

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



新興国市場： 過小評価された真の価値



Steven Gray

新興国・アジア地域バリュー株式ヘッド
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

- ▶ 2025年のこれまでの時点で、先進国市場を上回るリターンを示しているにもかかわらず、新興国市場は依然として割安であり、世界の株式資産に占める割合も著しく低い水準にとどまっています。
- ▶ 米ドルの軟化、新興国の中央銀行による利下げ余地、そして中国の成長モメンタムの再加速といった要因が重なり、新興国市場の優位性を後押しする環境が整いつつあります。
- ▶ 新興国企業は、株主還元をより重視する姿勢を強めています。この変化は、グローバル投資家にとって、より健全で魅力的な投資環境の到来を示唆するものです。

新興国市場は、際立ったバリューとリターンを提供しています。2025年7月末時点でのリターン（ネット）は17.0%に達し、先進国市場の13.1%を上回る成果を挙げています。にもかかわらず、新興国市場は依然として大きく割安な水準にあります。予想株価収益率（予想PER）は14倍と、先進国市場より30%、米国市場と比べると実に42%も低い水準です（出所：Bloomberg。2025年8月31日時点）。さらに米国市場と比較して低い株価純資産倍率（PBR）と高い配当利回りを加味すれば、新興国市場への投資魅力は一層際立ちます。

しかし、新興国市場には依然として顕著な資金流入は見られていません。世界の株式運用資産に占める割合はわずか5%に過ぎず、MSCIオール・カンントリー・ワールド指数（ACWI）における構成比である10%の半分にとどまっています。これは、世界人口の84%、世界GDPの60%を占める地域としては著しく過小評価されていると言えるでしょう（出所：IMF、Bloomberg、HSBC。2024年12月31日時点）。一方、米国株式市場への集中度は過去最高水準に達しており、外国投資家による保有比率がわずかに低下するだけでも、数兆ドル規模の資金流出が起こり得る状況です。これらの資金の一部が新興国市場へとシフトするだけでも、極めて大きなインパクトをもたらす可能性があります（次頁、図表1参照）。

一般的に、バリュエーション（株価の割安・割高度合い）だけでは新興国市場を支える十分な要因とはなりにくいものの、市場の転換局面においては極めて強力な推進力となります。長期にわたる新興国市場のアンダーパフォーマンスを経て、先進国市場との相対的な転換点を示唆する前向きな兆しが現れ始めています。

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。

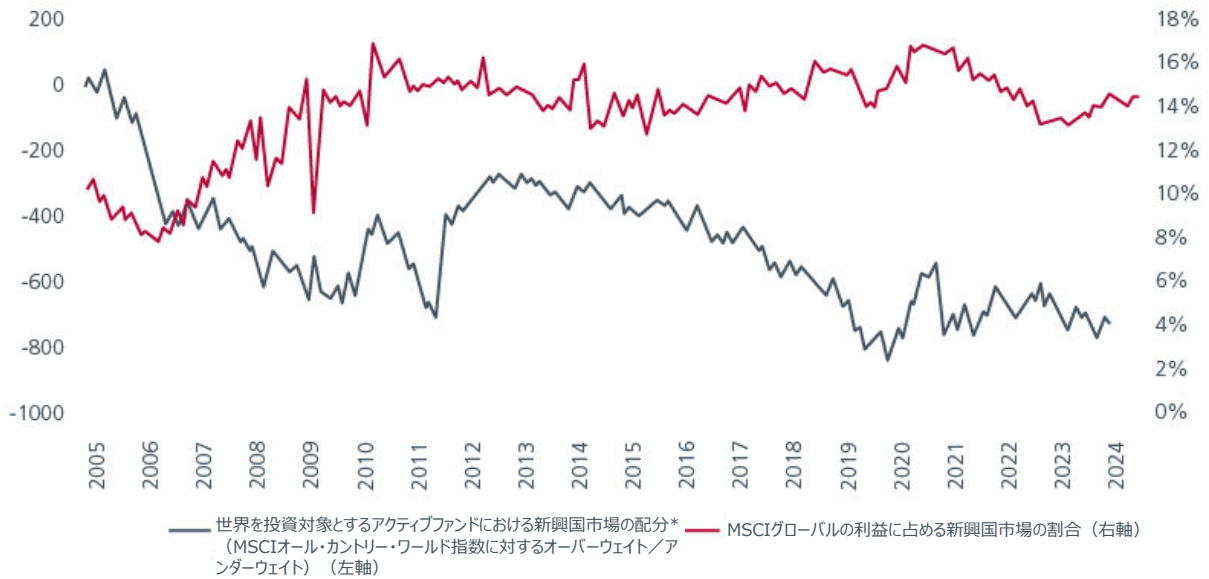
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

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

251007(03)

invested in insights.

図表1：新興国市場は依然として過小保有の状態



出所：EPFR、FactSet、MSCI、ゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチ（2025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）作成。
 注：世界を投資対象とするアクティブファンドには、グローバルおよび米国を除くグローバルへの投資対象が含まれます。
 *世界を投資対象とするアクティブファンドにおける新興国市場の配分は2005年1月を0として指数化

米ドルの弱含みは新興国市場に追い風

中でも注目すべきは、米ドルの弱含みです。長期的に見れば、貿易加重米ドル指数と新興国／先進国市場の相対的なパフォーマンスには非常に強い逆相関が存在します（図表2参照）。

歴史的に、貿易加重米ドルは非常に長いサイクルで推移しており、過去40年間で最も短かったサイクルでも6年半、2010年から続いた15年に及ぶドル高局面は最長となりました。しかし、このドル高サイクルはすでにピークを迎えた可能性があります。

図表2：米ドルが弱含む期間において、新興国市場（EM）は優れたパフォーマンスを示す



出所：CLSA、米連邦準備制度（Federal Reserve）、国際決済銀行（BIS）、MSCI（2025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）作成。
 注：新興国市場：MSCI Emerging Markets Index、先進国市場：MSCI World Index

invested in insights.

米国株式市場と同様に、米ドルも過大評価・過剰保有の傾向が見られます。たとえば、米ドルは世界の外貨準備の58%を占める一方で、世界貿易における使用比率はわずか16%にとどまっています（出所：国際通貨基金、2024年12月31日時点）。

さらに、新興国企業の米国売上高比率は約13%と、日本や欧州の約20%に比べて低く、米ドル安による業績への影響が相対的に小さいと考えられます（出所：UBS、Refinitiv Datastream、HOLT、2025年6月25日時点）。

一方、2025年後半以降の米国政策金利の引き下げ期待が米ドルの重しとなっており、ドルは軟調な推移を続けています。米国の財政持続性に対する懸念も高まっており、主要格付け会社3社すべてが米国債の格下げを実施しました。加えて、トランプ大統領は公然とドル安志向を示しており、ドル高抑制を目的とした政策を推進する見通しです（図表3参照）。

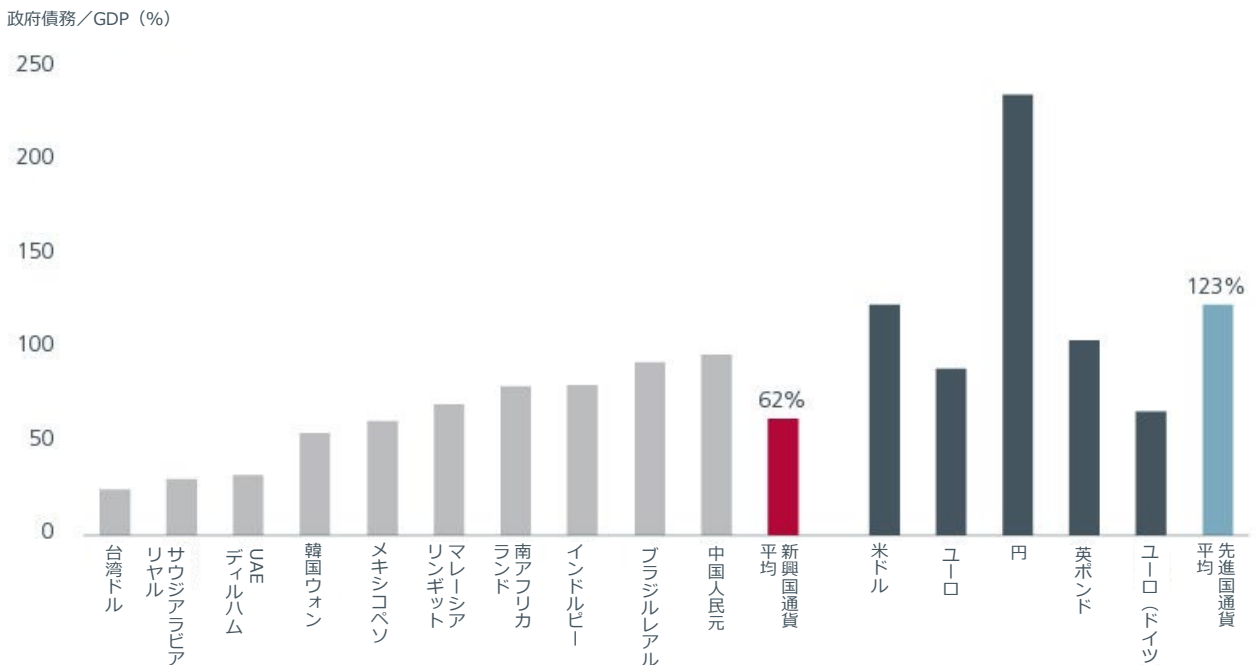
新興国市場には金融緩和の余地がある

米ドルの弱含みは、新興国の中央銀行に利下げの余地を与える傾向があります。実際、新興国市場はインフレが良好に抑制されており、市場加重ベースの実質金利は約3%と歴史的に高水準にあるほか、先進国市場に比べて債務の対GDP比率も低く、利下げ余地は十分に存在します（出所：Haver、モルガン・スタンレー・リサーチ、2025年6月30日時点）。

インドは象徴的な事例です。最近、予想を上回る50ベースポイントの政策金利引き下げを実施し、市場を驚かせました。その後、8月14日にはスタンダード＆プアーズによる格上げが発表され、予想よりも早いタイミングで評価が改善されました。

今年は最大で19の新興国が利下げを実施すると見込まれており、今後18ヵ月間ではブラジルが先導役となる見通しです。歴史的に見ても、世界経済が安定している局面では、新興国市場は利下げサイクルの最中において先進国市場をアウトパフォームする傾向があります。例外は、アジア通貨危機および新型コロナウイルスのパンデミック時であり、これらの特殊な状況下では中央銀行の金融緩和にもかかわらず新興国市場は優位性を発揮できませんでした。

図表3：新興国市場は相対的に健全なバランスシートを維持



出所：IMF「World Economic Outlook」（2025年4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.

中国の回復は新興国市場への圧力を緩和

中国と米国の市場パフォーマンスの対比に関する重要な転換点もあります。2020年以降、MSCI新興国株式指数のトータルリターンが10%にとどまる一方で、MSCIワールド指数は70%のリターンを記録しており、米国の牽引力と中国の足かせが鮮明に表れています。しかし、両国を除いた場合、MSCI新興国株式（除く中国）指数は28%のリターンを達成しており、MSCIワールド（除く米国）指数の30%にほぼ匹敵する水準です。

米ドル安にもかかわらず、割高な米国市場がさらに現在の水準をアウトパフォームできるかどうかは疑問が残ります。一方で、2025年に入ってから中国市場の力強い回復は、新興国市場全体にとって好材料です。中国は5%成長の達成に向けて、財政支出の拡大、国債発行、利下げなどの的を絞った刺激策を講じており、買い替え支援プログラム、社会的補助金、業種別融資などを通じて消費の活性化を図っています。

中国の家計部門は2.2兆米ドル相当の預金を保有しており、信頼感が回復すれば消費と成長の強力な原動力となる可能性があります。株式市場の観点では、テクノロジー分野における競争激化が民間セクターへの規制緩和を促し、DeepSeekの台頭がテック分野を活性化させています。また、不動産市場の下落による重しは少なくとも安定化の兆しを見せており、過度な競争を抑える政策などの取り組みによって、資本効率やリターンへの意識が高まる可能性もあります。

関税の不透明感は依然として逆風要因

現在の市場における最大の懸念は、関税の引き上げが新興国市場の相対的な優位性を損なうかどうかです。関税は一般的に世界経済の成長を阻害する要因と見なされていますが、その影響が米国と対象国のどちらにより大きく及ぶかについては議論が分かれています。関税水準や適用時期、免除措置が流動的である中、新興国市場が米国を除く先進国市場に対して、また新興国市場内でどのような影響を受けるかは依然として不透明です。

現時点では、ブラジルやインドなど一部の例外を除き、地域内の関税水準は概ね均衡しており、域内競争への影響は限定的です。たとえば、ASEAN諸国の関税

は19～20%の水準に収束しています。一方、中国の関税は継続的に延期されており、依然として不確定要素となっています。

米国は依然として重要な輸出先ではあるものの、多くの新興国は米国への輸出依存度を徐々に低下させており、代わりに新興国間の貿易を拡大させています。この傾向は加速しており、アジア地域での新たな貿易協定や、関税圧力を受けたBRICs諸国間の協力強化などがその背景にあります。

株主重視姿勢が新興国市場の上昇余地を広げる

新興国市場全体で、株主還元への意識が高まりつつあります。これは、日本の成功事例に触発された動きでもあります。インドでは、国営企業に対する資本ガイドラインが株価の力強い上昇を牽引し、中国では証券監督管理委員会（CSRC）がガバナンス重視の改革を打ち出しました。韓国では「バリューアップ」政策が遅れを取っているものの、個人投資家の圧力が高まっており、企業の約70%が依然として簿価を下回る水準で取引されている現状が変化を促す可能性があります。

かつて新興国市場は、頻繁な資金調達による株式の希薄化が懸念されていましたが、現在では米国を上回るトータルイールド（配当＋自社株買い）を提供しており、これは配当の増加によるものです。自社株買いの規模は米国に比べて小さいものの、資本配分が株主重視へとシフトしていることを示しています。希薄化の抑制と株主還元の増加という現在のトレンドは、資本規律の構造的な改善を意味します。

さらに、新興国企業の40%以上がネットキャッシュを保有しており、これは先進国市場の20%未満と比べて大きな差があります。このことから、今後さらに高い配当や自社株買いの余地があると考えられます（出所：Jefferies、FactSet、2024年3月31日時点）（次頁、図表4参照）。

新興国バリュー株は、新興国市場回復の局面において高ベータによる恩恵が期待される

これまでの考察を踏まえると、新興国市場は過去15年以上で最も魅力的な投資機会を提供していると言えます。中でも「新興国バリュー株」への投資は、より強

invested in insights.

い説得力を持ちます。歴史的に、新興国市場が先進国市場をアウトパフォームする局面では、新興国バリュース株は新興国全体の指数を上回るパフォーマンスを示してきました。これは、2000年から2010年の新興国優位の時期と、それ以降の主にアンダーパフォームの時期に明確に表れています。唯一の例外は、新型コロナウイルスのパンデミック初期であり、ロックダウンの衝撃により新興国バリュース株は大きく下落しましたが、その後は極めて低い水準から力強く反発しました。

新興国バリュース株は、新興国市場の課題と可能性を強く反映する存在です。新興国が市場から敬遠される局面では、投資家は長期の成長性や高品質を兼ね備えた一部の人気セクターに集中する傾向があり、その結果、バリュエーションの乖離が拡大します（最も割高な四分位の株価収益率と、最も割安な四分位との比率で測定による）。

しかし、投資家の関心が新興国市場に戻ると、こうしたバリュエーションのギャップは通常縮小します。

新興国市場への投資を検討する際には、新興国バリュース株への配分も視野に入れることで、先進国市場に対する巻き返し局面において、より高いベータ（市場感応度）による恩恵を享受できる可能性があります。

図表4：新興国市場のトータルリールドは米国を上回る



出所：JPモルガン（2024年12月31日時点）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）作成。

- ・ 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／債券や業種・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、当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。