

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

2019年12月10日



マーケットサマリー：インド株式市場は、9月20日の法人税減税発表を受けて大幅高となった後も、上昇基調を維持。債券市場は9月下旬以降、世界的な金融緩和の流れや、国内でもインド準備銀行（中央銀行）の緩和スタンス継続などが追い風となり堅調な展開（11月29日現在）。

トピックス：インドの短期経済見通しに懸念

- ◆ インドの2019年7-9月期の実質国内総生産（GDP）成長率は、インド準備銀行（中央銀行）による連続的利下げや政府の景気対策にもかかわらず、前年同期比+4.5%にとどまり、2013年以来の低成長となった。減速の主因は製造業の生産ペースの鈍化で、固定資産投資の落ち込みがそれに拍車をかけた。同四半期に見られた政府支出の大幅な伸びは、これらに相殺される結果となった。
- ◆ 経済成長の減速は概ね予想されていたが、それが統計によって確認されたことで、投資家の間では、景気減速に歯止めをかけるための利下げ効果を疑問視する声が高まった。同時に、より波及効果の大きい金融政策と、より規模の大きい財政刺激策を求める声が強まっている。
- ◆ また、景気が鈍化しているにもかかわらず、中央銀行は投資家の期待を裏切った。12月5日の金融政策委員会（MPC）で、中央銀行は、総合インフレ率が目標中央値を上回ったことを指摘して、政策金利を据え置き、市場が期待していた6会合連続となる利下げを見送った。ただし、同委員会は、2019年度（2019年4月-2020年3月）の実質経済成長率見通しを6.1%から5.0%へ下方修正するとともに、景気回復に必要とされる限り金融緩和策を維持することを明らかにした。

緩やかな回復に期待も

- ◆ 経済指標は10-12月期も引き続き強弱が交錯した状態にある。主要産業部門の低調な状況、石油および金を除く輸入の落ち込み、物品サービス税（GST）の税収の伸び悩みは、景気減速が鮮明になってきたことを示している。しかし一方で、輸出と自動車販売が底を打った兆候も見られる。但し、景気の先行きを占ううえで注目される信用残高の伸びは、10月に緩やかに上向いた後、上昇の勢いが後退し、回復の明確な兆しはまだ見えてこない。
- ◆ 今後については、2019年度（2019年4月-2020年3月）後半および2020年度（2020年4月-2021年3月）には景気は緩やかな循環的回復を見せると当社では予測している。その根拠としては、利下げ効果波及の促進策、ノンバンク金融事業会社（NBFC）向けの流動性供給強化策、NBFCの流動性不足によるシステムック・リスクの抑制を含む金融緩和策、さらに法人税率の引き下げ、政府による不動産部門支援策、公共投資の拡大などの財政面からのてこ入れなども挙げられる。
- ◆ しかしながら、ノンバンクの流動性危機を中心とする信用不安問題、金融緩和策の限定的な波及効果、脆弱な財政基盤、設備投資と雇用の落ち込み、世界的な需要・貿易の先行きへの懸念を考慮すると、実際の成長率は見通しを下回る可能性がある。
- ◆ 総合消費者物価上昇率は、野菜や豆類を中心とする食品価格の値上がりにより、中央銀行の中期目標値である4.0%を上回ったが、食品と燃料を除くコア・インフレ率は安定している。当社は、短期的には国内需要の低迷によりインフレ・リスクは抑制され、食品価格への供給面からの上昇圧力も徐々に小さくなると予想している。

財政上の制約

- ◆ 中央政府の財政が悪化するリスクは高い。歳出見通しに対する歳入不足（すなわち財政赤字額）は2019年度前半に、ほぼ予算上の赤字額の92.6%に達した。これは昨年並みのペースである。ただし、中央銀行から国庫に移管された配当金を除外すると、赤字額は予算の113%に上る。
- ◆ 税収総額の伸びは前年同期比で1.5%と、過去10年で最低の伸びにとどまったのみならず、予算編成時に設定した最高目標の17%をも著しく下回った。主な理由は間接税の税収減で、中でも物品サービス税（GST）は政府目標を大きく割り込みわずか2.3%増だった。直近の税収には最近の法人税率引き下げは含まれていないにもかかわらず、法人税などの直接税の税収も大きく落ち込んだ。
- ◆ 当社は現時点では、法人税率引き下げの歳入への影響について、当初の見込みより小さくなるという見方を変えていないが、経済成長の減速が直接税の税収に及ぼす影響は予想より大きくなる恐れがあると懸念している。
- ◆ 一方、歳出面では、農家所得向上計画に伴う支出は受益者の確定作業の遅れがネックとなって実際の支払い額が予算額を相当下回ったままだが、公共投資の増加によって、歳出規模は拡大傾向にある。
- ◆ 政府は、競争激化による収益悪化に苦しむ移動通信事業会社への一時的な救済措置として、2019年度および2020年度分の周波数使用料の国への納付について繰り延べを認めると発表した。この2年間の支払い猶予は、インド最高裁が通信会社に過去に滞納してきた周波数使用料の支払いを命じたことを受けたものだ。最高裁の命令が実行されれば今年度の歳入が増えるのは確かだが、翌年度の歳入は、第5世代移動通信（5G）周波数の入札がなければ、再び減少する恐れがある。
- ◆ 明るい話題としては、政府による政府保有株式放出計画の拡大がある。それが財政状況の短中期的な改善をもたらすと期待されている。具体的には、国内2位の国営石油精製会社と国内1位の海運会社の全保有株を売却する。他の国営企業の一部については株式の政府保有率を51%以下に減らすことも決定した。

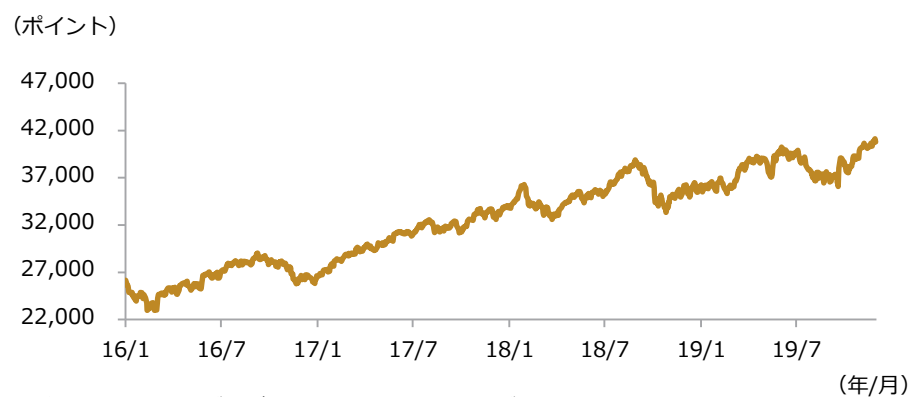
マーケットサマリー

株式市場

9月以降、上昇基調維持

- ◆ インド株式市場は、9月20日の法人税減税発表を受けて大幅高となった後も、上昇基調を維持している（11月29日現在）。法人税減税による企業収益の改善、投資促進、ひいては経済成長押し上げへの期待から、インド株式に対する投資家センチメントは改善している。
- ◆ 世界的な金融緩和の流れや景気底入れ観測などから主要国の株式市場が底堅く推移していることも、インド株式市場にとり追い風となっている。

図表1 SENSEX指数の推移（2016年1月1日～2019年11月29日）



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の見方を維持している。インド経済は着実に成長しており、構造改革の進展から、成長率はさらに高まると見られている。与党インド人民党（BJP）が安定した政治基盤のもとで高成長・構造改革路線を継続すると見込まれることも、株式市場にとり強力なサポート要因。
- ◆ インド株式の運用では、持続的な収益成長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する。業種別には金融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する。また、第2期モディ政権は、100兆ルピー（約152兆円）のインフラ投資計画（高速道路建設、都市住宅建設、水供給システム、地下鉄建設など）を公約しており、インフラ関連銘柄が恩恵を受けることが見込まれる。

債券市場

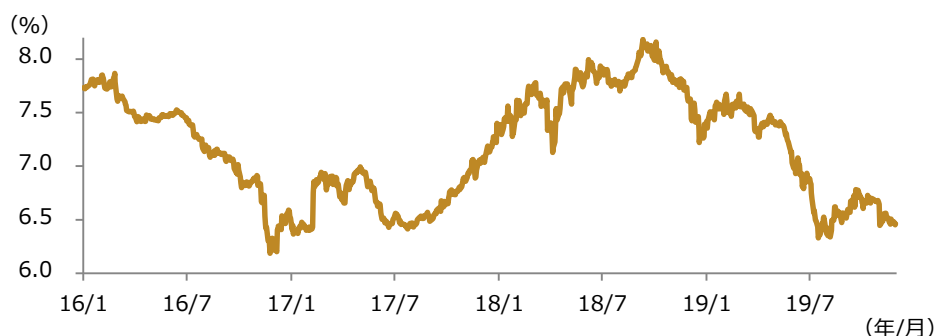
9月下旬以降は堅調

- ◆ インド国債市場は、9月下旬以降は堅調（利回りは低下）に推移している（11月29日現在）。インド準備銀行（中央銀行）の金融緩和スタンスがプラス要因となる一方、政府の景気対策が財政収支を悪化させる懸念がマイナスに働いている。
- ◆ 中央銀行は12月5日の会合で、市場の利下げ予想に反し、政策金利を5.15%に据え置いた。据え置き理由として足元のインフレ率の上昇を指摘する一方、金融政策スタンスは「緩和的」を維持し、なお利下げ余地があることを示唆している。

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る。インド経済はインフレ率を抑えながら、比較的高い経済成長を続けており、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、利回りが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、引き続きインドルピー建国債に重点を置いて投資を行う。また、短中期のインドルピー建社債を選好している。一方、米ドル建債券には慎重な姿勢を維持する。

図表2 10年物国債利回り推移（2016年1月1日～2019年11月29日）



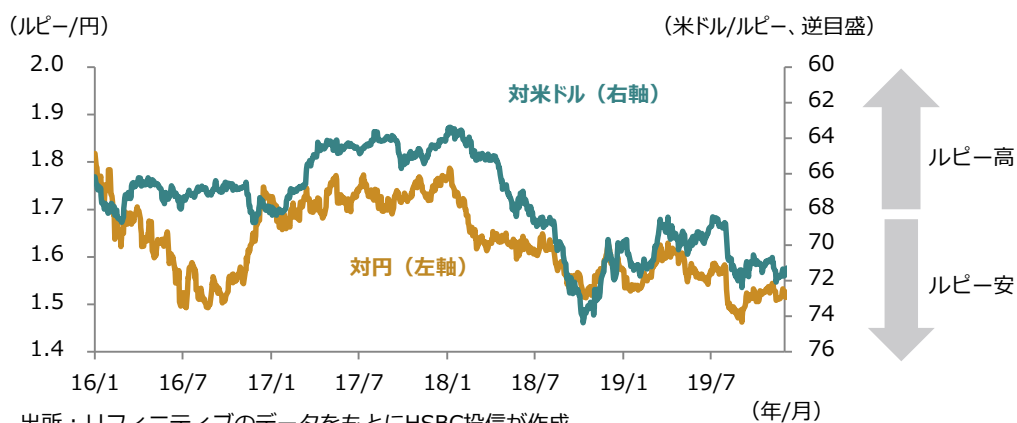
出所：リフィニティブのデータをもとにHSBC投信が作成

為替市場

インドルピーは9月以降は一進一退

- ◆ インドルピーは9月以降、対米ドル、対円ともに方向感に欠ける推移となっている（11月29日現在）。足元の景気の鈍化や財政収支悪化への懸念などがマイナス要因となる一方、大規模インフラ投資計画、国営銀行の再編と資本増強、外国資本規制の緩和、法人税減税などインド政府による一連の景気対策がプラス要因となっている。
- ◆ ルピー相場は、相対的に良好な経済ファンダメンタルズや潤沢な外貨準備高が支援材料となり、中長期的に堅調な展開が予想される。

図表3 ルピー相場の推移（2016年1月1日～2019年11月29日）



出所：リフィニティブのデータをもとにHSBC投信が作成

留意点

【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、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3.85%（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依り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、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.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）