

# インド株式市場・経済の現況と今後の見通し

## 本格的な構造改革の進展に期待

ご参考資料 2012年11月22日

2012年のインド株式市場は、他のアジア域内諸国と同様に外部環境の動向と、これに伴うグローバルな投資家のリスク回避姿勢の変化に影響されて変動しましたが、年初来を通じてみると堅調に推移しています。2012年年初来の株式市場の動き、インド経済の現況、また今後の見通し等をお伝えします。

### 2012年年初来の株式市場の推移： グローバルな投資環境の影響、 国内の悪材料を受けながらも堅調に推移

2012年のインド株式市場は、外部要因に伴うグローバルな投資家のリスク回避姿勢の振れ幅が大きい環境下、国内要因の影響も受けて変動しながらも、年初来では堅調に上昇しました。

#### SENSEX 指数の推移



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。

1月のインド株式市場は、2011年11月下旬以降見られたグローバルなリスク回避姿勢の緩和を受け、後半に向けて大きく上昇して1年のスタートを切りました。2月もこの傾向は続いて上昇しましたが、一方で2011年10-12月の実質国内総生産(GDP)成長率や12月の鉱工業生産等、主要指標で経済の鈍化傾向が強まりました。

3月、4月は欧州債務危機関連への懸念から来るユーロ圏の景気後退、中国の経済成長鈍化といった外的要因、また原油価格上昇や財政問題等、インフレ悪化につながる国内経済の悪材料も発生し軟調に推移しました。この間、欧州

債務危機第二次支援策の承認や、インド準備銀行(RBI)による政策金利の引下げ等好材料もありましたが、引続きインフレ懸念等から市場全体としては低迷しました。

5月は欧州重債務国への信用不安の拡大、先進国や中国における景気下振れ懸念が強まる等、グローバルな悪材料が重なり、国内経済成長持続への懸念も受け、インドを含むアジア株式市場は大幅に下落しました。

しかし6月を迎え、外部環境の問題点に解決策が提示され始めました。また、原油価格の低下から、インド国内経常・財政収支の改善期待も受けて上昇基調に転じ、この月、インドはアジア主要国市場の中でも最も好調なパフォーマンスをあげました。

その後も外的要因と国内要因の双方の影響を受けて乱高下する環境が継続し、7月は小幅下落、8月は小幅上昇となりました。

9月は外的環境の改善に伴うリスク回避姿勢の緩和に加え、国内では懸念されていたモンスーン期の雨量が大幅に改善したこと、財政赤字解消策としてディーゼル油価格引上げが発表されたこと、新財務相が就任して、本格的な構造改革案が示されたこと、外資系への大幅な規制緩和の発表等、今後の経済成長をサポートする複数の材料が好感され、株式市場は大幅に上昇しました。10月も月初は引続き堅調に推移し、4日には19,000ポイント台の年初来高値を更新しましたが、それまでの上昇を受けて利益確定売りや政策会合での政策金利据置き等に対する失望感から月間では下落となりました。11月は持ち直し、概ね18,000ポイント台後半を維持して推移しています。

近年のグローバルな投資環境の悪化はアジア経済全体に波及しました。内需主導かつ内需関連企業が好業績を

※当資料は情報提供のみを目的とするもので、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料でもありません。※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、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在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、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。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、将来を保証するものではありません。

PCAアセット・マネジメント株式会社は、2012年2月14日付けで商号を「イーストスプリング・インベストメンツ株式会社」に変更いたしました。英国ブルーデンシャル社はイーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社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とはなんら関係がありません。

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 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 1/3 121122(01)

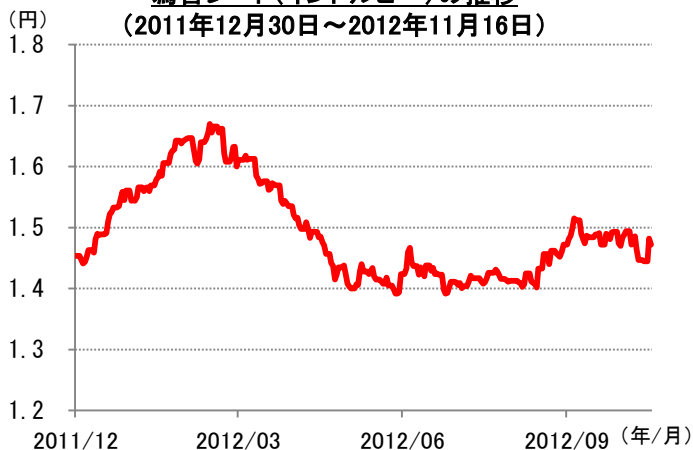
あげる他の国と比較し、インドについては、経済成長の鈍化が強調されてきましたが、株式市場自体は変動しながらも年初来では上昇基調をたどり、2012年11月16日現在の年初来騰落率は+18.5%と堅調に推移しています。

### インドルピーの推移： 年半ば大幅なルピー安となるも、徐々に安定

前述の通り、年初以降1月、2月はグローバルにリスク回避姿勢が緩和される中、外国人投資家がインド金融市場全体で買い越し傾向を強め、ルピーは対ドル、対円ともに上昇しました。3月、4月は一転し原油高によるインフレの再燃、国際収支の悪化懸念を受けて軟調となり、5月にはさらにこの傾向が強まり対ドルでは再安値を更新しました。6月も引き続き対ドルで安値を更新、原油価格の安定や政府の資本規制緩和等を受けて徐々に値を戻しましたが、月間としてはルピー安となりました。

7月も国内経済成長への懸念と外部環境の影響で乱高下しましたが、月間としてはルピー高で終了、8月も同様に好悪材料が拮抗する中、月間では上昇しました。9月には政府の一連の金融改革が市場で歓迎されて上昇、10月もこの傾向は続き小幅上昇と、4ヵ月連続で対円ではルピー高となりました。その後11月はほぼ横ばいに推移しています。

為替レート(インドルピー)の推移  
(2011年12月30日～2012年11月16日)



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。

### インド経済の動向： 経済成長の減速に直面し、構造改革の英断

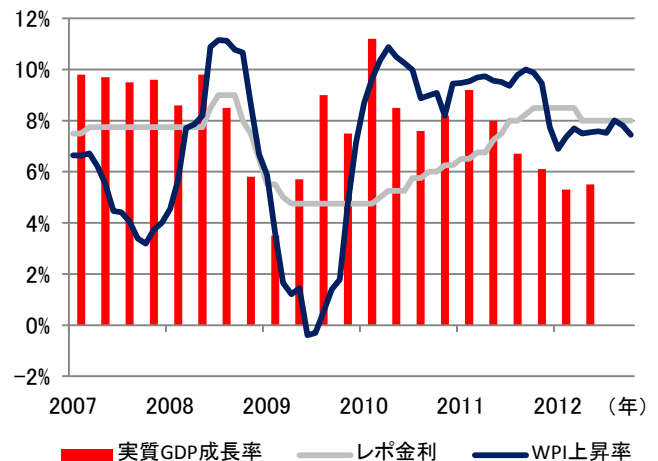
2012年のインド経済は前述のように外部環境の変動の影響下、国内経済成長の鈍化がさらに顕著になりました。政府は1月、3月と連続で預金準備率を引下げて金融緩和スタンスを示しました。2月には2011年度(2011年4月-2012年3月)のGDP成長率の見通しを下方修正しましたが、事実2011年12月の鉱工業生産は大幅に低下しました。

3月に発表された2011年10-12月のGDP成長率も、製造業の減速や鉱業の不振から四半期ベースで見た直近3年間では最低水準となりました。5月に発表された2011年の乗用車販売数は燃料価格高騰の影響や前年の高金利政策を受けて増加率を大幅に減少させ、前年度比+4.7%に留まりました。

6月に正式発表された2011年度(2011年4月-2012年3月)のGDP成長率は下方修正された予想をさらに下回る6.5%と2003年度以来の低水準となりました。9月に発表された2012年4月-6月期のGDP成長率も引き続き製造業、サービス業等の不振を受けて5.5%と低水準となりました。

また米大手格付け会社がインドの長期信用格付けの引き下げを検討すると発表する等、インド経済にとって厳しい現状が明白となりました。

実質GDP成長率、政策金利(レポ金利)、  
卸売物価指数(WPI)の推移



※実質GDP成長率: 2007年1-3月期～2012年4-6月期、前年同期比  
レポ金利: 2007年1月～2012年10月  
WPI上昇率: 2007年1月～2012年10月、前年同月比  
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。

このような環境を背景に、インド政府は「ビクバン」とも称される大規模かつ抜本的な経済構造改革に着手しました。

改革推進派として知られる新財務相が着任後、遅延していた数多くのインフラ・プロジェクトの推進に着手、また政府は燃料油の補助金削減、多様な業種に対する外資系への規制緩和、国営大手企業数社の株式売却等を相次いで発表、経済成長の促進と外国資本の流入回帰をねらう強い姿勢を表明しました。

現状、政府の取組みはグローバルに概ね高く評価されています。これまでインフレ助長を防止するため積極的な金融政策に踏み込めなかったことが、内需を刺激できず、経済成長の低下につながりましたが、新たな道筋が開けてきたと言えます。

インドのインフレ指標となるWPIにおいては食料品の比率が高位となっていますが、小売り分野ではすでに規制緩和を受け欧米の大手スーパー等が参入の意向を示しており、供給の増加からのインフレ抑制効果、流通の増加からインフラの整備にも期待が持てます。新たに着手された構造改革の始動に、長期的な経済成長への新たな展開が整いつつあります。

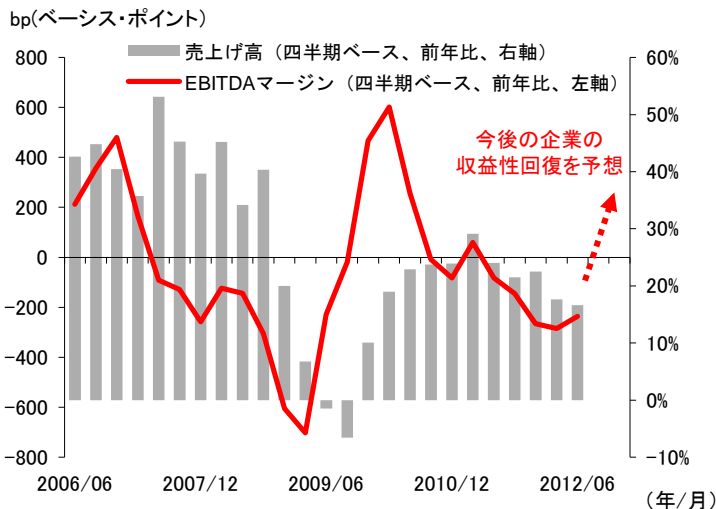
**インド企業動向と今後の見通し：  
企業業績は今後回復へ、  
世界が注目する構造改革のゆくえ**

インド企業のバリュエーションにはアジア域内の中でも割安感があり、今後長期にわたり期待が持てる水準だと考えています。

現在、2012年7月-9月期の企業業績が次々と発表されていますが、現地報道機関の発表によると、全体としては4月-6月期と比較し増益率は好調な水準です。この業績の回復は為替変動の影響により原材料輸入にプラスになったという外的要因が大きく、売上高は引続き低調とされています。しかし個別企業ベースでは大企業の決算内容はまちまちであり、これが日々の個別銘柄の株価の変動につながっている状況です。

当社グループの見解としては、大企業に関しては、多くが予想以上の好決算を発表、予想を下回る水準の企業は少数派であったと判断しています。またこれまでの国内での悪材料に対しては概ね解消の道筋も示されており、企業業績は底打ちし、今後徐々に回復に向かうと考えております。

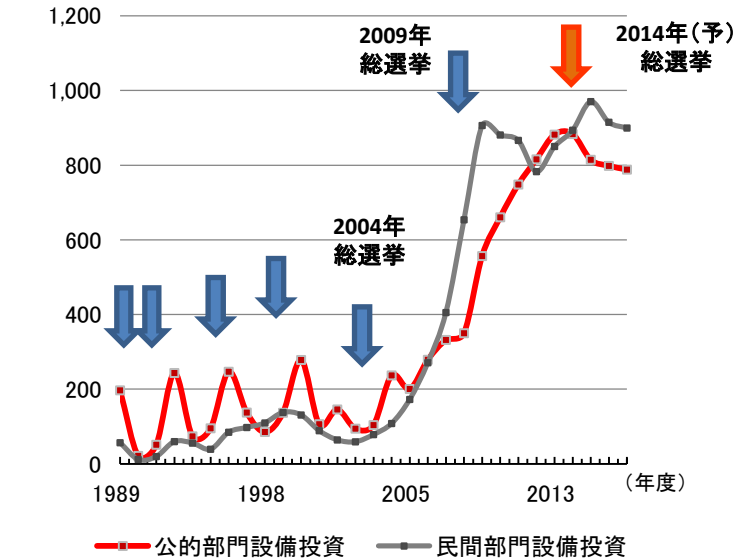
**インド企業売上高とEBITDAマージンの推移  
(石油・ガス、金融を除く)  
(2006年6月～2012年6月、四半期ベース)**



※EBITDA は税引前利益に支払利息と減価償却費を加算したもので、企業の利益水準を示す指標のひとつ。EBITDAマージンとはEBITDAを売上高で割り算出した指標。  
出所：イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッド

大規模な改革案への着手とともに、インドは今後2014年総選挙までの長い選挙シーズンを迎えます。歴史的にインドは選挙直後に設備投資額が急上昇する傾向があり、この傾向は特に公的部門の設備投資に強く見られます。選挙シーズンを控え、今後のインフラ整備の進展等が期待されます。

**インド公的部門・民間部門 設備投資額の推移  
(10億ルピー)  
(1989年度～2017年度)**



※一部予測値 ※矢印は主要な選挙の実施時期

出所：イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッド

インドの持つファンダメンタルズに基づく、長期的な経済成長見通しに変わりはありません。

今後の見通しとしては、悪材料がすべて織込まれ、徐々に外国人機関投資家の資金が回帰、株式市場もより個別企業の業績への評価に基づく株価によって構成される形に移行していくと考えています。

また、政策金利については、商品価格の上昇も再燃の兆しをみせており、RBIがこれ以上長期にわたる低金利を容認するとは想定しがたく、今後の改革の進展のためにも利上げの可能性はあると判断しています。

現状、政府の構造改革、また金融政策の進展がグローバルに注目を集めています。現政権が補助金削減による財政赤字の縮小に踏み切ったことは、財政健全化への強い舵取りの姿勢を示すものであり、難航すると想定されていた外資系への規制緩和の早急な決行も関連業種にとっては明るい展望をもたらします。こういった姿勢からも、困難があっても必要な施策を実施するという政府のスタンスは明確です。

改革が順調に前進すれば、投資家心理と実体経済の双方に大きな恩恵をもたらす、今後、特に2013年以降のインド株式には大きな期待が持てると考えています。