



RBC BlueBay
Asset Management

インド：成長の旅路に見られる小さな減速帯



ミヤ・テイラー
アソシエイト・アナリスト
新興国株式チーム

2025年12月

「モディ首相は、海外直接投資の増加、インフラ支出、有利な貿易交渉を通じて、インドを世界の舞台に押し上げてきました。」

私のインドに対する初めの記憶は幼少期に訪れたときのもので、埃っぽい道路、未整備のインフラ、そして家族の集まりの温かさです。ほぼ20年ぶりに再訪し、変化は著しいものと感じました。デリーやムンバイの現代的な高速道路、新しい空港、そして活気に満ちた都市景観は、疑いようのないエネルギーと精神を維持しつつ急速に進化した同国を反映したものとなっています。

この変革の中心にいるのは、2014年以来インドの首相を務めるナレンドラ・モディ氏です。モディ首相は、海外直接投資の増加、インフラ支出、有利な貿易交渉を通じて、インドを世界の舞台に押し上げてきました。同氏の存在は至るところにあり、空港の看板から店やバス停のポスターまで、あらゆる場所で目に見えるようになっています。これは、国によるイニシアチブとリーダーシップの可視性を促進するための幅広い取り組みを反映しています。

訪問中、政治的メッセージが広く行きわたっていることに驚きました。地元の人との会話でも、モディ氏が日常生活に深く浸透していることが明らかになりました。その一例として、コロナ禍において同氏の画像がワクチンの包装に描かれていました。しかし、2024年のローク・サバー（インド議会の下院）選挙において、インド人民党（BJP）が完全過半数を獲得できなかったことを考えると、同党がインドの発展における同氏の役割を宣伝しようとしていることは意外ではありません。



デリーの空港からの移動中に見かけたモディ氏の広告の付いたバス



デリーの高級ホテルの1つを訪問。受付は観光客や地元住民でにぎわい、開催が予定されている祭りの季節を見越した装飾が施されていました。

インドで最も顕著な経済上の利点は人口の増加です。2027年までに約1億人が1万米ドル以上の収入を得ると予想されています¹。私たちは、高級化のトレンドは、同国富裕層の着実な成長に牽引されて長期的な構造変化となると考えています。この増加する富裕層は、特に社会の高級分野に対応した、裕福な地域の豪華なショッピングモールやマンションの出現に現れています。

ムンバイの中心地にある高級ショッピングモールを訪れ、そのインテリアデザインとモール周辺の交通量の多さに驚きました。大理石の床やガラスのシャンデリアで装飾され、欧米のトップブランドの多くを擁し、忘れられない買い物経験を創出していました。これらのモールは娯楽のハブに進化し、アーケードやカジノまで提供し、人気のレジャースポットになっています。

消費関連企業とのミーティングでは、この急速に成長する市場セグメントを利用するために、高価格帯の消費者をターゲットにすることが重要であるというテーマが繰り返し語られました。大衆市場向け商品は依然として重要ですが、購買力があり、トレンドで要求の多い消費者にアピールするために、革新的で高品質な商品への投資を重視する変化が生じています。これと並行して、インドの大規模な若者人口を考慮して、企業は、Z世代のトレンドを利用しようとしています。この影響力のある人口動態を活用することを目指して、若い消費者にアピールする商品にますます注力しつつあります。

今回の訪問中に気づいたことは、超高級消費者と貧困層が隣り合っていることを特徴とする、インドの社会経済的状況の特異性でした。例えば、ムンバイでは、都市の最も裕福な地域の中にそびえ立つ超高層ビルが、無秩序に広がったスラム街と並んで存在しています。この極端な富と貧困が近接していることが、インドの特徴であり、このような格差がもっと地域的に分離していることが多い他の国とは一線を画しています。

このダイナミックさは、クイックコマース²のようなビジネスモデルがインドでは成功する一方、他の地域では失敗する可能性がある理由を説明するのに役立ちます。大手クイックコマース企業とのミーティングの中で、顧客が注文してから6分という速さで配達が可能なのに感銘を受けました。この効率性は、インドの密集した都市と、低コストの労働力と高所得の消費者の共存によって可能となっています。インドは、このような迅速なサービスモデルを支えるユニークな市場環境を作り出しています。

長年にわたり、インドは金融包摂の進展において大きく前進してきました。政府の後押しもあり、銀行の浸透率は2024年に成人の89%に達しました³。これは、すべてのインド国民に金融サービスを手頃な価格で提供することを目的とする「Pradhan Mantri Jan-Dhan Yojan (PMJDY)」政策などの政府によるイニシアティブが牽引したものです。浸透していない農村市場は、銀行およびノンバンク金融会社（NBFC）セクターにとって重要な戦略的分野となる可能性があります。訪問中に会ったインドの様々な有力銀行は、農村市場への進出に焦点を当てており、この分野における大きなチャンスを認識しています。



デリーで訪問した高級モールの1つ

¹ ゴールドマン・サックス、2024年

² クイックコマースは「q-commerce」としてよく知られており、数分で商品を配達し、スピードと利便性を優先することを重視するEコマースモデルです。インドのクイックコマース産業は急速な成長を遂げており、2030年までに350億米ドルに達する見込みで、消費者向け小売業では革新的な進化を遂げています。

³ World Bank Global Findex データベース、2025年

こうした企業のアプローチとしては、支店網の拡大、戦略的パートナーシップを通じて各農村部に複数の接点を設置することなどが挙げられます。同様に重要なのは、顧客体験を強化し、技術進歩の最前線に立つために、デジタル化に注力することです。各銀行は、デジタル戦略、特に業務の効率性と生産性を改善するためAIをシステムに統合することを強調しました。デジタル・エコシステムの成長に伴い、顧客体験において先行している銀行と出遅れている銀行が現れており、これが重要な差別化要因となりつつあります。

同様に重要なのは、過去数年間に同国のインフラ整備が進展したことです。デリーのインディア・ガンディー国際空港に到着したとき、そのモダンなデザインと円滑な運営に感銘を受けました。空港からホテルまでの道のりは、新たに建設された高速道路を通るもので、これは、インドのインフラ投資が増加していることの明確な事例となっています。それはレポートでよく目にするトレンドを実感させるものでした。近年、インド政府は設備投資を増やしており、この設備投資による成長ストーリーはインドの経済発展の新たな原動力として浮上し、中国の初期の軌跡としばしば比較されます。

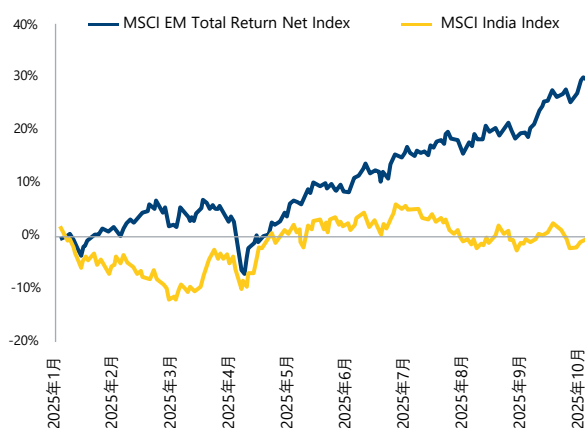
しかし、この勢いは最近になって減速しています。コロナ禍後には18-20%の成長でしたが、政府支出の減少と慎重な民間投資を背景に10%前後の緩やかな成長となっています⁴。短期的には、政府の設備投資は抑制されたままとなる可能性があるものの、民間企業のバランスシートやキャッシュフローの強さを踏まえると、貿易交渉が進展するにつれ、民間設備投資の回復が続く可能性があると考えられます。

同国に秘められた長期的可能性にもかかわらず、インドの株式市場は今年アンダーパフォームしています。この要因は、割高なバリュエーションです。インド企業の弱い利益成長と利益予想の下方修正を踏まえると、このバリュエーションは正当化されないと考えています。海外からの投資資金が継続的に流出となる一方、インド国内からの投資は好調であり、国内による資金流入は昨年の同期比63%増となっています⁵。そして、これがプレミアムを高止まりさせています。さらに、消費環境の弱さや米国との地政学的緊張の高まりから、全体的なマクロ経済環境は低調です。しかしながら、政府の物品・サービス税の改革や所得税減税などの消費刺激策の実施により、短期的な成長回復には慎重ながらも楽観しています。

図表1と図表2に示されているように、インドの低調なパフォーマンスは、今年の広範な新興国市場指数のリターンとは全く異なります。インドのバリュエーション・プレミアムはわずかながら低下しましたが、企業の利益予想の下方修正を踏まえると、依然として割高です。

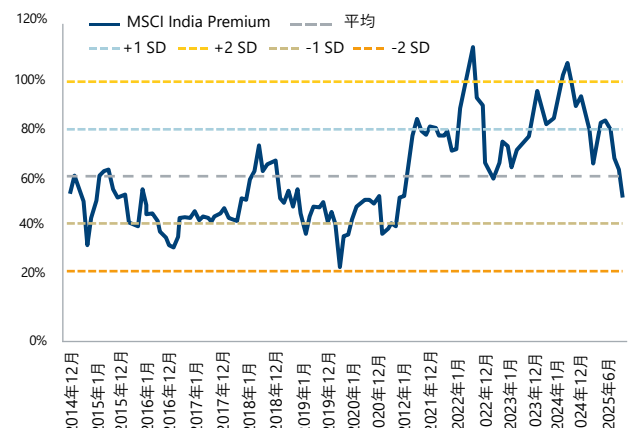
今回のインド訪問では、株式市場が振るわない一方で、成長のための構造的な追い風が整い、同国が世界の経済大国の1つになるための基盤が依然として存在していることが確認できました。最終的には、インドの最近のパフォーマンスの低迷は、長期的な成長の旅路における一時的なスピードバンプ（減速帯）と見ています。

図表1: MSCI EM Index 対 MSCI India Index 年初来リターン比較



出所: ブルームバーグ、MSCI、2025年10月時点

図表2: MSCI EM Indexと比較したMSCI India Index P/Bのバリュエーション



出所: ブルームバーグ、MSCI、2025年9月時点

⁴ ブルームバーグ、2025年10月時点

⁵ JPモルガン、2025年9月

執筆者

ミヤ・テイラー

アソシエイト・アナリスト

英国ウォーリック大学にてBSc (経済学) 取得

RBC GAM UKのRBC新興国株式チームのアソシエイト・アナリスト。世界中の新興国株式ユニバースにまたがる幅広いリサーチとポートフォリオ・マネジメントにおいてさまざまなチームメンバーをサポート。2023年に、投資業界でのキャリア開始となる夏季インターンとしてRBCブルーベイに入社し、同年後半に、「RBCブルーベイ卒業ローテーションプログラム」に参加。



**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なく、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（Royal Bank of Canada（RBC））の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management（U.S.） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc.（RBC GAM Inc.）、RBC Global Asset Management（UK） Limited（RBC GAM – UK）、RBC Global Asset Management（Asia） Limited（RBC GAM – Asia）、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、英国金融行動監視機構（FCA）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になります。手数料・費用等はお客様の特性、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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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詳しくは、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あり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た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しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、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