

2011年12月12日

広告審査番号 MFB162-111212

MSRC 審査番号 06-B-111212-01

## インド経済ウォッチ ( 11-09 )

## 11年度の成長率は6%台に鈍化か、資金繰り支援策を発表

～インド景気・金融政策、株式市場見通し

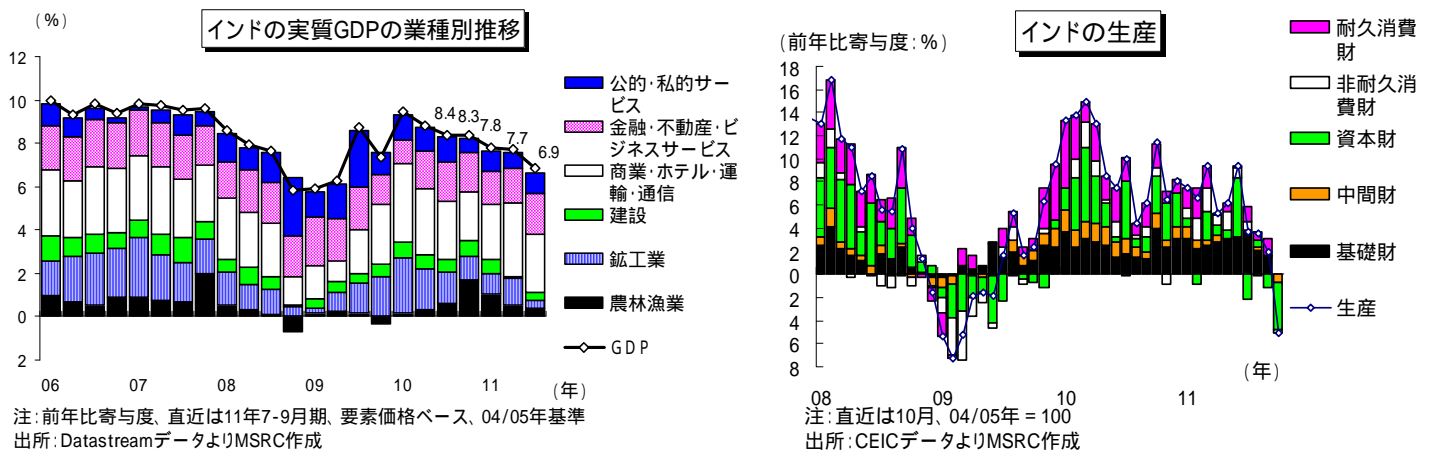
投資調査部 折原 豊水

## &lt;ポイント&gt;

- ・ 景気は製造業を中心に減速感が強まる。11年度実質 GDP は6%台の可能性が
- ・ 財務大臣は景気対策を示唆も、財政赤字などで規模は限られるとコメント
- ・ 11月インフレ率は鈍化に転じ、12月中銀会合は様子見姿勢に転じる見込み
- ・ インフレ圧力と金融市場のタイト化で難しい舵取り続く当局、資金繰り支援・ルビー安対策を発表
- ・ インド株は景気減速や投資家のリスク回避で当面、下値不安を抱えた展開か

## 景気は製造業を中心に減速感が強まる。11年度実質 GDP は6%台の可能性が

7-9月期実質 GDP 成長率は前年比 +6.9%と前期の同 +7.7%から6四半期連続の鈍化となった。インフレ抑制のための金融引き締めに加えて、欧州債務問題や海外景気の減速懸念によるマインドの悪化などで、製造業が同 +7.2%から同 +2.7%に大きく鈍化したことが大きい。また、鉱業も鉄鉱石の違法採掘に対する一部の鉱区閉鎖などで同 2.9%と09年1-3月期以来のマイナスになった。一方、サービス業は金融・不動産・ビジネスサービスなどを中心に同 +9.3% 同 +8.9%とやや鈍化したものの、製造業の落ち込みを下支えした(GDPに占める製造業など第2次産業のシェアは26%、サービス業は56%、農林漁業は18%)。なお、需要サイドの実質 GDP も、前年比 +6.7%で前期の同 +8.5%から鈍化した。個人消費が同 +6.3% 同 +5.9%、総固定資本形成が同 +7.9% 同 0.6%などとなっている(需要サイドは誤差が大きいため、ヘッドラインは業種別 GDP となっている)。



10-12月期については、10月鉱工業生産が前年比 5.1%と09年6月以来のマイナス成長に陥った。事前の市場予想(同 0.7%)からも大きく下ぶれている。設備投資関連の資本財が前年比 6.5% 25.5%とリーマン・ショック時を上回る大幅なマイナスとなったほか、耐久消費財が同 +9.2% 0.3%と急減速し、中間財(同 4.7%)や基礎財(同 0.1%)もマイナスとなった。資本財は元々振れが大きく、統計上の精度に対する懸念が中銀などから示されていた。鉱工業生産は直近、基準改定が行われたが資本財の動きなどからすれば、あまり効果がなかったようだ。耐久消費財については、インフレ・金融引き締めに伴う景気の減速が続くなかで、10月のディワリ(インドの代表的なお祭り)商戦が低調だったことや、

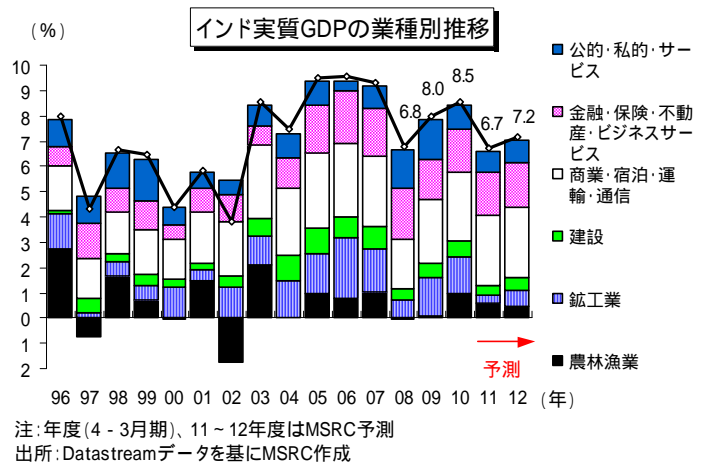
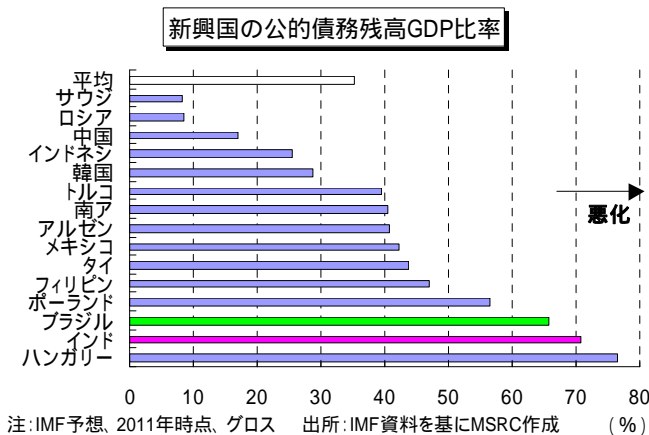
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

10月自動車販売が最大手のマルチ・スズキのストライキに伴う工場の稼働率低下などで前年比 13.4%と下ぶれたことなどが大きい。11月の自動車販売はストライキの収束で前年比+12.9%と持ち直したが、均してみると前年比横ばい程度に留まっている。そのほか、インフレ上昇による購買力の低下などで日用品など非耐久消費財のマイナスが続いている。11月は振れの大きい資本財のリバウンドや自動車販売の持ち直しで一旦、回復するとみられるが、10-12月期の鉱工業生産は前期に続いて低調な結果になる可能性が高くなったと言えよう。

**財務大臣は景気対策を示唆も、財政赤字などで規模は限られるとコメント**

ムカジー財務大臣は12月9日、11/12年度予算(11年4月~12年3月期)における財政赤字GDP比率の4.6%は達成が困難になっていると述べた。景気減速による税収減や石油製品などへの補助金が想定を上回っていること、国有企業株式の売却も株式市場の低迷で当初計画の4000億ルピーから、114億ルピーに留まっていることなどが要因となっている。財務大臣は、内外景気の減速が強まった場合には、リーマン・ショック直後のように財政面からの景気刺激策を検討する可能性があるとしつつも、財政状況などを考慮すれば、景気刺激策の規模が限られることを示唆している。12年2月下旬に発表される12/13年度予算案では、景気刺激策と財政再建の両立という難しい舵取りを迫られる可能性がある。

今後の景気については、金融政策はインフレ率(WPI)が11月に入ってようやく鈍化の兆しがみられるものの、中銀が金融緩和に転じるのは12年春以降とみられること、財政面でも高水準の財政赤字を抱えるなかで、歳出拡大による景気刺激策は自ずと限られること、輸出は7-9月期まで4四半期連続で前年比+20%を超える高い伸びが続いているが(貿易相手国の景気・輸入動向からすれば、統計上の精度に問題があるとの指摘が多い)10月の輸出(貿易統計)は前年比+10.8%と同+36.2%から減速しており、今後も鈍化傾向が続くことなどを考慮すると、12年後半にかけて景気の減速が続くとみられる。11年度(11年4月~12年3月期)の実質GDP成長率は前年比+6.7%、12年度は同+7.2%程度と、03~10年度の平均成長率(8.5%)を下回る状況が続くと予想している。

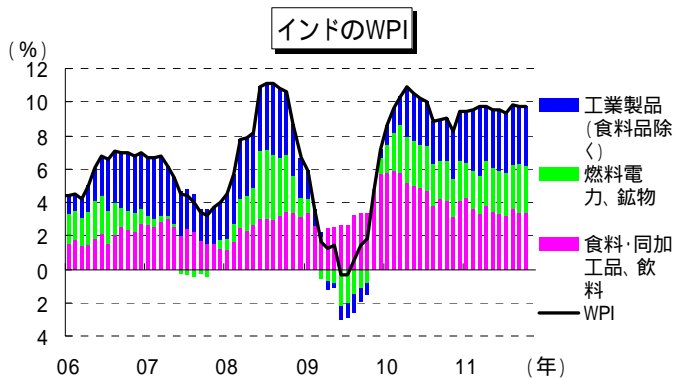


**11月インフレ率は鈍化に転じ、12月中銀会合は様子見姿勢に転じる見込み**

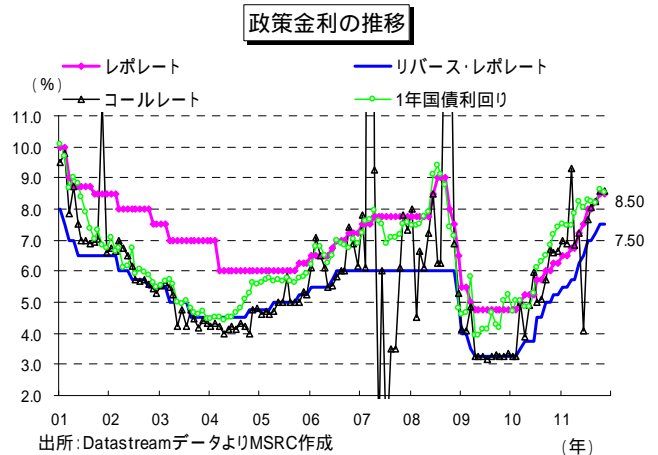
12月14日に発表される11月のインフレ率(WPI)は第4週までの週次の結果からすれば、前月の前年比+9.7%から同+9.1%程度に鈍化するとみられる。インフレ率が目立って前月から鈍化するのは直近では初めてとなる。一次産品が野菜や小麦など食料品を中心に前年比+11.4% 同+9.0%程度に鈍化することが大きい。一方、燃料・電力は前年比+15.5%程度と伸びが拡大、工業製品も同+7.5%程度と前月並みが見込まれる。

先行きについては、食料品価格が夏場の天候が良好だったことから、騰勢一服の動きが続く一方で、ドバイ原油価格の高止まりやインド・ルピーの急落などが、石油製品の下支え要因として懸念される。景気減速が続くなかでも今までの川上部門の物価上昇が工業製品などに波及することで、インフレ率の鈍化傾向がはっきりと確認されるのは、12年春以降とみている。

インド準備銀行（以下、中銀）は、前回10月会合において25bpの利上げを行ったものの、内外景気の減速が続くなかで、先行きは利上げ打ち止めを示唆していた。その後発表されたGDPや生産などの経済指標の弱含みや11月のインフレ率の結果などからすれば、12月16日に行われる定例会合では、政策金利は8.25%で据え置かれるとみられる。



注：直近は10月、食料・加工品シェア30.3%、燃料電力16.4%、工業製品53.2%  
出所：CEICデータよりMSRC作成



出所：DatastreamデータよりMSRC作成

### インフレ圧力と金融市場の神経質な動きで難しい舵取り続く当局、ルピー安・資金繰り支援策を発表

インドの短期金融市場は、利上げや景気減速による不良債権の増加を受けた国営銀行の資本増強の動き、欧州債務問題による海外投資家の株式投資の売り越しやインド企業による貿易絡みのドル需要の強まり、インド・ルピーの急落などもあって、やや神経質な状況になってきているようだ。一部の銀行の資金繰り懸念などが現地報道されており、中銀は11月にレポによる資金供給を18.7兆ルピーと10月から倍増させた（前年同月比でも+3割弱の増加）。一方、中銀副総裁は12月8日、流動性の供給のみならず、預金準備率の引き下げなどの可能性も出てきていることについて、インフレ圧力が続くなかでの金融緩和に転じるとのスタンスを示すことは時期尚早との見方を示唆している。インフレ圧力の抑制と金融市場の資金需給の改善という相反する対応を同時に行わなければならないようになっており、リーマン・ショック前後の状況にやや似てきていると言える。

インド財務省は株価の下落やルピーの急落などでインド企業の資金調達環境が悪化していることを受けて、対応策を発表した。9月23日には対外商業借り入れ（ECB）の借り入れ上限額の引き上げ、11月15日には貿易信用に絡む上限金利の引き上げ、同23日にはECBの上限金利の引き上げや在外インド人向け預金金利の上限金利の引き上げなどである。インド企業の資金調達支援やルピー安圧力の緩和などを目的にしたものである。なお、前回の金融危機時にも同様な対応が実施されている。為替の介入については、ルピーの変動が大きくなった場合には景気や金融市場への影響を考慮し、介入を行う用意があるとの口先介入を行っているが、実施の有無については明らかにしていない（中銀公表分は9月まで）。市場では11月には介入を実施したとの観測が燃えている。

金融政策については、上記のようなファンダメンタルズや金融市場の動向などを踏まえれば、12年以降まず預金準備率の引き下げなどを実施し、インフレ鈍化を受けて12年春以降、利下げに転じると予想している。

### 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。

当局による外貨資金調達支援や通貨安抑制に向けた対応

日付	項目	主な内容
9月23日	対外商業借り入れ(ECB)の規制緩和	産業部門はECBの自動認可ルートの上限が5億から7.5億ドルに上げ 特定のサービス部門も1億ドルから2億ドルに引き上げ
11月15日	輸入に関する貿易信用の上限金利上げ	借り入れ金利を6ヵ月Libor+200bpsから350bpsに上げ (借り入れ期間は1年未満及び1年～3年対象)
	輸出に関する貿易信用の上限金利上げ	借り入れ金利を6ヵ月Libor+200bpsから350bpsに上げ (180日以下など、細則あり)
11月23日	対外商業借り入れ(ECB)の上限金利上げ	期間3年から5年について、libor+300bpsを350bpsに上げ 5年以上は500bpsで据え置き
	在外インド人向け預金金利引き上げ	ルピー建て定期預金(NRE:1～3年物)はlibor+175bpsから275bpsに上げ 外貨建て預金(FNCR)はlibor+100bpsから125bpsに上げ

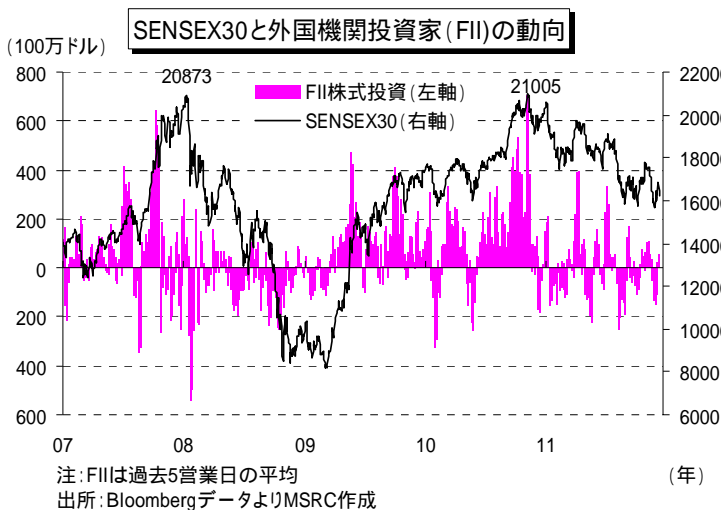
出所:インド中銀資料よりMSRC作成

インド株は景気減速や投資家のリスク回避で当面、下値不安を抱えた展開か

インド株式市場は SENSEX30 が 11 月下旬には 15478 ポイントと昨年来安値を更新したあと、11 月下旬の日米欧の当局による流動性強化策の発表などによる投資家のリスクテイクで一旦持ち直したものの、12 月中旬にかけては 15000 ポイント台まで下落するなど、軟調な展開が続いている。背景には、金融政策の様子見姿勢が続き、景気や企業業績の減速懸念が燻っていること、不良債権の増加や短期金融市場の資金需給の逼迫などが銀行セクターの重石となっていること、ルピーの下落基調が続いていることなどが挙げられよう。海外投資家(FII)によるインド株投資は11月下旬には12億ドルの売り超となっている。

インド・ルピーは、為替市場の規模が小さいなかで海外投資家の株式の売り越しに加えて、貿易絡みのドル需要の増加(輸入企業のドル確保と輸出企業のドルからルピーへの交換の遅延)や短期借り入れ環境の悪化懸念などが影響し、対ドルでは52.5ルピーと11月下旬につけた史上最安値近辺で推移している。

今後の株式市場の見通しとしては、景気の減速が続くことや欧州債務問題による投資家のリスク回避、為替市場の不安定な動きなどで、短期的に下値不安を抱えた展開が続こう。株式市場が下げ波りの展開に転じるのは、金融緩和を受けた12年春以降とみている。12年6月末にかけてのSENSEX30の想定レンジは、14000～18000ポイント程度と予想している。



**【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。