

アナリストの眼

インド株の上昇は続くのか

【ポイント】

1. インドの株式市場は急速に拡大しており、コロナ禍前を基準にすると、主要国の株価を上回る上昇率となっている。
2. 人口の増加やインフラ投資などにより、インドの先行きの成長率は中国を上回る予想である。名目 GDP は、早ければ 2027 年には米中に次ぐ世界第 3 位となる。
3. 経済成長に伴う企業業績の拡大、過度に割高ではないバリュエーション、インド国内の投資家動向などを踏まえると、中長期的に株価の上昇が期待できるだろう。

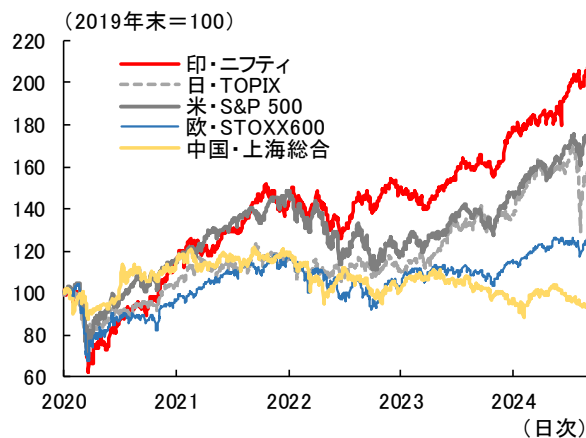
1. インド株の高パフォーマンス

インドの株式市場は急速に拡大している。コロナ禍前の 2019 年末を基準にすると、株価の上昇率は大型ハイテク株が牽引する米国株（+74.8%）や、市場改革への期待が高まる日本株（+57.6%）を上回り+107.4%となっている（8月31日時点）。コロナ禍を振り返ると、株価は 2020 年の年初に過去最高値を付けた後、新型コロナウイルスの感染拡大の影響により 3 月にかけて急落したが、インドを含む各国の大規模な財政政策や金融緩和策が打ち出されたことを受けて、世界経済の回復が意識される中で反発した。

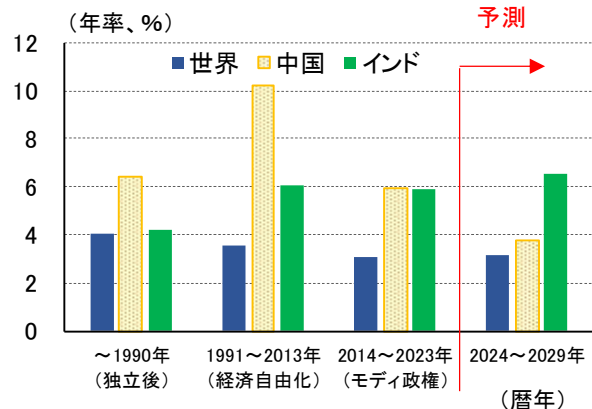
2022 年は、世界的にインフレが加速し、米 FRB（連邦準備制度理事会）をはじめとする世界の中央銀行が相次いで政策金利の引き上げを行った。これを受けて世界の株式市場は大きく調整したものの、インド株は相対的な堅調さを見せ、コロナ禍からの経済活動再開を追い風にいち早く上昇に転じた。その後は、2023 年の新興財閥グループにおける不正会計疑惑や、2024 年の米ハイテク株の急落などもあり軟調な局面もあったものの、足元にかけて上昇基調が続いている（図表 1）。

こうした株価の好調の背景には、①中長期の経済成長期待、②成長の鈍化する中国市場からの資金シフト、③国内投資家による買い付けなどが挙げられる。本稿では、インド株の上昇を支える要因を整理し、中長期の展望を考察する。

図表 1. 主要国の株価



図表 2. 実質 GDP 成長率



(資料) 世界銀行、IMF (国際通貨基金) よりフコク生命作成
(備考) データの取得できる 1961 年以降で計算

2. 中国を上回る成長率へ

インド経済の躍進は目覚ましく、2023 年時点の名目 GDP は世界第 5 位だが、早ければ 2027 年には米国と中国に次ぐ世界第 3 位になると予測されている。

1947 年に英国から独立したインドは、先進国などからの介入を阻止するために閉鎖的な経済政策をとり、80 年代までは実質ベースで年平均 3～4%程度の成長にとどまった。この間は「ヒンドゥー的成長率」と揶揄されたが、90 年代以降、シン首相の経済自由化政策の下で成長が加速した。2014 年に誕生したモディ政権では、モディノミクスと呼ばれる経済政策により、コロナ禍を除けば概ね高い成長率を維持してきた。IMF (国際通貨基金) の予想では、2029 年までの年平均成長率は 6.5%となり、これまで世界経済のけん引役であった中国を上回ることになる (図表 2)。

3. 経済環境の安定

これまでのインドの高成長では、経済環境の安定も確保されている。財政赤字 (対名目 GDP 比) はコロナ禍で拡大したものの、政府の対応もあって縮小しており、中期目標の 4.5%未満に向けた削減が進行している。経常収支は、貿易赤字を主因に赤字が続くが、サービス収支の黒字拡大により赤字幅の拡大は抑えられており (図表 3)、資金流出に備えた外貨準備も潤沢である。加えて、企業や銀行の財務状況も過去 10 年間で改善している。

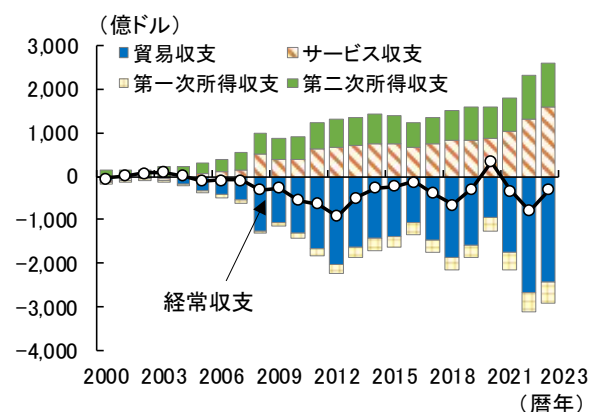
経済環境の安定は、政府による構造改革の効果が大きいと考えられる。モディ政権の 1 期目 (2014 年～) では製造業振興策「Make in India」などを掲げ、規制緩和やインフラ整備、税制改革などが推進された。2 期目 (2019 年～) では、経済安全保障や輸入依存から脱することも加えた「Self Reliant India」の下、半導体などのエレクトロニクス産業の支援やインフラ整備など様々な施策を進めている (図表 4)。

2024 年 6 月の下院総選挙では、モディ首相が属する与党 BJP (インド人民党) が予想外の議席減となり、単独過半数の獲得はならなかった。しかし、選挙後の 7 月に発表された政権 3 期目の予算案を見る限り、基本的な成長路線は維持される見込みである。

4. 中長期の成長ドライバーと今後の課題

中長期の成長ドライバーとしては、第一に人口動態が挙げられる。インドの総人口は中国を上回り世界最多となった。今後は、総人口は 2060 年代初めまで、生産年齢人口 (15～64 歳) は 2050 年近くまで増加すると予想されており、経済成長に有利な状況が続く (図表 5)。2020 年時点では貧困・低所得層の人口が過半を占めるが、2030 年頃には中間所得層以上の人口が貧困・低所得層を上回るとみられており、耐久財、非耐久財、サービスなど各分野にわたって消費の成長余地は大きい。

図表 3. 経常収支



(資料)OECDよりフコク生命作成

図表 4. モディ政権の主な改革

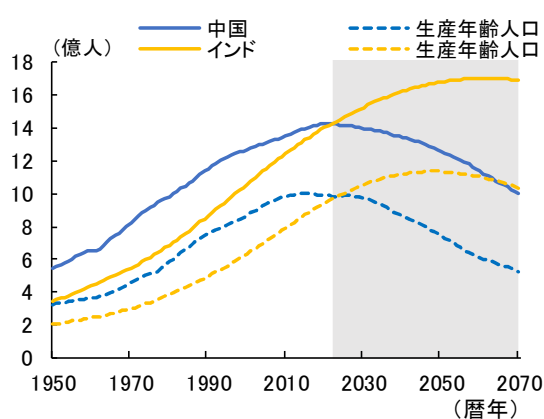
規制・制度改革	物品・サービス税 (GST) の導入 高額紙幣の廃止 破産・倒産法の見直し
公共サービス改革	行政手続きのデジタル化 健康保険の提供 上水道サービスの供給 出産手当の支給 若者への職業訓練の提供 農家への金融支援
経済改革	生産連動型奨励策 (PLI) の導入 電子機器製造クラスター計画 電子部品・半導体製造促進政策 道路、鉄道、港湾などのインフラ整備 法人税率の引き下げ (30→25%)

(資料)各種資料よりフコク生命作成

第二のドライバーは、インフラ投資の拡大である。舗装された道路網の整備や、安定した電力供給などが課題として挙げられるが、政府による資本支出額は増加傾向にあり、多くのインフラプロジェクトが稼働している。また、民間部門の関与を促す施策も取られており、継続的な投資が成長を後押しするとみられる。その他にも、伝統的に強みを持つ IT サービスのほか、金融サービス、外資企業による製造拠点の設立、脱炭素投資など多くのテーマが挙げられており、いずれも成長に寄与することが期待される。

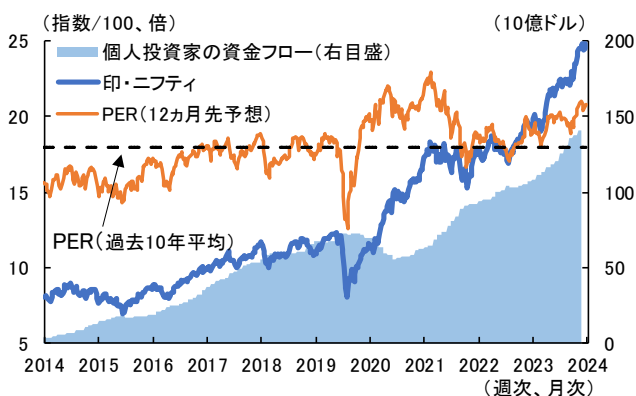
一方で、課題も存在する。地域間の産業構造の違いもあり、経済格差が顕著である。コロナ禍では農村や若者を中心に失業者が増加し、総選挙で与党が議席を減らす結果につながった。過去の中国のように、モディ政権は雇用創出力の高い製造業の育成を目指しているが、産業別名目 GDP 比 25% の目標は道半ば（足元 15%）であり、輸出増による貿易赤字の解消にも至っていない（図表 3）。米大手のスマホ生産を手がけるなど成功事例もあるが、さらなるビジネス環境の改善など複数の課題が指摘されていることもあり、毎年 8% 成長を遂げた過去の中国と比べれば緩やかな成長が続くだろう。

図表 5. 人口推計



（資料）国際連合よりフコク生命作成

図表 6. 株価と国内投資家の資金フロー



（資料）Bloombergよりフコク生命作成

（備考）週次：株価、PER 月次：個人投資家の資金フロー

5. 株式市場の展望

これまでの議論を踏まえ、今後の株式市場を展望する。株価は、企業業績（EPS：1 株当たり利益）とバリュエーション（PER：株価収益率）に分解できる。EPS は年平均 10% 超の成長が続いている。成長予想を考慮すれば、2030 年頃まで 10% 程度の成長は実現可能とみられる。中長期の成長ドライバーが機能すれば、その後の高成長も期待できよう。PER は 2020～2021 年のピークを下回りバブル的な割高感はない。足元では過去平均を上回るが（図表 6）、期待感から上昇しやすい状況も理解できる。需給では、中国からインドへの資金シフトが指摘されており、実際に年初から外国人投資家の資金は流入超であるが、外国人はその時々状況により投資行動が変わりやすい面もある。他方で、株式市場における国内投資家の存在感が増していることも注目される。モディ政権誕生からの資金フロー（累積）をみると、足元では過去最高水準まで積み上がっている。これはインド版積立 NISA と言える「SIP（投信積立制度）」の普及が重要な役割を果たしており、SIP を通じて個人投資家の資金が安定的に流入している。国民所得の増加により投資余力が高まる中、今後も外国人投資家の一時的な資金引き上げ局面においても株価を支えるだろう。

我が国においても、機関投資家・個人投資家問わずインド株への関心が高まっている。短期的な下落には注意が必要だが、企業業績、バリュエーション、需給の観点からは、中長期的に株価の上昇が期待できるだろう。

（株式グループ 品田 裕太）