



# インド: 次の10年

ヴェロニク・エルブ  
新興国株式  
ポートフォリオマネジャー

2024年4月

“14億人という地球上で最大かつ若い人口を抱えるインドでは、人口動態が成長を後押ししています。”

イギリス統治以前のインドは豊かで繁栄した国でした。ムガル帝国がインドを統一し、大規模な道路網を整備し、統一通貨を作りました。インドは農産物だけでなく、豊かな織物も世界に供給していました。18世紀初頭、世界のGDPに占めるインドの割合は20%を超えていましたが、1947年にイギリスの支配が終わる頃には、わずか4%にまで縮小していました。独立から70年以上経った今、インドの輝かしい栄光は再び手に取るように感じられるようになりました。

2003年頃、あるアジアの株式ストラテジストは、インドがアジアの株式市場の中で最も魅力的でありながら「カメ」とレポートで述べていました。当時急成長していた中国は「ウサギ」でした。この年は、インドの11年にわたる民間企業の設備投資主導のサイクルが始まった年であり、その結果、インドはこの期間にMSCI ACワールド・インデックスを460%上回るパフォーマンスを記録しました<sup>1</sup>。

## 現在のインド: はじめに

それから20年たった2023年は、インドが世界の表舞台に登場した年といっても大げさではありません。G20開催国としての役割から月面着陸の成功まで、インドはスポットライトを浴びることになりました。FDI（直接投資）先としても浮上したインドは、中国に対抗する地政学的な役割と、主要な軍事パートナーとしての地位で知られるようになりました。インドはまた、世界の重要な技術的、文化的、経済的、社会政治的発展が環インド洋連合に有利な方向にシフトしていることの恩恵を受けている国でもあります。

14億人という地球上で最大かつ若い人口を抱えるインドでは、人口動態が成長を後押ししています。2014年にナレンドラ・モディ首相が政権に就いたことで、インドはほぼ10年にわたり安定した政治が続き、あらゆる面で改革が促進され、平均6%前後で実質GDPが成長しました。

また、インドは再び民間セクターの新たな設備投資サイクルの初期段階にあります。インド企業は2015年に1倍近くあったグロス有利子負債/自己資本比率を、現在はわずか0.5倍まで低下させています。

今日のインドが単なるボトムアップ投資の対象以上の存在であることは明らかであり、かつては常に中国のものであったマクロ・ストーリーも今や同様に説得力のあるものとなっています。

<sup>1</sup> MSCI、米ドル建てパフォーマンス

## インドのマクロストーリーを左右する要因は？

モディ大統領が就任してからの約10年間で、インドは抜本的な構造改革を成し遂げ、人口動態と知的資本の恩恵をようやく享受できるようになりました。本稿では、現政権が推進してきた数多くの改革を取り上げますが、中でも3つの主要な改革が極めて重要と思われます。第一に、政府のインフラ投資により、経済における物流の効率が改善され、多くの産業のボトルネックが解消されたことです。第二に、2016年に成立した倒産法（Insolvency and Bankruptcy Code）により、企業の創業者は貸し倒れによって資産を失うリスクを負うことになり、その結果、財務の健全性が向上しました。そして最後に、同じく2016年に施行された不動産（規制および開発）法（「RERA」）が、不動産セクターを一新しました。これにより透明性と公平性が向上し、8年ぶりに不動産市場が好転しました。

今日のインドは新興市場であり、GDP成長率は過去10年間、年率7%以上の名目成長率を続けてきました。これにより、インドの経済規模は13.2兆米ドルと世界第5位となり、10年前の3.4兆米ドルから増加しました<sup>2</sup>。今後5年間の成長率が6%と予測されていることから、インドは世界の経済大国の中でも傑出した存在となり、2027年には世界第3位の経済大国になると見られています<sup>3</sup>。実際、国民は生活必需品を大量に購入するようになり、購買習慣の目がますます肥えてきています。消費がGDPの70%を占めるようになり、インドは1人当たり3,000米ドルのGDPを達成しました<sup>4</sup>。この水準になると、裁量的消費が本格化します。



<sup>2,3</sup> Jefferie, 2024年2月

<sup>4</sup> [World Economic Outlook \(October 2023\) - GDP per capita.](#)

## 魅力的な投資機会

一方、ボトムアップのミクロなストーリーは依然として力強いものです。優れた経営陣と強固なコーポレート・ガバナンスを持つ競争力のある企業は、私たちに多くの投資機会を与えてくれます。株式市場は相変わらず活況を呈しており、スタートアップも活発です。また、投資信託業界も成長しており、毎月の積立投資による資金流入の恩恵を受けています。結果として、この市場は今や国内投資家に大きく左右される状況となっています。これは20年前、インドが「カメ」に例えられていた時代には見られなかったことです。しかし、さらに注目すべきは、外国人投資家が市場のオーバーウェイトを増やしていないことです。新興国市場株式ファンドがわずかにオーバーウェイトしているだけで、グローバル株式ファンドはほとんどインドに投資していません。

**“今後5年間の成長率が6%と予測されていることから、インドは世界の経済大国の中でも傑出した存在となり、2027年には世界第3位の経済大国になると見られています。”**

もちろん、どんな良い話でもそうですが、インドの次の10年に潜在的な後退やリスクがないわけではありません。モディには75歳という自らの課した年齢制限があり、すでに74歳に近づいています。そのため、実行可能な代替案が欠如するリスクや、もっと心配なのは、モディが権力にしがみつき、世界最大の民主主義国家を脅かす独裁者となるリスクがあることです。実際、モディ首相とその右派の権威主義的な態度は強まっており、欧米のメディアはモディ政権の失策の可能性について注視しています。

モディは、インドの初代首相ジャワハルラール・ネルーの世俗的遺産を放棄し、インドをヒन्दゥ教国家として再定義したことで、少数民族に対する差別を激化させています。さらに、多くの国民を貧困から脱却させることは容易なことではなく、経常赤字と財政赤字という2つの赤字がこれをさらに困難にしています。しかし今のところ、インドは西側諸国の大きな同盟国であることに変わりはありません。パワーバランスが不安定な世界で、西側諸国はモディの支持を求めています。さらに重要なことは、モディ政権下でのインドの経済的台頭は目覚ましいというほかないことです。インフラから外交政策、社会発展に至るまで、モディの先見的なリーダーシップと政策立案の下、インド経済は変貌をとげました。

次に、繁栄している経済のさまざまな側面について深く掘り下げます。これにより、次の10年はインドのものであるという確信を得ることができるでしょう。

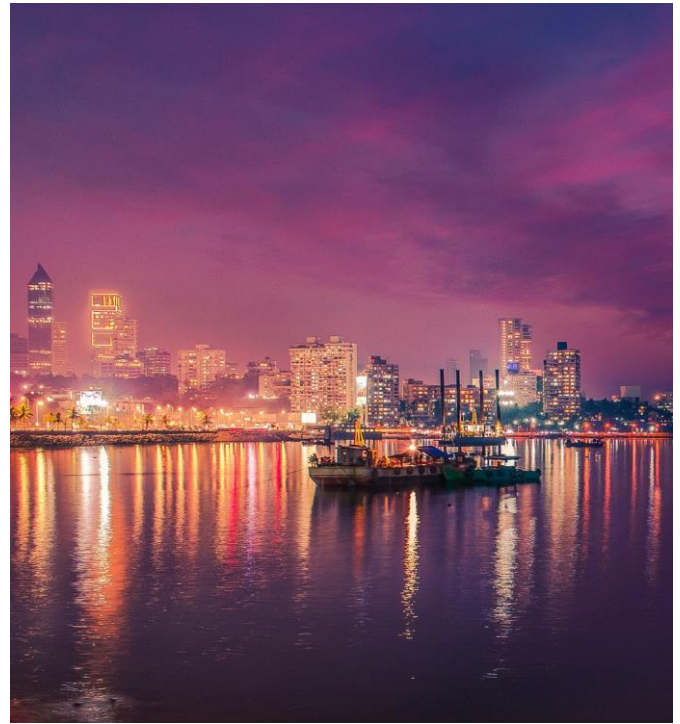
## 現在のインド: 深く掘り下げて調査する

インドは過去10年間で、過去70年間よりも多くのインフラを建設しました。生産能力増強のペースは速く、効率性の向上や物流コストの低減につながっています。例えば、この10年間で60万kmの光ファイバーケーブルが敷設され、その結果、携帯電話の利用者は3億人から8億人に急増し、インターネット・データのコストは世界最低水準となりました。煩雑なプロセスやお役所仕事は排除され、2022年にインドは政府認可のためのすべての承認をオンラインとデジタルに統合しました。

**“インドはまた、毎年膨大な数の技術系卒業生を輩出し、プログラミングとITという強みを活かして、「インド・スタック」と呼ばれるものを生み出しました。”**

40を超える労働法を簡素化するために4つの新しい法律が制定され、その結果、インドは世界銀行の「ビジネスのしやすさ（Ease of Doing Business）」指数で2014年の142位から2019年には63位へと大幅に上昇しました（図表1）<sup>5</sup>。

インドはまた、毎年膨大な数の技術系卒業生を輩出し、プログラミングとITという強みを活かして、「インド・スタック」と呼ばれるものを生み出しました。これは、すべてのインド人が利用できるデジタルでオンラインの公共サービスです。国民のIDや社会保障番号を保存し、支払いや取引、納税などが可能になります。つまり、10年足らずで、すべてのインド人が固有の識別番号（「UID」）を持つようになったのです。これにより、労働者は州から州への移動が容易になり、面倒な官僚主義がなくなり、旅行、移動、支払いが簡単になりました。

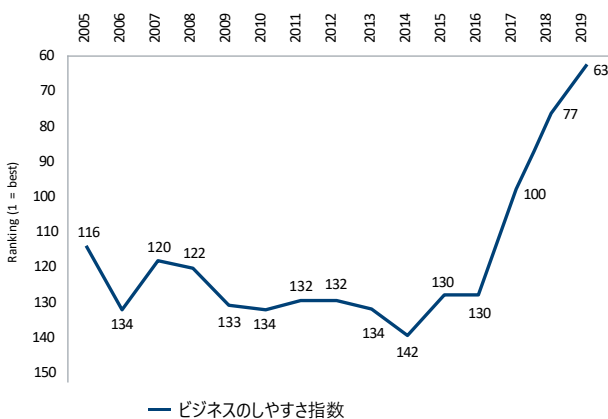


その結果、税収は大幅に増加しました。経済が公の取引に移行していくにつれ、それに伴う税収は増え続け、インドの弱点のひとつである財政赤字が是正されていくことになるでしょう。例えば、食料品や生活必需品では90%以上が非正規の取引になっているなど、経済の大部分ははまだ正式に記録されない形で行なわれているため、貨幣制度改革や税制改革、インド・スタックによる経済のデジタル化などの改革を通じてこうした漏れをふさぐことは、有意義な効果をもたらすでしょう。徴税の増加とビジネスのしやすさの改善という2つの影響により、製造業の基盤は拡大しました。インドの大部分を占める小規模製造業の基盤を強化することが、現政権の焦点となっていました。

2020年に導入されたPLI制度（生産連動型奨励策）は、インド国内で製造された商品の販売拡大に対して、3年から5年間の現金奨励金を提供するものです。携帯電話から太陽電池、製薬、白物家電、半導体まで、14分野が対象となっています。その目的は エネルギー転換（EVと太陽光発電）、輸入代替、製造基盤と輸出、高付加価値雇用、半導体能力で重要な分野を強化することです。

半導体に関して高い意欲を持つ一方で、この制度はローエンドな製品の製造拠点に役立つものとなっています。インドと中国の人的費には50%の差があることから、インドには労働力を利用する機会があります。その結果、成功を収めているのが携帯電話のような電子機器製造です。

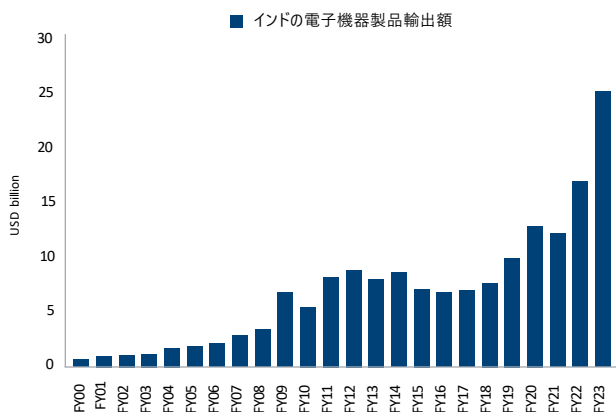
図表1：インド、世界銀行の「ビジネスのしやすさ指数」で63位に躍進



出所: World Bank data (2005-2019)、2023年

<sup>5</sup> 2021年時点。世界銀行はそれ以降指数の発表を停止し、計算方法の見直しを行なっている

図表2：インドの電機・半導体の発展

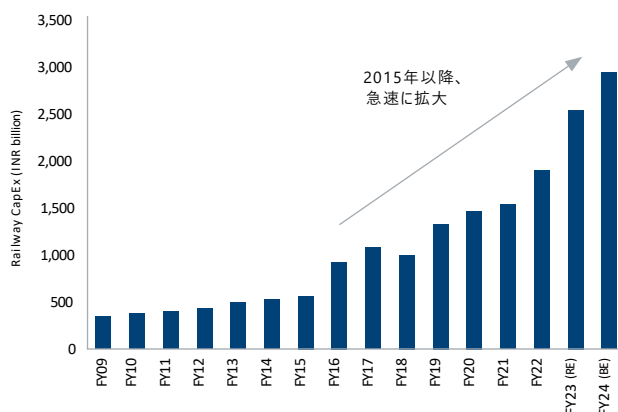


出所: CMIE、2023年10月

2020年以降、携帯電話の生産能力はほぼ倍増し、サムスン電子からペガトロン、パナソニックに至るまで、多くの多国籍企業がインドの設備投資計画にコミットしています。また、多くの規模の小さな国内企業も同様です。多国籍企業の「中国 + 1」戦略によるところもありますが、他国に比べれば規模はまだ非常に小さいものの、物事は明らかに正しい方向に進んでいます。例えば、インドからの電子機器製品の輸出は現在240億米ドルに達し（図表2）、過去2年間で倍増していますが、中国の9,000億米ドルやベトナムの1,240億米ドルと比べると、製造業の成功と呼べる状況までにはまだ程遠いものです。

インフラと電力という2つの主要分野で大規模な投資が行われ、2015年以降、鉄道の設備投資額は5倍に急増しました（図表3）。独立後の渋滞や交通需要の増加を考えると、これは必要不可欠な投資です。

図表3：鉄道 - 2015年以降、資本支出が大幅に増加



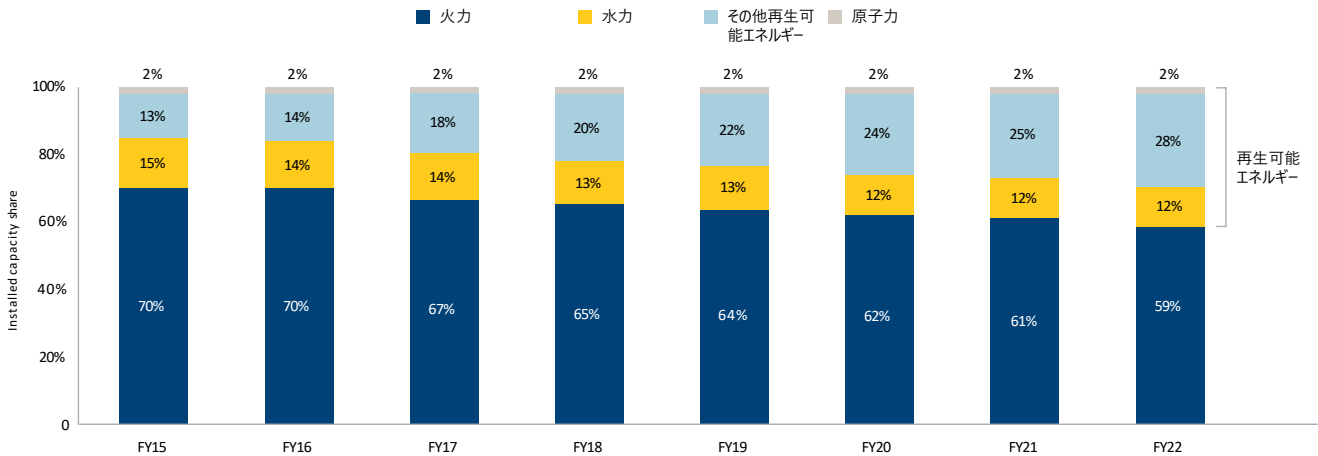
出所: Government documents, Nuvama research、2023年10月  
注：RE = revised estimate, BE = budgeted estimate.

従って、この設備投資予算は今後20年間は高止まりする可能性が高いと言えます。印象的なことに、インドは2025年までに、完全に電化された鉄道網を持つ世界で唯一の大国になると予想されています。

インドでは、貨物専用回廊（Dedicated Freight Corridors、以下「DFC」）の2つの完成が間近に迫っています。これらは貨物輸送専用で、旅客列車は走らないため、列車は最高時速200kmの高速で走ることが可能となります。現在、完成間近のDFCは北から西（デリー-ムンバイ間）と北から東（デリー-カルカッタ間）で、さらに北から南と東から西を結ぶ2本のDFCが計画されています。各回廊は1,400kmにも及びます。インドの平均列車速度は現在、時速約45kmであるため、デリーからムンバイまで4～5日かかります。DFCが完成すれば、これらの所要時間は一日以内に短縮される予定です。世界的に見ても現在のインドの物流コストは約13%と最も高い水準にありますが、DFCの完成により、コストは世界平均（7%）程度まで大幅に削減されることになります。



図表4：発電容量の42%が再生可能エネルギー



出所: HSBC、2023年2月

電力もまた重点的に投資が行なわれている分野です。送電と配電に多大な投資が行われ、インドは頻繁に停電する恒常的な電力不足の国から、2018年以降は、電力供給が需要を上回る国になりました。印象的なことに、インドの発電設備容量の42%がすでに再生可能エネルギーであり（図表4）、中国、米国に次いで世界第3位の規模となっています。再生可能エネルギーの価格もインドは世界で最も安く、追加発電容量の大半が再生可能エネルギーで作られています。さらに、インドはCOP26で、非化石燃料の発電容量を現在の160GWから2030年までに500GWにすることを目標として掲げました。

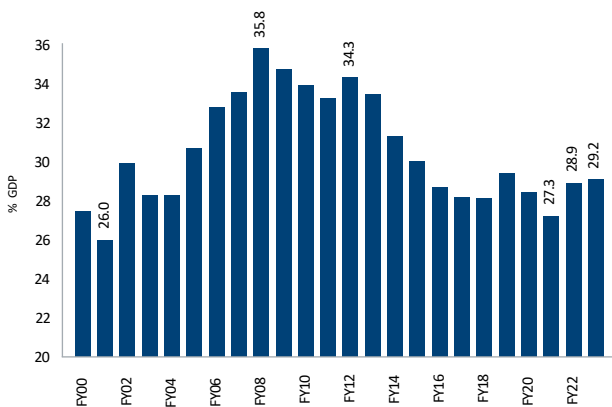
**“再生可能エネルギーの価格もインドは世界で最も安く、追加発電容量の大半が再生可能エネルギーで作られています。”**

インド企業は債務を削減し、銀行部門は高い資本力を持ち、優遇措置や補助金が充実しています。結果として、全体的な生産能力の増強が再び盛り上がっています。GDPに占める総固定資本形成の割合は、最低だった26%から2023年には29.2%に達しています（図表5）。

実際、設備投資は2012年から2022年の間に2倍以上に増加しており、これは主に鉄道、道路、電話、水道、公衆衛生などの分野における中央政府および州政府の支出によるものでしたが、2023年時点では、PLI制度に支えられた部分もあり、民間の設備投資による増加がより顕著になっています（図表6）。

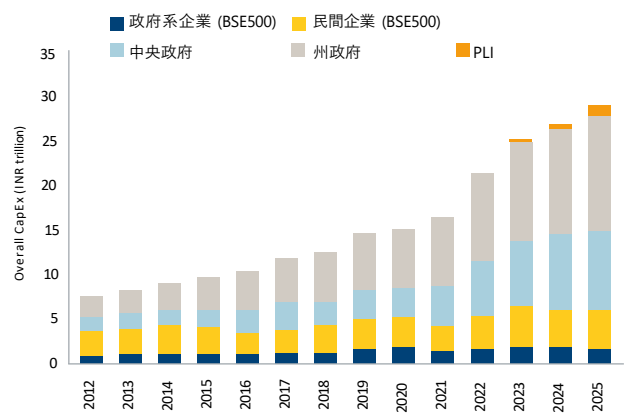
インドと中国との比較はよくされることです。2001年の世界貿易機関（WTO）加盟以来、中国では製造業が経済成長を牽引してきたのは明らかです。一方、インドの製造業雇用は過去15年間停滞しています。

図表5：インドの設備投資サイクルの回復（GFCF\*の対GDP比）



出所: MOSPI, CEIC, Jefferies、2023年  
\*GFCF = gross fixed capital formation

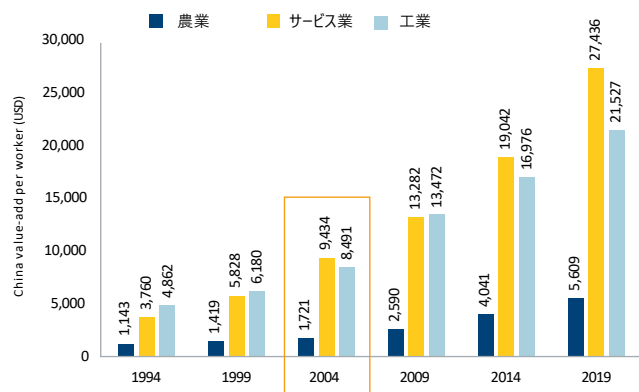
図表6：政府と民間の設備投資が同時に拡大



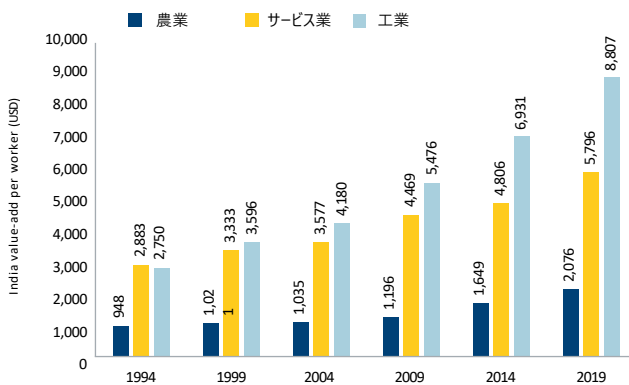
出所: RBI, Goldman Sachs Global Investment Research、2023年1月  
注：民間の設備投資は通信帯域獲得への支出を除く

図表7：中国とインドの労働者1人あたり付加価値

中国の労働者1人あたり付加価値



インドの労働者1人あたり付加価値



出所: World Bank, Investec Securities' estimates、2023年1月

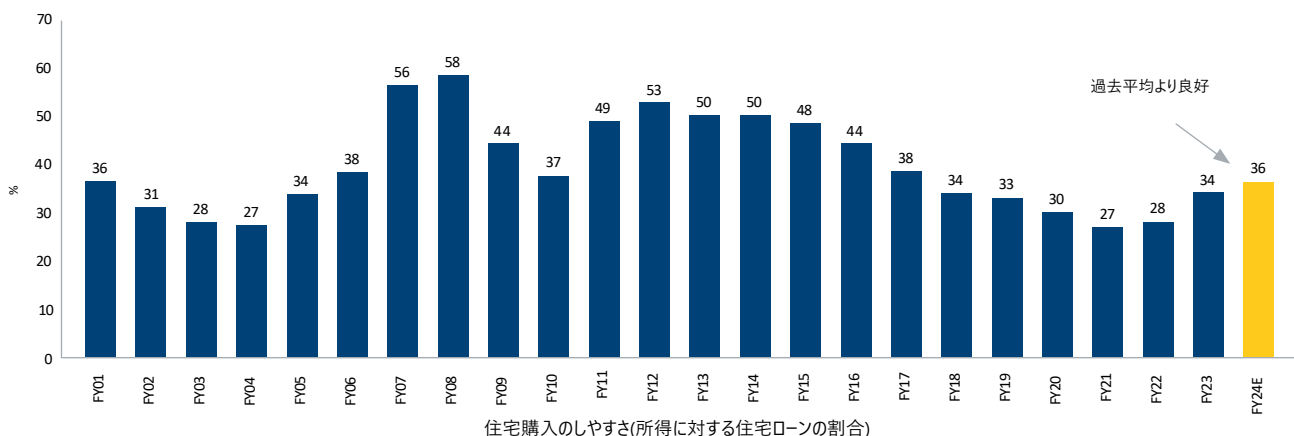
しかし、上記のような動きと、多国籍企業による地政学的な中国離れとが相まって、インドは現在、中国が2004年に辿り着いたような変曲点を迎えています。それは、労働者1人当たりの産業とサービスの付加価値が飛躍的に高まる時期です（図表7）。

この10年間のもうひとつの大きな変化は、金融包摂の進展です。国内投資信託の運用資産は過去5年間で5倍以上に増加し、銀行預金の伸びの2倍以上となっています。投信積立制度（SIP）が、この大きな原動力となり、家計貯蓄の伸びを押し上げました。この結果、住宅の購買力が高まり、過去3年間に住宅販売が大幅に増加したことは驚くにはあたりません（図表8）。

経常赤字と財政赤字の双子の赤字が続いており、これらは依然として根強い状況です。2023年、インドの財政赤字は9%に達し、対処すべき大きな課題となっています。インドは経常収支も常に赤字です。石油の純輸入国であるため、原油価格に大きく左右される構造となっているだけでなく、大きく輸入に依存しており、輸入額は輸出額を50%も上回っています。2023年の経常赤字は、サービス輸出が堅調に推移しているため、収支均衡に近い水準にありますが、注視が必要です。

**“国内投資信託の運用資産は過去5年間で5倍以上に増加し、銀行預金の伸びの2倍以上となっています。”**

図表8：インドの住宅購入のしやすさは改善



出所: HDFC, SBI, Jefferies

インドの住宅取得のしやすさ（所得に占める住宅ローン支払額の割合）は、2012年度の53%から2021年度には27%に改善し、2023年度には34%となった。ジェフリーズのインド事務所は、住宅ローン金利を8.75%と仮定した場合、2024年度には36%に悪化すると推定している。これは、2001年度から22年度までの平均値である40%を下回っている。スコアが低いほど、住宅購入はしやすい。

注：2024年度は、ジェフリーズによる予測。

さらに、インドはその産業戦略において、常に豊富で若い労働力を活用してきました。しかし、製造業のハブを目指すインドでは、国際競争力を高めるためにオートメーションやテクノロジーへの投資も必要となっています。この投資が遅れれば、このような望みは失われることになるかもしれません。

**“インドは今年選挙を迎えますが、モディのインド人民党BJPが世論調査で優位を保ったとしても、彼の再選が保証されるわけではありません。”**

最後に、モディはインドが進めてきた政策改革に欠かせない存在でした。首相の交代や政治的な現状変更は、インドの軌道に大きな不確実性をもたらすかもしれません。インドは今年選挙を迎えますが、モディのインド人民党BJPが世論調査で優位を保ったとしても、彼の再選が保証されるわけではありません。74歳という年齢から後継者問題が取り沙汰されていますが、これもリスクとなります。



執筆者

ヴェロニク・エルブ

ポートフォリオ・マネジャー



RBC GAMの新興国株式チームのポートフォリオ・マネジャーで、現在はインドのリサーチを担当しています。2015年に入社する以前は、アジアの大手独立系証券会社および投資グループで15年間、日本以外のアジア株式を担当していました。この間、アジア株式の専門知識を深めるとともに、同地域の企業文化や経済発展に対する深い理解を培いました。2000年に投資業界でのキャリアをスタートさせました。





RBC BlueBay  
Asset Management

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号  
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではありません。またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）の資産マネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management（UK） Limited、およびRBC Global Asset Management（Asia） Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はおお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略

(年率、税抜き)

投資対象	投資適格債	マーキング債	バレンゴット・ファイナンス	転換社債
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%

オルタナティブ戦略

(年率、税抜き)

運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断し情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容をお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上