

## 拡大するインド株式市場の経済・社会への含意

シニア・エコノミスト 坂本 正樹  
sakamoto-masaki@marubeni.com

- インドの株式市場は、①同国経済の成長期待、②中国からの資金シフト、③国内における個人投資家の台頭、などを背景に急速に拡大している。
- 外国人投資家への段階的開放を伴う株式市場の発展・拡大は、同国政府の経済運営、金融システムの頑強性、国内企業のガバナンスなど、さまざまな要素において同国への信頼感が向上していることを示すものと言える。また、市場拡大の影響としては、家計の資産選択に及ぼす変化、消費行動に与える変化、所得格差拡大の助長など、同国の経済・社会に多様な経路から影響を及ぼす可能性がある。
- 先行きにおいてもインド株式市場は堅調な拡大トレンドを維持する見通しだが、中長期的には経済統計の信頼性や行政処理の遅延、汚職問題などの課題への取り組みが求められる。

### 1. 拡大するインド株式市場

インドでは好調な経済成長が続く中で株式市場も急速に拡大している。インドの代表的な株価指数である SENSEX は主要な株価指数の中で好調を維持しており、過去最高値の更新が続いている。こうした中、2024年3月末時点でインドの国立証券取引所における上場株の合計時価総額は、コロナ禍前（2019年末）の2倍以上にあたる4.6兆ドルと、中国の香港・深圳両取引所を上回る規模まで増加した（図表1）。

【図表1】主要株式市場における上場株の合計時価総額（2024年3月末）

取引所	時価総額（兆ドル）	世界シェア（%）	増減率（19年末比、%）
NY証券取引所	28.4	21.6%	+34.8%
ナスダック証券取引所	25.4	19.3%	+95.6%
ユーロネクスト	7.2	5.5%	+53.6%
日本証券グループ	6.7	5.1%	+7.6%
上海証券取引所	6.6	5.0%	+28.3%
インド国立証券取引所	4.6	3.5%	+113.1%
深圳証券取引所	4.1	3.1%	+20.2%
香港証券取引所	3.9	2.9%	▲21.0%
TMXグループ	3.2	2.4%	+33.2%
サウジ証券取引所	2.9	2.2%	+21.8%
世界計	131.6	100.0%	+29.8%

出所：WFE

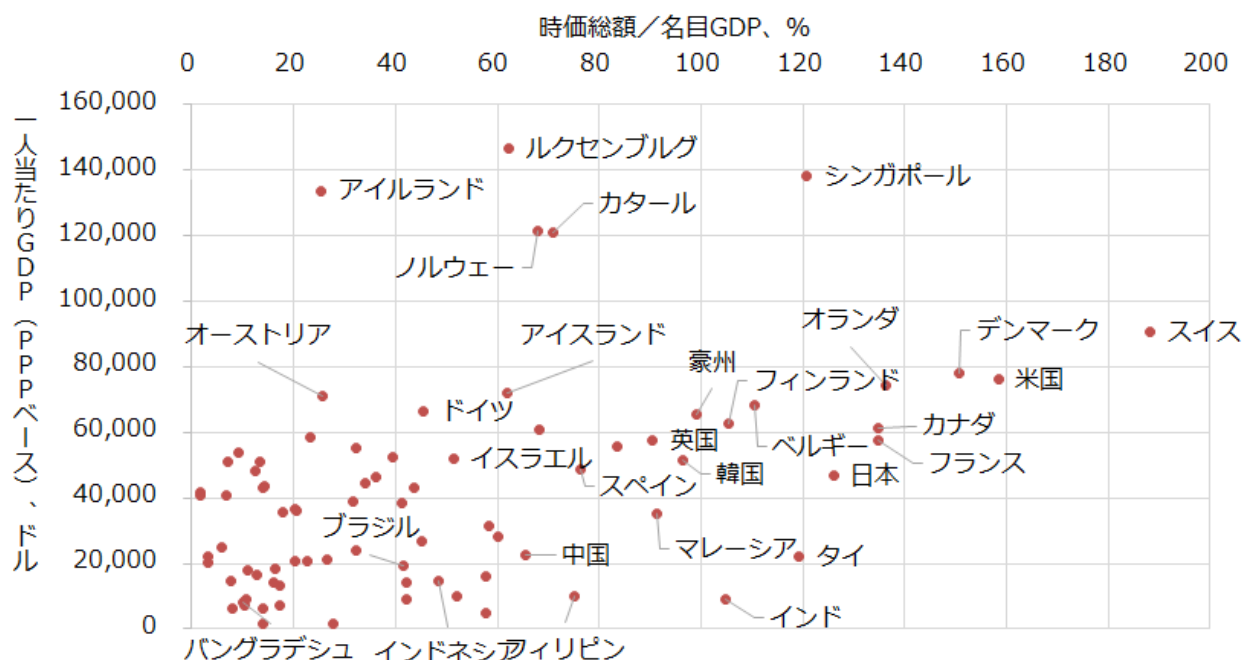
インドの株式市場拡大の背景には、主に3つの要因があると指摘される。第一に、インド経済の堅調な成長期待だ。国際通貨基金（IMF）の見通しではインドのGDPは少なくとも向こう5年は7%前後と高めの成長率を維持するとみられており、インド企業の株価についても先行きにおいて上昇していくという期待が強い。第二に、投資リスクへの懸念がくすぶる中国からの資金シフトの動きである。米中対立を巡る投資環境の不透明感や不動産市場の低迷を主因とする中国の経済減速を受けて、中国向け投資のリバランスが図られる中、その受け皿としてインド市場に海外マネーが流れる動きがみら

れる。最後に、インド国内における個人投資家の増加である。インド国内では、家計の所得水準上昇や投資環境の整備を背景に個人による投資活動が活発化しており、海外からの投資を上回る勢いで株式市場の成長を後押ししている。

一般に、株式市場とは企業にとっては株式の発行を通じて事業資金を投資家から調達する場である一方、投資家にとっては株式の購入を介して企業に資金提供をする見返りに、企業に対する一定の行使力を得ながら配当金や株式売却時の譲渡益を得る投資運用の場となる。その意味で、株式市場の発展は、企業にとっては資金調達手段の多様化に他ならず、投資家には資産運用の選択肢が増えることを意味する。どちらの側面も一国の経済構造の成熟と関係が深い。

では、経済が成熟した国が一樣に大きな株式市場を有しているかと言うと必ずしもそうではない。図表 2 には縦軸に所得水準を示す「一人当たり GDP」、横軸に「株式市場の時価総額／名目 GDP（いわゆる「バフェット指数」）」を設定して、主要国をプロットした散布図である。確かに経済規模に対して相対的に大きな株式市場を抱える国には高所得国が多いが、全ての高所得国に当てはまるというわけではない。逆にインドは世界銀行の分類では「下位中所得国」に属するが、株式市場の時価総額は名目 GDP に対して 100%を超えており、アジア新興国の中ではタイに次いで高い比率となっている。足元のインド株式市場にやや割高感が出ていることの影響もあるが、後述の通り過去のトレンドにおいてもインド株式市場の対 GDP 比は比較的高い水準にあり、同国の経済成長に伴い順調な拡大を続けている。

【図表 2】 所得水準と株式市場（2022 年末）



出所：世界銀行

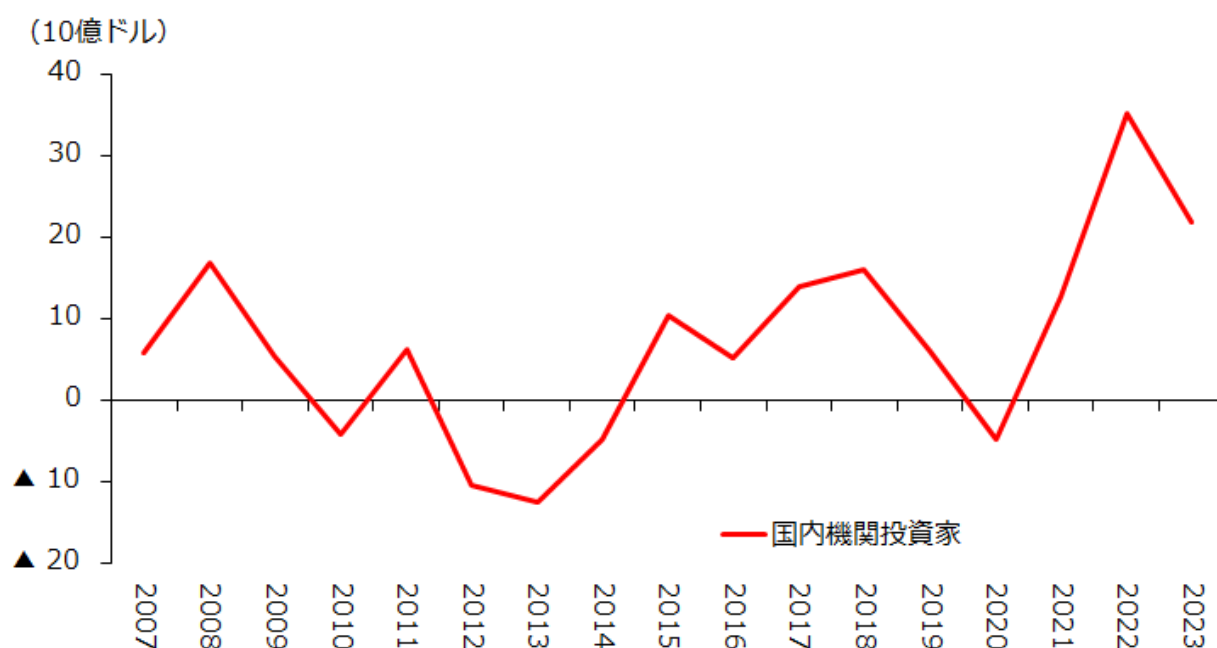
## 2. 経済・社会への含意

こうした株式市場の拡大はインドの経済・社会にとってどのような意味を持つと言えるのだろうか。インド企業の株価上昇は短期的にはインド経済の好調さを示す 1 つの指標になるが、経済体制が依然発展途上にあるインドにとって株式市場の拡大は中長期的な視点でも重要な意味を持つと考

えられる。以下ではインドの経済・社会への影響という面で注目すべき点についていくつか考察したい。

まず、株式市場の拡大と家計の関係について見てみよう。前述の通り、インドの株式市場拡大は海外からの資金流入と国内における個人投資家の増加の両面で後押しされているとみられるが、近年では特に後者の国内の投資活動活発化の面が大きいとされる。特に少額での積み立て投資信託購入を支援する制度「SIP (Systematic Investment Plan)」の活用により、国内投資家による投資信託への資金フローが大きく伸びている（図表 3）。2024 年 4 月時点で SIP の口座数は 8,701 万件（前年同月差+2,341 万件）、残高も 11.3 兆ルピー（前年同月比+57.0%）と共にハイペースでの増加が続いている。

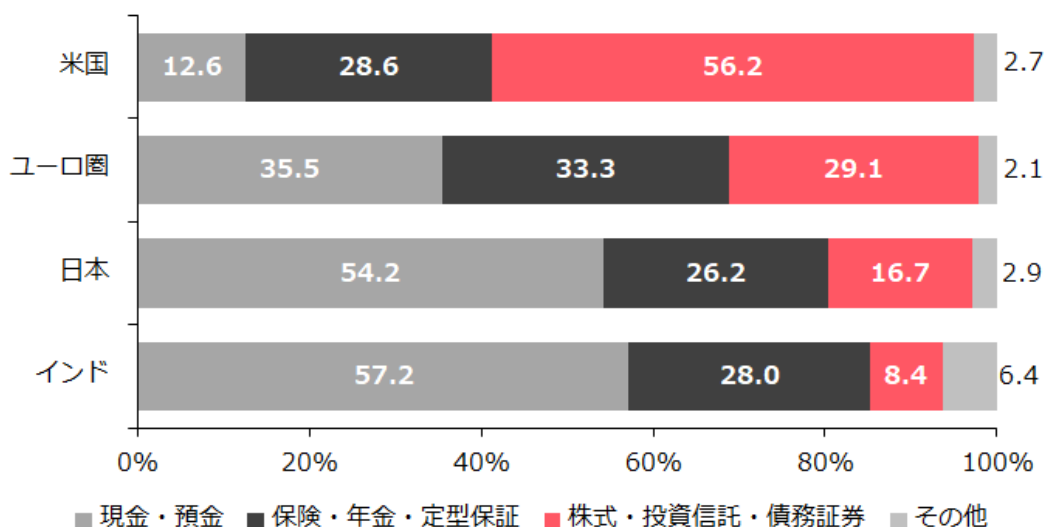
【図表 3】 インドの投資信託向け資金フロー（ネット）



出所：インド投資信託協会（AMFI）

ただし、インドにおける個人投資は依然成長途上と言える。インドの家計金融資産に占める株式・投資信託などの割合は 2009 年の 3.0%から 2023 年には 8.4%まで上昇したが、資産の約 6 割は現金・預金が占めている（図表 4）。こうした資産構成は今後インド国内の投資環境が整備されるにつれて、投資拡大の方向へリバランスされていくとみられる。米国のように「資産効果」（家計の保有資産価格の変動が消費活動に影響すること）が意識されるような資産構成までは相当な距離があると言える一方、インドの家計における金融資産構成がどのようなバランスに落ち着くのかは、同国の金融市場と個人消費の関係性を見る上でも注目すべき点と言える。

【図表 4】家計の金融資産構成（2023年3月末時点）



出所：インド準備銀行、日本銀行など

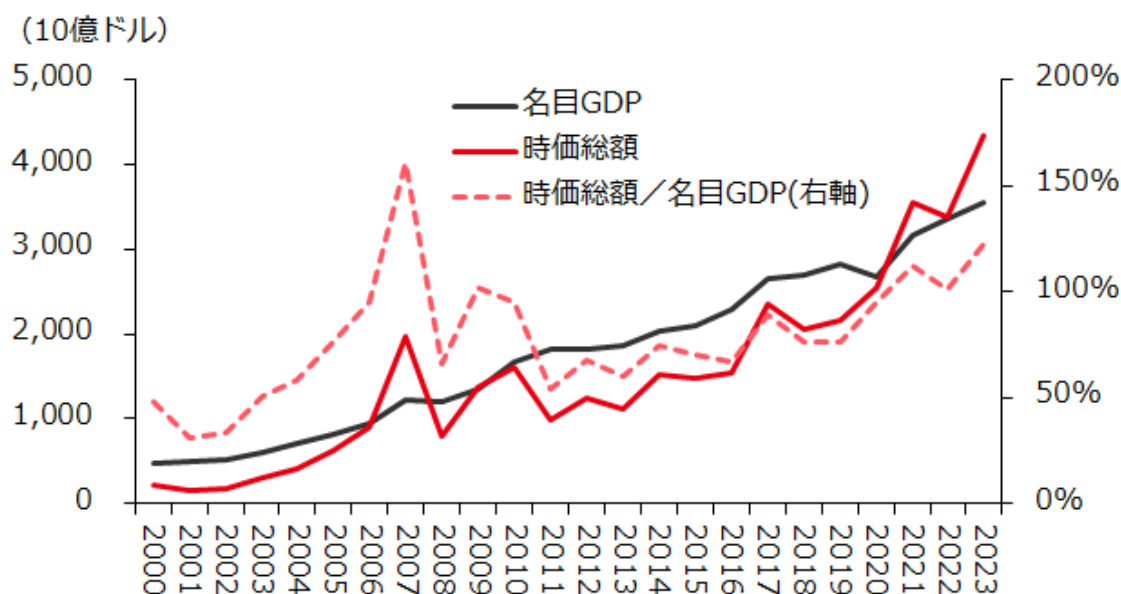
また、個人投資家の裾野は拡大しているものの、株式投資による恩恵を受けるのは効率的な資産運用が可能な高所得者が中心となる局面が当面は続くと考えられ、その意味で短期的には一層の格差拡大を助長する可能性もある。インド政策委員会によれば、インドの貧困率は2013～2022年度の約9年間で29.17%から11.28%へと大幅に改善したとされるが、都市部と農村部を境界とした所得格差は依然大きい。株式市場を媒介として所得格差の拡大が進めば、政府による再分配政策への社会的要請は一段と強まるとみられる。

他方で、株式市場の拡大・発展を通して、企業側にはコーポレートガバナンスの向上に対する要請が強まる面も指摘できる。2023年には新興財閥のアダニ・グループが米投資会社ヒンデンプルグ・リサーチにより不正会計及び相場操縦疑惑の指摘を受けて株価を急落させる事態があった。その後、最高裁により不正疑惑を示す決定的証拠はないという判断が下されたものの、同事件はインド企業にとってコーポレートガバナンスへの不信が企業価値の毀損に直結するリスクを改めて認識されたといえる。英国統治の影響が強いインドでは「法の支配」の重心の裏返しとして一般投資家の権利意識も高く、投資先企業の経営に対する要求なども積極的に行う可能性が指摘されている。インド株式市場の存在感が国内外で強まることで、インド企業は自社の知名度や信用力の向上のために成長戦略のみならず経営体制の透明化などの取り組みを進めることが求められる。

### 3. 株式市場は堅調な拡大を見込むが中長期の課題も

過去20年程の趨勢を見ると、インドの株式市場は概ね同国の名目GDPの成長に沿って拡大してきたが、足元で株式市場規模は名目GDPに対してやや上振れる傾向が見られる（図表5）。こうした上振れの背景には、前述したインド内外の要因が影響しているとみられる。こうした株式市場の急速な拡大は、国内における投資化急増の動きなどが一服するタイミングで小幅な調整を挟むことも考えられるが、着実な経済成長が見込まれる中で中長期的には堅調な拡大トレンドを維持する公算が大きい。

【図表 5】 インドの経済成長と株式市場規模（時価総額）



出所：WFE、IMF、世界銀行

一方で、インドの株式市場を取り巻く環境には依然課題も多い。その一つが GDP をはじめとした政府経済統計の信頼性である。露天商や日雇いの建設労働者などで構成される大規模なインフォーマル・セクターを抱えるインド経済は、その実態把握が困難であり、公式統計との乖離に対する懸念が示されることがしばしばある。モディ政権の下では国民 ID（アダーール）や銀行・郵便口座、電子決済サービスの普及などを糸口にこうしたインフォーマル・セクターの「フォーマル化」を進めているが、こうした取り組みは相当な時間を要するとみられている。国家経済統計は投資家にとって重要な判断材料であり、インド市場の透明性を高めるために長期的な取り組みが必要な事由と言える。

また、過去十数年のうちに様々な法制度改革が進む一方で、行政処理の遅延や汚職問題は継続しており、海外投資家の主要な懸念の一つとなっている。Transparency International が発表する「腐敗認識指数（CPI）」調査において、インドは 2023 年に 180 カ国中 93 位と、2022 年の 85 位から順位を後退させている。2015 年の新会社法施行によるインサイダー取引規制の強化や 2018 年の汚職防止法改正などのガバナンスに関連した制度面での改革は目に見えて進展したが、その運用において専門人材の不足や職業倫理教育などが依然課題になっていると言える。

以上のような諸課題は、インド経済の堅調な見通しが続く中で短期的に同国への投資を妨げる深刻な障害となる可能性は低いが、中長期的な資本市場の成長においては重要な問題となる。問題解決においては政府による上からの取り組みもさることながら、前述のように存在感を強める個人投資家などによる下からの改革要請の影響も、インドの投資環境を左右する大きな注目点になると言えそうだ。

以上

## 丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号

<https://www.marubeni.com/jp/research/>

### (免責事項)

- 本資料に示された見解は執筆者個人のものであり、当社を代表するものではありません。
- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。