



## インド株式市場の魅力

**Anand Gupta**

CFA, CA (India)、ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール)

インド株式市場は、アジアで最も多様性に富んだ厚みのある市場の一つであり、アクティブ運用を行う投資家にはアルファ（超過収益）を獲得する大きな余地があると考えられます。

過去5年間で、数多くの外生的なショックがインドの企業収益を圧迫してきましたが、経済が回復し、改革が徐々に実を結ぶにつれて、企業収益は回復に向かう段階に来ているのかもしれない。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）で、インドは他のどの国よりも深刻な経済面での打撃を受けました。しかし、昨年1年間の株価の動きをみるとMSCIインド・インデックスは2020年に約16%上昇し、さらに2021年は年初来で約6%上昇しています<sup>1</sup>。（2021年3月19日時点）

近年のインド株式は他の新興国市場の株式に比べて、投資家からの注目を集めてはいませんでした。しかし、これは「市場参加者が過度に多く、特定の銘柄に取引が集中している過熱状態の市場ではない」、と捉えることもでき、ある意味では投資機会ともいえます。

インド株式市場の多様性に富んだ厚みはアルファ（超過収益）の源泉となるか？

インド株式市場の大型株と中型株をカバーする代表的な株価指数であるMSCIインド・インデックスは、アジア新興国市場の株価指数の中で最もセクター間の分散が効いた株価指数の一つです。

インド株式市場は収益の源泉を国内だけでなく国外からも得ている企業からなる大規模かつ多様なセクターが存在しており（厚みのある市場）、こうした銘柄を投資対象とすることで、投資家は市場平均を上回る良好なパフォーマンスを享受することが期待できます。

例を挙げると、インドの情報技術セクターの構成割合は前述の株価指数の約17%を占め、その企業収益のほとんどを国外の北米やヨーロッパから得ています。また、同指数の約6%を占めるヘルスケアも、その企業収益のかなりの部分を国外から得ています。実際、インドは世界のワクチン市場の約50%、アメリカで販売されるジェネリック医薬品の約40%、イギリスで販売される医薬品の約25%を製造しているのです。

1. 米ドルベース、Bloomberg

一方、同指数の約3分の1を占める資本財・サービス（約3%）と金融（約27%）セクターの企業は、収益の源泉の多くが国内であり、インド経済が好調なときに業績が向上する傾向があります。

MSCIの国別指数にみた各セクターの構成割合の分散度合いをみると、MSCIインド・インデックスのセクター別の分散度合いは、他の多くの新興国市場に比べてはるかに高く、株価指数の特性として、「特定セクターへの過度な偏りが小さい」、ことを示しています。（図表1参照）

そのため、アクティブ運用担当者は、インド国内経済の見通しに応じてポートフォリオ内のセクター別構成割合を比較的柔軟、かつ機動的に変更することができます。

このように、セクター構成が十分に分散されているという特徴により、インド株式市場は長期的に他の新興国株式市場を上回るパフォーマンスを上げてきました<sup>2</sup>。

### 外生的なショックを受けたインド企業も、今後は回復の兆し

一方、インドの企業は過去5年間、次のような外生的なショックを経験しています。

- MSCIインド・インデックスとMSCI新興国株式インデックスの直近10年間の比較（2011年2月末～2021年2月末）
- <https://www.indiatoday.in/education-today/gk-current-affairs/story/demonetization-gst-slowed-down-gdp-growth-of-india-1123939-2018-01-06>

### 資産査定（2016年）

2016年後半、インド準備銀行は国内各行に対して資産査定（AQR:Asset Quality Review）を指示し、国内の銀行に不良債権への適切な対処を迫りました。その結果、申告された不良債権はこれまでよりも大幅に増加し、貸倒損失が多くの金融機関の収益を圧迫しました。また、銀行は過去にさかのぼって、より多くの資本を確保し、より多くの貸倒引当金を計上するよう求められました。このように不良債権比率が上昇したことは、貸し出しの鈍化や企業の資金調達コスト上昇につながり、インド経済全体は打撃を受けました。

### 高額紙幣の廃止（2016年）

インドは2016年11月8日、偽札などのブラックマネー（脱税やわいろなど不正による蓄財）や偽造紙幣の撲滅とキャッシュレス経済の推進を目的として、高額紙幣を廃止しました。これにより、市中の紙幣流通量の約86%もの現金が事実上無効化され、大規模な社会混乱を引き起こし、現金取引に依存しているインドの大規模なインフォーマル経済\*に大きな打撃を与えました。中央統計局は、この高額紙幣の廃止が、その後のインドの経済成長率を低下させた要因の一つであるとしています<sup>3</sup>。

\* インフォーマルセクター（露天商や日雇い労働者などの不安定な就業層）の経済

図表 1: MSCIの国別指数にみた各セクターの構成割合とその分散度合い

MSCI Sector Weight (%)	インド	タイ	マレーシア	フィリピン	中国	インドネシア	韓国
一般消費財・サービス	8.57	5.90	3.65	3.09	35.18	9.03	9.29
コミュニケーション・サービス	2.34	9.31	8.58	6.56	20.07	12.55	7.92
生活必需品	10.41	12.92	13.94	6.28	4.49	11.90	4.03
エネルギー	12.80	15.86	4.17	-	1.57	4.40	1.35
金融	27.05	13.07	31.65	18.09	13.53	49.24	6.57
ヘルスケア	5.96	6.60	16.15	-	6.46	2.11	7.18
資本財・サービス	3.23	9.41	7.87	34.85	4.50	-	5.77
情報技術	17.33	3.53	-	-	6.70	-	49.76
素材	9.03	11.40	6.19	-	2.08	9.55	7.44
不動産	0.27	4.05	-	27.37	3.62	-	-
公益事業	3.01	7.96	7.79	3.75	1.80	1.22	0.68
合計	100	100	100	100	100	100	100
セクターの分散値*	61.1	15.6	76.4	161.4	106.5	238.8	203.0

\*分散値が低いほど、指数のセクター構成が“より分散されている”ことを示しています。分散値は不偏分散を使用。各データから平均値を引いて個々の統計値と平均値の差（偏差）を求め、それらの値の2乗の総和を“データ数-1”で割ることで算出。

出所 : Eastspring Investments, MSCI. (2020年12月31日時点)

## 物品・サービス税（2017年）

インドは2017年7月に全国規模の物品・サービス税（GST）を発表し、それまで州レベルで課されていた複雑な税制にとって代わられました。しかし、当初はこの制度の仕組みの複雑さなどにより、多くの中小企業の間で混乱が広がり、サプライチェーン（供給網）の混乱を招いたため、経済成長の妨げとなりました。

## 新型コロナウイルス（2020年～）

新型コロナウイルスの感染拡大により、2020年のインド経済成長はマイナス8%になったと予測されています<sup>4</sup>。インドの旅行・観光業が大きな打撃を受けたほか、多くの中小企業や、大量の未熟練労働者に依存する産業も被害を受けました。

こうした外生的なショックにより、インドのGDP（国内総生産）に占める企業収益の割合は年々、下降の一途をたどりました。（図表2参照）。これにより、現在のインドの株式市場の株価収益率（PER）\*は、世界的にみてやや割高な水準となっています。しかし、ワクチンの普及が進み、パンデミックの影響が薄れてくると、インドの企業収益（対GDP比）は低い水準から回復し、バリュエーション（投資尺度）の割高感も緩和されてくるでしょう。

\* 株価が不変と仮定して、企業収益（例：1株当たり利益）が下降した場合、PERは上昇します。（下記の事例のとおり）

$$\text{PER} = \frac{\text{株価}}{\text{1株当たり利益}}$$

→ ↑  
↓

国際通貨基金（IMF）は、2021年のインド経済の成長率をプラス11.5%と予想しています<sup>5</sup>。

4. IMF世界経済見通し（2021年1月）

5. 同上

また、バリュエーション（投資尺度）においては、1株当たり純資産に対する株価の倍率を示すPBR（株価純資産倍率）でみた場合、インド株式（MSCIインド・インデックス）は先進国株式（MSCIワールド・インデックス）、新興国株式（MSCI新興国株式インデックス）それぞれとの相対比較（相対PBR）において、ともに過去平均を下回る水準にあることにも注目しています。（図表3参照）

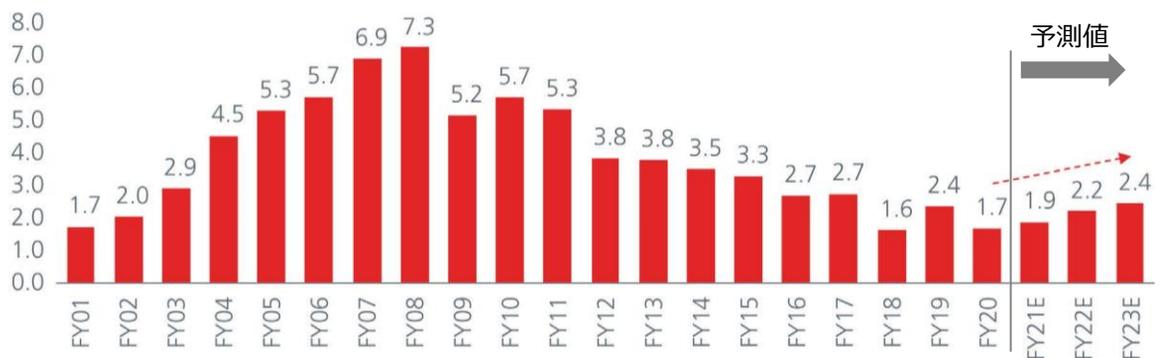
## インドの改革は長期的には着実に推進

先に述べた外生的なショックのいくつかは、経済改革によって引き起こされたものです。現執筆時点（2021年3月）で、インドでは政府による農業改革の新法をめぐり農家の反発が広がっています。また、インド政府は2021年度（21年4月～22年3月）予算案で、数十年来のタブーを打ち破り、12の国営銀行のうち2行を民営化する計画を発表しました。

これらの改革は、労働市場の改善、破産法の改正、不動産取引の円滑化など、過去3年間にインド政府が実施した外生的なショックに新たに加わるものです。（図表4参照）

確かに、特にインド全29州の調整が必要な改革については、その改革が実際に実施されるか否かが常に課題となりますが、連邦レベルで実行するだけの改革であれば、実施は容易なはずです。

図表 2: インドの名目GDPに占める企業利益の割合 (%)



出所：Eastspring Investments, MSCI。（2020年12月31日時点）上記は過去のデータを基に算出したものであり、今後の市場環境等を保証するものではありません。

※ FY：FY20は2020年3月31日を末とする会計年度（2019年4月～2020年3月）。

一方、インドの2021年度（21年4月～22年3月）予算案では、生産性の低い項目（公務員の給与引き上げ、年金、補助金など）から、より生産性の高い項目（インフラ投資など）へとシフトさせています。

具体的にはインフラ関連投資に割り当てる予算を2020年度の4.39兆ルピーから26%増加し、5.54兆ルピーに引き上げました。また、教育、医療、栄養などの予算の増額も計画されています。

これらが効果的に実行されれば、インドは十分な雇用の創出、良好な経常収支を維持するために必要な持続可能な成長の道を歩むことが期待できます。

## インド株の魅力

インド株式市場は、アジアで最も多様性に富んだ市場の一つであり、アクティブ運用を通じて、銘柄選択による付加価値とアルファ（超過収益）を獲得する大きな余地があると考えられます。

これまでは外生的なショックなどの影響によって長年にわたって低迷していたインドの企業収益も、新型コロナウイルスの沈静化と経済改革が徐々に実を結ぶことで、回復の兆しが見えてきました。

新型コロナウイルスの感染再拡大、ワクチン接種の失敗、急激なインフレ圧力などの短期的なリスクには注意が必要ですが、インド株式の豊かな市場多様性は、国内市場環境が強気相場か弱気相場かに関わらず、チャンスがあることを示唆しています。

図表 3: インド株式の相対PBR（株価純資産倍率）の推移 – 対先進国株式、新興国株式

インド株式 : MSCIインド・インデックス  
 先進国株式 : MSCIワールド・インデックス  
 新興国株式 : MSCI新興国株式インデックス

**先進国株式に対する相対PBR**  
 = インド株式のPBR ÷ 先進国株式のPBR



**新興国株式に対する相対PBR**  
 = インド株式のPBR ÷ 新興国株式のPBR



出所 : Refinitiv Datastream 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（シンガポール）作成。（2020年12月31日）  
 ※上記は過去のデータを基に算出したものであり、今後の市場環境等を保証するものではありません。

図表 4: インドで進む構造改革

項目	内訳
インフラ投資の拡大	持続的な経済成長のために、インフラ投資を拡充することで、その経済波及効果を高める。近年、道路、鉄道、港湾分野への投資が増加。
労働改革の推進 (2014年～)	これまでの柔軟性を欠いた労働法制や労働市場の硬直性の改革を推進。主要な州が率先して各州の労働法を微調整。
インフレーターゲットの導入 (2015年)と 金融政策委員会の発足 (2016年)	長年問題とされてきたインフレ高進を抑制するため、消費者物価指数 (CPI) の伸び率を4%の中心から上下2%の範囲に収めるとするインフレ目標、つまり「インフレーターゲット」が導入されました。また、金融政策意思決定の透明性向上のため、金融政策委員会が発足しました。
破産・倒産法の制定 (2016年)	同法以前、インドでは、個人および企業の破産や免責について包括的に規定した倒産法令は存在していませんでしたが、同法制定によるインドにおける破産・倒産手続の円滑化・迅速化が期待されています。
段階的製造プログラム (PMP) の導入 (2017年)	携帯電話などに使用する各種部品のインド国内での製造を促進することを目的に、各種部品の輸入に対する基本関税率を段階的に引き上げるといったもの。自国産業の自立を促進。
不動産関連規制法 (RERA) の制定 (2017年)	これまでの行き過ぎた売り手優位の不動産市場や不透明な商慣行 (汚職等) の是正、そして多発する工期の大幅な遅延の解消を目的として制定されたもの
税制改正の実施	物品・サービス税 (GST) の導入 (2017年) : 全国統一の間接税である物品・サービス税 (GST) を導入。それまでの州ごとに異なる税率を統一化したことで、物流が効率化するなど、経済活性化の一助となっています。  法人税率の引き下げ (2019年) : 既存企業、新規に設立される製造企業ともに法人税を引き下げ。インドの法人税はアジア諸国の平均税率23%とほぼ同等水準となりました。
生産連動型優遇策 (PLI) の導入 (2020年)	国内製造業の振興のため、携帯や特定の電子部品を対象とした助成制度「生産連動型優遇策」を新設。米国と中国の対立が深まる中、生産拠点を中国から移転・分散しようとする企業の受け皿になる思惑も。
土地改革の推進 (ランドバンク) (2020年)	産業用に利用可能な土地区画を容易に特定できる仕組み (ランド・バンク) の導入。また政府は土地区画の可用性について情報提供を通じて投資家支援。
中小零細企業 (MSME*) の定義を変更 (2020年) *Micro, Small & Medium Enterprises	インド政府は新型コロナウイルスに伴う経済対策としてMSME向けビジネス支援を実施します。こうした支援が受けられる企業の範囲を拡大するべくMSMEの定義を従来の分類から変更。

出所 : 各種報道を基にイーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール) 作成。(2021年1月31日時点)

※ 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。

#### <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 (シンガポール) 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、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が、将来予告なく変更さ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。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨を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、本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。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。