

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



米国集中からの転換点としての 新興国

次なる成長をどう捉えるか

**Steven Gray**新興国・アジア地域バリューストックヘッド
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

- ▶ 米国株式が優位性を示してきた過去10年を経て、新興国市場は依然として保有比率が低く、またバリュエーション面でも割安な水準にとどまっていると考えられますが、その一方で、ファンダメンタルズの改善が進み、足元では相対的なパフォーマンスの向上も見られる状況にあります。
- ▶ 米ドルの下落基調、世界的に緩和的な金融環境、さらには設備投資の拡大といった要因が重なり、新興国株式にとっては比較的良好な投資環境が形成されつつあるとの見方が広がっています。
- ▶ 加えて、企業のバランスシートの健全化、ガバナンスの改善、ならびに構造的な成長テーマの浸透を背景として、新興国市場の耐性や中長期的なリターンへの潜在力が徐々に高まっている可能性が示唆されます。

一般論として、新興国市場においては、バリュエーションの割安さだけでは投資家心理を支える十分な要因とはなりにくかった側面があると言えるでしょう。ただし、ひとたび投資家心理が転換する局面においては、バリュエーションが極めて強いドライバーとして機能する傾向が見受けられます。足元では、新興国市場にとって転換点を示唆する複数の追い風が存在しているとの見方が考えられます。

なかでも、米ドルの下落基調は大きな変化をもたらす要因と捉えられます。長期的に見ると、貿易加重米ドル指数と新興国市場と先進国市場の相対的なパフォーマンスとの間には、非常に強い逆相関が確認されています（次頁、図表1参照）。米連邦準備制度理事会（FRB）が追加利下げに向けた姿勢を示していることに加え、トランプ政権が米ドル安を志向している点を踏まえると、これらは新興国市場にとってポジティブな環境要因になり得ると考えられます。

さらに、新興国市場における米国向け売上高のエクスポージャーは約13%にとどまっており、日本や欧州（約20%）と比較すると相対的に低い水準にあります¹。こうした点を踏まえると、その他の条件が同一であれば、米ドル安による為替の収益感応度は、新興国企業の方が相対的に小さい可能性があると考えられます。

米ドルの下落基調は、新興国の中央銀行が為替の安定性を過度に懸念することなく利下げを行う余地を広げる要因とも考えられます。歴史的に見ると、世界経済の成長環境が概ね安定している局面においては、新興国市場は金融緩和局面で先進国市場を上回るパフォーマンスを示す傾向が見られてきました。例外として、新興国市場が中央銀行の金融緩和にも関わらず、相対的に劣後した局面は、アジア通貨危機および新型コロナウイルス感染症のパンデミック期に限られています。

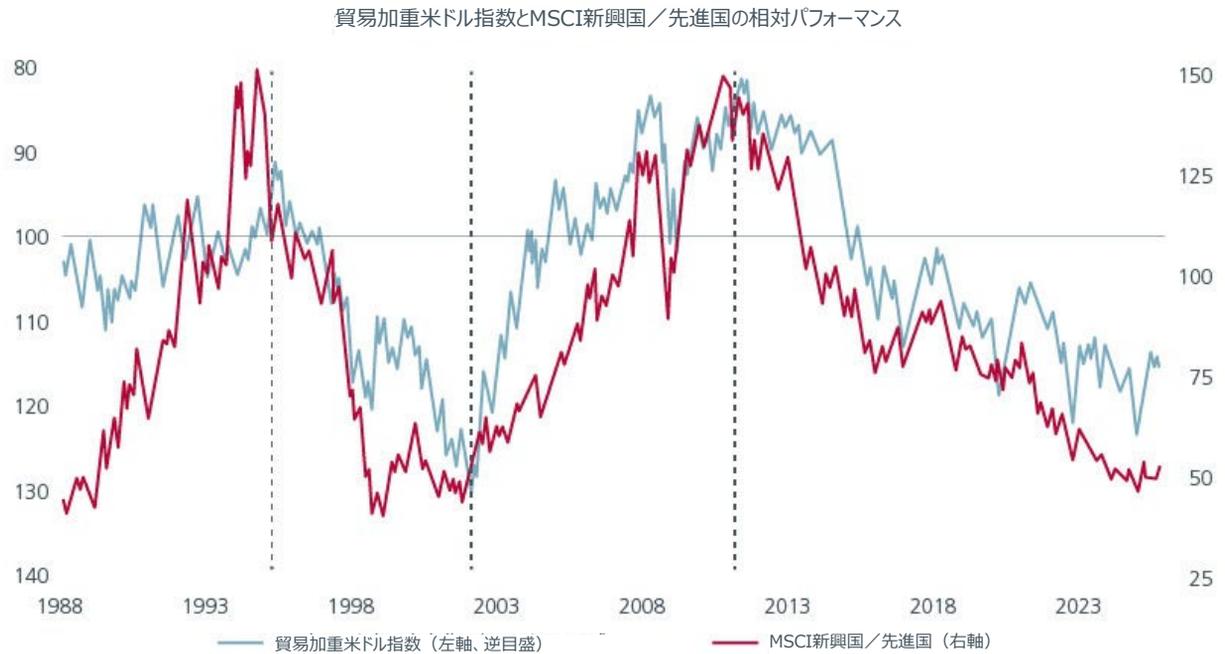
英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

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。

invested in insights.

図表1：米ドル安局面において新興国はアウトパフォームする傾向



1989年以降の直近6回のFRBの利下げ局面においては、米国が景気後退に陥らなかった場合、初回利下げから1年間で新興国株式は平均28%上昇しており、新興国市場の感応度の高さが示唆されます²。現在、新興国市場では、FRBの緩和サイクル、抑制されたインフレ率、ならびに市場加重ベースで約3%とされる歴史的に高い実質金利水準を背景に、利下げ余地が依然として大きいと考えられます。

また、新興国市場は、先進国市場との経済成長率の格差が拡大する局面において、相対的に良好なパフォーマンスを示す傾向があります。2026年においては、米国および欧州の成長率が比較的安定的に推移する一方で、新興国については財政・金融政策による政策支援が成長を下支えすると見込まれています。中国が2030年まで国内総生産（GDP）成長率を概ね5%程度に維持する方針を示していることを踏まえ、預金準備率や政策金利の引き下げ、さらにはテクノロジー、輸送、バイオテクノロジーといった戦略分野への投資を含む、新たな金融・財政刺激策が講じられる可能性が示唆されます。加えて、世界的に設備投資が拡大する局面では、新興国市場が良好なパフォーマンスを示す傾向があり、世界の製造・供給拠点としての役割を担う新興国は、設備投資増加の恩恵を受けやすい環境にあると考えられます。

耐性の向上

新興国市場においては、ファンダメンタルズ面の改善も進んでいると考えられます。新型コロナウイルス拡大以降、先進国では政府のバランスシートが大幅に拡張した一方で、新興国の政府債務はGDP比で約62%とされ、先進国の約123%と比べるとおおむね半分の水準にとどまっています³。米国では現在、連邦歳入のおよそ20%が債務の利払いに充てられており、2015年時点の約13%から大きく上昇しています⁴。こうした状況のなか、2023年以降、新興国においてはソブリン格付けの引き上げが引き下げを上回っている点も注目されます。

過去10年以上にわたり、米国株式は力強い経済成長、技術革新、そして前例のない流動性供給を背景として、世界のポートフォリオにおいて中心的な役割を担ってきました。このいわゆる「米国例外主義」の時代においては、他地域への投資機会が相対的に後景に退き、新興国市場は保有比率が低く、またバリュエーション面でも割安な状況に置かれてきた側面があると考えられます。しかし現在、米ドルの下落基調や世界的な設備投資の拡大といった構造的な転換点を迎えており、新興国市場にとって新たな局面の到来を示唆しているようにも見受けられます。分散投資と中長期的なリターンの確保を志向する機関投資家にとって、新興国市場は、改めて検討に値する魅力的な投資機会を内包している可能性があると言えるでしょう。

invested in insights.

新興国市場の転換点

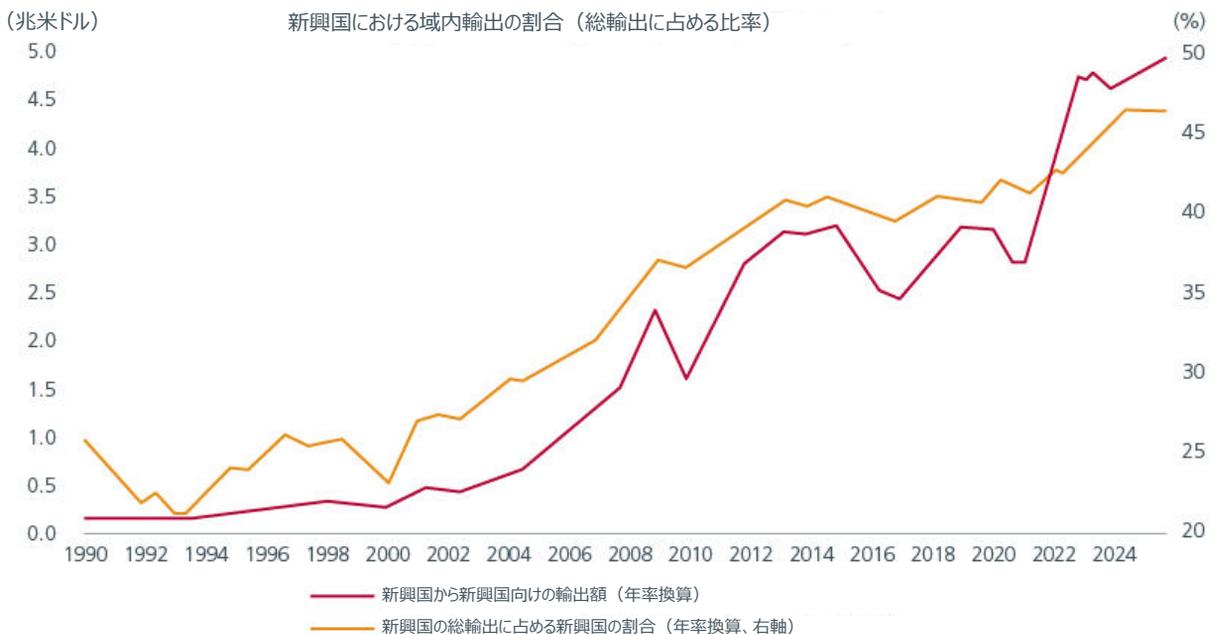
2025年末時点において、MSCI新興国指数は前年比34%の上昇となり、S&P500種指数の18%のリターンを大きく上回りました。これは過去17年で最大のアウトパフォーマンスとされています⁵。しかしながら、このようなパフォーマンスを示した後も、新興国市場は依然として大きく割安な水準にあると考えられます。予想株価収益率（PER）は13.5倍にとどまり、先進国市場と比べて約32%、米国市場と比較すると約40%割安な水準にあります⁶。さらに、株価純資産倍率（PBR）ベースで見た場合でも、新興国市場は米国市場に対して約61%割安な水準にあります⁷。これに加え、配当利回りが米国および先進国市場を上回っている点を踏まえると、新興国市場の投資妙味は一段と高まっているようにも見受けられます。

一方で、関税を巡る不透明感は依然として注目されるリスク要因ではあるものの、新興国市場は過去と比べて自給自足性を高めており、米国の関税政策に対する脆弱性は相対的に低下していると考えられます。例えば、新興国からの輸出のうち、45%以上が他の新興国向けとなっており（図表2参照）、域内取引の比重が高まっています。また、これまでのところ、米国の関税措置は限定的に適用されており、その影響は欧州や日本と比較すると、新興国市場の方が相対的に小さい可能性があると考えられます。

構造的なテーマの進展もまた、新興国市場の耐性を高め、中長期的な競争力の向上と持続的な成長を後押ししていると考えられます。例えば、台湾や韓国は、半導体およびAI分野における世界的なエコシステムの重要な位置づけにあり、長期的な成長が見込まれる構造的トレンドへの投資機会を提供しています。また、DeepSeekによる技術進展は、中国におけるAI分野のみならず、より広範なテクノロジー・エコシステム全体の革新と競争力強化を加速させているようにも見受けられます。さらに、新興国はリチウムやコバルトといった重要鉱物の供給源であると同時に、再生可能エネルギー関連インフラの担い手として、世界的な脱炭素化の取り組みにおいて中心的な役割を果たしている点も注目されます。

加えて、新興国における中間所得層は、今後10年で倍増すると予測されており、2024年の約3億5,400万世帯から2034年には約6億8,700万世帯へ拡大すると見込まれています⁸。中国とインドがこの成長を主導する一方で、ベトナム、インドネシア、メキシコといった国々も、新たな成長拠点として存在感を高めつつあります。こうした動きは、消費の拡大を通じて、一般消費財、金融サービス、ヘルスケア分野に加え、インフラおよび不動産セクターにとっても追い風となる可能性があると考えられます。

図表2：新興国は域内自立度を高めている



出所：国際通貨基金（IMF）「国際貿易統計」、Datastream（2025年7月15日現在）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.

新興国市場におけるファンダメンタルズの改善は、国際機関からも注目されています。国際通貨基金（IMF）が公表した最新の『世界経済見通し』では、世界金融危機以降、新興国経済が世界的なリスク回避局面に対して顕著な耐性を示してきた点が指摘されています⁹。同報告書では、政策枠組みの強化を背景として、新興国における金融政策の実行力と信頼が時間をかけて向上してきたことにも言及されています。また、より強固な財政運営の枠組みによって、世界的な景気減速局面においても財政政策が成長の安定化に寄与すると同時に、債務の安定化能力が高まっている点が評価されています。こうした点を踏まえると、先進国において政治的な不確実性の高まりや中央銀行の独立性を巡る課題が意識されるなか、かつて新興国に特有と見なされていたリスクが相対的に後退し、新興国市場の耐性が一層際立ってきているようにも考えられます。

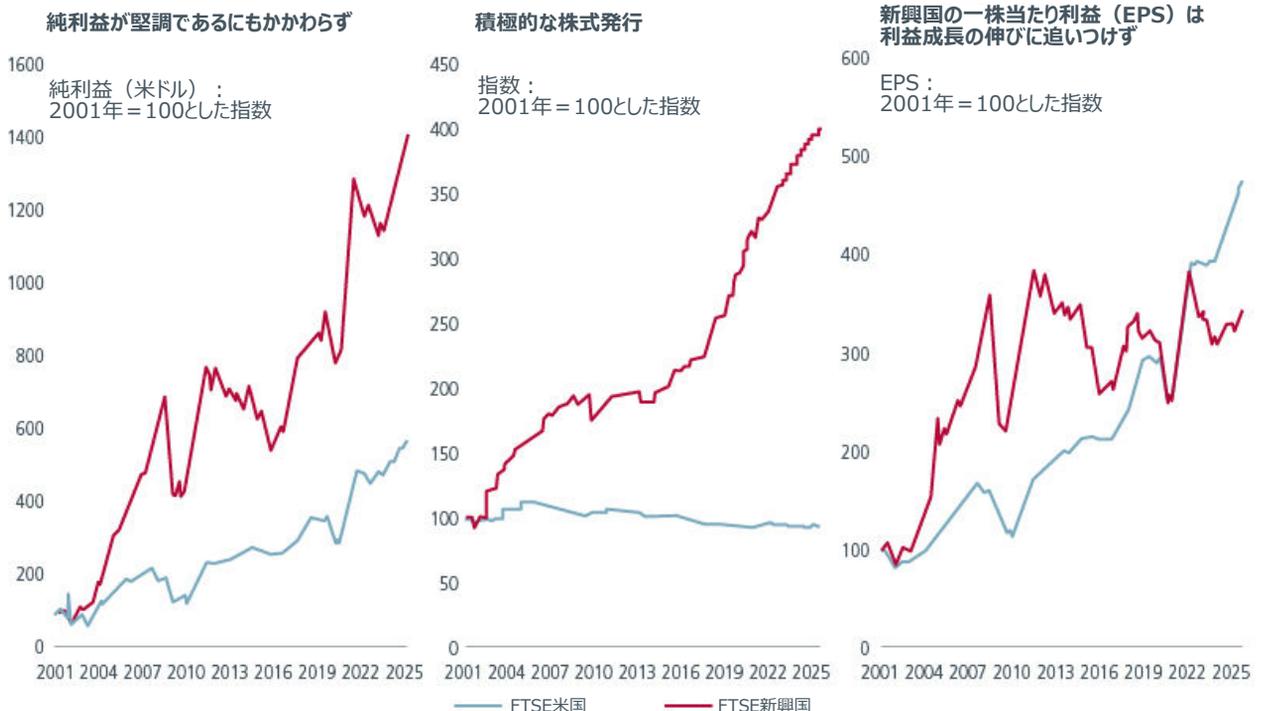
新興国市場が出遅れてきた背景と、その状況が変化しつつある理由

新興国市場が過去10年にわたり相対的に出遅れてきた背景には、マクロおよびミクロの両面における複数

の要因があったと考えられます。マクロの観点では、米ドル高の進行や実質金利の低下が、先進国、とりわけ米国における企業収益の追い風となってきました。一方、ミクロの観点では、積極的な株式発行やコーポレート・ガバナンスを巡る課題を背景に、一株当たり利益（EPS）の相対的な伸びが抑制されたことが、新興国市場のパフォーマンス低迷につながった要因の一つとして挙げられます。

実際、全体として見ると、新興国市場の企業利益は米国を上回るペースで成長してきましたが、広範に行われた株式発行の影響により、こうした利益成長がEPSの伸びとして十分に反映されてこなかった側面があります（図表3参照）。もっとも、この傾向には徐々に改善の兆しが見られています。新規株式公開（IPO）の質に対する管理強化、株主による増資への監督の厳格化、自社株買いの増加、さらには配当水準の引き上げといった動きが進みつつあります。その結果として、新興国市場は現在、米国市場を上回るトータル・イールドを提供している状況にあると考えられます。今後についても、コーポレート・ガバナンスのさらなる強化が進む余地は残されていると見られます。具体的な例としては、インドにおいて公的企業向けの資本規律に関するガイドラインが導入されたことが、株式

図表3：新興国 — 企業収益ではアウトパフォームする一方、1株当たり利益ではアンダーパフォーム



出所：FTSE Russell, FactSet, HSBC (2025年10月17日現在) 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.

市場の堅調なパフォーマンスにつながっているとされています。また、中国では中国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ています。韓国における「バリューアップ」への取り組みは現時点では相対的に遅れているものの、依然として約7割の企業が簿価を下回る水準で取引されていることを踏まえると、個人投資家からの圧力の高まりを背景に、今後変化が促される可能性もあると考えられます。

ここ数年における中国株式の低迷もまた、新興国市場全体のパフォーマンスを押し下げる大きな要因となってきたと考えられます。その点は、2024年末までの4年間において、MSCI新興国指数のトータルリターンが10%にとどまった一方、MSCIワールド指数が70%のリターンを記録したという顕著な乖離からも確認されます。MSCI新興国指数（除く中国）のリターンは28%となっており、MSCIワールド指数（除く米国）（30%）とほぼ同水準であった点は示唆的です¹⁰。

こうしたなか、2025年に見られた中国市場の堅調な動きは、新興国市場全体にとっても前向きな材料となる可能性があると考えられます。足元では、各種政策対応が中国市場を下支えしており、民間企業に対する政府のスタンスにもより前向きな変化が見られます。また、「反内巻（過当競争の是正）」政策のような取り組みは、過度な競争から収益性やリターンを重視する方向への意識転換を促す可能性があると考えられます。

これまでの中国株式市場の反発局面は、主として保険会社、投資信託、政府系ファンドといった機関投資家からの資金流入によって支えられてきました。一方で、外国投資家のポジションは依然として低水準にあり、国内の個人投資家も本格的には市場に戻っていない状況にあると見られます。こうした点を踏まえると、中国の家計が保有する約22兆米ドル規模の預金は、株式市場にとって極めて大きな潜在的カタリストとなり得る存在と言えるでしょう。不動産投資の魅力が低下し、政策金利の引き下げに伴って預金金利も低下するなか、こうした流動性の一部が株式市場へと向かう可能性が高まっていると考えられます。今後、中国株式市場の安定性が高まれば、新興国市場が先進国市場に対して相対的に優位なパフォーマンスを示す環境が整っていく可能性もあると見込まれます。

アクティブなバリュー投資アプローチ

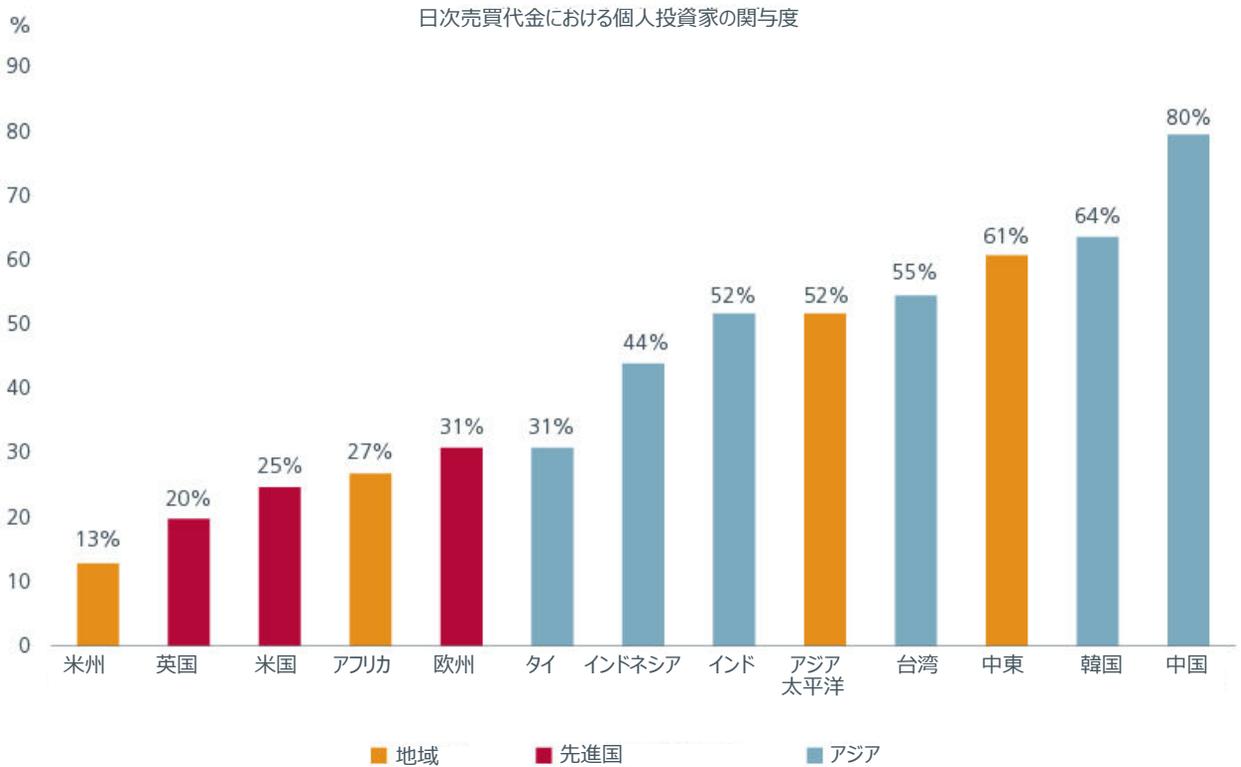
10年以上にわたる相対的な低迷を経て、新興国市場が先進国市場を上回る局面に向かう条件が整いつつあるとの見方が成り立ちます。新興国は世界人口の84%、世界GDPの61%を占めており、経済の重心が移り変わるなかで、新興国市場はもはや周辺的な存在ではなく、今後10年にわたり持続的なリターンを追求する上で中核的な役割を担う存在であると考えられます。投資対象は24か国・3,000銘柄超に及び、十分な厚みと分散効果に加え、構造的な成長テーマへのアクセスを提供しています。それにもかかわらず、機関投資家の配分はベンチマーク比で6~7%（600~700ベースポイント）程度のアンダーウエイトにとどまっており¹¹、この乖離は、投資家がポジションを再考し、新興国市場の中長期的な潜在力を取り込む余地が大きいことを示唆していると言えるでしょう。

こうした新興国市場の特性を踏まえると、市場の非効率性や地域ごとの多様な環境を捉えるためには、アクティブ運用のアプローチが重要になると考えられます。証券会社によるカバレッジの相対的な少なさ、個人投資家の比重の高さ、現地での分析難易度の高さといった要素は、アクティブ投資家にとってアルファ創出の機会となり得ます（次頁、図表4参照）。また、国内政治や政策変更、世界的なリスク回避局面などに起因するボラティリティに対応するうえでも、柔軟な判断を可能とするアクティブ運用の重要性は一段と高まると考えられます。

新興国市場のなかでも、バリュー株に対する投資の魅力は、より一層高まっていると考えられます。新興国バリュー株は、新興国市場が本来内包する課題と機会の双方を、より強く映し出す特性を有しています。新興国市場が投資家から十分に評価されていない局面では、資金が一部の収益性・競争力の高いセクターに集中しやすく、その結果、バリュエーションの分散が極端に拡大する傾向が見られます。これは、投資ユニバースにおける最も割高な銘柄群と最も割安な銘柄群の株価収益率の格差が拡大していることにも表れています。グローバル投資家の関心が再び新興国市場へと戻る局面では、こうしたバリュエーションの二極化は、一般的に収束していく傾向があります。新興国市場が先進国市場に対して優位性を取り戻す過程で、より高いベータへのエクスポージャーを志向する機関投資家にとって、新興国バリューへの戦略的な配分は、差別化された、かつリターンの可能性を秘めたアプローチとなり得ると考えられます。

invested in insights.

図表4：新興国において、アクティブ投資家にとっての機会は拡大している



出所：IMF「世界経済見通しデータベース」(2025年4月30日現在)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。

(データ出所)

1. UBS, Refinitiv Datastream, HOLT (2025年6月25日時点)。
2. HSBC Global Research. GEMs Equity Quarterly – The EM bull case is holding together (2025年7月11日)。
3. IMF「世界経済見通しデータベース」(2025年4月30日時点)。
4. CLSA, BEA。
5. Bloomberg (米ドルベース) (2025年12月31日時点)。
6. MSCI指数ファクトシート (2025年12月31日時点)。
7. MSCI指数ファクトシート (2025年12月31日時点)。
8. Oxford Economics. The future of the middle class in emerging markets (2024年10月)。
9. IMF「世界経済見通し」: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim (2025年10月)。
10. MSCI指数。
11. Goldman Sachs (2025年12月時点)。

※ 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。