

2011年11月4日

広告審査番号 MFB162-111104

MSRC 審査番号 06-B-111104-02

インド経済ウォッチ (No.11-08)

インド景気・金融政策、為替見通し

～景気は減速、利上げ打ち止めを示唆、ルピーは下値不安も

投資調査部 折原 豊水

<ポイント>

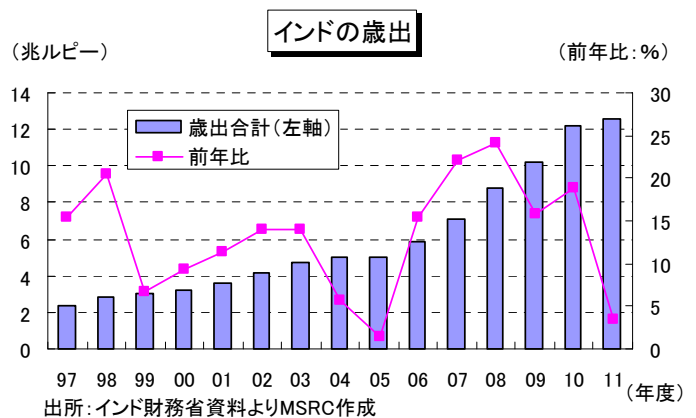
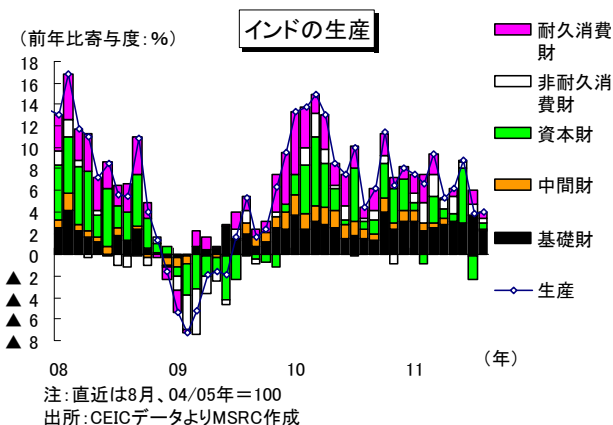
- ・ 景気は金融引き締めや歳出抑制などで緩やかな減速が続く
- ・ 中銀は利上げ打ち止めを示唆、金融緩和はインフレが鈍化する来年春以降
- ・ 銀行貸出は国営銀行中心で、外資依存度低い。国営銀行は不良債権の増加に備え増資発表
- ・ インド・ルピーの急落を受け、当局は ECB の限度額引き上げなど対応策を発表
- ・ ルピーは景気減速や投資家のリスク回避などで下値不安を抱えた展開か

景気は金融引き締めや歳出抑制などで緩やかな減速が続く

景気は、実質 GDP 成長率が 4-6 月期まで 3 四半期連続で鈍化しているが、7-9 月期以降も鈍化傾向が続いている。8 月鉱工業生産は前年比+4.1%と耐久消費財や資本財などを中心に低い伸びとなった。9 月の自動車販売も前年比+5.0%と緩慢な伸びとなっており、10 月のディワリ（インドの伝統的なお祭り）商戦も低調な結果になった模様だ。利上げによるローン金利の上昇やインフレによる購買力の低下、11 年度予算における歳出抑制（農村部・低所得層への支出含む）などで、個人消費が鈍化している。

財政については、11 年度予算（11 年 4 月～12 年 3 月期）は歳出が前年比+3.4%と抑制スタンスが示されたものの、11 年 4-9 月期累計では前年比+11.4%となっている。もっとも、石油製品関連の補助金の増加が影響しており、事前に予想された範囲内での悪化とみられている（国営石油会社の赤字の補填が遅れており、予算における補助金の想定が低かった）。また、インフレ率を考慮した実質ベースでは前年の +8%台から +2%台に大きく鈍化している。

今後の景気については今までの利上げの影響や歳出抑制などで 12 年前半にかけて減速しよう。金融政策は 12 年春以降、緩和に転じるものの、景気への下支えは 12 年後半以降になろう。また、12 年度予算案は 12 年 2 月下旬に発表されるが、歳入面では景気の減速に伴う税収の鈍化が続く一方、歳出は財政再建路線の維持の観点から、抑制スタンスが維持されるとみられ、財政面からの景気下支え効果は 11 年度同様に、限られよう。以上を踏まえると、12 年度の実質 GDP 成長率は 7%台の成長となり、03～10 年度の平均成長率（8.5%）を下回ろう。



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。

中銀は利上げ打ち止めを示唆、金融緩和はインフレが鈍化する来年春以降か

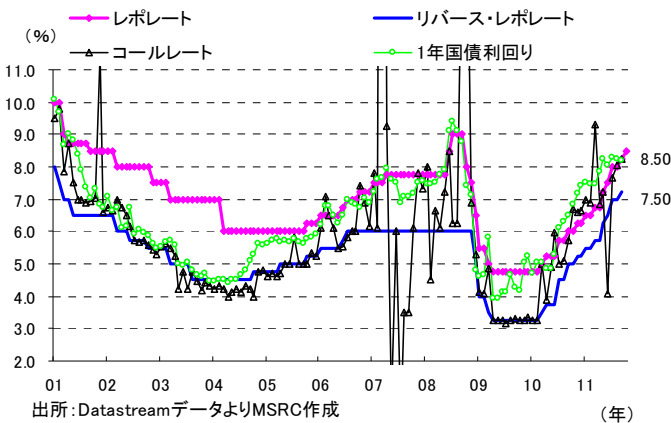
インド準備銀行は10月25日の定例会合で政策金利を市場予想通り25bp引き上げ、政策金利（レポ）を8.50%にすることを決定した。10年3月以降の利上げ幅は375bpとなった。

中銀は今回、高水準で推移しているインフレ率の抑制などの観点から追加利上げを行った。もともと、景気は明らかに減速しており、インフレ率は引き続き高いものの、12月より鈍化に転じるとの見方を示した。そうしたうえで、インフレが鈍化傾向に転じれば、景気のリスクに対する必要な配慮をすることが可能になるだろうと述べた。次回12月16日の会合以降、金利据え置きに転じ、インフレ率の鈍化傾向を確認したうえで、先行きは金融緩和を行う可能性を示唆したと言えよう。

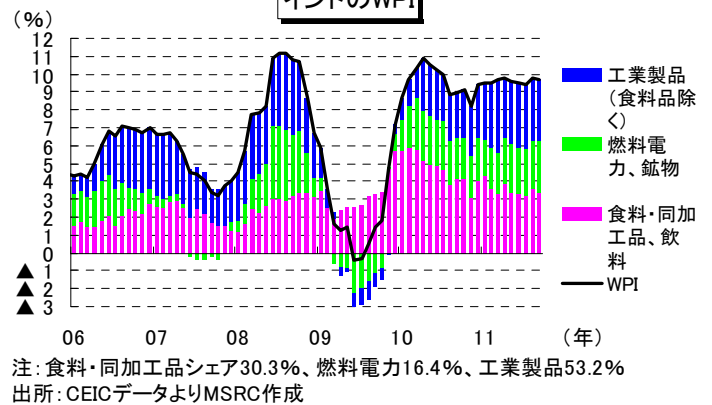
インフレについては、9月の卸売物価（WPI）が前年比+9.7%と12ヵ月連続で9%台の伸びとなっている。食料品は農業生産の回復でやや騰勢は和らいできているものの、石油製品など燃料価格の上昇や、化学製品や鉄鋼など工業製品の伸びの拡大が続いている。今後については、商品市況の騰勢一服や前年のベース効果などから、10-12月期以降は伸びが緩やかになり、12年3月時点では7%半ばまで低下していくと予想している。

以上を踏まえると、今後の金融政策の見通しとしては、景気の減速やインフレ率の鈍化傾向を受けて、12年春以降、緩やかな利下げを行うと予想している。ただ、景気が減速しつつも7%台の成長となるうえ、インフレ期待が十分沈静化していないなかでの利下げは中期的なインフレリスクを高める結果になる。中銀も指摘しているように、農業生産の増加や各種のインフラ整備、外資などの直接投資の増加などを通じて、製造業の競争力を向上させ、中期的なインフレ圧力を緩和していく努力が求められる。

政策金利の推移



インドのWPI



銀行貸出は国営銀行中心で、外資依存度低い。国営銀行は不良債権の増加に備え増資発表

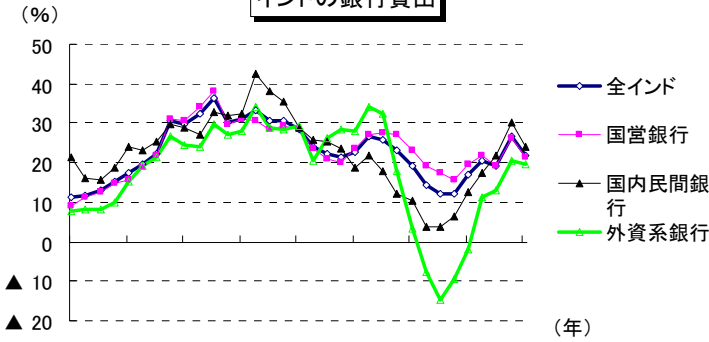
銀行貸出は、8月は前年比+20.1%と昨年末をピークに伸びが低下している。金融引き締めに伴う需要の鈍化が影響している。今後は、景気減速とローン金利の上昇で、不良債権の増加などが銀行の貸出姿勢に与える影響などにも留意が必要だ。実際、インド最大手の国営銀行、ステイト・バンク・オブ・インド（SBI）は不良債権比率（グロス）が3.5%と足元やや上昇していることをうけて、10月初めに500億ルピー（約10億ドル）の増資を発表している。今後、政府からの1400億ルピーの資金注入を含め、2000億ルピーの増資を検討している模様で、不良債権の増加に備える。

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。

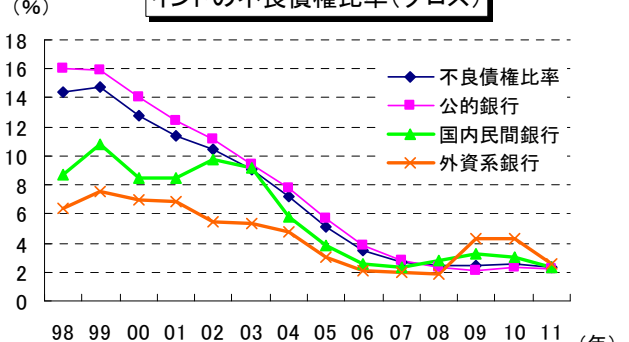
銀行セクターについては、貸出ベースで国営銀行が全体の約77%、国内の民間銀行が約18%、外資は5%程度となっており、国営銀行のシェアが圧倒的となっている。なお、外資系はシティバンクなど米英系のシェアが大きく、ユーロ圏の銀行のシェアは小さい。国内民間銀行については、ICICI銀行が海外へのエクスポージャーが大きい。英国や北米の支店におけるインド系企業に対する貸出などが太宗となっているようだ。前回リーマン・ショック時には、外資系銀行などが貸出を大きく減らしたものの、国営銀行を中心に全体では貸出は2ケタの伸びを維持した。景気の減速に伴って、貸出は緩やかに鈍化していくとみている。

インドの銀行貸出



注：貸出シェアは国営が77%、国内民間が18%、外資が5% (11年3月)
出所：インド中銀資料よりMSRC作成

インドの不良債権比率(グロス)



注：各年3月時点 出所：CEICデータよりMSRC作成

インドの銀行の総資産ランキング

銀行名	資本	総資産		貸出	不良債権比率 (グロス、%)	自己資本比率 (パーセルII、%)	総資産利益率 (ROA、%)	株式保有シェア(%)	
		1000万ルピー	シェア					インド政府	海外投資家
1 ステイト・バンク・オブ・インド	国営	1,223,736	17.0	756,719	3.3	12.0	0.7	59.4	13.8
2 ICICI 銀行	民営	406,234	5.7	216,366	4.6	19.5	1.4	0	66.3
3 パンジャブ国立銀行	国営	378,325	5.3	242,107	1.8	12.4	1.3	57.8	19.1
4 パロダ銀行	国営	358,397	5.0	228,676	1.4	14.5	1.3	53.8	17.1
5 バンク・オブ・インド	国営	351,173	4.9	213,096	2.3	12.2	0.8	64.5	15.6
6 カナラ銀行	国営	336,079	4.7	212,467	1.5	15.4	1.4	73.2	11.7
7 HDFC銀行	民営	277,353	3.9	159,983	1.1	16.2	1.6	0	45.6
8 IDBI Ltd	国営	253,377	3.5	157,098	1.8	13.6	0.7	52.7	8
9 アクシス銀行	民営	242,713	3.4	142,408	1.1	12.7	1.7	0	42.1
10 ユニオン・バンク・オブ・インド	国営	235,984	3.3	150,986	2.4	13.0	1.1	55.4	17.5
11 セントラルバンク・オブ・インド	国営	209,757	2.9	129,725	1.8	11.6	0.7	80.2	5.2
12 Indian Overseas 銀行	国営	178,784	2.5	111,833	2.8	14.6	0.7	61.2	9.3
13 UCO 銀行	国営	163,398	2.3	99,071	3.2	13.7	0.7	63.6	3.1
14 オリエンタル商業銀行	国営	161,343	2.2	95,908	2.0	14.2	1.0	51.1	15.2
15 シンディケート銀行	国営	156,539	2.2	106,782	2.4	13.0	0.8	66.5	4.1
16 Allahabad 銀行	国営	151,286	2.1	93,625	1.8	13.0	1.1	55.2	13.1
17 コーポレーション銀行	国営	143,509	2.0	86,850	0.9	14.1	1.2	57.2	4.5
18 インディアン・バンク	国営	121,718	1.7	75,250	1.0	NA	1.5	80	12.9
19 シティ・バンク	外資	111,586	1.6	40,597	2.1	17.3	1.4	NA	NA
20 Andhra 銀行	国営	108,901	1.5	71,435	1.4	14.4	1.4	51.6	13.1
21 ハイデラバード国立銀行	国営	106,698	1.5	64,720	1.8	14.3	1.2	SBI傘下	0
22 スタンダード・チャータード・バンク	外資	106,683	1.5	49,201	2.3	11.9	2.4	NA	NA
23 HSBC Ltd	外資	91,148	1.3	27,401	3.6	18.0	1.7	NA	NA
24 United Bank of India	国営	90,041	1.3	53,502	2.5	11.2	0.7	84.2	1.2
25 ビジャヤ銀行	国営	81,691	1.1	48,719	0.3	13.9	0.7	53.9	5.2

注：2010年度(11年3月)時点、総資産シェアでは国営が73.7%、民営が19.5%、外資が6.9%
出所：インド銀行協会資料よりMSRC作成

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の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。

インド・ルピーは下値不安を抱えた展開か

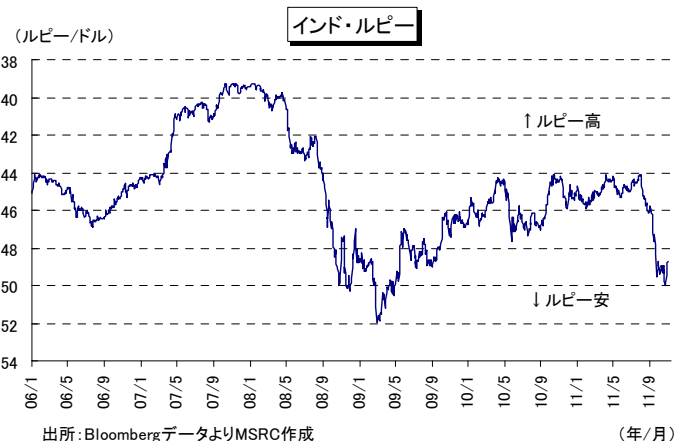
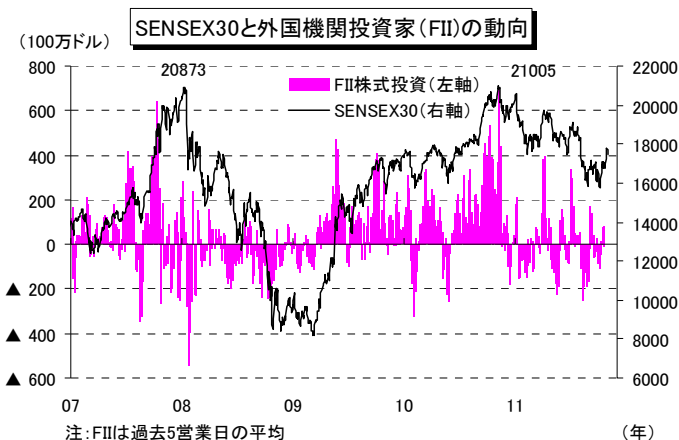
インド・ルピー相場は8月初め以降、欧州のソブリン問題などを受けた投資家のリスク回避で、9月下旬にかけて10%を超える急落となった。海外投資家による株式投資は8月から9月の2ヵ月間で約▲25億ドルの流出超、一方、債券投資は+5億ドルの流入超になっている。ちなみに、前回リーマン・ショック時の08年10-12月期の証券投資は▲58億ドルの流出超であり、今回も株式を中心に資金が流出したと言える。

そのほかでは短期借り入れ（期間1年未満）の動向に留意が必要である。インドの対外債務は約3170億ドルで、外貨準備の3180億ドルと概ねバランスしており、そのうち約2割が短期債務となっている。前回リーマン・ショック時には、海外金融機関のリスク回避などで、09年半ばにかけて▲83億ドル減少（GDP比0.7%）した。貿易金融などに支障が出る可能性もあったため、インド政府は外貨準備や中銀の流動性供給などで支援している。

今回も欧州のソブリンリスクなどで証券投資に留まらず、欧州金融機関から新興国への貸出などに影響が出るのか懸念されている。BIS統計によるとインドの海外金融機関からの与信（銀行債権）は3160億ドル、GDP比19.4%となっている。そのうち、欧州金融機関については、GDP比9.1%で、その半分が英国である。米英で全体の半分近くを占める。PIIGSからは同0.2%と低い。ユーロ圏の金融機関の資本不足懸念が英米などに波及しないのかに留意したい。

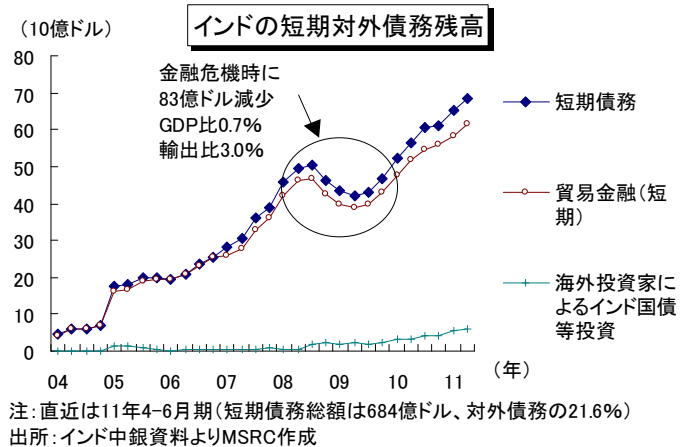
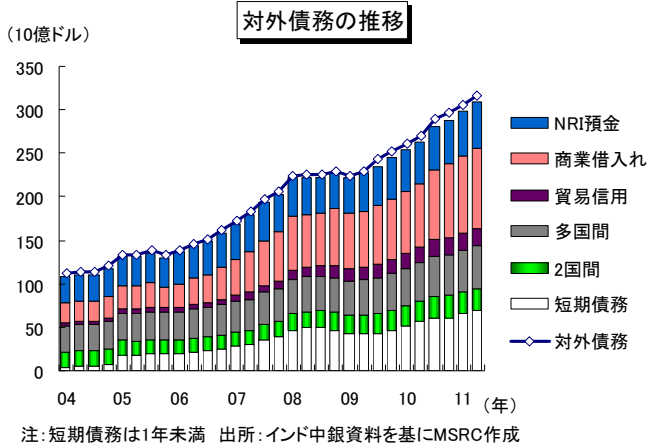
インド政府は、ルピーが急落した8月以降、為替介入を示唆するなど口先介入を実施している（実際に介入に踏み切ったとの見方は今のところ少ない）。そのほか、9月下旬には、インド企業の海外からの資金調達の支援のため、対外商業借り入れ（ECB）の上限額を5億ドルから7.5億ドルへ50%引き上げた。また、10月下旬には財務省が、海外投資家による債券投資の上限額を引き上げることを検討するとコメントした。債券投資については、外国人全体で、インド国債が100億ドル、社債が400億ドルと保有の上限が決められている。この間、段階的に上限額は引き上げられてきたが、ルピー安を抑制する手段として検討されているとみられる。インドの場合、管理変動相場制をとっており、証券投資や対外借り入れなど資本規制が残っている。通貨当局はルピーの変動が大きくなると、為替介入に加えて、資本規制を頻繁に変更することで、為替のボラティリティの抑制を図ってきた。

今後のインド・ルピーの見通しとしては、景気の緩やかな減速が続くことや欧州のソブリンリスクの問題などが燻っていることから、短期的に下値不安を抱えた展開が続くとみている。GDP比率で8%程度の貿易赤字やインフレ格差、財政赤字など中期的なルピーの売り材料が続くなかで、外部環境の不透明感で投資家のリスク姿勢が慎重な場面では、ルピーは弱含みややすい。もっとも、インフレ率が鈍化に転じ、金融緩和の可能性が高まる来年春先以降は、一旦反発の可能性があるとみられる。



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。



新興国向け銀行債権

	銀行債権(10億ドル)			名目GDP比(%)		
	合計	欧州	PIIGS	合計	欧州	PIIGS
ハンガリー	140	126	25	107.4	96.7	19.2
ポーランド	324	302	100	69.1	64.3	21.3
マレーシア	155	64	0	65.2	27.0	0.1
チリ	128	93	67	63.0	45.5	32.9
豪州	666	320	10	53.8	25.8	0.8
カタール	63	40	3	49.3	31.3	2.4
台湾	186	94	0	43.3	21.9	0.1
メキシコ	399	245	152	38.6	23.7	14.7
南ア	135	114	2	37.1	31.5	0.6
韓国	371	179	2	36.6	17.7	0.2
トルコ	226	171	56	30.7	23.2	7.6
タイ	96	25	0	30.0	8.0	0.0
ペルー	45	22	16	29.5	14.5	10.4
ブラジル	561	396	219	26.8	19.0	10.5
ベトナム	24	12	0	23.6	11.2	0.1
インド	316	148	3	19.4	9.1	0.2
フィリピン	38	18	0	19.2	9.0	0.2
インドネシア	115	46	1	16.2	6.5	0.2
ロシア	217	170	31	14.7	11.5	2.1
サウジ	61	47	1	13.6	10.4	0.2
アルゼンチン	44	33	18	11.9	8.8	5.0
中国	661	268	17	11.3	4.6	0.3
ヴェネズエラ	25	18	14	8.6	6.2	4.9
パキスタン	14	12	0	8.1	6.8	0.0

注: 11年2Q時点 出所: BIS資料よりMSRC作成

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。