

2011年9月30日

広告審査番号 MFB162-110930

MSRC 審査番号 06-B-110930-05

## インド経済ウォッチ ( 11-07 )

インド株は金融引き締め懸念などで下値探りの展開か  
 ~インド経済・金融政策、株式市場見通し

投資調査部 折原 豊水

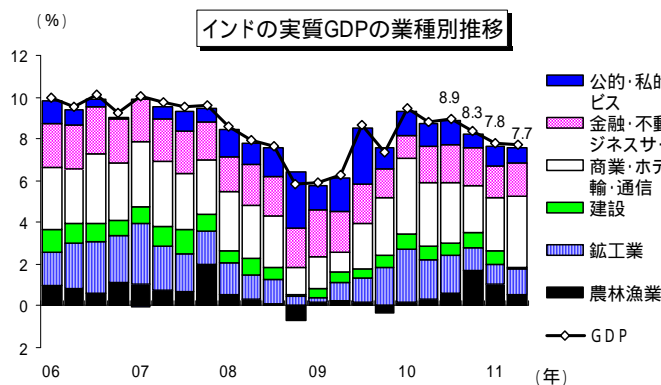
## &lt;ポイント&gt;

- ・ 11年4-6月期実質 GDP 成長率は前年比+7.7%と3四半期連続の鈍化
- ・ 欧米景気の減速の影響は相対的に低い、インフレ沈静化が景気の注目点
- ・ 中銀はタカ派的なスタンスを維持、次回10月も利上げの可能性が
- ・ インド株は金融引き締め懸念などで下値探りの展開か

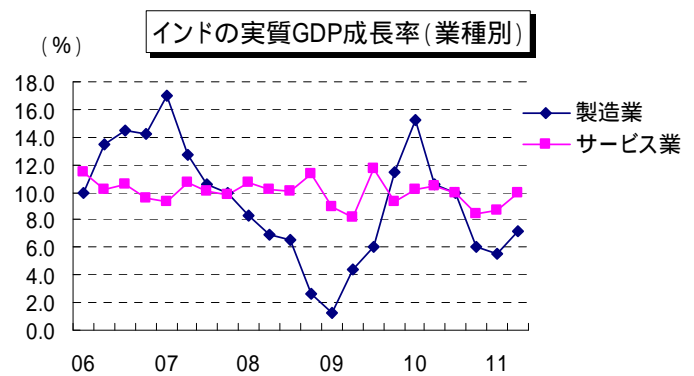
## 11年4-6月期実質 GDP 成長率は前年比+7.7%と3四半期連続の鈍化

11年4-6月期実質 GDP 成長率は前年比+7.7%と前期(同+7.8%)から小幅鈍化、3四半期連続で伸び率が低下している。業種別にみると、農林漁業が前年比+7.5% 同+3.9%、製造業が同+5.5% 同+7.2%、商業・ホテル・運輸・通信が同+9.3% 同+12.8%、金融・不動産・ビジネスサービスが同+9.0% 同+9.1%、公的・私的サービスが同+7.0% 同+5.6%などとなっている。

製造業は、当期は振れの大きい資本財生産などを中心に持ち直したものの、二ケタの伸びが続いていた昨年から見れば鈍傾向が続いている。金融引き締めや原材料コストの上昇などによる企業業績の鈍化懸念などで企業が設備投資に慎重になっていることなどが影響している。一方、全体の約6割を占めるサービス業は高い伸びが続いている。天候に恵まれ農業生産が良好であったことや、10/11年度(10年4月~11年3月)予算における農村部への補助金やインフラ投資などが農村部の所得・消費を下支えしていた形だ。前回のリーマン・ショック時にも、製造業が2ケタの伸びから09年1-3月期には前年比マイナスに陥るなど振れの大きい動きとなった一方、サービス業は10%台から8%台の減速に留まり、景気のバッファになっている。



注: 前年比寄与度、直近は11年4-6月期、要素価格ベース、04/05年基準  
 出所: DatastreamデータよりMSRC作成



注: 4-6月期時点 出所: CEICデータよりMSRC作成 (年)

## 欧米景気の減速の影響は相対的に低い

インドの場合、輸出・GDP 比率が1割台と低く、海外景気の減速の影響が相対的に小さい。欧米向け輸出比率が低下傾向にある一方、中国やASEAN、中東向けなどのシェアが上昇、付加価値の高い工業製品のシェアが低いことも欧米景気の振れにある程度強いことに繋がっている。

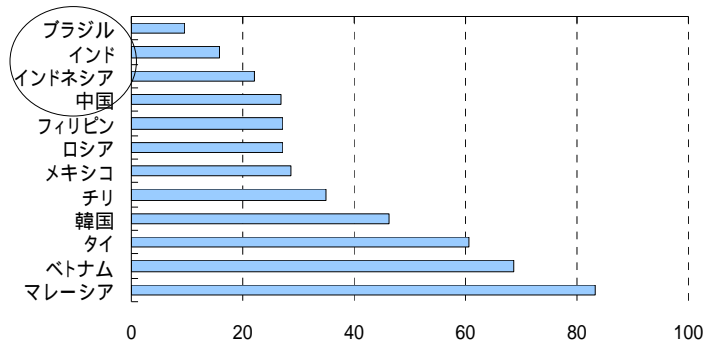
マネー(資本収支)の面では、短期の借り入れ(投機資金含む)のシェアは韓国など一部のアジアと異

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。

なり高くない。問題となっている南欧の金融機関からの借り入れなども極めて小さい。さらに外貨準備が豊富であることなどもあって欧米金融市場の混乱の影響は相対的には抑制されるのではないかと。

一方、国内の銀行貸出は10年末には前年比+26.7%まで伸びが拡大したあと、直近11年7月は同+18.7%まで鈍化しつつも、高い伸びが続いている。今後はインフレ抑制のための金融引き締めや景気の減速で不良債権比率の上昇などに留意したい。中銀統計によると11年3月時点の不良債権比率は2.3%と抑制されている。この点についても、外資系金融機関の貸出シェアは低く、国営銀行が全体の3分の2程度のシェアをもっており、海外金融市場の混乱の波及という点ではある程度バッファがあると言える。

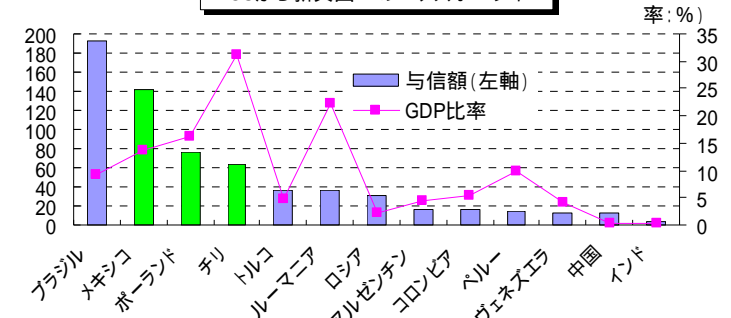
新興国の輸出GDP比率



注：輸出は貿易統計ベース、10年時点 出所：IMF、各国当局資料などよりMSRC作成

(10億米ドル)

PIIGSから新興国へのエクスポージャー



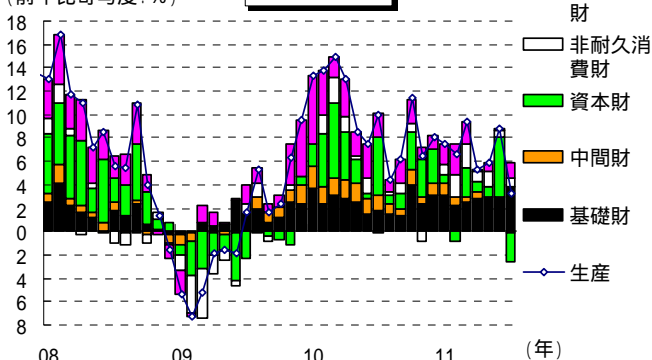
注：10年12月時点、貸出、債券、株式など、PIIGSはポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン  
出所：BIS資料を基にMSRC作成

### インフレの沈静化が注目点、景気モメンタムの回復は12年半ば以降か

直近7-9月期については、7月の鉱工業生産が前年比+3.3%と09年10月以来の低い伸びとなったことや、8月自動車販売が2ヵ月連続で前年割れとなるなど、製造業のモメンタム鈍化が続いている。中銀は9月定例会合でも追加利上げを行っており、金融引き締めの影響が続くことや財政も11/12年度予算で歳出の伸びが抑制されている（実質ベースでは前年度比マイナス）ことから、実質GDP成長率は7%台の伸びが当面、続こう。景気モメンタムが回復していくのは、インフレ鈍化に伴う金融引き締めが一巡し（12年以降）、実体経済への下押しの影響が剥落してくる12年半ば以降とみている。11/12年度のGDP成長率は前年比+7.6%、12/13年度は同+8.0%程度を想定している。

(前年比寄与度：%)

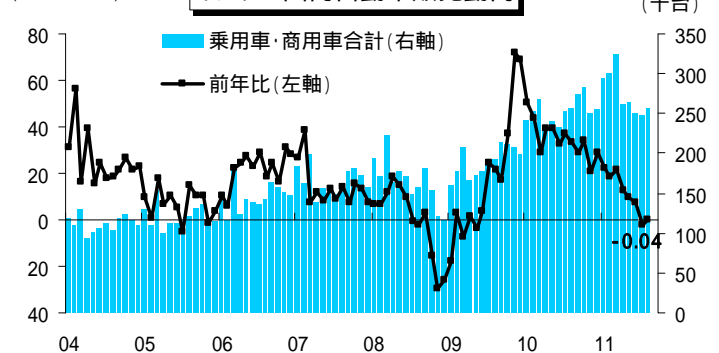
インドの生産



注：7月現在、04/05年=100  
出所：CEICデータよりMSRC作成

(前年比：%)

インドの国内自動車販売動向

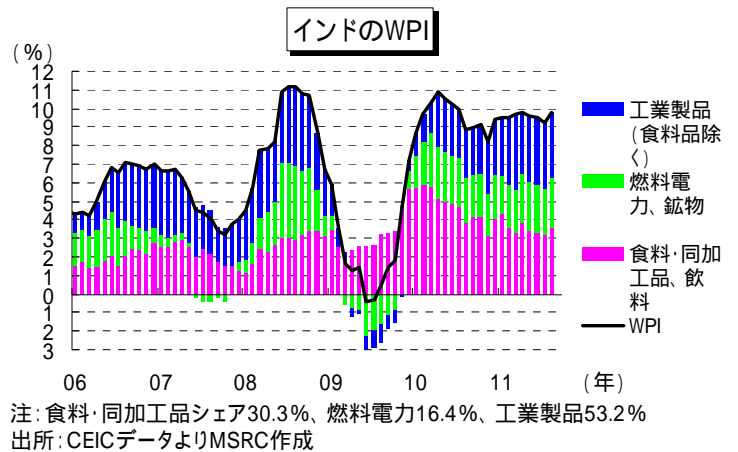
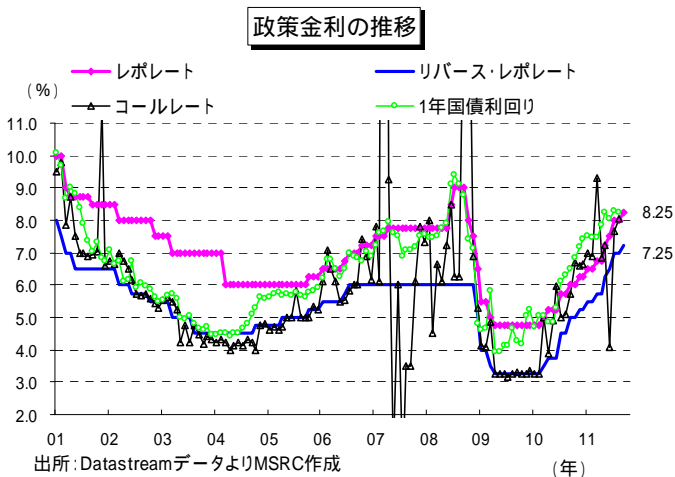


注：乗用車・商用車合計、8月時点、09年226万台、10年303万台  
出所：CEICデータよりMSRC作成

中銀はタカ派的なスタンスを維持、次回 10 月会合でも追加利上げの可能性が

インド準備銀行は 9 月の定例会合で政策金利を市場予想通り 25bp 引き上げ、政策金利(レポ)を 8.25% にすることを決定した。

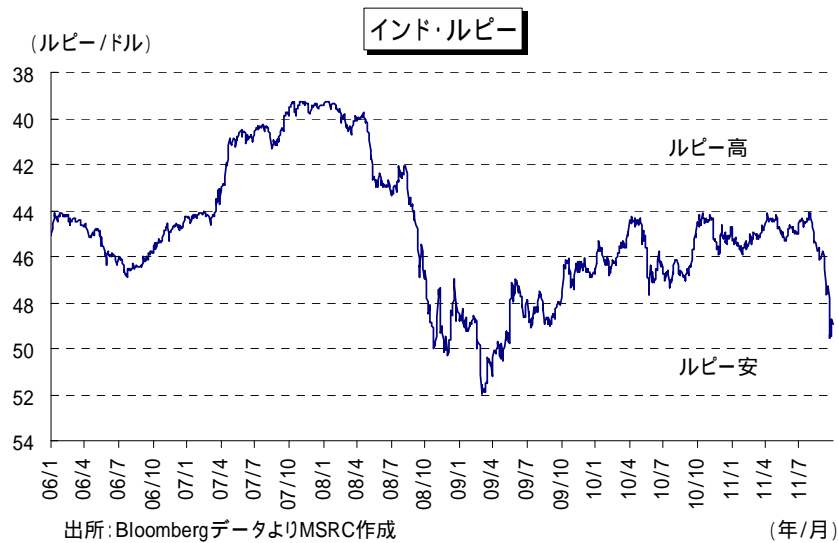
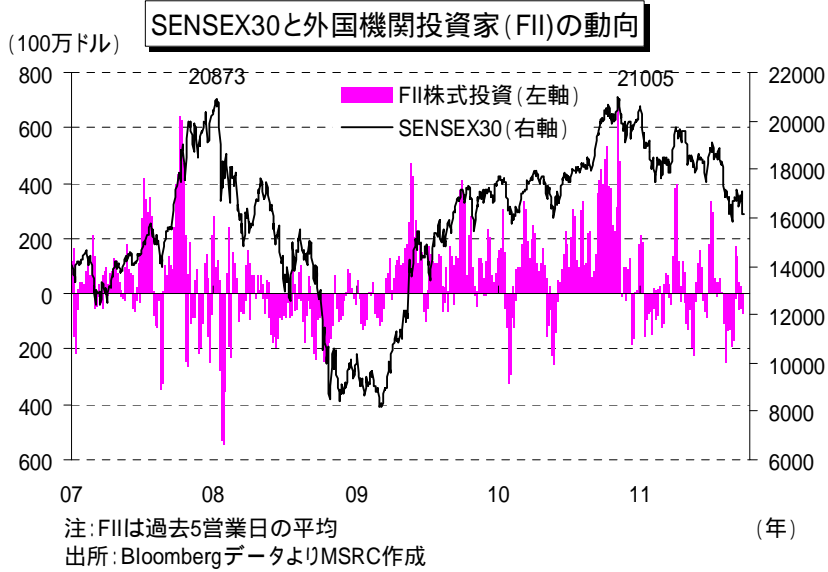
中銀は景気見通しについて、欧米金融市場の混乱による海外景気の減速や中銀の金融引き締めなどで、前回 7 月会合時に示した四半期レビューの予想(11/12 年度前年比 + 8.0% 程度)は、下方修正される可能性があるとした。一方、インフレ見通しについては、商品市況は騰勢一服しているものの、最終財への価格転嫁の動きが続くほか、供給サイドの制約が強かなかで需要も底堅いため、インフレ率は向こう数カ月は高止まりが続く。インフレ期待を抑制していくことが最大の課題であるとし、インフレ警戒姿勢を堅持するスタンスを示している。中銀としてはインフレ率が継続的に鈍化していることが確認されない限りは、金融引き締めスタンスを維持するとみられる。足元のインフレ率は 8 月が前年比 + 9.4% と 7 カ月連続で 9% 台の伸びとなっている。年内は 8~9% 程度の高い伸びが続くとみており、インフレの落ち着いた確認されるのは来年以降となろう。そのため、金融政策は次回 10 月 25 日の会合でも追加利上げが行われると予想している。



インド株は金融引き締め懸念などで下値探りの展開が

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、米国の債務上限引き上げ問題や米国債の格下げ、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 8 月初め以降に急落し、SENSEX30 は 8 月 26 日に 15848 ポイントの年初来安値をつけた。その後、9 月も 16000 ポイント台でのみ合いが続いている。

今後の見通しとしては、外部環境としては、欧州の債務問題を巡る金融市場の混乱が、10 月の欧州金融安定基金 (EFSF) の各国議会の承認やギリシャの第 2 次支援などが行われるのか、個別金融機関の資本増強が行われるのか - などを巡って、今しばらく神経質な展開が続こう。国内ではインフレ率の高止まりによる金融引き締めが企業業績の鈍化懸念となるとみられ、年末にかけて引き続きインド株は下値探りの展開が続くとみている。11 年 3 月末にかけての SENSEX30 の予想レンジは、14500~18000 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。