

eastspring
investments

英国ブルーデンシャル・グループ 

イーストスプリング インドアワー 2020年12月号



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・アシュアランス社とは関係がありません。

インド・ウィークリー動画
配信中！



201210(04)

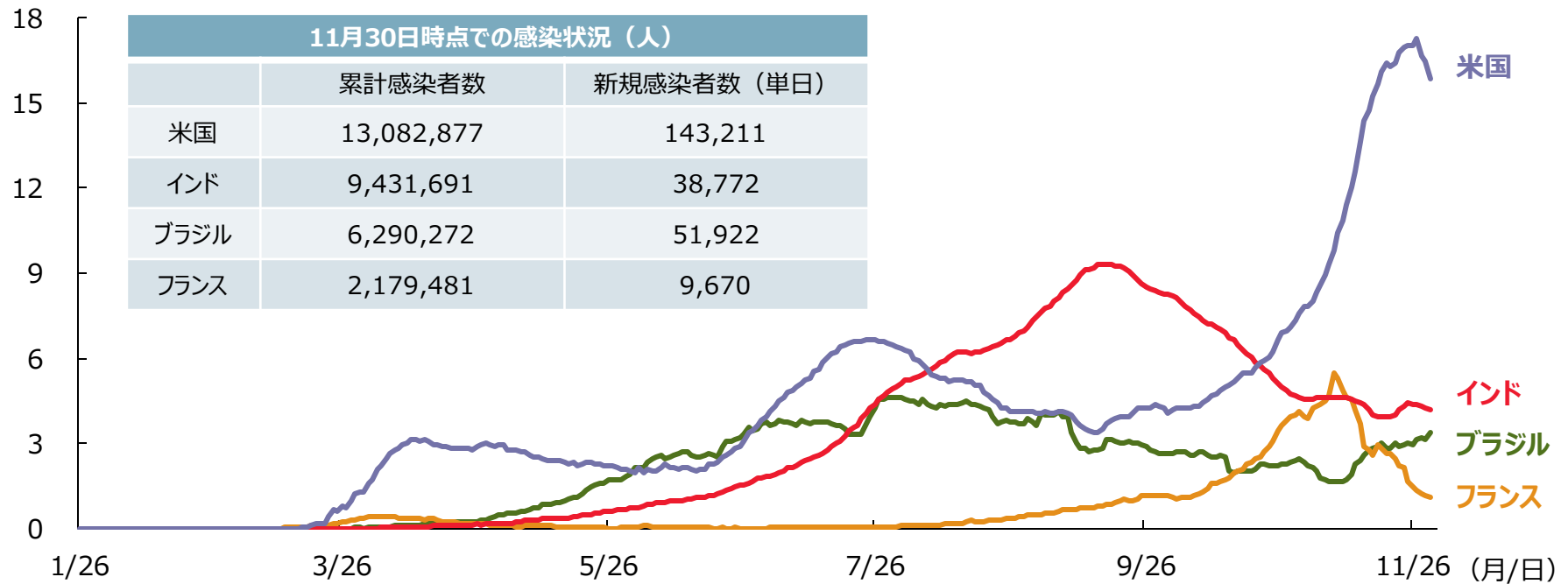
新型コロナウイルス感染者数の状況

- インド国内での1日あたり新規感染者数の推移は、9月中旬頃にピークを迎えて以降、減少に転じています。11月は1日あたり4万人台で推移しました。
- 世界の累計感染者数は11月末時点でのべ6,000万人を超えています。中でも米国の累計感染者数はのべ1,000万人を超え、増加ペースも依然として深刻です。またブラジルなど一部新興国においても、感染の再拡大傾向が見られています。

各国の新型コロナウイルス新規感染者数（7日移動平均）推移

（日次、2020年1月26日～11月30日）

（万人）



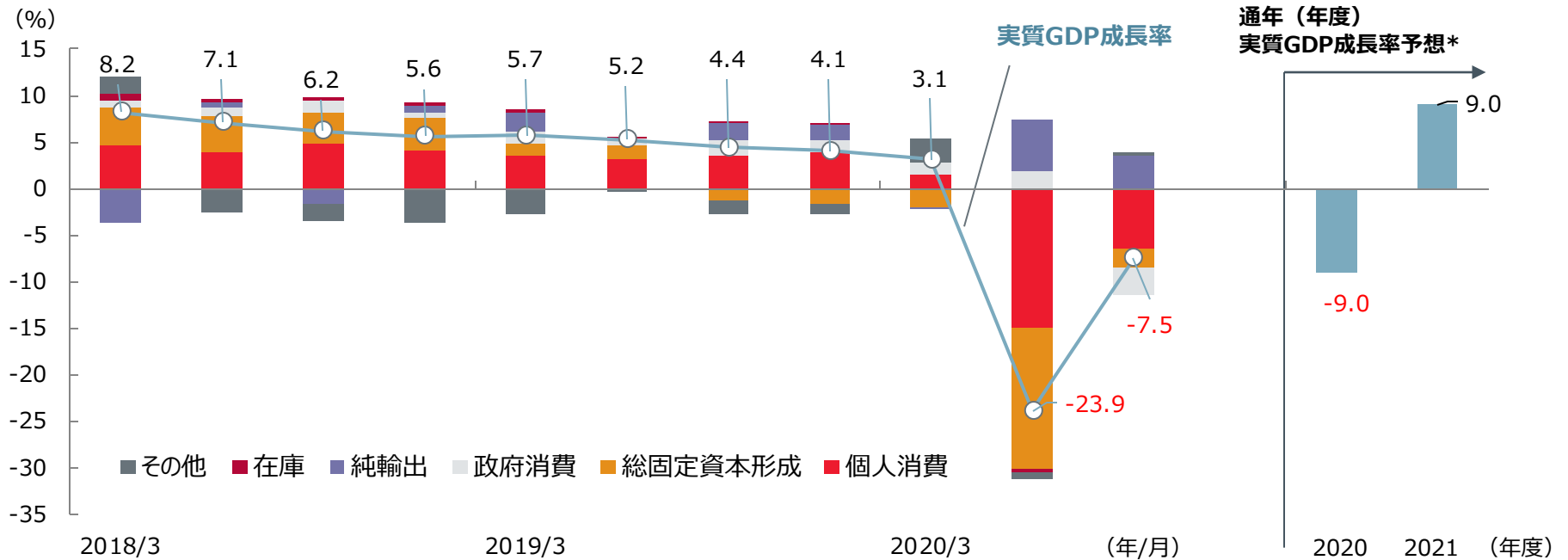
出所：CEICのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

2020年7-9月期GDP成長率は-7.5%

- 11月27日に発表された2020年7-9月期実質GDP成長率は-7.5%（前年同期比、以下同）と、市場予想の-8.2%を上回りました。依然としてマイナス圏にあるものの、厳しいロックダウン（都市封鎖）の影響を見せた前期の-23.9%から、下落幅は大幅に縮小しました。
- 需要項目別では、GDPの5割以上を占める個人消費と総固定資本形成（投資）のマイナス幅が大幅に縮小した一方、前期に成長率を下支えた政府消費は大幅マイナスとなりました。純輸出（輸出－輸入）は前期に続いてプラスに寄与しました。産業別では、農業は今期もプラスを維持、また製造業は+0.6%まで急回復しました。一方サービス業は依然としてマイナス圏にあり、落ち込みが目立っています。

インドの四半期実質GDP成長率および需要項目別寄与度の推移

（四半期ベース、前年同期比、2018年1-3月期～2020年7-9月期、2020年度および2021年度は予想）



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。
 *予想はBloombergエコノミスト予想の中央値。2020年11月30日時点。
 ※インドの会計年度は4月から翌年3月まで。例えば、2020年度は2020年4月～2021年3月。

PLIの対象分野が拡大、製造業の強化と雇用創出に期待

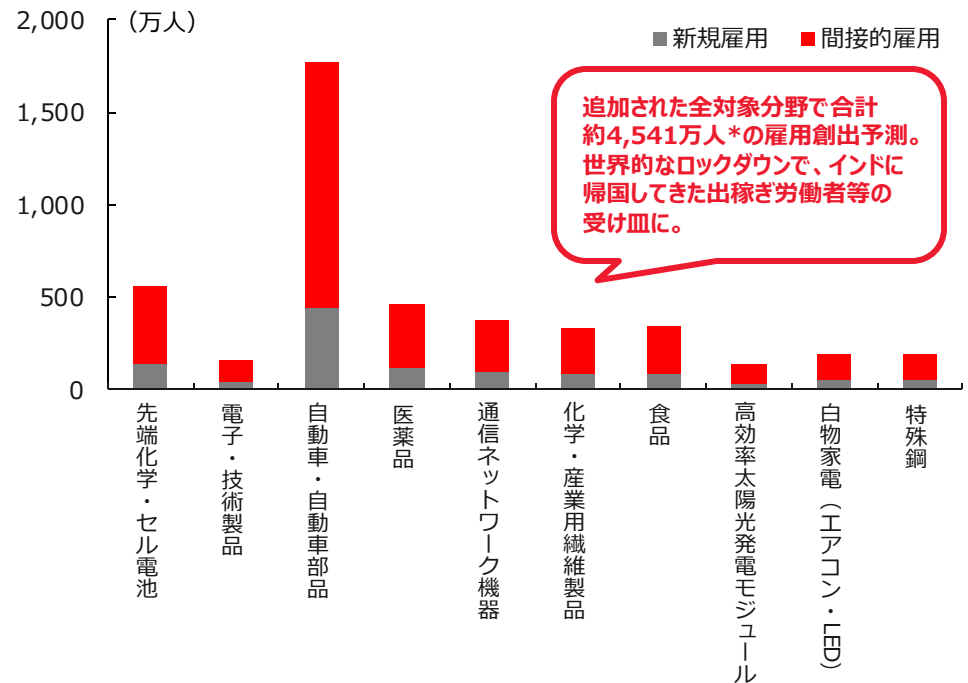
- インド政府は11月12日、PLI（生産連動型優遇策）の対象に自動車・自動車部品やセル電池など主要10分野を追加することを発表しました。PLIはすでに電子機器製造や医療機器・医薬品有効成分の分野で導入されていますが、対象分野を広げることで、海外からの投資拡大や国内製造の拡大だけでなく、輸入コストの削減、中国依存度の低下も期待されます。
- PLI導入済みの分野も含めると、5年間の拠出額は合計で1兆9,729億ルピーになると予測されています。来年度（2021年度）にはPLIによる雇用創出効果として、追加業種で約4,541万人*の雇用が創出されると見込まれています。

PLIの対象分野と拠出額

(億ルピー)

優先順位	分野	5年間の拠出額
1	先端化学・セル電池	1,810.0
2	電子・技術製品	500.0
3	自動車・自動車部品	5,704.2
4	医薬品	1,500.0
5	通信ネットワーク機器	1,219.5
6	化学・産業用繊維製品	1,068.3
7	食品	1,090.0
8	高効率太陽光発電モジュール	450.0
9	白物家電（エアコン・LED）	623.8
10	特殊鋼	632.2
小計		14,598.0
導入済	携帯電話・特殊電子部品	4,095.1
導入済	重要な出発原料・薬剤中間体・医薬品有効成分	694.0
導入済	医療機器製造	342.0
小計		5,131.1
合計		19,729.1

PLIに追加された対象分野の雇用創出効果予測（2021年度）



PLI（Product linked Incentive、生産連動型優遇策）は大規模製造促進のための優遇策で、インドで製造された対象セグメント製品の売上高の増加分に対して4%から6%の割合が、5年間補助金として支払われるものです。

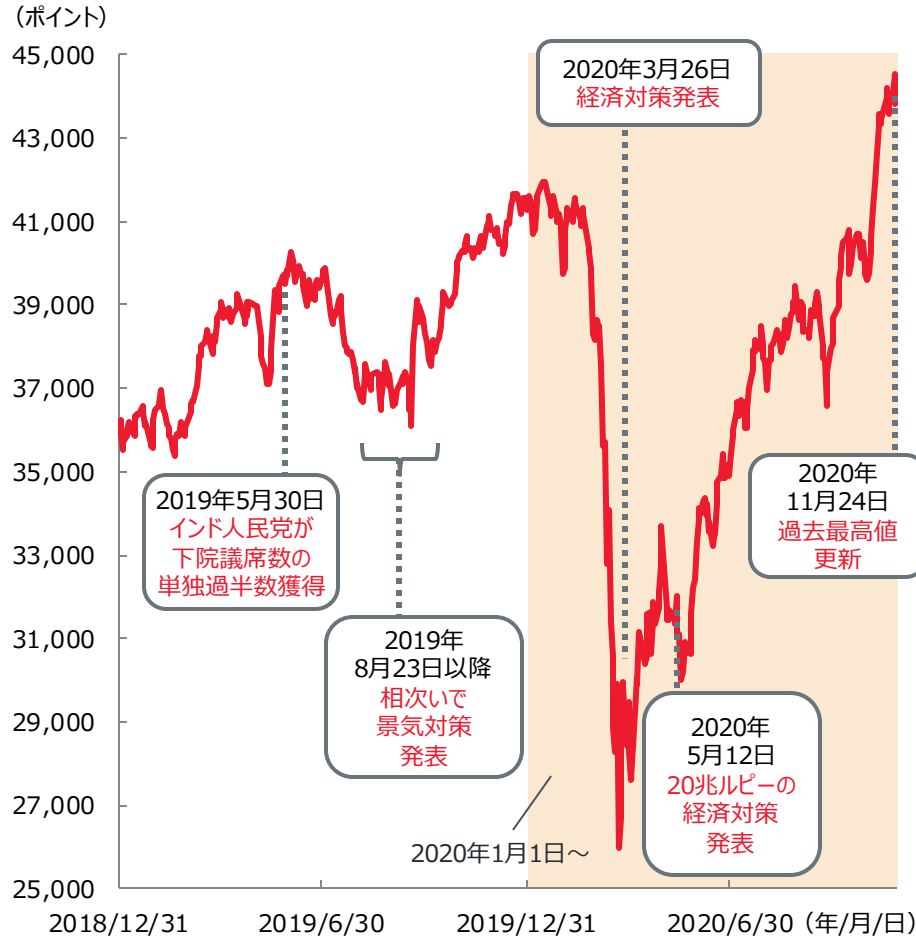
出所：JETRO、Indian Staffing Federation、各種報道のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

*新規雇用と間接的雇用の合計。

※インドの会計年度は4月から翌年3月まで。例えば、2020年度は2020年4月～2021年3月。

株式：ワクチン期待や好決算を受けて過去最高値更新

SENSEX指数の推移（日次、2018年12月末～2020年11月末）



2020年11月の振り返り

- 月初は、民間銀行や大手住宅金融の好決算を受けて金融株が買われたほか、10月の製造業PMI（購買担当者景気指数）の改善が好感されてインド株式市場は上昇しました。その後も、バイデン氏による米大統領選挙の勝利宣言を受けて世界的に株式市場が上昇する中でインドも堅調となりました。また、米製薬大手による新型コロナウイルスのワクチンの治験結果や、地方選挙でのモディ首相の与党連合の勝利も好感されました。
- 中旬は、利益確定売りに押される場面もありましたが、新型コロナウイルスのワクチン開発期待や、一部の企業の良好な決算発表などが支援材料となりました。下旬に入ると、大手複合企業につき、国際仲裁機関から差し止め命令を受けていた小売事業の買収に関する承認が下りたため、同社の株式が買われました。月末は利益確定売りで上値が重くなりました。月中、SENSEX指数などの主要株価指数は過去最高値を更新しました。

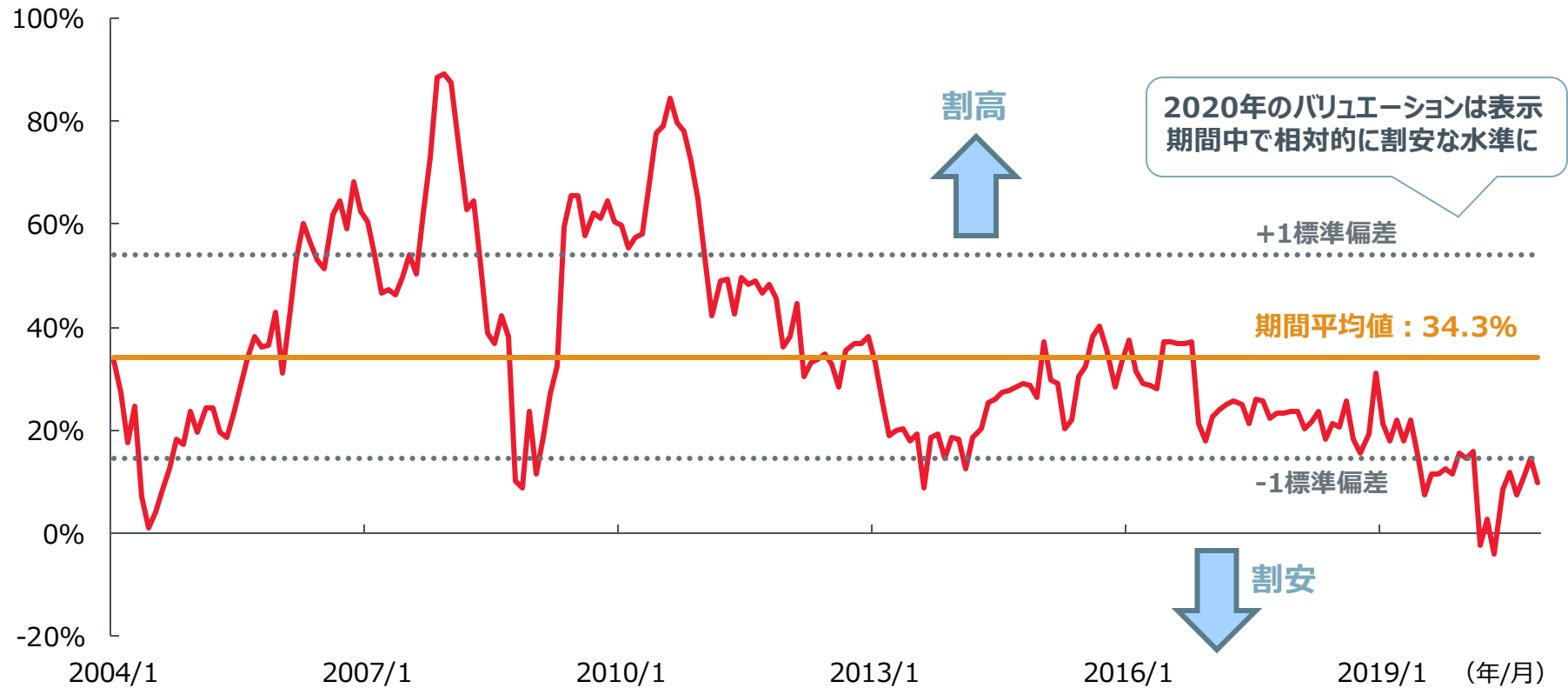
MSCI India 株価指数の予想EPSと予想PER*

	2020年	2021年	2022年
EPS（ルピー）	53.0	74.6	88.2
EPS成長率（前年比、%）	-8.1	40.8	18.3
PER（倍）	28.2	20.0	16.9

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。
*予想EPS、予想PERは2020年12月1日時点。Bloombergコンセンサス予想を使用。

(ご参考) 先進国対比のインド株式指数の水準は相対的に割安

インド株式指数の先進国株式指数対比のバリュエーション*推移
 (月次、2004年1月~2020年11月)

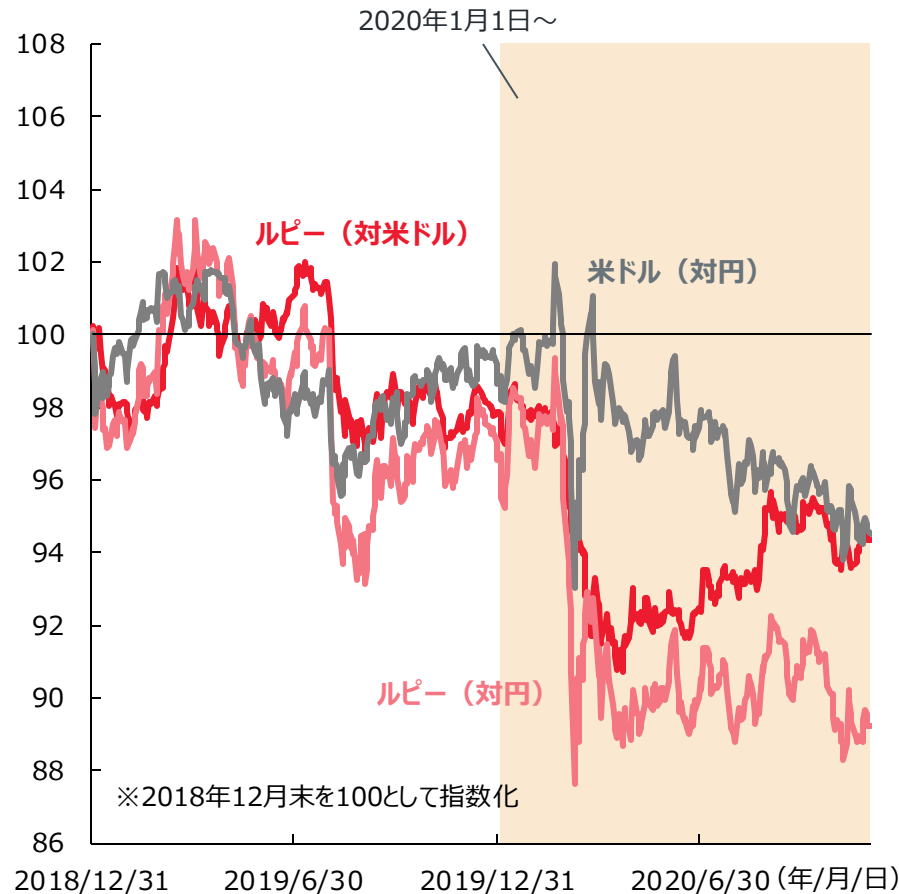


出所 : ICICI AMのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。
 *(MSCI India 12か月予想PBR÷MSCI World 12か月予想PBR)-1で算出。

為替：海外からの資金流入に支えられ対米ドルで上昇

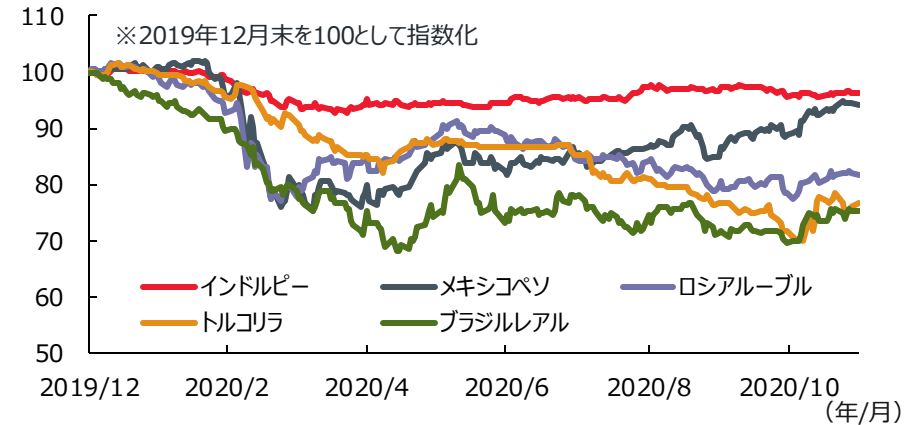
ルピーおよび米ドルの推移

(日次、2018年12月末～2020年11月末)



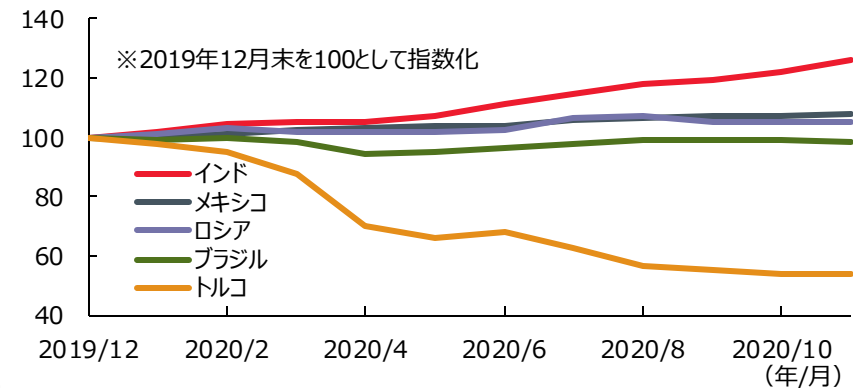
2020年 主要新興国通貨 (対米ドル) の推移

(日次、2019年12月末～2020年11月末)



主要新興国の外貨準備高

(月次、米ドルベース、2019年12月～2020年11月)

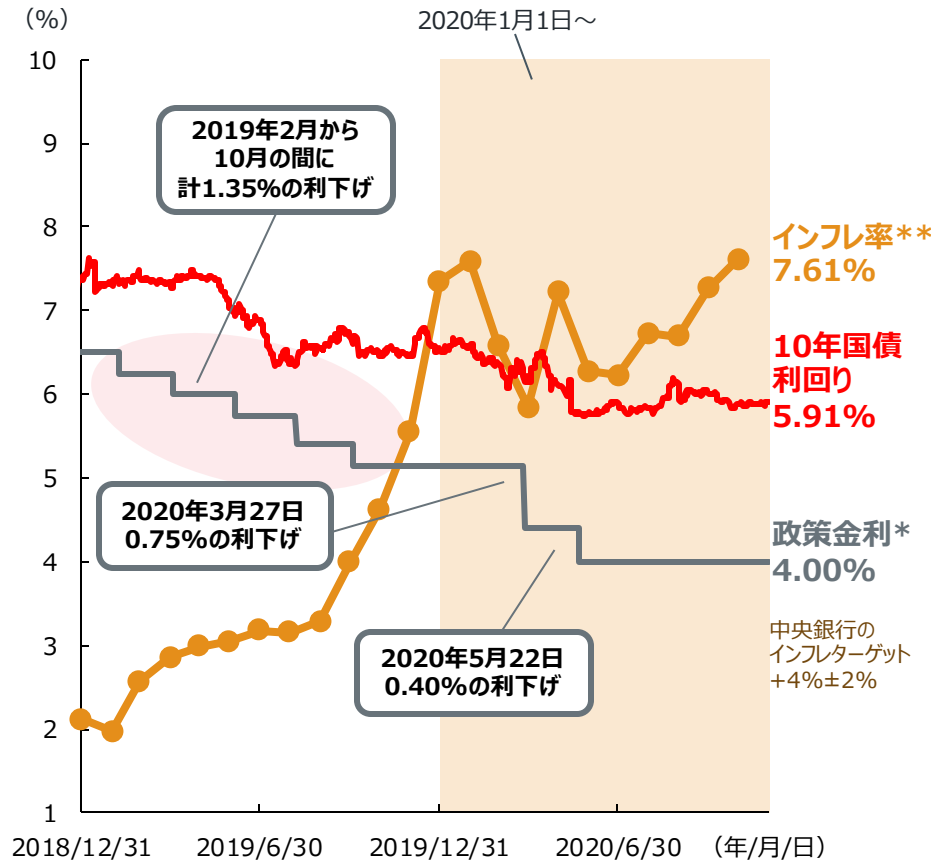


出所：Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

債券：インフレ上昇も発表後は利回り低下、月間では小動き

政策金利*、インフレ率**、10年国債利回りの推移

(日次**、2018年12月末～2020年11月末)



2020年11月の振り返り

- 月初は小動きで推移していましたが、5日にインド準備銀行（中央銀行、RBI）が州政府債を対象とした債券買入れオペを実施し、インド10年国債利回りは低下（価格は上昇）しました。12日の消費者物価指数（CPI）の発表前には、警戒感から利回りは上昇しました。実際に発表されたCPIは市場予想を上回りましたが、これでピークとの思惑などから債券を買う動きが出て、CPI発表後は利回り低下となりました。その後、中旬いっぱいまで小動きとなりました。
- 下旬に入ると、27日発表の7-9月期GDP（国内総生産）を前にした警戒感から、利回りが一時上昇する場面もありましたが、その後は買い戻す動きが出て、利回りは低下しました。27日は、通常木曜日に発表される翌週の買入オペの予定の発表がなかったことから利回りは上昇しました。11月は総じて小幅なレンジ内での動きにとどまりました。

市場予想 (%) ***

	2020年12月	2021年3月	2021年6月	2021年9月
10年国債利回り	5.91	5.97	6.01	5.98
政策金利*	4.00	3.85	3.75	3.70

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。

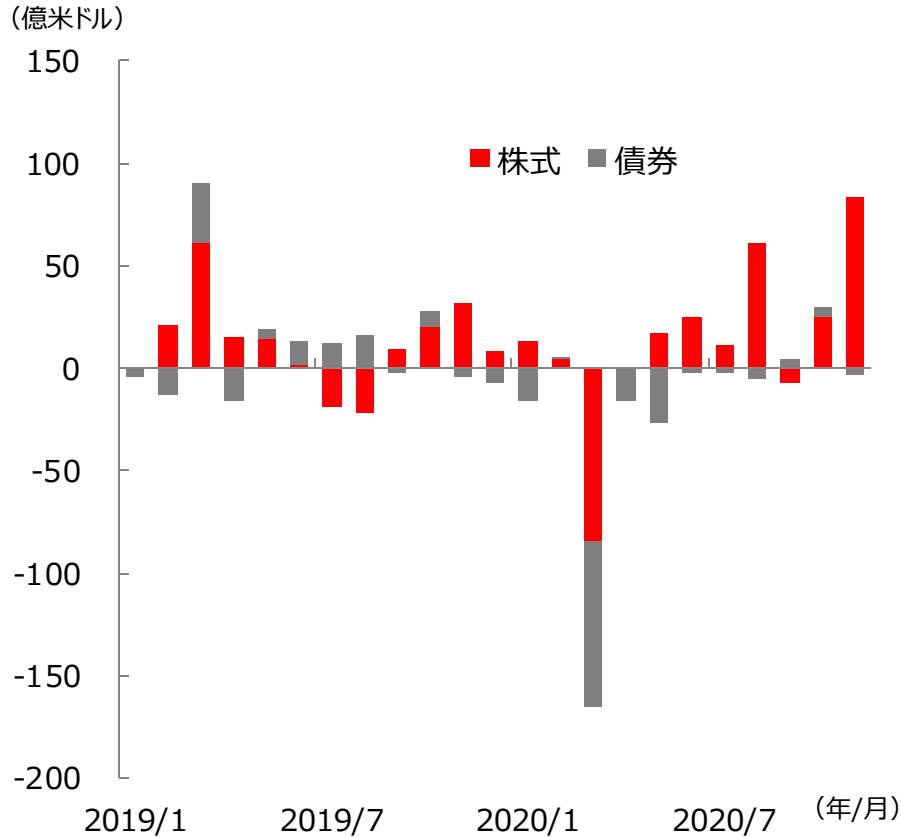
*レボ金利、**消費者物価指数（CPI）上昇率（前年同月比）、同項目のみ月次。新基準（2012年=100）による統計を使用。2020年11月分まで。

***2020年12月2日時点のBloombergコンセンサス予想（中央値）を使用。

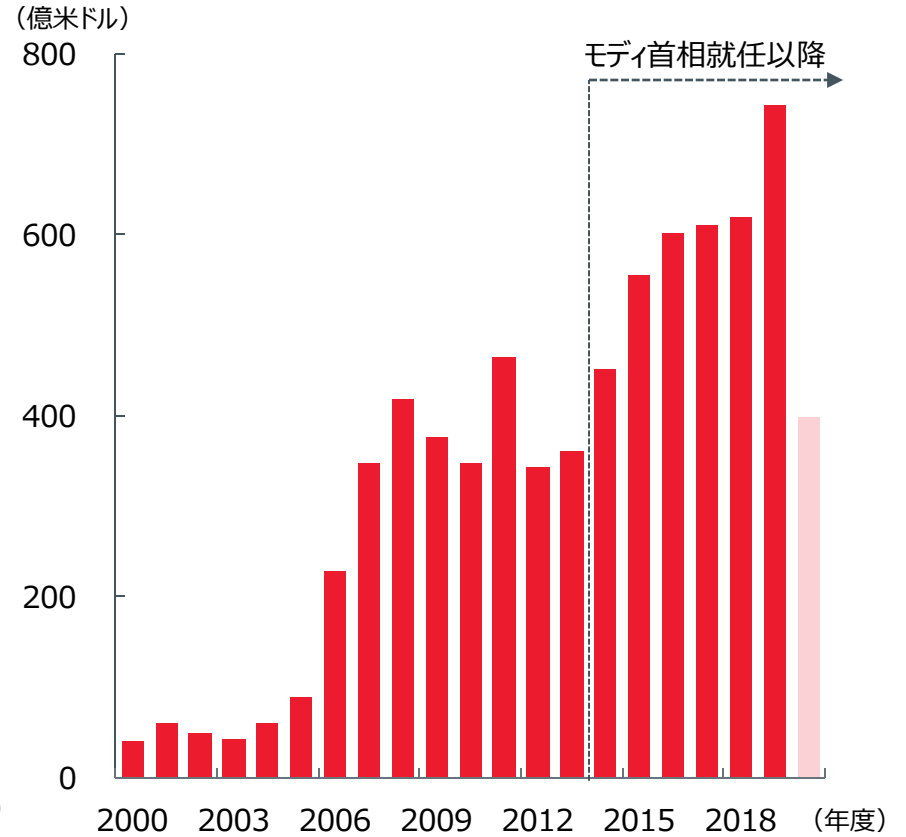
※10年国債は、2020年5月の途中で銘柄が変更されました。

(ご参考) 海外からの資金純流出入額と対内直接投資額

インド株式・債券市場への海外からの資金純流出入額
(月次、2019年1月～2020年11月)



インドへの対内直接投資額の推移
(年次、2000年～2020年度*)



出所：Bloomberg L.P.、インド商工省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。
*2020年度は2020年4月～2020年9月までの値。2018年度以降は予測値。
※インドの会計年度は4月から翌3月まで。例えば、2019年度は2019年4月～2020年3月。

インド株式：これまでの振り返りと今後の見通し



ICICI AM
(弊社グループ会社
インド拠点)
株式チーム
ファンドマネージャー
イハブ・ダルワイ氏

- インドの新型コロナウイルスの1日あたりの新規感染者数はピーク時（2020年9月）の9万人から半減し、足元の新規感染者数は4万人台*となっています。新規感染者数の減少に伴って死亡率も低下しています。
- 感染拡大防止のため大規模なロックダウン（都市封鎖）が行われましたが、段階的に経済活動が再開され、正常化に向かっており、一部の経済指標は新型コロナウイルス感染拡大前の水準まで回復しています。企業業績も複数のセクターで底堅さがみられており、自動車や銀行、消費関連セクターは市場予想を上回る水準となっています。
- 主なインド株価指数は史上最高値圏で推移していますが、企業業績が循環的なボトムにあること、景気回復が見込まれること、新型コロナウイルスのワクチン開発がフェーズ3にあることなどを考慮すると、広範な過熱感はないとみています。また、米大統領選挙の結果は、税制や金利に大きな打撃を与えるものにはならないとみています。
- 短期的なボラティリティ（価格変動）の上昇は、ディフェンシブセクター（IT、製薬、生活必需品）**の株式の利益を確定し、景気循環セクター（金融や製造業）の株式の買い増しの好機になるとみています。今後もインド株式は長期的に堅調に推移するとみています。
- ルピーは潤沢な外貨準備や強い証券投資・外国人投資家の証券投資フローや米ドル安を背景に安定した推移になるとみています。

出所：ICICI AMに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。振り返りおよび見通しは、2020年11月時点。

*2020年11月末時点。

**インドでは、ITサービスや製薬は売上に占める欧米市場を中心とした海外の比率が大きく、企業業績のインド国内の景気との連動性が相対的に低いため、ディフェンシブとされています。

インド債券：これまでの振り返りと今後の見通し



ICICI AM
 (弊社グループ会社
 インド拠点)
 債券シニア・ファンド
 マネージャー
 マニシュ・バンシア

- 今年、RBIは債券市場を支援するために様々な施策を行い、十分な流動性を確保しました。今年
 は合計1.15%の積極的な利下げを行い、緩和的スタンスを維持しました。RBIはこの緩和的なスタ
 ンスを少なくとも2021/22年度まで維持すると示唆しています。
- 州政府債を対象とした買入オペやTLTRO*の導入、オペレーションツイスト*などが実施されています。
 また銀行には、融資先が債務不履行に陥った際に特定期間内に対応する義務がありますが、この義
 務の緩和も実施されました。これらの対策は格付の高い企業のクレジットスプレッド*の押し下げや、
 タームプレミアム*の抑制に寄与するものとみています。
- 2020/21年度後半の国債発行額は実質的に12兆ルピーで維持される見通しで、これにより国債
 供給過多への懸念が緩和するとみています。
- ロックダウン（都市封鎖）後の供給面の混乱（物流の混乱により製品が消費者に届かない）により
 インフレ率は上昇しましたが、ロックダウンの段階的な解除により、今後数カ月以内にインフレ率は低下
 するとみています。しかし、残された利下げ余地はあまり大きくない可能性があり、投資目的はキャピタ
 ルゲイン獲得からインカムゲイン*獲得にシフトするとみています。
- 長期債の利回りが比較的高い水準にとどまっており、長短金利差が拡大した状況にあるため、RBIは
 タームプレミアムを抑制し、イールドカーブをフラット化させるためにオペを継続するものとみています。

出所：ICICI AMに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。振り返りおよび見通しは、2020年11月時点。

*（各用語のご説明）TLTRO：中央銀行による市中銀行への貸出（LTRO）で、TLTROはその対象が絞られたもの。

オペレーションツイスト：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、長短金利を逆方向に動かす公開市場操作。

クレジットスプレッド：債券発行体と（一般的には）国債の利回りの差。信用力を示し、デフォルト（破綻）するリスクが高い発行体ほど値が大きくなりやすい。

タームプレミアム：残存年限の長さに伴う上乗せ利回り。一般的には残存年限の長い債券の方が利回りが高くなりやすい。

キャピタル/インカムゲイン：債券投資の場合、前者は資産価格の変動により得られる収益、後者は金利収入。

● この資料の最終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。

当資料に関してご留意いただきたい事項

- 当資料は、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はご遠慮ください。

※ 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。

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