

インド経済はやや減速も良好な見通し

インド投資

Hartmut Issel, CFA, Analyst; Philip Wyatt, Economist; Devinda Paranathanthri, Analyst; Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Suresh Tantia, CFA, APAC Strategist

- 我々はインドの2024-25年度(2024年4月~2025年3月)の国内総生産(GDP)成長率予想を従来の7.0%から6.8%に引き下げたが、アジア地域全体に比べると依然高水準の成長である。こうした堅調な成長見通しを踏まえ、インドの利下げサイクルは、利下げ幅がわずか50ベースポイント(bp)と、他の主要国に比べて小幅にとどまると予想する。
- 企業業績の伸びが鈍化していることや、国内金利水準と比較してバリュエーションにやや割高感があることなどから、インド株式には今後より頻繁に調整が入るだろう。しかし、小幅とはいえ将来的な利下げや、国内投資家からの資金流入が、引き続き株式市場の下支え材料となっている。最近の株価調整により今後12カ月の見通しは改善したと我々はみており、1桁半ばから後半のリターンを見込んでいる。よって、インド株への投資配分が少ない投資家には、この局面を利用した押し目買いを勧める。
- インド・ルピーは、アジア通貨の中でも魅力的なキャリー収入が見込める通貨である。インドの対外収支に影響を与える原油価格が急騰しない限り、1桁前半の経常赤字や、3~4%に抑えられているインフレ率、7,000億米ドルに近い潤沢な外貨準備高などを背景に、インド・ルピーは安定的な値動きが続くと予想する。



出所: UBS

マクロ経済

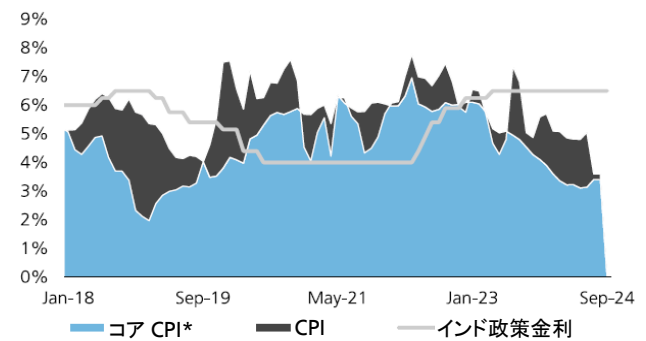
インド経済は、内需拡大に牽引され、今後も見通しは良好である。しかし、世界経済成長の不確実性や地政学的緊張の影響で、拡大ペースは鈍化する可能性がある。インドの2024年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比6.7%と、前期の同7.8%から減速した。熱波が続いたことや、総選挙を前に政府が支出を抑制したことが響いた。しかし、民間消費と投資に関する最近のデータからは、概ね現在のペースで成長が継続すると見込まれる。政府のインセンティブと民間の資本支出は引き続き成長を支える重要な要素であり、原油価格の下落も追い風となっている(ただし原油価格の変動リスクは高まっている)。さらに、12月には小幅ながら利下げ開始の可能性もあり、来年に向けての裁量的支出をある程度支えると期待されるが、今年の実質成長率は6.8%前後に落ち着く公算が大きい。

国際収支は改善する見通し

米国の金利低下により、米国とインドの金利差が拡大するに伴い、インドへの資本流入増加が予想される。これまでのところ、対外商業借入による流入額は、大幅上昇には至っておらず、月間平均で30~40億米ドルにとどまっている。一方、政府の外貨準備高は引き続き増加している。両者とも今後数カ月間は上

昇余地があり、金融環境は流動性が高まる見通しだ。経常収支は、8月に金輸入増加で貿易赤字が296億米ドルに急拡大した以外は、概ね安定的に推移している。サービス収支の黒字も増加を続けている。中東情勢の緊迫化による供給途絶から原油価格が急騰した場合は、貿易赤字が拡大する可能性がある。その場合、為替相場が変動する恐れがあり、これが50bpという小幅な利下げサイクルを予想する理由の1つでもある。

図表1:インフレ減速により、利下げの余地あり



出所: CEIC, UBS, 2024年10月 *消費者物価指数(前年同月比)

本稿は、UBS AG Singapore Branch, UBS AG Hong Kong Branch および UBS AG が作成した「Investing in India: Good pace but some moderation in store」(2024年10月7日付)の一部を翻訳・編集した日本語版として2024年10月17日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

消費は減速傾向

直近データからは、都市部の消費が減速していることが見て取れる。二輪車と乗用車の月次販売データは軟化傾向を示しており、乗用車販売台数の3カ月移動平均は、2024年4-6月期の2桁に近い伸びから、7-9月期には1桁前半に減速した。7月の物品・サービス税(GST)の徴収額は横ばいで、クレジットカードおよび小売の電子商取引の売上高はここ数カ月間減少傾向が続いている。国内航空旅客数も今年に入って減速している。このように、都市部での消費は緩やかに減速しているが、一方、農村部ではトラクターの販売が回復し、消費者信頼感指数も改善傾向がみられるなど、消費の堅調ぶりがうかがえ、都市部の軟化を一部相殺している。モンスーン期に十分な降雨量が確保できたため、農作物の収穫量も拡大が予想されており、これも農村部の消費にプラスに働くだらう。

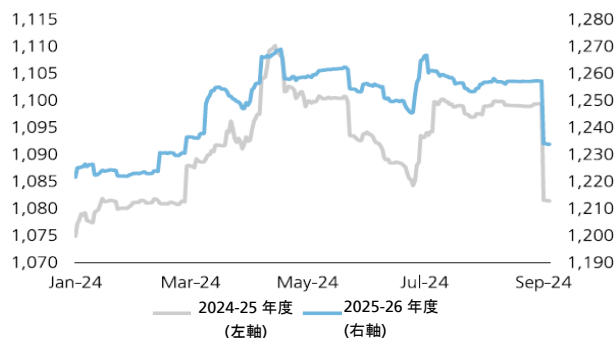
資本支出指標はまちまち

インフラ投資と民間企業の資本支出はインド経済を支える重要な柱を担っている。両者とも選挙期間中に一時抑えられ、まだ以前の勢いを取り戻すまでには至っていない。インフラ投資指標は天候の影響などにより8月に一時落ち込んだ(特に石炭、石油化学、電力関連)が、鉄鋼とセメントは持ちこたえた。ここ数カ月間、鉱工業生産指数は前年比3.2-5%のレンジで推移している(前月比では減速)が、金属、機械、自動車は比較的堅調に推移している。しかし、資本支出全体が再び活発化し始めていると判断するのは時期尚早である。

株式

2023-24年度は多くのセクターで値上げが可能となり、投入コストは低下したが、その後は我々の予想通り、ニフティ50構成企業の増益率は持続可能な水準に減速している。背景として、一部では企業固有の理由や、選挙関連、モンスーン関連の要因が挙げられているが、これらの単発的な問題だけに起因すると想定することはできない。2024年4-6月期の決算が軟調に終わったのを受け、アナリストは2024-25年度の業績予想を引き下げた。また、ここ数年続いた消費の減速に対し、中央政府および州政府が先ごろ、農村部の個人消費の浮揚策を発表したことから、企業の売上高の伸びを後押しすることが期待される。しかし、ピークに達した利益率や最近の原油価格の上昇が、利益を圧迫する可能性もある。以上を踏まえ、我々はインド株の2024-25年度の利益成長率を約10%と予想している。

図表2:ニフティ50指数の1株当たり利益(EPS)下方修正



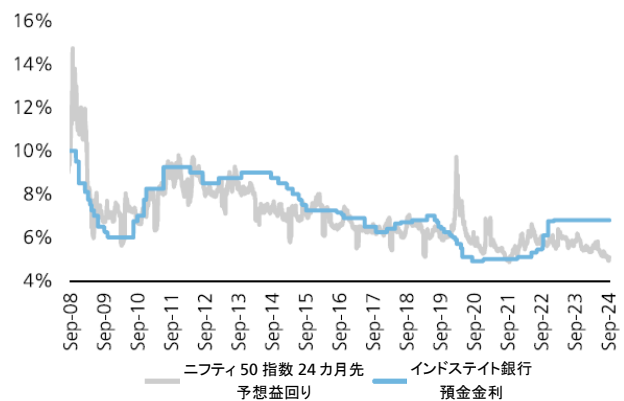
出所:ブルームバーグコンセンサス予想、UBS、2024年10月

投資配分を戦略的水準に保ち、押し目買いを入れる

9月には、FRBの利下げ開始を追い風に、海外投資家のインド株への関心は年初来で最高水準に達した。しかし、中国が発表した景気刺激策により、インドを含むアジアの他の主要市場の投資信託や機関投資家が、中国株に資金を振り向ける可能性があるため、資金流入の視点からは短期的なリスクはある。

しかし、インド株の取引主体である国内投資家の投資動向も注目に値する。問題は、利益成長の鈍化に対する市場の反応である。そして、インドの優れた構造的成長見通しから、インド株に対するプレミアムは一般的に正当化されているが、どの程度のプレミアムが妥当な水準と捉えるかが重要な点となる。図表3では、金利水準と株式益回り(株価収益率(PER)の逆数)の間には比較的大きな乖離があり、金利低下によりその一部は相殺されても、完全には埋まらない。しかし、12カ月の時間軸では、相応の高い利益成長が見込まれるため、PERが低下しても株価には上値余地があると考えられる。よって、今後12カ月で引き続き1桁半ばから後半の上昇を予想する。また、株価上昇の度合いは過去12カ月間に比べて緩やかになる可能性が高く、そのような過程では通常、小幅で限定的な調整が入りやすい。一方、プラスの面としては、構造的に魅力のある市場であることから、足元の調整局面が押し目買いの好機となり、さらにこの先の調整局面でもポジションを増やすことを勧める。

図表3:ニフティ50指数の予想益回りと預金金利



出所:ブルームバーグ、UBS、2024年10月

バリュエーションの観点では、ニフティ50指数は12カ月先予想PERが20.7倍と、過去10年の平均18.1倍を1標準偏差上回る水準で推移している。アジア域内で見られる中国株への資金ローテーションに加え、高いバリュエーション水準も短期的に株価の上値を抑える可能性がある。インド株の中では、中小型株よりも、バリュエーションが相対的に割安な大型株を嗜好する。また、ディフェンシブな性質と、一部企業での業績再加速の見通しを踏まえ、生活必需品関連セクターへのセクター・ローテーションも予想する。インド株に対する主なリスクとしては、州議会選挙(政治の不安定化によるボラティリティの上昇)、利下げサイクルの遅れ(高金利の長期化)、地政学的ショック(原油価格の急騰)などが挙げられる。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBS チーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメントが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS Groupには旧Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等：UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財

インド投資

産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75%(年率。))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2024 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等：三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会