

インド：忍耐力を試すときではない

2018年10月23日

今年、インドはアジアのなかで最も下落が大きい国となっており、価格水準は魅力的にみえるかもしれませんが、インド経済は今後数ヶ月で更なる圧力に晒される可能性があるかとみています。そのため、インドについては慎重な見方をしています。



ポリナ・クoldayeva

パートナー

エマージング債チーム

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

今までで最悪のお正月はいつでしょうか。

私にとっては 15 年前のデリーでの新年が最悪の思い出です。それまで私のなかでインドは、キプリングの書いた「ジャングル・ブック」、ロンドンでのヨガや瞑想で感じた静寂、世界の七不思議の一つである荘厳なタージマハル、といったイメージで溢れており、明らかに期待値が高すぎました。現実はなかなか厳しいもので、貧困、ひどい渋滞、牛が横たわる道路でのルールを無視した運転、汚水の匂いが充満しており、カオスな人々の暮らしに目が眩みました。ヨガの世界に繋がるヒンドゥー教の僧院「アシュラム」とは全くかけ離れた人生がそこには広がっていました。ノーベル文学賞受賞者である V.S. ナイポールによって書かれた「インド・闇の領域」は、ジャングル・ブックよりも私が経験したインドの現実に近い内容でした（ちなみにこの本はインドで発禁となりました）。

デリーの道



経済成長の裏側

しかし投資の観点からみれば、インドは大好きな場所でした。世界最大の民主主義国家で、7%~8%の目覚ましい経済成長を遂げながら、GDP に対する対外債務はわずか 20%と対外的な脆弱性は抱えておらず、最近まではエマージング債の投資家にとっては安全でつまらない投資の対象となってきました。

今年、インドの社債はアジアのなかで最も下落が大きくなっており、JP モルガンのエマージング外債建て社債インデックスのスプレッドでみると、中国の社債がわずか 33bps の拡大に留まっているのに対して、インドの社債のスプレッドは 82bps 拡大して、253bps となっています。現地通貨建て国債インデックスでは、インドの下落幅は 11%となっていますが、通貨の下落が 13%に達したことが影響しています。（いずれも 2018/10/23 までの年初来、米ドルベースの数値）

価格水準は魅力的に見え始める水準に近いかもしれませんが、インド経済は今後数ヶ月で更なる圧力に晒される可能性があるかとみています。そのため、インドについては慎重な見方をしています。

投資家は素晴らしい経済成長の数字にいつも惹きつけられてきました。しかし、経済成長の成功とはどのようにして測るべきでしょうか。

GDP 成長率は、とりわけインドにおいては経済成長全体の一部を語る指標にしか過ぎません。地方政府の統計担当者によれば、GDP のおよそ 40%は、各々のビジネスは小さな非公式経済が占めており、経済成長の予想は誰がしても大して変わらないということです。

インドのいくつかの銀行の役員との会話から、我々はさらに見識を得ました。世界で最速の経済成長の国の一つであるインドが、銀行セクターでは最も脆弱な国の一つであるということが、一体どのように成立するというのでしょうか？

全ては融資への様々な刺激策に理由があります。銀行は過去 10 年のうちの 9 年間、10%~30%の年間成長を遂げています。国有銀行を中心に融資基準とリスク・コントロールが緩いことから、不良債権比率は今年 15%（1,300 億米ドル）まで膨らみました。これはアジア金融危機時の韓国不良債権を上回る水準です。地方銀行を支えるための措置が一部取られる一方で、刺激策に変化はありません。現地の銀行関係者からは、昨年のローンの伸びは 28%だったものの、銀行の株主である政府からは、この成長では不十分と見做された、という話を聞きました。

ノンバンク金融機関（NBFC）の拡大

銀行の自己資本の不足と不良債権の増加は経済成長の妨げとなり、経済への代替的な資金提供者としてノンバンク金融機関（NBFC）の設立と拡大をもたらしました。インドの中小企業や消費者金融を含む信用供与のうち、NBFC が 18%のシェアを現在占めています。

ほとんどの NBFC は預金を持っておらず、資金調達には資本市場で行います。資本市場での資金調達に依存したことで、現地の資産運用業界は高い成長を見せており、IMF の試算によれば、運用資産額は 2,000 億米ドル近くになっています。NBFC は経済成長に必要なソリューションを提供し、特に住宅ローンや建設セクターにおける資金調達に役立ちましたが、現在は大きな困難に直面しています。国内の流動性環境は引き締まってきており、

対外的には脆弱性が浮き彫りになり始めているなかで、9月にはインフラ関連大企業のCPが債務不履行を起こしました。今では130億米ドルの同社債務がデフォルトしており、国内債券市場での資金調達に同社が依存していたことから、NBFCセクター全体に懸念が広がっています。

こうした例はインドに限ったことではないですが、政府の反応と取り組みへのスピードには不安が募ります。このような事態に陥った際には、投資家は透明性と積極的な対応を求めます。

つい数週間前にインドを訪れましたが、中央銀行の高官がミーティングの時間を割いてくれなかったことには落胆しました。しかし、私たちがちょうどミーティングをしていたNBFCに電話をし、すべては收拾に向かっている、と投資家に安心させるように伝える時間はあったようです。また、NBFCの規制当局である全国住宅銀行（National Housing Bank）の方にも会うことができました。CFOが私の質問に何も答えられなかったことから、残念ながらこのミーティングは今回の出張のなかで最も短い時間で終了したミーティングとなりました。

モディ政権の功績

そうは言うものの、すべてが陰々滅々としているわけではありません。モディ政権は、この数年で多くの成功を遂げています。投資家は2016年に始まった通貨廃止の混乱ばかりに目を向けてはいけません。確かにこれは現金不足を引き起こし、廃止された通貨の交換率が99%であることから、不正所得の洗い出しに失敗しました。一方で、多くの議論を経て昨年導入された物品サービス税（GST）では官僚主義的なことを大幅に減らし、透明性を高めて政府の収入は増加しました。最大の成果のひとつは、新たな破産法となるインド破産倒産法の導入でした。これにより破産手続きは5年から1年に短縮され、債務再編プロセスにおける株主の影響力は大きく縮小されました。

民主主義の副作用とも言えるのですが、インドは世界でも最も長い判決まで50年間という裁判記録がある国で、この改革はかなり必要とされていました。この進展によって、グローバル金融危機以降、インドのディストレスト債投資において最も興味ある投資機会が現れたと言えます。そうは言いながらも成功をもたらすカギは、運用の質と運用者へのインセンティブとなります。

しかし、投資タイミングの選択肢は投資家にはないかもしれません。2019年5月に総選挙が予定されており、今後数ヶ月は実行される改革はほとんどない可能性が高く、よりナショナリストなスタンスが強まって行くとみています。対外的及び国内からの圧力によって、インドの経済成長率（2018年は7.5%が予想される）の下方リスクが高まっている中で、経常赤字（2019年はマイナス3.3%が予想される）のコントロールを続けることは、ますます難しくなるかもしれません。現在GDPの12%に相当する税収のベースをインドが大きく伸ばすことは、5,000万人とされる納税者の少なさを考えるとやや難しいかもしれません。同時に、選挙期間中に原油価格が上昇した場合は、補助金を引き上げる可能性が高く、支出の増加も予想されます。GDPに対する対外債務は20%と低く、外貨準備高は4,000億米ドルに上るものの、国内企業のレバレッジは高くなっています。公共部門の負債合計はGDPの70%を超え、ブラジルに次いで二番目に高い水準です。そして、当局関係者はあまり債務削減に積極的でないよう見えます。

忍耐よりもスピード

財務省とのミーティングではサルのお出迎えがありました



現在の環境においては、全てのエマージング諸国に投資家の目が集まっており、市場の反応スピードは加速しています。投資家は、インドに第一印象を覆す時間を与えないかもしれないことから、迅速かつ積極的な対応が必要とされています。15年前の新年の思い出から、インドは私の行きたい国ランキングから遠ざかっていました。しかし、それでも何度もインドを訪れています。そしてインドを知れば知るほど、その景観と文化遺産には感銘を受けるようになりました。しかし、残念ながら今の投資の世界において忍耐と時間は希少資源となっています。

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

■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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング債アンコンストレイント戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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、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