

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



グレート・トランジション： 新興国市場への投資機会

新興国株式チーム

イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）



ポイント

- 企業は数十年にもわたって世界で最も低コストで拡張性の高い製造拠点から利益を得ることを狙い、サプライチェーンの最適化に取り組んで来ました。
- こうした状況は、中国のコスト上昇、他国との戦略的競合関係の激化、世界的なESGへの配慮の高まりを背景に変わりつつあります。サプライチェーン面での安全保障と多様化の動きは、今やほとんどの企業の中期投資計画の最重要課題となっています。
- 世界のサプライチェーンでは構造的な“中国離れ”が進行しており、その代替先としての必要なリソースと準備態勢を備えた新興国市場にとっては、大きなチャンスといえます。こうした状況は、規律あるボトムアップ投資家に魅力的な投資機会を提供する、と私たちは考えています。

数十年にもわたって世界の企業は世界で最も低コストで拡張性の高い製造拠点から利益を得ることを狙い、サプライチェーンの最適化に取り組んで来ました。

特に中国は豊富な低賃金労働者、サプライヤー、部品メーカー、流通業者などの強力なエコシステムの存在により、効率性が高くコスト優位性のある製造拠点となり、『世界の工場』としての役割を担うようになりました。

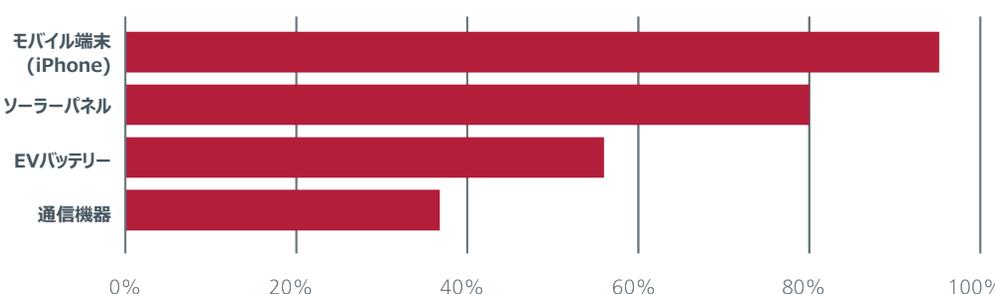
しかし、直近10年間に様々な要因が重なり、世界各国は『リショアリング(生産拠点を自国に戻す)』、『ニアショアリング(生産を自国に近づける)』、あるいは『フレンドショアリング(生産拠点を友好国や同盟国に移す)』により、サプライチェーンを中国以外へシフトするようになりました。私たちは本稿ではこうした大転換の動きを“グレート・トランジション”と呼ぶことにします。

こういったグレート・トランジションが推進される要因としては、以下のようなものが挙げられます。：

戦略産業において高まる中国の優位性への備え

モバイル端末、バッテリー技術、通信ハードウェアなどの戦略産業における中国の優位性は、過去5年間で高まっています(図表1参照)。

図表 1: 戦略産業に占める中国のシェア



出所：Visual Capitalist, Dell'Oro Group のデータ(2023年3月)など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

240228 (01)

invested in insights.

一方、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)、中国の他国(米国、インド、日本、オーストラリアを含む)との対立激化、ウクライナ問題の長期化といった世界情勢を背景に、世界各国はサプライチェーンのレジリエンス(強じん性)と安全保障を強化したいという願望を高めています。

2021年2月、米国ではバイデン大統領が、特に半導体、医薬品、希土類(レアアース)を含む重要鉱物、バッテリーなどの分野の安全保障上重要な製品について、海外サプライヤーへの依存を減らすことを意図して、自国のサプライチェーンの強化を開始しました。この強化はまた、潜在的な脆弱性を特定し同盟国との協力関係強化を狙うものでもありました。

米国はその後、リショアリングとフレンドショアリングを促進するためのさまざまな政策を打ち出しています。これには、インフラプロジェクトに国産の材料や製品を使用することを連邦政府機関に義務付ける『超党派インフラ投資法案(2021年)』や、国産チップ製造やサプライチェーン・セキュリティへの奨励金や助成金を盛り込んだ『CHIPSおよび科学法(CHIPSプラス法)、(2022年)』などがあります。同時に、『インフレ抑制法(IRA)、(2022年)』では、国内で商品やサービスを生産し、米国人を雇用する企業の法人税率を引き下げるといった税優遇なども含まれています。

米国と欧州連合(EU)はまた、2021年6月に『米・欧州連合(EU)貿易技術評議会(TTC)』を設立しました。2022年5月に開催された会合では、規制基準の調整やイノベーションと競争力の促進を通じて、フレンドシェアリングを推進するため合意がなされています。

世界で高まるESGの重要性

ESG(環境・社会・ガバナンス)問題の優先順位が国、企業、規制当局にとって世界的に高まっていることも、企業にサプライチェーンの多様化を促す要因となっています。世界最大の温室効果ガス排出国である中国は、エネルギー源として石炭に大きく依存していることで、世界中から厳しい目を向けられています(図表2参照)。今後、環境規制が強化されれば、中国に製造拠点を置く企業の操業コストや投資コストが上昇する可能性があります。

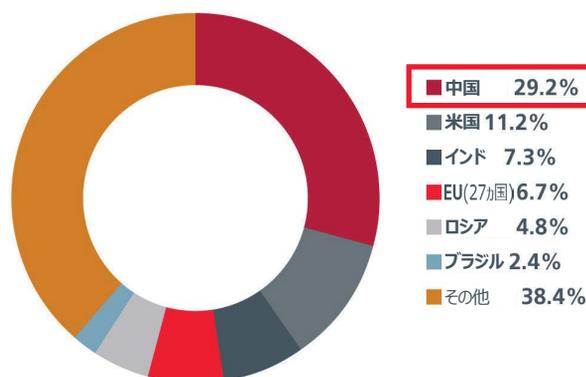
低下する中国のコスト優位性

中国の経済成長と高齢化に伴い、米国に対する中国の労働コストの優位性は年々低下しています。中国が世界貿易機関(WTO)に加盟した2001年当時、平均的な米国人労働者の年間賃金と中国人労働者の年間賃金の差は約30倍でした。しかしその後、この賃金格差は2021年時点¹で3.5倍にまで低下しています。一方、中国の製造業賃金はブラジルとメキシコと比べると2倍以上高く²、さらにインドやASEANの一部の国よりも高い水準にあります(図表3参照)。

グレート・トランジションは本当に起きているのか？

グローバル・サプライチェーンの多様化の動きは、企業マインド、貿易、投資の面で大きな影響を与えています。

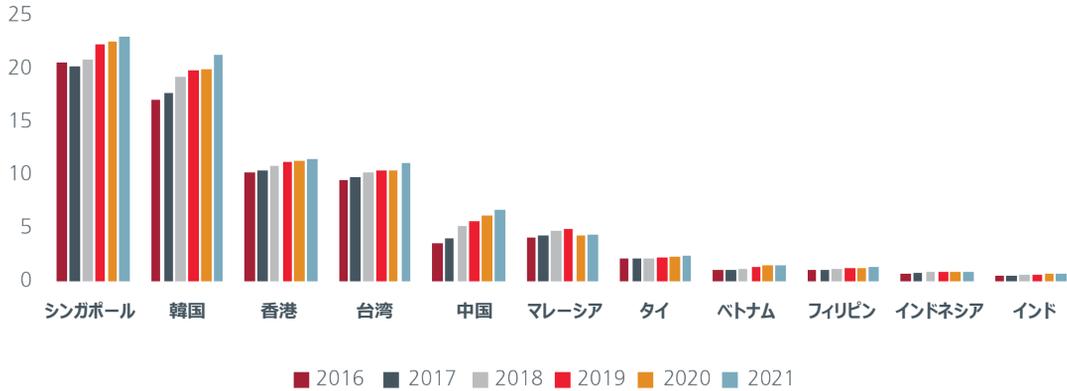
図表 2: 世界の温室効果ガス排出量の国別シェア (2022年)



出所：Statista のデータ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)が作成。

invested in insights.

図表 3: 製造業の賃金 (時給、米ドル)



出所：Euromonitor, Morgan Stanley Research のデータ(2022年10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)が作成。

欧米企業を対象とした最近の調査では、欧米企業の回答者の50%以上が過去12か月の間に事業を『ニアショアリング(生産を自国に近づける)』または『リショアリング(生産拠点を自国に戻す)』していることが示されています³。別の調査では、企業がサプライチェーンを中国から分散化した理由の上位3項目として、中国政府の新型コロナウイルス政策(厳格なゼロコロナ政策の影響)、サプライチェーンのレジリエンス強化、コスト増の3点を挙げています⁴。

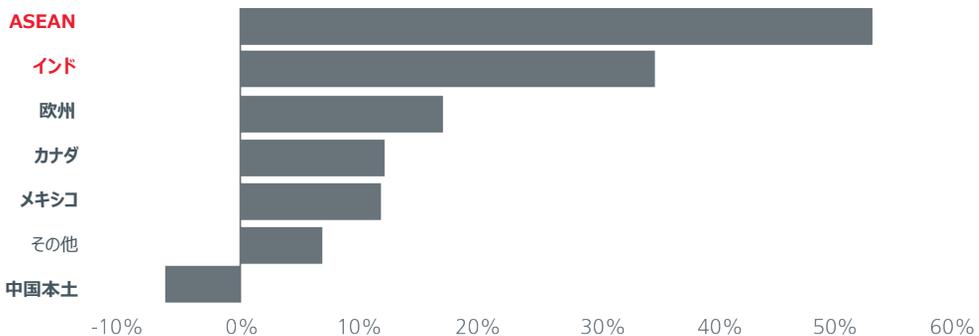
その一方で、世界の企業が製造拠点の一部をASEANやインドに移転し始めているとの動きが出ています。実際、米中貿易戦争が始まって以来、米国のモノの輸入額全体に占める中国の割合が縮小しているのに対し、ASEANとインドは拡大しています(図表4参照)。

米国とEUによる先端半導体チップと生産設備の対中輸出規制は、中国のハイエンド電子機器と自動車製造業の輸出に打撃を与えていると思われます。

外国企業の対中直接投資(中国への対内FDI)のフローも2022年第2四半期以降に急減しており、同データから中国企業の対外直接投資(中国の対外FDI)のフローを差し引いたFDIネットフローはしばらくの間赤字に陥っています。最近では中国への対内FDIフローは2023年第3四半期に四半期ベースでマイナスに転じましたが、これは同データ集計が始まって以来初めてとなります(図表5参照)。

FDIネットフローのデータは、中国における多国籍企業の利益だけでなく、運転資本の本国送還も捉えているため、中国の金利低下や産業収益の悪化もFDIの低下の原因ともなっています。とはいえ、地政学的緊張と中国国内の景況感の低迷は、投資先としての中国の魅力を一時的に低下させています。

図表 4: 米国の輸入額に占める国・地域別の変化率 (2018年と2021年)



出所：米国勢調査局, HSBC のデータ(2022年10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)が作成。

invested in insights.

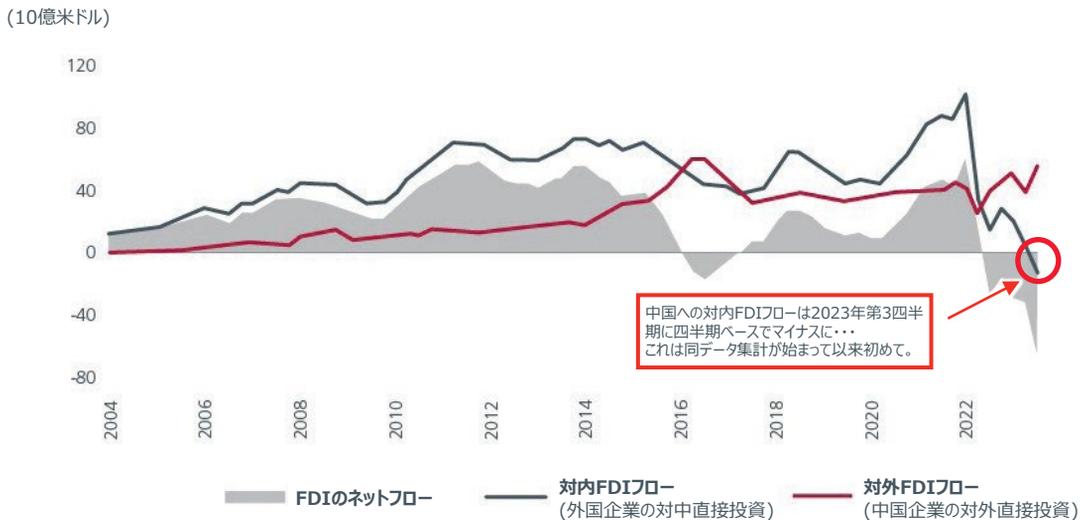
グレート・トランジションの恩恵にあずかる国はどこか？

中国は、その大規模な熟練労働力、優れたインフラ、巨大な国内市場を背景に、引き続きグローバル・サプライチェーンにおける支配的かつ影響力のあるプレーヤーであり続けることでしょう。従って、中国からの移転の動きは緩やかで部分的なものになると思われます。とはいえ、この移転は、世界の新興国市場の多くの国の経済と企業にとって、大きなチャンスをもたらすことでしょう。最も恩恵を受けるのは、ASEAN諸国、ラテンアメリカ諸国、インド、新興EMEA(欧州新興国、中東及び、アフリカ)諸国と思われます。これらの国々は安価な労働力を有し、既に適切な製造基盤を持ち、主要コモディティの生産国でもあります。

これらの国々の製造業の付加価値の合計は、まだ中国の半分以下となっています(図表6参照)。今後は、中国からのわずかなシフトがこれらの国々の製造付加価値を大きく増加させることになります。

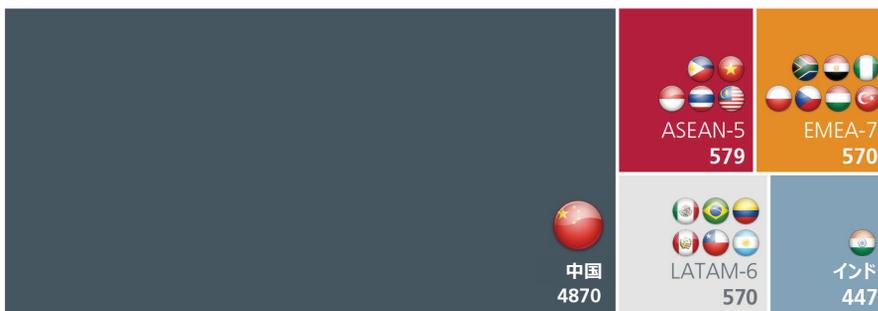
ASEANは世界のFDI総額に占めるシェアが高まっており(図表7参照)、またモノの輸出に占めるシェアも高まっています。さらに、電気自動車(EV)産業では既に域内でサプライチェーンが確立されています。加えて、ASEAN経済は、半導体ベンチャー企業を中心とする技術投資の堅調な伸びによって、大幅に強化されています。そのうえ製造拠点としてのASEANの魅力は、良好な人口動態に支えられた魅力的な消費市場の存在によって益々高まっています。

図表 5: 中国の対内FDIフローと対外FDIフローの推移



出所：BofA Global Research、CEIC のデータ(2023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)が作成。

図表 6: 2021年の製造業付加価値 (単位:10億米ドル)



出所：世界銀行のデータ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)が作成。
 ● ASEAN-5には、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナムの5か国が含まれます。
 ● LATAM-6には、メキシコ、ブラジル、コロンビア、ペルー、チリ、アルゼンチンの6か国が含まれます。
 ● EMEA-7には、ポーランド、チェコ、ハンガリー、トルコ、南アフリカ、ナイジェリア、エジプトの7か国が含まれます。

invested in insights.

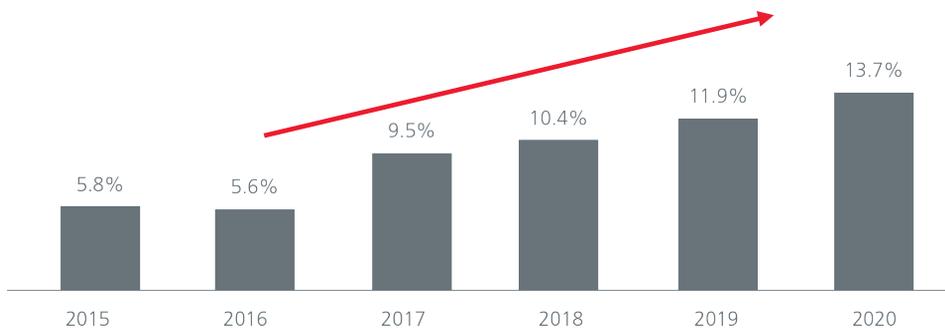
ラテンアメリカではメキシコは米国と地理的に近く、製造能力が高く、労働力が豊富で、重要な天然資源(エネルギー、銅、リチウム)があることから、米国にとっての『ニアショアリング』のリーダー的ポジションにあります。メキシコへのFDIは2013年以降堅調に推移していましたが、特に2022年には『ニアショアリング』の高まりを反映して急増しています。さらに、メキシコは米国との自由貿易協定の恩恵も受けています。米中貿易戦争が始まって以来、メキシコの対米輸出は増加しており(図表8参照)、最近では、2023年前半にメキシコが中国を抜いて最大の対米輸出国になっています。ラテンアメリカの他の国々は、EVや再生可能エネルギーの主要素材であるリチウムや銅に富んでおり、これらの国々はFDIの魅力的な投資先となっています。

インドは世界でも有数の良好な人口動態を有しており、これは豊富な労働力と拡大する巨大な消費市場の源泉となっています。インド政府はまた、法人税率の引き下げ、生産連動型優遇策(PLI)、国家インフラストラクチャー・パイプライン(NIP)計画といった一連の施策で製造業を支援しています。

インドの製造業セクターは、iPhoneの組み立てなどを請け負っている台湾の鴻海(ホンハイ)精密工業による最近のインド国内での拡張計画のように、特に輸出と外国投資の流入において力強い成長を続けることでしょう。

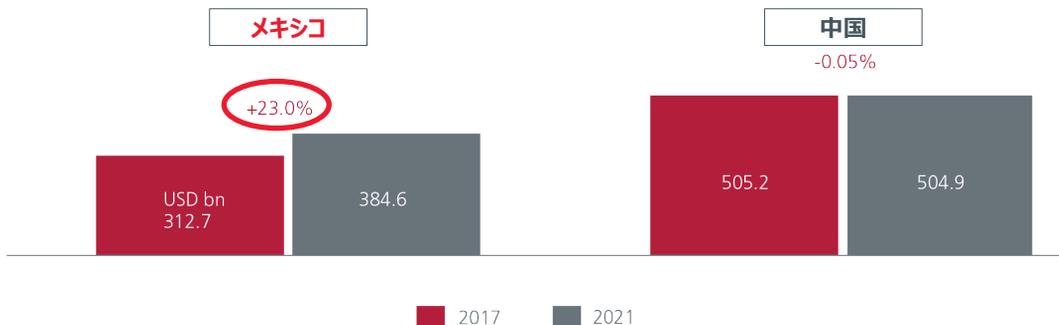
新興EMEA(欧州新興国、中東及び、アフリカ)諸国もインドと同様の良好な人口動態と製造拠点を有しています。CE3諸国(ポーランド、ハンガリー、チェコ)とトルコは、非常に競争力のある製造拠点を有しており、多国籍企業だけでなく、欧州先進国企業による『ニアショアリング』からも恩恵を受けることでしょう。アフリカは世界で最も急速に人口が増加しており、また最も若い人口を抱え、2020年から2030年にかけての世界人口の増加分の半分を占める見込みです。また、2030年までに消費者と企業を合わせて6.7兆米ドル、2050年までに16兆米ドルの支出が見込まれています。

図表 7: 全世界のFDI総額に占めるASEANの割合は上昇中



出所：ASEAN事務局、ASEAN FDIデータベースのデータ(2021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)が作成。

図表 8: メキシコの対米輸出は増加～メキシコと中国の対米輸出額変化の比較



出所：米国国際貿易委員会(USITC)のデータ(2022年11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)が作成。

invested in insights.

グレート・トランジションにどう投資するか？

コストの上昇、地政学的な懸念、サプライチェーンのレジリエンスと安全保障を背景に、グローバル企業はサプライチェーンの多様化を進め、自国の近くや同じ志を持つ同盟国内に代替製造拠点を求めるようになってきました。米アップルのインドへの軸足移し、米テスラのメキシコでの大規模工場(例:ギガファクトリーの建設計画)、韓国サムスン電子のベトナムへの投資といった動きは、世界でサプライチェーンの移転が進行中であることの証拠と言えます。これは、移転に際しての必要なリソースと準備態勢を備えた新興国市場にとっては、大きなチャンスと言えるでしょう。投資家はファンダメンタルズ重視の規律ある投資アプローチによって、こうしたチャンスを活用することができるでしょう。

(データ出所)

1. 中国国家統計局
2. Moody's Analytics.(2023年9月)
3. EY Industrial Supply Chain Survey.(2022年)
4. CEIC、米中経済協議会(USCBC)の会員向けアンケート調査(2022年6月)

<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。