

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 2019年 3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とは関係がありません。

イーストスプリング・インドアワー 2019年3月号

1. 2019年2月までのTOPIC

10-12月期の実質GDP成長率 ～市場予想をやや下回る～

国営銀行への資金注入が継続 ～財務基盤を強化～

2. 2019年2月のマーケットの振り返り

株式：地政学的リスクの高まりから下旬にかけて調整

（ご参考）インドとパキスタンの紛争の歴史

（ご参考）規模別株式指数のバリュエーションと消費関連指数

為替：原油価格は安定、インドルピーにはプラス効果

債券：金融政策スタンスの変更、政策金利の引き下げを好感

（ご参考）インドの実質金利は主要新興国の中でも高水準

（ご参考）株式・債券市場への海外からの資金流出入額の推移

3. 今後の注目点

過去の総選挙前後の株式市場 ～前後半年間は各年上昇～

TOPIC

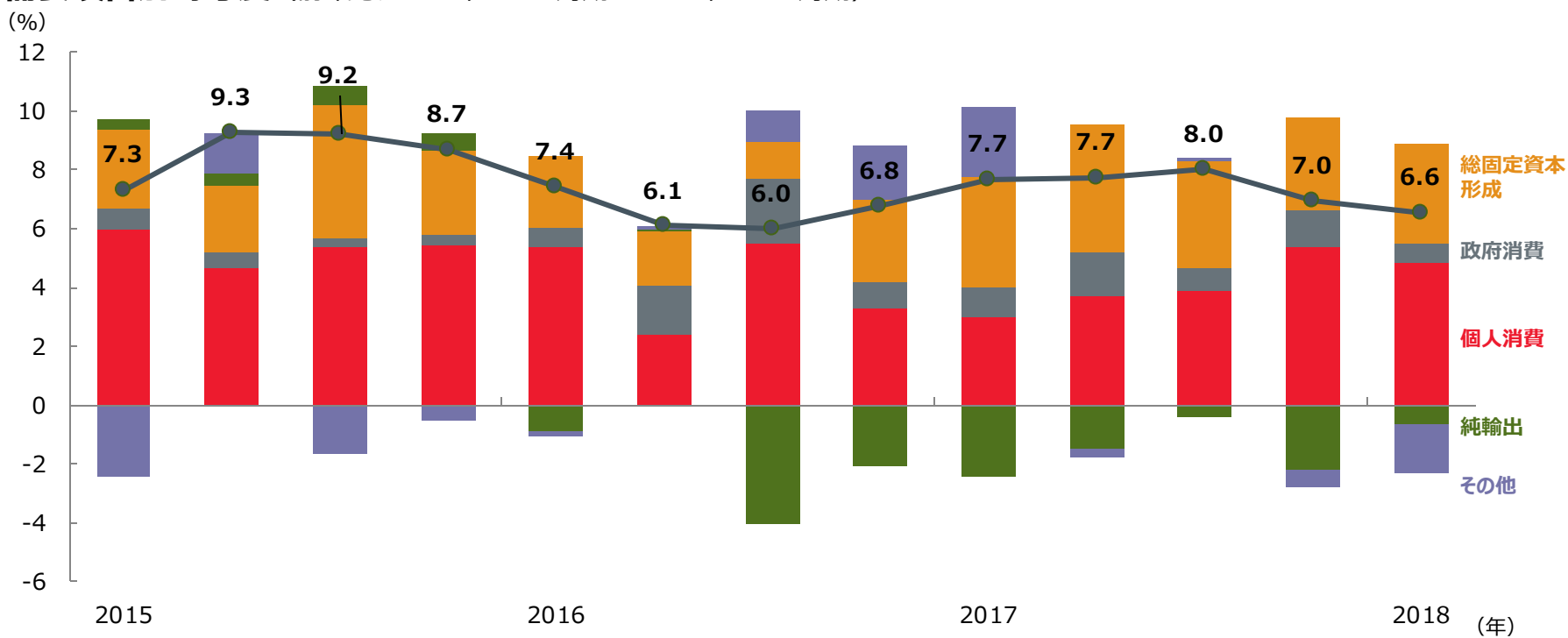
市場環境

今後の注目点

10-12月期の実質GDP成長率 ～市場予想をやや下回る～

- 2月28日に発表された2018年10-12月期実質GDP成長率は+6.6%（前年同期比、以下同）となりました。市場の事前予想である+6.7%をやや下回る結果となり、前期の+7.0%から減速しました。
- 需要項目別では、総固定資本形成（政府・民間の設備投資や建設投資）が二桁台の高い伸びを維持し、寄与度では同+3.4%となった一方、政府消費は減速しました。また、GDPの5割以上を占める個人消費の伸びにも減速が見られ、寄与度は同+5.4%から同+4.9%に低下しました。産業別では、建設業の伸びが大きく加速したものの、農業や公的サービス・防衛・その他の伸びは減速しました。

需要項目別寄与度（前年比、2015年10-12月期～2018年10-12月期）



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

● 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。

TOPIC

市場環境

今後の注目点

国営銀行への資金注入が継続 ～財務基盤を強化～

- インド財務省は、2017年10月に2年間で2.11兆ルピー（約3.3兆円*）の国営銀行に対する資本注入策を発表し、着実に実行しています。直近では、2018年12月に国営銀行7行への2,862億ルピーの注入を発表しました。また、2月20日に国営銀行12行に対して今年度中に総額約4,824億ルピーの資本注入を行うと発表しています。
- インド準備銀行（中央銀行、RBI）は、不良債権の総額や総資産におけるリスク資産の割合などが基準要件を満たしていない国営銀行に対して、Prompt Corrective Action（PCA）と呼ばれる財務状況健全化措置を要請しています。
- 政府の資本注入や不良債権への必要な引き当てが手当てされたことなどを背景に、2019年に入り5つの銀行がPCAの対象から外れました。銀行を取り巻く環境は改善しており、こうした環境下、銀行貸出も伸びています。

2月下旬に資本注入が発表された国営銀行と注入額

	国営銀行名	注入額（億ルピー）
PCA対象行	インド・セントラル銀行	256
	ユナイテッドバンク・オブ・インド	284
	UCO銀行	333
	インド海外銀行	381
2019年に入ってPCAの対象から外れた	コーポレーション・バンク	909
	アラハバード銀行	690
	インド銀行	464
	マハラシュトラ銀行	21
PCA対象外	パンジャブ国立銀行	591
	ユニオンバンク・オブ・インド	411
	アンドラ銀行	326
	シンジケート銀行	160
	合計	4,824

銀行貸出の伸び（前年比、2007年12月～2019年2月）



出所：Bloomberg L.P.、各種報道に基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。*1ルピー=1.583円で換算。

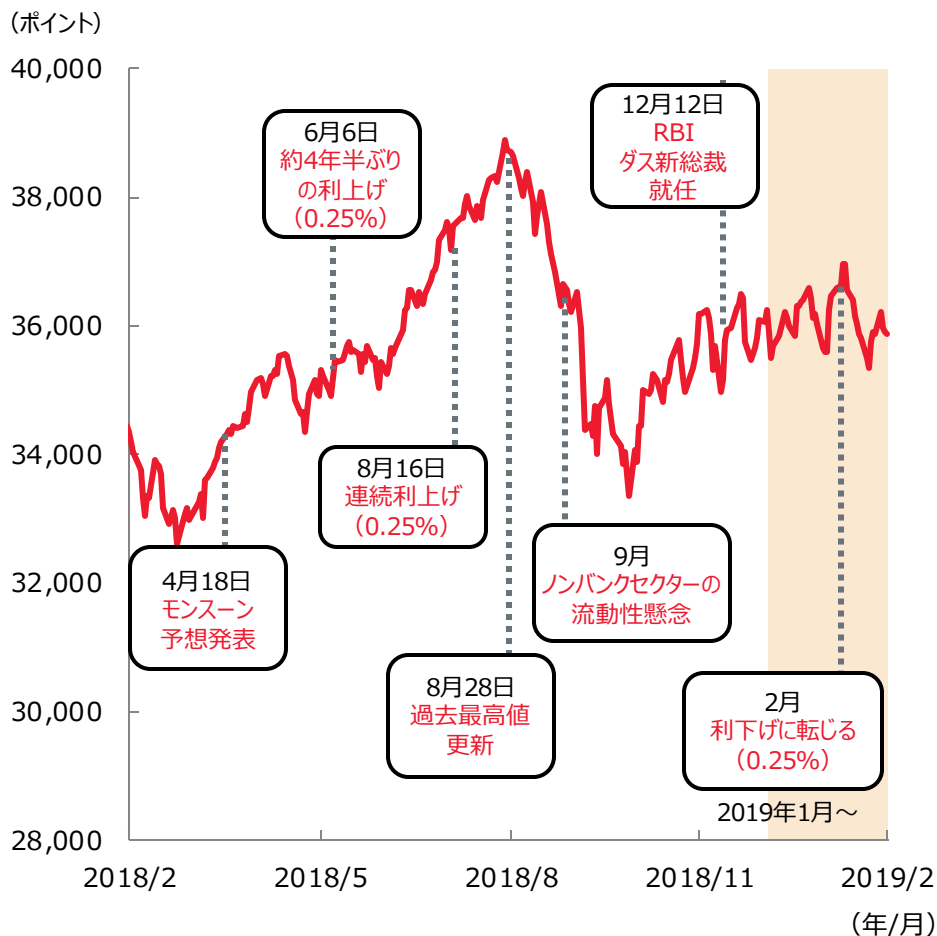
TOPIC

市場環境

今後の注目点

株式：地政学的リスクの高まりから下旬にかけて調整

SENSEX指数の推移 (2018年2月末～2019年2月末)



- 2月1日に発表された2019/20年度インド国家予算案が、景気を支援する内容として好感されたことや、7日に結果が発表される金融政策決定会合でのハト派的な政策決定への期待感から、6日までインド株式市場は堅調となりました。実際に7日に0.25%の利下げが決定され、政策スタンスは「調整された引き締め」から「中立」に変更されました。
- 中旬にかけては、原油価格の上昇が重石となったほか、ジャム・カシミール州でテロが起こったことから地政学的リスクが意識されて、15日にインド株式市場は軟調となりました。
- 月下旬に入って割安感から買い戻す動きが見られましたが、26日にインドがパキスタン領にあるテロリストの拠点を空爆したことから、地政学的リスクが再び懸念されて調整しました。

MSCI India 株価指数 予想EPS*

	2019年	2020年	2021年
EPS	72.4	84.5	105.7
成長率 (前年比、%)	24.5	16.7	25.1

*2019年2月28日時点のThomson Reuterコンセンサス予想を使用。

出所：Bloomberg L.P.、Thomson Reuter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。

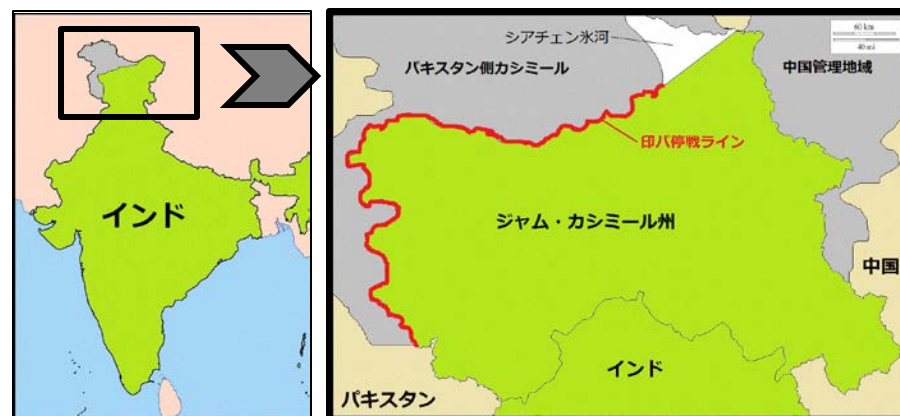
(ご参考) インドとパキスタンの紛争の歴史

- 2月14日に発生したジャム・カシミール州でのパキスタン過激派のテロをきっかけに、インドが26日に報復、パキスタンが27日に攻撃との報道がありました。3月4日には両国を行き来する急行列車が運行を再開など沈静化しつつありますが、同地域における衝突は今後も続く可能性が高いと思われます。一部ではインドの攻撃はインド人民党（BJP）が選挙対策に利用したとの報道もあります。

過去のインド・パキスタン間の対立と市場の動き

時期	イベント
1947～49年	英から独立した印パ間で第1次印パ戦争、カシミール分断
1965～66年	第2次印パ戦争、国連仲裁で停戦
1971年	第3次印パ戦争で印勝利、同国支援のバングラデシュ独立
1998年5月	印パ核実験（インドは74年から核実験を開始。98年は印パが核実験を本格化）
1999年5月	パキスタンが印カシミールのカルギル北部に侵攻
2001年12月	パキスタン過激派が印ニューデリー国会を襲撃
2002年5月	パキスタンのミサイル実験を受けて印パ間の緊張が高まる。
2008年11月	パキスタン過激派が印ムンバイでテロ
2016年1月	パキスタン過激派が印パンジャブ州でテロ
2016年9月	インド軍がパキスタン過激派テロ組織の拠点を攻撃
2018年9月	パキスタン過激派がカシミール地方の印側で警官を殺害
2019年2月	インド軍がパキスタン過激派の自爆テロに対する報復攻撃

カシミール地方情勢



地図： <https://d-maps.com/>

なぜカシミール地方で紛争が起きるのか？

- 印パ両国は1947年に英領から独立を果たしましたが、ヒンドゥー教徒の藩王が治めながらイスラム教徒が多数を占めていたカシミール地方の帰属をめぐり、両国が領有権を主張して同年戦争に突入、1949年に停戦ラインを挟み、同地方は分断されました。
- インドにおけるヒンドゥー教徒は約80%、イスラム教徒は約14%。
- パキスタンではイスラム教を国教と定めています。

出所：各種報道、外務省の情報に基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

TOPIC

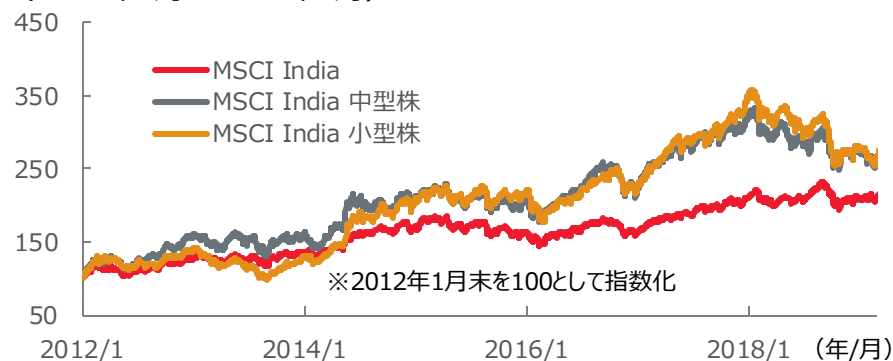
市場環境

今後の注目点

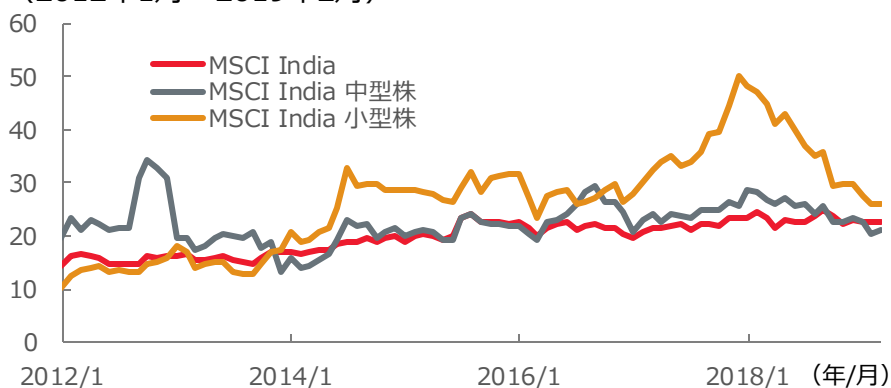
(ご参考) 規模別株式指数のバリュエーションと消費関連指数

- インドの小型株指数の株価収益率（PER）は2018年に調整しましたが、相対的に高い水準にあります。
- 昨年からの政府による地方景気支援の拡充を受けて、消費関連指数が堅調に推移しています。

MSCI India・中型株・小型株指数*の推移
(2012年1月～2019年2月)

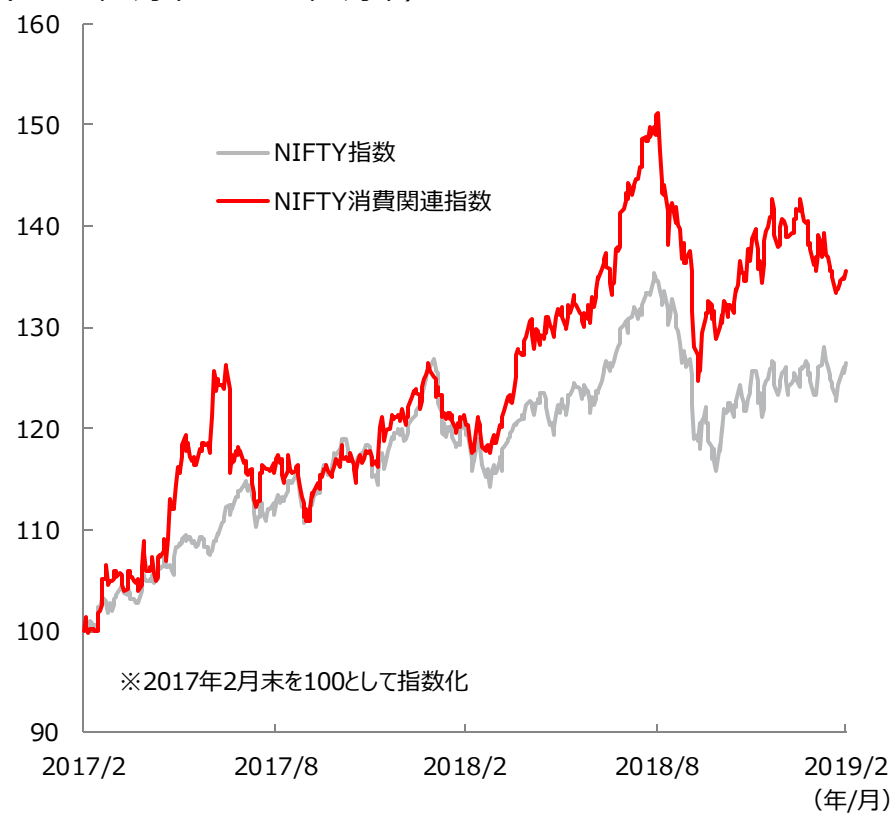


MSCI India・中型株・小型株指数*のバリュエーション（PER）
(2012年1月～2019年2月)



*各指数はインドルピーベース。

NIFTY指数とNIFTY消費関連指数の推移**
(2017年2月末～2019年2月末)



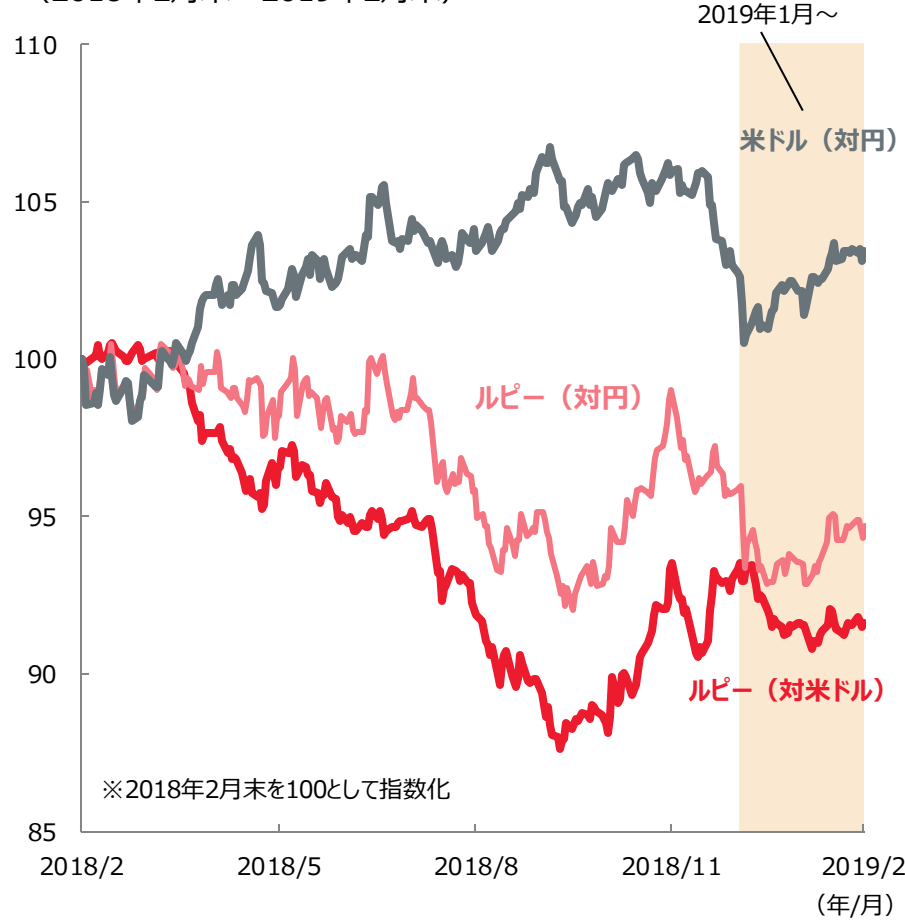
**NIFTY FMCG指数（自動車株などは含まれない）

出所：Bloomberg L.P.、RIMES、MSCI、Morgan Stanley Research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。

- TOPIC
- 市場環境
- 今後の注目点

為替：原油価格は安定、インドルピーにはプラス効果

ルピーおよび米ドルの推移 (2018年2月末～2019年2月末)



ルピー(対米ドル) とWTI原油先物価格の推移 (2016年12月末～2019年2月末)



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。

● 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。

TOPIC

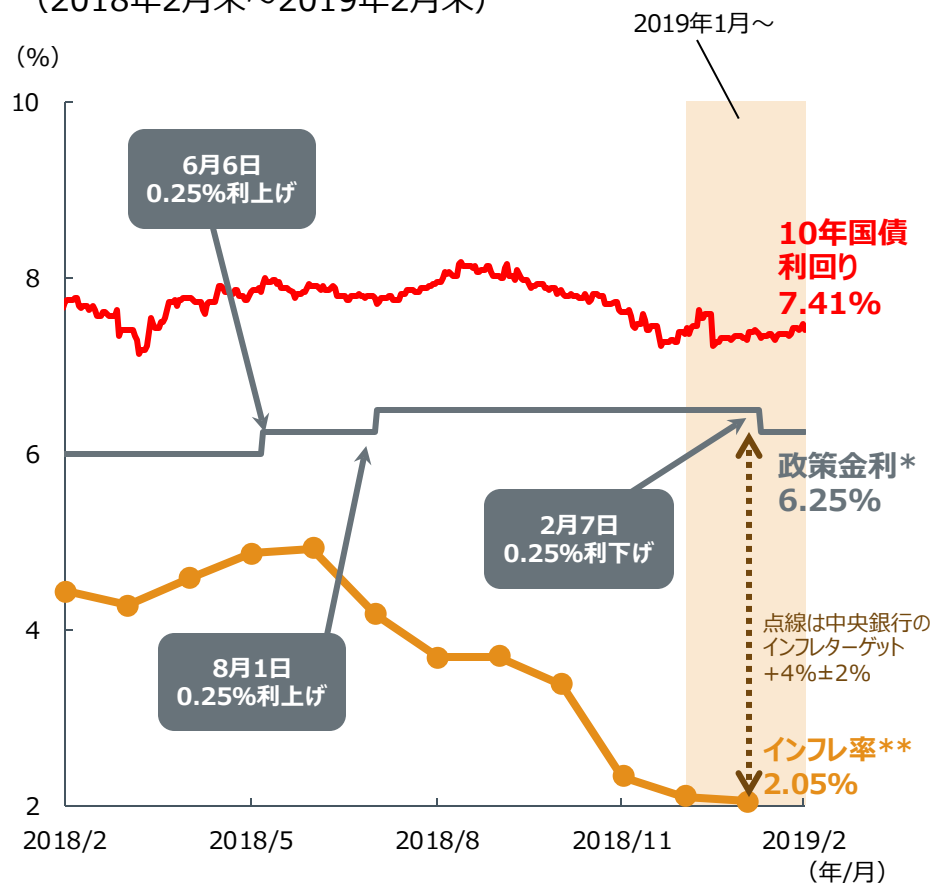
市場環境

今後の注目点

債券：金融政策スタンスの変更、政策金利の引き下げを好感

政策金利*、インフレ率**、10年国債利回りの推移

(2018年2月末～2019年2月末)



*レポ金利、**消費者物価指数（CPI）上昇率（前年同月比）、新基準（2012年=100）による統計を使用。2019年1月分まで。

※10年国債は、1月の途中で銘柄が変更されました。

- 月初は、国家予算案に農家向けの現金支給と中間層向けの減税が含まれたことで、2019/20年度の財政赤字目標の達成に対して懸念がくすぶり、インド債券市場は下落（利回りは上昇）しました。その後、7日の金融政策決定会合でのハト派的な政策決定への期待感から、インド債券市場は上昇（利回りは低下）しました。政策スタンスの変更は予想されていたものの、政策金利は据え置きとの予想が大勢であったことから、利下げは予想外として好感されました。12日発表の1月の消費者物価指数（CPI）上昇率が市場予想を下回ると、4月の追加利下げ期待が高まって、インド債券市場は上昇しました。
- しかし、その後原油価格の上昇が嫌気されて反落しました。また、月後半はインドとパキстанを巡る緊張の高まりが嫌気されて、インド債券市場は軟調となりました。

市場予想 (%) ***

	2019年3月	2019年6月	2019年9月	2019年12月
10年国債利回り	7.42	7.45	7.48	7.48
政策金利	6.25	6.10	6.10	6.10

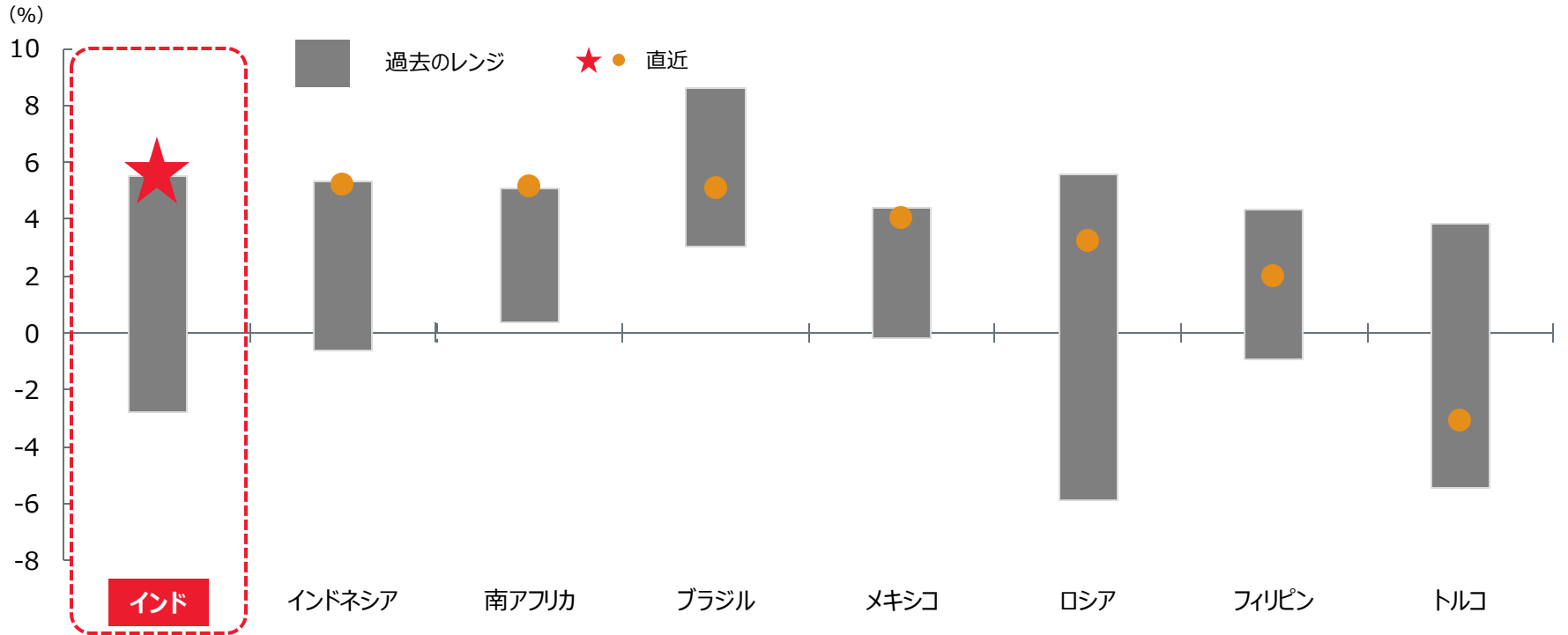
***2019年3月4日時点のBloombergコンセンサス予想（中央値）を使用。

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。

(ご参考) インドの実質金利は主要新興国の中でも高水準

実質金利のレンジと直近の数値

(グレーのレンジは2012年1月末～2019年1月末、直近は2019年1月末時点)

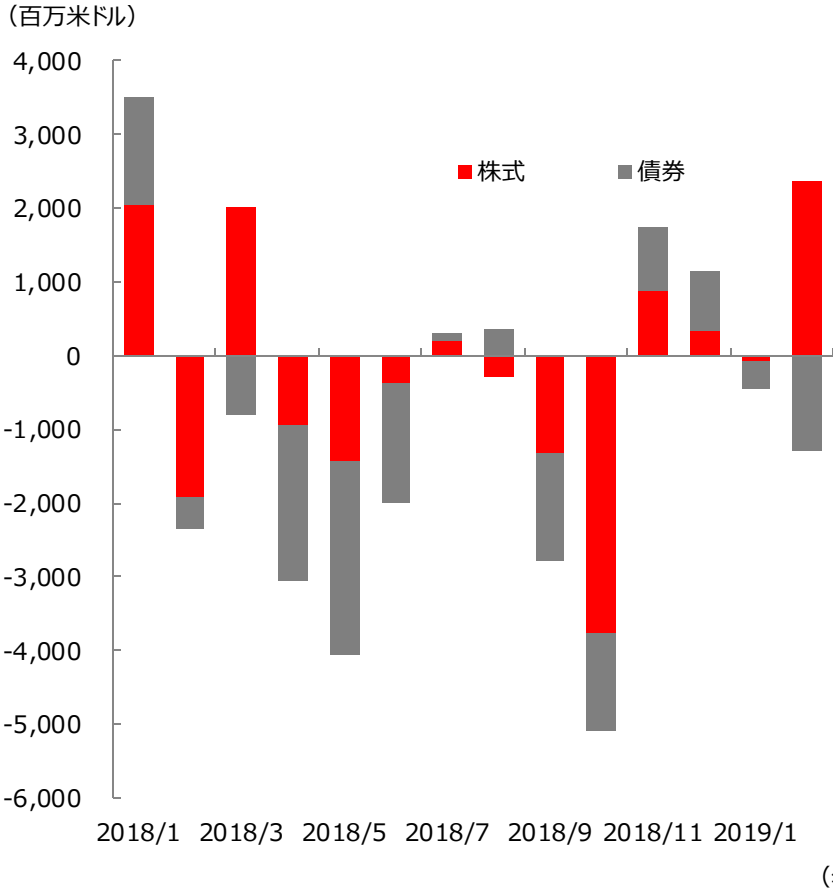


出所： Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

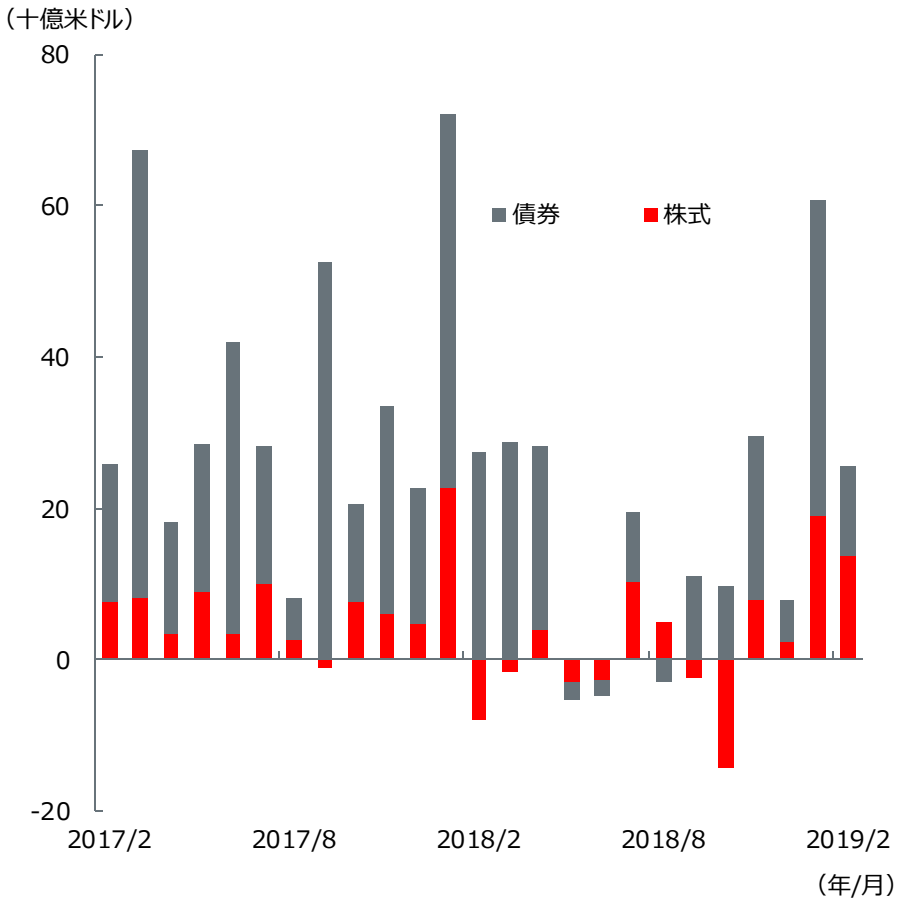
● この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

(ご参考) 株式・債券市場への海外からの資金流出入額の推移

インド株式・債券市場への海外からの資金純流出入額の推移 (月別、2018年1月~2019年2月)



新興国株式・債券市場への海外からの資金純流出入額の推移 (月別、2017年2月~2019年2月)



出所：Bloomberg L.P.、IIF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。

● 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。

TOPIC

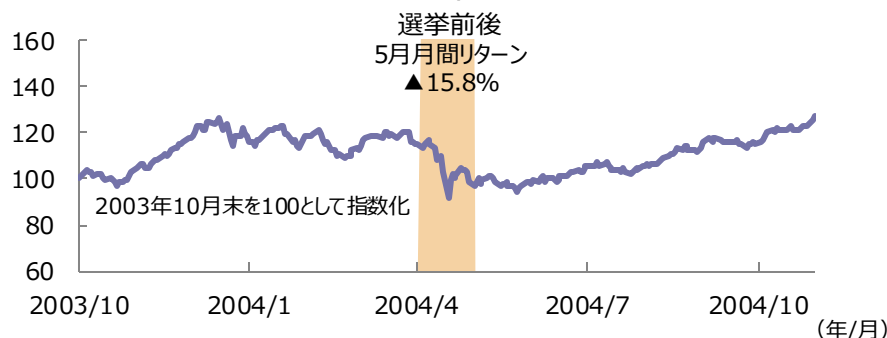
市場環境

今後の注目点

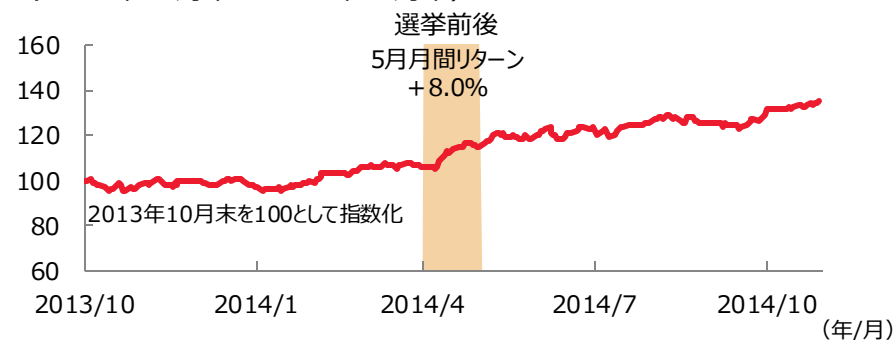
過去の総選挙前後の株式市場 ～前後半年間は各年上昇～

- 5年に1度の下院総選挙について、4月11日から5月19日までの間に7回の投票日に分けて行われます。**開票は5月23日**です。直近3回の総選挙前後の株式市場の動向をみると、市場は選挙結果が出る前に結果を織り込む動きを示しています。
- 政権交代の有無にかかわらず、選挙前後の6か月間はいずれもプラスリターンとなっています。

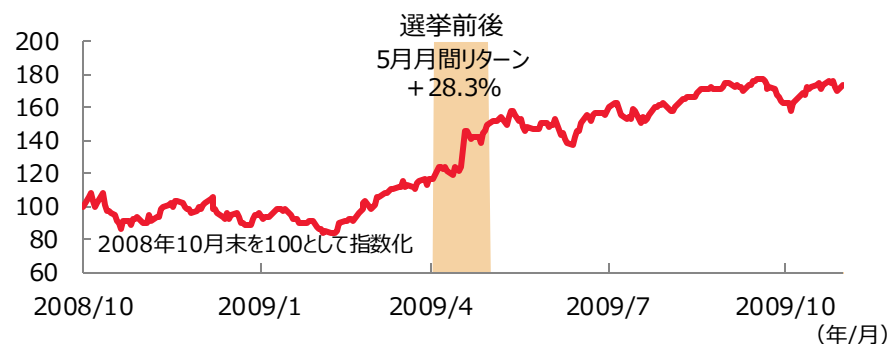
2004年：INCへ政権交代、連立政権へ インド人民党（BJP）から国民会議派（INC）へ政権交代 (2003年10月末～2004年11月末)



2014年：BJPへ政権交代、モディ首相就任 BJPが30年ぶりに単独過半数を獲得し、モディ政権発足 (2013年10月末～2014年11月末)



2009年：INC連立政権 2期目へ 与党連立政権が勝利 (2008年10月末～2009年11月末)



過去3回の選挙前後のSENSEX指数は全てプラス 選挙前と選挙後の6か月間は全てプラスリターン

	政権交代	選挙前 (10月末～4月末)	選挙後 (5月末～11月末)
2004年	BJP→INC	15.2%	31.0%
2009年	INC	16.5%	15.7%
2013年	INC→BJP	5.9%	18.5%

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。

※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。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