

# 2016年のインド投資展望

～成長見通しは引き続き強気を維持～

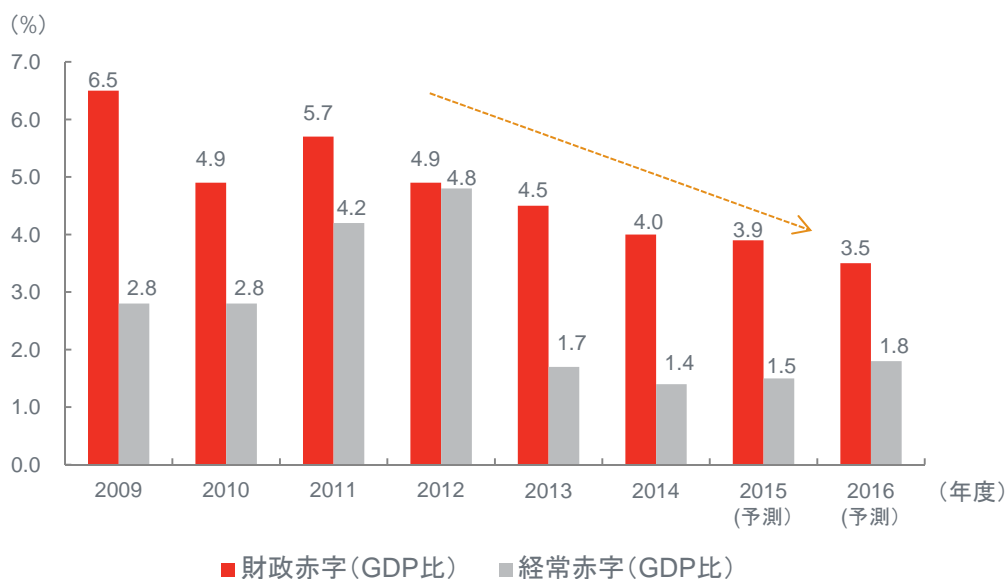
ご参考資料 2016年1月6日

世界経済の成長鈍化が懸念され、米国が利上げに踏み切るなかで、インドは依然として魅力的な投資対象となっています。インドは2016年も2015年、2014年の経済成長率を上回り、世界で最も高成長が期待される大国で、その後も数年、成長の勢いが続くと思われています。また、インド準備銀行(RBI、中央銀行)は、米FRB(連邦準備制度理事会)の金融政策スタンスの転換にもかかわらず、金融緩和の方針を維持する構えです。

インド株式はこの数ヶ月、多くの新興国市場が不安定な動きとなるなかで、相対的に安定した動きを見せ、最近の調整局面後では魅力的な買い場を迎えています。インドのマクロ経済が改善している状況や、緩やかな低下が見込まれる金利動向、モディ政権の進める政治・経済の改革、経済成長率と企業利益の伸びがさらに上振れする可能性などを勘案すると、インド株式は新興国の中で魅力的な投資対象と考えています。

インドの「双子の赤字」である財政赤字と経常赤字は、この数年で大幅に改善しました。まず、財政赤字の改善には原油安を追い風とした燃料改革、すなわち燃料補助金の削減が寄与しました。インドは、継続的な原油安から最も恩恵を受ける国のひとつです。一方、今年の間接税収入は、物品税を中心に大幅に増加しています。中央政府の4～10月期の合計徴収税額は、新政権下での税逃れ対策の法令遵守強化もあって前年同期比23%増加しました。このうち間接税の徴収額は同38%増と、予算目標の16%増の倍以上に達しました。原油安に加えて、金輸入の削減や国内需要の減速が重なり、経常赤字も穏当なレベルまで圧縮されました。

(図表1) インドの双子の赤字は改善傾向



出所：インド統計事業実施省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。  
※インドの会計年度は4月から翌年3月まで。例えば2015年度は2015年4月～2016年3月末。

次に、通貨ルピーは2015年初来から11月末までに、対米ドルで約5.6%下落したものの、新興国通貨の中では相対的に優れたパフォーマンスを上げています。対照的に主要国通貨の貿易加重指数は同期間<sup>1</sup>、対米ドルで9.9%下落しました。2013年には「フラジャイル・ファイブ(脆弱な5通貨)」の一つとされていたルピーですが<sup>2</sup>、経常赤字の縮小とインフレ抑制によって汚名を返上した形です。外貨準備高も2015年11月末現在、3,500億米ドル超と過去最高額に迫っており、仮に今後、新興国通貨にとって逆風となるようなマーケット環境が到来したとしても、乗り切れるだけの十分な水準に達しています。

1.ブルームバーグ、2015年11月30日現在。  
2.ブルームバーグ・ニュース、2015年3月17日。「フラジャイル・ファイブ」は、米FRBが景気刺激策の段階的圧縮を発表した2013年、モルガンスタンレーが最初に使った言葉。最も脆弱な通貨をもつ主要新興国5カ国(ブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカ)を挙げた。

以上の通り、ファンダメンタルズの改善を背景にインド経済の成長見通しは引き続き有望です。2015年7～9月期のGDP（国内総生産）成長率は+7.4%と、引き続き旺盛な需要や政府支出の伸び、商品価格の低位安定、利下げ効果が徐々に浸透してくることを背景に景気回復が進んでいることを示しています。

OECD（経済協力開発機構）は、インドの2015/6年度（2015年4月～2016年3月）の実質GDP成長率を7.3%、2016/7年度を7.4%と、対象44カ国の中で最も高い成長率を予測しています。他の機関も同程度か、それ以上の成長率を予想しています。

（図表2）各機関によるインドの実質GDP成長率予想

	2015/6年度 (2015年4月-2016年3月)	2016/7年度 (2016年4月-2017年3月)
インド準備銀行(RBI)	7.4%	N.A.
フィッチ	7.5%	8.0%
経済協力開発機構(OECD)	7.3%	7.4%
国際通貨基金(IMF)	7.3%	7.5%
コンセンサス・エコノミクス	7.5%	7.8%

出所：RBI、フィッチ、OECD、IMF世界経済見通しデータベース（2015年10月）、コンセンサス・エコノミクス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。

もちろん、インド経済に課題がないわけではありません。世界的な需要の減退によって輸出が圧迫され、10月には11カ月連続の輸出減を記録しました。政府支出は回復していますが、外部環境の不振が企業心理の重石となり、設備稼働率の低さを理由に企業は投資を手控えている状況です。しかしイーストスプリングでは、景気回復の進行や金融緩和策の継続、構造改革の進展などの状況からみて、こうした逆風は一時的なものに終わるのではないかとみています。

## インフレ抑制と金利低下がマクロ面の支援要因です。

インドの金融緩和策の継続は、企業利益と需要を刺激すると予想しています。消費者物価指数(CPI)上昇率が史上最低水準まで低下したため、RBIは2015年に主要政策金利(レポ金利)を4回、合計1.25%も引き下げました。また、実質金利が十分に高い水準で推移していたことも利下げを後押ししたと考えられます。9月末の4回目の利下げでレポ金利は約4年ぶりの低水準になってはいますが、それにも増してインフレ率が低いため、更なる利下げの余地が生じる可能性があります。

2015年7～9月に企業の利益率が縮小した主な要因は、金利コストの増加だったことが判明しています。低金利が浸透すればそれが緩和され、利益率の回復にいつそう拍車がかかると考えられます。

低金利環境は、生産設備の稼働率の低さを理由に足踏みしていた企業投資を回復させる可能性もあります。政府は民間部門が追随することを期待し、率先して公共投資を増やしています。実施中の政府による公共プロジェクトは2015年7～9月期に16.6%増加しました<sup>3</sup>。また、同四半期の新規投資プロジェクトは官民ともに増加しました。

また、貸出金利の低下は消費者の借入コストを減らすため、消費者の信用需要を押し上げるとみられます。

3. インド経済監視センター(CMIE)、モルガンスタンレー・リサーチ、2015年11月。

※当資料はイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッドが作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社がご参考資料として抄訳したもので、情報提供のみを目的とするものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。※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、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在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。事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。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、将来を保証するものではありません。

消費はすでに回復に転じています。都市部の消費者心理の回復は、今年度に入って上向いてきた乗用車販売に表れています。乗用車販売は今年4～10月に前年同期比で12%増加し、昨年同期の3%の低成長、一昨年の同5%の減少からは格段の回復と言えます。

消費面ではもう1点、拡大効果を期待できる要因があります。第7次給与委員会が2016年から公務員給与等の引き上げを勧告しており、それがインドの約3,000万世帯の所得に直接・間接の効果をもたらす可能性があります。勧告が実施されれば、中央政府の公務員及び年金受給者約1,000万人の給与・年金が23.5%引き上げられます。インドの推定2億6,000万世帯のうち、所得が最低政府給与を上回っているのは8,500万世帯にとどまるため、公務員の給与改定は該当世帯全体の25～30%に効果を及ぼすこととなります。前回の給与引き上げの実施は2008年10月で、その効果により翌年の乗用車販売などは最大60%増加しました。

鉱工業生産指数は不安定な動きが続いていますが、特定の領域では明るい兆しがみられます。インドの石油製品需要と石炭取引量の伸び率はここ数ヵ月、数年ぶりの高水準を記録しています。

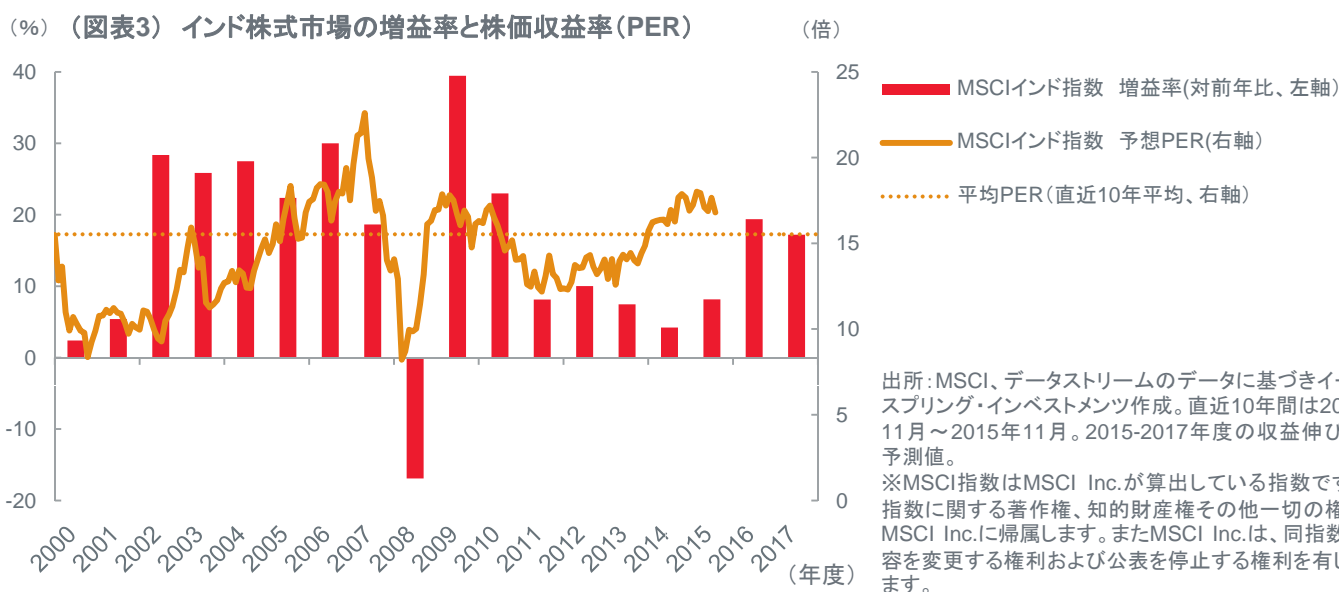
### 利下げによる低金利環境、設備稼働率の上昇、需要回復の見通しなどが、企業の営業利益率の改善と増益率の上昇に追い風になるとみられます。

実際、この数年間、伸び悩みを見せていた企業利益には底打ち感が出ています。1株当たり利益(EPS)の対前年の増益率は、直近の4会計年度に毎年+10%を割り込み、2015年3月期は+4%まで減速しました。需要減退による売り上げの低迷、低稼働率、支払利息の増加などがこの数年の企業利益に悪影響を及ぼしていました。特に影響が大きかったのは、企業利益が世界の商品市場と連動している企業群でした。

今後は、利下げ効果と投資回復をめざす改革の後押しによって需要が徐々に高まれば、最終的に非稼働の設備も稼働するようになり、設備投資が回復する可能性があります。

これは収益見直しにもプラスです。企業全体の収益の増益率は、2016年3月期末に8.2%に回復し、その後2年度も着実な伸びが見込まれています。コンセンサス予想に基づくMSCIインド指数の2016/7年度、2017/8年度の増益率は、それぞれ19.4%、17.2%となっています。

現在の増益率のコンセンサス予想は+10%台後半とやや高めを感じるかもしれませんが、重要なのは、一桁台の増益率が過去5年も続いた後、状況が上向いているという点です。



※当資料はイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッドが作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社がご参考資料として抄訳したもので、情報提供のみを目的とするものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。※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、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在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。事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。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、将来を保証するものではありません。

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



**重要な点として、イーストスプリングでは、インドの経済成長は政府の改革と密接に関わっていくと考えています。もちろん、改革の効果は徐々に薄れていくと思われませんが、これはさらに将来の話です。**

モディ首相率いる与党連合、国民民主連合(NDA)は上院では議席が過半数に満たないため、土地収用法案や物品・サービス税(GST)の導入など、革新的な改革法案が計画通りに進んでいません(主要法案は上下両院での成立が必須)。そのため、政府を厳しく批判する報道が目立ちますが、これはインドの「混沌状態にあった民主主義」が急速に改善されるのではないかと期待が外れた、という反動かもしれません。

モディ政権は、目先の州選挙で勝利したとしても、2019年の任期満了までに上院の過半数の議席を確保することはないと認識しています。そのため、政府は改革に対して下からのアプローチ、すなわち各州の立法権限を活用するアプローチを採っています。

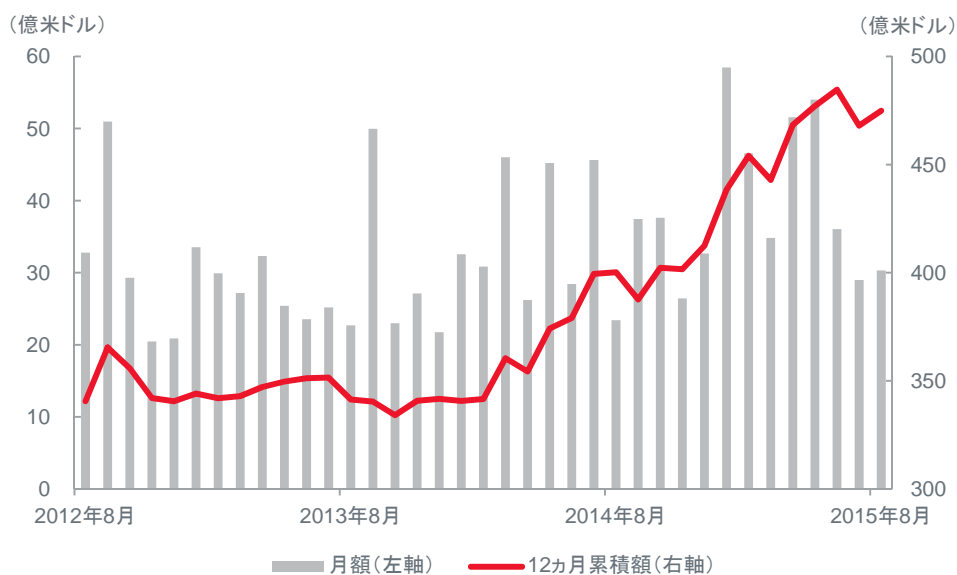
モディ首相は、グジャラート州首相だった自らの経験を踏まえ、州レベルでの開発政策を奨励しています。首相が実施した州政府への税収の配分比率の引き上げや財政自治の拡大は、投資の配分を得ようと争う州政府間の競争心の育成に寄与しています。土地収用や労働政策などの重要改革は州レベルでの取り組みが進んでいます。「競争的連邦主義(competitive federalism)」の導入は、最終的にインドにおける大規模な構造改革になるかもしれません。これは大きな転換です。

法律改正案の成立が困難な状況のなかで、幸先がいいことに主要な行政改革には早くも進展の兆しがみられています。例えば、2014年9月に初めて発表された国内製造業の発展と雇用確保をめざす「メイク・イン・インディア(インドでものづくりを)」キャンペーンは、一定の弾みがついているようです。台湾の電子機器受託生産大手のフォックスコンや自動車メーカーのGM、フォードなど、大手企業数社がインドに生産拠点を設置、または増強すると表明しています。

また、鉄道や国防、保険などの主要産業にFDI(海外直接投資)を呼び込むための改革も一定の成果を上げています。これに伴ってFDIの純流入額が改善し、2014/5年度(2014年4月～2015年3月)は330億米ドルの過去最高を記録しました。2015暦年上期には、インドはFDIのグリーンフィールド\*投資先として約310億米ドルを呼び込み、中国、米国を押さえて首位に躍り出ました<sup>4</sup>。さらに、「メイク・イン・インディア」の取り組みのカギとなるビジネス環境の整備も進み、投資対象国としての最新のランキングは上昇しています。

\*グリーンフィールド:投資先の国に新たに法人や生産設備を設立する投資の方式。

(図表4) インドへの海外直接投資(グロス)



出所:インド経済監視センター(CMIE)、モルガンスタンレー・リサーチ(2015年8月)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。

4. fDi Markets, FT 2015年9月29日。

※当資料はイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッドが作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社がご参考資料として抄訳したもので、情報提供のみを目的とするものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。※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、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在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が、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。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、将来を保証するものではありません。

**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

他にも重要な改革領域であるインフラに進展が見られます。政府は2015/6年度の道路・鉄道整備予算を2014/5年度実績の50%増とし、財源は燃料税の増収と市場からの調達で賄う意向を示しています。インド国道庁(NHAI)は、2015/6年度上半期(2015年4~9月)に前年同期(852km)の倍以上となる2,000km弱のプロジェクトを発注しました。

ひとつ言えることは、現政権はインフラ開発の政策課題から外れることはないだろうと思われる点です。2015年11月にインド人民党(BJP)がビハール州選挙で敗北した後、政府は大衆に迎合する政策に向かわざるを得ないのではないかとの懸念が台頭しました。この選挙ではBJPが宗教やカーストの色を強く打ち出したことが裏目に出たと考えられ、結果的にこの選挙での敗北は同党への警鐘になったとみられます。

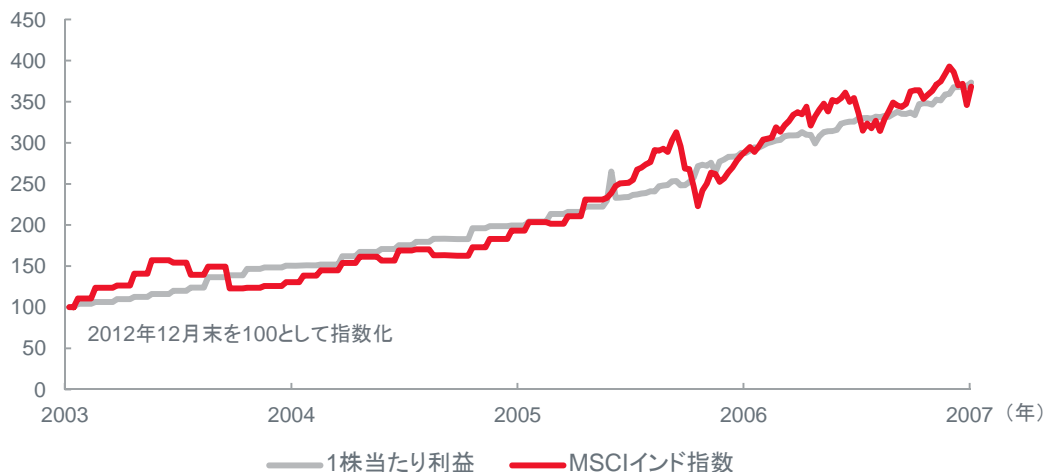
ビハール州の選挙の開票からわずか1日後、政府は、国防、単一ブランド小売、放送、銀行、建設など15業種の対内直接投資規制をさらに緩和すると発表しました。

インドの改革はいまだ道半ばではありますが、投資家の信頼を高め、より多くの投資を呼び込むと考えられます。

### 現状は2000年代初頭を思わせる？

現在の低インフレ、商品価格の低位安定、企業投資の伸び悩み、政府の開発志向などの状況は、2000年代初頭の状況に通じます。当時、インドはBJP主導の連立政権下で着実な経済成長を遂げ、穀物の最低買取価格を低く抑えるなど、市場寄りの政策がその後数年間の成長に寄与しました。2004年に国民会議派が政権を掌握してからGDP成長率は高水準を維持し、2008年の世界的な金融危機まで続きました。その間、株価指数も企業利益も大幅に上昇しました。

(図表5) 2003-2007年にかけて、インド株式指数は1株当たり利益の上昇とリンク



出所: MSCI、データストリーム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。

※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。

※当資料はイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッドが作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社がご参考資料として抄訳したもので、情報提供のみを目的とするものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。※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、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在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が、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。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、将来を保証するものではありません。

**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