

インドの選挙について：当てるべき焦点は「政治」よりも「政策」

HSBCアセットマネジメント株式会社

2023年12月20日



ニラン・メータ

ポートフォリオ・マネージャー
インド株式

- ◆ 本年開催されたクリケット・ワールドカップを背景に約14億人の人口を有するインドでもクリケット熱は見られましたが、ワールドカップ終了に伴い、選挙という別の熱の序章が始まっています。
- ◆ インド国民にとり、クリケットや映画に加え、政治は常に興味の対象となっています。ブルーのユニフォームを着たクリケット選手たちやボリウwoodsのダンスナンバーと同様に、政治も熱を帯びてきました。各政党はインド国民の生活向上を公約に掲げて投票を呼びかけています。
- ◆ 28の州と8つの連邦直轄領からなる世界最大の民主主義国家であるインドでは、毎年各地でさまざまな選挙が行われています。なかでも最も激しい戦いが繰り広げられ、注目されているのは、2024年前半に実施される予定であるインドの国政選挙です。
- ◆ 2014年、インド人民党（BJP）が当時の野党連合として国民民主同盟を率いて地滑りの勝利を収め政権に就いた際、国民が直接選挙で選ぶ下院で272議席以上を獲得し、単一政党（当該選挙ではBJP）が過半数を得たのは20年ぶりのことでした。その後は、政治の安定だけでなく、政策推進と待望の構造改革を実施することも可能となりました。来年の国政選挙では、政治の安定が続くか否かが大いに注目されています。
- ◆ 現与党であるBJPに対抗して野党が連合して「インド国家発展包括的連合（INDIA）」を結成し、政権与党にとり逆風となるかもしれません。この野党連合は表向きは強力に見えますが、いくつかの重大なポイントが残されており、その最たるものは首相候補が誰になるかまだ定まっていないことにあります。また、どの政党がどの選挙区に候補者を擁立するかという点においても、当該連合においては議論の余地があると思われます。
- ◆ 本年11月から始まった5つの州議会選挙では、選挙投票に対する動向が既に検証されています。これらの州は人口の17%を擁し、また来年争われることになる下院の現議席数の約15%を占めています。BJPは、当該州議会選挙前の世論調査や選挙後の出口調査を上回り、4つの大規模な州のうち3州で圧勝しました。BJPの勝利は、モディ首相による国政選挙に向けたアピールをさらに強固なものにすると当社は考えます。

出所：HSBCアセットマネジメント、2023年11月現在

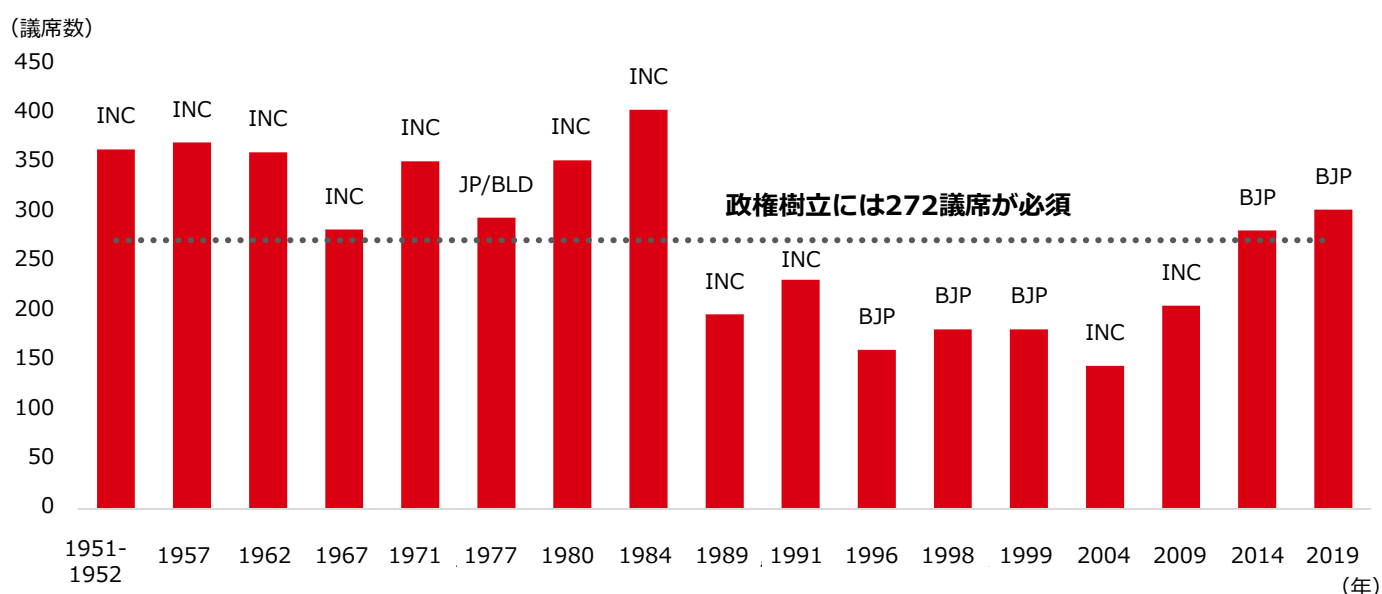
- ◆ こうした選挙の結果を受けて、国政選挙を前に与党が大衆迎合的な政策を展開するリスクは大幅に軽減され、与党は財政目標に沿った、慎重かつ効率的な福利厚生プログラムに引き続き注力していくものと見られます。
- ◆ ただし、国政選挙の直前に行われる州議会選挙は、国政選挙における有権者の動向を正確に示す指標にはならないことが多いことも確かです。有権者は地方と国の問題を見極め、それに応じて2つの選挙で異なる投票をしている模様です。
- ◆ 例えば、2019年の国政選挙におけるBJPの得票率は2018年に実施された州議会選挙に比べて上昇しています（図表1）。

図表1：BJPの得票率

州名	州議会選挙(2018年)	国政選挙(2019年)	州議会選挙(2023年)
ラジャスタン州	39%	59%	42%
チャティスガル州	34%	51%	46%
マディヤプラデシュ州	42%	59%	49%

出所：インド選挙管理委員会

図表2：下院総選挙にて最大議席数を獲得した政党



※BJPはインド人民党（Bharatiya Janata Party）、INCはインド国民会議（Indian National Congress）、JPは人民党（Janata Party）、BLDはロクダル人民党（Bharatiya Lok Dal）

出所：インド選挙管理委員会

- ◆ なお、インディア・トゥデイ、インディアTV、NDTVなどの地元メディアが最近実施した世論調査によれば、現与党連合である国民民主同盟の勝利が明らかとなっています。ただし、過去において、実際の選挙結果が世論調査とは異なった際、短期的に市場のボラティリティが急上昇しており、こうしたことには留意が必要と思われます。

選挙結果と株式市場との間に完全な相関関係は見られない

- ◆ 来年の国政選挙は、投資判断の重要な材料となっている政策が継続するか否かを見極めるため、株式および債券市場、さらに一般企業において大きな注目を集めています。
- ◆ 特に株式投資家は、製造業の投資を支援する政策と税制の安定性を期待していると思われます。また債券投資家は、財政規律の継続とインフレの安定を支える政策を望んでいます。さらに国内外の企業は、安定した税制とともに、インフラ（電力、物流）整備の継続的な改善を求めています。
- ◆ 最近の各州の議会選挙結果と、これらの選挙結果が政権の継続性という観点から国政選挙に与える好影響を勘案すると、株式および債券投資家は強気な姿勢になっている模様です。また、州議会選挙後に外国機関投資家（FII）からの資金流入が加速すると予想されています。
- ◆ 11月は10億米ドルを超える資金がFIIから流入しています。これは、金利の世界的なピークアウト期待からリスク選好が戻ったことに起因していますが、州議会選挙の結果以降、そのペースが上がり、12月に入ってから約20億米ドルの資金が流入しています。
- ◆ 同時に、国政選挙にて失望が見られた場合、ネガティブな反応を招き、中期的に市場のボラティリティを高める可能性があります。しかし、過去においても、1990年代初頭に経済の自由化が始まって以来、政府の広範な経済政策の方向性は一貫しており、政策の停滞は時折見られるものの、実質的に反転したことは一度もありません。
- ◆ 過去20年間の5回の国政選挙を分析すると、結果に対する短期的な市場の反応は、主に選挙に向けた期待の産物ではありますが、選挙後の市場は常にファンダメンタルズによって決定されていると考えます。
- ◆ 例えば、2004年の世論調査ではBJPの勝利が予想され、その予想は州議会選挙でのBJPの勝利を通じて一段と強固なものとなりました。しかし、BJPは国政選挙で敗北し、世論調査とは異なる結果となりました。衝撃的な結果ではあったものの、選挙後の半年間で市場は力強いプラスリターンとなりました。2009年、与党が議席を伸ばした際、市場はその結果に極めて好意的な反応を示しました。しかし、市場の高揚感もつかの間となり、リターンは数年にわたり低迷しました。一方、選挙結果が世論調査よりも良好であった2014年と2019年には、短期的な市場のリターンは緩やかなものとなりました（図表3および図表4）。

図表3：2004年以降の下院総選挙における世論調査および出口調査と選挙結果

年	世論調査			出口調査			選挙結果			獲得議席数に関するコメント
	政党連合、カッコ内は主要政党	与党/野党	議席数予測	政党連合、カッコ内は主要政党	与党/野党	議席数予測	政党連合、カッコ内は主要政党	与党/野党	議席数	
2004	国民民主同盟 (BJP)	与党	247-335	国民民主同盟 (BJP)	与党	230-278	統一進歩同盟 (INC)	野党	218 (各種調査とは大幅に違う結果)	世論調査は極めて過大評価されたもので、実際の結果は全く異なった。
2009	統一進歩同盟 (INC)	与党	201-257	統一進歩同盟 (INC)	与党	185-205	統一進歩同盟 (INC)	与党	262 (世論調査に近い結果)	実際の結果は、出口調査を大きく上回り、世論調査のレンジの上限に近いものであった。
2014	国民民主同盟 (BJP)	野党	211-275	国民民主同盟 (BJP)	野党	249-340	国民民主同盟 (BJP)	野党	336 (出口調査に近い結果)	出口調査の予測は世論調査よりも高く、実際の結果は出口調査のレンジの上限に近いものであった。
2019	国民民主同盟 (BJP)	与党	225-335	国民民主同盟 (BJP)	与党	242-365	国民民主同盟 (BJP)	与党	353 (出口調査に近い結果)	実際の結果は、出口調査のレンジの上限に近いものであった。
2024	国民民主同盟 (BJP)	与党	260-330							

※上記の与党/野党は当時のポジション。BJPはインド人民党（Bharatiya Janata Party）、INCはインド国民会議（Indian National Congress）。
出所：インド選挙管理委員会、地元メディア、UBS、HSBCアセットマネジメント、2023年11月現在

図表4：国政選挙前後の株式市場（CNX二フティ指数）の騰落率

時点	1999年10月	2004年5月	2009年5月	2014年5月	2019年5月
6ヶ月前	36.8%	9.1%	31.0%	17.2%	11.8%
1ヶ月前	-2.6%	-9.3%	11.2%	7.3%	1.4%
選挙結果確定日 = 0日目					
3日後	5.8%	-5.4%	17.5%	1.9%	0.8%
5日後	6.9%	-9.0%	12.8%	1.6%	1.6%
6ヶ月後	7.3%	10.7%	37.2%	17.2%	3.5%
1年後	-13.1%	19.2%	40.8%	15.1%	-20.5%
1年半後	-15.6%	50.7%	72.5%	9.9%	11.1%

選挙前の与党連合	国民民主同盟 (BJP)	国民民主同盟 (BJP)	統一進歩同盟 (INC)	統一進歩同盟 (INC)	国民民主同盟 (BJP)
世論調査による選挙後の与党連合予測		国民民主同盟 (BJP)	統一進歩同盟 (INC)	国民民主同盟 (BJP)	国民民主同盟 (BJP)
選挙後の与党の状況	強力な連合	強力な連合	多数派ではあるものの議席数は単独では過半数に届かず	多数派	極めて多数派
勝者	与党	野党	与党	野党	与党

※与党連合のカッコ内は主要政党。BJPはインド人民党（Bharatiya Janata Party）、INCはインド国民会議（Indian National Congress）。
出所：ブルームバーグ、HSBCアセットマネジメント、2023年11月現在

- ◆ 経済が潜在的な成長軌道に乗るには、安定した政治体制および政策決定が不可欠であり、それは中長期にわたり展開される課題とも言えます。一方、短・中期的な市場リターンは複数の要因の相互作用の結果であり、政策の安定性や良好な経済政策はその一部に過ぎません。
- ◆ 投資時点の市場バリュエーションと期待利益成長率は、将来のリターンに影響を与えるもう一つの要因と言えるでしょう。図表4では選挙後のリターンも示しています。これは、選挙結果とともに、選挙時期におけるバリュエーションも相応に影響されることを示していると考えられます（図表5）。
- ◆ 通常、投資家は重要な選挙を不安な気持ちで迎えるものですが、本年11月以降の州議会選挙におけるBJPの圧勝と国政選挙に向けた世論調査の好ましい結果を通して、政治および政策の安定性を巡る懸念が緩和されると当社は考えます。また、歴史的に見ても、選挙後の一時的な反落は、投資家にとりインド市場の時流に乗る好機となっていることにも着目しています。

図表5：CNX二フティ指数の12ヶ月先予想株価収益率（倍）

時点	2004年5月	2009年5月	2014年5月	2019年5月
6ヶ月前	6.06	8.03	13.08	16.74
1ヶ月前	7.06	11.84	14.03	18.31
選挙結果確定日	6.53	10.69	14.90	18.29
3日後	6.02	12.50	14.95	18.52
5日後	5.72	12.24	14.93	18.66
6ヶ月後	6.88	15.89	15.84	18.62
1年後	6.35	15.66	15.67	15.56
1年半後	7.54	16.75	11.53	21.39

※グリーンの色合いが濃いほど割高感が強い半面、レッドの色合いが濃いほど割安感が強く、またイエローは概ね中立であることをここでは示す。
出所：ブルームバーグ、HSBCアセットマネジメント、2023年11月現在

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



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）