



なぜ今、中国を除く新興国株式市場が注目されるのか？

新興国株式チーム、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）リミテッド

約20年前の新興国株式市場の国別比率は現在よりも分散された状況であり、同市場の代表的な株価指数であるMSCI新興国株式インデックスの時価総額ベースで見ると、国別では韓国、台湾、南アフリカなどが名を連ね、一方で業種別はエネルギーや素材などのコモディティ系が高いウェイトを占めていました。

その後幾多の変遷を経て、現在の同インデックスの国別構成比では、中国が大勢を占めるようになり、その様相は大きな変化を遂げました。しかし、かつて同インデックスの構成比率で大勢を占めていた構成要素（国・地域、業種など）がその後変化し、現在のように中国のウェイトが高まったとしても、中国を除く新興国株式市場にも数多くの投資機会が存在しています。

過去15年以上の間に、新興国株式市場は様々な面で大きな変化を遂げました。これは同期間中、新興国の国々が力強い経済成長を遂げてきたことや、新興国株式市場の変化の軌跡を考慮すると、驚くべきことではありません。新興国株式市場の企業の時価総額もまた、様々な変遷を繰り返してきましたが、一貫したテーマは、“同市場内での中国株のポジションが支配的になってきた”という点です。約20年前には、MSCI新興国株式インデックスにおける中国のウェイトはわずか5%でしたが、

現在では40%を超え、さらに今後数年で50%を超えることが予測されています。中国は重要な投資先として成長を遂げていますが、一方で中国を除く新興国株式市場にも数多くの投資機会が存在しています。

新興国株式インデックス内で中国のウェイトが高まったことにより一部の投資機会が見逃されている

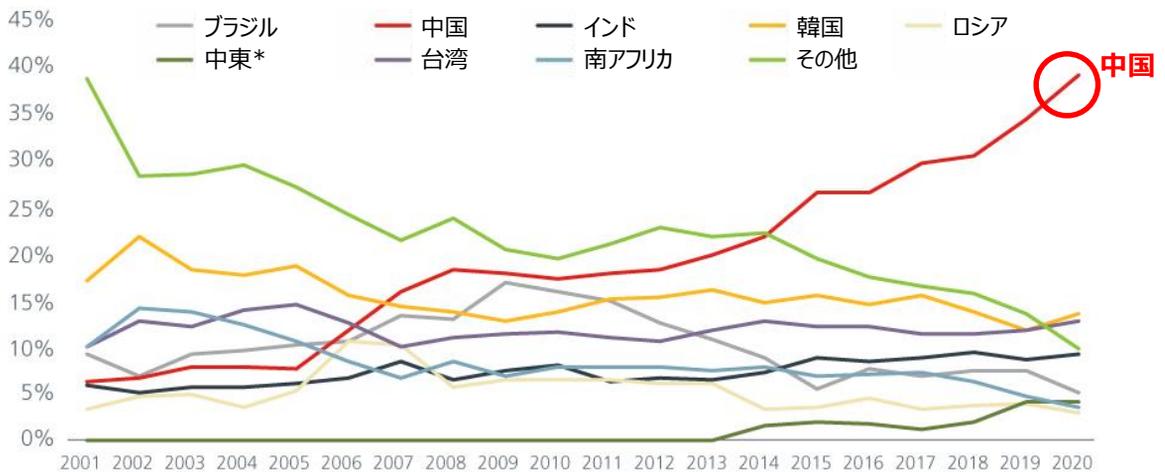
MSCI新興国株式インデックスでは、中国の国別構成比が年々高まってきました。（図表1参照）

一方で、韓国は2002年当時、MSCI新興国株式インデックスで最大の構成国であり、約20%を占めていましたが、今日ではそのシェアは約10%にまで低下しています。同様に、南アフリカも2002年は約15%に達していましたが、現在では5%未満となっています。

MSCI新興国株式インデックスのその他の構成国もまた、構成見直しが行われているため年々変化していますが、最近追加された国々の同インデックス内での影響度合いは、中国のような一部の大国のウェイトが高まっているために、むしろ弱まっています。

例えば、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、カタール、クウェートは比較的最近、同インデックスに追加された国で

図表 1: MSCI新興国株式インデックスにおける国別ウェイトの推移



出所：MSCI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。（2020年12月31日）
* 中東にはアラブ首長国連邦、カタール、クウェート、サウジアラビアが含まれます。

60以上の新規銘柄と約3,000億米ドルの時価総額の追加のインパクトをMSCI新興国株式インデックスにもたらしましたが、一方で、中国が過去10年間に同インデックス内で時価総額を約1兆6,000億米ドル増やしたことで、その影響度合いは弱まり、埋没化してしまっています。しかし、中国の台頭により見過ごされがちな「中国以外の新興国諸国の投資機会」は、無視してはならないものとなっています。

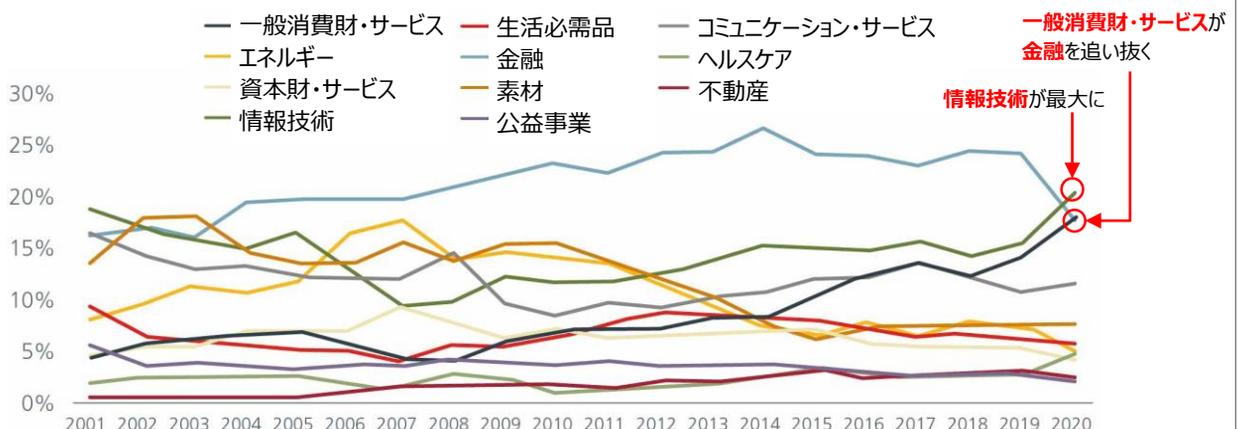
また、同インデックス内での業種別の構成比率も年々大きく変化しています。（図表2参照）

「金融」は、2020年の大幅な業種間の構成見直しが行われるまで最大の業種ウェイトとなっていました。昨年は、中国のごく一部の大型Eコマース企業の時価総額の増大より、「一般消費財・サービス」は上昇し「金融」を追い抜きました。

「情報技術」は成長を続け、2020年12月末時点では最大の業種となっています。今日の中国の「情報技術」の真の時価総額規模は、同インデックスの業種間での構成見直しにより、これまで「情報技術」に属していたいくつかの有名企業が他の業種に変更されたため、控えめなウェイトになっており、実態に即していません。例えば、中国Eコマース最大手のアリババの業種は「情報技術」から「一般消費財・サービス」へ変更されましたが、その結果、「一般消費財・サービス」が同インデックス内での業種別構成比で大幅に上昇し、同インデックス内で第2位の業種となりました。

また、時間の経過とともに、MSCI新興国株式インデックスの上位銘柄も中国企業が中心になってきています。（図表3参照）

図表 2: MSCI新興国株式インデックスにおける業種別ウェイトの推移



出所：MSCI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。（2020年12月31日）

2001年には、上位10銘柄中の中国企業は1銘柄だけで、同インデックスの約3%を占めているにすぎませんでした。現在では、上位10銘柄中に6銘柄が含まれており、これだけで同インデックスの21%を占めています。

新興国株式インデックス内で中国のウェイトが高まったことで、同インデックスと中国株の相関性が上昇

新興国株式市場の将来を正確に予測することは難しいですが、MSCIが今後数年にわたって中国企業をMSCI新興国株式インデックスに継続的に組み入れていく予定であることを考えることで、その未来像を予測することが可能です。

この予測は、MSCIの同インデックスの構成銘柄の構成見直しルールで予測されるシナリオに基づいており、歴史的な中国株式市場の潜在的な成長プレミアムは考慮されていません。同シナリオでは、MSCI新興国株式インデックスに占める中国のウェイトは、現在の40%から2027年までに50%を超えるまで拡大を続けると予測されています。これは注目すべきポイントです。

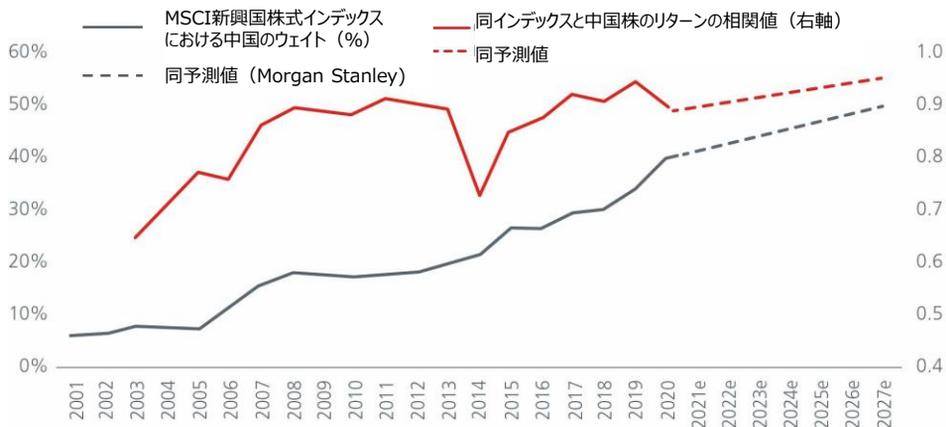
投資家が新興国株式市場への投資を行う多くの場合、長期的なリターン源泉の分散を図ることが目的にありますが、中でも特に中国が、これまでは主要な牽引役となっていました。しかし、インデックス内の国別構成比で、中国のウェイトが支配的になるにつれ、中国株とMSCI新興国株式インデックスとリターンの相関性も高まっています。(図表4参照)

図表 3: MSCI新興国株式インデックス占める中国のウェイトの推移



出所：MSCI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。（2020年12月31日）

図表 4: MSCI新興国株式インデックスにおける中国のウェイトは増大、また同インデックスと中国株のリターンの相関性は高まっています。



出所：Morgan Stanley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。（2020年12月31日）
予測値等は予告なく変更することがあり、また将来の数値等を保証するものではありません。

これは、主に中国の同インデックス内のウェイトが高まったことに直接関係していますが、1つの支配的なウェイトを占める国がポートフォリオの分散効果に与える影響度合いの強さも浮き彫りになっています。分散効果をより良く管理し、相関性の低い資産への分散投資を行うためには、「中国」へのウェイトと「中国以外の新興国」の株式市場へのウェイトを分離して管理する方が良いかもしれません。

特に中国に関しては、米国を中心とした西側諸国からの政治的圧力が高まっており、中国企業に対する制裁措置がますます強化されています。こうした動きは中国への投資配分に大きな影響を与える可能性があり、中国を投資対象とした運用戦略は複雑化する可能性があります。こうした点を考慮すると、中国株式への投資配分を分離し、これらの問題を個別に管理できるようにするための動きが高まる可能性があります。

新興国株式インデックス内での中国のウェイトの増大により、「中国」と「それ以外」という概念がポートフォリオ管理において重要に

株式インデックスの国別構成比で一つの国のウェイトが高まり支配的になると、投資家はその国への投資配分を分離して個別に管理する傾向があります。また、この傾向によって、分離して個別に管理する国以外の新たな投資対象国・地域への投資配分を行うインデックスに対する需要が生まれます。先進国を投資対象とするMSCIワールド・インデックスのように米国が国別構成比で支配的なウェイトを占める市場（インデックス）へ投資する場合、投資家は米国にウェイトが集中しないように、その市場に新たに個別に分離投資（米国と米国以外）しており、これが「MSCIワールド・インデックス（除く米国）」や「MSCI EAFE（欧州、オーストラリア、極東）インデックス」の定着に寄与してきました。中国とMSCI新興国株式インデックスの関係も同様の道をたどることが予想され、次に述べるような事実がこの主張を裏付けています。

MSCIワールド・インデックスやMSCIヨーロッパ・インデックスに代表されるように既に市場で定評のあるインデックスとは対照的に、MSCI新興国株式インデックスでは上位10銘柄の占める割合が高くなっています。

これらの3つのMSCIインデックスに対して上位5カ国の占める割合は同程度ですが、第1位の国への集中度合いはMSCIワールド・インデックスの米国が66.1%、MSCI新興国株式インデックスでは中国が39.1%と際立って高い水準となっています。（図表5参照）

さらに、MSCIの国・地域別インデックスをベースに比較した場合、現在の中国の時価総額は、これまで長年にわたって個別の投資対象国として分離して考えられてきた日本の10年前の水準をはるかに上回っていることが分かります。これは注目すべき点です。（図表6参照）

中国を除いた新興国株式市場は、より分散の効いた投資機会を提供

2つのインデックス、MSCI新興国株式インデックスとMSCI新興国株式（除く中国）インデックスを比較すると、いくつかの大きな違いがあります。（図表7参照）

第1に、インデックスの構成銘柄数については、MSCI新興国株式インデックスの1,397社に対して、MSCI新興国株式（除く中国）インデックスでは683社と、半減してしまっていますが、ボトムアップで投資対象株を選別する人には大きな投資機会を提供しています。

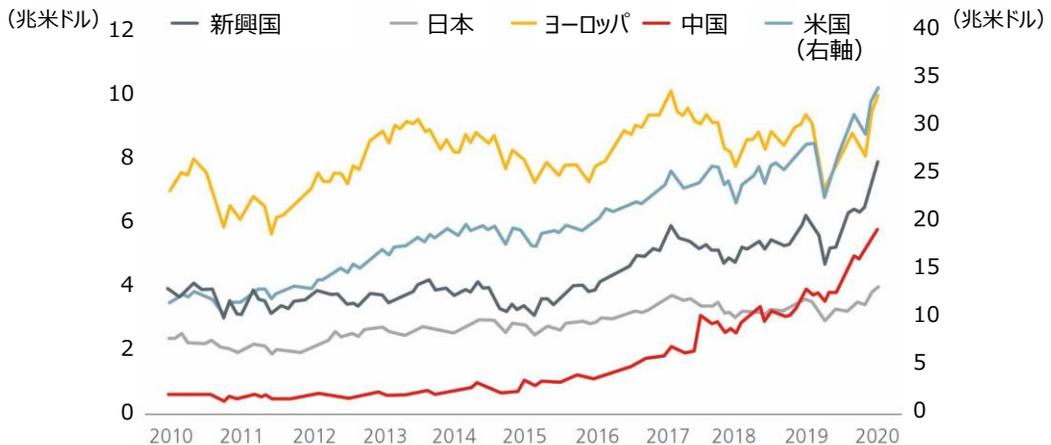
第2に、業種別ウェイトでは、MSCI新興国株式（除く中国）インデックスは「情報技術」の割合が高くTSMC（台湾）、Samsung（韓国）、Infosys（インド）といった企業が名を連ねています。一方で、MSCI新興国株式インデックスでは高い割合を占めていた「一般消費財・サービス」、「コミュニケーション・サービス」がMSCI新興国株式（除く中国）インデックスでは低下していますが、これは「一般消費財・サービス」で高い割合を占めていたアリババ（中国）、「コミュニケーション・サービス」で高い割合を占めていたテンセント（中国）が同インデックスには含まれないためです。

図表 5: 主な地域別MSCIインデックスの内訳（比較）

MSCIの地域別 インデックス	構成銘柄		国別構成比 (%) – 上位5カ国					
	銘柄数	上位10銘柄の 占める割合 (%)	1位	2位	3位	4位	5位	合計
新興国	1,397	28.0	39.1	13.5	12.8	9.3	5.1	79.8
ヨーロッパ	434	18.6	22.5	17.8	15.5	15.1	6.2	77.1
ワールド	1,585	16.9	66.1	7.8	4.3	3.4	3.1	84.7

出所：MSCI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。（2020年12月31日）

図表 6: 主な各MSCIインデックスの時価総額の推移



出所：Refinitiv Datastream、Bloomberg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。（2020年12月31日）

第3に、国別構成比では、地域別にみると、MSCI新興国株式（除く中国）インデックスは新興国アジアの占める割合が67.1%と、MSCI新興国株式インデックスの同80.0%と比べると低下していますが、その分、ラテンアメリカやEMEA（ヨーロッパ、中東及びアフリカ）地域への組み入れが増えています。

MSCI新興国株式（除く中国）インデックスは、全体的にみると、国別、業種別、銘柄別にみて、より分散された高い多様性をもった構成内訳となっています。

当社では、この投資ユニバースは、規律あるバリュー・マネージャーにとって、長期的にアルファを獲得するための多くの投資機会を提供していると考えています。

長期的には「中国を除いた新興国株式」への“バリュー投資戦略”が有効

新興国株式市場から中国を除くと、国、業種、は分散化されており、一部の大型の少数銘柄への偏りが少ないため、銘柄選定による投資機会に恵まれています。このような市場構造は、当社のこれまで蓄積してきた投資経験と、個別銘柄選定に基づく投資手法と高い親和性を有します。

当社のバリュー哲学は、「人間の感情や行動バイアスが投資の意思決定を歪めること。投資家は高成長銘柄への過度の期待を抱き、高クオリティ銘柄を選好する傾向にあること。そして、足元の事柄から近い将来を推定しがちなこと」を観察し続けてきました。これが株式市場で株価のミスプライス（適正株価からの乖離）を引き起こし

図表 7: MSCI新興国株式インデックスとMSCI新興国株式インデックス（除く中国）の内訳（比較）

	構成銘柄			地域別の構成比 (%)		
	銘柄数	上位10銘柄の占める割合 (%)	上位5か国の占める割合 (%)	新興国アジア	EMEA	ラテンアメリカ
MSCI EM	1,397	28.0	79.8	80.0	12.1	7.9
MSCI EM ex China	683	27.6	72.3	67.1	19.9	13.0

	業種別の構成比 (%)										
	情報技術	一般消費財・サービス	金融	コミュニケーション・サービス	素材	生活必需品	エネルギー	ヘルスケア	資本財・サービス	不動産	公益事業
MSCI EM	20.5	18.3	18.0	11.6	7.6	5.9	5.0	4.7	4.3	2.1	2.0
MSCI EM ex China	29.3	7.5	20.8	6.2	11.1	6.8	7.2	3.6	4.2	1.1	2.1

出所：MSCI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。（2020年12月31日）

※上記、MSCI EM: MSCI新興国株式インデックス、MSCI EM ex China: MSCI新興国株式（除く中国）インデックス

ており、私たちは体系的な投資アプローチでこれを活用しています。当社の運用哲学を裏付けるように、中国を除く新興国株式市場*をスタイル別にみると、長期的に「バリュー」が「クオリティ」と「グロース」上回る結果となっています。(図表8参照)

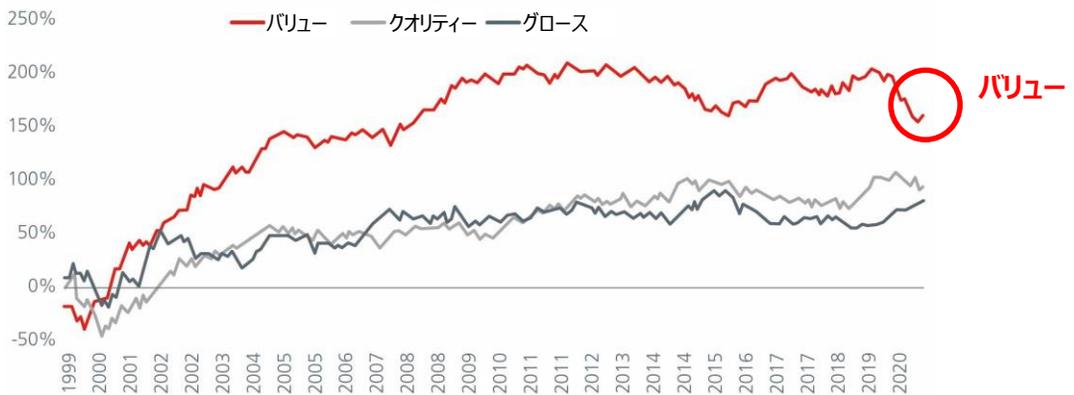
現在、中国を除く新興国株式市場*への投資はバリュエーション（投資尺度）面で魅力的な水準にあり、また長期的にも同様であると考えられるため、当社は注目すべき投資機会とみています。2008年の世界金融危機後、投資家の間ではバリュー株投資は人気を失い、代わりに高クオリティ銘柄や短期的に収益が見込める銘柄を好むようになりました。

*S&P新興国総合指数をベースに韓国を追加し、中国を除外したものを。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。（2020年12月31日）

この傾向は、2020年の新型コロナウイルスの世界的な感染拡大によりさらに高まり、中国を除く新興国株式市場*では、割安株と割高株の間にバリュエーション面で極端なばらつきが生じています。(図表9参照) これは、規律あるバリュー株投資家にとっては、絶好の投資機会となっています。

つまりは、現在、新興国株式市場にはバリュエーション面で多くの投資機会がありますが、特に注目すべき点は、中国を除く新興国株式市場*においては、割安株と割高株の間に極端なバリュエーション面での歪みが生じており、この点に着目して銘柄選択を行うことで魅力的な投資成果が期待できるということです。

図表 8: 中国を除く新興国株式市場*のスタイル別のパフォーマンス比較



出所：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。（2020年12月31日）

図表 9: 中国を除く新興国株式市場*におけるバリュエーションのばらつき度合いは高水準

バリュエーションのばらつき度合い：

同市場を対象として、各銘柄の株価収益率（PER）をベースに、上位（高PERグループ）、下位（低PERグループ）のグループに分け、上位のPERを下位のPERで除したものを。



出所：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。（2020年12月31日）

※ 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。