



回復に向かうアジア株式の投資機会

Bill Maldonado

株式運用部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

2021年のアジア株式市場は、サプライチェーン（供給網）の分断、新型コロナウイルスによるロックダウン（都市封鎖）、中国の成長鈍化など、厳しい課題に直面していました。

本稿では、ビル・マルドナド(Bill Maldonado) が、2022年はアジアのいくつかの株式市場が魅力的な投資機会となる点について説明します。

1. 2021年のアジア株式市場は好調だった米国などと比べると相対的に見劣りする結果となりましたが、2022年の見通しは？

アジアの経済成長の重要なエンジンである中国の株式市場は、2021年のアジア株式市場全体が騰落率で相対的に劣後する大きな原因となりました。不動産やハイテクなどのセクターに対する中国当局の規制強化により、中国株は幅広い中国企業を対象とするMSCI中国株式指数でみると現地通貨（香港ドル）ベースで1年間で約21%下落（円ベースでは約13%下落）しました¹。

しかし、今年に入ってからの市場に対するニュースのヘッドライン（見出し）はよりポジティブなものとなっています。

第一に、中国の財政・金融緩和がスタートしたことで、中国の経済成長が回復に向かい、それが地域経済を引き上げるであろうという見方が市場で強まっているからです。第二に、新型コロナウイルスの感染状況はある程度安定しているようです。変異型「オミクロン型」感染者は依然として世界中で急増していますが、致命的なものではないとの認識が一部で出ています。第三に、米国の利上げが間近に迫っている市場局面では、新興国市場やアジア市場の株はアウトパフォームする傾向があります。さらに、米国と中国の金利政策の相違は、新興国市場に有利に作用する可能性が高いとみています。

一方、新型コロナウイルスはいくつかのダウンサイドリスクを依然として抱えています。感染症の急増による行動制限などの“社会的締め付け”のオン／オフから生じる社会的混乱は、この地域の経済回復を遅らせる可能性が高いとみています。しかし、アジア全域でワクチン接種率が向上し、一部の国ではこれまでのパンデミック（世界的大流行）からエピソード（地域的流行）へと移行していることから、こうした措置の影響は過去ほど深刻ではないと思われます。

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。

さらに、世界の他の地域で見られるインフレ圧力は、今のところアジアでは懸念されていません。実際、アジアのいくつかの国は、経済成長を支えるために政策金利の引き下げを行う柔軟性さえ備えています。

2. アジアのどの株式市場が魅力的な投資先として注目していますか？

バリュエーションでみると、ほとんどのアジア市場は先進国市場に比べて魅力的な水準にあり、世界経済の見通しが改善されれば、これらの出遅れている市場がキャッチアップすることは驚くに当たりません。とはいえ、いくつかのアジア市場は、いくつかの点で際立っています。

例えば、日本は世界経済の景気回復サイクルの影響を受けると同時に、日本企業の継続的なリストラへの取り組みによって資本効率が改善され、その結果、株式投資収益率が上昇しています。このような市場はボトムアップ・アプローチによる銘柄選択が効果的と考えられるため、大型株よりも上場企業の数が多い中小型株に、より魅力的な投資機会が存在しています。

一方、2021年のインド株はMSCIインド株式指数でみると現地通貨（インドルピー）ベースで年間約29%の上昇（円ベースでは約41%上昇）を記録し、米国株と並んで華々しい活躍を見せました²。市場の熱気はやや落ち着いたように見えますが、インド経済のデジタル化に伴い株式市場では、様々なセクターで新たなビジネスモデルが生まれた結果、新規上場企業や既存上場企業のビジネスの中身が変わりつつあります。現在のバリュエーション水準は安くはないかもしれませんが、こうした新たな投資機会が多数生まれていることは注目すべき点です。これらの投資対象となる企業は主に破壊的技術革新を市場に提供する企業です。インドにはこうした企業が複数あり、これは投資機会が多数あることを意味しており、この点がインド株市場をより魅力的なものにしているのです。

なお中国株投資ですが、その見通しには逆張りの見方が必要です。中国当局の規制強化が進んでいますが、この動きはやがてよりバランスのとれた経済発展をもたらし、国内の所得格差を引き下げ、消費成長に恩恵をもたらすという考えです。

3. 中国のゼロコロナ政策継続の固執は中国経済の重荷となりますか？

新型コロナの変異種「オミクロン型」は感染力が強いため、現在中国が進めているゼロコロナ政策は成功しないと当局も認識している模様です。

次世代コロナワクチンの開発が世界で進んでいます、「自己増殖型」と呼ばれる新たなメッセンジャーRNA（mRNA）ワクチンは試験の後期段階にあり、今年の後半には実用化される可能性があります。株式市場が上昇するためには、ゼロコロナ政策変更の影響を見る必要はなく、同政策の将来の方向性に関する前提を変えればよいのです。

海外投資家はグローバル/地域別ファンドへの投資配分において、中国を過去最高に近い水準にまで大幅にアンダーウエイトとしています。中国A株と米国株のバリュエーション面での差異が大きいことを考えると、投資家は最近の中国株式市場の高ボラティリティー相場をむしろ投資機会と捉えて、中国株、特に中国A株市場への投資配分を増やすべきだと考えています。

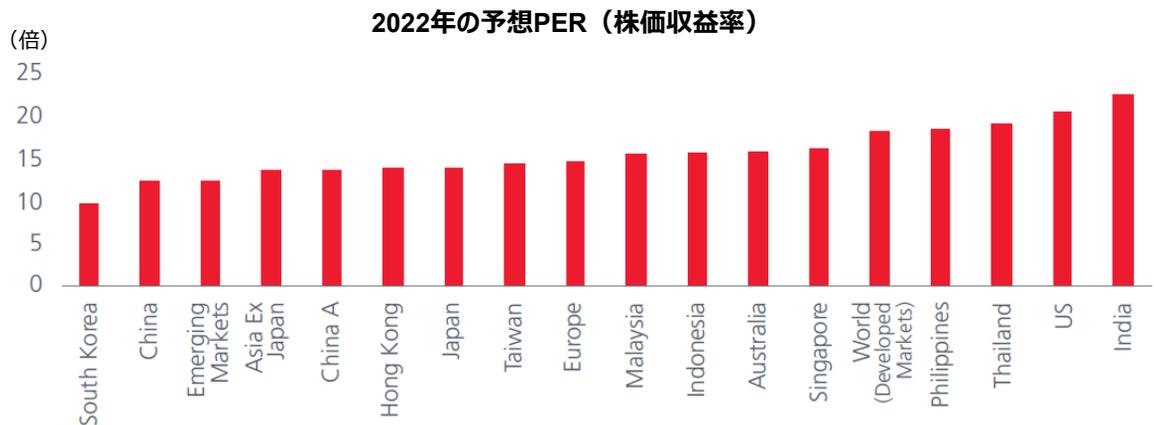
さらに、今年中国の企業収益は10～15%回復すると予想しており、市場心理がよりポジティブに転じ始めれば、この点も魅力的なポイントになると見えています。

4. なぜ今、投資家は中国A株への投資を検討すべきなのですか？

昨年2021年の中国A株市場は、他のほとんどの株式市場に対してアンダーパフォームとなり、厳しい1年となりました。しかし、期待値の低さと低バリュエーションが相まって、これらの市場への投資は中長期投資家にとって魅力的な投資機会となっており、投資家は世界で2番目の株式時価総額を誇り、また最も活発に取引されている中国株式市場に投資するには今が適切なタイミングであると考えています。規制強化、経済の減速、ゼロコロナ政策の継続などが嫌気され、中国に対する投資家心理はやや低迷しています。しかし、今年の秋に開催される第20回全国人民代表大会（全人代）は、習近平国家主席が3期目の党首に選出される可能性が高い重要な政治イベントであることから、2022年にはこれらの措置の一部が緩和され好転するものと楽観視しています。

図表 1: 世界各国・地域の株式市場*のバリュエーション

*MSCIの各インデックスを使用



出所：MSCI、IBESのデータ（2022年2月10日時点）

同時に、中国当局による新たな規制は、経済成長ドライバーと資源配分の面でみた中国経済を、現状のややバランスに欠けたものから、よりバランスの取れたものへと進化させることにつながる筈です。さらに、再生可能エネルギー、電気自動車、半導体、製造、消費など、中国経済の成長を今後とも支える特定分野での政策面での支援も無視してはなりません。中国のA株市場は、これらのセクターへのエクスポージャーが大きいと、今後、財政緩和政策が講じられた場合にはよりポジティブに反応する可能性が高いと考えています。

最後に、中国株への投資は非常に難しいという通説に反して、現在の中国A株市場はかつてないほど投資しやすくなっていると考えています。上海と深圳の株式市場には4,000社を超える企業が上場しており、セクターも多様で、同市場への投資家のアクセスも向上しています。また、中国A株が世界の株式投資ユニバースに占める割合が大きくなるにつれて、世界の投資家は将来的に市場の構造転換に直面することになるでしょう。

5. 2021年にバリュー株投資が復活したことを考えると、今後、アジア株式市場にはバリュー株投資が奏功する余地があるのでしょうか？

バリュー株投資は決して終焉したわけではなく、むしろ復活の好機と捉える動きが出ています。（弊社のレポートと平仄を合わせています。）

一般的に、不確実性の高い市場環境では、投資家はよりディフェンシブな銘柄を選好する傾向があり、やがて市場環境が安定化すると、投資家は楽観的な投資行動を取るようになります。

こうした状況のとき、市場ではバリュー株が選好されるようになりますが、この動きは2021年にも見られました。しかし、昨年2021年に見られたのは、バリュー株とグロース株の間の大きなギャップの小さな是正に過ぎません。2022年以降も、世界経済の回復が軌道に乗っている限り、バリュー株がそれまでの人気が高かったグロース株を上回るパフォーマンスを遂げると考えています。

6. 新型コロナウイルスがアジア経済に与える長期的な影響は？

歴史は、外生的なショックは、その発生時点で想定していた程には社会行動に大きな影響を与えないことを教えてくれています。とはいえ、いくつかの重要な教訓と投資への示唆があります。例えば、2008年の世界金融危機は、銀行の資本構造の脆弱性を露呈し、各国は金融システムの安定性を向上させるための構造改革を余儀なくされました。

同様に、今回の新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）は、コロナ以前から長年にわたって医療分野への投資が十分に行われていなかった問題点を露呈させました。パンデミックによる経済的コストは莫大であり、こうした現実、次の危機に備えて、各国が医療費を大幅に増加させることを正当化するはずで

また、世界のサプライチェーン（供給網）が想定以上に脆弱だったことや、単一のバリューチェーンに過度に依存した場合のコストやリスクについても改めて精査、再考が進んでいます。こうしたサプライチェーンの再構築の動きは、ASEAN経済にとって最大の投資機会となります。しかし、リショアリング（生産拠点の自国回帰）の動きを収益化するためには、港湾などのインフラへの投資を拡大し、ASEAN各国政府は今後2年間でそれを実現するために企業との提携を進めなければなりません。

データ出所

1. MSCI中国株式指数（配当込み）、Refinitiv（2021年12月31日時点）
2. MSCIインド株式指数（配当込み）、Refinitiv（2021年12月31日時点）

※ 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。