

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



中国を除く新興国株式 が新たな投資機会を 提供する理由



Navin Hingorani

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）

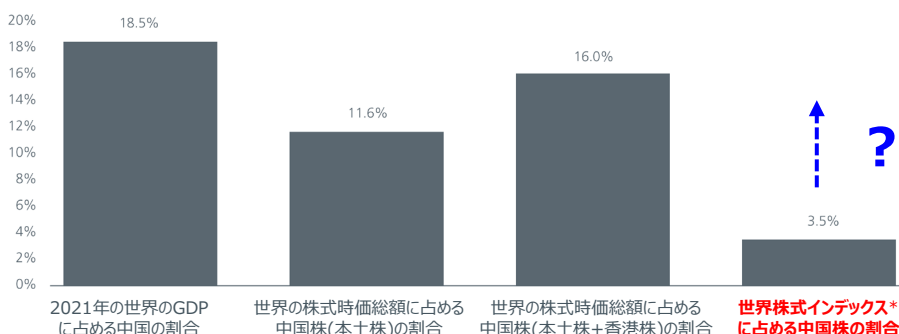
新興国株式市場に占める中国の割合が高まっている動きは、分散投資を求める投資家のポートフォリオに影響を与えます。中国が重要な投資先として成長し、大きな注目を集め投資配分が高まる一方で、中国以外の新興国株式市場にも多くの特異な投資機会が残されています。これは中国以外の新興国株式市場への投資を正当化する可能性があります。

新興国株式市場は、その市場規模も特性も大きく変化を遂げています。新興国の企業の株式時価総額は変化していますが、そこには一貫したテーマがあります。

MSCI新興国株式インデックスに占める中国の割合は30%以上に達し、その規模、重要性、影響力は拡大し続けています。しかし、新興国株式市場における中国の存在感が高まっているとしても、世界の投資市場や投資家のポートフォリオにおいて、中国はまだ過小評価されており、図表1に示されているように、世界株式の投資対象として大きな投資配分の余地が残されているとも言えます。

投資家が新興国株式市場への資産配分を考える場合、長期的に多様なリターン獲得の機会を捉えることを目的とした場合が多いですが、投資対象国としてのその主役は今や中国です。

図表 1: 世界のGDPと株式時価総額に高いシェアを占める中国は、今後の投資配分に余地



出所：世界銀行、国際取引所連合(WFE)、MSCI、RIMES、Morgan Stanley Research データ(2023年2月28日時点)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。*MSCI ACWIインデックス。

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。

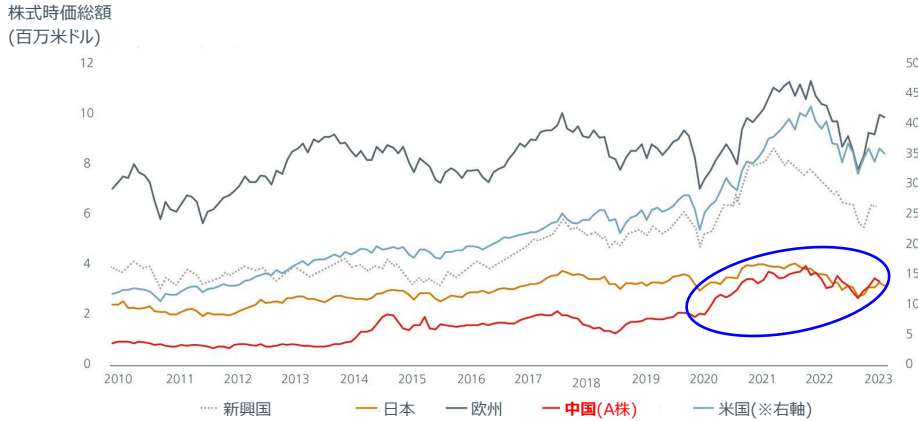
※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

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

230914 (02)

図表 2: 中国の時価総額は着実に増加



実際、MSCI新興国株式インデックスの組入上位銘柄も、中国が中心になってきています。特定の一つの国が株式インデックスの組入比率で高い割合を占めるようになると、投資家はその国への投資配分を分離して個別に管理する傾向があります。こうした動きは分離して個別に管理する国以外の投資機会を縮小させないための新たな国・地域への投資需要を生み出します。

先進国株式で構成されるMSCIワールド・インデックスにおける米国のように、単一国が国別構成比で支配的ウェイトを占めているような場合、投資家はその市場への個別投資を行うようになり(この場合は米国)、それが結果としてMSCIワールド・インデックス(除く米国)や米国・カナダ以外の先進国で構成されるMSCI EAFEインデックスの人気の高まりを支えてきました。私たちは、MSCI新興国株式インデックスと中国の関係性が同様の道をたどる可能性があると考えています。

また、中国A株*の時価総額が過去10年間で着実に増加していることにも注目しています(図表2参照)。

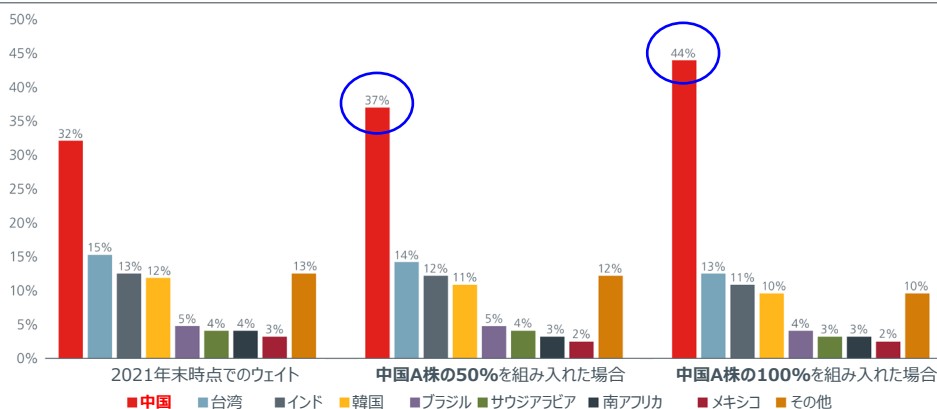
* 人民元建ての中国本土株式

MSCI新興国株式インデックス内での中国のシェア上昇が奪う収益獲得の機会

20年前のMSCI新興国株式インデックスに占める中国の割合はわずか約5%でした。その後2021年末時点には32%となり、今後数年間で全ての中国A株が同インデックスに組み入れられた場合、44%に上昇すると予想されています(図表3参照)。一方で、同インデックス内での中国のシェア上昇は、結果として他の国・地域のシェアが下がることになります。

同インデックス内で中国のシェアが上昇し続ければ、同インデックスの投資家にとって、中国以外の魅力的な国・地域の収益獲得の機会が失われる可能性があります。

図表 3: 中国A株組み入れによるMSCI新興国株式インデックスへの影響～各国・地域別構成比率



出所 : MSCI, RIMES, Morgan Stanley Research のデータ(2023年2月28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.

新興国株式(除く中国)には、中国以外の国・地域への投資配分を正当化できるような、ある意味で特異的な投資機会が数多く残っています。例えば、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、カタール、クウェートなど、比較的最近になって同インデックスに加わった国々は、中国を含むMSCI新興国株式インデックス内での中国のシェア上昇が高まる中、これまで見過ごされてきました。

また、新興国の小国には潜在的な投資機会が数多くありますが、それらはしばしば投資家のレーダーから外れてしまっており、投資家はこうした投資対象の存在を忘れてはなりません。私たちは“中国以外の新興国で、魅力的な投資機会を提供する銘柄は依然として増加中である”、とみています。中国以外の新興国市場は、これまで投資家の投資対象からある意味で“締め出されて”いましたが、魅力的な投資機会を提供するのです。

魅力的なバリュエーション水準の国を見落とすリスク

MSCI新興国株式インデックス内で南アフリカの占める割合は2002年には約15%でしたが、2015年には6.8%に低下し、現在では3.6%にまで低下しています。同様に、メキシコ、マレーシア、チリなどの他の新興国も減少しています。こうした現象は、これらの市場が提供する魅力的なバリュエーションへの投資機会を逃してしまうリスクにつながります。過去10年間で株価純資産倍率(PBR)に基づく、インドネシア、マレーシア、フィリピン、メキシコ、チリ、南アフリカなどの市場は非常に魅力的な水準で取引されています(図表4参照)。現在のバリュエーション水準においては、これらの市場には多くの投資機会があると言えます。

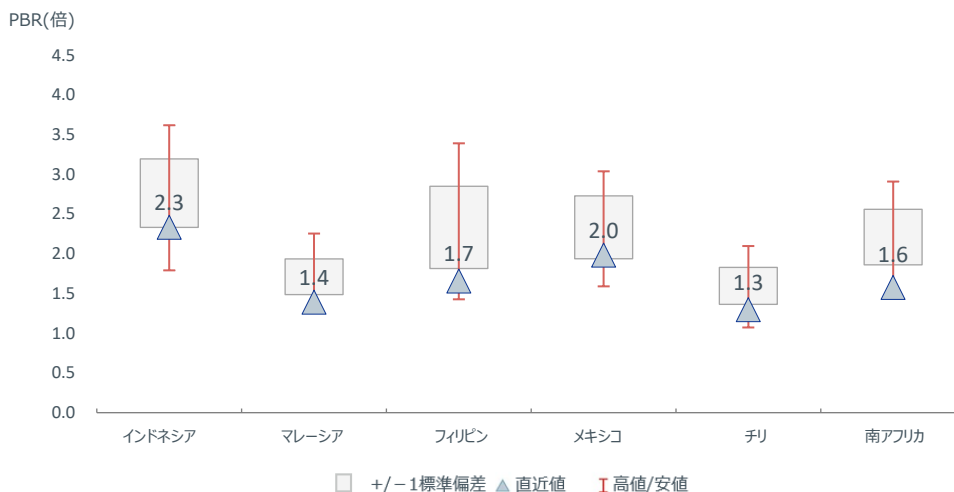
バリュエーション水準以外でも、MSCI新興国株式インデックスとMSCI新興国株式インデックス(除く中国)の様々な指標を比較すると、他にも注目すべき違いが見受けられます。MSCI新興国株式インデックス(除く中国)では組入れ銘柄数が1,375から662へと減少します¹。これは、前者が中国A株市場の時価総額が比較的小さい企業を数多く含んでいる影響によるものです。しかし後者のMSCI新興国株式インデックス(除く中国)については、ボトムアップ型の銘柄選択を行う上で、依然として大きな投資対象ユニバースを提供しています。

中国については、魅力的な投資機会が残されている一方、米中間の緊張が続いており、ロシア・ウクライナ紛争における中国の姿勢に対する欧米からの圧力が、中国企業にマイナスの影響を与え続ける可能性があります。世界の企業や政府はすでにサプライ・チェーンの多様化を推進し、中国への依存度を引き下げています。そのため、新興国(除く中国)への投資は、投資家に変化する世界情勢を乗り切るのに役立つことでしょう。

新興国株式市場(除く中国)は主要市場と同等の高い流動性を有する

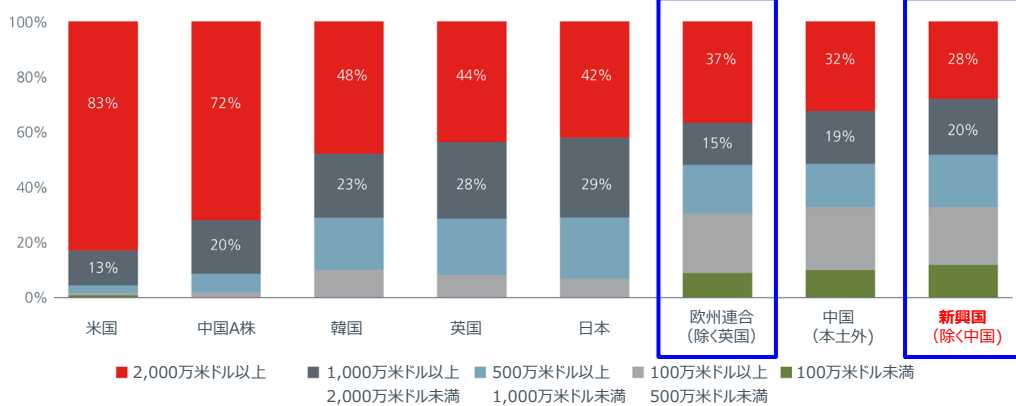
これまで中国株への投資傾向が世界的に強まってきていたことは、世界の株式ファンドへの資金フローのデータからも明らかです。2017年からのデータによると、中国A株への累計純流入額は着実に増加してきました。逆に、新興国株式(除く中国)は減少しており、2021年の年間純流出額は1,000億米ドルに達しています。その結果、世界の投資信託における新興国株式(除く中国)への投資割合は、過去平均を大きく下回っています。

図表 4: 市場で見過ごされた国々が魅力的なバリュエーションを提供



出所: Factset、MSCI のデータ(2023年8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。

図表 5: 新興国株式市場(除く中国)の流動性は欧州連合(除く英国)と同水準



出所：Goldman Sachs Global Investment Research のデータ(2023年1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。
 ※流動性は1日の平均出来高を出来高金額別に集計して計測。計測対象のユニバース：時価総額20億ドル超の銘柄。

こうした資金流出にもかかわらず、新興国株式(除く中国)の投資可能なユニバースは他の主要市場と同等水準の流動性を有しています(図表5参照)。米国などの単一国を除けば、新興国(除く中国)では時価総額が20億ドル超の銘柄の出来高に基づく流動性は、欧州連合(除く英国)と同水準にあります。

なぜ“次の10年”は“今までの10年”と違うのか？

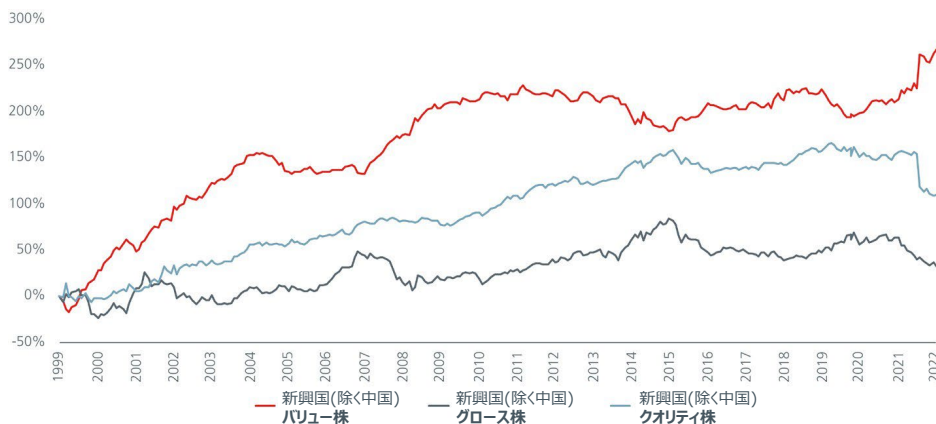
2009年の世界金融危機後、主要国の中央銀行や各国政府の政策対応は金融政策と銀行システムへの支援に集中しました。成長率もインフレ率も低く、ほとんどの企業は従来型の設備投資、つまり機械や工場への投資よりも、テクノロジーへの投資へと偏る傾向にありました。また、世界金融危機の10年はデジタル革命の10年であり、投資家はバリュー株投資を避け、代わりにクオリティ銘柄や短期的な収益が見込めるグロース銘柄などを選好しました。

この傾向は新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)によって2020年に更に進行し、中国を除いた新興国株式市場ではバリュー株とグロース株の間で極端なバリュエーション格差が生じました。

しかし、2020年後半以降、バリュー株はグロース株をアウトパフォームするようになり、市場センチメントは逆転しました。バリュー株のアウトパフォームにもかかわらず、現在の政策対応が実体経済への投資と消費者支援に重点が置かれていることから、バリュー株にはまだ上昇を続ける余地が十分にあります。インフレ圧力とそれに伴う金利の引き上げは、バリュー株には追い風となり、一方で割高なグロース株や高クオリティ株には打撃となる可能性がある、と私たちはみています。

これから10年は脱炭素革命の10年であり、現在のバリュー株銘柄のような実体経済セクター関連銘柄に恩恵をもたらすと私たちは考えています。

図表 6: 新興国株式(除く中国)のスタイル別指数のパフォーマンス推移



出所：各種データ(2022年12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.

また、バリュー株を重視する新興国株式(除く中国)への投資戦略は長期的に市場平均を上回る(アウトパフォームする)傾向があります(図表6参照)。従って、規律あるバリュー株投資家は、多様化した新興国株式市場(除く中国)への投資による株価上昇という魅力的な投資機会を持っていると言えます。

(データ出所)

1. MSCI のデータ(2023年1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)が集計。

※ 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。