



## Asset Management

# India Insights

## インド市場を見る眼～現地からの報告

HSBCアセットマネジメント株式会社

2022年4月27日

### インド金融政策の枠組み

- インド準備銀行（RBI）は、2016年からインフレ目標を重視した機動的な金融政策の枠組みを導入
- RBIは、インフレ目標達成に向けて、金融調節を用いて加重平均コールレート（銀行間翌日物金利）を誘導
- RBIは、長期金利をイールドカーブ（利回り曲線）に沿う形に誘導するための政策措置も導入
- RBIには、インフレ抑制と経済成長促進の両立が求められているが、最近、金融政策の軸足を後者から前者に移行

RBIには、インフレ抑制と新型コロナウイルス感染拡大の収束後の経済安定成長との両立が求められている。こうしたなか、RBIは、最近開催された政策決定会合にて、慎重な金融政策を維持し、政策金利を据え置いた。そこで、今回は、インドの金融政策の現状を概観するとともに、直近の政策決定会合で政策金利の据え置きが決定された背景にある、最近のマクロ経済動向について解説する。

### 「インフレ目標クラブ」入り

- ◆ RBIは2016年以来、インフレ目標を重視した機動的な金融政策の枠組みを維持してきた。その枠組みのなか、インフレ目標値を設定しているが、その上下に許容幅を設けてある。インフレ目標値4%とそれに対する±2%の許容幅は2016年の導入以来変わっていない。
- ◆ インフレ目標は中央政府により5年ごとに見直される。RBIにとり、インフレ抑制は主たる政策目標だが、経済成長に配慮することも求められている。「インド準備銀行法」の前文は、RBIの機能を「経済成長目標に留意しつつ、物価の安定を維持する」ことだと明記している。

### 政策金利と市場オペの目標

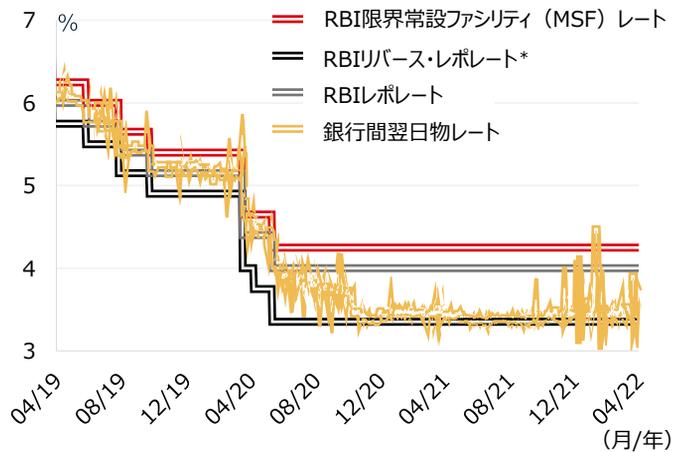
- ◆ RBIは、市中金利に影響を与えることでインフレの抑制に取り組んでいる。例えば、金利が上昇すると借入れコストも上昇するため、消費支出が減り、結果としてインフレ圧力は低下する。
- ◆ RBIは政策上、加重平均コールレート（銀行間翌日物金利）に着目している。RBIは、3つの主要な「金融政策手段」を有している；①レポレート、②限界常設ファシリティ（marginal standing facility、MSF）レート、③常設預金ファシリティ（standing deposit facility、SDF）レートである。
- ◆ 市中銀行がRBIから資金を借入れる場合は通常、有担保翌日物資金をレポレートで調達する。預金準備の追加的積み増しが必要になれば、市中銀行にはレポレートより高い金利に設定されているMSFレートによる借入れが可能となる（RBIに差し入れる適格担保証券の範囲は拡大）。

- ◆ 一方、市中銀行に過剰流動性が生じれば、市中銀行には、それを流動性吸収ファシリティであるSDFを通じて、RBIに貸出すことが認められている。
- ◆ レポレートは現在4%で、いわゆる金利コリドー（政策金利に対する上下かい離許容幅）については、上限をMSFレートに（+25ベースポイント（bp））、下限をSDFレートに（-25bp）に各々設定されている。
- ◆ RBIがこれらの資金供給・吸収オプションを用意しているため、銀行間翌日物貸出市場金利（その代表は加重平均コールレート）は、上述の3つの金融政策手段により形成される金利コリドーの範囲内に概ねとどまることが予想される（図表1）。

### 金融政策の効果波及経路

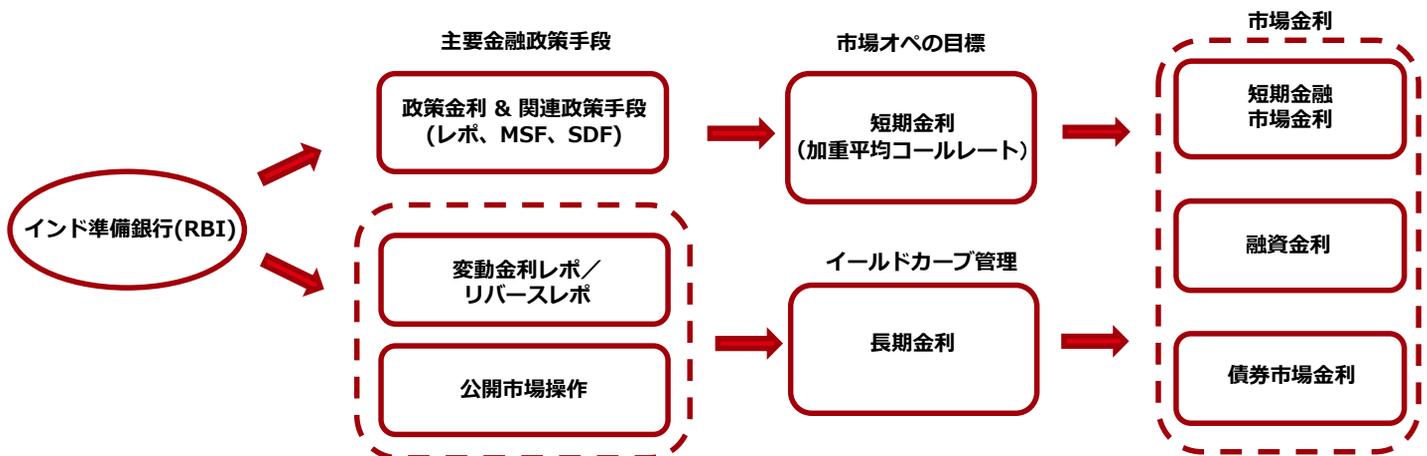
- ◆ 短期の加重平均コールレートに影響が及ぶと、理論的には、金利の期間構造を介して長期市場金利に影響が波及する。
- ◆ しかし、金融市場では流動性の水準がアンバランスになることが度々見られ、その場合、短期金利の変動が長期金利に効果的に波及することは、なかなか難しい。
- ◆ そこで、RBIは、イールドカーブを金融政策目標達成に資する水準に維持するため、長期金利の動向に注視している。
- ◆ 短期金利以外の金利に影響を与える金融政策の出番である。RBIは、変動金利レポやリバースレポ（債券担保による資金の借入れ）を通じて、イールドカーブ上で加重平均コールレートより残存期間が長い部分を対象に、流動性の供給・吸収を実施する。
- ◆ また、RBIは、より長期の国債が使われる公開市場操作も行っている。
- ◆ これらの金融調節措置を通じて金利を上下させることで、RBIは消費者や企業の支出の促進・抑制に影響を与え、インドのインフレ軌道を調整している。

図表1: 3つの金融政策手段からなる金利コリドーと翌日物コールレート



\*RBIのリバース・レポレートは、2022年4月に常設預金ファシリティ（SDF）レートが導入されるまでは、金利コリドーの公式な下限だった。  
出所：ブルームバーグ（2022年4月）

図表2: インド準備銀行の金融政策の効果波及経路



出所：HSBCアセットマネジメント、インド準備銀行（2022年4月現在）

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

## RBIの現行スタンス

- ◆ RBIは、2022年4月8日の政策決定会合終了後に発表した声明文の中で、政策金利のレポレートに4%に据え置くことを述べた。言うまでもなく、主要国の中央銀行は難しい局面に立たされている。
- ◆ インドでは、ウクライナ紛争が始まる前に、サプライチェーンの混乱でインフレ率は高止まりの状態が続いていた。その状況は、2月下旬の地政学的ショックで、インドが石油の主要輸入国であるという事情も重なり、さらに大きく悪化している。
- ◆ インフレ圧力が続けば、RBIはインフレ抑制という政策への信頼を損なわないよう、金利を引き上げる必要に迫られることになる。
- ◆ しかし、インフレ目標の枠組みを採用している中央銀行の場合、経済成長を完全に無視して動くことは考えにくい。RBIのジレンマはそこにある。世界の国々が、コロナ渦から脱却して、コロナ前の経済成長率を取り戻そうとする中で、金利引き上げに踏み切れば、長い間待ち望んだ景気回復の芽を摘み取ることになる。一方、インフレを抑制するには金利を引き上げる必要がある。
- ◆ 米国連邦準備制度理事会は、4月に発表された同国の3月の消費者物価指数がインフレ目標値（2%）を大きく上回る前年比8.5%の上昇であったことから、利上げ方針を堅持することを明らかにしている。
- ◆ 対照的に、インドの場合、過去3ヶ月のインフレ率がRBIの目標上限の6%をわずかに超える程度であったことから、若干余裕がある。そのため、RBIは、現段階では、金融政策の現状維持を決めている。しかし、インフレ圧力が続けば、RBIへの信頼失墜を回避するため、最終的には金利の引き上げに追い込まれる可能性はある。
- ◆ 4月に発表した金融政策に関する声明文の中で、RBIは「経済成長を支えながら、インフレ率が今後も目標の範囲内に収まるようにすることを確認する」と述べている。2月の声明文にあった「インフレ率を今後も確実に目標範囲にとどめつつ・・・経済成長を回復させ、耐性を有しながら持続させる」というスタンスと比べると、今回の声明文から、RBIの軸足が経済成長からインフレに微妙に移行したとも読み取れる。
- ◆ 一方、RBIが難しい決定をする必要に追い込まれる前に、物価押し上げ要因の幾つかが解決されている可能性もある。



# マーケットサマリー

## 株式市場

高値圏にあるが、足元、原油高や国内インフレ懸念が相場の重しに

- ◆ インド株式市場は高値圏で一進一退の展開ではあるものの、足元、原油高、国内インフレ懸念などが相場の重しとなっている（4月22日現在）。

図表3：SENSEX指数の推移（2017年1月1日～2022年4月22日）



出所：リフィニティブのデータをもとにH S BCアセットマネジメント株式会社が作成

## 当社の株式運用戦略

- ◆ 構造改革などを通じて中期的に堅調なインドの経済成長が期待出来ることは、株式市場にとり支援材料と考えられる。また、設備投資の持ち直しや融資の回復も同国経済、ひいては株式市場にとり追い風になるとと思われる。
- ◆ 但し、やや高水準にあるバリュエーション、インド金融市場における過剰流動性の吸収懸念などが株式市場に影響を落とすこともあり得ると考えられる。さらに、原油高にともなう国内経済および企業収益への影響にも注視が必要と言えよう。
- ◆ 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、不動産、ヘルスケアを選好し、公益事業、通信、エネルギー、生活必需品、資本財には慎重なスタンスをとっている。またインフラ関連銘柄は、モディ政権が推進するインフラ投資計画の恩恵を受けると見込まれる。

## 債券市場

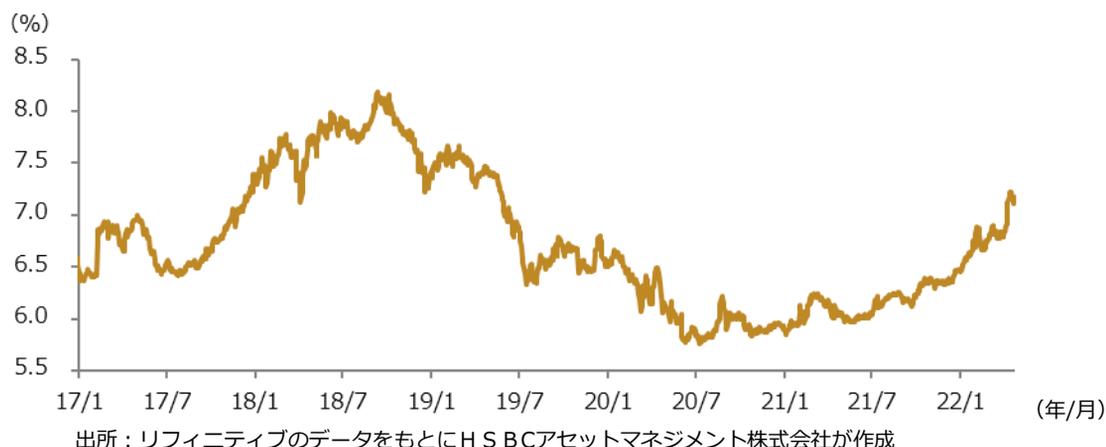
軟調な展開が続く

- ◆ インド国債市場は、2021年5月下旬から軟調な展開（利回りは上昇）が続いている。米国の長期金利の上昇、国内インフレ懸念などが債券市場の重しとなっている（4月22日現在）。

## 当社の債券運用戦略

- ◆ 原油高などによる国内インフレ率の上振れ懸念などが当面、インド債券市場に影を落とす可能性がある。また、インフレ率がRBIの想定以上に上昇した際は、金融市場における過剰流動性の吸収などの金融政策の正常化が見られることもあり得ると考える。
- ◆ 中長期的に見れば、インド経済の優位性が相対的に際立つと思われる。こうした観点から、インド国債の比較的高い利回り水準は引き続き魅力的であると考えます。
- ◆ 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っている。また、中期ゾーンのインドルピー建社債を選好している。

図表4：インド10年国債利回り推移（2017年1月1日～2022年4月22日）



## 為替市場

インドルピーは対円で上昇、対米ドルで下落

- ◆ インドルピーは2021年9月以降は、米国の金融政策の正常化などから米ドル高・円安が進行する中で、対米ドルでは下落、対円では上昇している（4月22日現在）。
- ◆ インドルピー相場は、中長期的には、相対的に良好な経済ファンダメンタルズや高い金利水準、海外からの直接投資の拡大などが支援材料となり、堅調な展開が予想される。

図表5：ルピー相場の推移（2017年1月1日～2022年4月22日）



## 留意点

### 【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBC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、HSBC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。

### HSBC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](http://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）