

2026年度の利益成長に注目

インド投資

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

- インドの2024-25年度(2025年3月期終了)および26年度の国内総生産(GDP)成長率はともに6.3%程度になると予想する。政府は財政健全化に引き続き取り組むと予想されるため、27年度にはGDP成長率が潜在成長率を上回る水準に回復する可能性がある。しかし投資家には、26年度に焦点をあて、中期的な見通しに注目することを勧める。
- 足元のニフティ50指数の水準は魅力的とみている。短期的には、一時停滞していた政府支出の巻き返しが株価の支援材料になるだろう。だが、株価上昇の主な要因となるのは、利益成長の回復と考える。企業業績は24年度に高い成長を遂げた後、25年度は伸び悩んでいるが、26年度は大半のセクターで利益成長の回復が見込まれる(ニフティ50構成銘柄は約15%の増益と予想)。
- 利益成長が回復すればニフティ50構成銘柄のバリュエーションも緩やかに回復し、2025年末までに2桁のリターンが予想される。特に投資妙味が高いセクターは金融、生活必需品、資本財・サービス、情報技術とみる。
- 米ドル/インド・ルピーは2025年半ばまでは87、年末にかけては86と予想する。インドは内需型経済であるため、トランプ政権の不透明な関税政策の影響はさほど大きくならないと考えられるが、インド・ルピーは短期的に一段の下落余地がある。とはいえ、インドの経常赤字は今後もGDP比1~1.5%の緩やかなレンジに収まる見通しだ。2025年後半には、米国が50ベースポイント(bp)の利下げを行うと見込まれ、インド・ルピーはそれを好感してやや上昇するとみている。



出所: UBS

我々の見解

インド政府が発表する2025-26年度(2026年3月期終了)予算案(訳注:2025年2月1日に発表済)の内容が、同国の経済成長見通しに大きな影響を与えるだろう。具体的には、25年度の実質国内総生産(GDP)成長率予想は6.3%前後、26年度も同様のペースを維持すると予想する。これはインドの潜在成長率のレンジ6.5~7%を下回る水準である。財政健全化への取り組みは、ペースを落としながらも継続する見通しで、現地通貨建て債券の利回りは引き続き下支えされるだろう。25年度の財政赤字の対GDP比は4.8%程度、26年度は同4.4%と、政府の目標に近い水準に縮小すると見込む。

ニフティ50構成銘柄の業績回復が決算結果に反映されるには、あと半年は必要だろう。一方、ニフティ50指数は先行して好転し始めると見込む。つまり、株式リターンの主な原動力は企業利益の伸び(25年度は約7%、26年度は約15%と予想)と考え、ニフティ50指数の株価収益率(PER)もある程度上昇すると考える。いずれにせよ、今年末にかけて、株価は2桁台の上昇を遂げると予想する。

マクロ経済

経済成長率は鈍化し、利下げの余地生む

26年度予算と今後の展望

我々は、インドの25年度の実質GDP成長率は6.3%程度となると予想する。これは潜在成長率のレンジ6.5~7%を若干下回る水準で、26年度もこのペースは維持されるだろう。政府の財政健全化の取り組みは、ペースこそ鈍化するものの継続される見通しで、現地通貨建て債券の利回りを引き続き下支えするだろう。25年度の財政赤字は対GDP比4.8%程度、26年度は同4.4%と、政府の目標に近い水準に縮小すると見込む。

資本支出は25年度に縮小後、安定化の見通し

予算に関する最大の課題は、26年度までに財政赤字の対GDP比を4.5%未満に抑制するという目標を頓挫させずに、いかにして資本支出を維持するかということだ。25年度の資本支出は当初予算から2桁の縮小となる見通しである(約12%減)。資本支出は21年度から24年度にかけて20%超と大幅に加速し、財政支出に占める資本支出の割合も13%から20%超に拡大したが、その後勢いは後退している。だが、政府の資本支出重視の

本稿は、UBS AG Singapore BranchおよびUBS AG Hong Kong Branchが作成した“Investing in India: Investors should look to FY26 earnings growth”(2025年1月31日付)を翻訳・編集した日本語抄訳版として、2025年2月21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。

インド投資

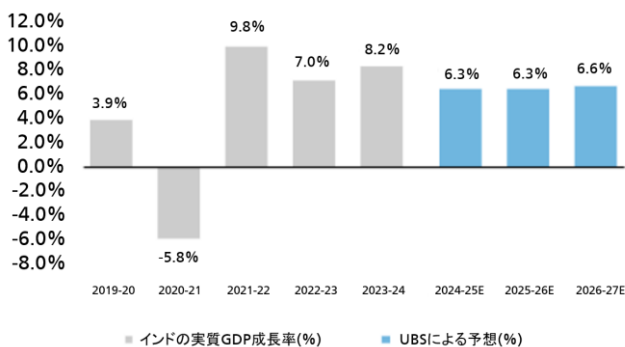
姿勢に変わりはない。予算の健全化と増加する社会保障関連費(トランプ政権発足によるエネルギーコスト調整費の若干の上昇など)により、この資本支出の比率には上限が設定される可能性が高い。資本支出の伸びは名目GDP成長率のペースに制限され、26年度の資本支出の対GDP比の3%程度に抑えられる見通しだ。

民間部門を活気づける政府のインセンティブ

民間資本による設備投資を活性化させるには、雇用と新規投資機会の促進を目的として、一部の製造業、再生可能エネルギー、およびテクノロジー・セクターで生産連動型奨励策(PLI)*を拡大させる必要があるだろう。米中の地政学情勢は引き続きインドに有利に働いている。したがって、低迷している外国直接投資(FDI)を積極的に誘致し、税制優遇措置などにより取引コストを軽減する施策は、短期的な消費喚起よりも自国生産能力の向上によって成長率を高める政策目的に合致した、有効な手段となるだろう。今年度の税収は、優遇対象セクターに適度な税制優遇措置や補助金を提供できるだけ自信を政府に与えよう。その財源はおそらく、他の分野(候補となりうるのはキャピタルゲイン税率の引き上げなど)からの多少の税収増によって賄われる見通しである。

*インド政府が21年度に導入した、インド国内の製造業振興を目的とした目玉政策。対象となる分野ごとの適格基準を満たせば、工場を新たに設立した製造業企業に対し、業績に応じてインセンティブ(補助金)が支給される。

図表1：GDP成長率は2025-26年度に安定化する見通し



E: 予想

出所: CEIC、Haver、インド政府による統計、UBS予想、2025年1月

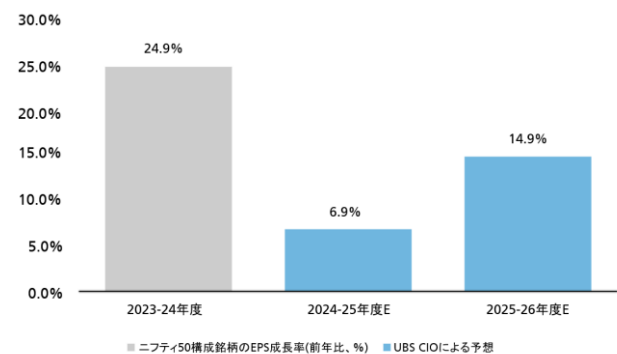
株式

昨秋からの調整局面における利益成長の役割は？

ニフティ50指数は2024年9月末以降、本稿執筆時点で約11%下落している。現在の企業業績見通しと株価バリュエーションは魅力的なエントリーポイントになっており、インド株式市場には投資妙味があると考えられる。この見方には大きく2つの根拠がある。政府の資本支出が、今後増加に転じる見通しであることと、より重要な株価押し上げ要因である企業業績の動向だ。これは1-3月期や4-6月期の決算で把握できるだろう。

企業業績については、24年度の状況が一定の判断材料になる。24年度は、GDP成長率が伸び(+8%超)、一部の企業が商品・サービスの価格水準を引き上げた。その結果、利益率も上昇し、ニフティ50指数の1株当たり利益(EPS)も約25%上昇した。しかしその水準を持続させるのは難しく、実際、25年度のEPS成長率は7%前後の成長率になると考えている(図表2参照)。しかし、25年度はまもなく終了するため、現時点での焦点は利益成長が26年度に再び上向き、ニフティ50指数のリターンも押し上げられるかだ。複数のセクターが利益率の向上等により数年にわたって堅調な利益を上げており、状況は改善に向かうと期待されることから、同指数は上昇するとみている。

図表2：ニフティ50構成銘柄のEPS成長率は2025-26年度に反転する見通し

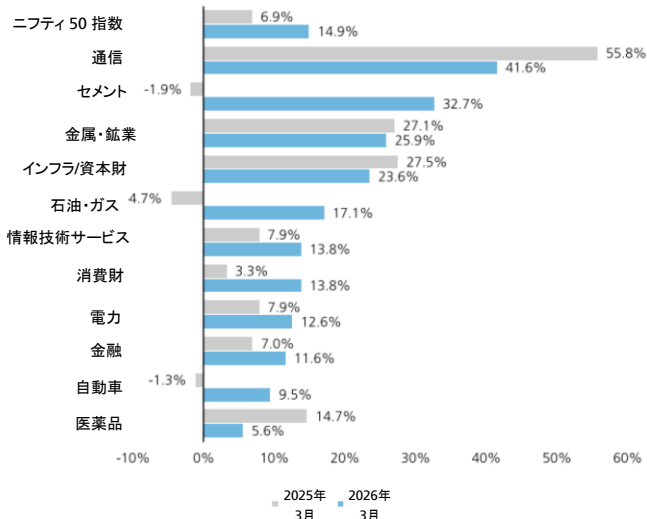


E: 予想

出所: 企業データ、UBS CIOによる予想、2025年1月

大部分のセクターはベース効果の恩恵を受け、ニフティ構成銘柄の80%以上で利益が改善するとみる。24年度は多くのセクターが異例ともいえる好調な利益(特に利益率)をあげており、これを2期連続で維持するのは難しい。とはいえ、企業にはこのベース効果が有利に働くはずだ。最も分かりやすい例がセメント、石油・ガス、消費財、そして自動車セクターである。これらセクターの25年度の利益成長率は5%またはそれを下回る見通しで、一部はマイナスになる可能性もある。しかし、2025年中頃には成長スピードが好転すると予想する。経済成長率が6%を超えている場合、これらセクターの利益成長率が2年連続で低水準、あるいはほぼゼロとなる可能性は低いからだ。情報技術(IT)サービスや金融などその他の分野も、上記セクターほどベースは低くないが、同様に利益成長が加速すると見込まれる。実際、ITと金融の直近数四半期の数値は、すでに改善または少なくとも安定化の兆候を示している。我々は現時点で、25年度のニフティ50指数のEPS成長率は14.9%となると予想する(MSCIインド指数はさらに高い17%となる可能性がある)。これは、通常の長期EPS成長率予想を若干上回る水準であるが、25年度の水準を考慮すると、1年ほどで実現可能と考えられる。よって、ニフティ50指数のPERが拡大しなくても、この高い利益成長率が実現すれば、株価リターンの重要な牽引役になるとみている。

図表3：利益成長は上向く見通し



出所：UBS予想、2025年1月

バリュエーションは再び拡大に向かうか？ニフティ50指数はどの程度上昇するか？

ニフティ50指数のPERが足元19.6倍まで下がっていることから、今後数四半期連続で利益成長率が再び上昇すると市場が確信しているかぎり、PERの拡大も続くと考え。利益は10%程度上昇する余地があるとみており、その場合ニフティ50指数は2025年末にかけて2桁の伸びを見せるだろう。加えて、インド準備銀行(中央銀行)の利下げも、たとえ今年も小幅でも、一定の下支えになると予想する。しかし、こうした楽観シナリオが実現しなくても、ニフティ50指数が昨年9月の高値(26,220前後)まで回復すれば12~13%のリターンが得られる。ただし、米国から予想外の関税が発動された場合は、可能性は低いですが、リターンが低水準あるいはマイナスにまで落ち込むこともありうる。

図表4：ニフティ50指数のバリュエーションは魅力的
12カ月予想株価収益率(PER)



*STD: 標準偏差

出所：ブルームバーグ、UBS、2025年1月

リスク

インド株式の主なリスクとしては、不安定な地政学情勢と、根強いインフレを背景に、インド準備銀行の利下げ実施が遅れること(金利の高止まり)などが挙げられる。

通貨

インド・ルピー: 目先は下押し圧力が続く

米ドル/インド・ルピーの2025年3月末および6月末のレートは87、同9月末および12月末は86と予想する。内需主導のインド経済は、他のアジア諸国と比較すると、トランプ政権による不透明な関税政策の影響を受けにくいものの、短期的にはインド・ルピーに一段の下落余地がある。とはいえ、インドの経常赤字がGDP比1~1.5%のレンジにとどまるかぎり、インド・ルピーに過度に弱気な見方はすべきではないと考える。2025年後半には、米連邦準備理事会(FRB)が50ベースポイント(bp)の利下げに動く見込まれ、それに伴い米国債利回りが低下し、米ドル高も後退すると予想されるため、インド・ルピーはそれを好感してやや上昇するとみている。

リスク

インド・ルピーの安定化に対する主なリスクは、地政学的緊張による原油価格の急騰で、貿易のファンダメンタルズと対外収支の安定性が損なわれることが挙げられる。

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ものです。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ます。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。

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。

インド投資

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0.5%の信託財産留保額を、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。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。

「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 2025 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