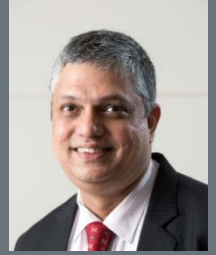


# 注目 2020年のインド市場の見通し

2019年はインドのGDP成長率が大きく減速しましたが、インド準備銀行（中央銀行、RBI）のこれまでの積極的な金融緩和政策と、政府による法人税引き下げなど複数の景気支援策の効果によって2020年の景気は徐々に回復に向かうと見ています。本レポートでは2019年の振り返り、2020年の株式・債券市場の見通し、そしてキーポイントについてご説明します。



ICICI AM\*  
最高投資責任者(CIO)  
サンカーン・ナレン

\*イーストスプリング・インベストメンツの属するグループのインド運用会社

## 2019年の振り返り

- 2019年5月に発表されたインド下院総選挙の結果、2期目となるナレンドラ・モディ首相率いるインド人民党（BJP）政府は、より強力な信任を得ました。
- 2014年以降、BJPが単独で過半数を握ったことにより、**物品サービス税（GST）、不動産関連規制法（RERA）、破産・倒産法（IBC）、国営銀行等（SOE）の統合**など、難しい構造改革が実現されました。こうした改革は、短期的には経済成長を抑制したものの、**今後のより強力な成長の礎となっています。**

- ✓ **GSTの導入**により、インドの税制が簡素化され、州間の流通障壁が緩和されました。GSTからの徴税は安定しつつありますが、楽観視はできません。
- ✓ **RERA**は、小規模な不動産開発業者のビジネスを困難にし、ノンバンク（NBFC）に打撃を与えました。
- ✓ **IBC**により、不良債権の迅速な解決と企業のバランスシートの健全化が促進されました。さらに、最近になり政府は、これまで対象外だったNBFCをIBCの対象とするよう通知しました。これにより、NBFCセクターの不良債権化した事業体の秩序ある解決に道が開かれます。
- ✓ 2020年3月までに予定される**SOE**の26行から11行への**継続的な統合**で事業拡大は抑制されましたが、銀行システム全体が健全になり、将来の成長が促進されると考えられます。

- インドでは2019年7-9月期の**実質GDP成長率**が過去6年半で**最低**となる4.5%（前年同期比）となり、2018年1-3月期に記録した直近のピークである8.1%を大きく下回りました。経済減速は、2014年以降、モディ政権が着手したさまざまな大胆な改革の影響を受けた結果です。減速の3分の2近くは、製造業、鉱業、建設業、また大幅な見直しが行われた公益事業などの業種によるものです。NBFCの流動性危機は、小売業、自動車、住宅販売などの銀行以外の貸し手がサービスを提供している経済のいくつかのセグメントに影響を与えました。
- 政府は、過去数カ月にわたって多くの政策を発表することで、景気減速に対応しました。これらの政策には、**農家や低所得世帯への所得支援、自動車や輸出、NBFC、不動産などのストレスのあるセクターへの救済、国営企業の資本増強**などが含まれます。
- さらに、政府は**30%台前半\*だった法人税率を約25%に引き下げ**（実効税率、以下同）、他のアジア諸国と同等の水準としました。また、**新規製造会社の税率は17%**（以前は29%\*\*）と**新興市場では最も低く、特に中国から移転する工場にとってインドをグローバルな製造拠点とする道を開こうとしています。**  
\*売上高40億ルピーを超える企業向けの税率。\*\*売上高25億ルピーを超える新しい製造業の企業にかかる税率。
- RBIは、年間で**政策金利を計1.35%引き下げ、銀行システムに大幅な余剰流動性**を持たせようとした。

○この資料の4ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

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 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  
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デンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシユアランス社とは関係がありません。

200110(06)

- 過去5年間で、世界銀行が発表する「ビジネス環境ランキング」におけるインドの順位は**142位から63位まで改善**しました\*。
- マクロ経済面では、**インフレ率がRBIの目標範囲内（2～6%）**にあり、**インフレ圧力が大幅に緩和**されました。
- 経常収支の赤字幅**は、原油価格の低下と国内需要の低迷により輸入が抑制されているため、**落ち着きました**。
- ただし、財政赤字は、政府の歳入の低迷と国営企業の株式売却目標が意欲的過ぎることにより、2019/20年度（2019年4月～2020年3月）の目標である対GDP比3.3%から0.3～0.4%程度悪化する可能性があります。

\*出所：世界銀行の「Doing Business 2015」、「Doing Business 2020」。

## 2020年 株式市場の見通し

- 2019年は、経済が減速している中で**大型株指数が大きく上昇**し、二極化が起こった一年でした。一部の**超大型株が大幅に上昇**した一方で、**中型株と小型株は2年連続で相対的に出遅れ**となりました。2019年9月の**法人税減税の発表**が、**昨年の株式市場の最大のけん引材料**となりました。MSCIインド株価指数の年間リターンは+9.98%でしたが、MSCIインド中型株株価指数とMSCIインド小型株株価指数はそれぞれ-7.70%、-2.52%となりました\*\*。
- インドの株式市場は**GDP成長率の改善、利下げ効果の貸出金利への波及、企業収益の回復**を背景に、**2020年は多くの新興国株式市場を上回るものと予想**しています。
- 政策当局が**緩和的な金融政策スタンス**を維持しながら成長を促す改革を実施することで、**GDPは下半期から徐々に回復すると予想**しています。
- 中型株と小型株は**、過去2年間で大型株を大幅に下回ったため、**バリュエーションが魅力的な水準**となっています。
- セクターに関しては、十分な資本、資産の質の向上、健全な預金、および与信費用の正常化に支えられて市場シェアの拡大余地のある**民間銀行をポジティブ**にみています。また、業界再編を経て、緩やかな経済回復の恩恵を受ける可能性のある**資本財、素材、公益事業、通信などのセクターも強気**にみています。

\*\*出所：Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ算出。現地通貨ベース、グロス・トータルリターン。

## 2020年 債券市場の見通し

- 2019年の政策金利は合計で1.35%低下しましたが、銀行の貸出金利は0.40～0.47%（加重平均）の低下にとどまりました。RBIの緩和的な金融政策スタンスとシステムの十分な流動性により、**短期金利が低下**しました。
- しかし、政府が19/20年度の財政赤字目標を達成できないという懸念と、最近の食料価格の上昇により、**長期金利が高止まり**しており、それによりイールドカーブが**スティープ（急勾配）**化しています。**2019年12月末に、RBIは長期金利の引き下げを目的として、14億米ドルのオペレーションツイスト（長期国債の買いと短期国債の同時売り）を2度実施**しました。これは、**RBIが引き続き成長をサポートし続けていることを示しています**。

### オペレーションツイストとは？

中央銀行が公開市場操作において、長期国債の買い（売り）オペと短期国債の売り（買い）オペを同時に行うことで、市場への資金供給量を一定に保ったまま、長短金利を逆の方向に動かす金融政策の手法の一つ。今回RBIは、長期国債の買いオペと短期国債の売りオペを同時に行いました。

- **食品のインフレ率**は、ラビ作物（乾期に育つ作物）の収穫、野菜価格の季節的な調整、および政府によるさまざまな供給側への措置により、**20年1-3月期から緩和すると予想**しています。金融政策委員会（MPC）は、インフレ率が7-9月期までに4%を下回ると予想しており、**さらなる金融緩和の余地がある**ことを示しています。当社では、RBIは20/21年度に政策金利を0.25~0.40%引き下げる**可能性がある**とみています。
- **原油価格はほぼ安定**していると考えており、これは**インドの経常赤字と通貨ルピーにとってプラス**です。
- ルピーは、**良好な経常収支、継続的な外国資本の流入、先進国の中央銀行による金融緩和**に支えられ、**一定のレンジ内推移**になると予想されます。
- 2019年12月時点で、インドの債券は、**社債スプレッドと短期から中期のキャリー資産に良い投資機会**があるとみています。当社の戦略は、短期資産と長期資産の組み合わせで、リスク調整ベースで2~5年のデュレーションとしています。また、**イールドカーブの長期部分に戦術的投資**を行います。これは、**オペレーションツイストと利下げ**といったRBIの介入で**キャピタルゲインの恩恵**を受けられると考えられるためです。
- 世界の投資家にとってインドの債券は、**信用懸念の和らぎ、通貨の安定、比較的高い金利**を背景に、**投資適格債の中では魅力的な資産**といえます。

## 2020年のインド経済のキーポイント

### ☑ 国家予算案

- 2020年2月1日に発表される見込みの2020/21年度（2020年4月~2021年3月）の国家予算案では、**景気回復に向けたさらなる政策と財政上の懸念に対処するための措置**が特に注目されます。さらに、**国営企業の株式のタイムリーな売却**は、今後の政府の財政収支と支出に対するキーとなります。

### ☑ 企業収益

- **法人税の引き下げ**は、企業貯蓄の増加や2020年の投資サイクルの転換につながる可能性があります。企業収益は過去数年勢いを欠いた状況となっており、**直近の持ち直しは主に金融分野の業績の正常化によるもの**です。今後、収益成長の広範な回復は市場にとって重要であり、**銀行セクターが継続的な資産改善をみせる金融、景気回復の恩恵を受ける素材やシクリカル（景気敏感）セクター**などがキーとなります。現状の市場コンセンサスでは、新興国全体の企業収益の比較で、インド企業の大きなアウトパフォーマンスが期待されています。

### ☑ 流動性

- 銀行システムの流動性がひっ迫している中、RBIはここ数ヵ月、定期的に**国債買入オペ**を行っています。したがって、**システムの流動性の変化**とそれに対する**RBIの反応**が、イールドカーブ全体にわたって**債券利回りに影響**を与える可能性があります。

### ☑ グローバルイベント

- **米中貿易戦争、米国の大統領選挙の結果、ブレグジット、原油価格の変動、地政学的事象**による**世界経済成長の減速**は、インド市場にも**影響**を与える可能性があります。

## <ご参考> 2020年のインド市場に影響を与えるイベント・カレンダー

1月	2月	3月	4月
【インド】インド財務省 "Economic survey"発表 【インド】企業決算発表（2019年10-12月期） 【米国】米連邦公開市場委員会（FOMC） 【欧州】欧州中央銀行（ECB）、金融政策決定会合 【日本】日本銀行、金融政策決定会合	【インド】2020年度国家予算案発表 【インド】インド準備銀行（中央銀行、RBI）、金融政策決定会合 【インド】企業決算発表（2019年10-12月期） 【インド】GDP発表（2019年10-12月期） 【インド】デリー州議会選挙	【日本】日本銀行、金融政策決定会合 【米国】米連邦公開市場委員会（FOMC） 【欧州】欧州中央銀行（ECB）、金融政策決定会合	【インド】インド準備銀行（中央銀行、RBI）、金融政策決定会合 【欧州】欧州中央銀行（ECB）、金融政策決定会合 【日本】日本銀行、金融政策決定会合 【米国】米連邦公開市場委員会（FOMC） 【インド】企業決算発表（2020年1-3月期） 【インド】インド気象庁（IMD）モンスーン予想発表
5月	6月	7月	8月
【インド】企業決算発表（2020年1-3月期） 【インド】GDP発表（2020年1-3月期）	【インド】インド準備銀行（中央銀行、RBI）、金融政策決定会合 【米国】米連邦公開市場委員会（FOMC） 【日本】日本銀行、金融政策決定会合 【欧州】欧州中央銀行（ECB）、金融政策決定会合 【インド】インド気象庁（IMD）モンスーン予想発表（予想改定） 【インド】雨季作物の最低支持価格（MSP）発表	【米国】米連邦公開市場委員会（FOMC） 【欧州】欧州中央銀行（ECB）、金融政策決定会合 【インド】企業決算発表（2020年4-6月期）	【インド】インド準備銀行（中央銀行、RBI）、金融政策決定会合 【インド】企業決算発表（2020年4-6月期） 【インド】GDP発表（2020年4-6月期） 【インド】インド気象庁（IMD）モンスーン予想発表（予想改定） 【インド】雨季作物の作付状況発表
9月	10月	11月	12月
【米国】米連邦公開市場委員会（FOMC）	【インド】インド準備銀行（中央銀行、RBI）、金融政策決定会合 【米国】米連邦公開市場委員会（FOMC） 【欧州】欧州中央銀行（ECB）、金融政策決定会合 【インド】企業決算発表（2020年7-9月期） 【インド】ビハール州議会選挙	【インド】GDP発表（2020年7-9月期） 【インド】冬季作物の最低支持価格（MSP）発表 【インド】企業決算発表（2020年7-9月期） 【米国】大統領選挙	【インド】インド準備銀行（中央銀行、RBI）、金融政策決定会合 【米国】米連邦公開市場委員会（FOMC） 【欧州】欧州中央銀行（ECB）、金融政策決定会合

ご注意：

※上記は2020年1月6日時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

※当資料は、弊社グループ会社が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。※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、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料の内容は作成日時点のものであり、当社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、将来予告なく変更されることがあります。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、将来の運用成果を保証するものではありません。※当資料では、個別企業に言及することがありますが、当該企業の株式について組入の保証や売買の推奨をするものではありません。※当社による事前の書面による同意無く、当資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することをご遠慮ください。

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。