

投資調査部 折原 豊水
電話：03-5203-6501
http://www.shinko-ri.co.jp/

出口戦略にむけた動きを進める当局、来年の回復ペースをやや抑制か

インド経済概観（09/11）

< 当面の政策課題 >

- ・ **インフレの抑制**・・・消費者物価は干ばつで食料品中心に2ケタの伸びが続く。卸売物価も食料品に加えて原油価格の上昇が加わることで、来年3月末には6.5%程度まで急騰する見込み。「インフレ期待が一部に生じている可能性がある」（中銀総裁）
- ・ **財政赤字の削減**・・・08年、09年度と2年連続で歴史的な水準の財政赤字が懸念材料。昨年以降、総選挙に向けた予算のパラマキや商品市況上昇への対応に加えて、昨年末以降は、リーマン・ショック後の景気対策などで財政負担が増加、ソプリンの格付け見直し懸念が依然として燃る

< 直近の政策対応及び政府のスタンス >

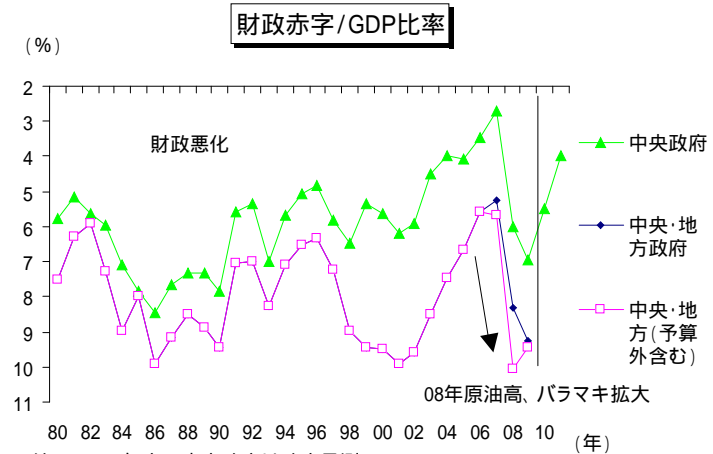
- ・ **財政政策**・・・大幅な財政拡張スタンスを来年以降徐々に抑制方針。歳入面では景気回復による税収増を前提に、公営企業株式の売却による収入増（09年度は既に800億ルピー売却、数年かけて売却続く見込み）。歳出面では、石油製品や肥料向け補助金の抑制を示唆、パラマキ的な財政負担の一部剥落（農民の債務免除）なども期待。中央政府の財政赤字は、09年度 6.8% 10年度 5.5% 11年度 4.0% 目標。原油価格の動向が依然としてリスク（特にWTI原油が90ドルを超えるようなケース）
- ・ **金融政策**・・・中銀はインフレ率（卸売物価）が当面の金融政策の目標である4.0～4.5%を大幅に上回る見通しを明示、10月末の会合では利上げ等の政策変更は見送ったものの、来年早い段階で預金準備率引き上げなど大幅な金融緩和状態の抑制が行われる可能性（既に法定流動性比率は24%から25%へ引き上げ、不動産セクターなどへの銀行貸出の引当率引き上げ実施）。「先進国に先んじて利上げに転じる可能性がある」（中銀総裁）
- ・ **まとめ**・・・景気回復の動きが今後明確化していくなか、インフレなど短期的な懸念材料への対応を急ぎたいものの、成長促進の観点から、財政・金融政策の急速な方向転換は難しい状況、漸進的な変更が想定されるものの、今後の当局の舵取りが注目される



<トピックス~インドの出口戦略 (Exit Strategy) >

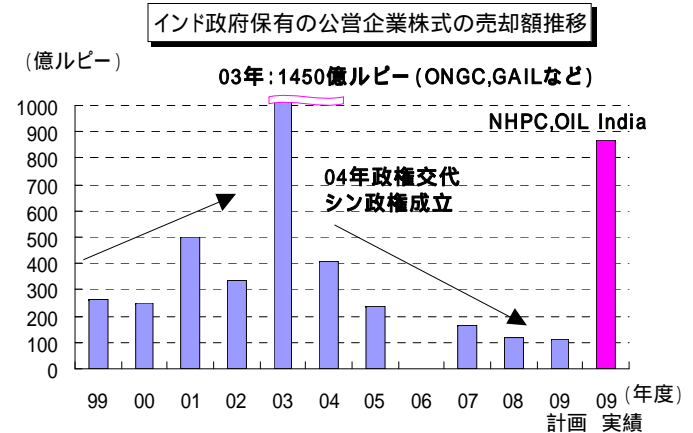
インド政府は、景気回復の動きが顕在化する一方、インフレが加速していることや大幅な財政赤字が懸念されることから、昨年から今年にかけての大幅な財政拡張政策や金融緩和の修正にむけた動きをみせつつある。シン首相は、11月8日のインド経済サミットにおいて、「インド経済は回復の動きがはっきりしてきている」とし、「他の国同様に大規模な景気刺激策を打ってきたが、来年にはこれらの政策を緩和するために適切な措置をとる」とコメントしているほか、ムカジー財務大臣も景気は回復傾向にあるとしたうえで、「財政再建は避けられない」と発言していることからすれば、来年2月末頃に発表される10年度予算案(～11年3月)については、財政再建にむけた動きが盛り込まれよう。足元にかけても既に政府は、いくつか対応を打ち出してきている。懸案だった国有企業株式の売却については、11月初めに売却に向けたガイドラインを発表した。上場国営企業については、政府の持ち分を90%にする(10%まで売却)ほか、3年続けて黒字を計上している国有未上場企業のIPOを行う方針だ。国有企業の売却を加速することで、財政赤字の抑制と国有企業の経営効率の向上を図りたい考え。夏場以降の売却動向をみると、NHPCやOil IndiaなどのIPOが行われており、年度末にかけて引き続き数社のIPOが予定されている模様。売却額は、800億ルピーを超えており、09年度予算案の想定(112億ルピー)よりも早いペースでの売却が進んでいる。今年最終的に前政権時代のピークである03年の1450億ルピーに匹敵する売却が進む可能性もでてきている。このほか、ムカジー財務大臣は、石油製品や肥料に対する補助金についても、抑制を示唆している。

インド政府は中央政府の財政赤字を09年度の6.8%から10年同5.5%、11年同4.0%と段階的に引き下げたい考えを示している。歳入については、景気回復による税収増や上記の国有企業売却による収入が見込まれるほか、歳出についても、農民の債務免除の負担が10年以降剥落する見込みのほか、懸案だった各種補助金



注:10～11年度の中央政府は政府予測
出所:インド準備銀行、財務省資料を基にSRI作成

財政再建にむけた動きが来年以降徐々に進む見込み



注:09年実績は10月まで 出所:インド政府資料などを基にSRI作成

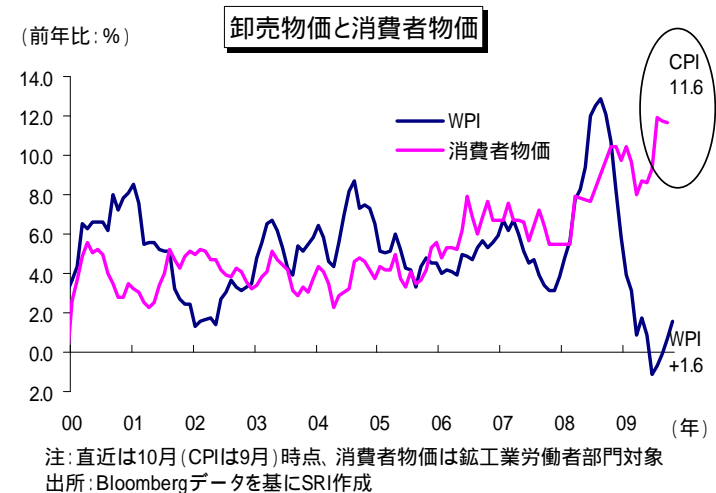
当初の予想を上回るペースで国営企業株の売却進む

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。

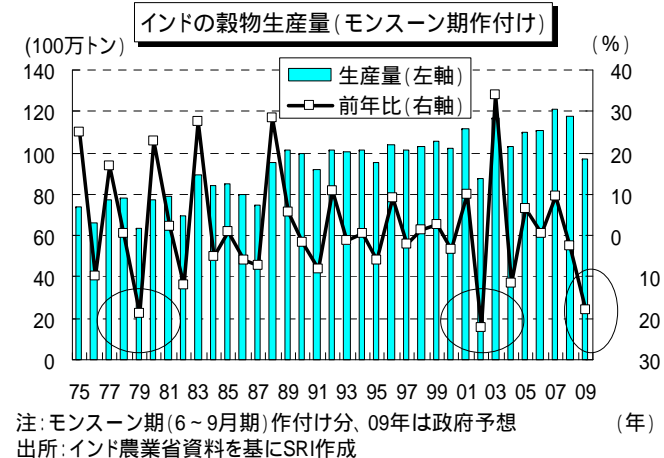


の抑制が示唆されていることなどから、緩やかに抑制が進むとみている。政府の計画通りに進むのかどうかについては、内外景気や原油価格の動向もあり不透明であるが、方向としては09年度予算をピークに財政再建に向けた動きが続くとみている。もっとも、成長の促進(9%成長)と貧困層の底上げという中期的な目標を掲げており、急速な財政支出の抑制に舵をきるというのは想定しがたい。旺盛な需要や海外景気の回復などを支えに来年以降の景気回復の動きが続くなかで、緩やかな財政再建に向けた動きが成長のモメンタムをやや抑制するというスタンスでみている。

金融政策を巡る出口戦略については、スラバオ中銀総裁は10月初めのIMF・世銀総会で、景気回復の動きは依然として弱い一方で、食料品の高騰などから消費者物価が2ケタの伸びとなっており、インフレ期待が一部に生じている可能性があるとした上で、「先進国に先んじて金融緩和状態から抜け出す可能性がある」と発言している。その後10月末の金融政策の定例会合で、「製造業部門はここ数ヶ月で顕著に改善している」ほか、「内外の資金調達環境も改善傾向にある」とするなど、足元の景気に対する認識を前進させる一方、インフレ見通しについては、卸売物価が「10年3月にかけて6.5%程度まで上昇するとみられる」と、前回7月の5.0%から引き上げ、インフレ警戒感を強めた。このため、金融政策については、事前の市場予想通り、政策金利や預金準備率を据え置いたものの、銀行に対する法定流動性比率(預金に対する国債の運用比率:SLR)を24%から25%に引き上げ、不動産セクター向けの貸出(正常債権)について、引当率を0.4%から1.0%に引き上げ、貿易金融や各種金融機関(投資信託、ノンバンク、住宅金融)に対する昨年末以降実施された緊急の資金供給措置の縮小もしくは解除などを行っている。今後については、インフレ見通しが中銀の当面の目標としている4.0~4.5%を大幅に上回ってきていることから、上記の量的な資金供給措置の縮小に加えて、来年1月末の会合では、預金準備率や政策金利の引き上げなどが検討されるとみている。もっとも、金融引き締めのパースについては、財政政策同様、景気に配慮して緩やかなペースで進むと想定している。



消費者物価は食料品などを中心に高い伸び



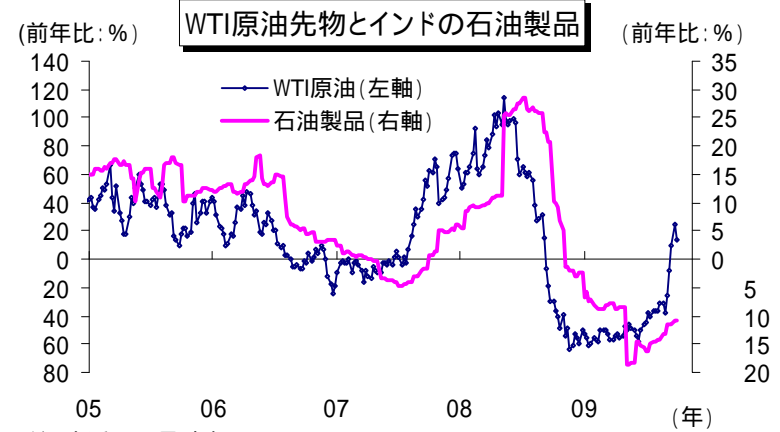
農業生産は大幅下振れ予想、来年以降は米などの輸入再開の可能性も

< 景気動向 ~ 消費旺盛も短期的に干ばつが下押し >

インド経済は、政府による景気対策や大幅な金融緩和、資金調達環境やマインドの改善などにより、景気回復の動きが続いている。実際、9月の鉱工業生産は前年比+9.1%と9ヵ月連続のプラスとなった。7-9月期平均でも、前年比+9.1%と、4-6月期の同+3.8%から大きく伸びが加速している。内訳をみると、自動車やバイク、家電など耐久消費財（同 15.7% 21.9%）が全体を牽引しているほか、セメントや鉄鋼、金属など中間財（同 7.5% 11.6%）も高い伸びとなった。製造業以外のセクターについては基礎統計が限られるが、上記の生産動向やインフラ指数などからすれば、建設や電力、運輸業なども改善傾向が続いているとみられる。注目される金融・不動産・ビジネスサービスについても、貸出の鈍化傾向が続いていることから、本格的な回復には至らないものの、証券市場の上昇を受けた IPO・増資など資金調達の回復、ムンバイやデリーなど主要都市部(Tier 1)を中心とした不動産市況の持ち直しなどから、底堅く推移するとみられる（現地報道では、上記都市部では今春以降 10~20%程度不動産価格が上昇している模様）。以上を踏まえ、11月末に発表される7-9月期実質 GDP については、製造業を中心に4-6月期の前年比+6.1%から伸びが拡大するとみている。

10月以降向こう半年程度のスパンでみると、干ばつによる農業生産の下振れなどから農村部を中心に消費への影響が懸念されるが、10月の自動車販売が前年比+36.6%と引き続き高い伸びを維持している。前年の大幅減の反動増やディワリ（ヒンズー教の伝統的な祭り）が10月だったことなども寄与しているとみられるが、引き続き消費は堅調である。ただ、政府の予想では、モンスーン期の穀物生産は前年比17.9%と大幅な下振れが見込まれており、来年初めにかけて短期的に影響が出てくるとみている。

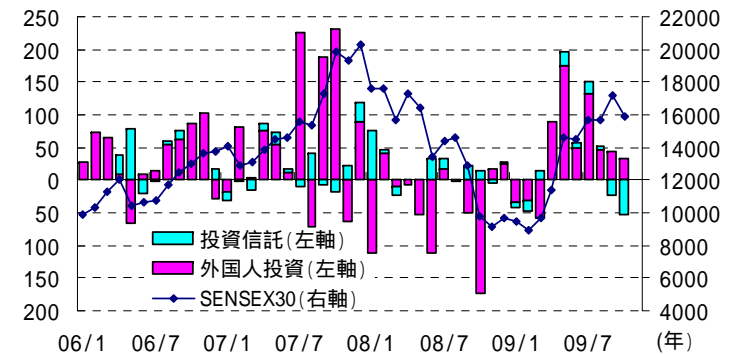
上記を踏まえ、新光総合研究所（SRI）ではインドの09年度の経済成長率について、前年比+6.0%程度と昨年度（同 6.7%）から伸びが鈍化するという見方を維



注: 直近は10月時点
出所: Datastream及びBloombergデータを基にSRI作成

原油価格の動向からすれば、インフレ（WPI）は一段と上昇へ

(10億ルピー) SENSEX30と外国人投資・投資信託売買動向 (ポイント)



注: 直近は09年10月時点
出所: インド政府、Bloombergデータを基にSRI作成

海外からの資金流入が続く

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。

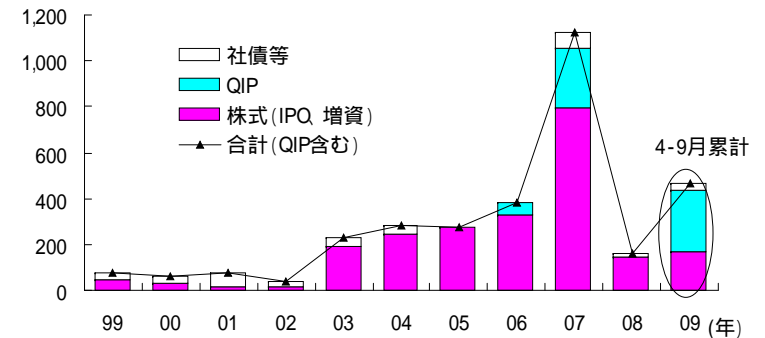
持したい。10年度の成長率については、弱含みが続いている輸出が、海外景気の回復を受けて緩やかに持ち直していくほか、内外景気や企業業績の回復を受けて、設備投資も09年前半にかけての低い伸びからの回復の動きが想定されよう。一方、消費や投資の回復の動きを抑制する要因として注意したいのは、上述のインド政府による「出口戦略」を巡る動きであろう。急騰するインフレの抑制や財政赤字削減の観点から、大幅な財政・金融の拡張政策の修正が徐々に進むとみられ、利上げや歳出抑制など、景気回復を抑制する要因として想定されよう。SRIでは、10年度の成長率は09年度から高まるものの、05年から3年間続いた9%成長には至らず、7%台半ば程度に留まると想定している。

<インド株式市場動向>

既に発表が一巡したインドの7-9月期決算は、SENSEX30ベースで前年比+1.9%程度（SRI概算）と前期（同+0.9%）をやや上回った模様。昨年10-12月期には前年比で2割強の減益に陥ったが、春先以降業績の回復傾向が続いている。業種別では、自動車、鉄鋼、セメントなど消費やインフラ関連が牽引役となっている。今後半年から1年程度のスパンで見ると、干ばつなどの影響が短期的に懸念されるものの、内外景気の回復や前年の反動もあり、業績の回復傾向が続くとみている。11月時点の市場予想では09年度の増益率は前年比+10.7%、10年度は同18.5%と来期にかけて回復が続く見込みとなっている。

インド株式市場は、上記のような内外景気や企業業績の回復期待を受けた投資家のリスク姿勢改善を受けて、上昇基調が続いている。年初来の騰落率では、+70%を越えており、ブラジルや中国などと同様主要国株式市場を大幅に上回るパフォーマンスが続いている。バリュエーション面から見ると今期予想PERが約19倍とかなり上昇してきているが、来期の増益予想を織り込めば、16倍程度と04年以降の平均的な水準に留まる。内外景気の回復に支えられて、来年前半にかけては堅調な地合いを維持しよう（SENSEX30は10年6月時点で14000~18500を想定）。

(10億ルピー) インドの資金調達金額(国内直接金融)



注: 年度ベース、09年度は4-9月累計、QIPは適格投資家に対する株や転換社債の私募割当、ADRに対抗し簡便な資金調達手段として06年5月導入
出所: インド政府資料を基にSRI作成

資金調達環境の改善が目立つ

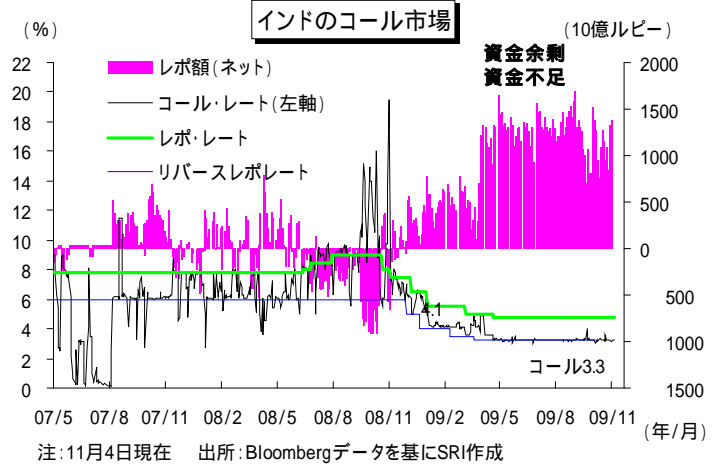
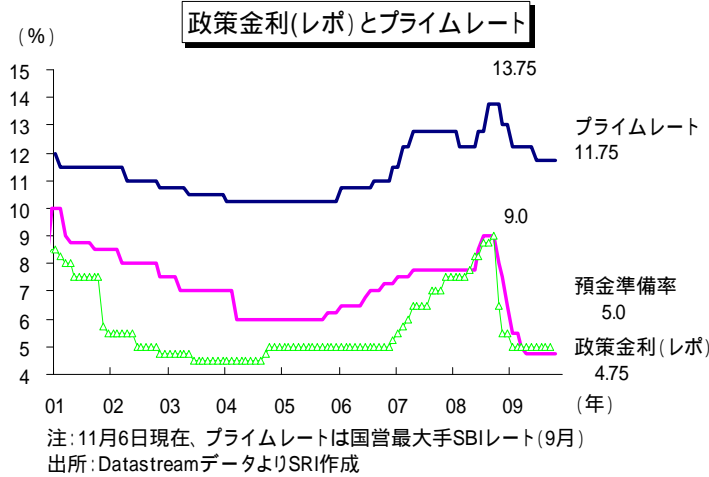
直近の主な資金調達 (IPO等)

時期	企業名	内容	金額 (億ルピー)
2009年5月	インディアブルズリアルエステイト	QIP (株式)	266
2009年6月	マヒンドラ ホリデー&リゾート	IPO	27
	PTC インディア	QIP (株式)	50
2009年7月	エクセル インフォウェイ	IPO	5
	ラジ オイル ミルズ	IPO	11
	アダニ パワー	IPO	302
	シャーラムト ランспорт ファイナンス	IPO	50
2009年8月	NHPC	IPO	604
	ジンダール コテックス	IPO	9
	プリマール ガラス	IPO	19
	L&T ファイナンス	社債 (NCD)	100
2009年9月	オイル インディア	IPO	278

注: 金額は概算、1ルピーは約1.92円、網掛けは政府保有株の売却によるIPO。国営企業のIPOについては、NPTCなど数社が年度内に見込まれている。09年度予算案では122億ルピーの保有株売却が計画されていた
出所: インド政府資料を基にSRI作成

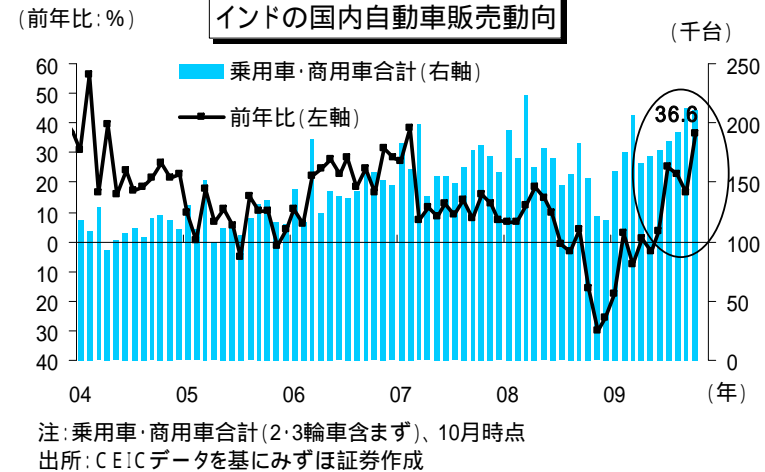
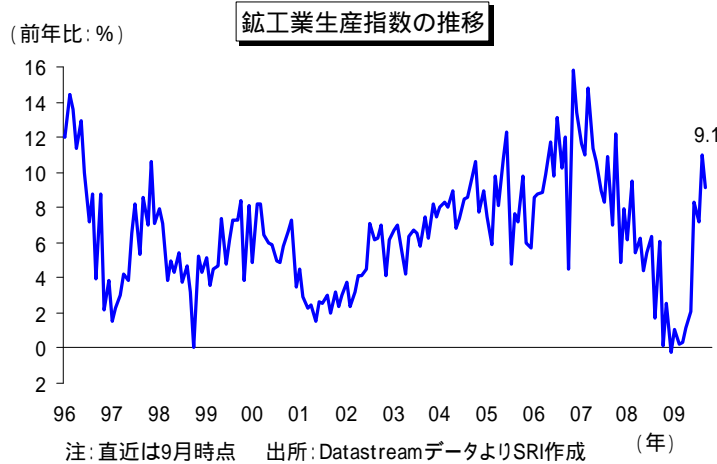
国営企業の IPO や不動産、インフラ部門などの資金調達が多い

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。



来年早い段階で金融緩和の修正場面へ

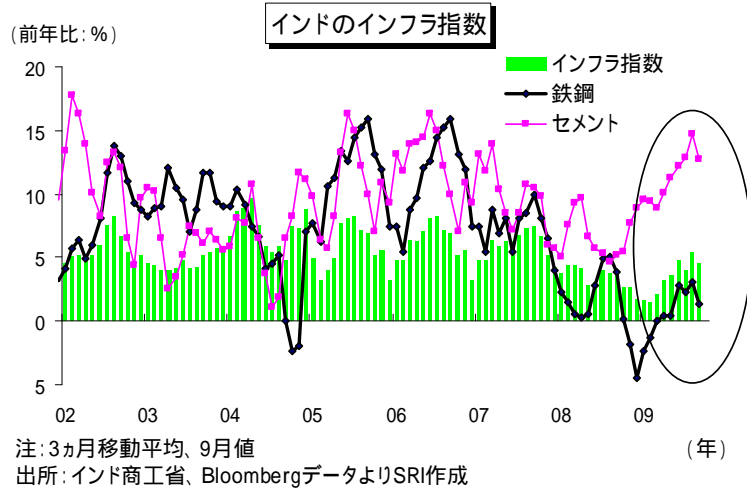
短期市場など川上部門での資金余剰が続く



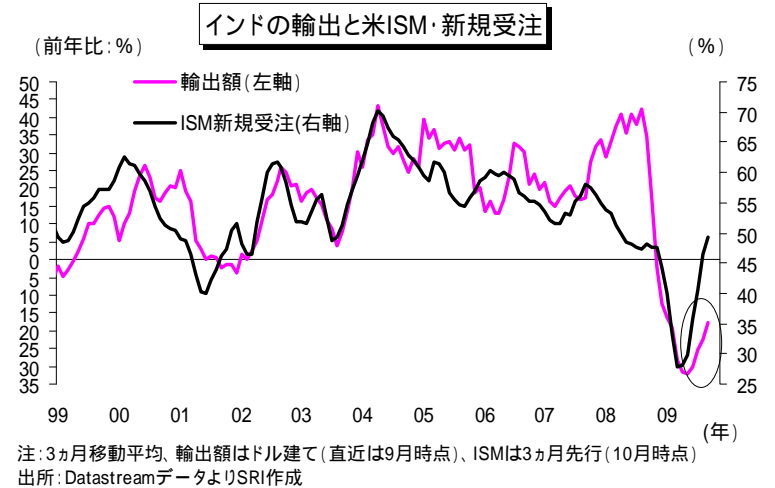
生産は耐久消費財や中間財などを中心に回復傾向

マインドの改善や、与信環境改善、旺盛な需要を支えに自動車販売は急回復

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とつ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。



インフラ投資の積み増しや消費や不動産市況の持ち直し受け、素材需要も回復傾向



輸出もようやく悪化に歯止めの動き

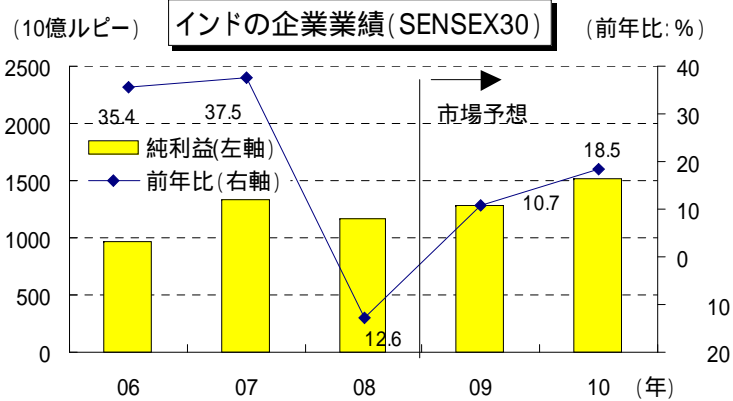


内外景気の回復や投資家のリスク姿勢改善受け上昇基調

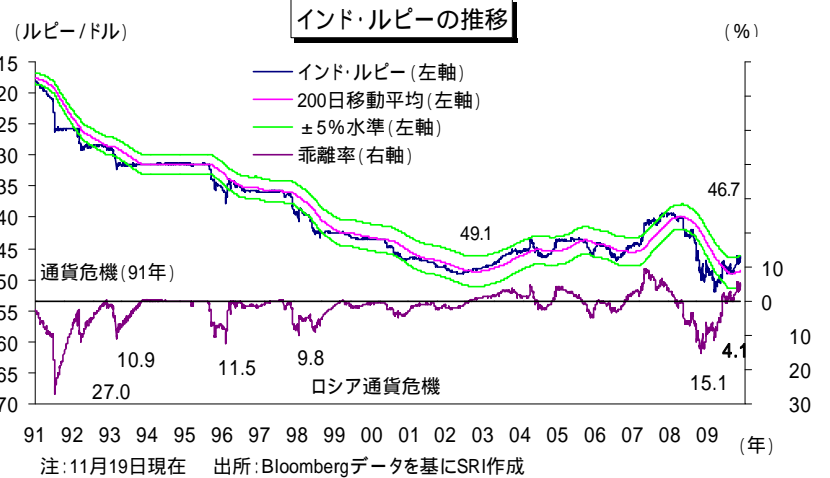


予想PERはかなりの水準まで上昇も、来期の2割増益を見込めば、平均的な水準

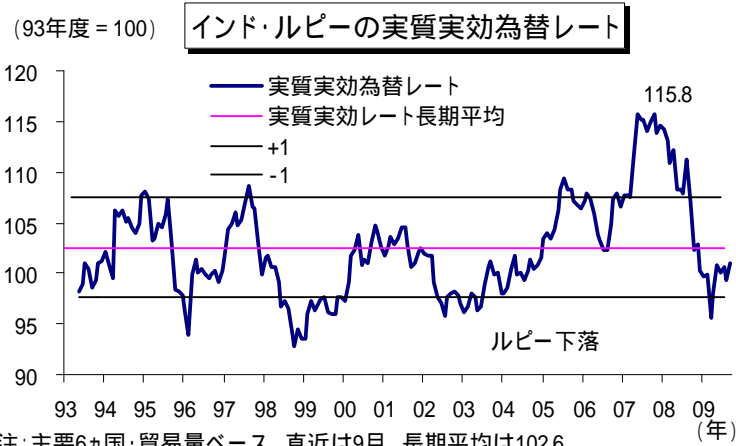
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



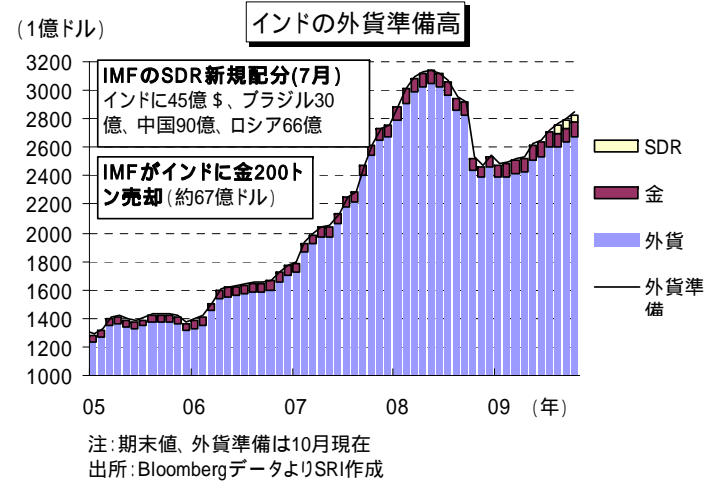
業績の緩やかな持ち直し続く



為替も海外からの資金流入増加で買戻しの動き



実質実効レートは07年の急騰時を除けば一定のレンジで推移、現状は概ね妥当な水準か



外貨準備は資金流入の増加から、増加傾向。IMFのSDRや金もシェアとして小さいが増加

**【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）日本証券投資顧問業協会、
（社）金融先物取引業協会