

ファンドマネージャーの運用ノート※

インド出張報告(2018年3月)

～高成長を続けるインド経済の「今」～

※当資料は、大和投資信託の運用チームの相場の見方をお伝えするレポートです。
大和投資信託が設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。

2018年4月10日

お伝えしたいポイント

- ・ モディ政権に対する国民の支持は厚く、経済改革は2期目へ
- ・ 好調な内需とインフラ投資を背景に年率7%台の経済成長が継続する見通し
- ・ 「メーク・イン・インド」の成否が、今後の経済成長の鍵に
- ・ 銀行の不良債権問題の長期化には注意が必要
- ・ インドは今後も魅力的な投資対象に

2018年2月下旬から3月上旬にかけて当社ファンドマネージャーがインドに出向き、内外の機関投資家が集まるカンファレンスへの参加や、現地金融関係者とのミーティングを行いました。現地の生の声を通じた、インド経済の「今」をお伝えしたいと思います。

<モディ政権に対する国民の支持は厚く、経済改革は2期目へ>

好調なインド経済を支える原動力の一つが、モディ首相が実行している「モディノミクス」と呼ばれる経済改革です。これまで高額紙幣の廃止や GST(全国一律の物品・サービス税)の導入などの大胆な改革を行ったほか、日本ではあまり知られていないものでは、インド全土にトイレを整備する「クリーン・インド」キャンペーンや貧困層への銀行口座開設キャンペーンなども実行してきました。こうした各種政策はインド国民の厚い支持を受けており、現地金融関係者とのミーティングにおいても、2019年前半に予定されている下院総選挙におけるモディ政権の勝利を疑う声は聞かれず、モディ政権の経済改革は2期目も継続する見込みです。

そうした楽観的な見方が大勢を占める中で、強いてモディ政権の死角を挙げるとすれば、注目を集めるような大胆な施策が枯渇して、国民がモディ政権に対して飽きるような雰囲気醸成されることであると考えています。実際に現地の人々と会話する中でも、これまでの経済改革の成果を未だに所得増加のような形で実感できていないという声もありました。



▲デリーの連邦政府庁舎。デリー中心部は歴史的な建物も多く、再開発のスピードは遅い印象です。



▲工業団地の一角にある公衆トイレ。「クリーン・インド」キャンペーンで清潔なトイレが増えています。

(出所)大和投資信託撮影(以後の写真も同様)

※後述の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

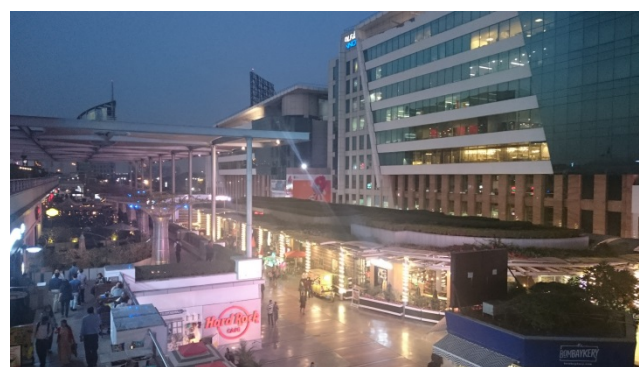
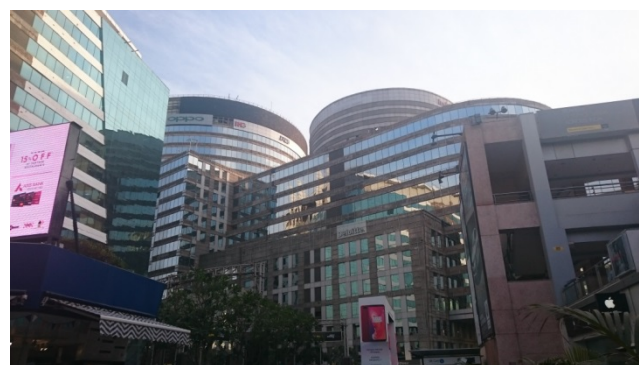
＜好調な内需とインフラ投資を背景に年率 7%台の経済成長が継続する見通し＞

経済面に関しましては、高額紙幣廃止や GST 導入による一時的な停滞を完全に脱して、今後は年率 7%台の経済成長が続くとの見方が大宗を占めました。実際に筆者がムンバイやデリーおよびその周辺部を訪問した際も、年収が 100 万ルピー(約 170 万円)を超えるような購買力の高い上位中間所得層の増加や、地下鉄や道路およびスマートシティと呼ばれる都市開発などの膨大なインフラ需要を実感することができ、こうした見通しは強く裏付けられたと感じています。

一方で、インド経済の潜在的なリスクとして感じられたのは第一に人口の多さです。年率 7%台の経済成長は主要新興国の中でも群を抜いて高い水準ですが、毎年 1,000 万人以上増加する労働力人口に対して十分な雇用を創出するには不十分であると思われます。もちろん、デリーやムンバイの市街が失業者であふれている訳ではないのですが、レストランや商業店舗の従業員の数が日本人の感覚からすれば非常に多かったり、オフィスビルではエレベーター1 基毎に「ボタンを押す係」が配置されていたりするなど、非効率性を温存することで何とか雇用を創出しているように感じられました。こうした雇用情勢は、インドが今後一人当たり GDP を伸ばしていく上で障害となり得ることに加え、政治的な不安定性の温床となる可能性もあり注意が必要と感じました。



▲ムンバイの高級ショッピングモール。無印良品など日本企業も出店しています。



▲グルガオンのサイバーシティ。外資系企業が集積しており、デリー近郊では最も発展が著しい地域の一つです。隣接するサイバーハブと呼ばれるレストラン街では、ビール 1 杯が 400 ルピー(約 680 円)程度と、日本と遜色のない物価水準でしたが、祝前日ということもあり、多くのインド人で賑わっていました。こうした上位中間所得層の増加は、インドの個人消費をけん引すると考えています。



▲ムンバイの地下鉄建設現場。日本の JICA(国際協力機構)が有償資金協力を行っています。

※後述の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

<「メーク・イン・インド」の成否が、今後の経済成長の鍵に>

国内製造業の基盤が脆弱である点も、インド経済の潜在的なリスクの1つです。インドがさらなる経済成長を遂げるにあたって、日本や韓国、そして中国と同様の経済成長のプロセスをたどるためには、インドも製造業を強化して「世界の工場」と呼ばれる時期を経験する必要がありますと考えています。

この点について、モディ政権は「メーク・イン・インド」と呼ばれる国内での製造業育成策を力強く推進しています。この政策では、2022年までに国内総生産に占める製造業の割合を現状の20%未満から25%まで高めるとともに、製造業での雇用を1億人増やすことを目指しています。

今回の出張では、製造業振興の柱となる「デリー・ムンバイ産業大動脈構想(DMIC)」の一環として、ハリヤナ州に建設されたマネサール工業団地を視察してきました。ここでは、マルチ・スズキ(日本の自動車メーカー、スズキのインド子会社)のインド第2工場を始め、ホンダの二輪車工場、デンソーやブリヂストンなどの日系企業が集積しているほか、工業団地の排水処理を東芝の現地子会社が行っており、良好な日印関係の下で多くの雇用が生み出されていました。



▲マネサール工業団地の内部。デリー中心部から車で1時間半程度の距離にあり、新しい工場が立ち並んでいます。



▲マルチ・スズキ第2工場。直線的な組立ラインのため、広大な敷地を有しています。グルガオンの第1工場と合せて、年間約150万台を生産しています。



▲工業団地の排水処理施設。東芝子会社が運営しており、工業化に伴う環境汚染を防止しています。



▲工業団地周辺では、高層住宅の建設が進んでいます。

※後述の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

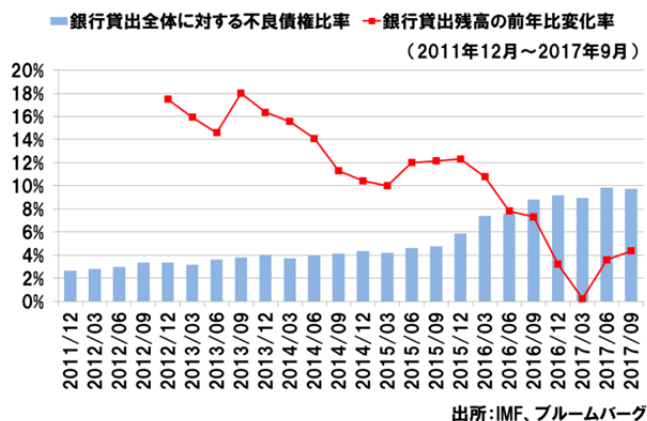
<銀行の不良債権問題の長期化には注意が必要>

銀行の不良債権問題につきましては、現地金融関係者の間でも異なった見方がありました。不良債権の発生源が特定の産業セクターに集中していることから、鉄鋼業などの業界再編が進めば、不良債権処理は短期的に収束するという楽観的な見方があった一方、不良債権の発生には銀行のガバナンス問題が大きく影響しており、その解決には一定の時間を要するという慎重な意見も聞かれました。

右図のように、不良債権の増加はインドの銀行セクター全体の融資能力に大きな影響を与えており、企業の設備投資水準の低下が経済成長の足かせとなりつつあります。モディ政権は、2019年以降の2期目の政権運営において高い経済成長を実現すべく、国営銀行に対する巨額の資本注入を通じて、2018年中の不良債権処理を目指す方針です。しかしながら、足元では国営銀行第2位のパンジャブ・ナショナル銀行(PNB)で大規模な

不正取引が発覚したほか、金利上昇による債券の評価損が銀行のバランスシートを悪化させており、不良債権問題の解決が一段と困難になっている点には注意が必要と考えています。

《不良債権の増加により、銀行の融資能力が低下》



<インドは今後も魅力的な投資対象に>

今回のインド出張は、筆者自身としては大学の卒業旅行以来約20年ぶりのインド訪問でした。当時と比べて当然ながら現地の生活水準は大幅に向上しており、その変化の大きさは新鮮な驚きでした。一人当たりGDPの観点では日本とインドの間に約20倍の差がありますが、携帯電話の普及率が90%程度に達するなど、都市部については実際の生活水準にそれほどの大きな差は無いように感じました。

また、今回の出張では敢えてインド経済の「影」の部分

に焦点を当てようと試みました。人口の多さに起因する雇用問題や脆弱な製造業の基盤、さらには不良債権問題など、今後のインド経済の高成長を阻害しかねない不安要素は確かに存在しています。しかしながら、モディ政権はこれらの問題に対して正しく対処しようとしており、2019年以降も同政権が継続するとの前提に立てば大きな問題は顕在化せず、インドは今後も引き続き魅力的な投資対象であり続けると考えています。

以上

※後述の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

<ご参考> 当社の関連リサーチ

◇マーケットレター

- ・ムーディーズによるインドの格上げについて（2017年11月）（2017/11/20）
http://www.daiwa-am.co.jp/market/html_ml/ML20171120_2.html
- ・インドの金融政策（2017年10月）～主要政策金利を据え置き～（2017/10/5）
http://www.daiwa-am.co.jp/market/html_ml/ML20171005_1.html
- ・インド株 足元の下落の背景と今後の見通し（2017/9/28）
http://www.daiwa-am.co.jp/market/html_ml/ML20170928_1.html
- ・インド経済はモンスーンの降雨量に恵まれ視界良好（2017/9/6）
http://www.daiwa-am.co.jp/market/html_ml/ML20170906_1.html
- ・インドのインフレ動向について～歴史的な低水準の背景と今後の見通し～（2017/9/5）
http://www.daiwa-am.co.jp/market/html_ml/ML20170905_1.html
- ・インド金融政策（2017年8月）～市場予想通りの利下げ～今後もインド経済は堅調さを維持する見通し～（2017/8/3）
http://www.daiwa-am.co.jp/market/html_ml/ML20170803_2.html
- ・インド株式市場は業績成長への期待から好調（2017/7/27）
http://www.daiwa-am.co.jp/market/html_ml/ML20170727_1.html
- ・インド金融政策（6月）～主要政策金利は据え置き、インフレ見通しを引き下げ～（2017/6/8）
http://www.daiwa-am.co.jp/market/html_ml/ML20170608_1.html
- ・インドは政策金利の据え置きを決定～（2017/4/10）
http://www.daiwa-am.co.jp/market/html_ml/ML20170410_1.html
- ・ファンドマネージャーの運用ノート インド出張報告（2017年3月）～世界中の投資家から注目を集めるインドへ～（2017/3/30）
http://www.daiwa-am.co.jp/market/html_ml/ML20170330_1.html
- ・高成長を確認したインド ～モディ首相のリーダーシップ下で、着実に進む構造改革と成長戦略～（2017/3/2）
http://www.daiwa-am.co.jp/market/html_ml/ML20170302_1.html
- ・インド政府が予算案を発表～息の長い成長を目指す～（2017/2/3）
http://www.daiwa-am.co.jp/market/html_ml/ML20170203_2.html

当資料のお取り扱いにおけるご注意

■当資料は、ファンドの状況や関連する情報等をお知らせするために大和投資信託により作成されたものであり、勧誘を目的としたものではありません。■当資料は、各種の信頼できると考えられる情報源から作成していますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。■当資料の中で記載されている内容、数値、図表、意見等は当資料作成時点のものであり、将来の成果を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。■当資料中における運用実績等は、過去の実績および結果を示したものであり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。■当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

販売会社等についてのお問い合わせ⇒大和投資信託 フリーダイヤル 0120-106212(営業日の9:00～17:00) HP <http://www.daiwa-am.co.jp/>