



Part 1 of 8

A Prudential plc (UK) company

アジアへの成長投資: ファンダメンタルズが改善 するインド

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)



インドの金融政策と財政政策は、インドの景気回復を支える両輪としてインド経済を支えており、さらに社会のデジタル化は複数のセクターで変革的な成長をもたらしています。

私たちは、ニューエコノミー（新たなネット関連産業など）とオールドエコノミー（従来型の重厚長大産業など）の両分野に投資機会があるとみており、また、投資家はこれまでインドの目立たない、ベンチマークの対象からは外れた銘柄への投資によって魅力的な投資成果を得てきたという点に注目しています。

2021年、インドの代表的な株価指数SENSEXは米ドルベースで年間約21%上昇し、MSCIオール・カンントリー・アジア（除く日本）インデックスの同-5%を上回る騰落率を記録しました。

昨年、インド国内の個人投資家からの多額の資金流入や注目度の高いネット関連などのニューエコノミー企業の上場が市場の上昇に一役買いましたが、インド経済が成長力を取り戻す中で、インド株投資は投資家にとって魅力的な要因が短期的にも長期的にも存在すると私たちは考えています。

新興国の中で最も急速な成長を遂げるインド経済

インドは2022年、2023年に新興国市場の中で最も急速な経済成長を遂げることが予想されています。IMFの「世界経済見通し（WEO）2022年1月改定見通し」によると、2022年度のGDP成長率見通し（予測値）は昨年（2021年度の推定値）同様の9%という高い経済成長が見込まれています¹。実際、電力需要、鉄道貨物、徴税など、私たちの活用頻度が高い経済活動に関する各種データの多くは、2021年の最後の数か月間で既にその兆候が見られました。インドではワクチン接種率の向上も、ヒトやモノの移動と消費を後押ししています。インドの人口の57.1%が2回以上のワクチン接種を受けており、70%が少なくとも1回のワクチン接種を受けています²。ワクチン接種率の向上と医療システムの整備により、新型コロナウイルスの変異種に対してある程度の耐性を示すことができる可能性があります。

さらにIMFの「世界経済見通し（WEO）2022年1月改定見通し」では、2023年度のインドのGDP成長率見通し（予測値）を前回の2021年10月時点から0.5ポイント引き上げ7.1%とし、金融セクターの業績強化が信用成長、投資、消費を押し上げると予想しました³。

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

220406(04)

1

実際、最近の決算説明会では、ある銀行の経営陣が、すべてのセグメントで信用需要が高まっていることを強調し、銀行が行った融資の見通しについても自信を深めている模様でした。

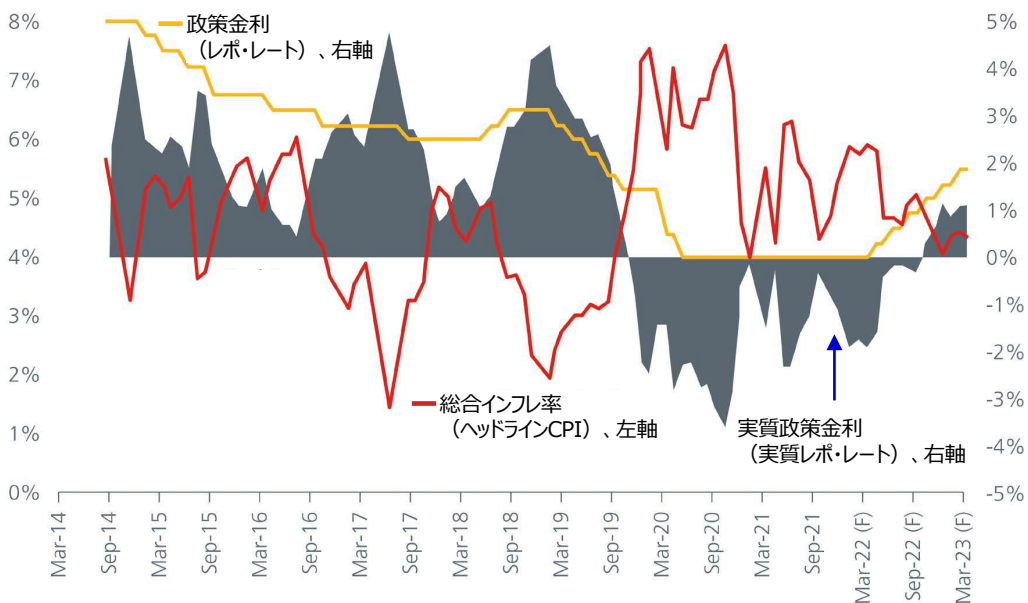
2022年2月の消費者物価（CPI）上昇率は前年同期比で6.1%に上昇し、インドの中央銀行であるインド準備銀行（RBI）の目標レンジである4～6%を上回りました。とはいえ、政策金利の引き上げはインドの景気回復を十分に見極めた上で調整されることになりそうです。政策金利は徐々に引き上げられることが予想されますが、高いインフレ率を背景に実質金利は2022年第3四半期まではマイナス圏で推移し、リスク性資産にはプラスに働くと考えられます。（図表1参照）ただし、ロシア・ウクライナ情勢を背景とした原油価格の高止まりは、インドのインフレ見通しに対するリスクとなり得ます。今のところ、インドはGDPの約22%という記録的な高い水準の外貨準備高を有しており、中央銀行は為替変動に柔軟に対応することができます。今年、インド国債が世界の主要な債券指数に採用されれば、それに伴う投資家からの資金流入もルピーの下支えとなるはずですが、

財政面では、インドの2022年度（2022年4月～2023年3月）予算案で設備投資主導の成長促進が再確認されました。設備投資額が予算案に占める構成比は前年の23%から、2022年度は26%まで上昇する見通しです。インフラ、国内製造業、ESG（環境・社会・ガバナンス）の推進、デジタル化といったテーマへの支出がインドの経済成長のカギとなるでしょう。

デジタル化でインドの成長が変わる

デジタル化は、今後、重要な成長・収益ドライバーとなることでしょう。過去5年間で、インドのインターネットユーザー数は4億8,000万人の増加がみられました。同期間にインターネットのデータ料金は98%低下し、その結果、ユーザー1人当たりのデータ消費量は16倍に増加しました。（図表2参照）また、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）により、多くの分野でデジタルチャネルの導入が加速しています。デジタル化は生産性の向上をもたらし、経済成長を支えることでしょう。

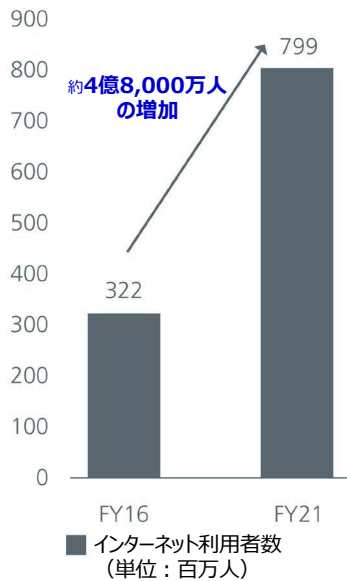
図表 1: インドの実質金利は2022年第3四半期までマイナスが続くと予想



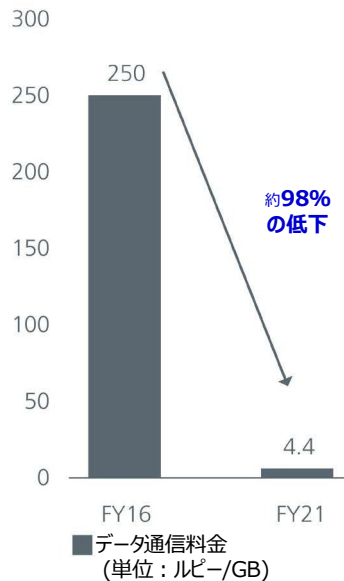
出所：Morgan Stanley Research.のデータ（2022年2月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

図表 2: デジタル化が新たなビジネスモデルを牽引

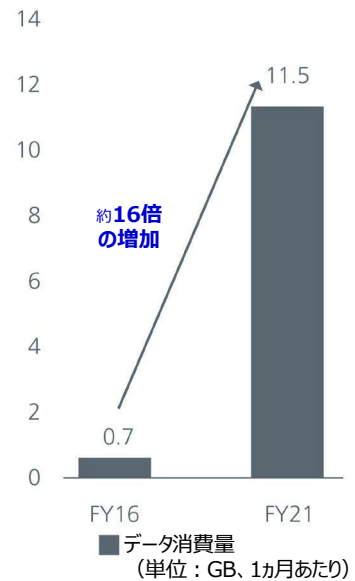
インドでは新たに約4億8,000万人のインターネット利用者が誕生



インドではインターネットのデータ料金は過去5年間で約98%低下



...その結果、ユーザー1人あたりのデータ消費量が約16倍へ増加



出所: Jefferies Research.のデータ (2021年11月) に基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

例えば、企業は主要都市だけでなく地方都市の流通網を迅速かつ低コストで拡大することが可能になります。これは、企業の売上の増大と収益の向上につながります。また、継続的なデジタル化により、教育技術、フィンテック、電子商取引などの新たなビジネス分野が誕生し、より多くの雇用が創出されます。同時に、デジタル化によって、政府は様々な施策をより効率的かつ網羅的に実行できると考えています。

インドでは電力構成の70%を石炭が占めており、インド政府は再生可能エネルギーへの投資を活発化させています。最近の予算では、電気自動車の普及を促進し、燃料公害を軽減するための施策が導入されました。政策面での支援、民間企業のESG重視の姿勢、価格競争力の向上などにより、インドの太陽電池モジュール製造能力は2021年3月時点の8ギガワット (GW) から増加し、2025年度末には43GWにまで達すると予想されます。私たちは、太陽光などの再生可能エネルギーだけでなく、持続可能性の向上を目指す企業にも投資機会があると考えています。

一方、政府は国内製造業振興のため資本財などの分野で輸入関税の優遇措置 (輸入品の免税措置) を段階的に撤廃することを発表しています。これは (モディ首相が掲げている製造業振興のスローガン) 「メイク・イン・インド」のテーマに弾みをつけるものです。世界の企業がサプライチェーンの多様化を図る中、インドの輸出と設備稼働率が多くのセクターでパンデミックの期間中に上昇したことがすでに確認されています。世界の輸出総額に占めるインドのシェアは1.9%⁴と過去最高を記録していますが、特にエレクトロニクスと特殊化学品にはまだ市場シェアを拡大する余地が大きく残っています。輸出が増加すれば、雇用が創出され、経済成長も促進されることでしょう。しかし、インドの産業構造における輸出比率の低さと高い内需依存度は、世界経済の先行きが不透明な現在、インド経済に大きな回復力を与える可能性があります。

また、総額810億米ドル相当の国有資産を収益化するという政府の野心的な計画は、こうしたインドの経済成長をさらに後押しするものと思われます。この計画によってもたらされる収益は、インド政府が財政面での制約を緩和し、より多くのインフラ投資に向けた資金を確保するのに役立つことでしょう。

銘柄選択による魅力的な超過収益が期待できるインド

インド株式市場がアジアで最も多様性に富んだ株式市場の一つであり、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を有していることは、2021年4月のレポート「[インド株式市場の魅力](#)」でも説明しました。このことは、アクティブ投資を行う投資家に魅力的な超過収益の機会を提供し、投資家がポートフォリオの中でインド株式へのエクスポージャー（投資割合）を持つことへの説得力のある理由の一つとなっています。さらに、既成概念にとらわれない投資家にとって、主要なベンチマークに組み入れられていない銘柄への投資は、大きな超過収益をもたらす可能性があります。

現在のインド株式のバリュエーション水準は決して安くはないですが、業績の力強い回復があれば、その水準をある程度正当化できる可能性があります。過去7年間に複数の一過性の市場イベントによって企業収益は圧迫されましたが、その後は低水準から回復に向かっていきます。これらのイベントには、2016年の高額紙幣廃止、2017年の物品・サービス税（GST: Goods and Services Tax）の施行、2018年の大手ノンバンク系金融会社の破綻などがありました。

こうしたイベントの後には、セクターを超えて投資家のリスク回避姿勢が強まりました。

今後は、デジタル化によって新たなビジネスモデルが生まれるため、さまざまなセクターにビジネスチャンスがあるとみえています。また、インドだけでなく世界的に見ても、この変革を主に推進する情報技術セクターが、大きな恩恵を受けることになります。同時に、不動産などオールドエコノミーの分野にもビジネスチャンスがあります。住宅購入の負担が過去14年間で最低水準となり、住宅購入がこれほどまでに身近になったことはありません。不動産セクターの回復は、銀行が行った融資や融資能力、正の資産効果による消費、建設やセメントなどの関連産業に、プラスの乗数効果をもたらす可能性があります。

本レポートは、**2022年アジアエキスパート**（計8回発行予定）の第1回目の記事になります。

2022年アジアエキスパートではアジアで生まれつつある投資機会を捉えるべく、投資家が活用できるさまざまな投資戦略について考察し皆様にご紹介しています。

次号以降も引き続きよろしくお願ひいたします。

データ出所

1. IMFによる「世界経済見通し（WEO）、2022年1月改定見直し」
2. Our World in Data.（2022年2月26日）
3. IMFによる「世界経済見通し（WEO）、2022年1月改定見直し」
4. 対象期間は2021年暦年で10ヵ月間、TRADE MAP、インド商工省、Credit Suisseの推計

※ 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。

※ GICSに関しての知的財産権は、MSCI Inc.および S&P にあります。

<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。