

インド債券市場：投資チャンスと留意点

運用担当者への単独インタビュー

2018年9月



インドでは、2018年初以来、債券利回りが上昇し、通貨が下落している。これは他の新興国市場にも共通するものだが、インドでは経済ファンダメンタルズが過去数年にわたり著しく改善し、他の多くの新興国市場を凌駕している。今後は通貨の安定が見込まれることや、投資適格級の債券市場としては高い利回りを確保できることから、インド債券市場に投資機会が到来していると考えられる。

本レポートでは、当社のアジア債券運用責任者のゴードン・ロドリゲスが、今後のインドの債券市場の見通しや留意点について述べる。

インドの債券市場とインドルピーがこのところ弱含んでいる理由は？

ここ数週間は、トルコやアルゼンチンを発生源とする新興国市場の下落がインド市場に影響していることは間違いない。しかし、最も大きな影響を受けている国々とインドとは経済のファンダメンタルズにおいて全く異なり、インドはそれらの国々よりもインフレ率が大幅に低く、経常赤字もはるかに小さい。



ゴードン・ロドリゲス
アジア債券運用チーム
金利・為替戦略責任者

主なポイント

- ◆ **経済**：インドでは経済が力強く成長しているだけでなく、過去2ヶ月にわたりインフレ率は低下しインド準備銀行（中央銀行）が目標とする前年比4%の水準に到達している。また、中央銀行が6月と8月に2回連続で利上げを実施したことは、インフレ抑制を最優先する中央銀行への信認を高め、その独立性を示すものであった。
- ◆ **市場**：インド市場の動揺の大半は、新興国市場に対するリスク回避の動きが伝染したことによるものだろう。しかし、インドはこの動きに十分に耐え得る状態にあり、世界的に市場が安定化すればインド市場は大きく回復する可能性がある。
- ◆ **バリュエーション**：インド10年国債利回りは本稿執筆時点（9月11日）で8.0%を上回り、2014年以来最高水準にある。投資適格級を付与されたインドの債券市場は、極めて魅力的であると当社は考える。

インドの債券市場とインドルピーがこのところ弱含んでいる理由は？（続き）

原油価格の上昇は、石油需要の約80%を輸入に依存するインドにおいては常に問題となる。原油価格が上昇すれば経常収支赤字は拡大しインフレ率は上昇する傾向にあり、それがインドルピー相場や債券市場にマイナスの影響を及ぼす。しかし、その他の要因は過去2ヶ月にわたりインフレ率を低下させる方向に働いている。また、中央銀行がインフレ期待を抑制するために利上げを実施したことは歓迎すべき措置と当社は考えている。

2019年5月までに行われる総選挙を巡る不透明感も、一部の投資家にとり懸念材料となっている。しかし、実際には総選挙の結果が国内経済や債券市場にマイナスの影響を及ぼすとみる根拠は乏しく、また、こうした政治イベントに対する見方が過度に弱気に傾いた結果、投資家に良好な投資機会がもたらされることもある。

一段の利上げはあるか？

追加利上げの可能性は残されている。しかし、債券市場を見る上で、以下の二点を念頭に置く必要がある。一つは、中央銀行は、国内経済の強さが需要と供給の不均衡やインフレ圧力の高まりに繋がる可能性があることを利上げの主な根拠としている。従って、利上げにより国内経済のファンダメンタルズが悪化することはないとも言える。2つ目として、将来的な利上げは既に市場に織り込まれ、債券利回りが一段の利上げを想定した水準になっているという点も指摘すべきだろう。政策金利と10年物国債利回りとの格差は1.5%前後であり、過去5年間で最大となっている。

また、6月と8月に2回連続の利上げを行った後だけに、中央銀行はその影響を見極めるため、当面は様子見姿勢を続けることが考えられる。その間にインフレ率が低下を続け、国内経済が弱含めば、今回の金融引き締めサイクルでの利上げが打ち止めとなる可能性もある。

インドルピーは安定化するか？

インドルピーの対米ドル相場は過去最低水準にあり、年初から12%前後下落した。原油価格の平均が1バレル当たり75米ドルで推移すれば、経常赤字の対GDP比は2017年度（2017年4月-2018年3月）の1.9%から2018年度には2.7%へ拡大することが見込まれる。原油高と直近の新興国市場下落の波及効果によって、インドの国際収支は恐らく5年振りに赤字に転じるだろう。来年には改善が予想されるものの、国際収支の悪化は為替レートの見通しに悪影響を及ぼすだろう。

しかしながら、インドの外貨準備高は潤沢であり、8月末時点で4,000億米ドル程度の水準にある。これはインドルピーが堅調に推移していた過去数年にわたりインドが着実に外貨準備を蓄積してきた結果である。この外貨準備が通貨安を緩和し、相場が下落した際には大きな支えとなる。また、投資家のリスク選好度が強まり、米ドル安が進行すれば、インドルピーは上昇が見込める。

インド債券の中期的な見通しは？

インド経済のファンダメンタルズおよびインド市場は健全であると当社は見ている。国債と社債の信用の質は経済が発展するに伴い、長期的に改善を続けると予想される。教育水準の高い若い人口を豊富に有するインドが大きな可能性を秘めた国であることは誰もが認めるところであり、その可能性は適切な政策と経済の一段の開放によって現実となるだろう。

インドが過去数年にわたり国家体制を劇的に改善してきたことも忘れてはならない。インドでは、強い独立性を有する中央銀行がインフレ目標政策を掲げ、金融政策を運営している。モディ政権によって着手された改革の多くは恒久的なものだが、その恩恵を数年後から享受できよう。物品サービス税（GST）の導入によってインドに初めて単一市場が誕生し、安定的な民主主義の下でのデジタル化政策や住宅購入者の保護政策によって市民の権利は一段と向上してきた。

2013年から2014年にかけてインド債券市場が米ドルベースで大幅に下落したことも指摘しておきたい。債券市場はその後回復し、国債は米ドルベースで14.3%のリターンを上げている。平均回帰性の観点からも、投資の好機をとらえることが可能であろう。

インドは世界的な貿易戦争の影響を受けやすいのか？

米国が鉄鋼とアルミニウムの輸入に課した追加関税がインドの輸出に与える金銭的な影響は2億4,000万米ドル程度にとどまるため、直接的打撃は非常に限定的である。しかし、世界貿易が減速する懸念により投資家心理が損なわれていることは間違いなく、実際に一部の新興国資産が売られている。当社は米国と他の国々との貿易摩擦は最終的には良い方向へと解決されると見ているが、その時期を予想するのは容易でなく、現在は各国の国内政治が複雑に絡みあう中で膠着状態に陥っている。

留意すべきリスクは？ それにどう対応すべきか？

◆ 貿易摩擦

上述のように、貿易摩擦は中期的には良い方向へと解決されると見ている。しかし、短期的な動向や市場心理の変化を予想するのは難しい。当面はやや警戒感が強まると考えられる。当社では、債券市場のファンダメンタルズに立ち戻ることににより、この問題が資産価値に変化をもたらすか検討しているが、インド債券市場は中期的に良好なリターンをもたらすことに一段と確信を抱いている。

◆ 2019年の総選挙

世界各国で、政治の先行きを見通すことが非常に難しくなっているが、当社の基本シナリオは、モディ首相が2019年に再選されることを想定している。モディ首相の支持率に大きな後退は見られず、都市部では同首相の推進する改革が高く評価されている。また、仮に想定外の選挙結果が出たとしても、それがインド経済にとって中長期的にマイナスに作用するとは限らない。但し、インド人民党（BJP）主導の現政権に代わって、何らかの新たな連立政権が誕生すれば、政権の不安定性に対する懸念は高まるだろう。とは言え、当社では、今後数ヶ月間は持続すると予想される政治的不透明感は、すでに債券価格の下落によって市場に織り込まれていると見ており、現在は魅力的な利回りへの投資が可能な状況にあると見ている。

◆ 一段の原油高

これも予想が極めて難しい問題だが、原油価格は景気サイクルの影響を受ける。例えば、世界貿易が縮小して世界経済が減速すれば、原油やその他コモディティの需要も減少、それら価格が下落し、インドの債券市場や通貨にはプラスに作用することが考えられる。一方、貿易摩擦の問題が解決して、リスク選好度が回復すれば、インドを含む新興国市場の相場が全般的に上昇することも考えられる。

最後に一言

2018年の債券市場のリターンがかなり期待を下回っていることは明らかであり、インドの債券と通貨ルピーの米ドル建てリターンはマイナスとなっている。しかし、インドの債券市場は国内経済ファンダメンタルズが良好であることから、他の新興国の債券市場を概ねアウトパフォームしている。これは年初来だけでなく、過去5年間で見ても言えることである。国内投資家が大半を占めるインドの債券市場は、他の新興国や先進国の債券市場との連動性が低く、より広範な債券ポートフォリオに分散効果をもたらしている。

さらに言えば、現在のように変動の大きな局面にこそ、最も魅力的な投資機がもたらされることが多く、当社は今がインド債券市場に参入する投資機会と見ている。

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。