

invested in insights.

eastspring  
investmentsA Prudential plc (UK) company 

# アジア株式： 市場の期待値は低いが バリュエーション水準は 魅力的



**Sundeep Bihani**

ポートフォリオ・マネジャー、  
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

アジア株式（除く日本）市場は、過去10年間にわたり資産クラスとして企業収益と株価パフォーマンスが大幅に低下しましたが、その後も同市場への期待値は低く、投資家の投資意欲も限定的なものとなっています。金利上昇サイクル、欧米と比べて遅れていた新型コロナウイルスからのリオープン（経済再開）、キャッシュリッチな企業の多さは、アジア株式（除く日本）がこれまでの低迷したパフォーマンスから脱却するためのポジティブな材料を提供していると言えます。

また、同市場ではサプライチェーンの分散化と脱炭素化が進行しており、中期的な成長テーマが生まれています。現在のディスカウントされた水準のバリュエーションを考慮すると、アジア株式（除く日本）への投資を再検討する時期に来ている、と私たちは考えています。

※次項以降、文中のアジアは日本を除くアジアになります。

図表 1: 過去10年以上、アジア株（除く日本）は世界株と比べてアンダーパフォーム



出所：Bloomberg のデータ（2022年9月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379号／加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

221108(01)

invested in insights.

アジアの株式指数（MSCI ACアジア（除く日本）インデックス）のパフォーマンスは過去10年間、世界の株式指数（MSCIワールド・インデックス）に劣後してきました。その理由として、1株当たり利益の伸び悩み、地政学リスクや規制による株式リスクプレミアムの上昇、同市場の株式インデックスが炭素排出量の多いセクターへのエクスポージャーが高いという特性を有していること、さらに最近では新型コロナウイルスからのリオープン（経済再開）の遅れ、などが挙げられます。（図表1参照）

当然のことながら、この間、世界の投資家のアジア株式に対する関心は低下しています。しかしこれは、10年前にみられたアジアの経済成長、人口動態、イノベーションの可能性に対する市場の期待に全く反した動きと言えます。

世界の投資家のアジア株式に対する上記のような関心度合いの低下により、同市場への期待値、ポジショニングが共に低下していることが明らかになっています。アジアの中間所得者層の所得の伸び、技術革新、輸出などの投資家が着目する投資テーマは過去10年間で変わっていませんが、同市場への期待値やそのバリュエーションは変わっています。現在のアジア株式の株価純資産倍率（PBR）は米国株に対してディスカウントの水準にあります<sup>1</sup>。

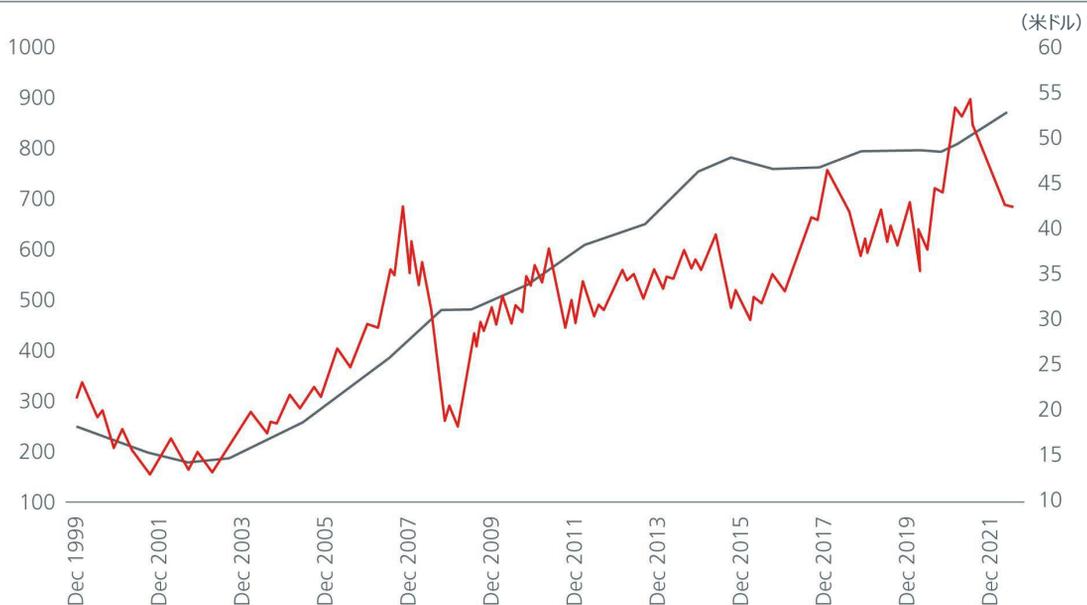
このような市場環境は、安価なバリュエーション水準にあるアジア株式への魅力的な投資機会を提供してくれます。これらの投資機会の多くが、今は投資家から誤って見過ごされており、その結果私たちの投資チームが活用できるミスプライス（適正株価からのかい離）が市場で生じています。こうした企業には、以下のようないくつかの共通点が見受けられます。

- 成長性、規制、持続可能な収益といった点に対する懸念が生じたことにより、株価評価の引き下げが行われた。
- 中期的な持続可能な収益が現在の期待値よりも高い水準にある。
- 経営陣の交代、バランスシート改善、あるいは産業構造の変化により、3～5年の間にこれらの持続可能な収益を達成する道筋が示唆されている。

アジア企業の収益成長は確かなものに

今年に入り、企業収益に対する期待値は継続的に低下しており、ほぼすべての国やセクターで収益見通しが下方修正されています。米国をはじめとする世界の中央銀行がインフレ抑制のために金融引き締め動く中、アジアでも株式市場への期待値が低下しています。

図表 2: MSCI ACアジア（除く日本）インデックスと同EPSの推移



■ MSCI ACアジア（除く日本）インデックス ■ 同インデックスの12ヵ月先予想EPS（1株当たり利益）の5年間移動平均、右軸

出所：Datastream, FactSet, IBES, MSCI, Goldman Sachs Global Investment Researchのデータ（2022年5月31日）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

## invested in insights.

しかし、アジアでは、特に北アジアにおける新型コロナウイルスからのリオープン（経済再開）の経済効果がまだ出ておらず（世界の他地域に比べて遅れている）、これは結果として来年のアジア経済の見通しを明るくしています。（図表2参照）さらに、アジア株式市場は上場株式のうち金融株のウエイトが高く、長らく続いた低金利時代が終わりを迎えた後の昨今の金利上昇は収益の追い風となります。

直近の重要なテーマとして、中国からアジアへのグローバル・サプライチェーンの分散化が挙げられます。その恩恵を受ける代表的な国として、ベトナム、インド、インドネシアなどが挙げられます。（図表3参照）バッテリーメーカーから半導体メーカーに至るまで、多くのアジア企業がこのサプライチェーンの分散化の動きをけん引し恩恵を受けています。このことは、アジア企業の中期的な収益成長ポテンシャルを高めるものと思われる。

また、アジア企業はESG投資とESG情報開示の必要性をますます認識するようになっていきます。中期的には、アジアにおける脱炭素化に向けた設備投資増加の動きは、早期に移行を開始した欧州に比べて遅れてはいるものの、企業の収益の伸びと質を高める可能性があります。同時に、多くのアジア企業は、資本コストの上昇にもかかわらず、グローバル・サプライチェーンの分散化と脱炭素化のための投資資金を柔軟に調達できる高い水準のキャッシュを有しています。

実際、アジアの非金融企業の約45%がバランスシート上にネットキャッシュを保有しているのに対し、米国の当該企業では約23%となっています<sup>2</sup>。

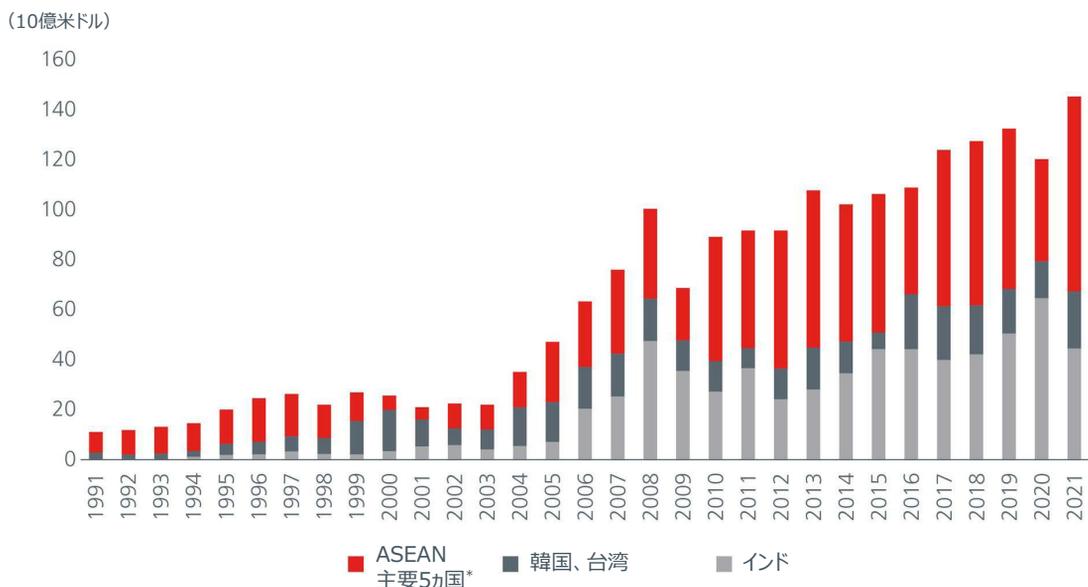
### アジア株式の投資機会

最近の中国の地政学リスク、投資リスクに関する報道は、世界の投資家のアジア投資への懸念を高めています。これは、以前は割高だった魅力的な中国企業への投資機会となります。また中国との相関関係が低い成長ドライバーを持つアジア諸国には多くの魅力的な投資機会が存在しています。

しかしながら、私たちはマクロ面での懸念事項を認識し、マクロ経済の変数に対するポートフォリオの感応度と意図しないポートフォリオのリスクを継続的に分析しています。ポートフォリオ構築段階では、資本コスト、地政学リスクの動向、規制面などマクロ経済の結果に大きく依存する、あるいは影響を受けやすい銘柄については、目標リターン面での高いハードルを設定しています。

ポートフォリオのレビュー段階では銘柄固有のリターン創出のため、あらかじめ意図したリスクを最大化する一方で、意図しないポートフォリオ・リスクをすべて最小化することに焦点を当てています

図表 3: アジア（除く中国）における対内直接投資は増加傾向



出所：UBS、Haverのデータ（2021年12月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。  
\*インドネシア、フィリピン、マレーシア、タイ、ベトナム

invested in insights.

図表 4: アジア・バリュー株への投資は市場平均を上回る可能性がある



出所：Refinitiv Datastream、MSCIのデータ（2022年8月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

### アジア・バリュー株投資への追い風

また、脱炭素化の動き、サプライチェーンの分散化、ビジネスコストの上昇など、現在進行中の戦略転換もアジア企業にとっての追い風になるとみています。2022年7月のレポート（『[アジアのバリュー株投資：投資機会の考察](#)』）でご紹介したように、これらの戦略転換がもたらす経済サイクルは、アジアにおけるバリュー株投資の継続的なアウトパフォームの支えとなると確信しています。（図表4参照）

### アジア株式投資の再考タイミングの到来

まとめると、現在はアジア株式への投資を改めて再考する時期に来ている、と私たちは考えています。アジア株式のバリュエーション水準は、過去や世界の他の株式に比べてかなり割安であり、同資産クラスに対する世界の投資家の注目はまだ限定的で、地政学リスクや規制面での懸念は既に織り込み済みです。また、これらの企業業績はこれまでは低迷していましたが、今後は上方修正される可能性があります。

アジア株式の過去のリターンをバックテストしてみると、投資開始時のバリュエーション水準がPBR（株価純資産倍率）で1.5倍未満だった場合、1年、3年、5年の投資期間で魅力的なリターンが得られていたことが判明しています。（図表5参照）

図表 5: 投資開始時のバリュエーション水準が重要に

| 投資開始時のPBR（株価純資産倍率）の水準 | 割合  | 平均騰落率 |     |      |
|-----------------------|-----|-------|-----|------|
|                       |     | 1年間   | 3年間 | 5年間  |
| 1.5倍未満                | 22% | 38%   | 47% | 113% |
| 1.5倍以上～1.75倍未満        | 38% | 9%    | 30% | 45%  |
| 1.75倍以上～2倍未満          | 20% | 9%    | 26% | 40%  |
| 2倍以上～2.25倍未満          | 14% | 1%    | -3% | 24%  |
| 2.25倍以上～2.5倍未満        | 4%  | -6%   | 10% | 18%  |
| 2.5倍以上                | 2%  | -39%  | -7% | -3%  |

合計：100%

出所：MSCI ACアジア（除く日本）インデックスのデータ（2022年9月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

## invested in insights.

金利上昇サイクル、欧米と比べて遅れていた新型コロナウイルスからのリオープニング（経済再開）、進行中のサプライチェーンの分散化、企業の脱炭素化投資は、過去10年間でみられたアジア株式のパフォーマンス低迷からの回復のための中期的な成長機会を提供します。

現時点で、これまで過去数年間の地域別・スタイル別のアロケーションと、投資家のアジアへの関心度の低さといった点について、あらためて再考する必要があると私たちは考えています。

(データ出所)

1. Bloomberg, MSCIのデータ（2022年9月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。
2. "キャッシュリッチ"企業について：Nomura（2022年8月15日時点）のデータを使用。比率はネットキャッシュがプラスの企業数を当該インデックスの構成企業数で割ったもの。

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

### <当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。