

Spotlight on emerging markets

株式市場に追い風となるファンダメンタルズの改善

2018年3月

2018年の新興国株式市場は順調なスタートをきりました。高い企業収益によって支えられた2017年の好結果に続き、2018年は改善している企業ファンダメンタルズが新興国株式を引き続きサポートすると当社は楽観的な見方をしています。新興国株式のファンドマネージャーであるマシュー・ヴァイトが展望します。



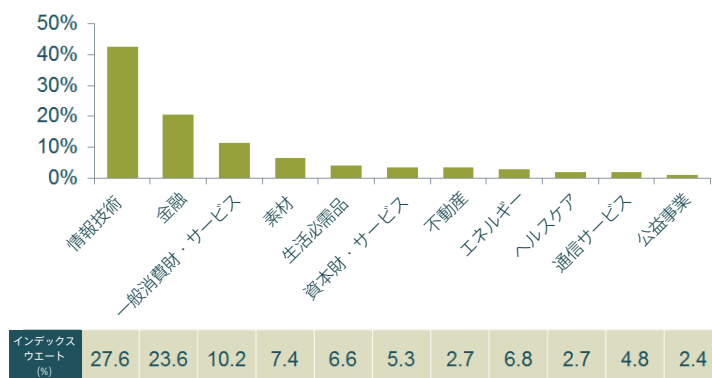
投資対象の時価は上昇・下落するため、投資元本は保証されません。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

2017年の新興国株式市場は前年に引き続き上昇し、再び先進国株式をアウト・パフォームしました。2016年の相場上昇が企業収益の上方修正を視野に入れてのバリュエーションの再評価によるものだったのに対し、2017年は企業収益が実際に増加したことを受けた上昇でした。

良好なリターンをもたらしたドライバーを詳細に見ると、値上がりは市場の極少数のセクターに集中していたことが分かります。情報技術株が相場上昇をけん引しました。同セクターは2017年に米ドルベースで60%を超える上昇をし、市場全体の上昇の最大寄与セクターとなりました。MSCI エマージング・マーケット・インデックスに占める同セクターの比率が30%以下であるにもかかわらず、インデックスのリターンの寄与率は40%以上でした。

情報技術株が新興国株式市場をけん引

2017年のMSCI エマージング・マーケット・インデックスにおけるセクター別寄与率



出所: Factset。米ドルベース、2017年12月31日時点

リターンの大きな部分はアリババとテンセントの2銘柄によるものでした。両社とも、投資家が成長について非常に楽観的な見通しを持っていることが株価の大幅な上昇につながりました。

投資スタイルの交代

昨年の情報技術株の高いパフォーマンスにより、「グロース」が「バリュー」を大幅にアウト・パフォームし、その結果、バリュー株に対するグロース株のバリュエーション・プレミアムは史上最高にかなり近いものになっています。

根本的な定義として、グロース株はバリュー株に対して通常割高で取り引きされますが、現在のバリュエーションが最も高い銘柄と最も安い銘柄の差は極端です。割安なバリュエーションは、マクロ経済レベルと企業レベルでの良好なファンダメンタルズとあいまって、新興国株式市場におけるバリュー株投資にとって有利な背景であると当社は信じています。

バリューを求めて

バリュー志向の投資家である当社は、現在の市場は金融などの景気敏感株が最も魅力的な投資機会を提供していると考えています。当社は、金融セクターは融資の伸びと不良債権の減少というかたちでマクロ経済環境良化の恩恵を受けると考えています。さらに、新興国の銀行のガバナンスは強固になっており、またより統制が取れるようになってきている明らかな兆候が見えています。

当社は情報技術にも投資機会があると見ており、その中では、バリュエーションの観点から、インターネット・交流サイト企業より機器メーカーを選好します。インターネット企業の多くは、今後の収益成長率が非常に高いことを意味する高いバリュエーションで取り引きされていますが、当社はこの点に関して慎重な姿勢をとっています。当社はまた、バリュエーションが高い生活必需品やヘルスケアセクターに投資する価値は小さいと考えております。

国別では、上記と同様の理由からバリュエーションが低い国、特に厳しいリセッションを脱し、経済見通しが良くなっているブラジルを魅力的と考えています。

「韓国ディスカウント」は終焉か

昨年の韓国では、株価が米ドルベースでほぼ50%上昇し、好調なパフォーマンスをあげた国の1つでありながら、バリュエーションは、2017年末のMSCI韓国指数のPERが、2016年末の10.9倍に対し11.0倍だったなど、ほとんど上昇しませんでした。株価上昇は、企業収益の向上を反映したというファンダメンタルズの好転によるものでした。

当社は、株価上昇にもかかわらず、市場がバリュエーションを再評価しなかったことは、「韓国ディスカウント」がまだ存在することを示唆していると考えます。その背景は、投資家が最近の改革の持続性にまだ懐疑的であることと思われる。

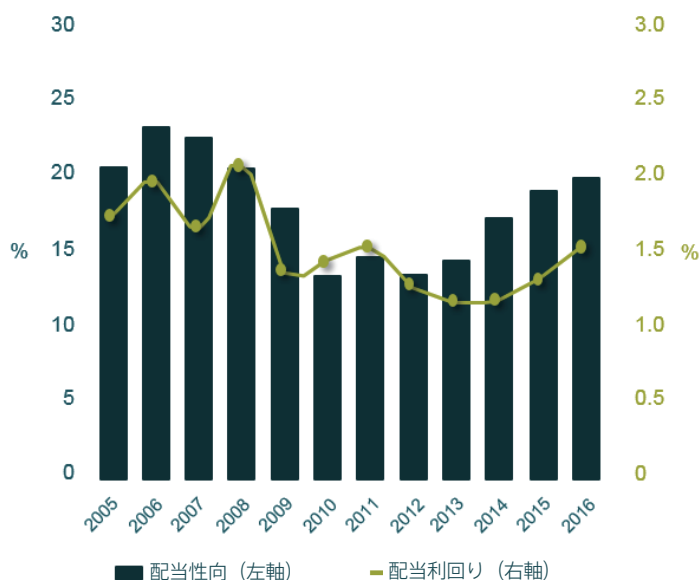
韓国株式はアジア諸国の株式に対して常に割安な水準で取引引きされています。しかし当社は、韓国のコーポレート・ガバナンスが改善していることにより将来的には他国の水準に近づくものと信じています。投資家はコーポレート・ガバナンスが弱いことを嫌い、韓国に投資することに慎重は姿勢を取り続けています。

韓国市場はチェポルと呼ばれる財閥企業が支配的な地位を占め、少数投資家ではなく株主家族の利害を念頭に経営する企業が多いという傾向があります。

しかしながら、これは徐々に変化しているように思われます。韓国政府は少数株主を軽視する態勢を改めさせる改革法案を施行しています。これらの改革などにより、企業は増配し、少数投資家に対し議案への議決権を付与するようになりました。

これらの努力は奏功しているように思われます。例えば、韓国企業は株主と成功を分かち合うという企業のコミットメントの尺度となる増配の傾向が際だっています。

増加する配当性向：KOSPIの配当率推移



出所：Bloomberg、Citi Research、Factset、MSCI。2017年12月

韓国の情報技術大手であるサムスン電子が、これらの株主重視の新しい改革を先導してきました。過去数年にわたって、同社は大きく増配し、また自社株買いを行ってきました。2012年にはフリー・キャッシュフローのわずか5%しか株主に還元していなかったのが、現在では50%に増加させています。さらに、同社は最近買い戻した株式の一部を消却しましたが、これは数年前ではほぼ間違いなく起こらなかったことでしょう。

このように改革に進展が見られるにもかかわらず、韓国企業の配当性向は他の国から未だ大きく離れています。当社は、もっと多くの企業がサムソン電子を模範に行動することにより、増配には大きな余地があると考えます。少数投資家を重視することと株主還元を増加させることが市場におけるバリュエーションの再評価につながることも信じています。

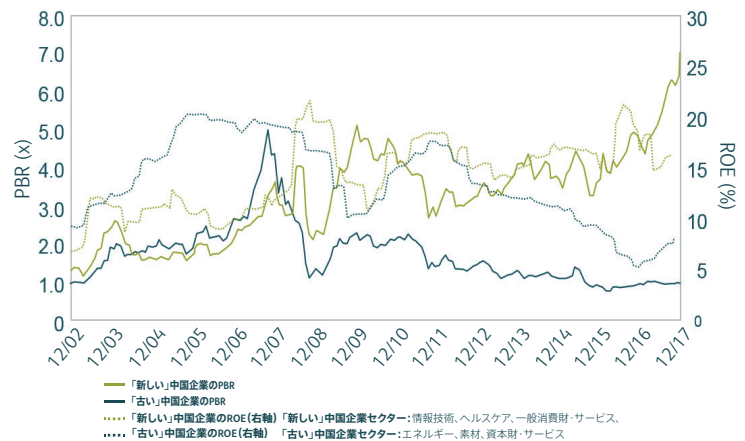
中国の改革は好材料

中国の経済や高債務水準に対する懸念は払拭されてはいませんが、最近の政府の改革が効果を上げる兆候が見られることより、当社は中国について一層楽観視するようになってきました。工業の広範な分野での過剰生産能力削減の努力が成果を上げていることや、金融システムの安定化によってもたらされる有益が見られます。当社は、全体としては引き続き慎重な投資姿勢をとっていますが、ここ数か月はより活発に投資を行うようになりました。

これまでの数年の間、中国に投資する多くの投資家がいわゆる「ニューエコノミー」のエキサイティングな見通しに焦点を当てていました。確かに経済がサービス主導に移行することによって投資機会が生じることを当社は認識していますが、インターネット、交流サイトや消費のような一般的な投資テーマの企業のバリュエーションは高過ぎて、価値を提供していないと当社は信じています。

それと対照的に、当社は「古い中国」の象徴ともいえる国営の製造・工業企業が魅力的な投資機会を提供していると考えています。投資家が消費テーマ株に専心したため、これらの株式は間違いなく見過ごされてきました。その中で、エネルギーと資本財・サービスセクターの企業の収益性が最近上昇しましたが、バリュエーションには反映されていません。コントラリアンであり、バリュエーション志向の当社としては、この状況は興味を起させるものです。

「古い」中国企業と「新しい」中国企業：バリュエーションと収益性



出所：MSCI、Factset、Morgan Stanley Research。ROEは2017年10月時点の数値、PBRは2017年11月21日現在の数値。

政府の供給サイド改革の結果として、セメントと鉄鋼のような重工業の生産能力は恒久的に削減されています。加えて、環境保護政策により、環境に悪影響を与えていた大多数のプロジェクトが閉鎖されました。これらによる生産能力縮小と同時に、少数の大規模であり、効率的な企業への集約が起きています。重要なことは、企業経営が売り上げ偏重から、収益性とキャッシュフローに焦点を当て始めていることにあると思います。

当社の考えでは、これらの政策遂行は明るい材料であり、そして市場がこれら企業のパフォーマンスの潜在的な改善を完全には評価しているとは思われません。

銀行業界の立て直し

同時に、当社は、中国の銀行業界が変革に近づいていると考えています。銀行システムの不良債権水準が低下しているように見えますが、これは経済環境の良化とともに、銀行が不良債権の償却を進めていることも理由です。

しかしながら、当社の考えでは、最も重要なことは政府が金融システムの機能そのものの改善を図っていることです。政府は、融資に関する規則や一部特定の貯蓄商品の取り締まりを強化することにより、金融システムのレバレッジの縮小を図っています。

銀行の財務体力に応じた融資が可能になり、融資に関する秩序が高くなっています。この環境では、最も強固なバランスシートを有し、経営が優れ、統制がとれた銀行が、より強い価格決定力によって利益を得られるべきです。当社は、今までと違い、間違いなく中国で初めて、銀行間で本当の差別化が生じるとの見方をしています。さらに、一般的に利益率が高く、貸し倒れリスクの低いリテール向け融資へのシフトが見られます。

これらの変化により、中国の有力行は今後長期にわたって十分な収益を維持することができると当社は信じています。これに対し、株式は魅力的なバリュエーションで取り引きされ続けています。この状況を勘案し、当社は最近初めて国有銀行株に投資しました。

楽観的な見通し

新興国株式はここ2年間で目覚ましいリターンをあげましたが、当社は今でも楽観的な見通しをもっています。企業ファンダメンタルズの改善は持続可能を思われ、それが引き続き新興国の株価のサポート要因となるでしょう。企業の経営陣による統制の取れた資本政策と経費のコントロールが収益性の向上をもたらすでしょう。当社の考えでは、このファンダメンタルズの良化はまだ完全にバリュエーションに反映されていません。

2年間にわたって高いリターンをあげた新興国株式ですが、それにもかかわらずバリュエーションは先進国株式に対し未だ魅力的な水準にあります。特に、バリュエ株とグロース株のかい離は大きく、これは選択的なバリュエ株に焦点を当てた投資家にとって有望な機会があることを意味すると信じています。

お問い合わせ

機関投資家営業部

+81 3 4550 6843

mgsalesjapan@mandg.com

www.mandg.jp

M&G Investments Japan株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2942号

加入協会:一般社団法人投資顧問業協会

当社は、当社の海外関連会社であるM&G Investment Management Limited (MAGIM)、M&G Alternatives Investment Management Limited(MAGAIM)のために投資一任・投資顧問契約の代理・媒介を行います。

MAGIM・MAGAIMは日本で金融商品取引業者として登録をしていないため、当該契約をご締結いただけるのは、日本の登録投資運用業者の方に限られます。

機関投資家向け資料

当記事は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。今後、事前に通知することなく変更する可能性があり、実証しかねる推測を含む場合があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。当記事の配布は売買の推奨や勧誘を行うものではありません。当記事は情報提供と教育のみを目的としており、投資に関する助言や特定の証券、投資戦略、投資商品の推奨を行うものではありません。本資料における個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。当記事が提供する情報ならびに参照した情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、情報の正確性について保証するものではありません。内容の正確性についてM&Gはその責任を負いません。

M&Gインベストメント・マネジメント・リミテッドが提供するサービス及び商品は、英国金融行為規制機構のハンドブックにおけるプロフェッショナル・クライアントの定義に含まれる投資家のみを対象としています。

M&GインベストメントはM&Gインベストメント・マネジメント・リミテッドの商号であり、プルデンシャル・グループ傘下の他の企業により使用されます。M&Gインベストメント・マネジメント・リミテッドはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地ロンドン市ローレンス・パウントニー・ヒルEC4R 0HHにて登録されています。M&Gインベストメント・マネジメント・リミテッドは金融行動監視機構により認可され規制を受けます。プルデンシャルPlc (Prudential plc) は、アメリカ合衆国を主たる事業領域とするプルデンシャル・ファイナンシャルInc (Prudential Financial, Inc) の関係会社ではありません。

FEB 2018 / IM-1555_UK

M&G
INVESTMENTS