

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



新興国市場における 投資機会の最大化



Sam Bentley CFA

クライアント・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）

新興国株式市場の魅力は、均一化した成長ストーリーが存在しないことにあります。新興国にはコモディティやモノの輸出国だけでなく、サービス産業中心の経済国も含まれ、各国が異なる経済成長、インフレ動向、収益見通しを持っています。投資家は、新興国市場のユニバース全体を活用することで、より広範で差別化された投資機会を享受することができ、長期的に優れたリスク調整後リターンを獲得できる可能性が高まります。

アジアの投資家や、すでにアジア株式への投資を行っている投資家は、さらなる新興国市場への投資の必要性に疑問を持つかもしれません。しかし、MSCI新興国株価指数の78%はアジアが占めていますが、この大部分は中国によるものであり、同指数のほぼ30%を占めているのが現状です¹。

より広範な投資機会は、ミスマッチ（株価が割安で適正価格から乖離した状態）の企業を発見するための大きな投資対象ユニバースを投資家に提供することとなり、これは結果として長期リターン獲得に向けプラスのインパクトを与えることにつながります。新興国市場の中で最も有望な企業を見極めようとする私たちの探求は、しばしば『アジア新興国』以外の、『EMEA新興国（欧州、中東、アフリカの新興国）』や『ラテンアメリカ新興国』などの国・地域へと私たちを導くことになります。

図表1は、これらの地域の市場には強力なリターン実績があること、そしてこうした魅力的な投資機会が時とともに地域間で変化することを示しています。

さらなる多様化を求めて

新興国市場は市場内でそれぞれ異なる、マクロ環境、政策、市場の特性、課題と強みを備えています。中国は歴史的に新興国市場の重要なけん引役であり、今後もそうあり続けるでしょうが、中国の経済成長が緩やかになり、内需主導型の成長政策が採用されるにつれ、その影響力は弱まりつつあります。このことは、ボトムアップ型の銘柄選択を行う投資家にとって、より特異かつ多様な投資機会を生み出す可能性があります。

新興国市場の株価指数を地域別で比較すると、アジア以外の新興国市場では“アジアでは存在感の薄いセクター”が投資機会を提供する可能性があります。例えば、MSCI ACアジア株価指数では情報技術、金融、一般消費財のセクターウェイトが高いのに対してMSCI新興国ラテンアメリカ株価指数では金融、素材、生活必需品のセクターウェイトが高いという特徴があります。なお、MSCI 新興国欧州・中東・アフリカ(EMEA)株価指数では、金融、素材、コミュニケーションサービスのセクターウェイトが高くなっています(図表2参照)。

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

231031 (02)

図表 1: 新興国株式市場の年間騰落率 (2015年～2022年)

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Hungary 34%	Brazil 61%	Poland 52%	Qatar 25%	Greece 39%	Korea 42%	Czech 48%	Turkey 83%
India -7%	Peru 54%	China 51%	Saudi Arabia 15%	Egypt 39%	Taiwan 37%	UAE 44%	Chile 15%
Philippines -8%	Hungary 30%	Korea 45%	Kuwait 12%	Kuwait 31%	China 27%	Saudi Arabia 34%	Kuwait 9%
Korea -9%	Colombia 24%	Chile 40%	Peru 0%	Taiwan 31%	India 14%	Kuwait 27%	Peru 6%
China -10%	Thailand 23%	Hungary 37%	Brazil -4%	Colombia 26%	Malaysia 0%	India 25%	Thailand 2%
Saudi Arabia -10%	Indonesia 15%	India 37%	Thailand -8%	Brazil 22%	Saudi Arabia -2%	Taiwan 23%	Brazil 2%
South Africa 15%	South Africa 34%	Turkey 35%	Czech -8%	China 21%	Mexico -4%	Mexico 20%	Indonesia 2%
Taiwan -14%	Taiwan 14%	South Africa 34%	Hungary -9%	Hungary 16%	Philippines -4%	Qatar 12%	Greece -2%
Mexico -16%	Chile 13%	Peru 33%	India -9%	Korea 10%	Czech -6%	Hungary 10%	Mexico -5%
Kuwait -17%	UAE 9%	Thailand 31%	Malaysia -9%	Philippines 9%	South Africa -6%	Egypt 6%	Saudi Arabia -7%
Chile -19%	Saudi Arabia 9%	Czech 29%	Taiwan -11%	Mexico 8%	UAE -6%	Poland 6%	South Africa -7%
UAE -21%	Korea 8%	Greece 27%	UAE -12%	Indonesia 8%	Qatar -6%	Greece 4%	India -9%
Indonesia -21%	Qatar 2%	Taiwan 25%	Indonesia -12%	South Africa 7%	Chile -8%	South Africa 1%	UAE -9%
Czech -22%	Kuwait 0%	Philippines 23%	Colombia -14%	Turkey 7%	Peru -10%	Indonesia 0%	Malaysia -10%
Malaysia -22%	China -1%	Indonesia 22%	Poland -15%	Thailand 7%	Turkey -10%	Thailand -4%	Qatar -10%
Qatar -23%	India -3%	Brazil 21%	Egypt -16%	Indonesia 6%	Indonesia -10%	Philippines -5%	Colombia -13%
Egypt -25%	Poland -3%	Malaysia 21%	Philippines -17%	Saudi Arabia 4%	Poland -12%	Korea -10%	Philippines -15%
Thailand -26%	Malaysia -6%	Colombia 14%	Mexico -17%	Peru 1%	Hungary -12%	Malaysia -10%	Czech -18%
Poland -27%	Philippines -8%	Mexico 14%	Chile -21%	Czech 0%	Kuwait -13%	Colombia -15%	China -24%
South Africa -27%	Czech -10%	Kuwait 13%	China -21%	UAE -1%	Thailand -14%	Chile -19%	Egypt -25%
Peru -32%	Mexico -11%	Egypt 5%	Korea -23%	Qatar -5%	Brazil -21%	Peru -22%	Poland -29%
Turkey -34%	Turkey -11%	Saudi Arabia 4%	South Africa -26%	Malaysia -5%	Colombia -23%	China -23%	Korea -31%
Brazil -43%	Egypt -13%	UAE -1%	Greece -38%	Poland -8%	Egypt -25%	Brazil -24%	Taiwan -32%
Colombia -44%	Greece -13%	Qatar -15%	Turkey -43%	Chile -19%	Greece -30%	Turkey -31%	Hungary -33%

ラテンアメリカ

アジア新興国

EMEA新興国(欧州、中東、アフリカの新興国)

出所：Bloomberg、MSCIインデックスの各種データ(米ドルベース)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。

自国内市場への投資割合が大きいアジアの投資家にとって、日本、インドネシア、中国、マレーシア、タイの単一国の株式市場がMSCI新興国株価指数との相関が相対的に低い(0.6未満)ことは注目に値します(図表3参照)。これらの単一国の投資家はMSCI新興国株価指数といったより「広範な新興国株式市場」への投資を行うことによって、大きな分散効果を期待できます。またこれらの国・地域別の各MSCI株価指数におけるセクター別の構成割合をMSCI新興国株価指数と比較すると、シンガポール、マレーシア、インドネシアは金融業の構成割合が高い一方で、韓国と台湾は情報技術の構成割合が高く、国・地域によってそれぞれ異なる特徴があることが明らかになっています。

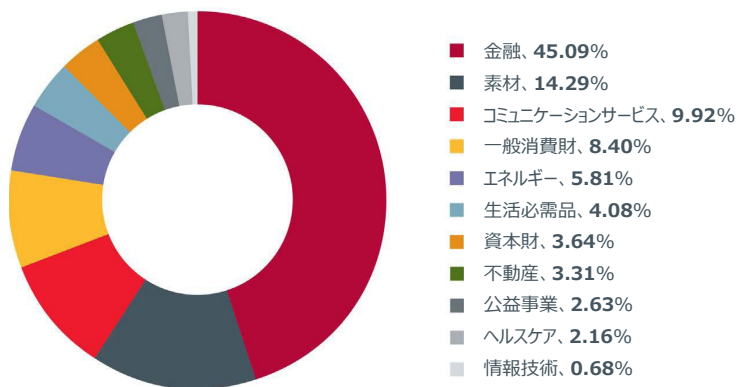
構造面の変化が生み出す機会

脱炭素化など、産業構造の変化のトレンドは、世界中で価値の“創造”と“破壊”を引き起こすことでしょう。投資家は、こうした課題を見極めつつ、投資機会として活用できるような態勢を整える必要があります。

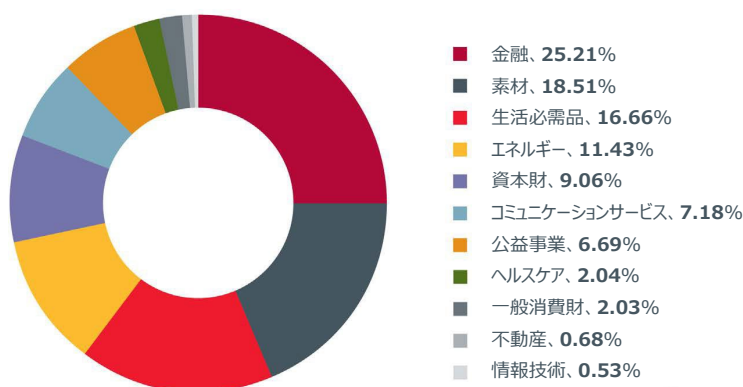
世界の温室効果ガス(GHG)排出量の75%以上を占める100か国近くが、約7,500の企業と1,100の都市とともに、ネット・ゼロ・エミッション(温暖化ガス排出量の実質ゼロ)を達成する目標を発表しています²。以前のレポート(『[新興国におけるグリーン・バリュー株の投資機会](#)』2023年2月)でご紹介したように、新興国市場は「グリーントランジション(環境配慮や持続可能性のある社会への移行)」という世界的テーマから利益を得るのに適したポジションにあります。

図表 2: 各株価指数のセクター別構成比

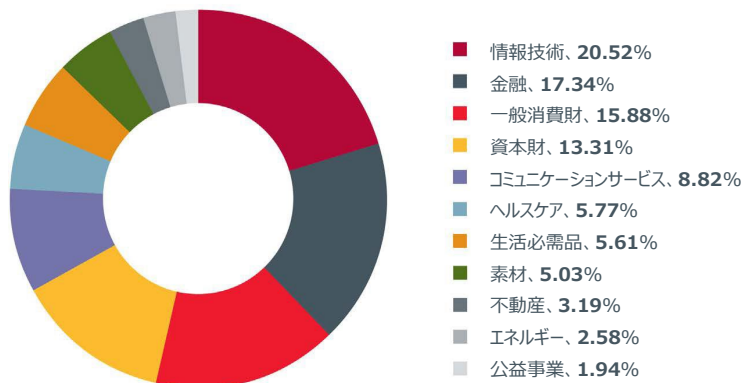
MSCI 新興国欧州・中東・アフリカ(EMEA)株価指数



MSCI 新興国ラテンアメリカ株価指数



MSCI ACアジア株価指数



出所：MSCIインデックスのデータ(2023年6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.

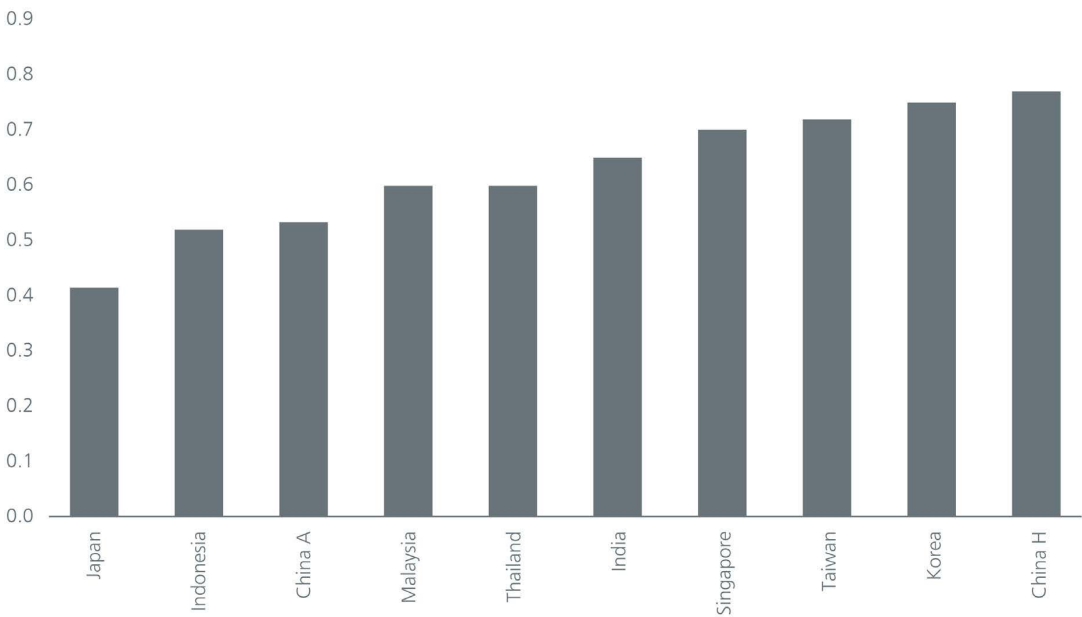
アジアの新興国が“脱炭素化”と後述する“グローバル・サプライチェーンの変化”という2つのトレンドから恩恵を受ける一方、アジア以外の一部の新興国には、投資家にとって魅力的な投資機会を創出できる独自の魅力があります。例えば、世界がネット・ゼロへの道を歩むには、ネット・ゼロ社会への移行に向けた大規模な設備投資(『グリーン設備投資』)が必要となり、これらに必要なコモディティが豊富な新興国はその恩恵を受けます。世界の電力網の急速な拡大は銅の需要を押し上げ、電気自動車(EV)の普及はアルミニウムとレアアース鉱物の需要を押し上げることでしょう。風力エネルギーへの依存度の高まりも、銅とレアアース鉱物の価格を下支えすることでしょう(図表4参照)。インドネシアは世界最大のニッケル埋蔵量(世界の埋蔵量の22%)を誇り、中国は現在、世界の黒鉛とレアアースの60%以上を生産していますが、コバルト、プラチナ、銅の生産量の大部分は、アジア以外の新興国が占めます。アジアの大半はコモディティの純輸入国であるため、アジア以外のラテンアメリカやEMEA地域の『コモディティ富裕国』への投資は、コモディティ価格の上昇期にはある程度のバッファの機会(アジアの大半はコモディティ輸入国のためコモディティ価格上昇はマイナス要因となります。しかしコモディティ価格上昇がプラス要因となるコモディティ輸出国に投資することで利益獲得への期待が可能)を享受できる可能性があります。

地政学的な緊張、規制の変更、サプライチェーンのレジリエンス(耐性)強化、場合によってはコスト競争力向上によって、グローバル・サプライチェーンの変化が進行しています。実際、サプライチェーンの『フレンド・ショアリング(同盟国や友好国にサプライチェーンを構築する動き)』や『ニアショアリング(消費地近くに生産拠点等を近づける動き)』を加速させる欧米企業が増えています。また、生産拠点を多様化し、既存拠点以外にも追加配置する、いわゆるチャイナ・プラス・ワン戦略*を採用する企業も見受けられます。

* 製造業などの海外拠点を中国以外の国や地域にも分散する経営戦略

メキシコは地理的に米国に近く、製造能力が高く、労働力も豊富なため、米国企業にとって理想的なニアショアリング候補地となっています。メキシコはまた、『米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)』と米国の『インフレ抑制法』からも恩恵を受けています。ラテンアメリカは電気自動車(EV)や再生可能エネルギーの重要な原料であるリチウムや銅の埋蔵量が豊富なため、投資先としてますます魅力的な地域となっています。一方、CE3諸国(ポーランド、ハンガリー、チェコ)とトルコは製造拠点として高い競争力を有しており、特に欧州先進国からニアショアリングの機会を享受する可能性が高い模様です。

図表 3: MSCI新興国株価指数と各国・地域のMSCI指数との10年間の相関関係



出所：Morningstar Direct のデータ(2013年1月～2022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)作成。

図表 4: クリーンエネルギー技術に必要な重要鉱物*の重要度合い

		重要鉱物							
		アルミニウム	クロム	コバルト	銅	リチウム	ニッケル	白金族金属 (PGMs)	希土類元素 (REEs、レアアース)
クリーンエネルギー技術	バイオエネルギー	Moderate	Low	Low	High	Low	Low	Low	Low
	集光型太陽熱発電 (CSP)	High	High	Low	Moderate	Low	Moderate	Low	Low
	電力供給網	High	Low	Low	High	Low	Low	Low	Low
	電気自動車(EV)と蓄電池	High	Low	High	High	High	High	Low	High
	地熱発電	Low	High	Low	Low	Low	High	Low	Low
	水力発電	Moderate	Moderate	Low	Moderate	Low	Low	Low	Low
	水素発電	Moderate	Low	Low	Low	Low	High	High	Moderate
	原子力発電	Low	Moderate	Low	Moderate	Low	Moderate	Low	Low
	太陽光発電 (PV)	High	Low	Low	High	Low	Low	Low	Low
	風力発電	Moderate	Moderate	Low	High	Low	Moderate	Low	High

High(高)、Moderate(中)、Low(低)

出所：国際エネルギー機関(IEA) *ここでは特定のグリーンエネルギー技術にとっての相対的重要性を基に定義しています。

グローバル・サプライチェーンの変化から生じる海外直接投資(FDI)フローの再配分は一律ではなく、勝者と敗者を生み出すことでしょう³。地政学的緊張と世界的な“より『内向きな政策』”により、“中国発”と“中国向け”のFDIは新型コロナの前と後では減少がみられましたが、これには新型コロナの持続的な影響と長期にわたる経済活動の制限(例:都市封鎖)が寄与した可能性があります。図表5の最下段は、米州(除く米国)と欧州新興国が米国からの対外直接投資の恩恵を受けていることを示しています。FDIの流入は、雇用を創出し、資本形成を促すだけでなく、技術や生産性の向上をもたらすことが期待できるため、新興国にとっては重要です。これは、経済や企業にプラスの波及効果をもたらすはず

新興国市場においては均一化した成長ストーリーはない

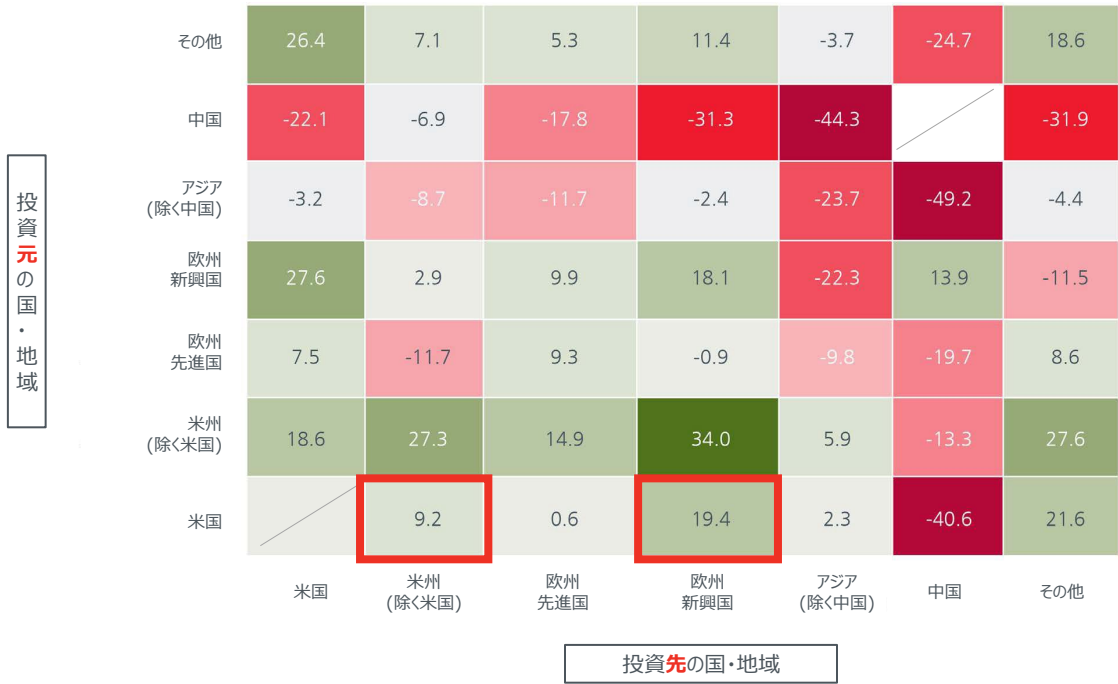
新興国市場の魅力は、均一化した成長ストーリーが存在しないことにあります。新興国にはコモディティやモノの輸出国、サービス産業中心の経済国などが混在しています。各国の経済成長とインフレ見通しもまちまちで、企業収益への影響も一律ではありません。地理的条件や中国や西側諸国との外交関係も各国にそれぞれ異なる影響を与えています。地政学的な流れに沿ったグローバル・サプライチェーン再構築の動きは、企業の生産や調達戦略に影響を及ぼしています。こうした動きに対して世界中で必要とされる多額の移行投資(例:生産拠点の移行等)は、コモディティの輸出国や豊富な埋蔵量を有する国に恩恵をもたらすことでしょう。

広範な新興国の投資ユニバースは、投資対象の分散化を促進するのに十分な多様性を有しています。こうした市場を活用する投資家は、より広範で差別化された投資機会を享受することができます。一方、アジア以外の新興国は市場のボラティリティが高いため、ノイズ(行動バイアスやニュースなどに過剰に反応する事)にとらわれることなく、よりファンダメンタルズを重視した投資を行うスタイルが適しています。

※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。

図表 5: 海外直接投資の国・地域間における変化・投資先と投資元の動向
(新型コロナ前後での全地域平均との比較)

(単位: %ポイント)



出所: fDi Markets および IMF によるデータ。
図表のデータは、新型コロナ前後*における各国・地域間の投資件数の変化率と全地域平均の変化率(aggregate change: マイナス19.5%)との差分を示したものです。*新型コロナ前後: 新型コロナ前は“2015年第1四半期～2020年第1四半期”、新型コロナ後は“2020年第2四半期～2022年第4四半期”。
※ 上記図表の緑(赤)の網掛け色は高(低)を示します。

(データ出所)

- 2023年7月時点
- https://climateactiontracker.org/documents/1083/2022-10-26_StateOfClimateAction2022.pdf
- IMFのレポート『World Economic Outlook. A Rocky Recovery(2023年4月)』

※ 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。