



インド経済は新型コロナウイルスによる危機を乗り越えられるか？

クリシュナ・クマール 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）

インドは過去10年間、高い経済成長を遂げてきましたが直近は厳しい局面にあります。しかし、この国は“知識と技術革新のリーダーとしてのポジション”、“若い人口構成、急拡大する人口、高等教育を受けた労働力”といった利点を生かして知識集約型経済*に移行する可能性を秘めています。

*頭脳労働や知識労働への依存度が高い産業を中心とした経済。

今年の経済ニュースは世界中で暗いものとなっていますが、特にインドにとっては厳しいものでした**。
新型コロナウイルスは、つい数年前までは世界で最速の経済成長を遂げていたインドに、大きな打撃を与えました。

**2020年9月末時点。

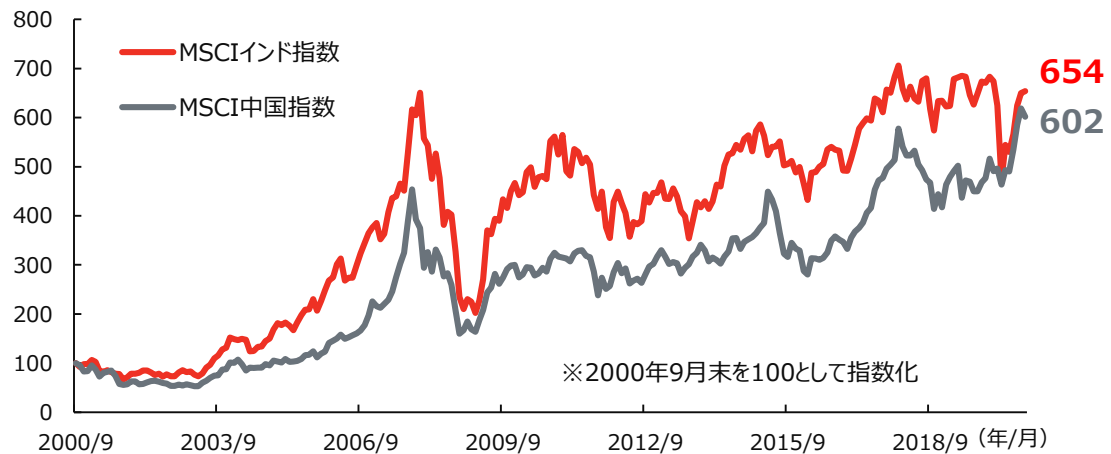
ただし、全てが悲観的というわけではありません。2021年に世界経済の回復が予想されており、インドにおいても力強いリバウンドが期待されています。

多くの投資家は、インドの長期的な経済成長力を過小評価しています。株式市場をみると、興味深いことに、過去10年間では中国株式（MSCI中国指数）の方がインド株式（MSCIインド指数）よりも高いリターンとなっていますが、過去20年間で見ると、インド株式が中国株式を上回っています。（次ページの図表1、2。）

世界経済フォーラム（WEF）によると、長期的にインドの消費市場は、多くの多国籍企業にとって魅力的な市場であり、2030年までに6兆米ドル規模にまで成長すると予想しています¹。また、オンラインサービスの大きな成長に加えて、高いテクノロジーの知識を備えた豊富な労働力も、将来の成長を予感させます。

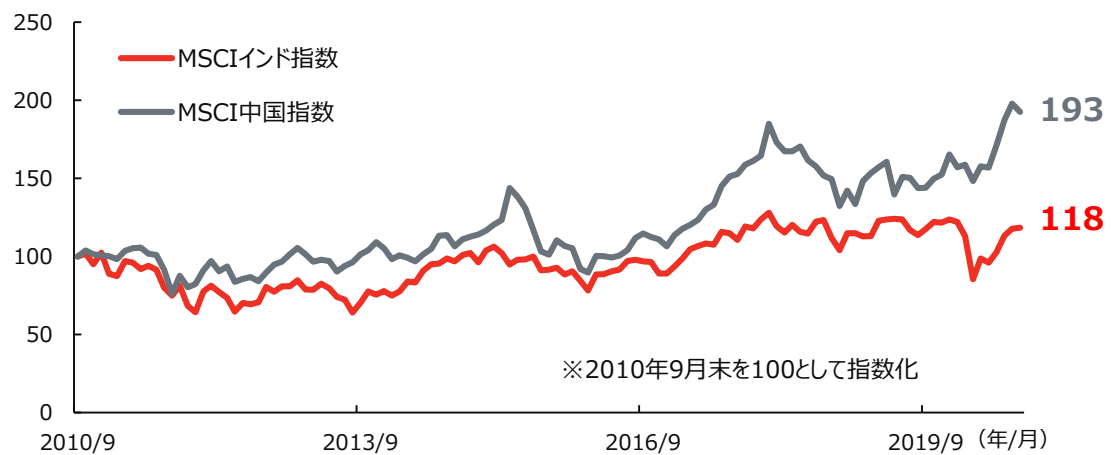
インドには大きな課題が存在していますが、知識集約型経済への移行により、力強い成長を取り戻すための変換点に近づいているのかもしれない。

図表 1 : MSCIインド指数とMSCI中国指数の推移 (20年間 : 2000年9月末~2020年9月末)



出所 : Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。
 上記は共に、米ドルベース、グロス・トータルリターン。

図表 2 : MSCIインド指数とMSCI中国指数の推移 (10年間 : 2010年9月末~2020年9月末)



出所 : Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。
 上記は共に、米ドルベース、グロス・トータルリターン。

まずは暗い話から

インドは今年、2つの点において深刻な事態に陥りました。1点目は新型コロナウイルスの影響で14週間のロックダウン（都市封鎖）による経済的な悪影響を受けたこと、2点目はロックダウンによって、感染拡大を適切に封じ込めることが出来なかったことです。9月末の時点で、インドの累計感染者数は600万人以上となっており、米国に次いで世界2位となっています²。また、その勢いは衰えているようには見えません。

そして、インド経済は大きな打撃を受けています。2020年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比で-23.9%と大幅なマイナス成長を記録しました。

アジア開発銀行（ADB）はインドの2020年度（2020年4月~2021年3月）の実質GDP成長率を前年度比-9%と予測しており、ADBによれば「他の大きな国と比べても最も低い数値」とのことです³。また、インドの経済成長率は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の数年前より、既に減速していました。

インドでは中小企業が最大の雇用の受け皿であり、経済成長の主要ドライバーですが、直近は深刻な影響を受けています。中小企業の成長鈍化は消費にも悪影響を及ぼすことが想定されます。国際労働機関（ILO）は、新型コロナウイルスの影響により、4億人ものインド人が貧困に陥る可能性がある指摘しています⁴。

※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。

今後の展開

一方で明るい話もあります。それは“パンデミックは永遠には続かない”ということです。前述の今年度の経済成長率を-9%と予想したADBでは、2021年度（2021年4月～2022年3月）の成長率は+8%になると予測しています。

そして、すでにいくつかの明るい兆候が出ています。8月のインド製造業購買担当者景気指数（PMI）は52（50を上回ると改善）を記録し、今年4月以来、初めて経済活動が拡大していることを示しました。そしてインド最大の自動車メーカーであるマルチ・スズキは2020年8月のインド国内の乗用車販売台数が前年同月比で21.7%増を記録しました⁵。これは数か月間の都市封鎖による繰越需要のほか、パンデミックにより自家用車の利用者が増えていることの影響と思われる。

インド政府の財政は打撃を受けていますが、インドの景気刺激策の支出は他国に比べて出遅れており、これはある意味、“経済成長を呼び戻す余地がまだある”と言えるかもしれません。

しかし、パンデミック後に景気が回復したとしても、インドには長期的な構造的課題がいくつかあります。

金融セクターは構造改革を必要としています。格付け会社のS&Pは、インドの銀行セクターの回復には時間がかかるとしています。新型コロナウイルスの発生前に、いくつかの国や地域では銀行の資産の質が改善していましたが、インドでは資産の質に大きな問題がありました⁶。それでも、いくつかの明るい兆しが見えてきています。不振に陥っていたインドの中小銀行の多くは、より競争力の高い競合行に吸収され、今やほとんどインド全土で銀行サービスにアクセスすることが出来ます。

ただし、銀行セクターは比較的高い利率の企業の負債と投資減少による影響を受けています。大手コンサルティング会社であるマッキンゼーの調査によると、インドの長期債務の43%は、収益の大半を債務返済に費やしている企業のものとなっており、中小企業間の競争は激しく、多くの企業が再投資する資金をほとんど保有していないという結果が出ています⁷。

短期的には、多くの企業がコスト削減に取り組むことになるでしょう。デジタルを活用した効率化が利用されるかもしれませんが、野心的なプロジェクトのための新規借入よりも雇用調整や債務再編が用いられるかもしれません。一部の抜け目のない投資家は、迅速な資本注入を必要とする企業や、企業価値が大きく低下している企業に投資機会を見出すことで、成功するでしょう⁸。

海外からの直接投資は好調で、米国や日本などの企業は工場施設のインドへの移転に強い関心を持っています。インド政府が迅速かつ断固として行動すれば、大きな転換点となる可能性があります。インド経済は、外国からの投資に牽引された設備投資によって復活する可能性があります。

経済のファンダメンタルズは改善へ

長期的には、インターネットサービスの成長がインド経済の将来に大きな影響を与える可能性が高くなっています。現在、世界の人口の半分以上がインターネットを利用しており、うち約12%をインドが占め、中国を除くと他のどの国よりも多くの利用者を抱えています。この背景には、現在3億人以上の加入者を有する低価格通信事業者であるリライアンス・ジオの参入があります。同社は無料の音声通話と格安データサービスを提供しており、1年間でデータ利用量が2倍になりました。

2016年にリライアンス・ジオが市場に参入して以来、インド人は世界で最も安いデータプランを利用できるようになりました。デジタル技術が莫大な経済価値を生み出すことは自明ですが、インドでは、パンデミックの影響でデジタル技術の利用が加速しています。

インドの消費者は、教育、食品、生活必需品、買い物、通信、健康、フィットネスに関するアプリ、家庭での娯楽、レストラン配達サービスを熱狂的に利用しています。モルガン・スタンレーは調査レポートの中で、「2020年はインドではデジタルサービスに追い風が吹く可能性が高く、特に食料品の分野で競争が激化する」と述べています⁹。

今後成長の余地は十分にあります。同レポートによると、インドのオンライン・ショッピング利用者数は、同国インターネット人口の約30%であるのに対し、米国と中国ではすでに70%を超えています。

モルガン・スタンレーは、「インドは2027年までに9億1,400万人のインターネット利用者と5億9,000万人のオンライン・ショッピング利用者を有することになる」と予測しています。そのため、私たちはインドにおけるeコマース企業（プラットフォーム）や、家庭向けにエンターテインメントなどのサービスを提供するサブスクリプション型のビジネスモデルを持つ企業の見通しは明るい、と考えています。

インドはスタートアップ企業の宝庫

インドのデジタルでの大きな飛躍は、スタートアップ・エコシステム*の繁栄の基礎を築いてきました。

*米国シリコンバレーで生まれた言葉であり、起業家、起業支援者、企業、大学、金融機関、公的機関等が結びつき、スタートアップを次々と生み出し、それがまた優れた人材・技術・資金を呼び込み、発展を続けることを生態系になぞらえ、「スタートアップ・エコシステム」と呼んでいるもの。

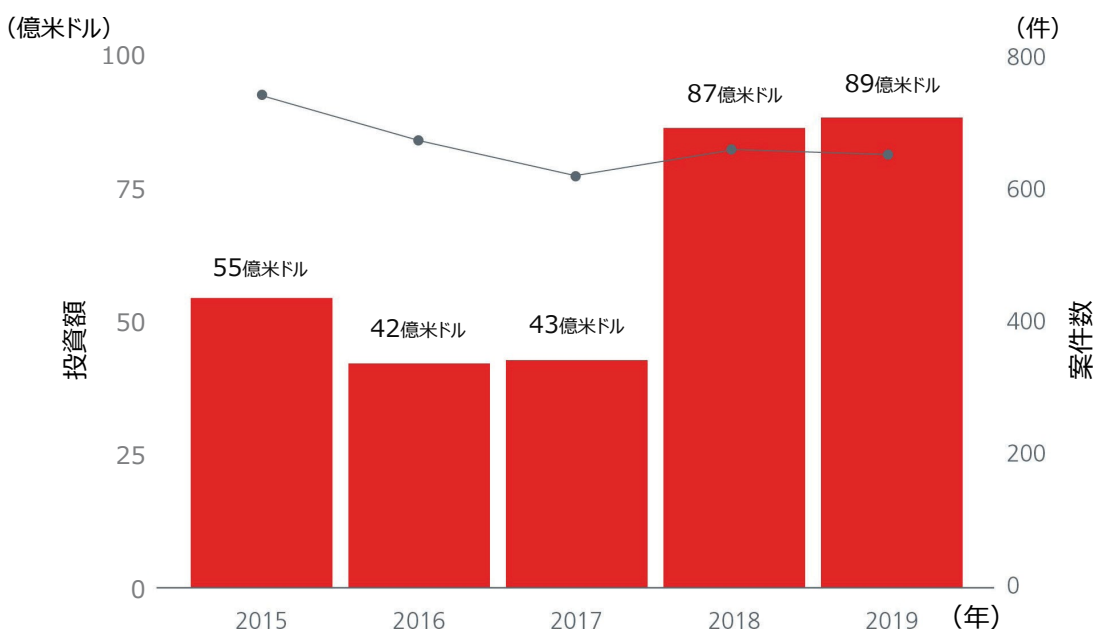
ADBによると、インドには推定26,000社のスタートアップ企業が存在し、世界有数のスタートアップ・エコシステムを誇ります¹⁰。インド政府は「Make in India」キャンペーンで製造業に力を入れています。インドが本当に優位性を持つのは知識経済（知識を基盤とした経済）と技術サービスです。

私たちは現在のインドの上場企業においても、ソフトウェア・サービスセクターは長期的に前向きに見ています。

今年は、スタートアップ企業は資金調達に大きな打撃を受けています。ある推計によると、昨年よりも29%も減少しています¹¹。しかし、長期的には、購買力の拡大、通信インフラの向上、新たな顧客層の開拓、ソーシャルメディアの普及等により、多くの企業が成長すると考えられます。また、人的資本やICT（情報通信技術）サービスにおけるインドの強みも同様です。実際、2016年から2019年末までの間に、インド「ユニコーン企業」（10億米ドル以上の価値を持つ新興企業）の計26社に総額360億米ドル以上の資金が流入しています¹²。

さらに、インド市場は長期的な投資家にとって依然として魅力的な存在となっています。2019年4月～2020年3月の間に約500億米ドルの海外からの直接投資（FDI）による資金がインド株式に流入し、また過去6週間でいくつかの注目度の高いFDI投資案件が発表されています¹³。

（参考）：ベンチャーキャピタル**によるインドのスタートアップ企業への投資状況（2015年～2019年）



出所：Venture Intelligence（2019年12月24日）

**ここでは、成長フェーズを問わず設立10年未満の企業に対して行う投資活動を指す。

しかし、インドがその優位性を最大限に活用するためには、将来有望な国としての足場を築くことができるような政策を講じる必要があります。マッキンゼーは、“効果的でない政策”と“民間部門のデジタル化推進が低水準にとどまること”によって生じる経済価値は、デジタル化によって創出されると想定される最大の経済価値を100%とすると、50%にとどまると指摘しています¹⁴。（図表3）

慎重ではあるが楽観的見方

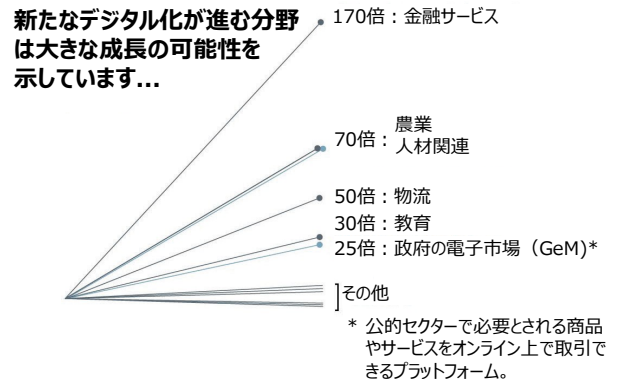
インドが高成長経済を再開するためには、断固とした行動が不可欠です。この挑戦は困難を極めています。インド経済は、2030年までに非農業部門で新たに雇用を求める9,000万人以上の労働者に対して、雇用機会を創出するためには毎年8～8.5%の経済成長率が必要です。今回のパンデミックは、こうした経済成長にマイナスのインパクトをもたらす“近年まれにみる大きな危機”となっています。

しかし、インドには多くの優位性があります。若くて高い教育を受けた労働力、機能する民主主義、知的財産の尊重、安定した通貨などが挙げられます。また、インドは知識・技術革新の分野で世界のリーダーであり、それはインドのIT系、製薬系企業の成功によって実証されています。

成長の可能性はまだ大きく、今後数年間は課題もあるでしょうが、チャンスもたくさんあると言えるでしょう。

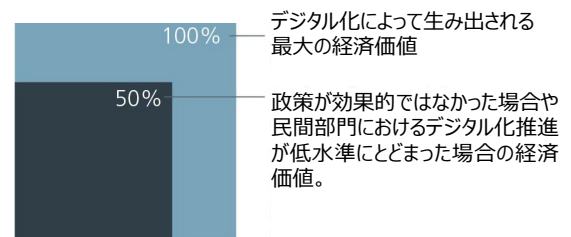
図表3：インドでは2025年までにデジタル化が大きな経済価値を生み出す可能性がある

2019年から2025年までの分野別の経済価値の増加予想



2019年から2025年までのシナリオ別の経済価値

インドはこの成長機会をビジネスチャンスとして捉える必要があります。



出所：McKinsey Global Institute. “Digital India. Technology to transfer a connected nation”. (2019年3月) のデータに基づきイーストスプリング・インベストメント作成。

- 1 出所: [http://www3.weforum.org/docs/WEF_Future_of_Consumption_Fast-Growth_Consumers_markets_India_report_2019.pdf#page=\[6\]](http://www3.weforum.org/docs/WEF_Future_of_Consumption_Fast-Growth_Consumers_markets_India_report_2019.pdf#page=[6])
- 2 出所: <https://coronavirus.jhu.edu/region/india>
- 3 出所: [https://www.adb.org/sites/default/files/publication/635666/ado2020-update.pdf#page=\[23\]](https://www.adb.org/sites/default/files/publication/635666/ado2020-update.pdf#page=[23])
- 4 出所: [https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/@dgreports/@dcomm/documents/briefingnote/wcms_740877.pdf#page=\[6\]](https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/@dgreports/@dcomm/documents/briefingnote/wcms_740877.pdf#page=[6])
- 5 出所: <https://www.hindustantimes.com/business-news/current-state-of-indian-economy-the-good-the-bad-and-the-ugly/story-Aml0tZkWDGk5H1EA5GJ4N.html>
- 6 出所: <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200923-global-banking-recovery-will-stretch-to-2023-and-beyond-11661040>
- 7 出所: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Featured%20Insights/India/Five%20priorities%20for%20corporate%20India%20in%20the%20next%20normal%20after%20COVID%2019/Five-priorities-for-corporate-India-in-the-next-normal-after-COVID-19.pdf>
- 8 出所: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/M%20and%20A/Our%20insights/Indias%20post%20COVID%2019%20economic%20recovery%20The%20M%20and%20A%20imperative/Indias-post-COVID-19-economic-recovery-The-M-and-A-imperative-vF.pdf>
- 9 出所: https://economictimes.indiatimes.com/tech/internet/covid-19-to-accelerate-digital-adoption-in-india-jio-helped-spur-internet-usage-morgan-stanley/articleshow/76031939.cms?utm_source=contentofinterest&utm_medium=text&utm_campaign=cppst
- 10 出所: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/612516/adbi-wp1145.pdf>
- 11 出所: <https://www.livemint.com/companies/start-ups/startup-funding-down-29-in-first-half-of-2020-tracxn-11594216461904.html>
- 12 出所: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/612516/adbi-wp1145.pdf>
- 13 出所: <https://www.mckinsey.com/featured-insights/india/five-priorities-for-corporate-india-in-the-next-normal-after-covid-19>
- 14 出所: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/McKinsey%20Digital/Our%20Insights/Digital%20India%20Technology%20to%20transform%20a%20connected%20nation/MGI-Digital-India-Report-April-2019.pdf>

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、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。