



RBC BlueBay
Asset Management

インド：全力疾走

新興国株式チーム

2023年6月

「これがインド。宗教、言語、習慣が入り混じる賑やかな場所です。」

5月の日曜日の朝、ニューデリーの空港に到着すると、全てが上手くいっていることに気付かされます。飛行機は時間通りに到着し、まるで継ぎ目のない旅路のようにスムーズに、数分で入国審査を通過することができました。私が到着する前に、荷物を運ぶベルトコンベアの上にバッグが既に置かれています。

デリーに一步足を踏み入ると、文字通り息をのむような暑さです。まだ午前9時なのに気温は39度。朝の太陽の下でも、瞬時に肌を焼くような乾いた暑さに包まれています。しかし、ニューデリーの広い並木道を走っていて感心するのは、全てが綺麗に整っていることです。高速道路は片側4車線で穴もなく、暑くても街は驚くほど緑に溢れています。今年はインドがG20サミットを開催する年です。デリーは、世界のリーダーたちが、この素晴らしい新興国が何を提供できるかを知るための見本の街となります。

街に出る途中、息をのむほどに壮大なレッド・フォート城を通り過ぎると、ムガル帝国時代のインドがいかに偉大なグローバル経済大国であったかを思い知らされます。ムガル帝国の人々は、インドを統一し、共通の言語、通貨、世界的な貿易大国を作り上げた功労者です。その時代にインドは繁栄し、農業、紅茶、繊維産業、衣服が主な産業となりました。インドは世界経済の4分の1を占めていたのです¹。しかし、1947年にイギリスが撤退する頃にはわずか4%にまで縮小していました。現在では世界経済の7%強にとどまっています²。レッド・フォート城の隣には賑やかなチャンドニー・チョーク市場があり、一寸の隙間もなく商品、花、野菜が並べられ、人力車、バイク、スクーターが群衆の中をジグザグに走り、牛は平気で歩き回っています。ニューデリーの広々とした大通りとは対照的な風景です。宗教、言語、習慣が混在し、とても賑やかなインドです。企業訪問でどのような発言を聞くことができるのか、楽しみになります。

¹ 出所: Jeffrey G Williamson and David Clingensmith – India's Deindustrialization in the 18th and 19th centuries.

² 出所: IMF, World Economic Outlook.

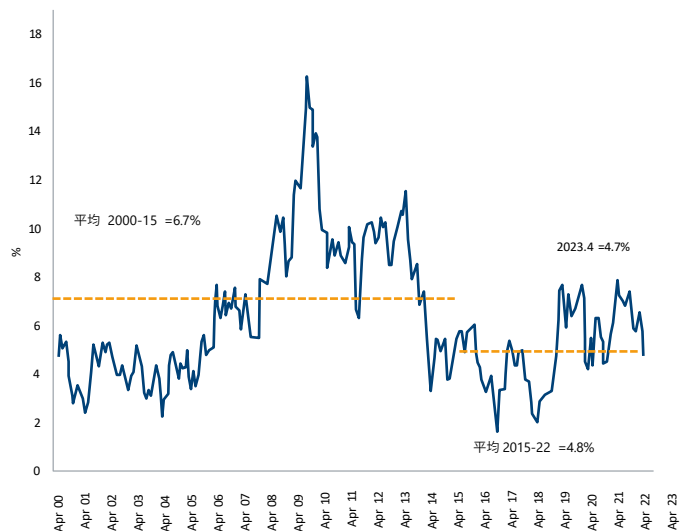
私が参加するカンファレンスはマクロデーから始まり、政府機関、政治評論家、鉄道省、インディア・スタック、オープン・ネットワーク・フォー・デジタル・コマース（以下ONDC）、国内外の様々な銀行のエコノミストのプレゼンテーションを聞くことができます。昨年と同じカンファレンスに参加して最初に感じたことは、外国人投資家の数が非常に多いということです。実際、昨年と比較して今年は80%増しの参加となりました。これは、主要な株価指数であるSENSEXが、今年にはほぼ横ばいで推移し、その間に業績が追いついてきたことを考慮すると、驚くことではありません。パリュエーションが世界平均よりまだ割高であるとしても、より納得できるようになったことを意味します。外国人投資家の間では、ほとんどが同じ話題で始まり、その頭文字をとって「ABC」(anything but China)と呼ばれています。今年、中国を抜いて世界で最も人口の多い国となったインドは、明らかにその恩恵を受けていると言えます。

インドが全力疾走していることは明らかです。欧米経済と異なってインドのインフレは抑制されており、CPIは前年比4.7%となり、低下傾向にあります³。高インフレに慣れている国ですが、これはエコノミストの予想よりも低だけでなく、より重要なのは、インド準備銀行が適正水準と考える4~6%の範囲内にあることです⁴。GDP成長率も7%強と予想を上回っています⁵。

インドは通常、双子の赤字が問題視されます。しかし、経常収支の赤字についてはインドのサービス輸出が好調なため、縮小しています。財政面について、インドではあらゆる種類の税収が増加しています。付加価値税の展開や、インドの国民共通ID (Aadhaar) によって14億人が捕捉されるようになったことから、税回避が非常に難しくなっています。

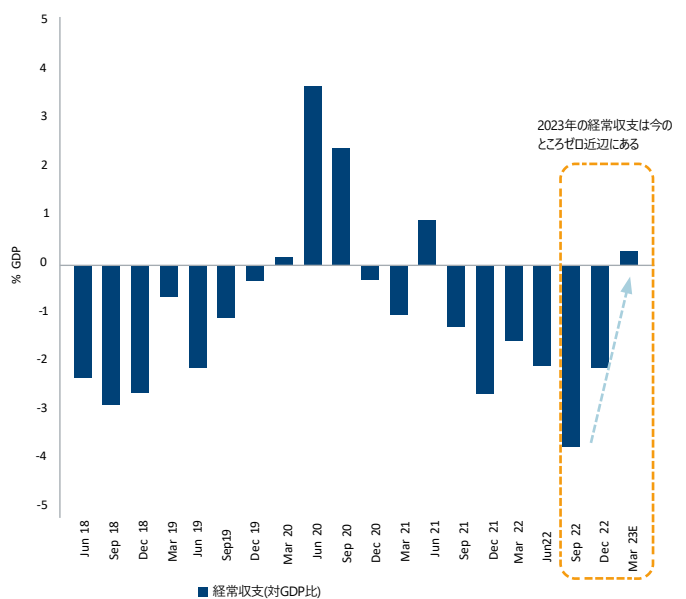
世界の地政学的な不確実性の恩恵を受け、インドは急速なペースで、海外からの直接投資をひきつけています。インドは、経済における製造業の割合を現在の13%から25%まで拡大させることを目指しています⁶。また、2020年には、携帯電話の組み立てから、半導体と医薬品の製造にまでわたる14分野を対象とした生産連動インセンティブ (PLI) 制度を導入しました。これには、国内外企業の生産拠点設立を奨励するための補助金が含まれています。これまで、テスラ、アップル、サムスン、フォックスコンなどがローエンドの組立工場を設立しましたが、近々予定されている新しい発表では、半導体の製造など、わずか5年前には不可能とされていた高い付加価値の分野における進展が期待されています。

図1: インドのインフレは抑制されている



出所: CMIE, MOSPI, 2023年4月時点.

図2: 経常赤字の急激な改善



出所: Ministry of Commerce, India, 2023年3月時点.

「物流」は、インドの大きな問題であり、これまで海外からの直接投資を増やせなかった理由ともなっていました。大きな前進を見せています。インドの鉄道網には、かつてないほどの投資が行われています。実際、モディ政権のもと、この10年間で、1947年の独立以来、最も多くの鉄道線路が敷設されています⁷。

³ 出所: RBI, 2023年4月

⁴ 出所: RBI, 2023年1月

⁵ 出所: Ministry of Finance, India.

⁶ 出所: Ministry of Commerce, India.

⁷ Bank of America, BofA Securities "Equity Strategy – India. India Pollution Primer", 2020年11月



工場視察、チェンナイ



電動三輪車の充電設備視察、チェンナイ

金融機関も健全で、資本も十分です。不良債権比率は2018年の11%から4%以下にまで低下しました⁸。一方、企業はデレバレッジを進め、D/Eレシオは過去20年間で最低の水準にあり、民間部門の債務はGDPの80%に過ぎません（先進国の160%に比べるとはるかに低い水準です）⁹。その結果として、今後、借入れの伸びは14-15%となり、民間企業の設備投資も活発化すると予想しています¹⁰。

国内投資家のフローは非常に好調です。国内の投資信託は、積立制度であるシステム投資プラン（以下、SIP）を通じて年間200～300億米ドルを流入させています¹¹。運用機関を利用した投資となり、より規律ある投資方法であることから、安定感がもたらされています。これは長期的、構造的な話であり、数十年間は続くものと私たちは考えています。インドの家計は、金の宝飾品を売却して資金を調達し、バランスシートの株式の部分を増やしてきました。これは、資産の金融化と言えます。

その後、インド南部のチェンナイに向かい、現地視察を行いました。チェンナイは首都に比べればかなり雑然としていて派手さはありませんが、工業セクターの企業の本拠地である沿岸部の都市として繁栄し、多くの工業団地があります。この地では本当に「やれば出来る」という姿勢が見られ、企業関係者に会うと、明らかに自信が感じられるのです。私たちが会える企業関係者は皆、前向きで、国内だけでなく海外においてもビジネスの拡大を考えている様子でした。

インドは、米国や欧州の大手企業グループとのパートナーシップによって、得意とするローエンドの金属加工ビジネスから、バリューチェーンのハイエンドのビジネスに移行しようとしています。それによって、国際的な競争力を高めることができます。一方、NBFC（ノンバンク企業）は、多くの中小スタートアップ企業に対して、自動車ローンや不動産融資を行うようになりました。

チェンナイでは、急速充電が可能な三輪車用EV充電ステーションを訪問しました。三輪車は、通常、人力車やタクシーといった様々な用途で活躍していますが、今では、Amazon、Flipkart、Zomatoなど多くの大手Eコマース企業が、物流ネットワークにおける消費者への配達手段として使用するようになりました。

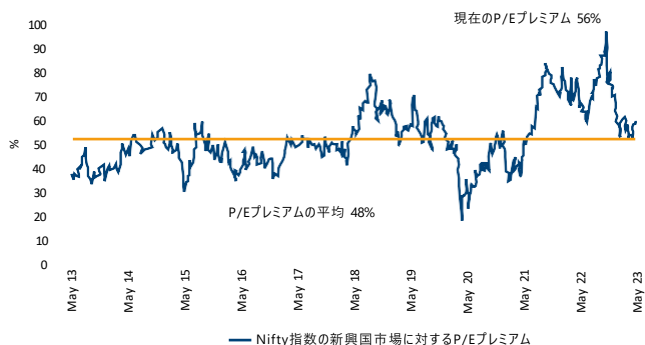
インド有数のチェーン展開を行う民間病院を訪問し、病院の受入数と成功率に強い印象を受けました。インドの公的な医療の質は悪いと言われており、そのため民間医療は重要な成長分野となっています。

暑い中で汗だくになりながら、どうしてこんなにも一生懸命になれるのでしょうか。このような前向きな姿勢で働けるのは、医師だけでなく一般の人々も同じであり、感銘を受けました。インドは、今日に至るまでに多くのことを行ってきましたが、その間、様々な要素が重なり、世界秩序が変わりつつあるように思えます。いよいよインドの10年が始まるかもしれません。

朝食に南インドカレーやドーサを食べ、悪名高いデリーの腹痛を回避できたのは嬉しいものの、帰国後にその代償としてダイエットをしなければならないことは簡単に分かります。難しいのは、どの企業に投資するかということです。マネジメント、事業運営、コーポレート・ガバナンスの質の高さを考慮しなければなりません。

インドが他の新興国に対して常に割高に取引されていることを考えると、バリュエーションで判断するのは困難です。しかし、ここ数カ月でプレミアムは過去の平均値まで下がってきており、これはエクスポートを追加するタイミングなのかもしれません。

図3: インドの新興国市場に対するバリュエーションプレミアムは長期平均の48%に近づく



出所: ブルームバーグ, Jefferies, 2023年5月時点.

^{8,10} 出所: RBI

⁹ 出所: Company data, Jefferies

¹¹ 出所: Government of India, Jefferies

ヴェロニク・エルブ

ポートフォリオ・マネジャー、新興国株式



RBCブルーバイ新興国株式チームのポートフォリオ・マネジャー。2015年の当社入社以前は、アジアの大手独立系証券会社及び投資グループで15年間、アジア（日本除く）株式を担当。アジア株式に関する重要な専門知識、同地域の企業文化や経済発展に関する深い理解を得た。2000年に投資業界でのキャリアをスタート。



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

■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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	イマージン債	パブリック・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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。その他、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が替変動

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