

景気刺激策でトランプ関税の影響は限定的

インド投資

Hartmut Issel, CFA, Strategist; Ruchika Modi, Analyst; Philip Wyatt, Macro Strategist; Devinda Paranathanthri, Analyst; Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Suresh Tantia, Head CIO Asia Equity Strategy

- インドの政府と中央銀行は経済回復への道筋を整えている。米国による追加関税や、物品・サービス税(GST)引き下げの影響を受ける可能性があるが、悲観的なシナリオでも2025-26年度(2026年3月期)および2026-27年度の国内総生産(GDP)成長率はほぼ6%になると見込んでいる。
- 2025年4-6月期のインド企業の決算は、基調としては我々の想定通り、2024-25年度の水準から利益成長が加速しつつあることを示唆している。このため、ニフティ50指数の1株当たり利益(EPS)成長率見通しは2025-26年度が11.6%、2026-27年度が14.1%で据え置く。
- インド政府は最近のインドのロシア産原油輸入に関連する追加関税を含め、50%まで引き上げられた関税を引き下げるべく、米国と関税交渉を行っているが、これには時間を要する可能性がある。しかし、関税による追加コストは軽微にとどまるとみている。



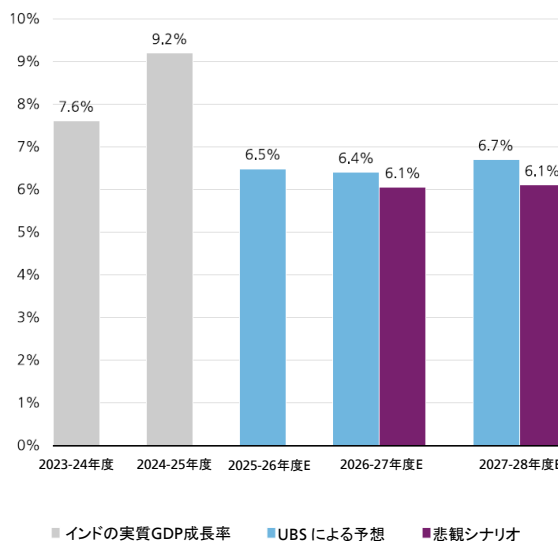
出所: UBS

インド経済の構造的な見通しは依然として明るいものの、インド国内の信用の伸びは依然として10%前後にとどまっており、小売売上高も低迷しており、インフラ関連の動向もまちまちである。他のアジア諸国と同様、インドも2025年下期は関税による逆風に直面する。ただし、他の国と異なり、インドは貿易依存度が低いため、国内総生産(GDP)成長率への影響は0.5-1%程度にとどまる見込みだ。政府は現在、米国との関税交渉に注力しており、最近のロシア産原油の購入に対する制裁措置として課された追加関税を含め、50%まで引き上げられた関税の引き下げを目指している。交渉成立と関税引き下げには時間を要する可能性があるものの、我々は関税による追加コストは最終的にはごくわずかな水準にとどまり、むしろ米国市場へのアクセス維持、産業化の加速、低迷する外国直接投資(FDI)を回復させる方がはるかに重要だと考える。

一方、インドの消費者物価指数(CPI)は大きく低下しており、直近発表された数値は約1.6%増だった。これにより、インド準備銀行は9月、12月、そして来年2月のいずれの会合でも追加緩和に踏み切ることのできる状況が整ったとみられる。また、同中銀は既に合計100ベースポイント(bp)の預金準備率(CRR)引き下げを段階的に実施しており、経済成長重視の姿勢が鮮明になっている。さらに、米連邦準備理事会(FRB)の追加利下げの影響も受け、インドの政策金利は2025-26年度末(2026年3月期)までに5%をやや下回る水準まで引き下げられるだろう。

追加関税の影響はGSTの一部引き下げによって緩和される
ロシア産原油の輸入に対する制裁措置である25%の追加関税に関しては、今後の展開は不透明だ(訳注:8月27日、トランプ政権は25%の追加関税を課し、7日に発効していた25%の税率と合わせ50%の関税を発動した)。追加関税が通年で適用された場合、インドのGDP成長率は約0.6%押し下げられる可能性があるが、そのような悲観的なシナリオでも、インドは6%程度のGDP成長率を維持できる見通しである(図表1参照)。

図表1: 2026-27年度のGDP成長率も堅調を維持



E: 予想。2023-24年度: 2024年3月期、翌年度以降も同様。

出所: CEIC、Haver、インド政府による統計、UBS予想、2025年8月

本稿は、UBS AG Singapore Branch、UBS Securities India Private LimitedおよびUBS AG Hong Kong Branchが作成した“Investing in India: Big banks and some consumer firms showing progress; others in position to follow”(2025年8月22日付)を翻訳・編集した日本語抄訳版として、2025年9月3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。

同時に、政府は貿易関税の潜在的な悪影響を緩和するため、物品・サービス税(GST)の抜本的な改革を行うことを発表した。一部の所得層向けのこれまでの所得税減税に続き、GST改革は消費支出に直接結びつくため、さらに大きな恩恵となる。GSTはヒンズー教の新年を祝う10月の「ディワリ」以降に導入予定だが、詳細はまだ明らかになっていない。要点としては、税率区分を現行の5つから3つ(5%、18%、一部嗜好品は40%)に簡素化することと、廃止される区分に分類されていた商品は主により低い税率区分へ移すことが挙げられる。これにより政府の歳入はやや減少するが、消費者には恩恵が及び、GDP成長率を約0.15-0.3%押し上げる効果が期待される。したがって、50%の関税が導入されても0.2-0.3%程度の成長率低下にとどまり、実質的な悪影響は緩和される。これまでの所得税減税やインド準備銀行による金融緩和や景気刺激策も加味すると、全体として経済への悪影響は比較的小さいと考えられる。加えて、税率引き下げはインフレ抑制にも寄与し、インド準備銀行は引き続き景気回復支援に注力できる。

経済成長に影響を与える一時的な要因は主に2つある。第1に、消費者は新しいGST税率が適用されて価格が下がるのを見越して、今後数カ月間購買を先送りする可能性がある。第2に、第8次給与委員会の勧告に基づく公務員給与等引き上げは実施されるが、数四半期遅れる見通しである。これらの遅れがあっても、我々は今後2年間でGDPが約1.1%押し上げられると予想する。給与引き上げは従来のように数年かけて一括調整するのではなく、年次で段階的に引き上げるとみている。

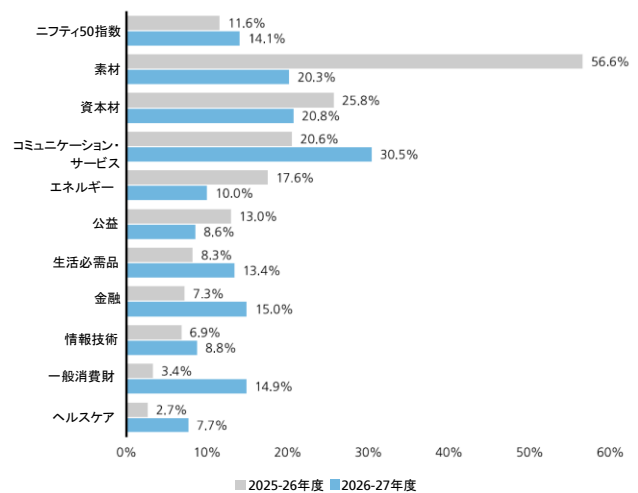
米ドル／インド・ルピー：利回り妙味のある通貨

米ドルの弱含みに下支えられ、今後12カ月で米ドル／インド・ルピーは85まで下落(インド・ルピーは上昇)すると予想する。予想されるリターンは控えめだが、インド・ルピーは米ドルよりも約2.3%利回りが高いため、米ドルを保有する投資家にとって依然として魅力的である。インド・ルピーの上昇余地に対して慎重なのは、インドが対GDP比で0.5-1%の経常赤字を抱えており、インドへの資金フローが弱いことが背景にある。それでも、この程度の赤字ではインド・ルピーの安定性は損なわれず、FRBが利下げを再開する見通しなど、グローバル環境が好転していることも追い風となる。

株式：決算は予想通りの内容で通過、今後も改善基調を予想

インド企業の1-3月期決算は好調だったが、4-6月期決算は好悪入り混じる結果となった。ただし、我々は複数四半期にわたるトレンドが想定通り進行しているかを重視している。この観点から、ニフティ50指数は既に前年度の平均(約6.6%と推定)を上回る利益成長を示している。我々は、ニフティ50指数の1株当たり利益(EPS)成長率を2025-26年度が11.6%、2026-27年度は14.1%の上昇と予想する(図表2参照)。

図表2：ニフティ50は2桁の利益成長率を維持する見通し
ニフティ50指数のセクター別1株当たり利益(EPS)成長率見通し



出所：企業データ、ファクトセット、UBS予想、2025年8月

我々が最も注目するセクターの1つは消費関連セクターである。以前の所得税減税やインド準備銀行の景気刺激策に加え、GST減税による多くの品目の価格低下の恩恵を受ける主なセクターとなる見通しだ。また、金融セクターである保険会社もGST減税から恩恵を受けるとみている。銀行も信用の伸びを通じて間接的には影響を受けるだろう。バランスシートの健全性と成長回復期待から、引き続きインド株への投資判断をAttractive(魅力度が高い)としている。

リスク

インドの内需主導の成長は損なわれないとみているが、外部リスクは排除できない。トランプ政権が追加関税措置を発動する中、関税合意が成立しないことによる不透明感が続いている。また、中東や欧州の地政学リスクで原油価格が乱高下したが、イスラエルとイランの停戦が発表されたことを受け、原油は1バレル当たり68米ドルを下回った。現時点では需給バランスの大きな変化による価格の変動は予想しないが、中東情勢が再び悪化することによる原油高はリスクとなる。

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ものではありません。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、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値、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。

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

インド投資

たつ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