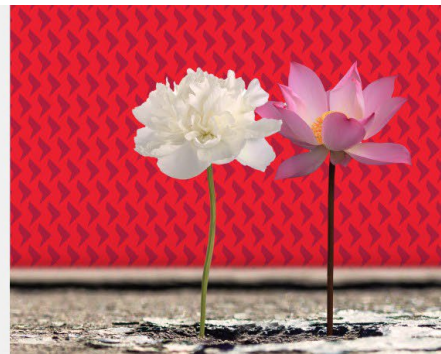




インド株と中国株： 市場のレジリエンスに再注目



Yuan Yiu Tsai

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）

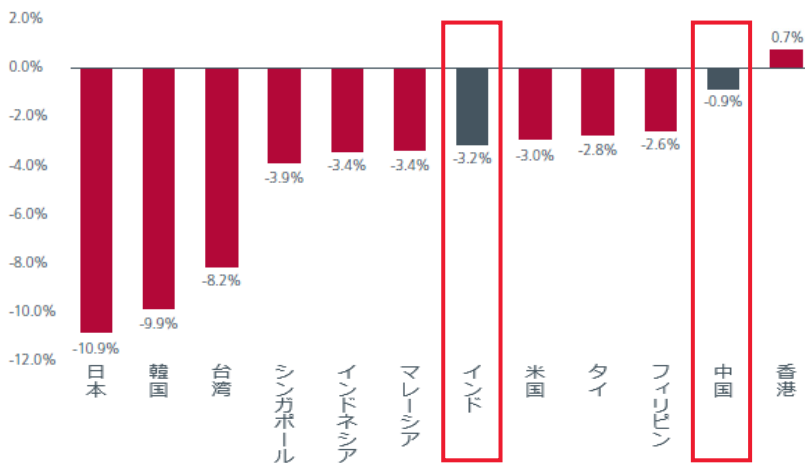
ポイント

- 8月初旬の世界株式市場の急落局面において、中国とインドへの影響は限定的でありアジア市場の大半を上回る底堅いパフォーマンス、つまり相対的なレジリエンス(強じん性)を示す結果となりましたが、これは“特異な要因”によるものです。私たちは、この要因が今後のボラティリティの上昇局面においても、これらの市場を引き続き魅力的なポジションに導く、と考えています。
- インド株式市場のレジリエンスは、国内投資家の基盤の強さ、北米地域への収益エクスポージャーの低さ、米国市場に対するベータ(連動性)の低さに

起因しています。中国株式市場のレジリエンスは、割安なバリュエーション水準、機関投資家の保有比率の低さ、インターネットなどの主要セクターにおけるファンダメンタルズの改善、といった要因に支えられています。

- 中国とインドの株式市場への投資を行う複合戦略ポートフォリオは、世界的なボラティリティ上昇局面において高いレジリエンスを発揮するだけでなく、両市場間の相関が低下していることを考えると、大きな分散効果のメリットももたらします。

図表 1: 8月5日の主要株式市場のパフォーマンス



出所：Bloomberg、MSCIの各当該インデックス(米ドルベース)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。

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

invested in insights.

8月初旬、アジアをはじめ世界の主要なリスク資産(株式)は企業のAI投資の収益化に対する懸念、米国の景気後退への懸念、円キャリートレードの巻き戻しなど、さまざまな要因を背景に急落しました(図表1参照)。しかし、中国とインドの株式は“特異な要因”に支えられ、他のアジア市場よりも下げ幅が小幅にとどまり、相対的に底堅いパフォーマンスを示した数少ない市場の一つとなりました。この“特異な要因”は今後のボラティリティの高い局面においても、これらの市場を有利なポジションへと導き続ける、と私たちは考えています。

インド株式市場 – 国内投資家からの堅調な資金流入が支援材料

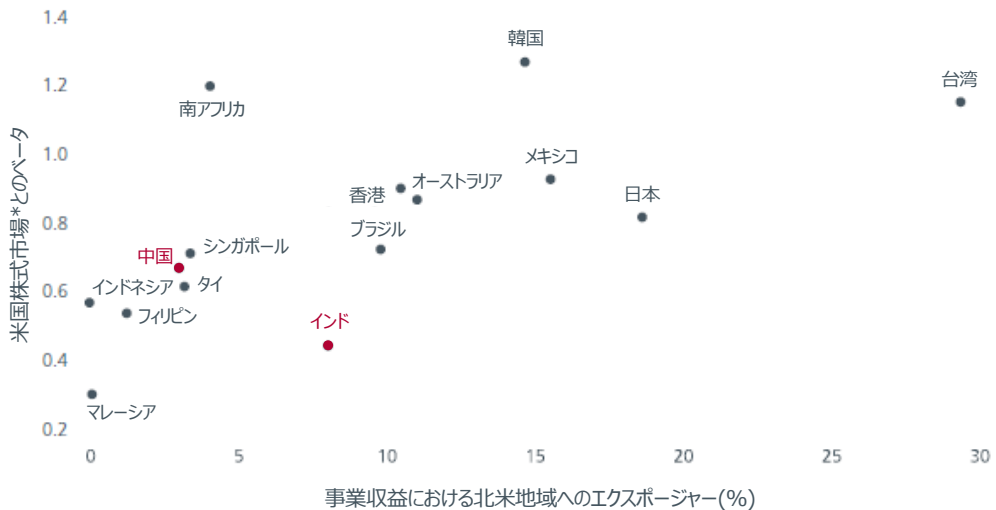
インド株式市場が8月初旬の世界的な急落局面で相対的に底堅いパフォーマンスを示したことは、同国の現在の割高なバリュエーション水準に対する懸念を考えると意外かもしれません。しかし、外国人投資家からの資金流入の動きに大きく依存している他のアジア市場とは異なり、インド株式市場は国内投資家からの安定的な資金流入に大きく依存しており、こうした資金は“粘着性が高い(流出度合いが小さい)”傾向にあります。

図表 2: インド株の組み入れ割合の比較(新興国株式ファンドと新興国株式インデックス)とインド株のパフォーマンスの相対優位性(インド株式インデックスの新興国株式インデックスに対する相対パフォーマンス)



出所：EPFR、FactSet、Morgan Stanley Research のデータ(2024年7月31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)が作成。
 ※相対パフォーマンスについては2000年を100として指数化。※インド株式インデックス：MSCI India Index、新興国株式インデックス：MSCI Emerging Markets Index。

図表 3: アジア株式の考察 ~米国株式市場*とのベータと事業収益における北米地域へのエクスポージャー



出所：Bloomberg、Morgan Stanley Research 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。
 ※ベータは、MSCIの各インデックスに基づいて算出されています。週次リターンによる52週間ローリングデータを使用。*MSCI USA Index。

invested in insights.

インド株式市場は外国人投資家の間で人気の市場とみられることが多いですが、市場の堅調なパフォーマンスにもかかわらず、インド株の組み入れ割合を『新興国株式“ファンド”全体』と『新興国株式インデックス』で比較した場合、その差分(前者から後者を差し引いた数値)は2005年以来、最低水準にあります(図表2参照)。つまり、新興国ファンドにおけるインド株の組み入れ割合は新興国市場全体(インデックス)に比べて、まだ低い水準にあります。

また図表3に示すように、インド株式市場(MSCI India Index)は米国株式市場(MSCI USA Index)に対するベータ(感応度)も低くなっています。一部の企業(例:情報技術セクター)を除き、一般的にインド企業は北米地域への収益エクスポージャーが低いため、米国の景気後退リスクに対する脆弱性が軽減できる可能性があります。しかし米国への収益エクスポージャーが最も高いインドの情報技術セクターは、ベンダー統合などの影響により、過去1年半で既に成長が鈍化しています。

米連邦準備制度理事会(FRB)による9月の利下げがほぼ確実視されていることから、米国と世界との金利差が縮小するにつれて米ドル高は修正に向かう可能性があります。歴史的に、新興国株式市場は主要通貨に対する米ドルの総合的な強さを示すドル指数が弱まると他市場(例:先進国株式市場)にアウトパフォームする傾向にあります。同時に、FRBの利下げはインド準備銀行(中央銀行、RBI)にインドルピーのボラティリティを刺激することなく政策金利を引き下げる(※政策金利の引き下げが必要な場合)余地をもたらす可能性があります。

中国株式市場 – 独自のリズムを歩む市場

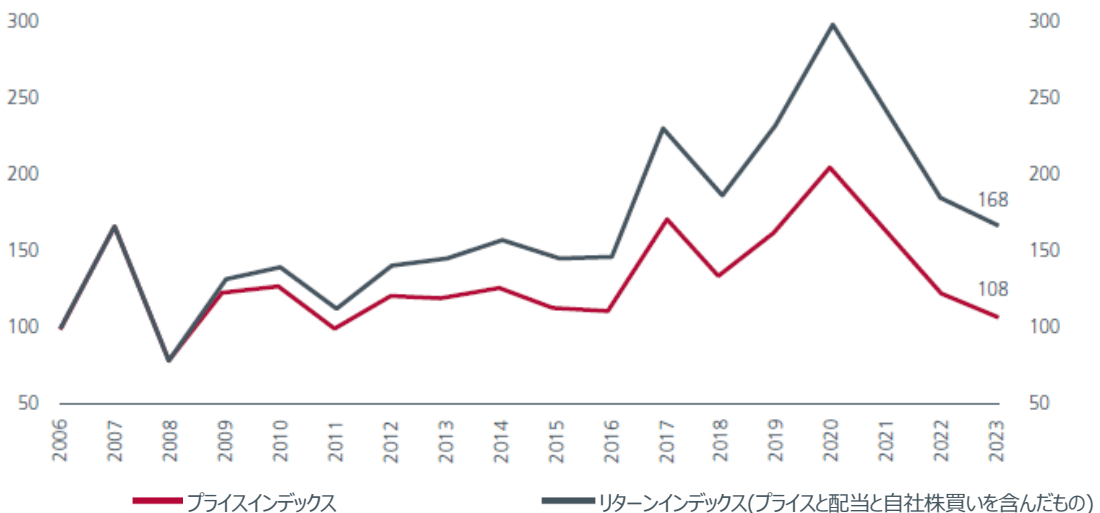
中国株式市場は、バリュエーション水準が底位にあること、機関投資家の保有比率が低いこと、一部の主要セクターのファンダメンタルズが改善していること、などからインド株式市場と同様に世界的なボラティリティ上昇局面においても相対的に高いレジリエンスがある、と私たちは考えています。

12か月先予想利益ベースの株価収益率(PER)が9倍の中国株式市場(MSCI China Index)は、これまでの同市場の過去の水準と比較して低いバリュエーションにあります。現在の中国経済が直面している課題は広く知られています。つまり不動産市場の低迷、消費者心理の悪化、政府による効果的な景気刺激策の欠如などです。投資家心理を引き上げるためには、大規模な景気刺激策が必要です(※2024年9月5日現在、こうした動きはまだみられません)。こうした施策が打ち出されるまでは、政府が企業に株主への還元を増やすよう奨励しているため、配当と自社株買いが市場の安定化に向けたプラス材料になるはず(図表4参照)。

中国株は現在、世界の投資家の間で最も人気のない投資先の1つであり、中国株に対する世界の投資家のポジションは12年ぶりの低水準にあります。これは投資家のリスク回避姿勢が全般的に高まる局面においては、同市場がこれ以上は下落する余地が少ないことを示唆しているとも言えます。本資料2ページ目でご紹介した図表2は、インド株式(MSCI India Index)と同様に、中国株式(MSCI China Index)の企業は北米への収益エクスポージャーが他の新興国と比較して低いことを示しており、これによって中国株式の米国の景気後退リスクに対する脆弱性も低くなるはず(図表4参照)。

図表 4: 中国株式*は配当と自社株買いがリターン牽引の重要な要因となっている

*MSCI China Index



出所: MSCI, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research のデータ(2024年6月24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)が作成。

invested in insights.

図表 5: 中国株式*と主なアジア株式との相関

*MSCI China Index



出所：FactSet、MSCI、Goldman Sachs Global Investment Research のデータ(2024年8月15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)が作成。※ローリング相関を使用。

マクロ面では、中国の輸出に占める米国のシェアは、2001年の最高値20%から2024年第1四半期には14%に低下しています。対照的に中国の輸出に占めるASEANのシェアは、同時期に7%から17%へと2倍以上に拡大しています。

重要なポイントは、中国株式(MSCI China Index)は日本、台湾、韓国などの他のアジア市場との相関が低下傾向にあることです(図表5参照)。また中国株式(MSCI China Index)とインド株式(MSCI India Index)の両市場間での相関はさらに低い状態にあります。そのため、投資家はポートフォリオ内で相関の低い両市場を組み入れることで、大きな分散化のメリットを得ることが期待できます。

高いレジリエンスを発揮する株式市場

インド株式市場は8月の市場急落に加え、今年はさらに“2つの想定外の国内ショック”(①6月の下院総選挙でモディ首相率いるインド人民党(BJP)が主導する与党連合は過半数を維持したものの事前予想に反して単独過半数を確保できなかったこと、②7月に発表されたインド国家予算案(2024/25年度)でキャピタルゲイン課税強化が発表されたこと)に見舞われましたが、依然として底堅い状態が続いています(2024年8月末時点)。同市場は国内投資家からの資金流入が堅調であることを考えると、米国の景気後退がインド株式市場を低迷させる可能性は低い、と言えるでしょう。

市場が不安定な局面においては、バリュー株投資に注力することで、インドの構造的成長ストーリーに参加しつつ、投資家にバッファー(市場の下落局面においてもその下落幅は小さくなる可能性)を提供できるはずです。

今後数か月間はボラティリティの高い市場局面が予想されますが、中国株式(MSCI China Index)の現在の低いバリュエーション水準、投資家の期待の低さ、他の株式市場との相関の低さから、同市場は比較的底堅い状態に置かれるはずで、過去数年間、中国株式市場のパフォーマンスは期待外れのものとなりましたが、バリュー投資家が魅力的な投資機会を見つけられるのは“このような状況”からです。特に、MSCI China Indexの構成企業のうち39%を占めるインターネット関連の企業は、これまで加熱していた電子商取引の企業間競争が一服し、企業による自社株買いが加速する中、収益が好調に推移している点に、私たちは注目しています。

invested in insights.

※ 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。