

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company 

インドが 投資家の次の寄港地と なりうる理由



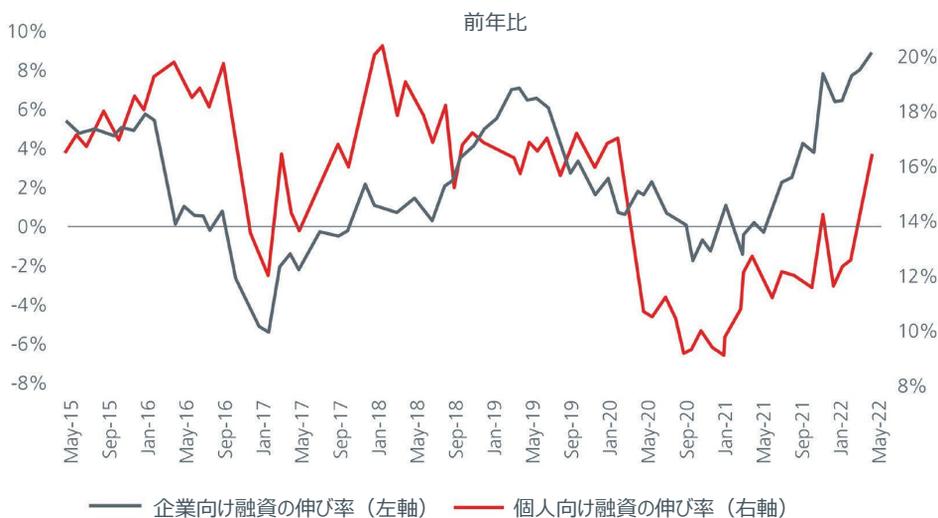
Anand Gupta

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）

インド経済は、力強い信用の伸び、民間投資の増加、企業収益の底堅さをみせています。ポジティブな循環的要因に加え、モディ政権が進める改革が徐々に実を結びつつあり、投資家は人口ボーナス、製造能力の拡大、巨大な民主主義経済におけるデジタル化の進展から利益を得る機会が期待できます。

市場のアナリストが世界経済の成長予測を下方修正し、先進国経済が一部で景気後退に陥るのでは、と懸念される中、インド経済は底堅く推移しているようにみえます。信用の伸びは堅調であり、企業業績は堅調さが見られ、民間投資は力強い回復をみせ、企業心理も改善しています。（図表1、2参照）

図表 1: 信用の伸びが上向くインド



出所：RBI, Morgan Stanley Research. のデータ（2022年7月時点）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。

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ーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

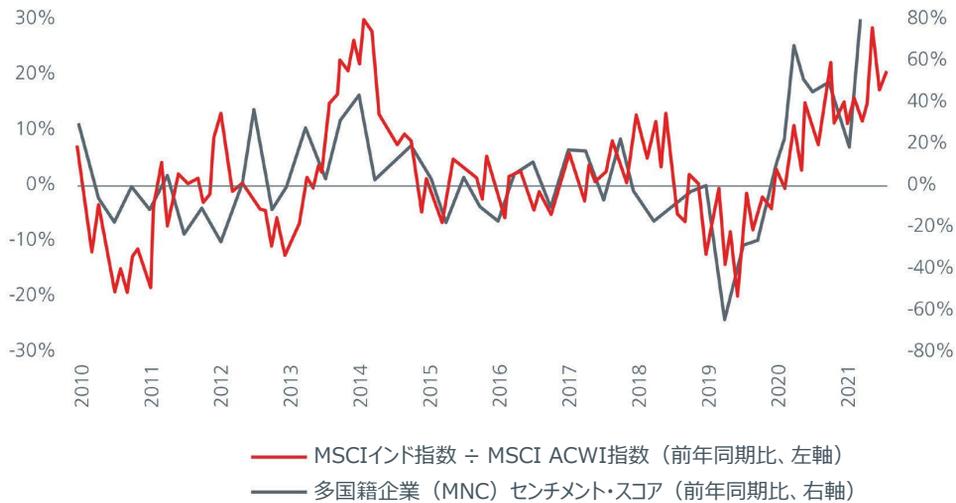
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

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

220912(06)

invested in insights.

図表 2: 企業心理の変化



出所：RIMES, MSCI, Refinitiv, AlphaWise, 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（シンガポール）作成。

インドの企業債務は現在、国内総生産（GDP）の50%未満であり、近年は増加するどころか減少しています。これは、インドが今後も政策金利の正常化を進めると予想される中で、重要なポイントとなります。

政策金利の引き上げにもかかわらず、不動産セクターの回復は順調に進んでいるように思われます。アフォーダビリティ（住宅取得能力）比率、空室率、在庫などのデータは、引き続き堅調に推移しています。私たちのボトムアップのリサーチでは、インフレ環境下にもかかわらず、不動産セクターの企業の価格決定力が増していることが明らかになりました。さらに、2022年8月に政策金利であるレポ金利が6月の4.9%から5.4%へと0.50%引き上げられたにもかかわらず、実質金利はまだ-2%前後のマイナス圏に沈んでいることに注目しています。このことは、金融環境にはまだ景気回復を阻害するほどの過度な制約が無く、自由度があることを示唆しています。

インド経済の強さは、現在輸出がGDPの20%未満であり（純輸出入はマイナス）、世界経済の需要減速の直接的な影響を受けにくいというインド経済の特性にも起因しています。また、インドの輸出（宝飾品を除く）は、自由裁量支出の要素が少なく、需要の急激な落ち込みが起こりにくい医薬品やITサービスが中心となっていることも奏功しています。実際、インドのエレクトロニクスと化学品の輸出は大幅に伸びています¹。

こうしたインド経済のレジリエンス（強じん性）は企業収益にも表れており、インド企業の収益は、新興国市場の同業他社と比較して、持ちこたえています。（図表3参照）実際、複合型映画館の銘柄の営業利益率は、インドのリオープニング（経済活動の再開）と消費水準の上昇を反映して、すでにコロナ前の水準を上回っています。2022年2月から6月にかけて多くのインド企業が値上げを行いました。その後原材料などの投入価格が下落していることを考えると、企業業績が上方修正される可能性があります。

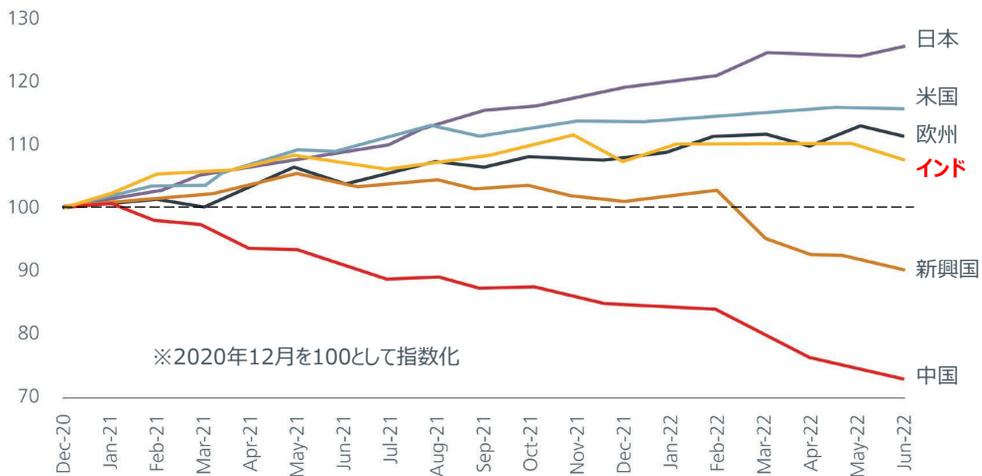
なぜ今、インドなのか？

上記のような景気循環的な要因だけではなく、より長期的な視点からもインドが投資先として魅力的になってきている理由が増えています。

インドは現在も人口が増加しており、若年層が多く、労働年齢層が増加しているため、急速に高齢化が進む欧米諸国や中国に対して大きな優位性を持っています。インドの人口は2030年には15億人近くに達し、2047年には16億4,000万人に達すると予想されています²。国連の統計によると、2020年の人口の67%が15～64歳までの生産年齢人口だった、としています。さらに、生産年齢人口の割合がピークを迎える2020～2030年の間には1億100万人、2030～2050年の間にはさらに8,200万人が生産年齢人口に新たに加わると予想されています。（図表4参照）

invested in insights.

図表 3: 国・地域別でみた一株当たり利益 (EPS) の推移



出所：Goldman Sachs Research. のデータ (2022年7月28日) 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。

図表 4: 生産年齢人口 (15歳~64歳) の増加数 - アジアと先進国の比較



出所：UN Population Statistics, Citi 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 (シンガポール) 作成。

また、インドの総人口の年齢の中央値は現在29歳であり、中国の37歳、米国の38歳を大きく下回っています。インド工業連盟 (CII) によると、若い労働者の急増と、大きく成長する国内市場により、インド経済は2047年までに40兆米ドル規模に変貌する可能性がある、としています。とはいえ、インドは人口に占める生産年齢人口割合の拡大が続く「人口ボーナス」を有効活用するために、労働力を訓練し、十分な雇用を創出する必要があります。

インド国内の製造業を奨励するための政府の生産連動型優遇策 (PLI) は、インドが必要とする雇用機会の提供に貢献することができます。このスキームでは、自動車および自動車部品、電子機器およびITハードウェア、通信、医薬品、太陽電池モジュール、金属および鋳業、繊維およびアパレル、白物家電、ドローン、先端化学セルバッテリーなど製造業の14分野で、対象となる製造企業に対して4~6年間にわたり基準年からの売上増加額に対して4~6%のインセンティブが提供されます。この制度は2020年3月に開始され、現在までに327社がこの制度の承認を受け、325億米ドルの追加設備投資を生み出すことが予想されています³。

invested in insights.

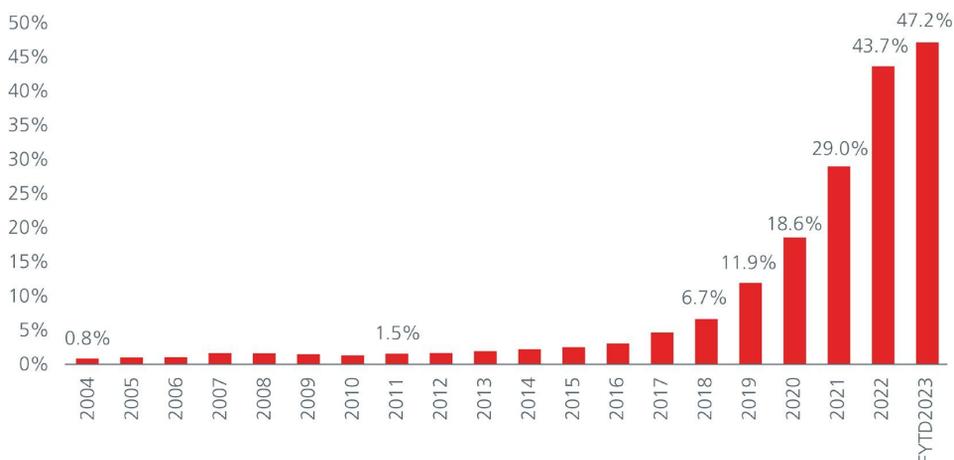
また、世界のグローバル企業がサプライチェーンを多様化する動きも、インドに利益をもたらしています。電子機器製造サービス（EMS）や電気自動車のサプライチェーンに関わるインド企業は、アジア域内の競合他社からシェアを獲得していると見られています。海外からインドへの直接投資総額は、2021年度に820億米ドル、2022年度に836億米ドルと比較的安定しており、こうした点はグローバル投資家からポジティブに評価されています。欧州、米州、アジア太平洋地域の47か国の中から世界の製造業にとって最も有利な立地を評価したクシュマン・アンド・ウェイクフィールドの「2021年グローバル製造業リスク指数」では、インドはベースラインシナリオで2位にランクインしました。同報告書によると、化学、医薬品、エンジニアリング分野におけるインドの製造拠点は、米中貿易摩擦が続く限り、その優位性を発揮するとしています。また、アウトソーシングの要件に応える高い能力も、インドの信頼性の確立に役立っています。なお今後、インドが世界の製造拠点として成功し続けるためには、土地と労働に関する法律のさらなる改革が不可欠となります。

課題への取り組み

インドの7月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比6.7%となり、6月の7%から低下しました。商品価格と国内食品価格がいくらか緩和されたことで、インフレの短期的な見通しが改善される可能性があります。インドの政策立案者と消費者が高インフレに対処するに際して、これまでの有益な経験を持っていることは、十分に評価されていないように思われます。この点は、例えば7月にヘッドラインインフレ率が40年ぶりの高水準に達した米国とは異なります。従って、インドにおいてはインフレの影響はより管理しやすいものである可能性があります。

インドにおける電子商取引の増加は、インフレ圧力を緩和するのに役立つ可能性があります。インドではここ数年、デジタル決済が飛躍的に伸びていますが、これも公式統計には正確に表れない「インフォーマルセクター」で起きている急速な変革の象徴でもあります。（図表5参照）西側経済では、電子商取引の台頭が物価にデフレ的な影響を与えたことが指摘されています。独立系コンサルタント会社であるオックスフォード・エコノミクスの観測によると、米国では、2006～2008年にかけてデジタル化の進展によるデフレが強く認められ、その後、後退したものの、2015年と2016年には再びこうした現象が見られました。

図表 5: インドのデジタル小売業の取引総額がGDPに占める割合



出所：Morgan Stanley Research. のデータ（2022年7月）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。

invested in insights.

インドの貿易赤字は、商品価格の上昇と通貨ルピーの下落を背景に、2022年7月に過去最高の310億2,000万米ドルを記録しました。また、政府が石油会社に対する臨時課税とそれに伴う一部の輸出規制を発表し、石油輸出が前月比37%減となったことも貿易赤字の拡大につながりました。世界的な需要減退を背景に原油価格が軟化すれば、貿易赤字は今後数カ月で縮小する可能性があります。また、インドは食糧および農産物の純輸出国であるため、農作物等のソフトコモディティの価格上昇による影響を和らげることができます。一方、堅調な外貨準備高は、必要に応じてルピーの安定化に活用することができます。

投資家にとっての新たな寄港地、それはインド

これまでインドは投資家がアジアでの単独国別配分を検討する際に優先的な投資先ではなかったかもしれませんが、しかし、モディ政権が進める改革が徐々に実を結びつつあるインドの株式市場は、人口ボーナス、製造能力の拡大、巨大な民主主義経済の急速なデジタル化などから、投資家に魅力的な投資機会を提供しています。私たちは以前のレポート（「[インド株式市場の魅力](#)」2021年4月発行）で、インドはアジアで最も多様性に富んだ厚みのある株式市場であり、ベンチマーク運用ではなく、経験豊富なアクティブ運用によって、投資家が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ことを紹介しました。インド経済の回復力と長期的に有利な様々な条件を有している点を考慮すると、投資家は次の投資先として改めてインドを検討する必要があるかもしれません。

データ出所

1. Credit Suisse estimates. Ministry of Commerce. (2022年1月11日)
2. インド工業連盟 (Confederation of Indian Industry : CII)
3. Morgan Stanley Research. Capex Monitor – Tracking Macro and Micro indicators. (2022年7月11日)

※ 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。