

invested in insights.

eastspring  
investments

A Prudential plc (UK) company



# 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

**Navin Hingorani**

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

- 中国を除く新興国株式市場への投資は、中国よりも規模が小さく有望な市場への魅力的な投資機会を提供します。
- 新興国の株価指数に占める中国の割合は高く、これは結果として中国単体で、新興国内の他の多くの魅力的な投資機会を奪っています。
- 中国への投資に際しては、中国単体への投資により、投資家は中国の投資エクスポージャーを個別に管理することが可能となります。

## 1. 中国の現在のバリュエーション水準は魅力的な水準にあります。それでも今が中国を除く新興国株式市場に投資する適切な時なのでしょうか？

中国を除く新興国株式市場に投資する基本的な理由は依然として変わりません。MSCIの代表的な新興国株価指数に占める中国の割合は約27%<sup>1</sup>と高く、これはある意味、中国単体で中国を除いた新興国における投資機会を奪い続けており、結果として中国を含めた新興国株式市場への投資は分散効果が効いたポートフォリオがもたらすメリットを低下させているのです。これでは、投資家が指数を通じて新興国ポートフォリオに投資することで、長期的に分散効果が効いた多様なリターン獲得の機会を捉える、という狙いに反してしまいます。

同時に、地政学リスク、脱炭素化、経済の変化といった構造的要因もあり、世界の企業が中国への依存度を下げるにつれて、サプライチェーンのシフト(脱中国化)が進んでいます。中国への外国直接投資(FDI)は減速していますが、その一方で、他の新興国は世界のFDIに占めるそのシェアを拡大しています。従って、中国を除く新興国株式市場への投資は、こうしたサプライチェーンのシフトから生じる投資機会を最大限に享受できる最適な位置づけにあるのです。

とはいえ、現在の低いバリュエーション水準では、中国には魅力的な投資機会があることは事実です。分散投資を巧みに管理し、相関性の低い資産を適切に配分するためには、投資家は中国を含めた新興国株式市場ではなく、中国を切り分けて中国単体への投資を行った方が賢明かもしれません。最近の経済データは、中国の経済状況の改善を示しています。しかし、前途は依然として険しい可能性があります。米中間の緊張が続き、ロシア・ウクライナ紛争に対する中国の姿勢に対する欧米からの圧力が、中国企業にマイナスの影響を与え続ける可能性があります。中国への投資を行う場合は、中国単体への投資により、投資家は中国の投資エクスポージャーとリスクを単一国として管理することができ、中国市場が回復すればその上昇による恩恵を直接的に享受することが期待できます。

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

240619 (03)

## invested in insights.

**2. 中国から他の新興国市場へのサプライチェーンのシフトは長期的な投資機会をもたらすのでしょうか、それともこの動きは単なる短期的テーマなのでしょうか？**

サプライチェーンのシフト、実体経済の設備投資サイクルの刷新、脱炭素革命などにけん引され、世界中で大きな経済転換が進行中です。これは長期的なテーマであり、新興国市場の多くの国の経済と企業に大きなチャンスをもたらすことでしょう。この動きで最も恩恵を受けるのは、ASEAN、ラテンアメリカ、インド、EMEA(欧州・中東・アフリカ)と思われます。これらの市場は、安価な労働力と適正な製造業の基盤を持ち、コモディティの主要生産国です。さらにその多くの市場は、巨大な若い人口基盤を有し、これらの経済転換によってもたらされる高い経済成長の潜在力を秘めています。

これらの国・地域の製造業の付加価値の合計は、まだ中国の半分以下です。そのため、中国からほんの僅かにシフトするだけで、これらの国々の製造業の付加価値は大幅に増加します。

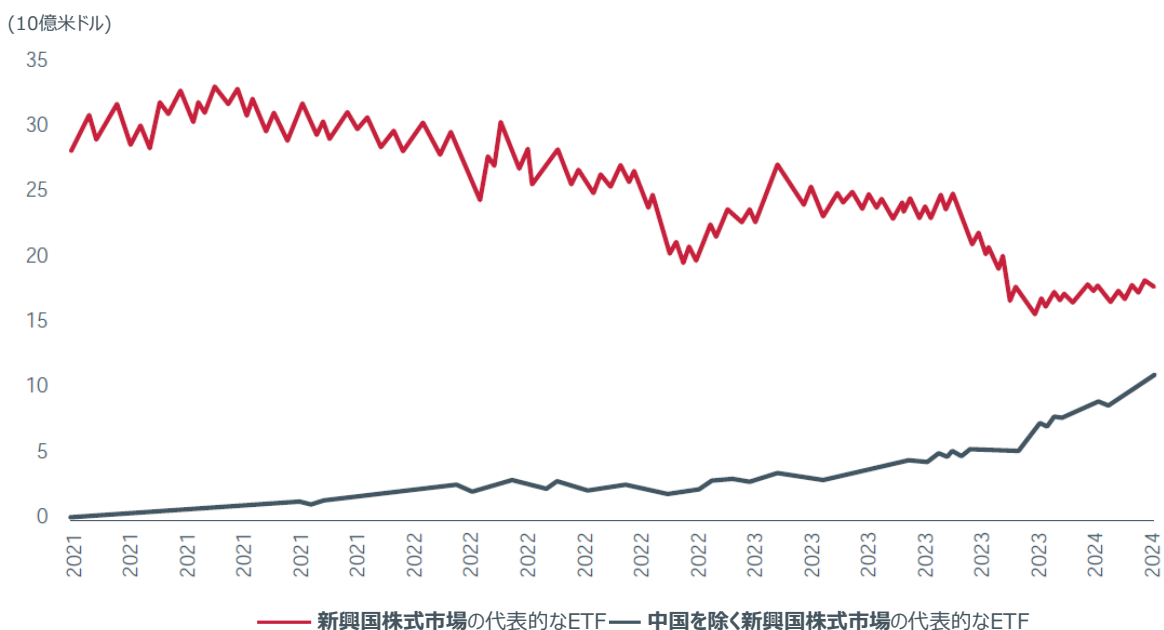
さらに、過去10年間、先進国市場と新興国市場の両方で、企業は実物資産(不動産、工場、設備)への投資を控え、特にM&Aなどを通じた無形資産への支出を増やしてきました。しかし2020年後半からは反転がみられ、設備投資は増加傾向にあります。歴史的にみて、設備投資の増加と新興国株式市場のパフォーマンスには強い正の関係があり、特に中国を除く新興国株式市場は素材、工業、金融などへのエクスポージャーが高くその恩恵を受ける傾向にあります。

なおグリーン・インフラはコモディティ集約型であるため、新旧両方のコモディティに対する大きな需要があり、その多くは新興国市場で産出されています。グリーン設備投資の必要性が高まるにつれ、新たな投資は実物資産に向かうことでしょう。新興国市場は、世界的な製造拠点であることから、その恩恵を十分に受けることが期待できます。

**3. 中国を除く新興国株式市場の投資ユニバースには十分な市場流動性があるのでしょうか？**

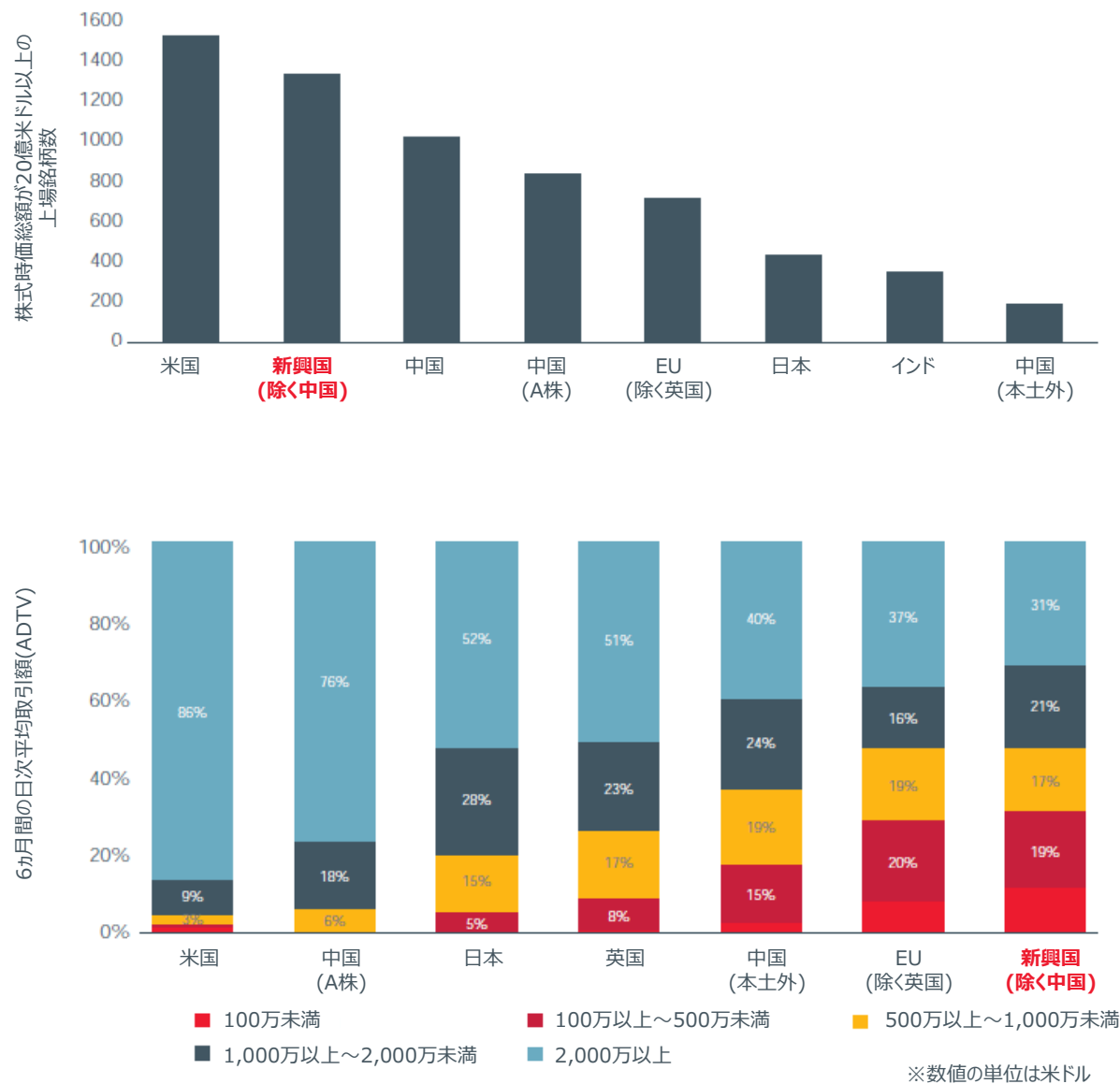
去年は、多くの投資家が中国への投資を手控え、そのポジショニングを見直した一方、中国を除く新興国株式市場への投資が増加する傾向がみられました。同市場への投資を行う代表的なETFである『iシェアーズMSCIエマージング・マーケット(除く中国)ETF(EMXC)』の運用資産額(AUM)は、中国を含めた新興国株式市場に投資を行う従来の代表的なETFである『iシェアーズMSCIエマージング・マーケットETF』のAUMの50%を超えるまでに増加しています(図表1参照)。

中国を除く新興国株式市場の投資可能ユニバースは、株式時価総額20億米ドル以上の上場銘柄が1,200以上あり、十分に大きいと言えます。これはEU(除く英国)および日本を大幅に上回る規模です(図表2の上図参照)。また同市場の流動性は他の主要市場に匹敵し、“6ヵ月間の日次平均取引額(ADTV)”はEU(除く英国)と同水準です(図表2の下図参照)。

**図表 1: 新興国株式市場および新興国株式市場(除く中国)への資金フローの推移**

invested in insights.

図表 2: 中国を除く新興国株式市場の流動性～主要市場との比較



出所：Goldman Sachs Global Investment Research のデータ(2024年3月31日)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。

#### 4. 人工知能(AI)が最近の株式市場の上昇をけん引するテーマとなっています。中国を除く新興国株式市場への投資でもこのテーマを活用できるのでしょうか？

人工知能(AI)の進化とその影響は、企業や市場全体で最も大きな注目を集めている話題の1つであり、このテーマに関連して業績を上げている銘柄に対する投資家のポジティブな見通しを後押ししています。中国を除く新興国株式市場の投資対象ユニバースでは、AIに関連したテーマはテクノロジー系セクター(情報技術など)の銘柄に十分織り込まれています(図表3参照)。

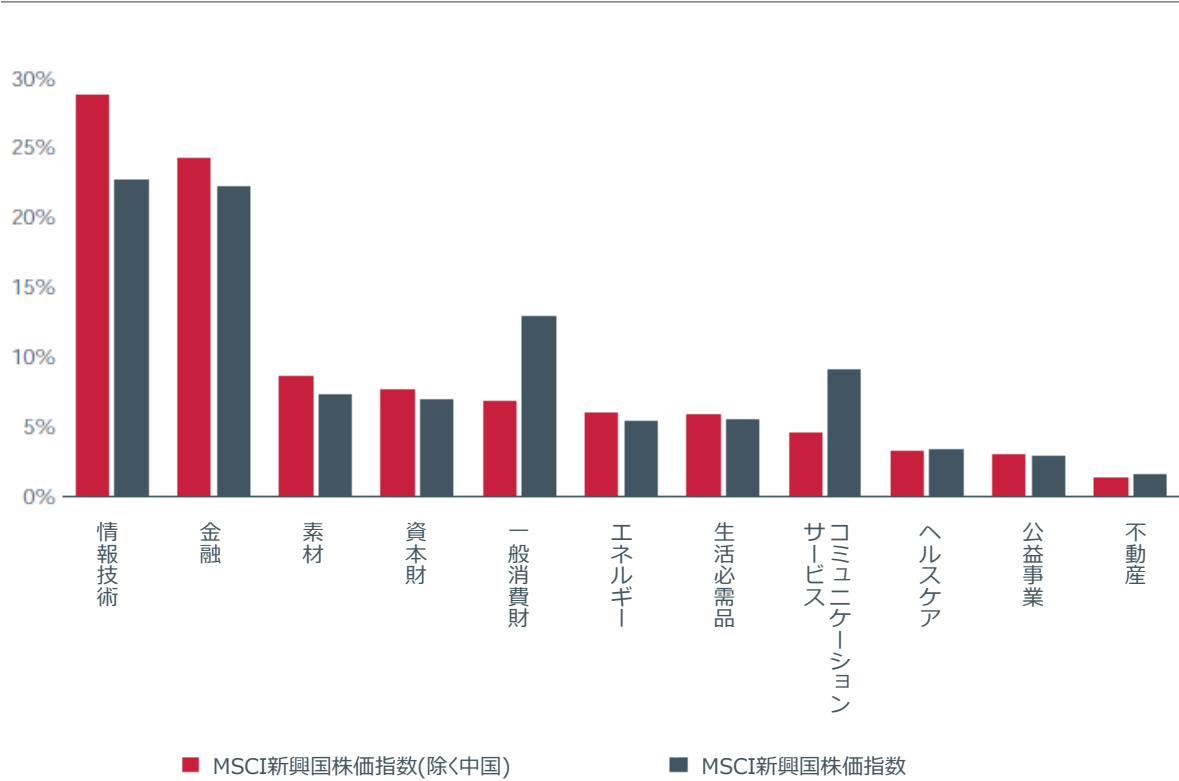
私たちの投資アプローチは、一時的に市場からの人気を失い、大幅な上昇ポテンシャルを秘めたミスパイス銘柄が提供する価値を捕捉することがベースとなっています。AIのテーマと関連性のある多くの銘柄は、そのテーマへの高い人気から、現時点では割高なバリュエーション水準にあります。私たちは、AIと関連性があるにも関わらず市場では未だあまり知られていない銘柄や、AIをテーマに直接的ではなく間接的な経済活動を行う銘柄の中にも、長期的にアウトパフォームが期待できる銘柄があると考えており、これらの銘柄を見つけ出すことに取り組んでいます。

5. 主な新興国市場および先進国市場における選挙動向は、中国を除く新興国株式市場への投資に影響を与えるのでしょうか？

答えは“イエス”です。選挙動向は、中国を除く新興国株式市場への投資にとって、非常に興味深い投資機会を生み出す可能性があります。新興国と先進国の選挙を巡る情勢はこれまでも株式市場にボラティリティをもたらす傾向があり、これは中国を除く新興国市場も例外ではありません。2024年は6月にインドで下院総選挙の開票が行われ与党連合が事前予想に反して獲得議席数を減らしたためインド株式市場は一時的にボラティリティが高まり大きく下落する局面がありました。さらに、米国では11月に大統領選が控えており、選挙がもたらす変化と不確実性に対する人々の不安心理によって、市場で過剰反応が引き起こされる可能性があります。

私たちイーストスプリングの投資アプローチは、規律ある手法で投資機会を注視し、市場が過度に短期志向で感情的になり、売られ過ぎとなっている銘柄を探し出すことに力を注いでいます。さらに私たちのファンダメンタル分析では、これらの銘柄の長期的な正規化された収益の可能性に焦点を当て、市場の短期的な反応とともにこれらの長期的要因を見極め評価しています。

図表 3: MSCI新興国株価指数(除く中国)とMSCI新興国株価指数との比較～セクター別構成割合



出所：MSCI のデータ(2024年4月30日)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.

※ 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。

(データ出所)

1. MSCI新興国株価指数(MSCI Emerging Markets Index)、(2024年4月30日)。

#### <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。