

2011年8月5日

広告審査番号 MFB162-110805

MSRC 審査番号 06-B-110805-02

インド経済ウォッチ (No.11-06)

中銀はインフレ抑制には需要鈍化が必要と判断、引き締め続く
～インド経済・金融政策、株式市場見直し

投資調査部 折原 豊水

<ポイント>

- ・ 中銀は7月会合で市場予想を上回る50bpの利上げ、政策金利は8.0%に
- ・ インフレ見通しを引き上げ、インフレ抑制には需要鈍化が必要との判断
- ・ 金融・財政政策の引き締めで11/12年度の実質GDP成長率は7%台に鈍化すると予想
- ・ シン首相は汚職スキャンダルなどで支持率低迷するなか、2回目の内閣改造を実施
- ・ 小売業への外資出資解禁に向けて大きな一歩、ただ実施には紆余曲折も
- ・ 株式市場は金融引き締めによる企業業績の鈍化懸念で上値重い展開

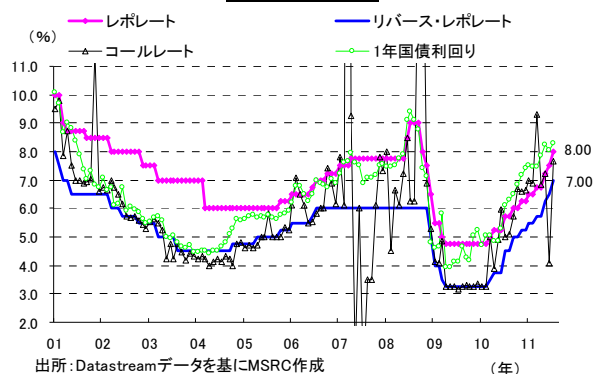
中銀はインフレ見通しを引き上げ、インフレ抑制には需要鈍化が必要との判断

インド準備銀行（以下、中銀）は7月26日、定例会合で政策金利であるレポレート¹を50bp引き上げ、8.0%とすることを決定した。事前の市場予想は25bpとなっており、サプライズとなった。利上げ幅は10年3月以降、11回にわたり累計325bpとなり、前回05年10月から08年7月の利上げ局面（07年央から08年春の様子見含む）における利上げ幅300bp（レポ：6.0%→9.0%）を上回った。

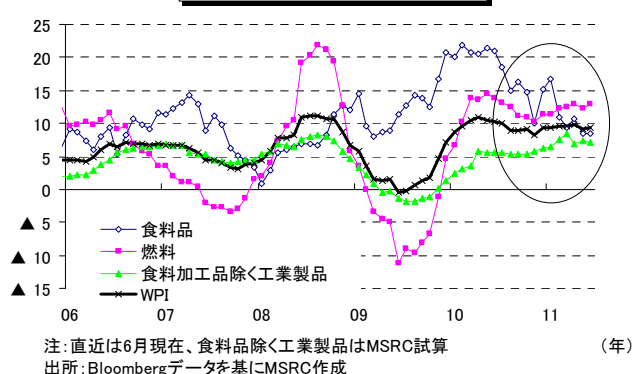
08年の世界的な金融危機以降、インド当局が財政・金融政策面からの景気下支えを行ったことや海外からの資金流入も回復に転じたことなどで、2010/11年度（10年4月～11年3月）の実質GDP成長率は前年比+8.5%の高成長となった。ただ一方で、財政・金融政策面からの景気刺激策の解除の遅れや、供給面の弱さ（原油輸入依存度やエネルギー効率の低さ、インフラ不足や製造業の競争力の低さなど）が今回の景気回復や国際商品市況の上昇の場面でも露呈しており、川下部門への価格転嫁の動きや賃金上昇（11年3月で前年比20%以上）などで、インフレ圧力が引き続き高く、政策的に厳しい舵取りが続いている。インフレ率は年度後半には鈍化するという中銀のシナリオが更に後退するなか、今後は金融引き締めや歳出抑制などで需要を一段と抑制する必要があると、短期的に成長率の鈍化が続くことが避けられない情勢だ。

中銀は声明で、「景気は減速の兆しがあるものの、個人消費が全体としてみれば堅調であることや、輸出も海外景気の回復などで今後、景気を下支えするとみられることなどから、11/12年度の実質GDP成長率は、前回5月の予想である前年比+8.0%を維持する」とした。一方、インフレ率については、「向こう数ヵ月高止まりが続いたあとは緩やかになるものの、12年3月末で前年比+7.0%と前回5月時点の予想である同+6.0%から引き上げた。」背景には、①原油価格の上昇を受けて、5～6月に石油製品の値上げが行われ、インフレ率を0.7%p押し上げたが、値上げに伴う2次的な影響が想定される（なお、石油製品は

政策金利の推移



インドの食料品と燃料価格(WPI)



本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

値上げ後も石油会社の価格統制に伴う赤字が GDP 比で 1.0%に及んでおり、追加値上げや歳出の増加が懸念される)、②食料品は、農民に対する米などの最低保証価格 (MSPs、政府による買い付け) の引き上げが上昇圧力となる、④工業製品も需要の強さや価格転嫁の動きなどで依然として上昇圧力が強いなどを挙げている。そうしたうえで、「商品市況の上昇が和らいでいることがインフレ圧力の緩和に一定の効果をもたらすものの、インフレ率が鈍化傾向に転じるためには、需要を鈍化させる必要がある。」とし、「インフレ抑制スタンスを当面、堅持する必要がある」とした。

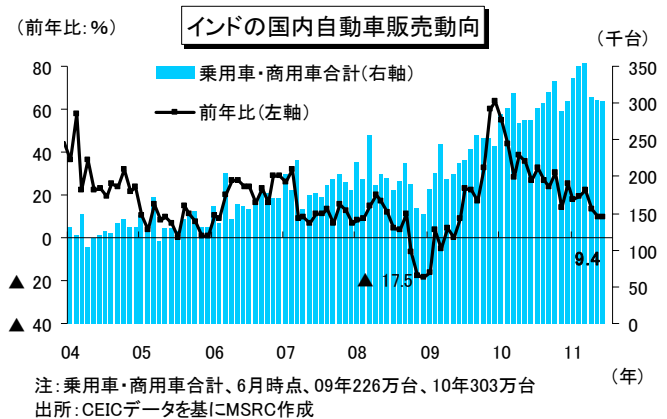
今後の金融政策の見通しとしては、①インフレ率は当面、食料品や燃料価格の高止まりや工業製品の伸び拡大などで、8~9%程度で推移し、中銀が目標としている 4.0~4.5%の水準を大幅に上回る状況が継続する、②原油価格は中東・北アフリカの地政学リスク、主要国の低金利環境による投資資金の流入、米財政赤字などによるドル安などで上昇圧力が働きやすいほか、インド国内の農業生産もモンスーン期の降雨予想が従来から悪化し、留意が必要になっている、③インフレ率は過去の局面と比較しても高止まりが続いており、中銀はインフレ期待の抑制のため、金融引き締めを続ける必要がある (例えば、市場でインフレ警戒感が高まるが多かった WPI が前年比+6.0%以上の期間でみると、前回 08 年 3 月以降が 10 カ月、前々回 06 年 5 月以降が 12 カ月なのに対して、今回 09 年 12 月以降では 19 カ月となっている)—などから、年内あと 2 回程度の利上げが行われると予想している (今後の会合日程は 9 月 16 日、10 月 25 日)。年末以降は景気減速とインフレ鈍化で様子見姿勢に転じるとみている。

景気は金融引き締めなどで 7%成長に、企業収益もコスト上昇に加え、ヘッドラインの鈍化に留意

6 月の自動車販売台数は 30.2 万台、前年比+9.4%と 3 カ月連続で鈍化した。1-6 月期累計でも前年比+15.4%と 10 年の前年比+30.7%から伸びが鈍化している。利上げによるローン金利の上昇や値上げ、景気や企業業績の鈍化懸念などが影響しているとみられる。インド自動車製造業協会 (SIAM) は 7 月 11 日に 11/12 年度の自動車販売台数の伸びを従来の前年比+18%から同+10~12%に引き下げた。

また、5 月の鉱工業生産も前年比+5.6%と事前の市場予想 (同+8.5%) を下回った。4-5 月平均では前年比+5.7%と 1-3 月期の前年比+7.7%から鈍化している。自動車など耐久消費財や中間財などの鈍化が影響しているほか、資本財など設備投資関連も低い伸びとなっている。

GDP の約 15%を占め、就業人口では全体の約 4~5 割を占めると言われる農業生産については、今夏のモンスーン期 (6~9 月) の降水量は、6 月に平年を 100 とすると 111%と順調なスタートを切ったものの、7 月は 86%と下ぶれ、6-7 月では 95%とまずまずの結果となった。ただ、インド気象局 (IMD) は、8 月 3 日に 8-9 月の降雨量の予想を発表、平年比で 90%と従来の予想から下方修正した。歴史的な干ばつで農業生産が大きく落ち込んだ 09 年 (78%) ほどではないが、一定の注意が必要な状況となっている。11/12 年度予算で財政支出が抑制されるなか、農業生産が鈍化すれば、収穫期の 11 年秋から冬場を中心に農村部の消費に一定の下押しとなる。



中銀資料によると、上場企業 (除く金融、約 2200 社) の企業業績は 2010/11 年度 (10 年 4 月~11 年 3 月) 売上高が前年比+19.7%と前年 (同+12.8%) から伸びが拡大したものの、純利益 (PAT) は前年比+7.5%と前年 (同+32.4%) から大きく鈍化した。原材料コストが前年比+13.2%→同+25.7%、人件費が同+8.5%→同+18.4%、利払いが同▲3.8%→同+20.0%と増加したことが影響した。売上高純利益率も 9.4%→8.5%と低下した。また、11 年 4-6 月期の決算発表が進んでいるが、SENSEX30 ベースの市場予想では前年比+9.8%と 1-3 月期の同+8.7%に続いて低い伸びが予想されている (7 月 29 日: Bloomberg)。今後も、原材料コストや賃金、ローン金利などの上昇などが続く一方、景気減速で売上高が

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

やや鈍化していく可能性があり、企業業績は当面、足踏みが続くともみている。

4-6月期の実質 GDP 成長率は業種別で全体の約 16%程度を占める製造業を中心に 5 四半期連続で伸びが鈍化する可能性がある。7-9 月期以降についても、①11/12 年度予算で政府が歳出を大きく抑制しており、その影響が政府消費（公務員の給与など）や地方のインフラ投資などを通じて、徐々に顕在化してくる、②金融政策も向こう数ヶ月は追加利上げの可能性があり、それ以降は様子見姿勢に転じたとしても、ローン金利の上昇などによる景気への下押しが時間的なラグを伴って続く一などから、11/12 年度の実質 GDP 成長率は前年比+7%台後半に鈍化するとみている（10/11 年度は同+8.5%）。

支持率低迷するシン首相、内閣改造を実施。停滞する各種の経済改革の進展が求められる

シン首相は 7 月 12 日、携帯 2G のライセンスに絡む汚職疑惑など政治スキャンダルが続いていたこと、インフレ率の高止まりや各種の経済改革に進捗がみられないことなどに対する国民の不満が高まっていたことなどで 11 年 1 月に続いて 2 回目の内閣改造を行った。事前の予想では、重要閣僚を含む大幅な改造を見込む向きもあったが見送られた。今回の改造で、内閣を構成する「主要閣僚（キャビネット・メンバー）」は 9 ポストが交代（5 名が新任、4 名が兼任）となったほか、内閣には含まれないが 1 人で省を担当する「独立国務相」は 4 名が新任などとなった（このほか、「主要閣僚」を補佐する「国務相」の 3 つのランクの大臣がおり、総計で大臣は 80 名を超える）。内訳をみると、環境アセスメントの厳格な適用で各種の開発事業の認可を大幅に遅らせ、産業界やその他の省庁の反発が強かったラメッシュ環境・森林相が地方開発相に変更となった。そのほか、汚職疑惑などでマラン繊維相など数名を更迭もしくはポストを交代させた。一方、汚職疑惑やインフレ対応などで野党が辞任を求めている内務大臣や財務大臣などを含む重要閣僚は留任となった。2012 年のウッタラ・プラデッシュ州やグジャラート州など重要州の州選挙などを意識したものであるが、政権浮揚に繋がるインパクトのある内閣改造との見方は多くないようだ。

一方、インドの事務次官会議（COS）は、7 月 22 日、外資系企業による複数ブランドの小売業への直接投資について、51%を出資比率の上限とした参入を認めた。現状は複数ブランドへの参入は認めておらず、単一ブランド（例えば、米ナイキなど）のみ 100%出資が可能となっている。米ウォルマートなど欧米の小売チェーン大手は卸売業などに既に参入し、将来的に小売業への参入に備えている状況だ。今後は内閣の承認を受けるとみられるが、中小零細の小売業者の失業に繋がるとして野党 BJP などが反発しており、認可までには紆余曲折が予想される。インド政府としては、外資の参入により雇用の増加に加えて、物流網の整備や高度化が進み、外資企業の在庫管理や物流ロスの減少などでインフレ抑制なども期待しているようだ。

シン首相は、09 年春の総選挙で圧勝し、安定政権のもとで各種の経済改革が進展するのではないかと期待が一時高まったが、国有企業の政府保有株の市場売却など一部進展はみられたものの、上記のような外資に対する規制緩和、税制改革、開発の促進などに政府のリーダーシップは発揮されなかったとの見方が多い。インフレ上昇や景気減速懸念など引き続き難しい政策運営が続くなかで、上記のような懸念に加えて、インフラ整備、治安改善（イスラム過激派や極左テロ）など、外資系企業にとっての投資環境の改善に向けて、改革のスピードアップが求められていると言えよう。

インド株は金融引き締めによる企業業績の鈍化懸念などで出遅れた展開続く

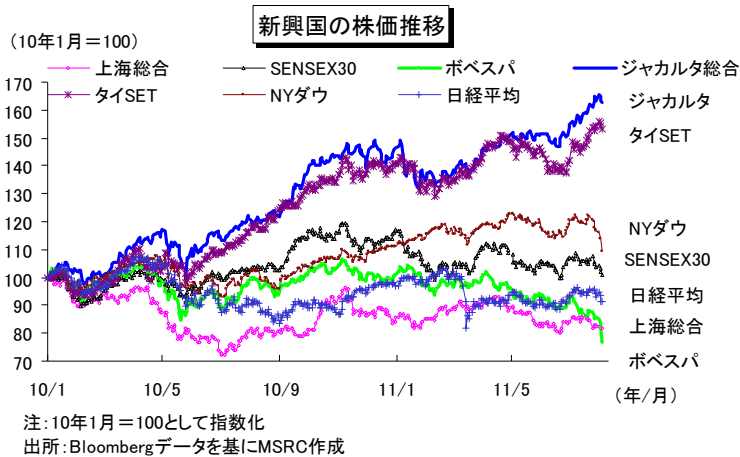
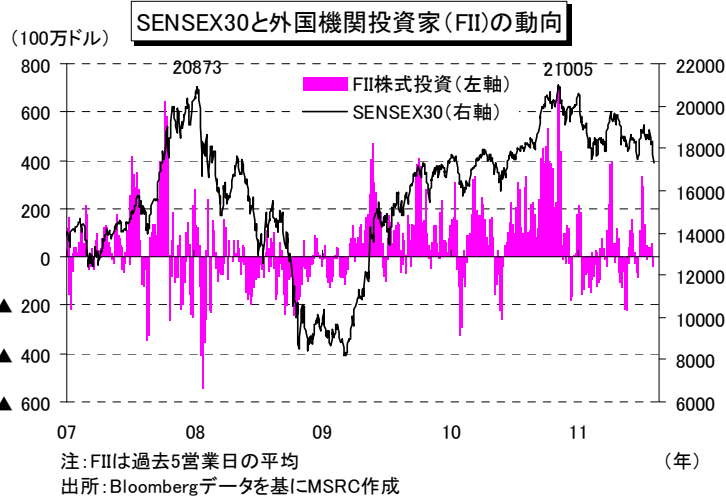
インド株式市場は、インフレ上昇による金融引き締めなどで企業業績の鈍化懸念が続いているほか、7 月下旬以降は、米国の債務上限引き上げ問題や米国債の格下げ懸念、欧州のソブリンリスクなどによる投資家のリスク回避で下落基調が続いており、SENSEX30 は 5 日の取引時間中に一時 17000 ポイント割れとなり、10 年 6 月以来の水準まで下落している。アジア各国のなかで先行して金融引き締めを行ってきたものの、インフレ圧力が引き続き高く新興国のなかでも比較的厳しい状況が続いている。実際、年初来の株価騰落率でみると、▲16%程度とソブリンリスクで揺れる南欧諸国やインフレ懸念が続いているブラジルなどに次いで下落率が大きくなっている。

今後については、①金融政策はインフレ率の高止まりが続いていることで、当面、追加引き締めの可能性がある、②企業業績は上記のように、景気の減速による売上の伸び鈍化やコスト上昇などで鈍化が続く、

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

ーなどから、短期的に上値の重い展開が続くとみている。今後の注目点としては、①米国株の急落を受けて、米FRBが8月のFOMCなどで追加金融緩和を行うのか、②原油価格の下落などが米個人消費の下支えに寄与し、米景気の減速懸念が徐々に後退していくのかーなどが挙げられる。そうしたなかで、原油価格など商品市況への資金流入が鈍化するというような状況が生じてくれば、インフレ上昇圧力の緩和などで相対的に出遅れているインド株が見直される可能性があるかとみている。11年末時点のSENSEX30の予想レンジは、15800～20000ポイント程度を想定している。◆



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

【金融商品取引法に係る重要事項】

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料（国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750%〔税込み〕、最低2,625円〔税込み〕の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等）をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号

加入協会：日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL: 03-5203-6501 FAX: 03-5203-6499

URL: <http://www.mizuho-msrc.com/>

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。