

Asia Insights アジア市場を見る眼～現地からの報告

HSBCアセットマネジメント株式会社

2023年8月24日



押し寄せる大きな流れに好機を見出す

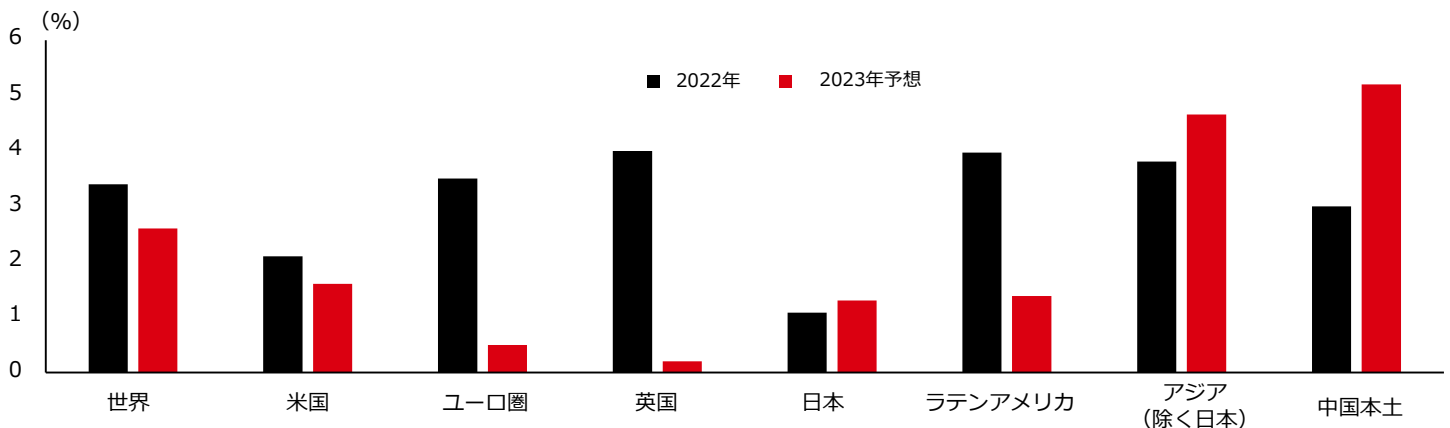
～要旨～

- ◆ 中国を抜いて世界で最も人口の多い国に躍り出るインドが大きな注目を集めている。確かに節目としては特筆すべきことではあるが、人口の多さやその増加以上に注目すべき点は豊富な投資機会の出現であると考ええる。
- ◆ インドの一人当たりGDPは2030年までに倍増する可能性がある。所得水準の変化、ひいては消費パターンの変化は投資家に単なる人口増加以上の好影響を与えることになるだろう。
- ◆ インドの近隣諸国でも同様の成長ストーリーが展開されている。2050年には世界経済の上位4ヶ国のうち3ヶ国がアジアの新興国になると予想されている。

アジアの新興国には人口増加以上の好機がある

- ◆ アジア地域の経済成長の展望は引き続き魅力的である。欧米諸国では成長鈍化が経済に打撃を与え始めるなか、アジア地域では欧米よりもはるかに良好な成長見通し（図表1）と低インフレを背景に、この地域は分散投資先としての利点があるほか、パフォーマンス面で潜在的な可能性を有していると考ええる。また、中所得者層に属する消費者がすでに世界全体の半分以上を占めているアジア地域では、経済発展が所得を押し上げており、アジアが世界経済の中でより大きな割合を占めるにつれ、長期的な見通しも有望になる¹。
- ◆ 本年、中国が最も人口の多い国の座を隣国に譲るというニュースに関連して、今回のAsia Insightsではインドの長期的な見通しについても詳しく見ていきたい。現在のバリュエーションは他の地域ほど割安ではないものの、長期的な成長ストーリーとそれに伴うビジネスチャンスを見逃すことは出来ず、インドの資産を魅力的な検討対象と当社では見ている。

図表1: 世界および主要国・地域のGDP成長率 (%)



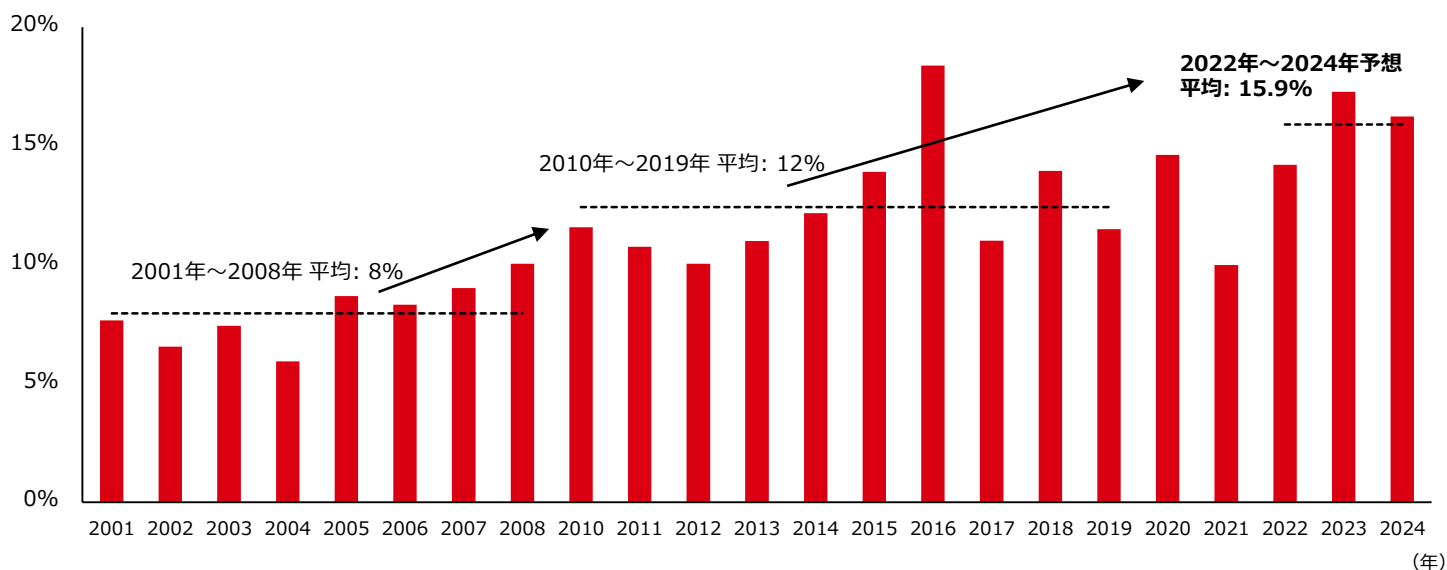
出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年8月現在

¹ World Data Lab、ブルッキングス研究所、2021年8月

主役の座を狙うインド

- ◆ 中国を抜いて世界で最も人口の多い国に躍り出るインドが大きな注目を集めている。確かに節目としては特筆すべきことではあるが、人口の多さやその増加以上に注目すべき点は豊富な投資機会の出現であると考える。一方、中国の人口減少は、教育や技術など生産性向上を後押しする要素への投資が継続的に実を結べば、多くの先進国ほど大きなマイナス要因にはならないと考える。
- ◆ 人口増加だけでなく、インドの世界的経済大国への着実な躍進は、デジタル化、国内製造、インフラ整備、グリーン転換など10年近く前に始まった改革を背景に進められてきた。インドは現在、2022年から2024年にかけて世界経済成長の5分の1近くを占めると予想されており、これは2000年代初頭の約2倍にあたる（図表2）。グローバル企業もまた、この好機を捉えて投資に拍車をかけている。最近、グーグル社はインドのデジタル化ファンドに100億米ドルを拠出し、同国のデジタル経済成長への取り組みに対する支援を表明した。

図表2: 世界経済の成長におけるインドのシェアは拡大



注: 2009年のデータは世界のGDP成長率がマイナスであるため除外。予想はIMF、モルガン・スタンレー。

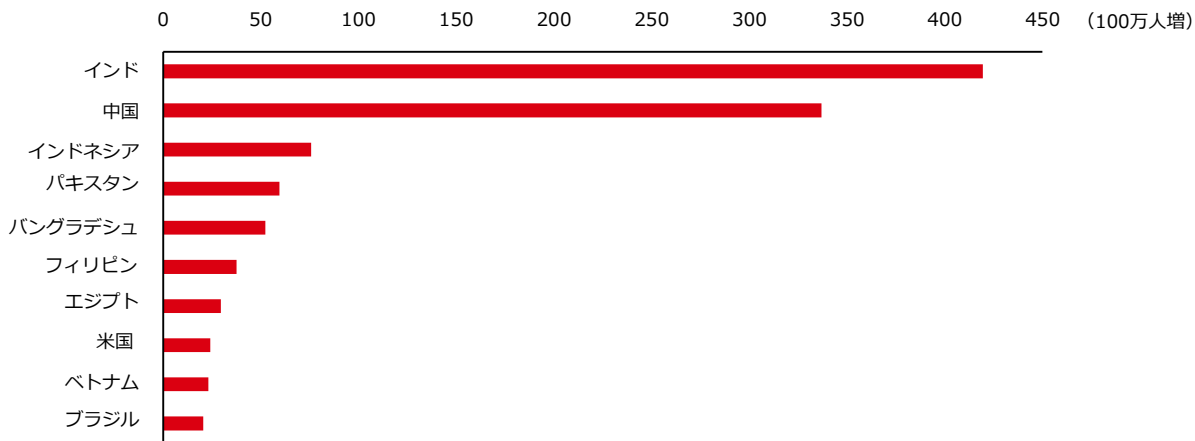
出所: Haver、IMF、モルガン・スタンレー、2023年7月現在

- ◆ 今後を展望すると、インドは早ければ2027年までに第3位の経済大国になる可能性を秘めている。さらに重要なことは、一人当たりGDPが2030年までに倍増する可能性があることだ²。所得水準の変化、ひいては消費パターンの変化は投資家に単なる人口増加以上の好影響を与えることになるだろう。消費が生活必需品から自由裁量の財・サービスへとシフトすることで、金融サービス、旅行・レクリエーション、自動車など現在普及が遅れている分野に大きなビジネスチャンスが生まれる。新たな収益の可能性は既存企業にもスタートアップ企業にも見られると考える。
- ◆ 長期的な視点に立てば、今後のビジネスチャンスの大きさは計り知れない。HSBCグローバル・リサーチでは、上位中所得者層がこの10年間に年平均24%増加すると予想している。実現すれば、上位中所得者層の人口は2040年までに約8,000万人に達することになり、10年前時点の200万人以下から飛躍的に増加することになる。
- ◆ 消費力が潜在的に拡大しているのはアジア地域ではインドだけではない。消費者層の拡大ではインドネシア、バングラデシュ、フィリピン、ベトナムなどの国がそれほど遅れを取らずに続く。図表3のように、2020年から2030年の間に予想される消費者層の増加数では、上位6位はすべてアジア圏の国である³。また、インドネシアも2030年には世界第4位の消費市場になると見られており、インドと中国がその上位2ヶ国を占める。

²モルガン・スタンレー 2022年11月予想、IMF 2023年4月予想

³ World Data Lab、ブルッキングス研究所、2021年8月

図表3: 2020年から2030年の間に消費者層が急速に拡大すると見られる国 (単位: 100万人増)



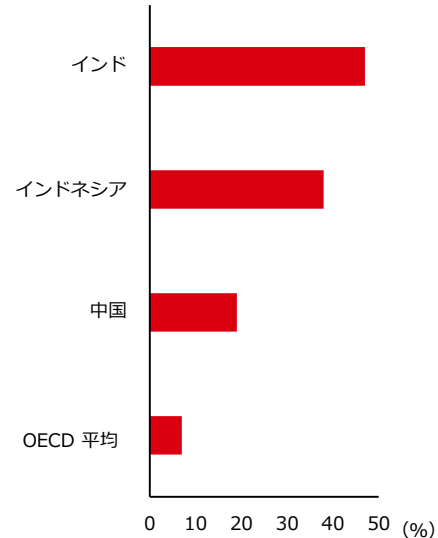
注: 消費者層の定義は1日当たりの平均家計支出が11米ドル (2011年の購買力平価) 以上の世帯に属する人。

出所: World Data Lab、ブルッキングス研究所、2021年8月31日現在

新しい経済への移行

- ◆ アジア経済におけるこのような潜在的な発展は、アジア地域に内在するビジネスチャンスをお話しているが、変革の規模という点ではインドが顕著である。今日、インドの雇用の大半は農村部の非熟練労働者である。若年人口は増加しており、国連は今後10年で生産年齢人口が10億人を突破すると予想しているが、世界や他のアジア主要国と比較すると、依然として学歴は低水準にとどまっている (図表4)。
- ◆ 南アジアの他の地域と同様、農業はインドの総生産の約5分の1を占めている。一方、インドの人口の半数近くが農業に従事しているという事実が、労働生産性と生産高の双方を向上させる機会があることを物語っている⁴。生産性の向上にはテクノロジーが重要な役割を果たすが、これには農業も含まれる。農業テクノロジーは、農家が適切な融資を受けられるシステムや、農業を近代化するための設備、国際競争に打ち勝つためのその他の措置を通じて、生産性と所得の向上に貢献することができる。
- ◆ こうしたなか、インド政府はさまざまな取り組みを行うことで新しい経済への移行を支援している。例えば、農家向けのデジタル・ソリューションを拡充するために設立されたスタートアップ企業を支援する農業アクセラレーター・ファンドや、透明性の高いオークションを通じて効率的な取引を目指すオンライン取引ポータルである電子国営農業市場 (eNAM) などが挙げられる。

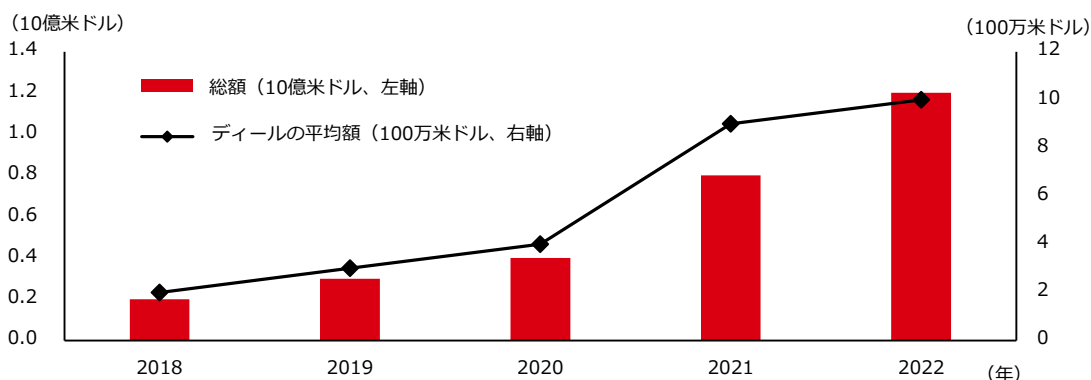
図表4: 初等教育しか修了していない、または初等教育未満の成人の割合 (%)



出所: HSBCアセットマネジメント、OECD data (2022)

- ◆ 図表5の通り、アグリテック関連のスタートアップ企業への資金供与は急増しており、農家と企業や消費者をつなぐソリューション、デジタルの導入、精密農業などに重点が置かれている。このような近代化は、農村部を含む職種の多様性を拡大させ、教育や一段の生産性向上のインセンティブにつながると考える。

図表5: インドのアグリテック系企業へのベンチャーキャピタル投資



出所: McKinsey & Co, Pitchbook data、2023年1月現在

⁴ 世界銀行、2021年

グローバル貿易は依然として成長の原動力

- ◆ 地政学的な勢力の変化は、ASEAN近隣諸国とともにインドの長期的成長促進要因となった。企業が中国依存から脱却してサプライチェーンの分散化を図る中で、インド、ベトナム、マレーシアなどが重要な候補地として浮上しており、高付加価値商品を扱う製造拠点の新設・拡大の主要市場となっている。
- ◆ インドの生産年齢人口が極めて多いため、製造規模を考えると、インドはここにおいて明確な優位性を持つ。こうした規模を必要とするアップル社は2017年に同国で低価格帯のiPhoneの製造を開始している。同社は現在、主力モデルを含め同国でのiPhone生産を拡大する計画を発表している。アップル社の事業拡大は大きな潮流の一部であり、インドからの携帯電話輸出は昨年1年間で倍増している⁵。
- ◆ インドの生産高に占める製造業の割合は13%に過ぎず、世界の他の国々の平均を下回る低水準にある。しかし、製造業の物流、効率、資本に対するリターンを改善するために必要な技術やインフラへの投資が実施された場合、大幅な成長余地があると考えられる。インド国内での戦略的生産にインセンティブを付与する「メイク・イン・インド」や生産連動型インセンティブ（PLI）スキームなどの政策は、製造業の成長を促進するのに役立つだろう。
- ◆ インドの製造業のシェアが低い理由に、構造的な問題に加えて、同国がこれまでサービス輸出の拠点であったことが挙げられる。この点でインドは、商品に見られる落ち込みとは異なり、サービスのグローバル化が継続していることに伴い恩恵を受けることが可能と考える。同国の専門サービス輸出は2019年から年率25%以上で増加が続いている。また、昨年のITおよびビジネス・プロセス・アウトソーシング・サービスの輸出額は1,500億米ドルを超えており、インドはすでにこの分野で世界をリードしている。世界中にあるグローバル・ケイパビリティセンター（GCC）のうち、半分近くがインドにある⁶。こうしたセンターは、グローバル企業がソフトウェア開発、データ分析、機械学習、その他の知識サービスをビジネス全体に展開するためのハブとして機能している。ここでもまた、高技能者を増加させ、教育にインセンティブを与え、生産性と生産高を向上させるための継続的な開発の機会が数多くある。
- ◆ インドの近隣諸国では、世界最大のニッケル生産国として電気自動車のサプライチェーンにおける役割の拡大に取り組んでいるインドネシアにおいて、インドと大きく変わらない成長ストーリーが展開されている。こうしたなか、2050年には世界経済の上位4ヶ国のうち3ヶ国が、2075年には同6ヶ国のうち4ヶ国がアジアの新興国になると予想されている。

図表6: 経済力は東側諸国にシフトする見込み

ランキング (米ドル)	1980年	2000年	2022年	2050年	2075年
1	米国	米国	米国	中国	中国
2	日本	日本	中国	米国	インド
3	ドイツ	ドイツ	日本	インド	米国
4	フランス	イギリス	ドイツ	インドネシア	インドネシア
5	イギリス	フランス	インド	ドイツ	ナイジェリア
6	イタリア	中国	イギリス	日本	パキスタン
7	中国	イタリア	フランス	イギリス	エジプト
8	カナダ	カナダ	カナダ	ブラジル	ブラジル
9	アルゼンチン	メキシコ	ロシア	フランス	ドイツ
10	スペイン	ブラジル	イタリア	ロシア	イギリス
11	メキシコ	スペイン	ブラジル	メキシコ	メキシコ
12	オランダ	韓国	韓国	エジプト	日本
13	インド	インド	オーストラリア	サウジアラビア	ロシア
14	サウジアラビア	オランダ	メキシコ	カナダ	フィリピン
15	オーストラリア	オーストラリア	スペイン	ナイジェリア	フランス

出所：HSBCアセットマネジメント、Daly and Gedminas & CEPR、2023年1月現在

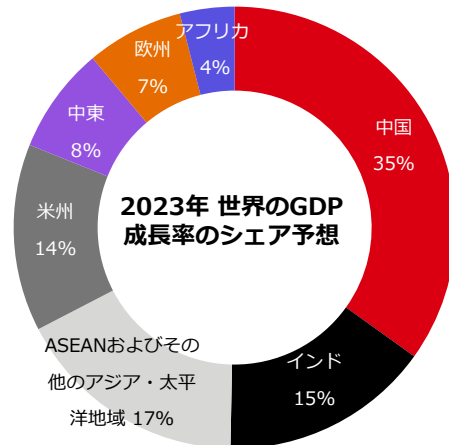
⁵ インド商工省、HSBCグローバル・リサーチ、2023年8月

⁶ Ernst & Young India @ 100、2023年1月

アジア株式 ～ 妙味あるバリュエーションと良好な見通し

- ◆ 本年の先進国市場では比較的好調な業績を背景に米国がけん引役となる一方、アジアは出遅れている。このため、特に米国に対してバリュエーション・ギャップが生じている。同時に、欧米の景気後退リスクを勘案すると、アジアの将来の収益見通しはより堅調と考える。欧米経済の減速が最終的にどの程度になるかにかかわらず、図表7の通り、本年の経済成長の大部分はアジアが担うことになると見られている。また、これまで述べてきたように、長期的な成長見通しも目覚ましいものである。この経済成長が収益、ひいては株式リターンに反映されることが期待されている。

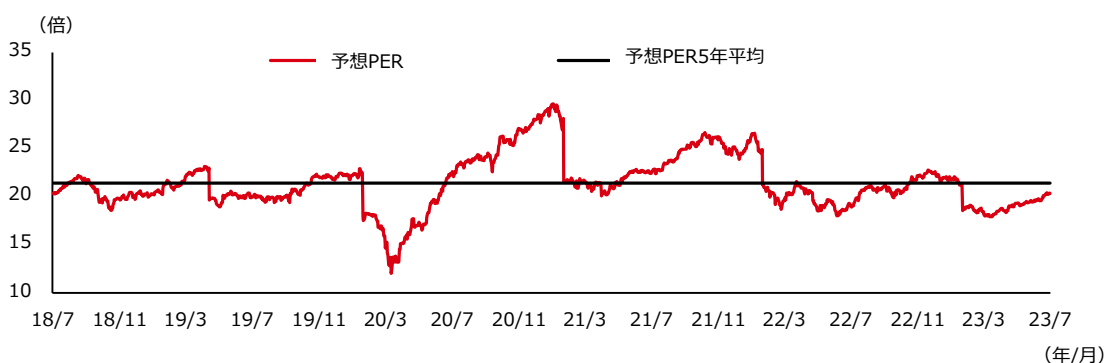
図表7: 2023年の世界の経済成長の70%近くがアジア・太平洋地域からもたらされる見通し



出所：HSBCアセットマネジメント、IMF、2023年6月現在

- ◆ 中国の内需は引き続き比較的高い家計貯蓄と雇用創出を支援する政府の努力に支えられる見通しだ。最近の製造業のデータが期待外れであったため、市場は軟調であるが、さらなる景気刺激策が下支えとなるとの前提に立ち、引き続きポジティブな見方をしている。とはいえ、住宅市場やその他の分野で脆弱性が依然存在することを勘案し、的を絞ったアプローチが有効と考える。
- ◆ 中国株の分散投資効果も過小評価されるべきではない。本年のバリュエーションによるアウトパフォームは、グロース株がリターンをけん引してきた先進国株式市場とは異なる市場の推進力を示している。
- ◆ また、経済成長ストーリーを有するインドの経済は、旺盛な個人消費とサービス業の持ち直しによりコロナ禍から力強く回復した。今後数四半期は成長が緩やかになる可能性は高いが、インドは現在、輸出がGDPの4分の1以下であるため、他の新興国市場と比べて世界的な需要減速の影響を受けにくい。さらに、政府補助金の後押しもあり、企業と銀行のバランスシートは改善し、与信の伸びは拡大し、投資サイクルは促進され则认为る。
- ◆ これまで述べてきたような成長機会を背景にインド株はアジア地域においてプレミアム価格で取引されている。しかし、足元の株価は決して割高ではない（図表8）。長期的なテーマは南アジア全体でも同様に有効であり、バリュエーションが低水準で推移しているインドネシアなどの市場でも妙味ある投資機会が提供されていると見ている。

図表8: インド CNXニフティ 指数の予想株価収益率（PER）

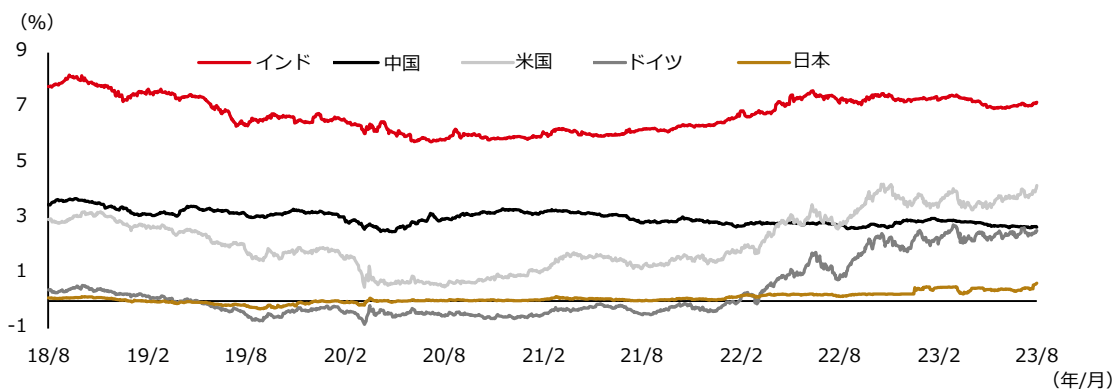


出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年7月現在

アジア債券 ～ バリュース、分散、マクロの追い風

- ◆ アジア債券の展望は比較的明るい。欧米諸国がインフレ率の上昇とそれに伴う成長の逆風に直面しているのとは対照的に、アジアは堅調な成長と低いインフレ率という比較的良好なマクロ経済状況にある。端的に言えば、アジア諸国の高成長により、企業は負債を返済できる強い立場にあり、その結果、予想デフォルト率は低くなる。さらに、インフレ率が低いため、さらなる景気刺激策が可能である。とりわけ中国ではインフレが見られない。自国通貨建て債券は、米国金利のピークを勘案すると、現在の環境において国内債券利回りの低下と為替差益という二重の恩恵を受けるものと思われる。
- ◆ アジアの投資適格債では、デレレーションがより短いため、米国の金利上昇に対する脆弱性がより少ないという恩恵を受けて、スプレッドは過去1年半の間に縮小し、米国の当該債券をアウトパフォームした。一方、ハイ・イールド債のスプレッドは相対的に拡大している。これは、中国の不動産セクターなどストレス下にあるセクターに影響されている。しかし、このスプレッド・プレミアムは投資機会をもたらすと考える。
- ◆ 中国債券に関して図表9が、その優れた分散効果から中国国債へのアロケーションを選好する理由を示している。中国債券の利回りは現地の資金フローとマクロ経済要因に大きく左右されるため、特異なリターン・ダイナミズムを生み出している。昨年以降、特に欧米で安全資産である債券の利回りが上昇するなか、過去5年間で、利回りは極めて安定している。また、インドはボラティリティが低い中で、引き続き高いイールド・プレミアムを提供している。

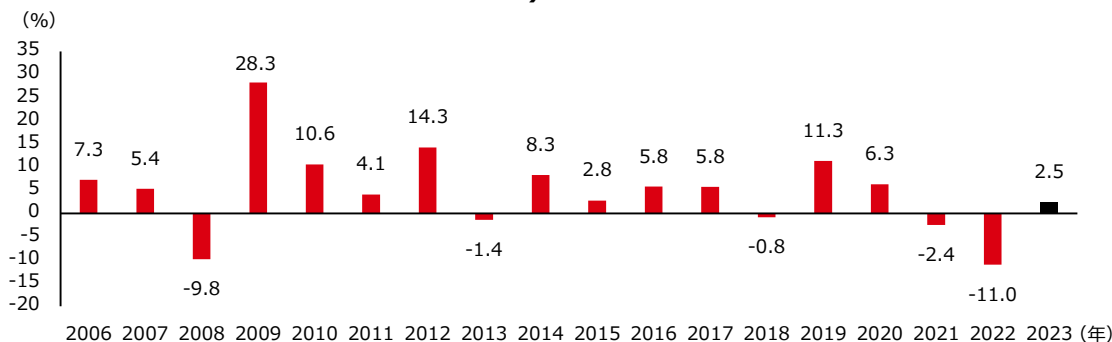
図表9: 10年物国債利回り



出所：リフィニティブ、HSBCアセットマネジメント、2023年8月3日現在

- ◆ アジアにおける社債もイールド・プレミアムを提供し続けており、広範な資産クラスの利回りは世界金融危機以来の高水準となっている。これにより、数年連続でマイナス・リターンが続いているが、これは過去に一度もなかったことである（図表10）。もちろん、中国の不動産開発企業の足かせがここ数年の調整要因であり、デフォルトがさらに増える可能性がある。しかし、アジアの債券市場は以前よりも分散化されており、中国不動産へのエクスポージャーはより広範なインデックスで見ても5%未満である。このため、特にインドを含む特定のセクターや市場に焦点を絞ったアプローチには大きな価値があると考えられる。

図表10: 2022年はアジア社債市場において大幅な調整が見られた (JP モルガン・アジア・クレジット・インデックス (JACI)、リターン、%)



注：2023年は年初来リターン。

出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年4月27日現在

留意点

【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、H S B Cアセットマネジメント株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的とするものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

<個人投資家の皆さま>

投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認いただきご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.85%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的に ご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.20%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

- ◆ 上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。
- ◆ 費用の料率につきましては、H S B Cアセットマネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。
- ◆ 投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

H S B Cアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308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/日本証券業協会



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.co.jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）