据え置いている。
- ◆ 金利政策以外でも、中央銀行と政府の軋轢の原因となっている次の問題についての新総裁の出方が注目される。政府は、①中央銀行の準備金を決める「経済資本枠組み（ECF）」の見直しと中央銀行の超過準備金の国庫納付、②ノンバンク金融事業会社（NBFC）を対象とする具体的な資金供給オペレーション、③銀行の自己資本基準の緩和、さらに銀行の経営破綻を未然に防ぐための早期是正措置（PCA）に基づく国営銀行（インドではPSB=public sector banksの頭文字=げと呼ばれることが多い）の貸出基準の緩和、④中小企業の債務再構築、を求めている。
- ◆ ダス総裁にとって初の中央銀行理事会は12月14日に開催されたが、ノンバンク金融事業会社と国営銀行への支援策を含む政府の要求については大きな決定はなかった。理事会は中央銀行のガバナンスの枠組みを取り上げたものの、さらなる調査が必要という決定にとどまった。

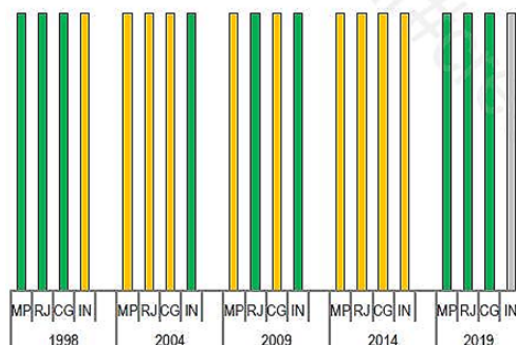
州議会選挙結果

- ◆ 2014年の総選挙で10年続いた政権をBJPに明け渡した国民会議派（INC）にとって、西部ラジャスタン州、中部チャッティスガル州、中部マディヤプラデシュ州での勝利は、党勢復活へのカンフル剤となった。
- ◆ INCは、2019年の次期総選挙でモディ首相率いるBJPに対して優位に立つために、様々な地方政党との連携を強めようとしている。
- ◆ 但し、過去の経験では、州選挙の結果は国政選挙を予測するうえで信頼できる先行指標にはならない。州選挙と総選挙では有権者の投票行動が異なる傾向があることをデータが示している（図表1参照）。
- ◆ いずれにしても、今回の州選挙の結果は総選挙を前にポピュリズムに歯止めがかからなくなるリスクを高めている。たとえば、州選挙で勝利した政党が総選挙では農家が抱える債務の免除などのポピュリスト公約を掲げ、それに対して国政で党BJPが州選挙の敗北を総選挙で繰り返さないために国民への経済優遇策を打ち出すことが予想される。
- ◆ しかし、政府が総選挙までに景気を拡大しようとしても時間的余裕は限られている。これは、財政規律からの逸脱、あるいは（財政節度・規律の方針が維持される場合は）歳出の質の低下が起こるリスクがあることを意味する。

過去の経験では、州選挙の結果は国政選挙を予測するうえで信頼できる先行指標にはならない。

図表1 州選挙結果と国政選挙結果の比較

緑=国民会議派、黄色=インド人民党（BJP）



MP = マディヤプラデシュ州; RJ = ラジャスタン州;
CG = チャッティスガル州; IN = インド総選挙

出所：インド選挙委員会、クレディスイス、
HSBC グローバル・アセット・マネジメント（香港）リミテッド、2018年12月

- ◆ 中央銀行新総裁の任命と州選挙結果は、インドが経済成長をより重視する金融政策と財政政策に傾く可能性を示唆しているように見える。その場合、金融政策ではノンバンク事業会社への潤沢な流動性の維持と銀行規制の緩和、財政政策ではポピュリスト政策の拡大などが考えられる。

マーケットサマリー

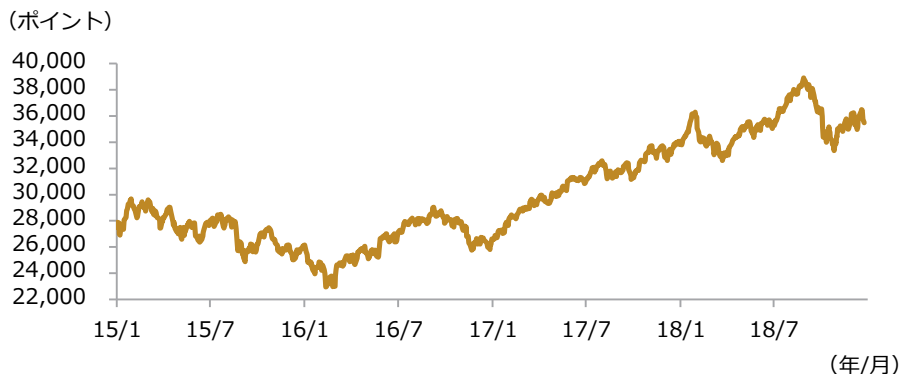
株式市場

株式市場は10月下旬から上昇傾向

原油価格の下落とインフレ率の落ち着きを背景に、株式市場は10月下旬からは堅調に推移。

- ◆ インド株式市場は2018年10月下旬から持ち直している（12月24日現在）。原油価格の下落と国内のインフレ率の落ち着きなどが相場を支えている。

図表2 SENSEX指数の推移（2015年1月1日～2018年12月24日）



出所：データストリームのデータをもとにHSBC投信が作成

当社の株式運用戦略

- ◆ 当社ではインド株式市場に対する強気な見方を維持している。インド経済は着実に成長しており、モディ政権による構造改革の進展から、成長率はさらに上振れすると見られている。また、景気拡大に伴い企業収益が改善しており、株式市場を取り巻く環境は良好と考えられる。インド株式の運用では、持続的な収益性を有しながらバリュエーションに割安感のある銘柄を選別。業種別には、金融、一般消費財をオーバーウェイトとし、エネルギー、生活必需品、ヘルスケアをアンダーウェイトとしている。

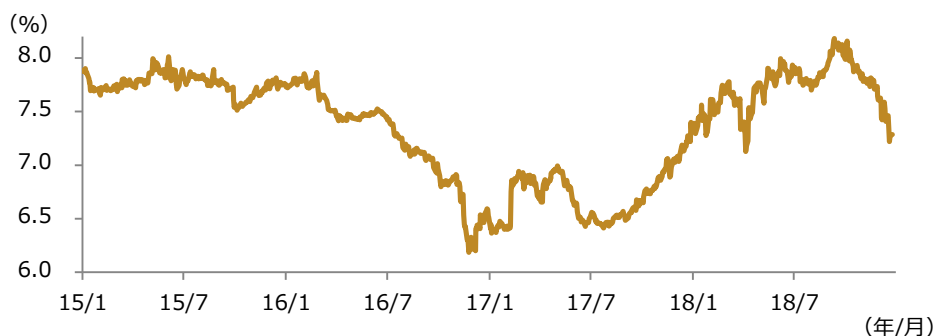
債券市場

上昇傾向続く（利回りは低下）

債券市場は9月下旬以降、上昇（利回りは低下）傾向。

- ◆ インド国債市場は、2018年9月下旬以降、上昇（利回りは低下）傾向にある（12月24日現在）。原油価格の下落や国内インフレ率の落ち着きがプラス要因となっている。
- ◆ インド準備銀行は12月5日の会合で政策金利を6.5%に据え置いた。金融政策のスタンスは「調整された引き締め」を維持しており、今後、インフレ圧力が高まれば、追加利上げを行うことを示唆している。しかしながら、インフレ率は落ち着いており、利上げの必要性は後退していると思われる。

図表3 10年物国債利回り推移（2015年1月1日～2018年12月24日）



出所：データストリームのデータをもとにHSBC投信が作成

当社の債券運用戦略

- ◆ インド債券市場は、グローバル投資家にとり、良好な投資機会を提供していると見ています。インド経済はインフレ率を抑えながら高い成長を続けており、ファンダメンタルズは良好である。また、インド国債は投資適格級ながら、利回りは7%台の高水準にある点も注目される。
- ◆ インド債券の運用においては、流動性の高い残存期間5年から10年の国債の組入れを引き続き高めに維持。また流動性の高いルピー建て社債も選好している。

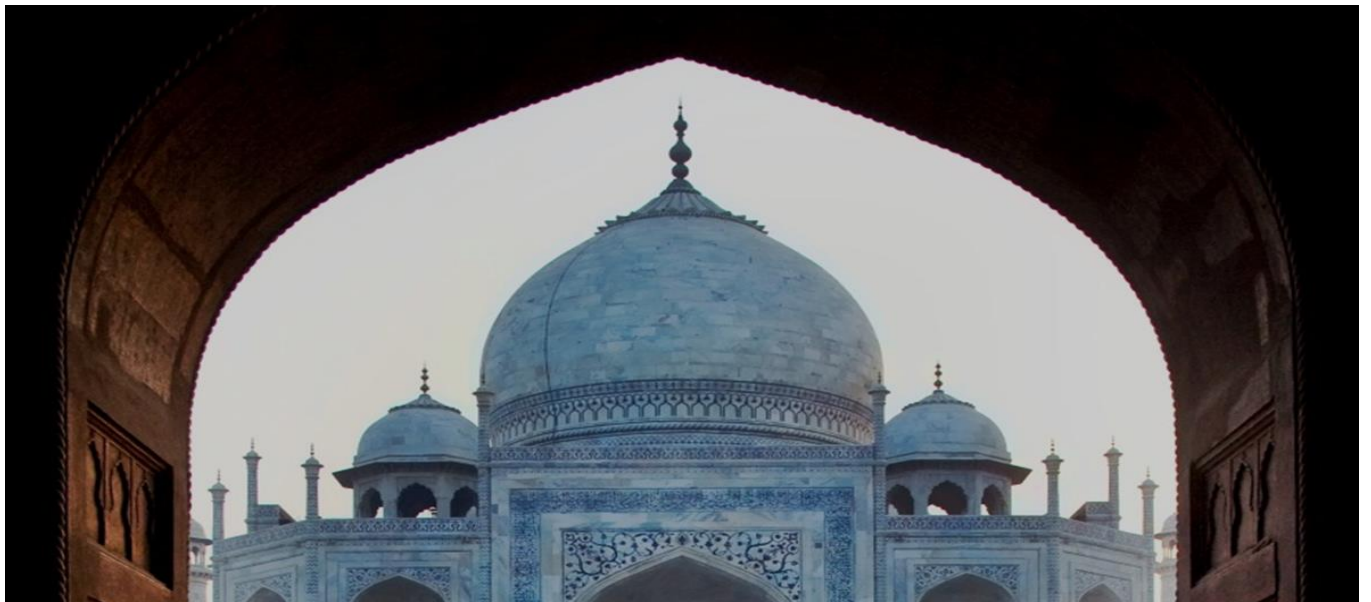
為替市場

インドルピーは10月下旬から上昇した後、12月に入り反落

- ◆ インドルピーは2018年10月半ばまで下落した後、原油価格の下落などを受けて、対米ドル、対円で反発したものの、12月以降は再び弱含んでいる（12月24日現在）。
- ◆ ルピー相場は、中長期的には、良好な経済ファンダメンタルズ、潤沢な外貨準備高が下支え要因になり、底堅い動きになると予想。

インドルピーは対米ドル、対円で12月以降は再び弱含み

図表4 ルピー相場の推移（2015年1月1日～2018年12月24日）



留意点

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頂きご自身でご判断ください。

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3.78%（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2.16%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。「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、HSBC投信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。

HSBC投信株式会社

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.com/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）

【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBC投信株式会社（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を推奨・勧誘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。