



## マサラの雑感



マユール・ナラマラ  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー、  
アジア株式ヘッド  
RBCブルーベイ・アセット・マネジメント



デビッド・ソー  
ポートフォリオ・マネジャー、  
リサーチヘッド  
RBCブルーベイ・アセット・マネジメント

2024年1月

インドは2023年にアジアで最も上昇した市場の1つとなりました。投資家の注目を集め、MSCIインド指数は20%以上上昇しました。

しかし、1年の最後の四半期にインドに出張し、私たちはインドの気候が冷え込んでいることを知りました。モンスーン後の数ヶ月は気温が下がり、湿気がなくなるからです。

別の比喻で表現すると、クリケット・ワールドカップの余波で、インドは長年のライバルであるオーストラリアに敗れた後、自らを励ましているようでした。このワールドカップは、世界で最も多くの人口を有するインドにとって新たな敗北と受け止められました。そして、それは開催国であったことを考慮すると特に大きな痛手となりました。アフマダーバードにあるナレンドラ・モディ・スタジアムに集まった12万人のサポーターの希望を打ち砕くことになったのです。

ファンの失望は明らかでしたが、モディ首相はそれをより強く感じていたかもしれません。モディ首相はバラティヤ・ジャナタ党（以下、BJP）党首として、2024年4月の3期目の再選挙に臨む予定ですが、その直前にこのワールドカップが都合良く開催されたと話題になっていたからです。どうやらオーストラリア側は、BJPの計画に注意を払っていなかったようですが.....。

しかし、BJPにとって幸運なことに、モディ首相は、ヒンディーベルトと呼ばれる地域の地方選挙において強い支持を得ていることが示されました。その人気によって嵐を乗り切ろうとしているように見えます。これらの地方選挙は、地域の問題に焦点が当てられ、また、地域の有力者が大きな影響力を持っているため、必ずしも国政選挙の結果を示す有力な指標とはならないことに注意すべきですが、それでもBJPが、4月の選挙に向けて、しっかりとした態勢を整えていることを示しています。もし、現職が優位な結果を残さなければ、それは市場や私たちにとって大きなサプライズとなるでしょう。

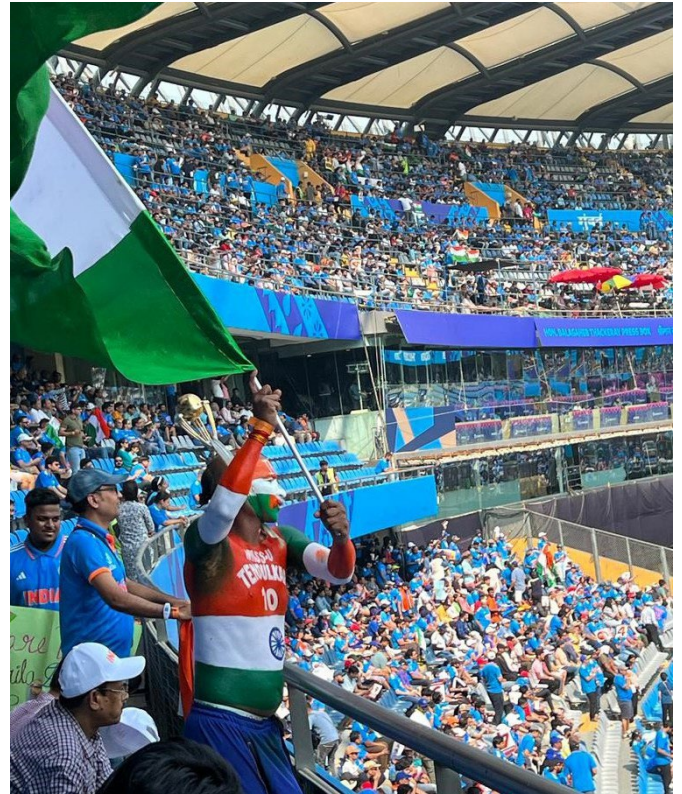
<sup>1</sup> ブルームバーグ、2023年11月30日時点。

2024年を見据えた場合、投資家の関心は、好調なパフォーマンスの後に、インドの株式市場に何が待ち受けているかに向けられています。ここ数年、アジア市場は1月にサプライズを起こすことが多く、それは、その前の年末までの数ヶ月あるいは数四半期に起こった出来事が逆転するという形で生じることもあります。この流れで、投資家は現在、2023年の二極化したパフォーマンス、すなわちインドと中国に注目しており、相対的なパフォーマンスの逆転があるかどうか注目しています（図1と図2）。

**「2024年を見据えた場合、投資家の関心は、好調なパフォーマンスの後に、インドの株式市場に何が待ち受けているかに向けられています。」**

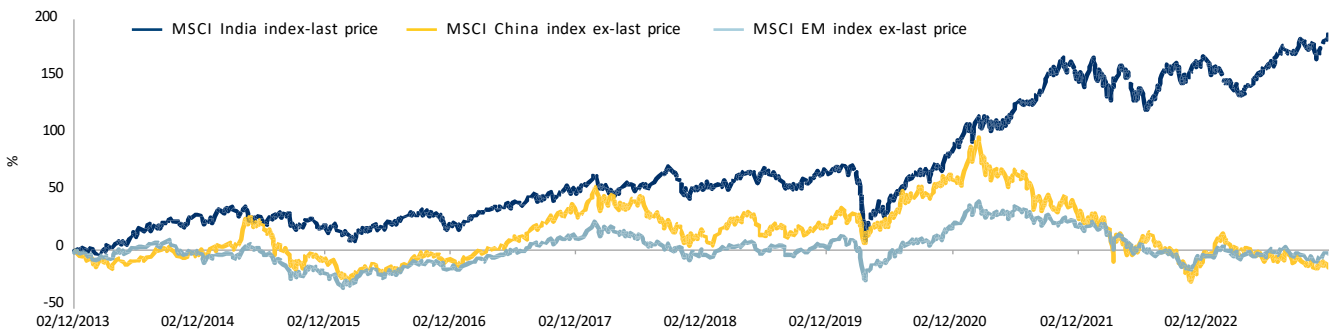
中国の割安なバリュエーションや、苦境にある中国の不動産セクターへの支援策を考慮すると、この予測には一定の裏付けがあるように考えています。中国は2023年の年初に潜在的なバリュエーションの軌道に乗っていたように見えました。これは、インドのバリュエーションが、全てではないにせよ、ほとんどのセクターで過去と比較して高くなっていることと対象的です。

しかし、このコンセンサスはインドと中国の見通しを単純化しすぎているというのが私たちの見解です。



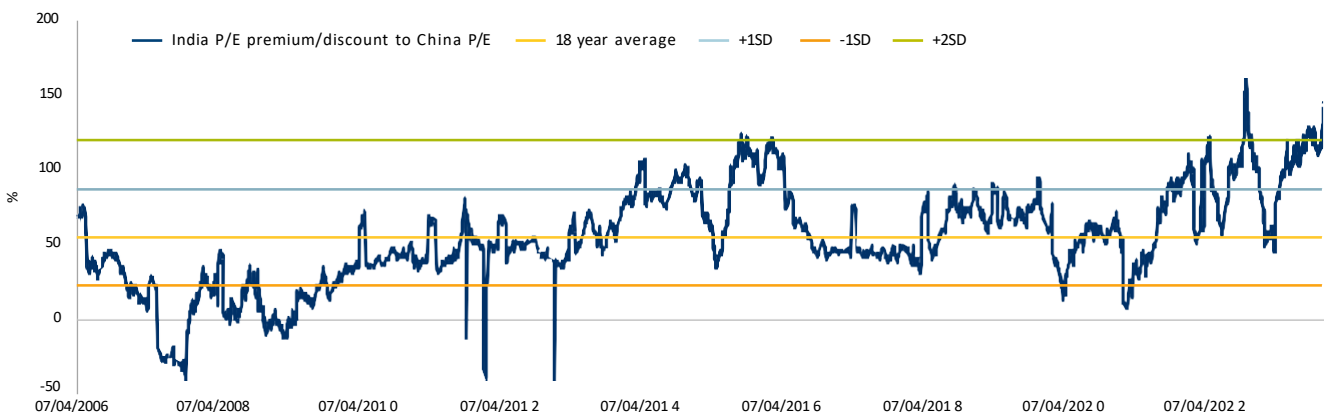
不本意なワールドカップ敗退後も、インドの未来に対する誇りと自信は輝いている

**図1：パンデミック後、インド株式は中国株式や新興国株式をアウトパフォーマンス**



出所：ブルームバーグ、2023年11月時点。

**図2：中国に対するインドのバリュー・プレミアムは極限に達している**



出所：ブルームバーグ、2023年11月時点。



## 「一方、インドにとっては、いい時期が続いており、私たちの見解では、多くのマイナス点を見つけるのは難しいのです。」

中国にとって、逆転への道筋が順風満帆である可能性は低いでしょう。世界の投資家は、近年のロシアへの支援であれ、サプライチェーンをめぐる懸念であれ、新興国への投資につきものの道徳上の問題に頭を悩ませ続けています。現実的な見通しを持つ人々にとって、国内消費の低迷は懸念材料であり、回復には数年かかるでしょう。

一方、インドにとっては、いい時期が続いており、私たちの見解では、多くのマイナス点を見つけるのは難しい状況です。これ自体は、投資家にとっては危険信号かもしれませんが、インドの長期的な可能性は確かに魅力的です。今回の訪問で企業経営陣と面談したところ、金融から設備産業、消費財企業からシクリカル企業まで、市場の全分野にわたっておおむね楽観的な見解が示されました。ここ数年、インフレ率の上昇により消費が低迷している安定企業の経営陣でさえ、前向きな見通しを示しています。



経済特区は、地元企業と外国企業の双方にとって、ビジネスのしやすさを向上させている

9月にニューデリーでG20サミットが開催されたこともあり、世界の主要プレーヤーとしてのインドの地位は、この1年で強化されました。当社のポートフォリオ・マネジャー兼リサーチヘッドであるデビッド・ソーが出席した投資家会議では、インドに対する国際的な注目が明らかになりました。世界中から投資家がムンバイに集まり、インド企業とのミーティングやプレゼンテーションが3日間にわたって行われました。ナリマン・ポイントのトライデント・ホテルで開催されたこのイベントは、2008年のムンバイ同時多発テロ事件とは同じ場所とは思えないほど、賑やかな雰囲気でした。

街の他の場所では、インドが急速に進化している証拠が目に見える形で示されています。インドのデジタル・トランスフォーメーションは順調に進んでおり、あらゆる規模の企業が最新技術を導入しています。街を歩けば、現金払いに代わってクレジットカードの機械が普及し、屋台でさえQRコードによるデジタル決済に対応しています。

このようなグローバル志向と近代化は、決してムンバイに限ったことではありません。「南インドの玄関口」であるチェンナイを訪問して、産業ハブとしてのインドの強さが分かりました。チェンナイには、様々な分野にまたがる幅広い産業基盤があり、ITやビジネス・プロセスの世界的なアウトソーシング先ともなっています。チェンナイの工業団地は、インド企業と多国籍企業の両方を受け入れており、経済特区内に位置しているため、ビジネスのしやすさを全体的に向上させています。

モディ首相の「メイク・イン・インド」構想は、製造業が急成長し、インドが「チャイナ+1」モデルのトップランナーとしての地位を確立し続けていることから、実現に向かっていくようです。電子ハードウェアのような新しい産業の輸出は、政府による承認と政策支援によって力強い伸びを示しており、アップルのような企業は既にインドに多額の投資を行っています。



インドの製造業が活況。大手電子機器製造サービス（EMS）企業の生産ラインを見学





EMS工場の組み立てラインの入り口にて

とはいえ、地域のサプライ・チェーンにおける中国の優位性の痕跡は、いまだに色濃く残っており、容易に観察することができます。生産ラインでは、主要部品（リチウム電池など）や製造・検査設備が依然として中国から大量に調達されています。

それでも、インドの前途は明るいと言えます。短期的に見れば、現在のバリュエーションは魅力的でなく、選挙までの間にインド市場が中国市場のリターンを下回る可能性もあります（特に中国がこれまでの苦境を経て、新しく投資家の関心を引き付ける場合には）。しかし、10年にわたる税制の枠組み、法律、政策の改善により、インドは将来的にリターンを得ることができる強い立場にあります。インドのサプライ・チェーンは中国と結びつきはありますが、様々なセクターで発展の可能性があり、多国籍企業が中国に代わる選択肢として、インドに目を向けているという強力な証拠を既に目にしています。



メイク・イン・インド：あらゆる産業に新たな成長機会を生み出す支援的な政策環境

**「インドの市場の厚みと支援的な環境から、インドにはまだ多くの魅力があると考えています。」**

政治的な安定が長期的な楽観論に拍車をかける可能性は高いでしょう。サプライズが発生したとしても、中長期的な改善を妨げることはないと考えています。

インドへの投資は、これまでのところ優れたパフォーマンスを生み出してきました。インドと中国への投資はしばしば同列に語られますが、その相対的なメリットと将来のパフォーマンスが互いに依存しているとは考えていません。ボトムアップの銘柄選択をする投資家にとってはなおさらで、インドの市場の厚みと支援的な環境から、インドにはまだ多くの魅力があると考えています。

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 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBC グローバル アセット マネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US) 、RBC Global Asset Management Inc 、RBC Global Asset Management が含まれます。RBC Global Asset Management (UK) Limited、および RBC Global Asset Management (Asia) Limited は、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limited は、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



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	エマージング債	バレンジッド・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