

# インド総選挙後の市場への影響

## インド投資

Author: Premal Kamdar, Analyst

- 6月4日に開票されたインド下院の総選挙でモディ首相率いるインド人民党(BJP)は単独過半数を確保できず、3期目を迎えるモディ政権の樹立には連立パートナーに依存せざるを得ない結果となった。
- 我々の関心は、連立政権の構成と今後発表される正式な予算案に移っている。モディ政権の政策は継続されるものの、財政再建ペースは鈍化するとみている。
- 今回の選挙結果から、短期的に株式は他の資産クラスよりも影響を受ける可能性が高く、債券と為替が受ける影響は限定的なものになるだろう。



出所: UBS

### 総選挙は出口調査が示唆していたよりも接戦となった

インド総選挙の最終結果は、出口調査に基づく予想と大きく異なった。野党連合であるインド国家開発包括同盟(INDIA)は議席数を大きく伸ばし、出口調査に基づく獲得議席数予想が137~150議席だったにもかかわらず234議席前後を獲得した(最終的な集計結果はわずかに変わる可能性がある)。逆に、与党連合である国民民主同盟(NDA)が獲得した議席数は、出口調査に基づく予想が361~378議席だったにもかかわらず、293議席に減った。主な要因は、与党第一党のインド人民党(BJP)がウッタル・プラデシュ州、マハーラーシュトラ州、西ベンガル州という人口の多い州で議席を大きく減らしたことである。

図表1: 出口調査結果と実際の選挙結果

選挙結果	NDA	INDIA	その他
実際の結果	293	234	16
出口調査	361 - 378	137 - 150	5 - 35
世論調査	330 - 385	120 - 170	20 - 70

NDA: 国民民主同盟(与党)

INDIA: インド国家開発包括同盟(野党)

出所: 選挙管理委員会、国営ニュース放送

BJPは単独過半数を確保できなかったため、次期政権を樹立するためには連立パートナーに依存せざるを得ない。同党が議会下院で過半数を握ることなく政権を樹立するのは今回が初めてとなる。モディ氏は3期連続で首相を務めることとなるものの、求心力の低下は否めない。

### マクロ経済へのインプリケーション

次期政権では、雇用創出を重視し、引き続きインフラストラクチャー開発と製造業に注力すると我々は予想する。だが、政府が消費刺激策や農村地域の問題にも力を入れることで、財政再建の進捗が鈍る可能性がある。全体として、政策は継続されるとみられるが、土地、労働、農業、税制、民営化といった分野でより大幅な改革が実行される見通しは限定的だ。我々の関心は、連立政権の構成と今後発表される本予算および政策・改革方針に移る。

### 選挙結果は短期的には株式のバリュエーションに影響を及ぼす可能性がある

株式市場は、NDAの優位を強く示唆した出口調査結果(NDAが全議席の3分の2の確保)を織り込んでいたため、選挙結果が判明するまで株式相場は大幅に上昇していた。ところが実際の選挙結果は出口調査に基づく予想を大きく下回るものだったため、株式相場は急落し、ニフティ50指数の12カ月予想株価収益率(PER)は5%低下して19倍となった。今回の選挙結果から、インド株式市場の高いバリュエーションの主な要因の1つである政治的な安定性と継続性に関する懸念が生まれた。確かに、政権与党の求心力の低下は短期的に株式のバリュエーションに対する重しとなる可能性はある。だが、企業の利益成長も健全な状況下において、インドのマクロ経済のファンダメンタルズ(基礎的諸条件)は依然として強固であり、株価の大幅な調整局面が続くとは思えない。

本稿は、UBS Securities India Private Limitedが作成した“India general election: A weaker mandate for NDA will affect equity market's valuation premium”(2024年6月5日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年6月12日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

# インド投資

図表 2: ニフティ 50 指数のバリュエーション  
ニフティ 50 指数の 12 カ月予想株価収益率(PER)



STD (標準偏差)  
出所: ブルームバーグ、UBS

過去のデータをもみても、選挙結果の影響は中長期的に剥落すると予想する。投資家と企業の両方が新政権の政策に次第に順応し、市場のアンダーパフォーマンスは反転する傾向にある。そのため我々は、株価の大幅な下落は押し目買いの好機になり得るとみている。

図表3: ニフティ50指数の選挙後5年間のリターン推移  
単位: %

選挙の年	政権	1週間後	1か月後	3か月後	6か月後	1年後	3年後	5年後
1999	NDA	8.6	-1.0	17.4	6.0	-5.6	-10.3	7.4
2004	UPA	-9.6	-11.4	-5.6	11.3	19.0	36.2	18.2
2009	UPA	15.4	23.3	25.5	39.0	40.3	11.2	16.1
2014	NDA	3.5	6.4	10.5	19.3	17.8	11.7	11.1
2019	NDA	1.8	0.1	-7.1	2.4	-21.9	12.8	15.5

注: 1年後~の数値は年換算  
UPA (統一進歩同盟)  
出所: ブルームバーグ、UBS

BJPの求心力の低下を受け、消費喚起と低所得層の家計への財政支出が増加すると予想する。財政支出の増加は、市場からは好感されないかもしれないが、消費主導のセクターの相対的な業績改善に寄与する可能性はある。逆に、公営企業などのインフラ関連セクターや公共部門は、政策と改革に関する見通しが明確になるまではアンダーパフォームするだろう。我々は中小規模の企業に対して慎重な見方を維持しており、引き続き中小型株よりも大型株を推奨する。

## 債券と為替への影響は限定的

今回の選挙結果が多くの投資家の予想を下回ったことは、市場に対する目先の逆風になりかねない。しかし、インドのマクロ経済のファンダメンタルズは依然として強固であり、債券利回りやインド・ルピーが大きな影響を受けることはないとみている。しかも、インド準備銀行(RBI)が政府に巨額の配当を支払うことが発表されており、政府が社会改革への支出を増やすための財政余力は大きくなっている。RBIが6月7日に開催する金融政策決定会合では金融政策の現状維持が予想され、選挙後は流動性が高まると我々はみている(記注: 政策金利は6.5%で

据え置きを決定)。よって、デフレーションが中長期の債券に対する強気の見方を維持する。こうした債券は、政策金利が引き下げられ、長短金利差が拡大する場合に恩恵を受けられるからだ。インド・ルピーについては、貿易のファンダメンタルズ改善と健全な外貨準備高に支えられて安定的に推移するとみている。

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMA の規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBS チーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメンが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS Group にはCredit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group 内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIO が発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Management が作成しています。UBS Global Research はUBS Investment Bank が作成しています。Credit Suisse Wealth Management Research はCredit Suisse Wealth Management が作成しています。Credit Suisse Securities Research はCredit Suisse のInvestment Banking Division 内のSecurities Research 部門が作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIO とUBS Global Research の共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を手に入れるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group 全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

### 金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等：UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託

本稿は、UBS Securities India Private Limitedが作成した「India general election: A weaker mandate for NDA will affect equity market's valuation premium」(2024年6月5日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年6月12日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

## インド投資

報酬) (国内投資信託の場合、最大2.20% (税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75% (年率)。) のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20% (税込) をご負担いただけます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬) や諸費用等を間接的にご負担いただけます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

### UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

### その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AG およびUBS Group 内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 2024 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者  
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649号  
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会