

POLINA'S PERSPECTIVE



ポリーナの視点：インド – 見過ごされている投資先



ポリーナ・クルドヤフコ

エマージング債チームヘッド
RBCブルーベイ・アセット・
マネジメント

2023年12月

スポーツは好きですか。私は得意ではありませんが、最近のエマージング諸国は、経済的困難での進展というより、スポーツでの活躍が目立っているように感じます。

アルゼンチンと南アフリカがサッカーやラグビーワールドカップで健闘する姿が見られてとても嬉しく思う一方、これらの新興国に投資家の資金フローを増やすためには経済の領域でも多くのゴールを決める必要があるのではないかと考えています。

しかし、インドはこのトレンドに追随していない国の一つのように見えます。直近のクリケットワールドカップでは敗れてしまいましたが、今日の経済や地政学的不確実性に関しては、驚くほど上手く対応しています。我々はインドの外貨建て社債に対しては前向きに、現地通貨建て債に対しては、バリュエーションの観点から中立に見ています。過去2年、世界のGDP成長率の50%はエマージング（EM）市場が牽引しています。中国の寄与はなかった一方で、インドは最も大きな寄与国となり、GDP成長率は16%を達成しました。インドネシアやメキシコ、ブラジル、ポーランドも含めた5カ国は、当期間のEM市場におけるGDP成長率の半分を占める形となりました。数ヶ月前にインドを訪問し、グローバルで成長が最も著しい国におけるリスクや投資機会を精査しました。

インドの成功の秘密は何でしょうか？直近訪問した国と比較し、以下の6つの結論に至りました。

1つ目は、**人口動態**です。インドは世界で最も人口が多い国であり、全世界人口の6分の1を占めています。残りの国が労働力不足に直面している一方で、インドは人口ボーナスの恩恵を強く受けています。全体の70%が労働人口となっており、労働コストが中国を下回っていることから、近年労働力不足に直面している国々に対して、サプライチェーンの緩和や労働力格差の解消のために生産活動を強化することで解決策を提示してきました。

2つ目は、**近隣諸国**によるもので、例えば中東が挙げられます。ムンバイからアブダビへのフライトはムンバイからデリーに向かうフライトより短く、中東などの近隣諸国から見てインドは魅力的な市場となっています。サウジアラビアやアラブ首長国、エジプト、イスラエルなどとの関係改善が見られるなかで、インドは中東における新勢力として浮上しています。

3つ目は、**中国の減速**であり、これがインドの地政学上の立ち位置を強力なものにしています。インドは、中国と西側諸国の対立激化により代替の投資先として恩恵を受けています。中国は投資家のポートフォリオにおいて構造的なポジションからより機動的なアロケーション先に移行しつつあり、企業や製造拠点のインドへの移転が増えるなか、直接投資も概ね安定的に推移しています。小売セクターなどにおける国際的ブランドも存在感を高めており、アップルが年初にムンバイに第一号店をオープンさせたように他企業もこの動きに追随するでしょう。地政学的な面から見て、インドはグローバルに紛争が進行する中で中立性を維持し、政治的な安定を保っています。また来年の大統領選挙は大きなイベントにならないという見方が大勢となっています。

4つ目は、**インドの焦点がインフラにある**ことです。この投資は急速なペースで伸びており、政府は過去4年間でインフラセクターへの年間支出予算をGDPの3%に相当する3倍に増やしています。高速道路の数は過去10年で倍増し、鉄道や運輸網も投資増の恩恵を受けています。今日、インドのGDPに占めるインフラ投資の比率は中国、インドネシア、オーストラリアに次いで世界第4位を維持すると予想されています。それに対して、米国のGDPに占めるインフラ投資の比率は1.5%のみで、投資貯蓄ギャップは0.7%となっています。インドは資金調達においても優位であり、財政赤字の100%が国内資金で賄われています。

5つ目は、**再生エネルギー分野での進展**が挙げられます。インドは世界最大の太陽光発電施設を有しており、COP27のターゲットを達成した唯一のEM国です。電力需要が年率8-9%で増加するなか、エネルギー供給の持続性を確保するために政府は再生エネルギー生産者に風力及び太陽光エネルギーの供給も行う新たなハイブリッドモデルへの移行を促しています。インドの非化石燃料の生産施設は過去8年間で4倍に拡大し、足元で総電力量の43%を占めています。インドは、経済成長と温室効果ガス排出量の関係を切り離すことができた国の好例であり、2009年以降、温室効果ガス排出量は33%減少しています。

最後は、**インドが現地の資産運用産業に対する規制見直しや海外からのインド金融市場へのアクセス容易化に注力**していることです。直近はノンバンク金融機関（NBFC）セクターにおける2018年にIL&FSの破綻が記憶に新しいですが、インドの規制当局は過去に幾度も危機を経験し、その過ちから学んでいます。今日、トップ10-15位のNBFCは銀行とほぼ同様の扱いと規制が適用されている一方、規制当局であるインド証券取引委員会（SEBI）が国内の資産運用会社に課す透明性に関するルールは、欧米よりもさらに厳しいものとなっています。例えば、現地のアセットマネージャーは、朝9時から夕方5時までに実施されたすべてのミーティングの記録を義務付けられていると知って驚きました。さらに心強いことに、来年予定されるインドのGBI指数への組み入れを前に、海外からの国内市場へのアクセスを容易にするための規制体制を確立することに焦点を当てたワーキング・グループもありました。

多くの追い風が吹く中、インドはさらに多くの資本を惹き付けています。現在直面する課題の一つに株式のバリュエーションが挙げられます。インド株式は米国に次いで世界で2番目に高い水準にあります。グローバルで見ると中央銀行の利上げ幅は相対的に小さかったにも関わらず（中央銀行は政策金利を2.5%から6.5%に引き上げました）、多くの企業が成長ターゲット達成を阻害する主要リスクの一つに利上げを挙げています。レバレッジ水準は総合ベースで管理可能な水準で、GDPに対する公共債務比率は約80%、同民間債務比率は50%程度となっています。

しかし、再生エネルギーなどの一部セクターにおいて特定の発行体のレバレッジ水準が高まっており、将来これが成長ターゲットの達成に向けて課題となる可能性があります。その他の課題は構造的なインフレです。中央銀行は柔軟なインフレの目標設定を行っているものの、貧困率低下に焦点が当てられる中、成長が引き続き重要視されています。足元のインフレ率は5%以下と適切に管理されていますが、この先インフレの基調に変化が見られた場合に、よりタカ派な金融政策がとられる可能性は低いと考えられます。

2022年のインドの対米輸出額は中国の5360億米ドルに対して850億米ドルとなっています。中国の輸出額が構造的要因を背景に減少する場合、財インフレ圧力がさらに高まるかもしれません。

例えば、米国政府は2023年に入り、中国製太陽光発電製品の輸入を1,000件以上差し止めしており、これによりインド製の太陽電池パネルへの需要が高まる可能性が高いと見えています。太陽光パネルの価格は今年はずでに40%上昇していますが、今後もさらに上昇する可能性があります。

このテーマが構造的なものであれば、世界中の中央銀行が政策金利をより長く・高く維持する姿勢を続けることから、インドのみならず、EM諸国にもその影響が及ぶと考えています。

ボトムアップの観点からは、インドのコングロマリットであるアダニ（割高な株式バリュエーション）や鉱業大手のヴェダント（レバレッジ比率が極めて高い）など、一部の大規模なビジネスが困難に直面しているように見えます。とはいえ、両発行体へのエクスポージャーが限定的であることから、国内銀行セクターや資産運用業界へ伝播するリスクは低いと見ています。

これらの問題は注視が必要ですが、ここ数年で構造及びシクリカルな課題にインドほど上手く対応し、さらには新型コロナウイルスによる影響や地政学的リスクの高まりを経て力強い成長を遂げた国は思い浮かびません。

現時点でインドの債券市場は、フェアバリューにあると見ていますが、建設的なファンダメンタルズを踏まえ、調整が見られれば、リスクを積み増す好機だと考えています。投資家としては、インドのように将来の投資機会になるような見過ごされているケースをもっと見たいと考えています。

南アフリカが今年のラグビーワールドカップで優勝した時、チームは「ラグビーは我が国にインスピレーションを与える手段」であり、「いかなる姿にもなれることを示したかった」と語りました。恐らく今こそ、EM諸国のリーダー達も経済見通しに楽観的になれる理由を示し、自国経済が今後どのような姿になり得るかというビジョンを掲げるべき時と考えています。



ディスクレーム

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ようになります。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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマーヅィング債	レバレッジド・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。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



RBC BlueBay
Asset Management