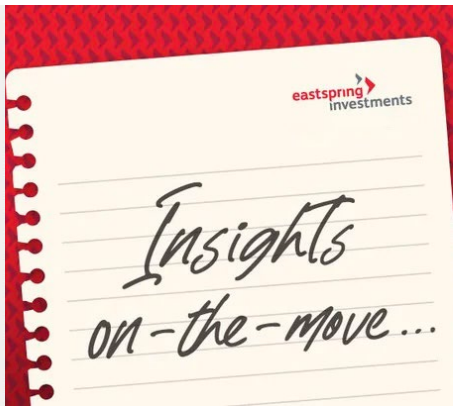
invested in insights.

eastspring investments
A Prudential plc (UK) company

インド投資の最前線：
現地で見えたインド経済の底力





Yuan Yiu Tsai
ポートフォリオ・マネジャー
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

ポイント

- **マクロとミクロの乖離：**マクロ指標などは弱含んでいるものの、現地で確認したデータや企業との面談からは、底堅い成長が続いていることがうかがえます。
- **利上げの恩恵を受ける銀行：**インド準備銀行（中央銀行、RBI）が利上げをする背景には堅調な経済成長があり、当社が最も大幅にオーバーウェイトとしている銀行セクターは、その恩恵を最も明確に受ける分野の一つとみています。
- **相場反発局面で優位な位置にあるインド：**外国投資家のインド株の保有ポジションは小さいため、原油を巡るリスクが後退すれば、インド市場が相場の反発をけん引する可能性があるとみています。

本年9月、デリー、ムンバイ、プネ、ラクナウの4都市での現地視察や企業との面談を含む、2週間にわたるインド出張を行いました。そこで感じたことなどをご紹介したいと思います。

現地の状況は、マクロ指標などから受ける印象よりも良好であるように見受けられました。政府は、堅調な税収と国有企業の株式売却に支えられ、財政余力を大きく損なうことなく、原油価格上昇によるショックを適切に吸収しているとみています。

一方、外国投資家の関心は、現時点では依然として限定的です。北アジアにより魅力的な投資機会があるとみられることから、インドをアンダーウェイトし、韓国や台湾をオーバーウェイトとする見方が市場のコンセンサスとなっています。短期的には、こうしたスタンスにも一定の合理性があると考えられますが、米国とイランの対立が収束に向かえば、インドは相場反発をけん引し得る有力な市場の一つになるとみています。

英国プルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。
最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているプルデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるプルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。
※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

261104(05)
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）　第379号／加入協会　一般社団法人資産運用業協会

invested in insights.

RBIの利上げに対する当社の見方

RBIは10月、市場予想通り政策金利を0.25%引き上げました。より注目されたのは、金融政策のスタンスを「慎重に調整された引き締め」へと変更し、金利が今後上昇方向に向かう可能性を示唆したことです。RBIは2026年度の実質GDP成長率見通しを7.1%、インフレ率見通しを5.2%へとそれぞれ引き上げており、原油価格の上昇や世界経済を巡る不透明感にもかかわらず、インド経済の成長は引き続き堅調であるとの見方を示しています。多くのエコノミストは、今後さらに0.25～0.50%の利上げを予想しており、今回の金融引き締め局面は比較的緩やかなものにとどまるとみられます。

株式市場への示唆：今回の利上げは、当社のポートフォリオのポジショニングを総じて下支えするものとみています。RBIが利上げに踏み切った背景には、景気の弱さではなく、経済成長の底堅さがあると考えられます。なかでも銀行は、貸出金利と資金調達コストの差である利ざやの拡大を通じて最も明確な恩恵を受けるセクターの一つとみられ、市場平均を上回るパフォーマンスが期待されます。不動産、自動車、一般消費財などの金利感応度の高いセクターについては、投資家心理の面で一定の下押し圧力を受ける可能性があるものの、利上げサイクルが想定される範囲内にとどまる限り、ファンダメンタルズは引き続き健全であるとみています。

総じて、今回の利上げは景気減速への懸念を高めるものというよりも、RBIの政策運営に対する信認を高めるものと捉えています。銀行セクターにはプラス、金利感応度の高いセクターには中立からややマイナスに作用するとみられる一方、割高感のある中小型株よりも大型バリュー株を選好する当社の投資スタンスを支持するものと考えています。

選挙を控えたラクナウへの視察：インド最大の人口を擁するウッタル・プラデシュ州の州都ラクナウに2日間滞在しました。今回の視察を通じて、過去10年にわたるインフラ、行政、治安の改善が、民間資本の流入を促しつつあるとの見方を一段と強めました。こうした変化は、現地のさまざまな場面で確認することができました。メダンタ（グローバル・ヘルス・リミテッド）の高度専門病院は大都市と遜色のない水準にあるほか、インドの代表的な大学受験予備校のアレン・キャリア・インスティテュートやフェニックス・パラシオ・モールからは、家計による教育や買い物への支出が拡大している様子がうかがえました。

また、企業との面談にとどまらず、州政府関係者、村の代表者、農家、地元販売業者からも、道路や交通・通信網の改善、経済的な機会の拡大という共通した声が聞かれました。

こうした状況を踏まえると、来年の州議会選挙は重要な注目イベントになると考えられます。現地では、現在の政策の方向性は継続するとみています。政策の安定性は、企業が長期的な視点から投資を行ううえでの安心感につながるとともに、ウッタル・プラデシュ州がこれまで遂げてきた発展を支えることから、市場心理にとってもプラスに作用すると考えています。

invested in insights.



アレン・キャリア・インスティテュート（ラクナウ）

インドの代表的な大学受験予備校。工学系・医学系大学の入学試験に向けて学ぶ。

マクロとミクロの乖離：今回の出張を通じて、マクロ環境とミクロの実態との乖離が拡大しているように感じられました。マクロ環境は、ブレント原油価格が1バレル当たり約100米ドルに達し、インドルピーも軟調に推移するなど、極めて厳しい状況にあります。一方、足元の経済指標からは、これとは大きく異なる状況がうかがえます。

- 8月の銀行全体の融資残高は前年同月比19%増
- 8月の二輪車販売台数は前年同月比25%増、乗用車販売台数は同15%増
- 実質GDP成長率は約7.5%のペースで推移
- 9月のGST（物品・サービス税）純収入は前年同月比10.1%増と、13ヵ月ぶりの高い伸び
- 法人税収は予算を上回るペースで推移
- 政府による国有企業株式の売却額は、すでに目標額8,000億ルピーの約70%に達しており、過去数年を大きく上回るペースで進捗

現地での面談からも、こうしたマクロ環境との乖離が確認されました。ラクナウ周辺の農村では農業所得に対して前向きな見方が聞かれたほか、二輪車メーカーは供給制約に直面しており、四輪車の見通しも予想を上回る状況となっています。また、ムンバイの高級不動産プロジェクトへの来訪者数は底堅く、セメント販売量も7～8%の成長ペースで推移しています。

政府は、燃料価格のさらなる上昇による影響から消費者を守るうえで、明確に成果を上げているとみられます。そのため、今後の焦点は、給油所での燃料価格が現行水準を維持できるかどうかにあると考えています。その可能性は高いとみており、石油販売会社の損益分岐点となる原油価格は現在1バレル当たり約90～100米ドルとなっているほか、精製事業の利益が販売事業の損失を補っている状況です。

利上げ局面がすでに始まるなか、多くの証券会社は今後さらに0.25～0.50%の利上げを予想しています。銀行セクターについては利上げ局面の恩恵が依然

invested in insights.

としてバリュエーションに十分に織り込まれていないとみていますが、それ以外のセクターについては、現時点では、よりタカ派的な金融政策が企業業績へ与える影響は限定的であると考えています。



ラクナウ郊外の農村訪問

村長や地元当局の関係者、農家の方々と意見交換。モンスーンの降雨量不足が懸念されつつも、現地では前向きなムードがうかがえました。

最低賃金の引き上げ：過小評価されている低所得層の消費押し上げ効果が見込まれます。ハリヤナ州では、労働者による抗議活動を受け、2026年4月に最低賃金を約35%引き上げました。その後、10を超える州がこれに追随し、引き上げ幅は10～60%に及んでいます。

現地での面談を踏まえると、最低賃金の引き上げは州ごとの動きというより、インド全土へ波及しているとみられます。プネを拠点とするベルライズ社によると、同社の従業員の多くがインド北部や東部の出身であり、賃金水準を引き上げなければ地元へ戻ってしまう可能性があるため、ハリヤナ州の最低賃金水準に直ちに合わせる必要があったとのことです。また、ジュビラント社では、これまでに事業を展開する州の半数で従業員の最低賃金を引き上げており、残る州でも今後引き上げが見込まれています。

第1四半期の利益率低下を通じて、最低賃金の引き上げが上場企業の営業費用に及ぼす影響については、すでに市場でも認識されています。一方、十分に織り込まれていないと考えられるのが、そのもう一つの側面、すなわちブルーカラー労働者の可処分所得が急増することによる効果です。

理論的には、こうした所得の増加は、故郷への送金、住宅の修繕や塗装、二輪車、携帯電話、家電製品などへの支出に加え、分割払いの支払い余力の拡大にもつながると考えられます。自動車販売店からも、足元の二輪車需要の堅調さには、こうした要因が一部寄与しているとの見方が示されました。

留意点：現時点では、こうした見方を裏付ける材料は依然として個別の事例に基づくものにとどまっています。また、需要の増加が顕在化する前に企業側が賃金上昇によるコストを負担することになるため、第2四半期の利益率については、引き続き賃金上昇による圧力を受けるとみられます。

invested in insights.

自動車・自動車部品：販売台数は予想を上回る一方、完成車メーカーの利益率には課題が残り、部品メーカーが優位な状況。

昨年のGST引き下げを受け、9月以降は前年の比較対象となる水準が高くなることに加え、当社が自動車セクターをオーバーウェイトとしていることから、今回の出張では自動車関連企業との面談に最も多くの時間を割きました。

結論として、需要は旺盛であり、前年の水準が高いなかでも予想を上回る可能性があるとみています。一方、利益率への懸念が、こうした前向きな見方を抑える主な要因となっています。



プネの自動車部品工場

週末に工場を視察。祝祭シーズンを控え、生産ラインはフル稼働の状態。

中長期的なトレンドとしては、以下の点が挙げられます。

1.電動化が加速しており、電動二輪車は需要が供給を大幅に上回っています。

2.完成車メーカーは生産能力の拡大に伴って現地調達・生産を重視しており、自動車部品メーカーには追い風になると考えられます。

3.今後2年間は四輪車の完成車メーカー間の競争が激化するとみられ、JSW-MGはIPOを前に生産能力の拡大を進めています。

自動車部品メーカーは、こうした環境において明確な恩恵を受けると考えています。市場全体を上回る販売数量の伸びによる恩恵が期待されることに加え、現局面では完成車メーカーに対する価格交渉力が相対的に強いことから、利益率への圧力も受けにくいとみています。

invested in insights.

セメント：第2四半期は業績の調整局面となる一方、足元の値上げは先行き明るい材料となり、業界再編も進展。

アダニグループのアムブジャ・セメント社との面談を通じて、当社の中期的な見方を改めて確認することができました。同社は従来掲げていた積極的な拡大方針を抑制し、経済合理性が見込めない市場ではシェアを追求しない姿勢に転じています。一方、大手企業の業界再編に対する意欲は引き続き強い状況です。

競争環境の集約が急速に進んでいることを踏まえ、当社では今後2年間のセメントセクターに対して強気の見方を維持しています。一方、短期的には利益率が懸念材料です。コスト上昇圧力が続くなか、ウルトラテック・セメント社は価格を据え置くことで、中小企業への圧力を強めてきました。

もっとも、当社の面談以降、業界ではコスト上昇分を転嫁するための値上げがようやく実施され、2回目の値上げ局面ではウルトラテックもこれに追随しています。こうした動きは、第2四半期の業績調整を経た後の第3四半期の業績にとって好材料になるとみられ、中期的な投資テーマを重視する投資家にとっても一定の安心材料になると考えています。

不動産：市場サイクルは堅調さを維持する一方、企業の選別がより重要に。

当社のトップダウンの見方を揺るがすような懸念材料は、現時点では見当たりません。上場デベロッパーの成長率は市場全体を上回っており、不動産市況はサイクルの中盤にあるとみています。販売数量は1桁台半ばから後半の伸びを示す一方、平均販売価格は7～8%上昇しています。

在庫水準が健全で、競争も抑制的であることを踏まえると、今回のサイクルは過去に比べて長期化する可能性があると考えています。

今後の株価パフォーマンスを見極めるうえでは、デベロッパー各社の成長に対する積極性をこれまで以上に重視しています。この観点では、当社が注目しているクオリティの高いバリュー銘柄であるDLF社やブリゲード社は、経営姿勢が保守的であることから、今回のサイクルでは相対的に出遅れる可能性があるとみています。

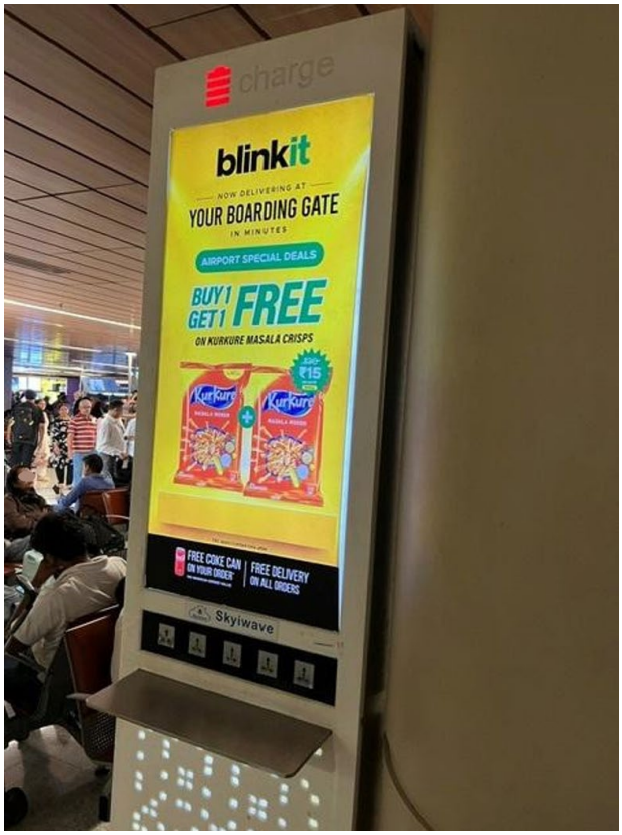
病院：過去にもみられた局面であり、株価下落時には段階的な投資を検討。

最近の規制を巡る報道に先立って面談した業界関係者は、医療サービスの価格への影響は限定的であり、主なリスクは医療消耗品にあるとみています。数年前に医療機器であるステントの価格上限規制が導入された際と同様に、病院は時間をかけて医療サービス料金を引き上げることで、減少した収益を補うことが可能とみています。フォルティス社の場合、減収の影響は約3%と見込まれています。

また、民間病院全体の病床数に占める上場している民間病院の割合は約5%にとどまっている点も安心材料と捉えています。上場民間病院の利益率は一見すると高水準にみえるものの、それはEBITDA（利払い前・税引き前・減価償却前利益）ベースでの利益率であり、業界全体を代表するものではありません。また、セクター内で最も高い水準にある使用資本利益率（ROCE）でも10%台半ばにとどまっています。

これまでも病院関連株は、こうした事象の後に回復してきた経緯があり、今回についても異なる展開になる可能性は少ないと考えています。足元では、保険販売業者に関するインド保険規制開発庁（IRDAI）の新たな規制導入を受け、規制関連のニュースに対して市場センチメントはこれまで以上に敏感になっていますが、こうした局面は投資機会になり得るとみています。

invested in insights.



搭乗ゲートで利用できるデリバリーサービス「ブリンキット」

クイックコマースはサービス提供エリアを着実に拡大しており、今や空港の搭乗ゲートまで商品を届けるサービスへと広がっています。



レンズカート社の体験型メガネ店舗（ムンバイ）

大型店舗で導入された新たなAI支援型の視力検査を体験。インドにおける熟練検眼士の不足に対応するため、幅広い店舗への展開が可能な新たな検査プロセスとして設計されています。

＜当資料に関してご留意いただきたい事項＞

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。