

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



なぜ今、新興国株式 に注目するのか？

**Samuel Bentley**

クライアント・ポートフォリオ・マネジャー、株式運用部門
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

- **新興国市場における企業の長期成長プレミアムは先進国市場と比較して依然として堅調であり上昇傾向にあります。**
- **新興国市場の企業の1株当たり利益(EPS)の伸びは、約10年ぶりに先進国市場を上回っています。**
- **新興国市場の株式は先進国市場と比べて過度に投資額が小さい市場の一つとなっており、バリュエーション面において絶対的にも相対的にも魅力的な水準にあります。**

新興国市場の株式のパフォーマンスは、2010年以降、先進国市場に比べて遅れをとってきました。この遅れの原因については、これまで非常に広く議論されてきましたが、結論として、先進国市場の株式が低金利、低成長、低インフレの市場環境を経て優れた収益を上げていることによって裏付けられることがよくあります。また、同期間は世界的に設備投資と実質投資が長期にわたって低下した期間でもあり、これが新興国株式にネガティブな影響を与えました。

私たちは、現在の世界経済は大幅な構造変化の初期段階にある、と考えています。同時に、新興国市場には多くのポジティブな材料が集まっておりその恩恵を受けつつあります。これは、新興国株式の次の強気サイクルにつながる可能性があります。

新興国にとって追い風となる長期成長プレミアム

新興国株式市場は、優れた成長機会に参入できるとの期待から、長い間投資家を魅了してきました。新興国市場の長期的な成長プレミアム(対先進国での経済成長のプレミアム)は、過去50年間で1~7%までのレンジ内で変動しており、現在は約2%の水準にあります(図表1参照)。この成長プレミアムと株式市場の相関関係についてはこれまでも多くの議論がなされてきましたが、株式投資家の観点からは、特に成長プレミアムが上昇しているときに、成長率の高い特異な市場は投資家に多くの魅力的な利益をもたらす可能性があることが判明しています。

国のGDP構成要素の内訳は、消費、投資、政府支出、純輸出(=輸出-輸入)の4つの項目からなります。今後数年間を見据えると、この継続的な成長プレミアムのこれらの構成要素はすべて、新興市場全体でかなり堅調であり、先進国と比較して上昇傾向にあることがわかります。市場のコンセンサスでは、新興国市場は全体で約5%成長すると予測されています。この成長は、人口動態と所得の伸びによる堅調な消費、資本支出の増加、インフラに対する政府支出の増加、世界貿易を支える堅調な製造活動によって支えられます。これらは新興国株式への投資機会にとって良い兆しとなります。

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。

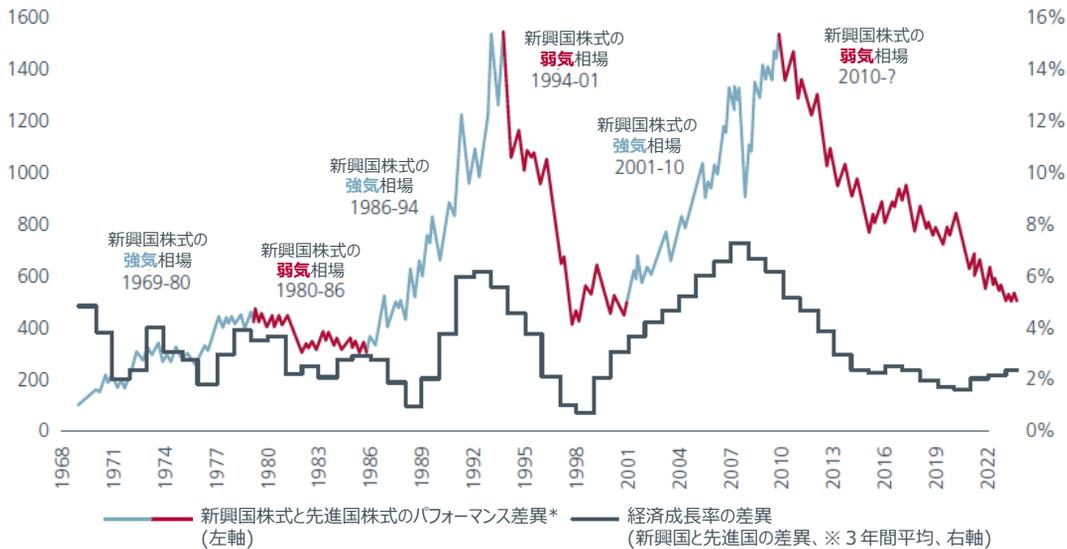
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

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

241121 (04)

invested in insights.

図表 1: 新興国株式は通常、先進国株式との成長ギャップが拡大すると同株式を上回るパフォーマンスに



出所：FactSet, Goldman Sachs, MSCI のデータ(2024年8月26日時点)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。
 ※●新興国株式：MSCI Emerging Markets Index、●先進国株式：MSCI World Indexを使用。
 *グラフはMSCI Emerging Markets Index, MSCI World Indexの各騰落率を用いて、前者から後者を差し引いて起点を100として指数化。

回復に向かう新興国市場の設備投資と企業収益

2010年以降、新興国にとっての大きな逆風の1つは、設備投資が減少傾向にあったことです。2008年の世界金融危機後、低成長環境を鑑みて、企業は世界的に長期設備投資計画を縮小しました。この動きは、新興国市場の企業の収益実績の悪化と密接に関係しています。一方、先進国市場の企業は、自己資本利益率と収益性の向上に重点が置かれ、それが先進国の長期的な株価上昇を支えました。

しかし、2020年後半以降、世界中の企業や政府が設備投資とインフラ支出に再び重点を置くようになりました(図表2参照)。約10年間の設備投資の減少による投資不足を取り戻すには時間がかかりますが、そのポジティブな影響はすでに現れており、新興国市場の企業収益は約10年ぶりに先進国市場よりも高い成長率を示しており、この傾向は今後も続く見込みです。2024年時点、新興国市場の企業の1株当たり利益の成長率は22%で、先進国の8%を上回っています。

設備投資や企業収益とは別に、上場企業におけるガバナンス改善の推進は、過去10～20年にわたる日本における一連のガバナンス改善の成功を受けて、特にアジアで勢いを増している可能性があります(本件については2024年5月発行の弊社レポート『[アジア株式\(除く日本\)：企業価値向上の取り組みによるリターン上昇期待](#)』をご参照下さい)。

この動きは、株主利益の向上につながる可能性があります。例えば、韓国政府は、投資家と自国の年金基金の双方の利益のために、大幅な割安状態にある韓国企業の株価を支援する政策を推進し、企業価値向上の実現を促しています。またインドでは、企業の効率性に対する規制支援、中国では国有企業に対する規制支援もみられています。

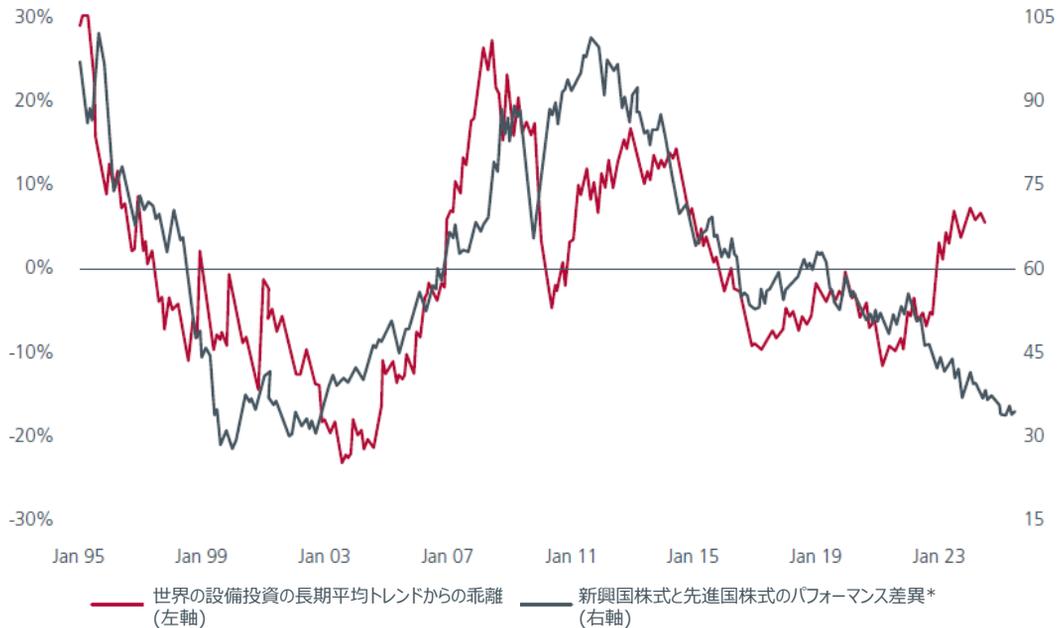
米FRBの利下げと中国の景気刺激策が新興国株式に追い風

米連邦準備制度理事会(FRB)による9月の4年半ぶりの0.5%という大幅な利下げも新興国市場にとっては追い風です。FRBの利下げサイクルは歴史的に新興国株式のアウトパフォーマンスと正の相関関係にあります。金利は今後も循環的ですが、世界の政府や企業がサプライチェーンを安価な市場からより安全で自国に近い市場へのシフトといった多様化に努めているため、主要国の金利は中央銀行による利下げが完了した後も、その水準は今後10年間では構造的に高くなる可能性が高いでしょう。

もう1つの追い風は、FRBが今後も引き続き利下げを続ける中で米ドルが弱まる可能性があることです。米ドルが弱まると新興国株式のパフォーマンスが上昇しますが、これは新興国の自国通貨の購買力が改善し、米ドル建ての負債ファイナンスが相対的に安くなることが背景に挙げられます。また米ドルが弱まると投資家からの新興国市場への資金流入が増えることから、米ドルの動きは世界の投資家が注目する指標ともなっています。

invested in insights.

図表 2: 世界の設備投資が上向きになると新興国株式のパフォーマンスは先進国株式を上回る傾向に



出所：CLSA、DataStream Refinitiv、MSCIのデータ(2024年6月30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。

※●新興国株式：MSCI Emerging Markets Index、●先進国株式：MSCI World Indexを使用。

*グラフは新興国株式と先進国株式の各騰落率を用いて、前者から後者を差し引いて起点(1993年12月末)を100として指数化。

新興国株式の投資家にとって、中国は最大の関心事項の一つとなっています。市場心理は、中国のコロナ禍からの経済回復が遅れていること、不動産セクターの崩壊の収束スピードが鈍いこと、効果的な景気刺激策の欠如、貿易関税の引き上げに向けた動き(例：米国による中国に対する関税引き上げ)などの地政学的緊張により、大きな打撃を受けています。しかし、最近の米国をはじめとする主要国の利下げサイクルにより、中国は成長促進政策を開始する機会が生まれました。最近、中国が発表した不動産市場と株式市場に対する支援策は、数年ぶりの大規模な協調緩和となります。

中国の中期的な上昇トレンドを維持するには、ファンダメンタルズの真の改善が必要になりますが、中国株は依然として非常に魅力的なバリュエーション水準で優れた企業を厳選して購入できる機会を提供している、と私たちは考えています。しかし、一部の投資家が中国を新興国株式の投資先から切り離したいと考えていることも私たちは認識しています。これら点については今年6月に発表したレポートで解説させて頂きました(本件については2024年6月発行の弊社レポート『[中国を除く新興国株式市場が依然として価値を持つ理由](#)』をご参照下さい)。

投資家心理はまだ改善していないため、新興国株式のバリュエーション水準は非常に魅力的

投資家のトータルリターン(キャピタルゲインとインカムゲイン)の観点からみると、新興国への投資において最も重要な指標はバリュエーションです。過去のデータが証明しているように、投資対象を安く買うことが株式投資の長期的なリターンにとって最大の追い風となります。現在の新興国株式はまだ保有者が少なく、バリュエーション水準は絶対値ベースでも、また先進国株式との相対ベースでも魅力的なままです(図表3参照)。

株式の銘柄選択アプローチにとって非常に重要なのは、現在、新興国株式の割高株と割安株の間で極端なバリュエーション格差が生じていることです。これは、同市場への投資のリスクと機会の両方を反映しています。たとえば、インデックス型のETFを購入すると、割高株と割安株の双方が投資対象となるため(双方の株式が当該インデックスに含まれる場合)、より高いリターンを獲得する可能性が薄れてしまいます。一方で銘柄を選別するボトムアップ・アプローチのアクティブ型の投資では、非常に魅力的なバリュエーション水準にある多くの優れた銘柄を見つけ出して投資対象にすることができます。

株式バリュエーションの乖離を見ると、人気のあるテーマ別成長株や高クオリティ株の一部が非常に割高である一方で、あまり知られていない銘柄には割安で魅力的なバリュエーション水準にある投資機会が数多くあることが明らかとなっています。これが、バリュエーションを重視した投資アプローチが利益をもたらすことにつながるのです。

invested in insights.

図表 3: PBR(株価純資産倍率)からみて新興国株は先進国株に比べて割安なバリュエーション水準



出所：Datastream Refinitiv、MSCIのデータ(2024年8月30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。
 ※●新興国株式：MSCI Emerging Markets Index、●先進国株式：MSCI World Indexを使用。

※ 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。