

フラッシュ・レポート

2011年5月

本書はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・グループ（MSIMグループ）のエマージング株式運用チームが作成したレポートを邦訳したものです。

フロンティア・エマージング市場： 力強い離陸へ

2010年、グローバル市場は数十年に1度の厳しい投資環境となりました。政策当局者は最適な財政・金融政策の決定に苦慮し、多くの国で食品やコモディティ価格の上昇をきっかけとしたインフレが再び発生し、トレーダーは資産クラスを問わずほぼ毎日のように変化するリスク選好に翻弄されるなど、グローバル市場が多大な試練に見舞われた2010年において、フロンティア株式市場は最も高いリターンをもたらした資産クラスの一つとなりました。

いわゆるフロンティア株式市場は（すなわちMSCIエマージング・マーケット・インデックス¹を構成する21の「主流の」エマージング国を除く発展途上国のことですが）、2009年の大幅な株式上昇相場に乗じることはできませんでした。しかしながら2010年は一変し、MSCIエマージング・マーケット・インデックスが18.8%の上昇にとどまった一方で、MSCIフロンティア・マーケット・インデックス²は23.8%という目覚ましいリターンをもたらしました。ある意味では、フロンティア株式市場は中核エマージング株式市場にキャッチアップしたと考えられます（ご参考までに、フロンティア株式市場の2009年の上昇率はわずか12%で、「兄貴分」であるMSCIエマージング・マーケット・インデックスの80%の上昇を大幅に下回っています）。2010年のフロンティア株式市場のパフォーマンスが中核エマージング株式市場を上回ったのは、その魅力がようやく見出されたことによると考えられます。多くの投資家が、魅力的なバリュエーション、高い成長性を有する健全な経済、これを堅固な企業収益につなげられる能力といったフロンティア株式市場の様々な有力な特徴に、ようやく気づき始めたのです。過去10年間で、中核エマージング株式市場が最も良好なパフォーマンスを上げた資産クラスの一つとなったように、フロンティア株式市場は、今後10年間で最も魅力的な投資先の



モルガン・スタンレー・
インベストメント・マネジメント
エグゼクティブ・ディレクター

Timothy Drinkall



モルガン・スタンレー・
インベストメント・マネジメント
エグゼクティブ・ディレクター

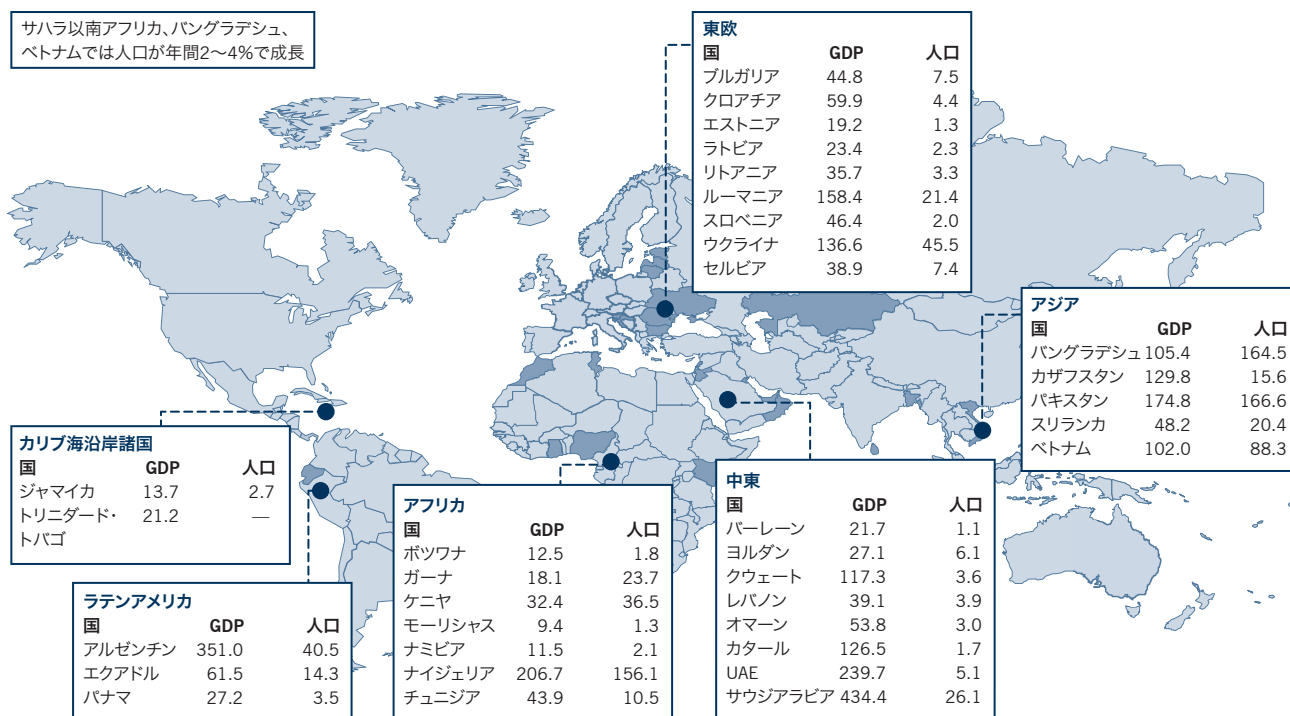
James Upton

¹ MSCIエマージング・マーケット・インデックスはエマージング市場の株式市場のパフォーマンス測定を目的とする浮動株調整済み時価総額指数。

² MSCIフロンティア・マーケット・インデックスはフロンティア市場の株式市場のパフォーマンス測定を目的とする浮動株調整済み時価総額指数。

図表1：弊社のフロンティア・ユニバース

フロンティア・エマージング国の2010年の推定人口とGDP（単位は人口：100万、GDP：10億）



出所：IMF、2010年12月20日

一つとなるべき道のりを、今まさにたどり始めたところだと言えるでしょう。

フロンティア株式市場の運用を開始して3年半が経ちましたが、バルト海沿岸からバルカン半島、中東からサハラ以南アフリカ、そしてアジアからラテンアメリカの幅広い地域にまたがる30超のフロンティア国に投資する最良の方法は、市場への参入・退出に際して最大限の柔軟性を維持することだという結論に至りました。

フロンティア株式市場は国によってリターンが大幅に異なるため、国別配分は極めて重要です。2010年にフロンティア株式指数は24%の上昇となりましたが、アルゼンチンは77%も上昇した一方、バーレーンは18%の下落となりました³。同一地域内でもリターンは著しく異なります。例えば、フロンティア・エマージング欧州株式市場は1.9%下落したにもかかわらず、エストニアは62%の上昇となっています³。

このように、フロンティア株式市場が数多くの多彩な国で構成されていることは、リスクを考慮しても十分な投資機会をもたらす得ると考えます。市場の発展段階や成長度、人的資本、人口動態、政治開放度などの多くの点で、フロンティア国は共通点よりも相違点の方が多いと言えます。これらの国の

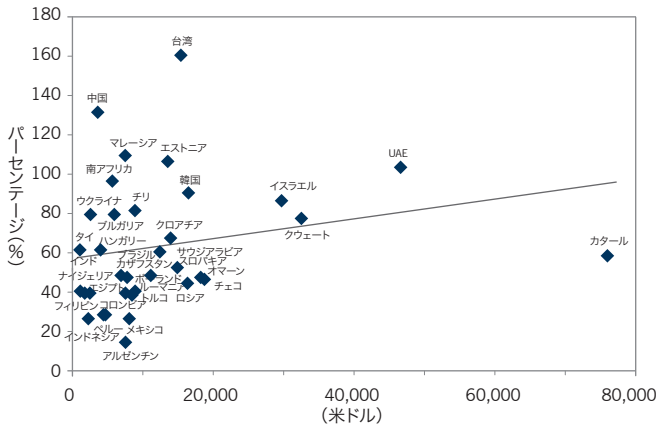
経済は必ずしも収斂するとは限らず、国レベルでも株式レベルでも、勝者と敗者が生まれることになるでしょう。勝者と敗者の選別には、幾度となく現地に足を運び調査する必要があります。トップダウン戦略とボトムアップ戦略による銘柄選択を組み合わせたアクティブな運用手法は、パフォーマンスが低迷する市場を避けつつ、最大限のリターンを投資家が手にする一助になると考えます。このようなアプローチは、パッシブなインデックス運用では成しえません。同様に、純粋なボトムアップ戦略では、ネガティブなマクロ事象によりパフォーマンスの低迷する市場を避けることはできません。

2009年は、フロンティア株式市場に対して幅広くリスク回避指向が強まり（何よりも、ドバイ・ワールドの債務危機とルーマニアおよびウクライナに対するIMFの救済策発動が契機となり）、フロンティア株式市場は様々な資産クラスの中で取り残された存在となりました。2009年末時点で、MSCIフロンティア・マーケット・インデックスの12ヵ月実績PER⁴は14.5倍と、MSCIエマージング・マーケット・インデックスの20.6倍を下回りました³。

³ データは2010年12月31日現在。出所：Factset

⁴ PER（株価収益率）は当該企業の現在の株価をその1株当たり利益で除したバリュエーション・レシオ。

図表4:ローン浸透率 (%) と国民1人当たりGDP—
フロンティア国を含むエマージング市場



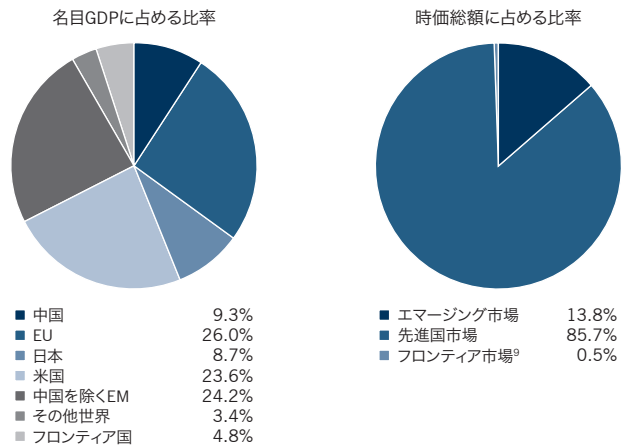
出所：中央銀行データ、IIF (国際金融協会)、IMF、国際金融統計、国際機関、ML予想値、2009年12月31日。
注：先進国および一部MENA (中東、北アフリカ) 諸国は本図表から外れることが多く、上記のチャートには含まれていない可能性があります。

フロンティア・マーケット・インデックスのわずか10% (2009年12月の13%から低下) のウェイトとなっています⁷。これに対してMSCIエマージング・マーケット・インデックスでは29%、MSCI BRICインデックス⁸ではコモディティ関連セクターが39%となっています⁷。このようにコモディティ関連セクターの占める割合が低いことから、原油価格との相関は、エマージング株式よりもフロンティア株式の方が低くなっています。

フロンティア株式市場の卓越したリターンの背景となっているのが、これらの国において中間層が増え続けていることで、これにより一般消費財・サービスや生活必需品セクターに対する消費者の需要拡大が期待されます。また、住宅ローンや自動車ローンなどによる信用市場へのアクセスが、内需成長のもう一つの牽引役になると考えられます。

このように、金融セクターへエクスポージャーを拡大することは、十分に確立されていない消費者ニーズへの対応という長期的テーマにおける投資の原動力となるでしょう。慎重な投資家は、金融セクターがフロンティア株式指数の53%と極めて高いウェイトを占めている⁷ことに警戒感を抱かれるかもしれません。しかしながら、多くの国では銀行部門が未発達で、ローン残高対GDP比率は50%以下にとどまっており、貸出は預金によって完全に賄われています。この点は他の多くのエマージング国や先進国と対照的で、これらの国ではローン残高対GDP比率は100%を優に超えています (中国は128%、韓国は180%、米国は300%超)⁷。

図表5: 株式市場は過小評価



出所：IMF "World Economic Outlook", October 2010、2010年GDPは予想値。

出所：MSCI、MSCI指数浮動株時価総額に基づく。

経済規模と高い成長率を踏まえるならば、フロンティア諸国の時価総額は大幅に過小評価されていると思われます。フロンティア諸国は世界人口の14%、世界のGDPの5%を占めています。にもかかわらず、株式時価総額は世界のわずか0.5%を構成するにすぎません⁷。中核エマージング株式市場の発展を目の当たりにしてきたことから、この格差はいずれ縮小すると我々は確信しています。

フロンティア市場には、短期的にマイナスの影響を及ぼしうるリスクがあります。例えば、米国の量的緩和や、先進国全般に亘る低金利政策により更なる流動性が供給される公算があることです。こうした政策判断により、コモディティや農産物価格がじりじりと上昇しており、新たな資産バブルが発生する可能性もあります。また、見込みはわずかながら、先進国が景気の二番底に見舞われる可能性も排除できず、その場合、エマージング諸国の景気減速は免れないと思われます。欧州ソブリン債務問題がより大きなEU加盟国を巻き込み、問題が伝播する可能性もあります。米ドルがさらに下落すれば、ブラジルや中国などの主要エマージング国において一段の資本規制の導入や通貨安戦争が勃発することも考えられます。大型フロンティア国の一角で政情不安が高まれば、

⁷ データは2010年12月31日現在。出所：Factset
⁸ MSCI BRICインデックスは以下4つのエマージング市場国 (ブラジル、ロシア、インド、中国) の株式市場のパフォーマンス測定を目的とする浮動株調整済み時価総額指数。
⁹ サウジアラビア国内市場を含む。

フロンティア国の資産クラス全般に総じてネガティブなセンチメントが広がるのが危惧されます。

エマージング株式市場への投資家として学んだ重要な教訓を一つ挙げるとするならば、経済や政治情勢がわずかでも改善の兆しを見せた時に投資家は恩恵を享受するという事です。より長期的なあらゆる潜在リスクを帳消しにしようとするのが、力強い経済成長、所得の拡大、信用市場へのアクセス、好ましい人口動態、妥当なバリュエーション、エマージング株式市場や先進国株式市場との相関の低さといった、フロンティア株式市場の優位性です。世界的に投資収益が低迷している中で、長期での堅固なリターンを追求する投資家は、グローバル全般における資産配分の重要な一資産として、フロンティア株式への配分を検討すべきでしょう。

すべての投資はリスクを伴い、元本を喪失する恐れもあります。一部の資産クラスや投資は他と比べて変動性がより高いことにご留意ください。外国投資は、為替市場の変動、政治的、経済的リスク、および市場の情勢等の特別なリスクを伴います。エマージング・マーケット関連投資は外国投資に通常関連するリスクよりも高いリスクを伴います。エマージング市場、特にフロンティア市場国への投資は以下のような特別なリスクを伴います。1) 外国人による投資、本国への送金にかかる規制、2) 為替市場の変動、3) 価格の変動および流動性の欠如の可能性、4) 政治的、社会的、経済的リスク、(没収課税、財産の収容・国有化のリスク、戦争のリスクを含む)、5) 決済システムの組織化/開発化の欠如、6) 証券の所有・管理に係るリスクの高まり、7) 国際的に認知されている格付機関による格付の未付与。更に、為替、金融機関、発行体への政府の監督・規制の水準は国毎に異なります。また、会計、監査、届出の要件も先進国のものとは異なるため、入手可能な情報が限定される場合があります。

予測／推定は現在の市場状況に基づくもので、変化する可能性があり、また必ずしも実現するとは限りません。指数はいかなる費用、報酬、課金をも含んでおらず、運用されているわけではないので、投資と見なされるべきではありません。投資家は指数に直接投資することはできません。

本書の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての予想や見解ではありません。また予想や見解が実際に実現するとは限りません。将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。本書の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。本書で表明された見解は本書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

本書は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または当社が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。本書に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。本書で表示している過去の実績は、必ずしも将来の結果を保証するものではありません。本書に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。本書で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

当社およびモルガン・スタンレー・グループは、本書に含まれる情報を利用し、信頼しまたは利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

本書の複製、公衆への提示・引用および販売用資料へのご利用はご遠慮ください。本書はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものです。本書に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は当社に帰属します。当社からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。

お問い合わせ先

モルガン・スタンレー・アセット・マネジメント投信株式会社

〒150-6009

東京都渋谷区恵比寿4-20-3

恵比寿ガーデンプレイスタワー

tel: 03-5424-5100

email: nenkin@morganstanley.com

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第410号

加入協会名: (社)投資信託協会、(社)日本証券投資顧問業協会

©2011 Morgan Stanley

Morgan Stanley