

invested in insights.

eastspring  
investments

A Prudential plc (UK) company



# インド、2024/25年度の国家 予算案：政策の継続性を再確認

Market update

7月23日に発表された2024/25年度のインド国家予算案で示された財政再建と雇用への重点的な取り組みは、インドの長期的成長シナリオにとってプラスとなります。一方でキャピタルゲイン課税の想定外の強化は、市場の混乱材料とは考えにくく、インド株に対する国内投資家の関心を過度に弱めることはないでしょう。また本予算案は、大手格付け機関に好意的に受け止められる可能性が高いでしょう。インドでは今年5月にソブリン格付け“見通し”が引き上げられましたが、インド国債はこうした動きをまだ完全に織り込んでいないと私たちは考えています。

2024年7月23日、インドのニルマラ・シタラムン財務大臣は2024/25年度(2024年4月～2025年3月)の国家予算案を発表しました。発表された予算案は、将来の改革の土台を築くと同時に、今後5年間の国家ビジョンを概説することに重きを置く内容となりました。ICICIAM\*によると発表された予算案に対する市場の反応は賛否両論でした。財政管理目標と主要な支出目標は市場で好感されましたが、キャピタルゲイン課税強化の発表は市場心理を冷やすものとなりました。

\*イーストスプリング・インベストメンツの属するグループのインドの運用会社。

予算案は、政府記録のデジタル化、公共サービスの提供、課税、気候ファイナンス、農業などの分野で生産性と効率性を高めるための将来の経済改革が示唆されています。またインドの付加価値の高い製造業と輸出を改善するために(インドの貿易収支は赤字)、輸出入の関税率の合理化も発表されました。

なおインフラ整備が中心の資本支出への予算額の割り当ては2月の暫定版とは変わりませんでしたが、支出対象の質は向上し、製造業、クリーンエネルギー、エネルギー転換といった分野に重点が置かれています。

予算案には、新規就労者を対象としたインセンティブ制度なども含まれています。また、すべての産業セクターでさらなる追加の雇用創出を奨励するために、雇用主に焦点を当てた支援制度も導入される見込みです。一方、株式投資におけるキャピタルゲイン課税の引き上げも盛り込まれ、短期保有(1年以内に売却)の利益に対するキャピタルゲイン税はそれまでの15%から20%に引き上げられ、長期保有(1年超で売却)は10%から12.5%に引き上げられました。

また政府は財政再建への取り組みを再確認し、2025/26年度までに財政赤字を4.5%に抑え、2024/25年度は4.9%に改善することを目標としています。また2024/25年度の政府の純借入額は11.6兆インドルピーになると予想しました。

## 投資への影響

### 株式

イーストスプリング・インベストメンツの株式運用部門のポートフォリオ・マネジャーであるYuan Yiu Tsai(以下、Yuan)によると、今回のインド連立政権樹立後に発表された国家予算案は、これまでの同国の政策の継続性に関する私たちの見解を再確認するものとなった、と述べています。

## invested in insights.

Yuanの見解では、本予算案は“財政再建、設備投資、消費の促進の間でバランスのとれた内容”としています。またキャピタルゲイン税の引き上げ発表といったマイナス材料にもかかわらず、本予算案が発表された7月23日のMSCIインド指数は日中安値のマイナス3%から回復し、最終的にはマイナス0.3%で引きました。なお、その後MSCIインド指数は7月31日に史上最高値(終値ベース、7月31日時点)を記録しています。こうした動きはインドの長期的成長シナリオや中長期的な労働力の正規化に向けた政府の取り組みに対する市場からの高い信任の兆候を示している可能性があります。

さらにYuanは、これまで長い間インド経済にとって主要な課題の1つであった雇用に今回の予算案が焦点を当てたことを歓迎しています。Yuanは、発表された新たな雇用対策がより多くの雇用を生み出すのに役立つと考えています。

一方、株式投資によるキャピタルゲイン(値上がり益)に対する課税率の引き上げは、今回の予算案に盛り込まれることは市場では予想されていなかったため、ネガティブ・サプライズとなりました。しかし、Yuanは、2018年に長期保有(1年超で売却)のキャピタルゲイン課税が0%から10%に引き上げられ、2ヵ月間にわたり約8%もの市場調整を引き起こした当時と比較すると、“今回の引き上げによる市場混乱は考えにくい”としています。Yuanは、今回の課税強化がインド国内の投資資金フローに大きな逆風をもたらすとは予想していません。

一方、不動産セクターではインフレ調整の適用(インフレに合わせて資産の購入価格を調整し課税対象利益を減らすスキーム)が廃止されたため、Yuanは不動産部門の動向を注視するとしています。不動産売却に対する長期キャピタルゲインへの課税は20%から12.5%に引き下げられましたが、これまでの一部優遇策の廃止を受けて、特に古い住宅では税負担が増加する可能性があります。とはいえYuanは、新しい措置により高級住宅部門への投資需要が減る可能性はあるものの、現在の不動産上昇サイクルの主要因となっている最終顧客のアップグレード需要には影響しないと考えています。

### 債券

イーストスプリング・インベストメンツの債券運用部門のポートフォリオ・マネジャーである**Matthew Kok**(以下、Matthew)は、今回の予算案がバランスよく策定されており、財政再建に向けた取り組みが市場で好感されている、としています。Matthewは2月に発表された暫定版の2024/25年度の国家予算案と比較して歳出総額が約5,000億ルピー増加したにもかかわらず(2月の暫定版は47.7兆ルピー、今回の修正版は48.2兆ルピー)、政府は財政赤字の目標値を対GDP比で4.9%と市場予想よりも低い水準としたことで市場からの信頼を維持した、と指摘しています。

さらにMatthewは、国家予算案はS&Pのような大手格付け機関に好意的に受け止められる、と考えています。S&Pは今年5月にインドのソブリン格付け“見通し”を『安定的』から『ポジティブ』に引き上げました。これまで同機関は、インドが同じ格付けの国と比較して財政赤字が大きいことを一貫して指摘してきました。今後、インドのソブリン格付けが実際に引き上げられた場合、インド国債の価格上昇が起きる可能性があります。しかし、こうしたポジティブな動きはまだ完全には織り込まれていない模様です。

2024/25年度の財政赤字は引き下げられましたが(2月の暫定版は16.9兆ルピー、今回の修正版は16.1兆ルピー)、これは主に短期国債の償還の影響によるもので、財政赤字の財源調達に大幅な低下はみられなかったと、Matthewは指摘しています。インド準備銀行(RBI、中央銀行)は、政府債務の満期延長を狙って、短期借入れを意識的に減らしている模様です。この結果、政府債務と国債の供給量は2024/25年度以降、大幅には減少しない可能性があります。

国債の借り換えリスクを低減させ、返済タイミングの円滑化を狙った短期国債を長期国債に交換する国債スイッチ額の増額が発表されましたが、こうした動きは市場予想よりも長期国債の発行が増加し、短期国債の発行が減少することを示唆しています。これにより、特にインド国債のうち10年超の長期国債の利回りに上昇圧力がかかる可能性があります。そのため、今後数ヵ月でイールドカーブがスティーブ(急勾配)化する可能性があります。

全体として、Matthewは、今回の国家予算案がインドの堅調な経済基盤を強化し、キャリートレードに有利な安定したインド国債の利回り環境を作り出すと考えています。インド国債のイールドカーブが平坦で、長期債の供給リスクが比較的高いことを考えると、Matthewはインド国債の5~10年債を選好する、としています。

invested in insights.

※ 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。