



新興国の過去10年と今後10年： 激動の時代を乗り切る投資とは



2021年10月25日



モーガン・ハーディング

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー

マルチアセット・ソリューション部門 ポートフォリオ・マネジャー



2010年には、フォーチュン誌が選ぶ「グローバル500社」の68%がG7先進国の企業だったのに対し、E20*新興国の企業は17%に過ぎなかった。だが2020年末時点では、E20企業の比率は34%に倍増した。さらに、グローバル500社のうち124社を中国企業が占め、米国企業の数を追い抜いた。

この10年間、新興国企業は大きな飛躍を遂げた。そして、新興国市場全体にとっても多くの出来事に満ちた10年間だった。これはちょうど世界金融危機と新型コロナウイルス危機の間に挟まれた期間だったが、良い年もあれば悪い年もあり、さまざまな資産に投資するマル

チアセット投資家にとっては、投資機会を捉えつつボラティリティを管理するスキルが重要な役割を果たした。

この10年間には大きな注目を集める出来事が数多くあったが、ゆっくりと進む目に見えにくいトレンドの方がより大きな影響をもたらした可能性がある。そうした潮流の中でも、本稿では新興国市場における「経済成長とバリュエーションの関係」、「コモディティ主導からテクノロジー主導への転換」という2つのテーマに焦点を当てたい。また、今後10年間に起きるとみられる2つの重要なトレンドと、時代を超えた普遍性を持つテーマを取り上げてみたい。

*E20とは、フォーチュン誌が経済及び人口などの要因に基づき選出した上位20の新興国で構成するグループ。2020年の構成国は、アルゼンチン、バングラデシュ、ブラジル、中国、コロンビア、エジプト、インド、インドネシア、イラン、マレーシア、メキシコ、ナイジェリア、フィリピン、韓国、サウジアラビア、南アフリカ、タイ、トルコ、ポーランド、ロシア連邦。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2021年7月16日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

経済成長と株価バリュエーションの断絶

新興国では2011年から2020年にかけて経済が順調に拡大し、実質国内総生産(GDP)も年平均4.1%の伸びを示した。これは先進国の1.5%を大きく上回る水準で、そのトレンドは今後も持続すると見込まれる(図表1)。主要国では中国が成長をけん引したが、ベトナム、トルコ、コートジボワール、ドミニカ共和国など多くの小規模な国々も平均を上回る成長を遂げた。

力強い経済成長によって各国政府の歳入や、ファンダメンタルズ、信用力は押し上げられ、債券の好調なリターンにつながった。世界的に景気が力強く拡大する中で金利が低下したことを踏まえれば、それは意外なことではない。また、コートジボワールやドミニカ共和国のように、成長ペースが最も速く、信用力が最も大きく改善している国々に投資できるのは、債券投資家に限られるケースも多かった。

しかし、意外なことに、株式の全般的なリターンは高まらなかった。歴史的に見れば、株式のリターンは債券のリターンをアウトパフォームする傾向があり、特に経済が順調に拡大している場面ではそうなることが多い。では、なぜ今回はこうした結果になったのだろうか？アライアンス・バーンスタイン(以下、AB)ではその理由に

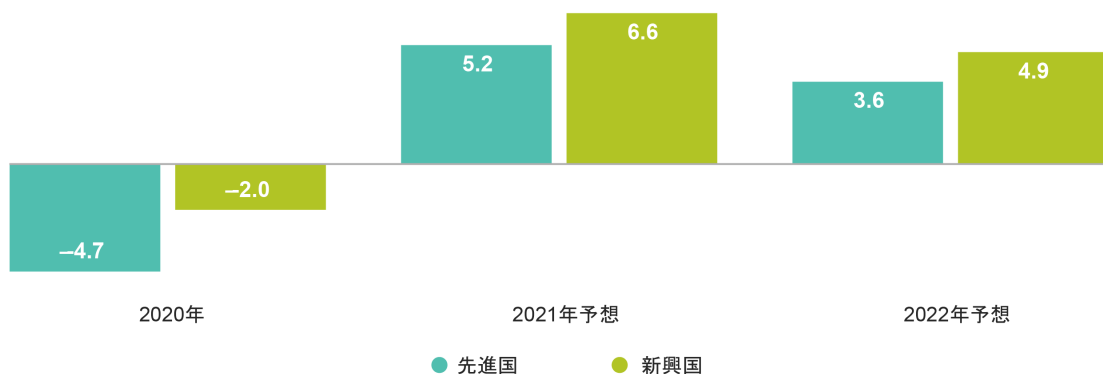
ついて、突き詰めれば利益成長とバリュエーションにあると考えている。一部の企業は間違いなく輝いており、特に世界のイノベーションを先導するテクノロジー企業は躍進した。過去10年間で、テンセントの1株当たり利益(EPS)は1.05元から14.82元に膨らみ、サムスン電子のEPSも1,660ウォンから5,778ウォンに拡大した。

しかし、新興国市場の株価指数には競争力の低い企業も多数含まれており、その多くは株式を保有する政府や規制当局の強い影響を受けている。これらの構成銘柄が全体のEPSの伸び率を5%(年率換算ではなく、10年間の合計)に押し下げており、その結果、S&P 500指数の株価収益率(PER)が2011年の13.5倍から22.6倍に上昇しているのに対し、新興国市場では同じ期間に10.2倍から14.2倍に上昇しているに過ぎない。

リターンを得る上で成長は重要であるが、新興国株式と債券ではその意味合いが異なる。株式投資家は企業利益が最も力強く拡大するとみられる銘柄を見つけ出す必要があるのに対し、ソブリン債の投資家は持続的な高成長を支える信用力の強化に向けた改革を進めている国に焦点を当てている。マルチアセットの投資家にとっては、投資機会を活用するためにはどちらも重要な意味を持つ。

【図表1】 新興国市場では高い成長率が見込まれる

国際通貨基金(IMF)による実質GDP成長率見通し(%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。
2021年3月31日現在
出所: IMF、AB

コモディティからテクノロジーへの転換

10年前の新興国株価指数には、天然資源への依存度の高い発展が遅れた国々の産業が色濃く反映されていた。多くの場合、インデックスに大きな比重を占めるのは、エネルギー企業や鉱山会社など、成長のため資

金を必要とする天然資源セクターの発行体だった。銀行や通信企業もインデックスに大きな比率を占めていた。

それから10年が経ち、新興国の株式指数にはテクノロジーやイノベーション関連企業が大きな影響力を持つ

ようになり、その中には世界をリードする企業も数多く含まれている(図表2)。10年前、MSCI エマージング指数に占めるテクノロジー企業の割合はわずか10%だったが、足元では20%に倍増している。しかも、テンセント(コミュニケーション・サービス・セクター)やアリババ(一般消費財・サービス・セクター)などは公式にはテク

ノロジー・セクターに分類されていないため、実質的なテクノロジー関連銘柄の比率はもっと高くなる。

天然資源からテクノロジーへのシフトは、新興国の株価指数にとって著しい変化であり、ガスプロムやペトロブラスなどが支配していた時代とは大きく異なるダイナミックな投資機会を生み出している。

【図表2】 変化する新興国市場の顔ぶれ

新興国株式市場の組入比率上位5銘柄: 2011年		2021年	
1. ● サムスン電子(韓国)		● 台湾セミコンダクター	
2. ● ガスプロム(ロシアーエネルギー)		● テンセント(中国ー電子商取引、娯楽)	
3. ● ペトロブラス(ブラジルーエネルギー)		● アリババ(中国ー電子商取引、小売り)	
4. ● 台湾セミコンダクター(台湾)		● サムスン電子	
5. ● ヴァーレ(ブラジルー鉱業)		● 美团(中国ー電子商取引、食品)	

● 資源関連 ● テクノロジー関連

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2021年3月31日現在
出所: MSCI, AB

コロナ禍からの回復とコロナ後

今後10年を見通すと、新興国市場は過去10年間と同様に大きな変革が続くと考えられる。短期的に注目すべき動きはパンデミックからの回復プロセスで、これは各国が異なる道のりをたどることになりそうだ。最初に感染拡大に見舞われた中国はいち早く立ち直り、多くの欧米諸国にも先行している。台湾はあまり影響を受けなかったが、インドやブラジルは大きな打撃を被った。国によって状況が異なるように、リスクや投資機会もそれぞれ異なるものとなるだろう。

世界中で経済活動の再開が進み、企業の資金需要や政府の流動性需要が高まる中、米国など先行して経済の再開が進んだ国々から新興国など他地域に資金フローが向かうことが予想される。また、中央銀行による強力な景気刺激策は当面継続される見込みで、経済的リスクはさらに和らぐと思われる。さらに、ワクチン接種の進展に伴い、これまで抑えられていた経済活動も始まることから、多くの新興国企業が国内及び海外市場における需要急増の恩恵を受けるだろう。

サプライチェーン分散を模索

今後5年ほどで広がるとみられるもう1つのトレンドは、地政学的リスクを巡る懸念を一因に、サプライチェーン

の分散が加速することだ。今日では、自動車、コンピュータ、コーヒーメーカー、シャンプーなど、ほとんどの工業製品は世界各地で生産・調達された部品・材料で作られている。企業はこれらの重要なサプライチェーンを、紛争や衝突から守ろうとするだろう。

大型船の座礁によるスエズ運河の運航障害は、非地政学的リスクが、ゆとりのないサプライチェーンや低水準にとどめられている在庫を直撃しかねないことを示すものとなった。企業は既存のオペレーションを見直し、将来に向けて抵抗力を高めることを重視すべきで、またそうするだろうと思われる。実際、こうした取り組みは、より多くの場所での生産施設建設や在庫の再構築につながりそうだ。

環境・社会・ガバナンス(ESG)問題に対する監視の目が強まっていることも、サプライチェーンを通じた調達に変化をもたらす可能性がある。例えば、人権侵害や気候変動への対策は喫緊の課題であり、世界中で投資家が資本を投入する際にESGを考慮する傾向が強まりつつある。それは、企業に対してサプライチェーンにおけるESG問題への取り組みを促す要因となり、またそうした取り組みによって新たな投資機会や資金需要も生じる。

分散投資と柔軟性は依然として必要

一方、今後10年間にわたり変わりそうにないことの1つは、投資家が株式や債券、通貨など幅広い資産クラスにおける投資機会を捉えようとする際に、エクスポージャーを思慮深く組み合わせる必要があることだ。適切な手法を取り入れれば、潜在的なリターンや分散効果が高まり、一つの企業やセクター、資産クラスで損失を被っても、その影響を軽減することができる。

また、一般的な株式指数などには含まれないような投資機会も新たに生じるため、柔軟性も必要となる。例えば、広く用いられている新興国市場の株価指数は、26

カ国の銘柄を組み入れているが、ABの考える新興国投資のユニバースは60カ国以上に及ぶ。マルチアセット投資は「go anywhere(どこにでも行く)」というアプローチを採用することで、幅広い投資機会を活用することが可能になる。

過去10年間大きな変化を遂げてきた新興国市場では、今後10年間も同じようにさまざまな出来事が生じ、さまざまな投資機会やリスクが発生するであろう。ABでは、分散効果が得られ、柔軟性があり、ダイナミックさを兼ね備えたマルチアセット戦略は、そうした市場環境で成功を目指す投資家にとって検討に値する選択肢であると確信している。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

+ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

+ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。