

インド資本市場の急発展と 年金運用対象としてのリアルアセットによるオルタナティブ運用

公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構
特任研究員 三木隆二郎*,CFA

【目次】

1. はじめに
2. 年金運用の資産配分におけるオルタナティブ運用の重要性
 - (1) 内外の年金運用の資産配分比率の違い
 - (2) 資産配分比率の差を生み出すリアルアセットの有無…GPIF と PFA のケース
 - (3) 海外年金によるリアルアセットへの投資
3. 年金運用投資先として注目すべき「新インド」急発展の状況
 - (1) インド経済の急速な発展とその要因
 - (2) 「新インド」を象徴する DEI(多様性・公平性・包摂性)の視点から見た新たな動き
4. インドの経済発展に欠かすことのできないリアルアセットによるオルタナティブ運用

キーワード：インド資本市場、オルタナティブ運用、リアルアセット、不動産、インフラ投資、グローバル・インフラ投資パートナーシップ (PGII)、インフラ投資信託 (InvIT)

1. はじめに

世界の年金の資産配分を並べてみるとそれぞれの資産配分比率は全く異なっている。年金運用は年金負債を賄うためになされるものという原則は共通していても、近年、資産配分手法が精密になればなるほど、ある程度の流動性を犠牲に出来る年金では、資産間での相関を下げることで分散投資効果を増しつつ全体の投資リターンの変動を抑えるような資産が選好される傾向にある。それがオルタナティブ運用（上場株や債券ではない代替的運用のこと）である。つまり長期的にはインフレ控除後の実質利回りが高く、また、株や債券が同時期に大きく下落するとしても、それらとの相関が低いいため大きな損失を同時には被らない資産としてオルタナティブ運用が選好されるのである。オルタナティブ運用の中でも本稿では「不動産とインフラストラクチャー」からなる「リアルアセット」を考察の対象とする。

そのリアルアセット（不動産とインフラ）運用はこれまで先進国の資本市場が受け皿となってきたが、今回、注目したいのは人口ボーナスによって今後も経済成長の可能性が高いインドのリアルアセットに年金資金を投じるようなオルタナティブ運用である。

その背景にはインド社会や資本市場で進展する急激な変化がある。今、何がインド社会で起きているのか、旧来の「保守的で差別が残る」という見方からは隔絶した「新インド」を

象徴する DEI(多様性・公平性・包摂性)の新たな動きに、そのギャップの要因を探ってみる。

本稿が考察するインドのリアルアセットは我が国の企業年金の運用投資対象として一般的ではないが、年金積立金管理運用独立行政法人や企業年金連合会のように既にリアルアセットへの運用を開始している年金には新しい視点を提供出来るのではないかと思料する。

2. 年金運用の資産配分におけるオルタナティブ運用の重要性の増大

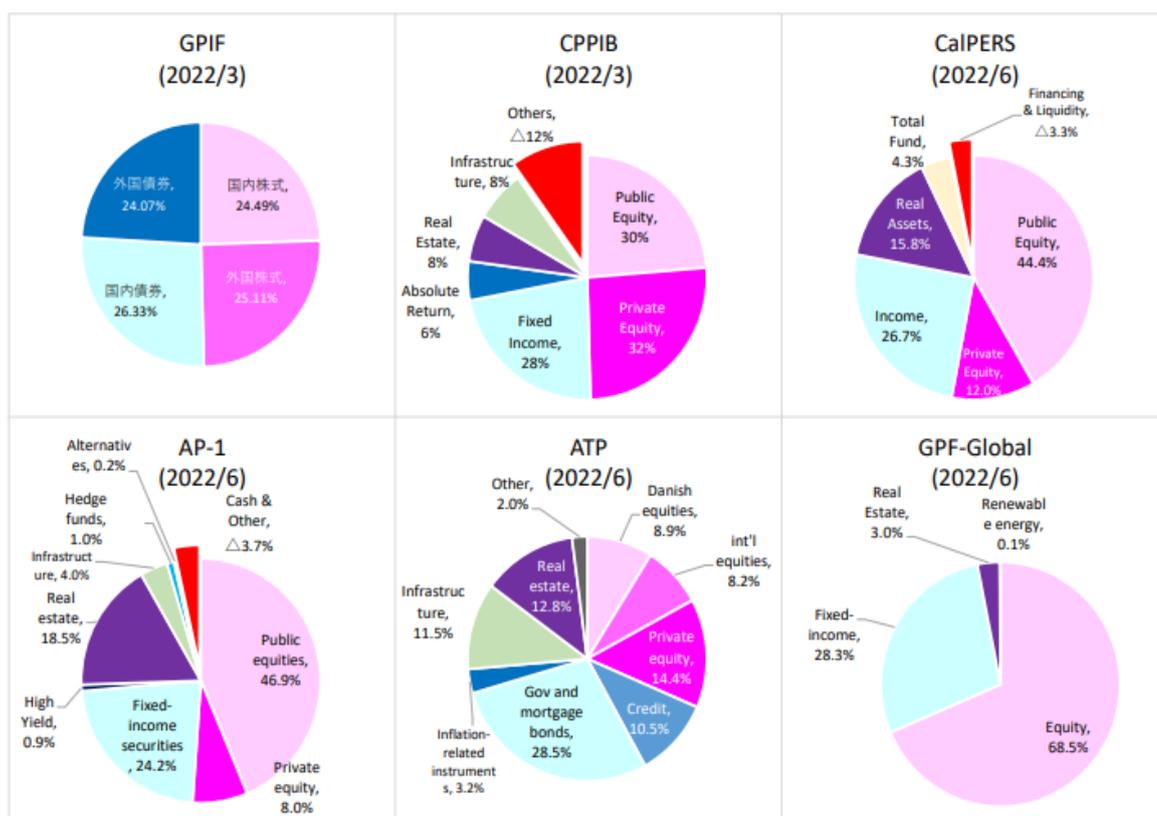
(1) 内外の年金運用の資産配分比率の違い

そもそも年金運用は年金負債を賄うためになされるものである、というのはアムバクシアの著書『年金 ALM と財務戦略』¹が 1991 年に日本に紹介されて以来、我が国の年金関係者の間でも共通認識になっている。北米においても年金運用が伝統的に〈株式 60%：債券 40%〉とされていた時代は昔の話である。

しかし国内外で、年金運用は年金負債を出発点として導き出された運用目標額を達成するためになされるという共通原則はあってもそのための資産配分手法は多様である。それぞれのおかれた金融環境が異なっているだけでなく、各年金の資産規模、見込まれる資金の流出入額、運用が見通し通りにいかないことへの耐性（リスク許容度）も異なるし、それぞれの年金基金で築き上げられてきた投資フィロソフィーも異なるからである。従い年金資産をどのような種類の資産に配分するかが異なり、その結果、出来上がった資産配分比率は図 1 のように全く異なってくるのである。

¹ 『年金 ALM と財務戦略』（1991）キース・P.アムバクシア著；第一生命保険、金融財政事情研究会

図1 主な世界の年金基金等のアセットアロケーション



出所：年金シニアプラン総合研究機構「海外年金資金等のアセットアロケーションに関する調査研究」（2023）

（2）資産配分比率の差を生み出すリアルアセットの有無…GPIF と PFA のケース

リアルアセットへの投資目的は、ポートフォリオへの分散効果だけでなく、インフレーションへのヘッジ効果を持ちつつ安定したインカム収入を確保する、という点である。特に超低金利環境の長期化や株式市場のボラティリティの高まりが見込まれる場合はリアルアセット投資への関心が高まる傾向がある。国内において金融政策にマイナス金利が導入されたり、つい先ごろ迄は中長期の国債まで利回りがマイナスとなってきた状況を受け、我が国でも安定したインカム収入確保のニーズは引き続き高いことが見込まれる。しかし現状では国内年金では私募 REIT の登場により不動産が投資対象としてやや脚光を浴びてきているのと、インフラ投資が年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）や企業年金連合会（以下、PFA）による投資開始で若干、話題にはなったものの、ポートフォリオにおけるリアルアセットの位置付けは、海外とは比較にならないほど小さいのが実情である。

図1左上にある我が国の GPIF は一見すると伝統的資産のみで構成されているように見えるが、実はオルタナティブ運用についても既に全体資産の約 1.5% を組み入れており、長期的には 5% を目標にしており、以下の囲みのようにホームページには組み入れの意義を解説

している。ただ GPIF の総資産が巨額なため、実額では約 4 兆円弱を組込んでもグラフ上は限りなくゼロに近いように見える。オルタナティブ運用として GPIF の解説によれば「インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産」の 3 つが挙げられている。一般的にはこの他にもヘッジファンドを含めて、その他代替資産の総称として使われることも多い。が、本稿では「不動産とインフラストラクチャー」とを合わせた「リアルアセット」をオルタナティブ運用の考察対象とする。不動産投資とインフラ投資とは、投資理由としてはインカム重視という点で比較的に共通している。

オルタナティブ資産とは伝統的な投資対象資産である上場株式、債券に対する「代替的（オルタナティブ）」な投資資産の総称です。オルタナティブ資産は、伝統的な投資対象である上場株式、債券とは異なるリスク・リターン特性を有しており、ポートフォリオに組み入れることにより運用の効率性の向上及び年金財政の安定に寄与する効果が期待できます。また、多くの投資家が日々売買する上場株式等とは異なり、取引が成立するまでに時間を要する一方で、オルタナティブ資産は高い利回りをもたらすとされています。GPIF は長期の投資家であり、豊富な流動性資産を有していることから、あえて流動性の低いオルタナティブ資産をポートフォリオに組み入れることで、投資ポートフォリオの効率性を向上しつつ超過リターンを獲得することを目指しています。

海外の年金基金では、このような特性・効果をもつオルタナティブ資産の運用を行うことによる分散投資を推進しています。2020 年度から始まった GPIF の第 4 期中期計画では、資産全体の 5% を上限にオルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産）の運用を行うこととされています。オルタナティブ資産の運用は個別性が強く、また、流動性の低さからも投資評価時及び投資実行後のリスク管理は重要な課題であり、引き続きリスク管理を含めた運用体制の強化に努めていきます。GPIF は、2013 年度からオルタナティブ資産に投資しています。2024 年 3 月末時点のオルタナティブ資産全体の時価総額は 3 兆 6,972 億円（年金積立金全体に占める割合は 1.46%）です。

GPIF のホームページのオルタナティブ運用の説明によると、オルタナティブ運用全体のうちのリアルアセットの占率として不動産が 31.5%、インフラ投資が 50.1% を占める。残りはプライベート・エクイティとなる。ただ、地域別分散等の情報についての開示はない。

PFA の年金資産運用状況報告書(2022)によると「オルタナティブ運用はポートフォリオ全体のリスク分散効果よりは、各資産クラスのアльфа源泉の多様化を目的に投資を行う

²⁾としている。「不動産は長期的なインカムゲイン（賃料収入等）の獲得を主たる目的として、債券エクスポージャーの一部として投資している（「年金資産運用の基本方針」）」と書かれている。2023年3月末時点でその不動産ポートフォリオの8割が東京であり、用途別にはオフィス6割、住宅2割である。一方、インフラ投資については同報告書によると2011年度から開始し「超長期の投資が可能な年金資産の特性を生かして、流動性が低い代わりに安定したキャッシュフローの獲得が可能な魅力的な様々なタイプの資産について、リスクに配慮しながら投資を行うこととしている。」と書かれている。地域別に見ると日本はインフラ投資全体の1割にも満たず、最大はスウェーデン、ドイツ、米国など欧米諸国が並んでいるのが特徴である。2023年3月末現在オルタナティブ運用全体のなかで、不動産(1096億円)の方が9.2%とインフラ投資(1461億円)の12.2%より少なく、両社とも長期的なインカム狙いでリスクとしては債券近似と分類している。PFAのオルタナティブ運用で最も多いのはプライベート・エクイティである。

（3）海外年金によるリアルアセットへの投資

海外投資家では、リアルアセットとしての独自のアロケーションを行っている投資家が34%となっており、総資産の11%以上をリアルアセットに振り向ける目標としている投資家も33%存在しているという調査もある³。また、リアルアセットの中の不動産については米国地方公務員年金82のうち79で投資しており、インフラも約半数が投資対象としているという⁴。

たとえば図1のGPIFの右横に示されているカナダのCPPIB（Canada Pension Plan Investment Board）の2022/3の資産配分比率を見ると、不動産とインフラ投資が各8%でリアルアセットとして16%を占めている。CPPIBとは日本語訳ではカナダ年金基金投資委員会とされるが、約13兆の資産を運用する巨大公的年金である。1997年の設立当初、運用資産は全て国債へ投資していたが、基金の存続可能な持続的な目標リターンの達成と資産の分散化を図るためにCIOをウォールストリートから高額の給与で引き抜いてきて抜本的な組織体制を強化して運用プロセスを見直し、投資対象の資産クラス、投資対象国も大幅に拡大してきた。以後、特にリアルアセットの投資パフォーマンスが好調なこともあり、目標リターンを大幅に上回る投資成果を上げ、内外の年金業界ではその優れた組織運営が高く評価されている。図1の他の公的海外年金を見ても、米国のCalPERSは不動産に15.8%、スウェーデンのAP-1も不動産に18.5%、デンマークのATPは不動産に12.8%、インフラに11.5%とリアルアセットの合計で全体の4分の1を占めており、これらから見ても、我が国の公的年金基金との資産配分比率の差がリアルアセットの有無によるということが分

² 企業年金連合会（PFA）2022年度 年金資産運用状況報告書 p60

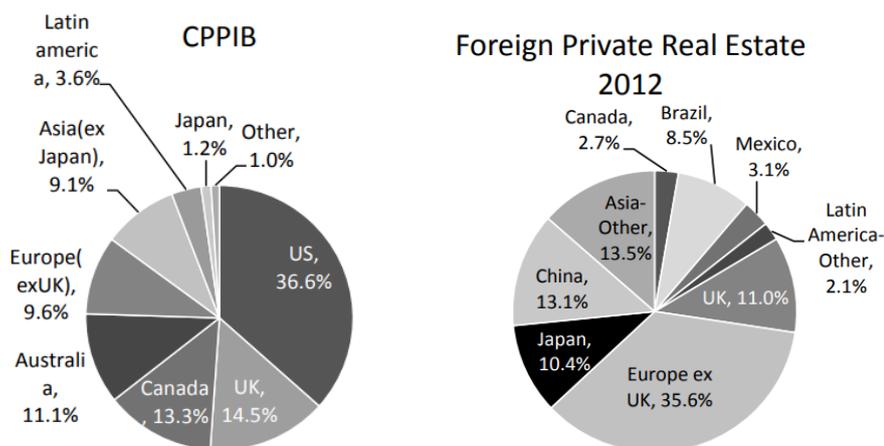
³ 年金シニアプラン総合研究機構(2016)「リアルアセット投資に関する調査研究（不動産・インフラ・天然資源）」

⁴ 年金シニアプラン総合研究機構(2015)「米地方公務員年金に関する調査研究」

かる。

① 不動産

不動産投資については通常はホームマーケットバイアスと言われる自国偏重の度合いが高いが、図1に掲げられているような海外の大手公的年金の中にはCPPIBのように海外不動産に積極的に投資して中心にしている年金もある。また米国年金でも海外向けの投資先としては欧州が中心であるのはもちろんではあるが、中国、日本以外のその他アジアへの投資もかなり進めていることが分かる。



出所：年金シニアプラン総合研究機構(2016)「リアルアセット投資に関する調査研究（不動産・インフラ・天然資源）」

② インフラ投資

生活や産業活動の基盤となっている施設のことを指す「インフラ」は「インフラストラクチャー」を略した言葉で、英語の infrastructure は「社会的基盤施設」または「社会資本」と訳すことが出来るが運用の世界では通常このようにカタカナ表記で使われる用語である。

インフラ施設には、公共的な機能を担う施設としての道路、治水施設、港湾、鉄道、公園、上下水道、通信施設、エネルギー供給施設などが含まれる。また、広義には、これら公共施設のほか、教育、医療、社会福祉などの社会サービスを提供するための施設を加えている場合もある。その多くが公共財の性質を帯びていること、社会の統合や安定の維持に不可欠であること、長期的な視点で計画的に整備・管理する必要があることなどから、その整備・管理は、政府が直接に担い、あるいは政府による強い監督のもとで自治体が管理している。また、それら施設が満たすべき機能や構造については、法律に基づいて基準が定められている。

このようなインフラに投資を行う理由は投資理論的には「既存ポートフォリオからの分散」、「安定的なインカム収入」、「インフレヘッジ」、「他の資産クラスとの低い相関」といった理由が機関投資家としては挙げられよう。しかし今やそれだけでなく、ESG 投資として考える向きもある。インフラには水道管から下水処理場まで、5G アンテナから送電線まで、

光ファイバーネットワークからデータセンターまで、物理的なインフラ資産はいたるところにある。これらの目に見える資産が経済を機能させるだけでなくどれが「グリーン」なサービスを支えているか識別して投資することで投資家は ESG に貢献できる。また再生可能エネルギーに関するインフラ・ソリューションを提供する企業は「安価でクリーンなエネルギー」(SDGs 7) の推進に貢献するといえるし、インフラ建設によるサービス提供が雇用創出を促進し、経済成長を促進・加速させる場合には、「ディーセントな雇用と経済成長」(SDG8) の目標達成に貢献すると主張することもできる。

主要なインフラ投資家をランキングすると、図 1 に掲げた大規模な公的年金など流動性をそれほど重視しない超長期のタイムホライズンを持つ投資家が並ぶ。特にカナダは年金資金によるインフラ投資が活発である。たとえば図 1 の CPPIB のようなカナダの大手公的年金は世界のインフラ投資家の中でもトップ 5 に入るような残高を有している所以他们の動向をウォッチすることが大事である。そしてカナダの公的年金はインフラ投資への経験が長くまた、ノウハウの蓄積が進んでいることから、直接投資や共同投資の比率も高い。

しかしインフラ投資には需給のミスマッチという非常に大きな問題がある。インフラ供給側である政府・公的機関のサイドでは民間資金によるインフラ投資を強く必要としているのに対し、資金提供者である年金のような機関投資家から見ると投資対象となり得るインフラ資産の供給が少なく適切な投資対象が容易に見つけられない。また供給側の先進国では古くなったインフラの更新に民間資金が必要と考えているし、途上国ではこれから国を発展させるための膨大な資金を民間から調達したいと考えるが、投資家が安心してインフラに投資できる規制や法制度の信頼性、透明性の高い情報開示、予測可能性の高い意思決定プロセスなどといった投資環境が整えられている国は、先進国の中でも少ないうえ、途上国では極めて限られている。従って当局の規制に不安がある場合は、当然、民間資金はその不透明感から躊躇せざるを得ないし、それが投資家として求める利回り水準を押し上げる要素ともなっている。その結果、公的サイドが期待する投資金額と民間サイドがリスク調整後ではじく期待利回りから算出される投資額とにギャップが生じてしまうのである。また、投資する手段としてもリスクの大きな直接単独投資には資金の出し手である公的年金などは手を出しにくいので、価格透明性の高い投資の器(Investment Vehicle)を必要としているが、そのようなリスクの低い投資手段を提供している資本市場が整備されている途上国はまだ多くない。

需給ギャップ問題の解決に向けて最近の特筆すべき動きは 2023 年の G7 広島サミットである。そこで議長を務めた岸田総理のコメントは以下の通り：

「我が国は、5 年間で 650 億ドル以上のインフラ支援と民間資金の動員に向けて、アジア、アフリカ、大洋州を含め世界各地でインフラ投資を進めてきている。引き続き、皆さ

んと協力しながら、グローバル・インフラ投資パートナーシップの具体化を進め、質の高いインフラ投資が更に促進されるよう、取り組んでいきたい。」

このG7が立ち上げたグローバル・インフラ投資パートナーシップ (PGII) とは、「民間セクターやパートナー国と連携し、気候変動及びエネルギー危機の是正、サプライチェーンの強靱性の向上、デジタル・インフラや交通網を通じた連結性の強化、より強く持続可能な保健システムの改善、及び、ジェンダー平等の進展に資する投資を推進⁵⁾」するものである。岸田総理がバイデン大統領および欧州委員長と共に開いた PGII のサイドイベントには G7 首脳その他、G7 サミットへの招待国首脳等 (インドネシア、コモロ、クック諸島、ベトナム、韓国、インド、豪州)、民間セクターの参加者、世界銀行総裁が参加した。そこでは G7 が、多様な主体と連携しながら、パートナー国のインフラへの投資において民間資金の動員に取り組むことが表明されたのである。日本が取り組んでいる PGII の象徴的な案件として披露されたのは以下のプロジェクトである：

[フィリピン、インド、バングラデシュの運輸交通ネットワーク] JICA は、持続可能な経済成長のため、人やモノの移動の効率化を促す運輸交通インフラの整備と地域レベルでの運輸交通のネットワーク化を推進している。代替運輸交通手段の導入による交通渋滞の緩和を通じて、温室効果ガスの排出削減や大気環境の改善など、環境問題に対するパートナー国の取組に貢献することも重要である。最近では、ADB と連携してフィリピン・マニラ首都圏における南北通勤鉄道 (28 億米ドル)、インドにおけるムンバイ・アーメダバード間高速鉄道 (22 億米ドル) やパトナ・メトロ (7 億 2,000 万米ドル)、ムンバイ湾横断道路 (2 億 2,400 万米ドル) などに対して融資した。また、バングラデシュでは、ADB と連携してダッカの都市鉄道 (MRT5 号線) (9 億 7,400 万米ドル)、チョットグラム-コックスバザール間の幹線道路 (4 億 700 万米ドル)、ジョイデプール-イシュルディ間の鉄道の複線化 (3,100 万米ドル)、マタバリ港の開発 (7 億 6,900 万米ドル)

下線はインドの案件である。次節ではなぜインドに注目するのか、その背景を述べる。

3. 年金運用投資先として注目すべき「新インド」急発展の状況

(1) インド経済の急速な発展とその要因

1991 年に大規模な構造改革と経済自由化⁶⁾に着手して以来、過去 30 年間のインドの成長には目覚ましいものがあり、力強い経済成長の結果、2014 年には世界 14 位だったのが、既に名目 GDP で世界第 5 位 (図 2 の通り、購買力平価換算ベースでは世界第 3 位) になっており、2027 年には日本とドイツを抜いて世界第 3 位の経済大国となることが確実視されている

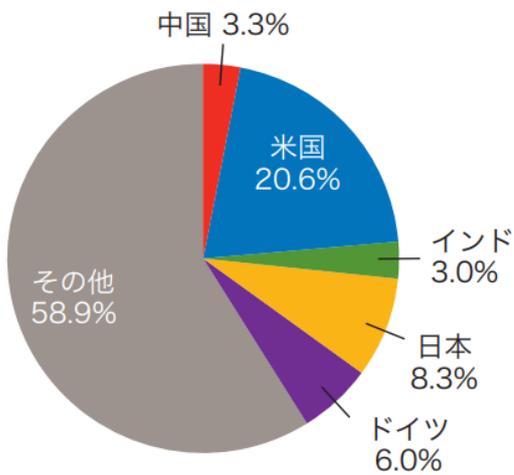
⁵⁾ 外務省「グローバル・インフラ投資パートナーシップに関するファクトシート (概要)」2023.7

⁶⁾ 1990 年の湾岸戦争を契機に 1991 年に経済危機に陥って外貨準備高が輸入決済の 2 週間分というレベルにまで落ち込み IMF に頼ったことを契機に、政府は大規模な構造改革と経済自由化に着手してこれまで大きな成果を上げてきた

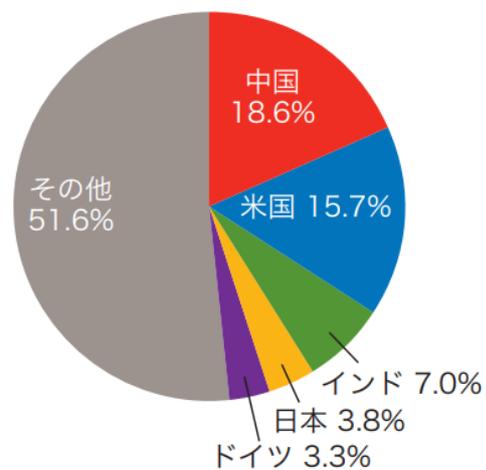
る⁷。1991年～2019年の実質GDP成長率は平均で約6.6%であり、過去7～8年で経済規模を倍増してきているが、インドは今後も6%台の実質経済成長が期待される唯一の経済大国である。これまでの経済成長の結果、何百万もの人々が貧困状態から抜け出すことができた。世界経済生産高の約7%（購買力平価換算ベース）を占めるインドは人口14億人を抱え、国連経済社会局の推計によると2023年に中国を抜き、世界で最多の人口を有する国に既になっている。

図2

1. 世界のGDPに占める割合、購買力平価換算、1990年



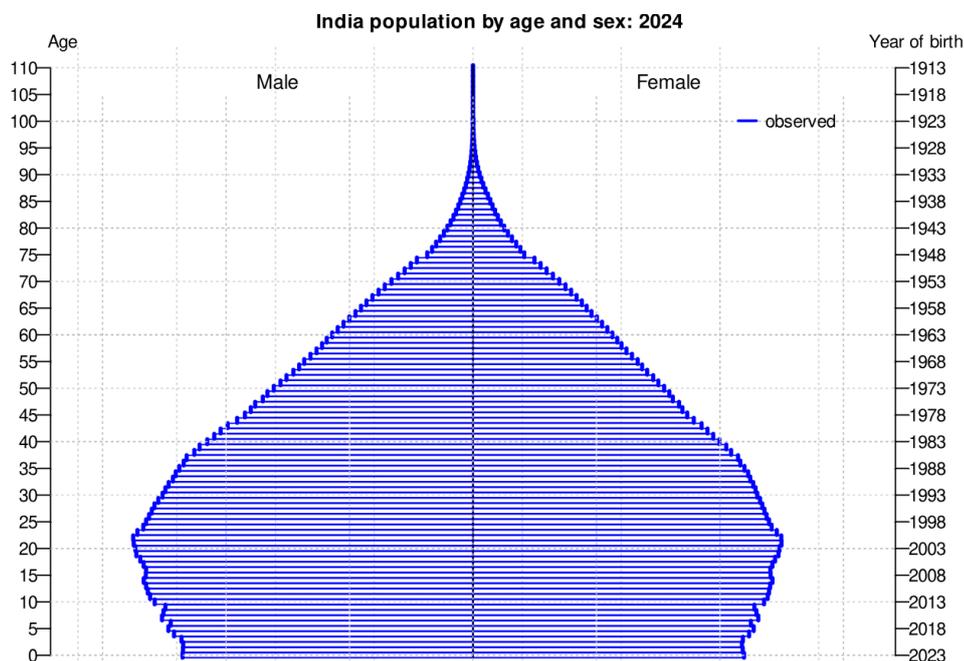
2. 世界のGDPに占める割合、購買力平価換算、2021年



出所：IMF「インドの金融システム(2023)」p3

⁷ 日経新聞「インドのGDP、来年日本を抜く IMF推計…4位浮上、円安で早まる」(2024.4.21)

図3 インドの人口動態(2024)



出所：国連 World Population Prospects 2024

インドの経済発展が過去だけでなく今後も続くと思われるその最大の要因は「人口ボーナス」である。図3で明らかなようにインドの人口ピラミッドは典型的な途上国型であり、人口の真ん中が何歳になるかを示す「中位年齢」は、日本が48歳なのに対して、インドでは28歳と大きな開きがある。一人っ子政策で高齢化が急速に進展する中国と比べても、今度30年間はこの人口ボーナスによる生産年齢人口(15~64歳の年代)の伸びが期待できる。インドの生産年齢人口は人口の3分の2を占めていて、実数で9億5千万人であるが2030年までには10億人を超すとみられる。

また金融システムを見ても銀行セクターの健全性は折り紙付きであるし企業のバランスシートも強固である。従って、人口動態と合わせて考えればこれらのドライバーによりインドの一人当たりGDPは2021年現在\$2,200で中国の五分の一だが2031年には\$5,200まで増えることが世界銀行の予測でも明らかにされている。つまり膨大な中間層がこれから生まれようとしているのである。

都市化も急速に進んでおり、2010年代には全人口の約1割程度しか都市に居住していなかったが、2030年までにはその比率が約4割になると言われている。もう一つ大きなポイントは世界でも相対的に英語を話す人口が多いことである。公用語はヒンディー語だが、イギリスの植民地だった時代があるため準公用語は英語であり、世界で米国に次いで英語を話す人口が多いのも経済発展には有利な点である。またロケーションがアウトソース先と

しては絶妙で、インドは地球上で米国の真裏に位置しており、この点は有利に働いている。つまりアウトソースする米国の企業からすれば、英語で夕方発注すれば翌朝、その仕事が出来上がってくるという構図なのである。そのような急発展するインド経済を象徴するニュース⁸が、アップルがニューデリーに直営店を出したというものであろう。これまで所得が低く高いスマホを買える人があまりいなかった為に韓国製や、中国製の格安スマホが主流だったインドだが、アップルとしても米中関係悪化から中国が中心だった製造拠点の分散を進めて、図3に示すように若年層が圧倒的に多く、中間層が増えることで巨大市場として成長が期待されるインドでも生産を増やして販売台数も伸ばしたいと考えている。

中国経済の失速、すなわち巨大な不動産バブルの崩壊、低迷する銀行システム、そしてアメリカとの対決によるアウトソース先の国外への移転、といった事情はインドにとっては巨額のビジネス機会創出になっている。熟練した労働力を多く抱えるインドは、こうした動きから利益を得ようとしており、特にスマートフォン、API、医療機器といった知識集約型の製造製品は、インドに年間3,000億ドル（GDPの10%）のビジネスチャンスをもたらす可能性があるという推計もある⁹。既にアップル、フォックスコン、メルクのような世界的大企業は、サプライチェーンを中国からインドへと積極的に変えている。またインド国内でどのようにアウトソーシングをこなしているかという点、中規模都市にグローバル・ケイパビリティ・センター（GCC）を次々に作っている点である。インドには現在すでに約1,600のGCCがあり、年間約500億米ドルの収益を上げ、約200万人を雇用している。この数字は年率10～15%で成長していて、インド国内では毎日のように新しいGCCが開業していることになる。新規GCCの44%はソフトウェア&インターネット部門に属しているが残りは、防衛、ヘルスケア、テレコム、金融サービスなどである。ITだけでなく、経理、人事、マーケティングなどの業務も、これらのGCCで行われている。

このように興隆してきているインド経済であるが、日本も政府によるODA（政府開発援助）をこれまで積極的に展開してきている。日本のODAを一元的に行う実施機関JICAがまとめた資料¹⁰では「インドは多民族・多宗教からなる世界最大の民主主義国家。地政学的・戦略的に重要な環インド洋の中心に位置。『特別戦略的グローバル・パートナーシップ』の下での、良好な日印関係。インド一国でASEANに匹敵する経済規模」と書かれており、協力課題として以下の諸課題が挙げられている：

● 急速に進む都市化への対応

⁸朝日新聞「アップルがインド初の直営店 中国依存見直しか クック CEO の姿も」(2023.4.18)

<https://www.asahi.com/articles/ASR4L5FCVR4LUHBI02M.html>

⁹ Marcellus Investment Managers, “Investing in a New India” (2024.7)

¹⁰ JICA インド事務所「対インド協力の現状」(2021.7)

https://www.jica.go.jp/Resource/india/office/others/ku57pq000020wb9a-att/202107_01.pdf

- 深刻な社会課題（水不足、栄養問題、医療アクセス困難等）
- 格差（都市と農村、ジェンダー、カースト等）
- “テクノロジー大国”との連携
- 社会起業家等との連携
- インド政府政策との整合性

政府だけでなく民間企業も一役買っている。これまでのインドの経済発展への我が国の貢献はインド資本市場への証券投資よりも自動車産業を中心とした直接投資であった。インドは人口増加などを背景に自動車市場の成長が続き、2022年には国内販売台数で初めて日本を超えて米国・中国に次ぐ世界3位の市場となって以来、2023年度も2年連続で日本を上回っている。このようになるまでインドの自動車産業をゼロから育ててきたのが40年前にインドの会社との合弁企業を作って進出したスズキである。今は58%を保有する子会社のマルチ・スズキを通じインド乗用車市場で約4割のシェアを持ち、断然、販売台数首位を走っている¹¹。マルチ・スズキはここ10年間でその利益を5倍にしてまさにインド乗用車市場のキングと称されるほどである。

（2）「新インド」を象徴する DEI(多様性・公平性・包摂性)の視点から見た新たな動き

前項で述べたように直接投資での成功例はあるものの、これまでのインド資本市場に証券投資することに機関投資家として躊躇があったのは、最近の言い方を用いるならばインド企業やインド社会には DEI(Diversity, Equity & Inclusion)でまだ問題が多いのではないかと、ということではないだろうか。

「多様性 (D)」・・・人種、民族、国籍、言語、性別、年齢、障がい、健康、家族、社会的地位、学歴を問わずに一人ひとりの個性を互いに受け入れ、尊重し、個性に価値を見つけるという点で、インド企業経営層はインド工科大学 (IIT) およびインド経営大学院 (IIM) 出身の男性トップエリートで占められ取締役層の多様性に欠けるのではないかと

「公平性 (E)」・・・一人ひとりに対してそれぞれに適した機会の提供をしているかという点で、インドではカースト制度の残滓が残る社会であってそこでは生まれた時からその姓によって職業が決まるのは公平性に欠けるのではないかと

「包摂性 (I)」・・・一人ひとりが個性を發揮し、組織として活かしあい言いたいことを言える取締役会が望ましいという点で、女性への差別が色濃く残り教育機会も男性より限られたために経済力で男性より低いのは女性を取り残し包摂性に欠けるのではないかと

という見方である。このような見方を裏付けるレポートとして、我が国でも毎年報道される

¹¹ 日経記事「インド新車販売、2年連続日本超えて世界3位 23年7%増」(2024.1.12)
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM12CFL0S4A110C2000000/>

のが、世界経済フォーラム（WEF）が毎年発行する「グローバル・ジェンダー・ギャップ・レポート 2024」である。この最新報告書を見ると世界の 146 か国中で、日本が 108 位であることを忘れてはならないが、インドは確かにその下の 129 位である。人口の 8 割を占めるヒンズー教では婚姻に際して女性側から男性側に途方もない金額の持参金を収める習慣が残る¹²など、女性に対する人権侵害や暴力事件なども日本でも報道で取り上げられることがある。

このように見てくると、インドに関する認識で相反する見方が混在して、年金基金のようにリターンだけでなく SDG's にも配慮した長期的なリスクも勘案して投資するという、投資期間の長い機関投資家にはインド資本市場への投資に踏み切るには確信を持ってないという声もあろう。そこでインドで 30 年近い歴史を持つ運用会社の最新の調査レポートや書籍から「新しいインド」を見てみよう。

① 多様性(Diversity)

初めて IIT でも IIM 出身者でもなく外国学位取得者でもない者が Nifty50¹³企業の大半を経営するようになった。つまり、Nifty50 企業の取締役の大半が「普通の」インドの学位、つまり IIT でも IIM のようなトップエリート教育機関でもなく、海外で教育を受けていない時代が来たのである。エリート一族が経営する古いコングロマリットは着実に衰退し、新しいタイプのビジネスリーダーが台頭している。彼らは起業家精神、技術的な適性をもっており、そのような多様な才能を活用することが、現代インドで成功するために既に不可欠となっている。

② 公平性 (Equity)

IT 企業はインドの経済社会で伝統的に存在しない種類の業種であったため、生まれた時からその姓によって職業が決まるという頸木から逃れることが出来た。その象徴的存在とも言えるのがグーグル CEO のピチャイ氏である。彼は南インドのチェンナイの質素な家に生まれ「生活は質素だった。自分の部屋はなく、弟と居間の床で寝た。病院までバスで行き、母親の血圧検査の結果を聞くために 2 時間半かけていた¹⁴。」という。IIT を卒業後、米スタンフォード大大学院に留学し 2004 年にグーグルに入社後、あっという間に出世階段を駆け上って 43 歳の若さで CEO の座に上り詰めた。彼のような存在がインド国内に留まる若者にも希望の光をともしたことは間違いない。

¹² インドの女性が直面する性差別問題 | 根絶に向けた取り組み

https://www.plan-international.jp/girlslab/meaning-india_genderdiscrimination/

¹³ Nifty 50 Index はインド を代表する株価指数の 1 つ。Nifty 50 Index はインドナショナル証券取引所に上場する銘柄のうち、時価総額・流動性・浮動株比率等の基準を用いて選定された 50 企業で構成されている

¹⁴ 「グーグル率いる「スーパーインド人」ピチャイ氏はどんな人？」(2021.7.6)

<https://globe.asahi.com/article/14387842>

③ 「包摂性 (I)」

既に都市部に移住して働く女性は男性より預金残高が多い。地方や貧困層では依然として男性が女性より優位な社会的地位を保持していても、既に都市部に移住して働いている女性に限ればというデータではあるが、男性よりも多くの女性が教育を受けており、女性の高等教育機関への合格率は男性よりもはるかに高いし、女性は男性よりも長く教育システムにとどまっている。その結果、卒業した女性がキャリアを都市で築ければ平均して、都市部のインド人女性の銀行口座の預金残高は男性より多い。特にハイテク産業に従事する女性の平均収入は男性より7%多い¹⁵

このように旧来のイメージを覆す「新インド」の実像をつかむのは容易ではない。また投資リスクについても留意しなければならない。第一に会計の質が投資リターンにじかに影響を与えるので投資先企業や組織の会計リスクを見極める必要がある。第二に流動性リスク、これは従来から言われていることだが、有価証券投資においてインド株式市場の流動性は世界の株式市場トップ10の中でも最低水準だといわれてきた。第三に政治リスクで2026年の選挙区整理後、インド南部諸州のシェアはさらに低下することが決まっており、経済発展スピードで南が北より優位にも拘らず政治的に議会勢力に反映されないという点である。

4. インドの経済発展で欠かすことのできないリアルアセットによるオルタナティブ運用

インドの経済成長は、その強固なインフラと不動産セクターをいかにして構築するかに大きく依存している。JICAのインドへの協力課題として挙げられた項目はすべてインフラと不動産を抜きにしては語れない。これらリアルアセットは経済発展の持続性と生産性向上の鍵を握っており、外部からの資金流入なくしては人口爆発に追いついていかないことも明らかだからである。資金調達のギャップを埋め、成長を促進することが喫緊の課題となっている。

得てしてこのような急速な経済成長期にインフレはつきものだが、外国人投資家にとってのリアルアセット投資にはインフレからのプロテクションも期待できる。そして株式や債券への有価証券投資に対しての分散効果も期待でき、市場下落の際にも安定的なキャッシュフローでリターンはそれほど大きな変動をしないことが予想される。インド議会に提出された予算書を見ると過去5年間で資本支出は3倍に増え、2025予算年度にはさらに33%もの急増が予定されており、その額はGDPの3.4%にも上る¹⁶。

¹⁵ マーセラス・インベストメント・マネージャーズ、インド国家統計局資料より

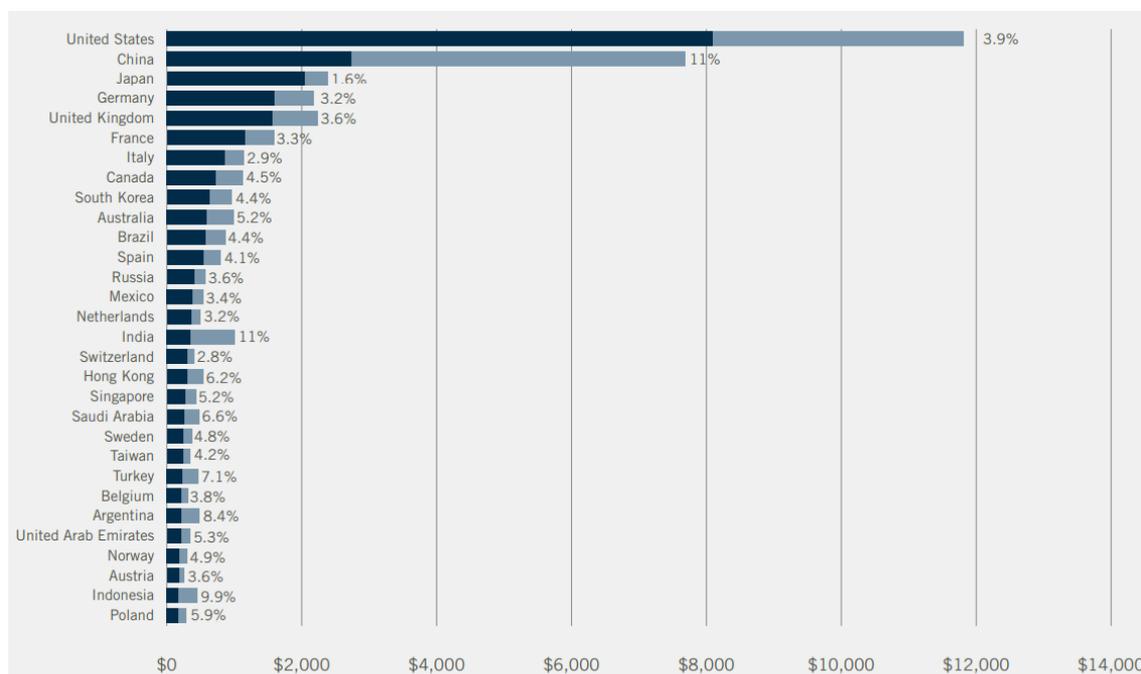
¹⁶ Edelweiss Alternatives, "India is the Fastest Growing Major Economy Globally" (2024.7)

① 不動産

次図を見て分かるようにインドの現在の不動産投資可能額はまだ小さいがここ10年間で急速に伸ばすことが分かっている。たとえばグローバル企業の支社は現在、驚異的なスピードで増え続けており、この後もその勢いが衰える兆しがない。ナイト・フランク社と国家不動産開発評議会（NAREDCO）の共同報告書によると、インドの不動産セクターはGDPの7.3%（2022年時点）に寄与しており、その規模は5.8兆ドルに拡大すると予想されている。

不動産セクターは経済拡大の触媒として機能するし、雇用機会を生み出し、経済全体の成長を牽引する。しかし、こうしたセクターの拡大には国内で調達できるよりはるかに多額の長期資金が必要となる。

2016年対2026年の投資可能不動産の年間推定成長率と規模（10億ドル）



Sources: Oxford Economics, PGIM Real Estate, As of February 2017.

出所：PGIM(2017)“A Bird’s Eye View of Global Real Estate Markets

② インフラ投資

インド準備銀行と国立財政政策研究所の調査によるとインフラ整備に1ルピー使うごとにGDPに2.5~3.5ルピー増加すると推定している。その重要性を認識し、インド政府は先にも触れたように2025年の予算でインフラへの資本支出を33%増加させるという画期的な一歩を踏み出した。インドのインフラ投資額の伸びは驚異的ですからある。2008-12年間に0.3兆ドルだったものが10年後の2018-23年期には1.1兆ドルと4倍近くに増え、これ

からの 2024-30 年期には 1.7 超ドルになるという調査がある¹⁷。都市の施設、エネルギー施設、道路、鉄道と何から何まで不足しているのに加え、自国のインフラを整備する上で、国連の SDG's に準拠した気候変動目標を達成するためのトランジション・インフラともいうべき追加的な投資機会も巨額に上ろう。たとえばインドは石炭依存度合いが高かったが今後はそれを再生エネルギーに転換しなければならない。自動車の EV 化、廃棄されてきたエネルギーや水の再利用もしかりである。

③ Nifty REITs (不動産投資信託) & InvITs (インフラ投資信託)

このようなりアルアセットの投資機会を捉えて海外投資家は既に資金を投じることにコミットし始めている。たとえば既に何度も言及している、インフラ資産への投資に最も積極的かつ洗練された投資家と考えられている CPPIB であるが、2018 年に新たな投資手段を用いた興味深いインドのインフラ投資を発表した。何が興味深いかというと、これまで述べてきたように誰が見てもインドのインフラ投資需要が巨額であり、そこに極めて魅力的な投資機会があることが分かったとしても、信頼のおける投資手段がなければ資金を投じようがないということである。そこでインフラ整備が成長のネックとなっているインドにおいて、インフラへの民間投資を呼び込むためにインドナショナル証券取引所が積極的に売り出し中なのがこの革新的な Nifty REITs & InvITs なのである。

¹⁷ Edelweiss Alternatives, “India is the Fastest Growing Major Economy Globally”(2024.7)

ムンバイ発 2018年05月24日 JETRO ビジネス短信より

カナダ最大の年金基金であるカナダ年金制度投資委員会 (CPPIB) と、ドイツ系保険大手アリアンツ・グループのアリアンツ・キャピタル・パートナーズ (ACP) は5月9日、ムンバイに本拠を置くエンジニアリング・建設ラーセン・アンド・トゥブロ (L&T) グループのインフラ投資信託である L&T インフラストラクチャー・デベロップメント・プロジェクトへ投資することを発表した。

インフラ投資信託 (Infrastructure Investment Trust : InvIT) は、有料道路などのインフラから得られた利益を、保有する「ユニット」数に応じて出資者に還元するオープン型投資信託のこと。CPPIB は L&T が建設した 5 つの有料道路の事業区間のうち 30%のユニットを、ACP は 25%のユニットをそれぞれ取得する。ACP の投資責任者は「インフラはインド経済成長のカギであり、政府の財政負担と投資における法的枠組みが、長期的な投資を魅力的にしている」と述べている (「ミント」紙5月10日)。

ドイツ ACP はインドへの初の直接投資

ACP にとって、この投資はインドへの初の直接投資となる。一方、CPPIB はインド国内の不動産などを中心に多くの投資を行ってきた実績がある。2017年上半期 (1~6月期) の不動産投資額は7億5,000万ドル(1100億円)と企業・組織別で1位になっており、2018年1月には地場再生可能エネルギー事業者に対する1億4,400万ドル(210億円)の投資を発表している。

このようにインドへの投資に積極的な外資系の機関や企業が、InvIT への投資を表明したことは、投資対象として InvIT に一定の魅力があることを示しているといえそう。インフラ整備が成長のネックとなっているインドにおいて、インフラへの民間投資は大きな期待を持たれている。

不動産やインフラに必要な資金量と調達できる額とのギャップを埋め、成長を促進するための投資手段として不動産投資信託 (REIT) およびインフラ投資信託 (InvIT) が、インドにおける重要な投資手段として2014年に導入されている。

以下は Nifty REITs & InvITs: Tracking of publicly listed and traded REITs & InvITs¹⁸の抄訳である：

REIT は商業ビルや集合住宅、ショッピングセンターなどの収益不動産資産を所有する投資信託であり、一方 InvIT は高速道路、送電線、再生可能エネルギー・プロジェクトのような収益を生み出すインフラ資産に投資する器である。

インド証券取引委員会（SEBI）によって規制されており最低取引ロットを1単位に引き下げることで、より幅広い投資家が投資できるようにしている。2023年12月31日現在、全国証券取引所（NSE）で上場・取引されている REIT は4つ、上場・取引されている InvIT は3つある。

REIT と InvIT には、以下のような独自の特徴がある。

分散投資：REIT や InvIT は、不動産やインフラ資産に分散したポートフォリオを投資家に提供するため、不動産やインフラ資産に投資するよりもリスクを軽減できる。

安定収入：REIT も InvIT も、課税所得の最低 90%を毎期配当として投資家に分配することが義務付けられている。これは投資家が信頼できる定期的なキャッシュフローを意味する。

流動性：証券取引所に上場されている REIT や InvIT は流動性があり、投資家は簡単に投資口を売買できる。この流動性は、不動産やインフラへの直接投資が比較的流動性に乏しいのとは対照的である。

プロフェッショナルな運用：REIT および InvIT は、不動産またはインフラストラクチャー管理の専門知識のある経験豊富な専門家によって運営されている。

節税効果：インドの REIT と InvIT は投資家にとって配当所得は、REIT/InvIT がその課税所得の 90%以上を分配する場合、非課税となる。さらに、長期キャピタル・ゲイン（1年以上保有）は、短期キャピタル・ゲインより低い税率で課税される。

大規模資産へのアクセス：REIT/InvIT に投資することで、投資家は大規模な不動産やインフラ・プロジェクトへのエクスポージャーを得ることができる。

キャピタルゲインの可能性：投資家は、配当を通じて得られる収益と同時に、原資産の価値上昇の可能性からも恩恵を受けることができる。

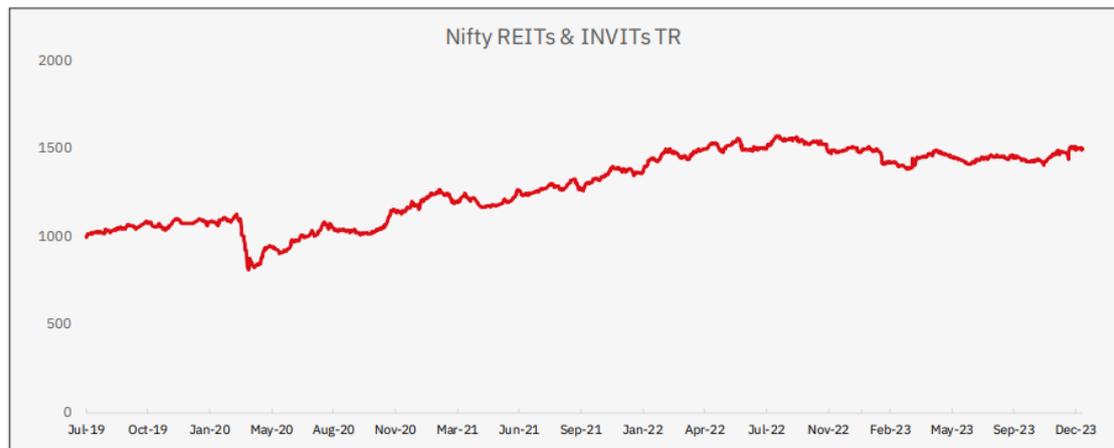
透明性と規制監督：SEBI（インド証券取引委員会）は REIT と InvIT を規制し、透明性と規制遵守を保証していることで投資家保護に貢献している。

この上場 REIT と InvIT へのエクスポージャーを提供するため NSE Indices Limited は 2023年4月にインデックスを発表しているのも最後にそのグラフを掲載する。

¹⁸ [Nifty REITs and InvITs Whitepaper for Dec 2023_V1 \(niftyindices.com\)](https://www.niftyindices.com/nifty-reits-and-invits-whitepaper-for-dec-2023-v1)

Total Return index performance of the Nifty REITs & InvITs index

Exhibit 3: Performance of the Nifty REITs & InvITs index since inception



Source: NSE Indices. Data as of December 29, 2023

出所 NSE インデックス。2023年12月29日現在のデータ。*2019年7月1日の開始日

このようにインド資本市場はまさに急発展するしかない状況ではあるが、株式市場の流動性の低さや規制リスクなどのように、まだ予想もしない罠にとられるリスクも当然考えられる。従って、このインドのリアルアセットという魅力的な投資機会を手にするためには信頼すべき現地の運用会社と十分な情報交換をして徐々に学びながら運用経験を積んでいく必要があるだろう。

以上

*尚、本稿で意見にわたる部分は筆者のものであって所属機関のものではない

[参考文献]

Marcellus Investment Managers, “Investing in a New India” (2024.7)

Edelweiss Alternatives, “India is the Fastest Growing Major Economy Globally” (2024.7)

“Half a Billion Rising, The Emergence of the Indian Woman” by Anirudha Dutta

“India’s New Capitalists” by Harish Damodaran

“Diamonds in the Dust” by Saurabh Mukherjea, Rakshit Ranjan, Salil Desai

“The Unusual Billionaires” by Saurabh Mukherjea