

# インド 2.0 ～新たな次元へ。成長への準備が整ったインド～



インドの名目GDP（国内総生産）が1兆米ドルに達するまで、インドの独立から約60年かかりましたが、そのわずか7年後には2兆米ドルとなりました。インドの成長ポテンシャルは、まだ十分に発揮されていないと考えます。インド政府が様々な改革を推進する中、変化する環境下で成功する企業を見つけるには、マクロ環境/市場における評価/企業のファンダメンタルズを見極める必要があります。2050年頃までにインドと中国は世界の2大経済大国になると予想されており、多くの投資家は両国の類似点を調査してきました。当社では、中国の成長ストーリーから得られた教訓を基に、インドが今後数年間にわたって高い成長率（5～9%程度）を維持するための構造的な要因が3つあると考えています。これらの要因は、インドの株式市場や債券市場を改めて評価するのに役立つと思われます。

## ▶ 経済の開放

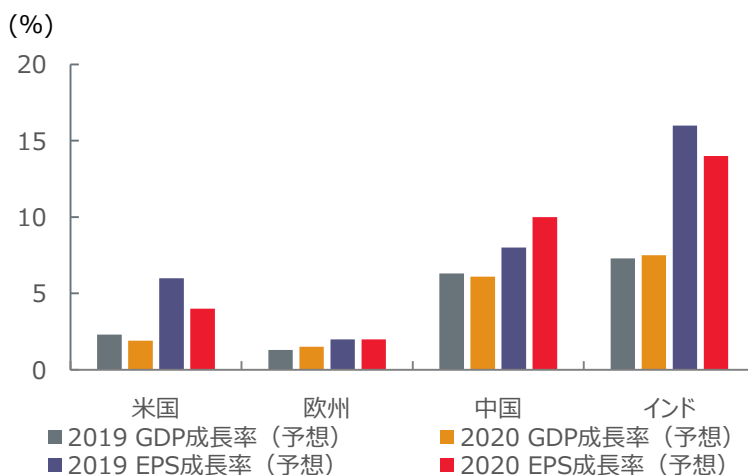
- インドは若年層の割合が高い人口大国であり、勤勉な国民性を有しています。しかしながら、過去に中央主導で計画された経済政策では、インドの競争優位性を最大限に発揮することや、人口統計的な利点を活用することができていませんでした。例えば、モディ政権前には輸入代替、生産拠点の国有化、民間部門に対する複雑な規制が行われました。その結果、厳格に規制された過剰に官僚的なシステムが生まれ、競争力/革新性/効率性/経済成長の妨げとなりました。また、貿易政策では高額な補助金や関税を課し、国内産業を保護しました。
- 数年にわたり、中国とインドの両政府は経済解放の様々な改革を行ってきました。特に過去5年間で、モディ政権は農村への送配電/補助金の直接給付振替制度/LPG調理用ガスの普及/農村部の衛生改善を実現しました。

- インドはリーマンショック後に前年比2桁台のインフレ率を見せていましたが、モディ政権は食料品価格の上昇率の低位安定も実現させています。さらに、間接税の統一と破産法の改正などにより、世界銀行が発表する「ビジネス環境ランキング」のスコア\*が大幅に向上しました。2019年版では、インドは第77位となり、2年間で53も順位を上げています。

\* 出所：世界銀行。2018年10月時点。

- モディ首相は、2019年5月の総選挙で圧倒的な勝利を収め、その後も重要な改革を展開し続けており、インドの経済発展は次のステージへと順調に進んでいます。短期的には2020年にインドの経済は7.5%、企業収益は14%の伸びを見せると予想されています。

国・地域別 GDP・EPS成長率



出所：GDP成長率はIMFデータ、EPS成長率はゴールドマン・サックス推測値（2019年6月）に基づき、イーストスプリング・インベストメンツ作成

○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。○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。○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とは関係がありません。

## ➤ インフラの拡充による長期的な経済発展

- 調査によると、インフラ投資は規模の経済を生み出し競争力を高めるのに役立つため、国の長期的な経済成長を促進します。特にその効果は、これまでのインフラ投資が少ない国ほど強くなります\*。

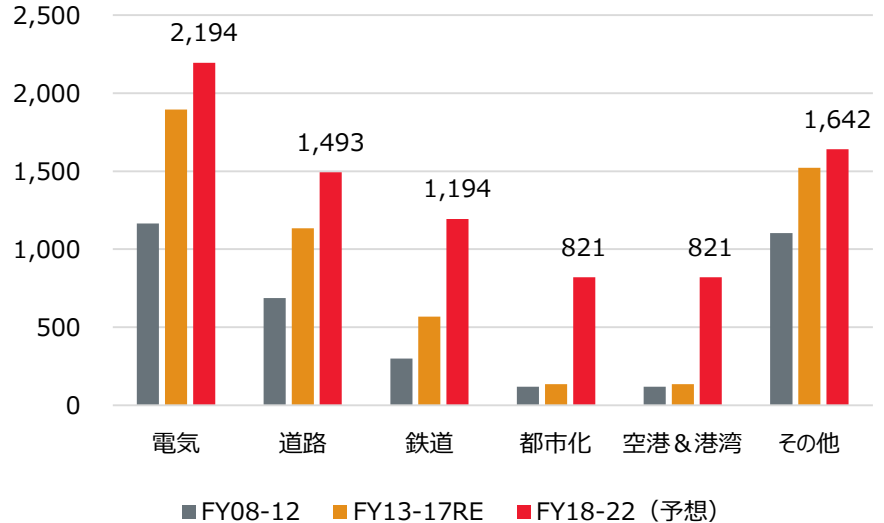
\* 出所：OECD。

- 中国においては過去20年間で物流の改善と港湾や道路のアクセスの向上が国の成長をけん引しましたが、インドではモディ政権が道路網を拡大しインフラ投資を促進しました。インド政府の目的は国内の物流コストを下げることです。インドは、世界銀行による2018年の「物流パフォーマンス指数」で世界第44位\*で、その物流コストは製品コストの約13~15%と、世界平均6%を大きく上回っています。依然として道路、鉄道、港湾、貨物、発電、農村への電力普及、灌漑施設に対する大きな投資機会が存在しています。インド政府は2018年度から2022年度にかけて約7,500億米ドルを投資する見込みであり、「2025年までにGDPに占める製造業の比率を25%まで拡大する」という政府の目標を達成するためには、強固で信頼性の高い国内のインフラ整備が必要になります。これらのインフラ投資は、インドの将来的な経済成長のバックボーンとなり、インドの資産全体に長期的な価値を生み出します。

\* 出所：世界銀行。2018年10月時点。

### 政府によるインフラ投資額

(億米ドル)



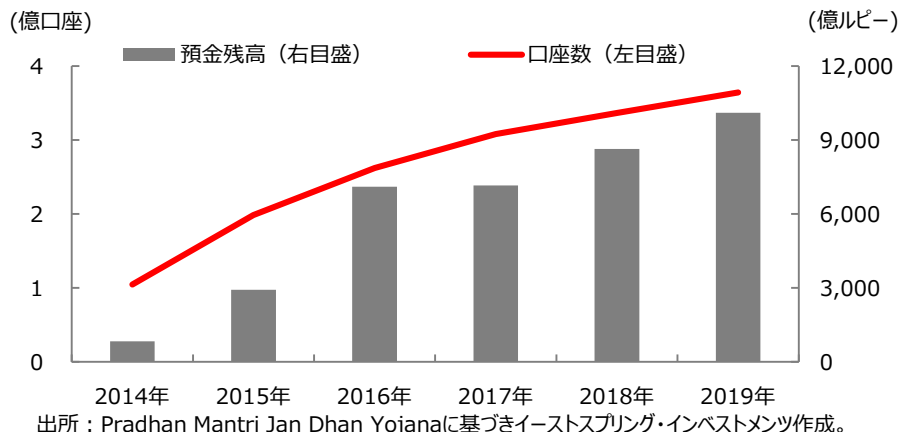
※インドの会計年度は4月から翌年3月まで。例えば2018年度は2018年4月~2019年3月。  
出所：Crisilデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

## ➤ 2つの政策で進む金融包括

- 社会的な格差是正や強固で持続可能な経済成長を実現するためには、政府の改革とインフラ投資のほかに、金融包括が重要です。インドでは、アドハー（親指の指紋および目の虹彩のスキャンを利用した国民識別番号）とジャンダンヨハナ（すべての国民に金融サービスを）という2つの政策によって、特に農村部と郊外において金融包括が進みました。アドハーは、インド居住者が就職、銀行口座の開設、政府からの補助金の受領などで利用できる独自のIDシステムです。一方、ジャンダンヨハナは、全ての国民に銀行口座を開かせ、送金、借入、保険、年金などの金融サービスを利用可能にすることを目的とした金融包括プログラムです。

- ジャンダンヨハナにより、2014年以降約3億もの銀行口座が開設され、それまで口座を持たなかった人々が新たに銀行システムを利用することとなりました。右図は2013年から2016年の間に預金口座が増加したことを主な要因として、金融包括がインドにおいて増加傾向であることを示しています。アドハーとジャンダンヨハナの政策により、インド国民は代理人を介することなく政府から直接補助金を受け取ることができるようになり、結果として消費の拡大につながるものと思われます。

### インドの銀行口座数と預金残高の推移



出所：Pradhan Mantri Jan Dhan Yojanaに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

○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。○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

## 消費の更なる拡大

- 約13億人の人口を有するインドは若年層が多く、年齢の中央値は27歳です\*。これは、大きく成長しているインドの個人消費の裏付けとなっています。毎年、労働人口が増加することで、消費財の普及率は上昇を続け、今後数十年にわたって個人消費が加速すると見込まれています。

\* 出所：スタティスタ。2015年時点。

- 当社では、インドの消費市場は、20年前に中国が世界第2位の経済大国に向けて消費が始まったときと同じような変曲点にあると見ています。可処分所得の増加に伴い、必需品からサービスへとインドの消費行動に変化が生じると予想されています。例えば、2019年のインドのコーヒー市場は9億2,800万米ドルと見積もられていますが、今後4年間の平均成長率は、毎年+6.6%\*と予想されています。今後は地方にコーヒーチェーン店が出現し、地方色豊かな風味のコーヒーを提供し、伝統的なマサラティーと張り合うことになるかもしれません。

\* 出所：スタティスタ。

- さらに、インドのデジタルサービスの発展により、Eコマースの売上高は、2017年度から2027年度までに、150億米ドルから2,000億米ドルに拡大すると予測されています\*。Eコマースの進展は、売り手と買い手の双方に便利な商取引を生み出しています。例えば、食料品のデリバリーは、販売業者がインターネットを利用して顧客から注文を受け、食料品を配達するという典型的なO2Oサービス（オンラインからオフラインへ送客し、購買行動につなげるサービス）です。インドのオンラインを利用した食料品デリバリー市場は、2023年まで毎年平均16%成長し、170億米ドルに達すると試算されています\*\*。

\* 出所：インド・ブランドエクイティ財団。2019年5月時点。

\*\* 出所：マーケット・リサーチ・フューチャー。

Eコマースの拡大により、小規模な小売業者や企業の商取引の改善、雇用創出、社会構造の変化が予想され、将来的には新しいタイプの顧客層が生まれると考えられます。

- インドの上位40都市における個人消費額は、2030年までに合計で1.5兆米ドルになると予想されています\*が、それ以外の数多くの地方都市の消費額も巨額となることが見込まれています。地方の消費者は、都市部で流通している商品やサービスを利用したいと思っていますが、このような潜在的な消費は、インフラが改善されオンラインによりEコマースへ容易に接続できて初めて顕在化します。現在、発展した農村部の世帯における消費額は、同収入の都市部の世帯と比較すると50%~67%程度\*\*に留まっています。

\* 出所：世界経済フォーラム（2019年1月）。

\*\* 出所：バイン・アンド・カンパニーの調査データ。

### 都市部の世帯と発展した農村部の世帯の平均支出額の比較 (収入水準は同程度)

	都市部の世帯÷発展した農村部の世帯
食料品/飲料 (内食費、外食費等)	1.6倍
コネクティビティ (交通費、通信費等)	1.5倍
生活サービス (修理、クリーニング等)	1.2倍
衣服、化粧品等	1.9倍
娯楽 (エンタメ、旅行等)	1.7倍

出所：バイン・アンド・カンパニーの調査データを基にイーストスプリング・インベストメンツ作成。



## ▶ インドにおける長期的な価値を再評価

- インドにおける成長ポテンシャルはまだ十分に発揮されていないと考えられます。インド政府が改革に向けた課題に取り組んでいる限り、経済の解放/インフラの拡充/金融包括の推進という3つの政策は、長期的な経済成長を推し進め、外国人投資家を引き付けるでしょう。海外証券投資家（FPI）および海外機関投資家（FII）は、インドの金融市場をけん引する存在であり、2002年度から2018年度の間インドに対して約1,718億米ドルを投資しました。2019年2月のFPIからの純流入額は、直近15ヵ月で最高の約25億米ドルに達しました\*。

\* 出所：インド・ブランドエクイティ財団。

- 依然として、短期的には財政赤字を縮小し、銀行部門の不良債権問題に取り組む、毎年数百万人の雇用を創出するという課題が残っています。7月に発表された予算案は、支出を制限しながら景気を刺激するという、相反する目標に対して政府がどのように舵を取っていくかについて、明確ではないとの評価となりました。
- 本レポート作成時点（2019年6月10日時点）では、インド株式市場の割安度が5年平均を約1.5標準偏差上回り、MSCI新興国株式指数と比較しても割安な水準にあるとは言えません。これらの数値は、投資家が本源価値を見出すためには慎重になる必要があることを示唆しています。例えば、インドの銀行セクターは不良債権処理などの問題に直面していますが、一部の銀行では、信用コストの低下などにより、利益が上振れる可能性があります。また、中型株の中に質の高い銘柄を発掘することができるかもしれません。
- 不動産市場などの低迷を背景に、株式に対する国内投資家の関心が高まっていることも株式市場を支える要因になると見えています。従業員積立基金、退職金積立制度などからの資金流入も、株式市場が堅調に推移する可能性をもたらします\*。

\* 出所：シティ・インベストメント・リサーチ。2019年6月時点。

### <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、個別企業に言及することがありますが、当該企業の株式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、当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。