

---

**劇的な変化の時代に  
エマージング株式市場を  
リードする企業を見出す**

---

～「国」ではなく、「企業」に着目～

マニライフ・アセット・マネジメント

エマージング株式運用チーム シニア・ポートフォリオ・マネージャー

フィリップ・エアーマン キャサリン・ラングリッジ

2018年のエマージング株式市場はボラティリティの高い状態が続いているものの、新興国全体の人口動態と経済の長期的な変化は引き続き、優れた経営を行い、持続的成長が可能な企業に大きな機会をもたらしています。

新興国では先進国企業と競合する力をつけた企業が徐々に増えており、多くは新しい技術やプロセスをライバルの既存企業よりも低コストで導入しています。

ボトムアップ・アプローチによるエマージング株式投資を行っている弊社が着目している企業の一部はすでにグローバルな事業基盤を有しており、他にも多くの企業がそれぞれの地域で将来の市場リーダーとなりうる潜在力を有しています。

本稿ではこうした企業を3社取り上げ、テクノロジー、電子商取引、および観光業における劇的な変化と併せて詳細に考察します。

### 2018年のエマージング株式市場は、グローバル株式市場と比べて荒い動き

MSCIエマージング指数とMSCIワールド指数の比較(2018年1月30日～2018年9月30日)



出所:モーニングスター・ダイレクト、2018年9月30日時点。トータル・リターンは配当金に対する外国の源泉徴収税を含めて計算しています。指数に直接投資することはできません。

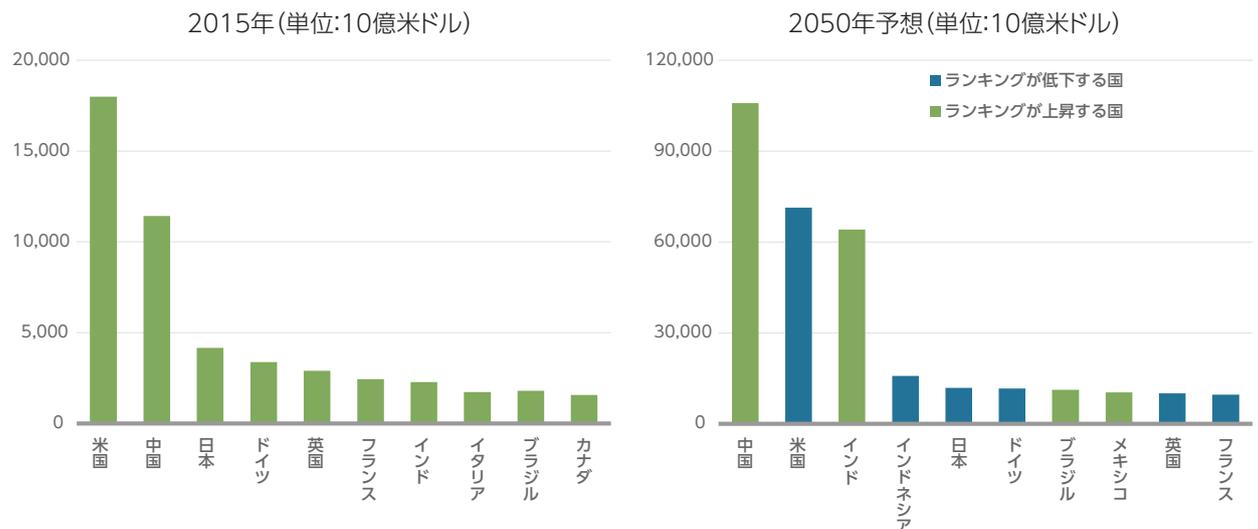
年明け以降、貿易戦争や米国の利上げの新興国経済への影響に対する懸念が高まり、エマージング株式市場の足かせとなってきました。その結果、エマージング株式市場ではボラティリティが上昇し、9月30日時点のMSCIエマージング指数はピークの今年1月から18%近く下落しています<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> ファクトセット、2018年9月30日

日々マーケットにもたらされる、マクロ経済や地政学的事象による短期的な影響に注意を奪われがちですが、より根本的かつ長期的な構造変化が、優れた経営を行っている新興国企業に引き続き大きな機会をもたらしています。優れた経営を行い、持続的な成長が可能な企業を発掘するためには、エマージング株式市場を構成する多くの国々が急速な発展を続ける中で生じる市場構造と人口動態の劇的な変化に常に注目することが重要です。

### 新興国の経済規模の拡大は継続が見込まれる

名目GDPで見た世界の経済規模上位10ヶ国:2015年実績および2050年予想



出所:“Long-term macroeconomic forecasts: Key trends to 2050”, エコノミスト・インテリジェンス・ユニット、2015年

## 新興国経済における変化

過去25年間、新興国経済は、成長率は高いが所得水準は先進国に劣るという従来的なイメージで捉えられてきました。全体として膨大な国内消費を生むポテンシャルがあると考えられてきましたが、その成長は主に負債調達によるインフラ投資と低価格商品を求める先進国市場への輸出に牽引されてきました。

しかし近年、こうした状況は大きく変化しています。これは、長年期待されてきた内需が比較的人口の多い新興国を中心に拡大し始めたためです。引き金となったのは1人当たりGDPの増加です。これにより膨大な数の人々が可処分所得の増加とともに必要最低水準の生活から脱出し、ライフスタイルを選択できるようになりました。

## 世界経済を牽引する次の強大な成長エンジン

45億人に上る新興国の低所得層の多くは1日当たり10米ドル以下で生活していますが、経済成長の中で所得を増加させ、中流階級の消費者・世帯特性を持つ人口の割合が増加しつつあります<sup>2</sup>。重要なことはそれらの人口の44%は20歳未満、61%は30歳未満であり、この傾向が今後30年は続く予想される点です<sup>3</sup>。そうした人々は主に自分自身と家族のために教育と生活水準の改善を求める都市居住者です。

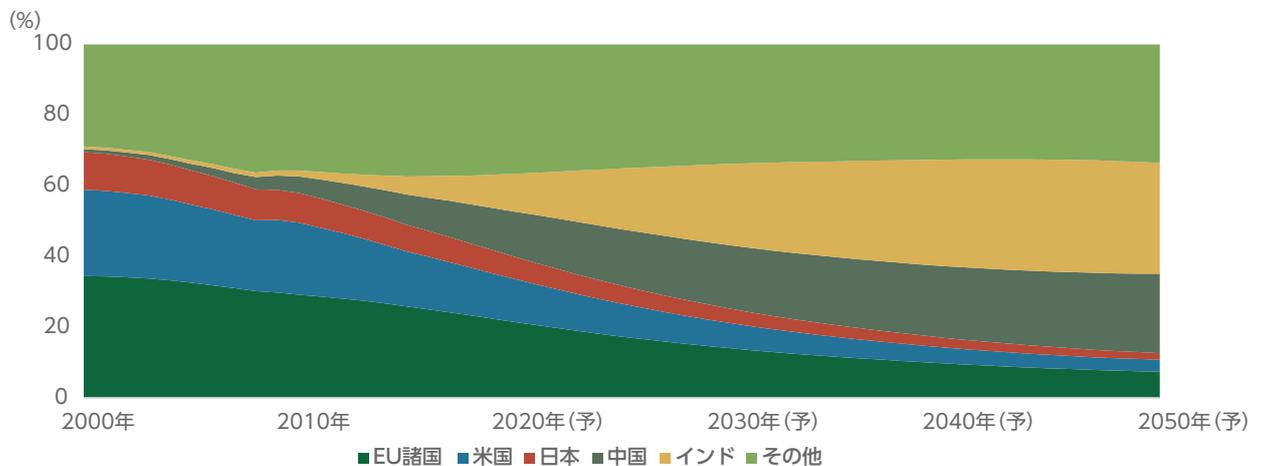
<sup>2</sup> “The Unprecedented Expansion of The Global Middle Class: an update”, Kharas, ブルッキングス研究所、2017年

<sup>3</sup> “The New Global Middle Class: A Cross-Over from West to East”, Kharas, Gertz, ブルッキングス研究所、2010年

2030年までに、1日の1人当たりの支出額が購買力平価ベースで10～100米ドルの世帯である中流階級は全世界で49億人に増加(+30億人)すると予想されています<sup>3</sup>。そのうち、アジア太平洋地域の32億人(大半が中国とインド)を含めて、80%が新興国の国民です。また、新興国の上位12ヶ国で世界の消費支出の33%を占めると予想されています。新興国の消費者に購買力向上の恩恵が及ぶにつれて、生活必需品および生活必需サービスへの支出が中心という消費パターンから離れていくことが予想されます。これに伴い、ブランド品、娯楽関連、旅行、教育、ヘルスケア、テクノロジー、金融サービスといった裁量的支出に関する産業の成長がさらに促進されます。

### 新興国は世界の中流階級の拡大を牽引するエンジン

世界の中流階級の消費支出:地域別内訳の推移(米ドル・ベース)  
2000～2009年実績および2010～2050年予想

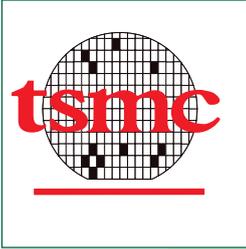


出所:“The Emerging Middle Class in Developing Countries”, Kharas, ブルッキングス研究所, 2010年

## 新たな産業革命

百戦錬磨のグローバル企業にとって、これまでは新興国で事業を展開することは容易であると見なされてきました。しかし今や新興国では、急速に変化する経済の中で高い成長と利益を実現することに強い意欲をもった現地の競合企業が台頭し始め、グローバル企業にとって状況は次第に厳しくなっています。重要なのは、自国で競争を勝ち抜く方法を身につけ、知識やスキルを応用して先進国市場に自ら戦いを仕掛ける新興国企業が台頭し始めているということです。

このプロセスはまだ始まったばかりであることを強調しておきたいと思います。実際に新興国企業が成功するには、先進国の先行企業が有するような資金、物的資源、経営資源といった複合的な要素が必要となります。しかし一方で、新興国企業には過去に何がうまく機能したか、教訓を学べるという強み(二番手として参入することの利点)があり、過去の設備投資や事業計画等の制約の少なさや、自国の経済規模や市場成長を取り込むことができる点が、事業運営上有利に働きます。その結果、多くの新興国企業が競合するグローバル企業よりもすばやく、低コストで新しいテクノロジーやプロセスを導入しています。実際に、弊社のリサーチ対象の中にも、先進国企業と同規模の研究開発投資を行っている新興国企業が存在します。



## ケース・スタディ： 台湾 セミコンダクター・マニュファクチャリング・カンパニー (TSMC) \*

Morris Chang氏が1987年に設立した台湾セミコンダクター・マニュファクチャリング・カンパニー (TSMC) は時価総額が2,280億ドルと、世界最大の独立系専門半導体ファウンドリーに成長しました。1980年代以降、半導体企業はチップの設計を社内で行い、製造工程を専門業者に外部委託する傾向が主流となりました。TSMCは、AppleがiPhoneのコア・プロセッサ・チップの製造委託先に同社を選んだことから明らかなように、卓越した製造業者としての地位を確立しました。競合他社が半導体需要サイクルに合わせて投資を抑制する時も、同社は一貫して最先端の製造設備への投資を行いました。こうした技術は小型化が進むチップの処理能力向上と高速化でしのぎを削る業界において、不可欠な競争優位性であると同社経営陣が考えたためです。こうした集中的な資本配分が見事な成果を生み、同社は一貫して競合他社を上回る水準のマージンを計上しています。TSMCはまた、過去30年間にわたって売上高、利益において高い成長率を達成しただけでなく、配当性向の引き上げによって増配も実現し、株価は上昇してきました。スマートフォンが普及し、IoT(モノのインターネット接続)と産業オートメーションや人工知能・機械学習の進展により新たな需要が拡大する中、TSMCはより一層重要な役割を担う存在になる位置づけにあると弊社は考えています。

財務のみならず、環境・社会・ガバナンス(ESG)の点でも持続可能な質の高い成長の達成が見込まれる企業の発掘を目指す投資家にとって、エマージング株式市場には複数の有望な業界があると弊社は考えています。弊社が注目する企業の一部はすでにグローバルな経営基盤を有しており、他にも多くの企業が各地域で市場リーダーとなる位置にあると考えられます。注目される業界は以下のとおりです。

- テクノロジー
- レジャー
- 産業オートメーション
- ヘルスケア
- 電子商取引
- 教育

## テクノロジー

部品製造や低コストの組立に対する世界的な需要を原動力とする新興国のテクノロジー企業は、歴史的に技術水準の低い製造会社と言われていました。こうした企業の多くはコスト低減と政府の助成金を見込んだグローバル企業からのスピンオフによって設立されました。しかし、15年に及ぶ情報通信分野における技術革新によって携帯電話の保有者が40億人を超えた今、コストで先行していた企業はテクノロジー・リーダーにその地位を奪われつつあります<sup>4</sup>。さらに、関連するソフトウェア・サービスの開発は、消費者と小売業者やその他サービス会社との関わり方に革命的变化をもたらしました。こうした変化による影響を最も大きく受けたのは、これまで物流システムの未整備と選択肢の乏しさが高コストと標準以下の品質につながっていた新興国企業でした。

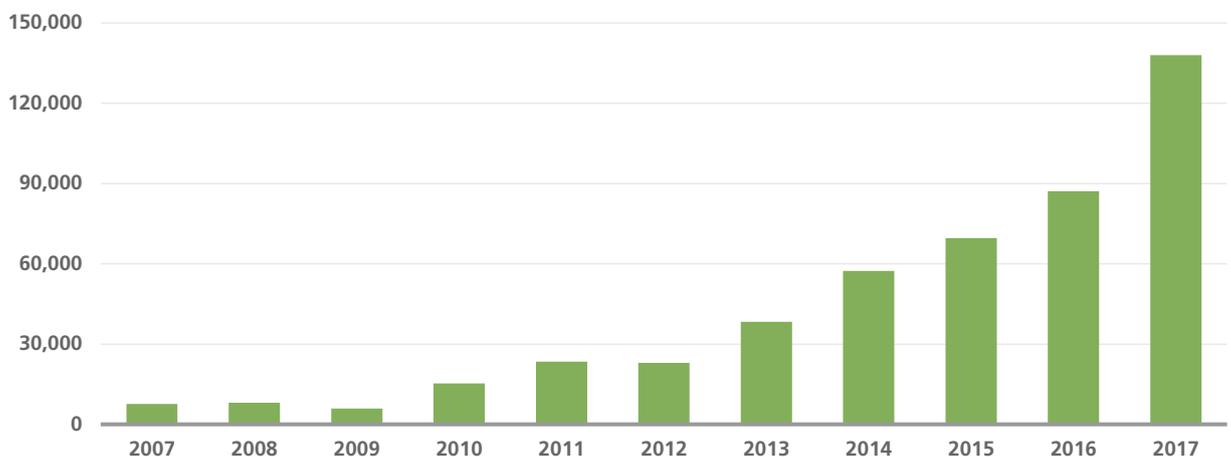
<sup>4</sup> Statista, 2018年9月30日

\* 上記は例示であり、特定銘柄・セクターについて取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。上記の商標等に係る著作権等の知的財産、その他一切の権利は、当該商標等の権利者に帰属します。

拡大の続く中国国内の顧客基盤からの需要が劇的に増加したことにより、アジアはスマートフォンの生産とイノベーションにおける世界の中心地となりました。重要なことは、こうした状況の中で最新型スマートフォンの新しい付帯機能を提供する革新的なメーカーが誕生しただけでなく、瞬く間に中国最大で世界でも第4位のスマートフォン・メーカーとなったXiaomiなどの新興国発のグローバル企業が出現したことです。中国や韓国においては人件費が上昇したことを背景に、産業用ロボットの導入が加速しました。ファナック（日本）、安川電機（日本）、ABB（スイス）、Kuka（ドイツ）といった大手のロボット・メーカーの最大顧客となった中国は、今ではこうした企業と競合するライバルになることを目指しています。MidealによるKukaの46億ユーロでの買収が示すように、中国では先進国企業から技術の提供を受けるだけでなく、産業ロボット分野での先進的企業が誕生しつつあります。

### 産業用ロボットの中国販売台数はこの10年間に急増

産業用ロボットの中国販売台数の推移（2007～2017年）



出所：“World Robotics - Industrial Robots”、国際ロボット連盟、2018年

中国企業が行っている自動化投資が、自動車、スマートフォン等の分野においても拡大していることは注目すべき点です。

## 電子商取引と物流

貿易戦争の新興国経済への影響に注目が集まっていますが、そうした中でも物流システムに生じている根本的な変化とそこからもたらされる長期的なメリットには注目する価値があります。これらは、官僚主義が強く、生活必需品のサプライ・チェーンが整備されていない多くの新興国に特に大きな恩恵をもたらします。世界経済フォーラムが2013年に行った調査で、サプライ・チェーンの重要なポイントである国境管理と輸送インフラの2点を改善することで、世界のGDPは2兆6,000億米ドル、世界の輸出額は1兆6,000億米ドル増加すると推計しています<sup>5</sup>。弊社では、電子商取引や物流イニシアティブによってもたらされるサプライ・チェーン効率化の効果は、関税引き下げの効果を上回ると考えています。さらに、サプライ・チェーンの阻害要因が取り除かれることは、新しい市場を潜在的な消費者に開放することに繋がります。対照的に、関税の見直しは実質的に一国の経済におけるリソースの再配分であり、税に伴うわずかな非効率性に対処するに過ぎません。

<sup>5</sup> “Enabling Trade: Valuing Growth Opportunities”、World Economic Forum、2013



### ケース・スタディ： ナスパース (Naspers) \*

ナスパースは20世紀初頭にアフリカンス語(南アフリカ共和国の公用語のひとつ)の定期刊行物や書籍の大手出版社として設立された南アフリカの企業で、今では新興国全体で通信、エンターテインメント、ゲーム、電子商取引を主力として幅広い事業を展開する多国籍企業グループになりました。ナスパースはアフリカ、インド、ロシア、中国およびブラジルにおいて広告、電子商取引、ゲームで業界トップの座を占める事業ポートフォリオを構築しました。例えば、中国のゲームおよびソーシャル・メディアのトップ企業であるTencentに早い段階で投資を行い、今でも主要株主となっています。幅広い事業に投資を行った時期を経て、現在、経営陣は電子商取引事業の規模拡大に注力しています。ナスパースは、ビジネス機会を見極め、現地パートナーと提携して新しい市場・地域でトップの座を確立してきた実績があります。非中核事業資産の売却と直近の資本調達により、同社はグローバルな成長分野での事業構築に向けた体制を整えています。

貿易に係る業務の円滑化は、大きな経済効果につながります。例えば、国連の推計によると、アジア太平洋地域の貿易関連の文書業務をすべてオンラインで処理することによって、商品輸出に要する時間は最大44%、コストは最大31%削減され、輸出額は年間2,570億米ドル増加します<sup>6</sup>。中国の巨大電子商取引企業であるアリババは現在、中国全土の24時間以内の商品配達と全世界72時間以内配達の実現を目標として、スマート・ロジスティクス・ネットワーク導入に150億米ドルの投資を行っています。より重要なことは、こうした投資により、GDPに占める中国の物流コストの割合が現在の約14%から、先進国市場で一般的な水準の8~9%になるという点です<sup>7</sup>。輸送インフラの未整備という課題を抱えるインドでも、いずれは同様の進展が起こると予想されます。

## レジャーおよび旅行業

新興国における可処分所得の増加はレジャー、観光業の拡大にもつながっています。経済活動が堅調に推移する中、Wi-Fiなど一定のサービス水準を提供する格安ホテルチェーンがメキシコ、インド、中国などの国々に登場しています。鉄道、航空機、バスのチケット購入は、現金払いやチケット受け取りを必要とする手間のかかるプロセスから、スマートフォンを中心とするオンライン手続きとキャッシュレス決済システムへと変わりつつあります。また、中国人海外旅行者数は世界最大ですが、現在パスポートを所持している国民が全人口の10%未満であることを考えると、旅行者数の増加は今後も続くと見られます<sup>8</sup>。

<sup>6</sup> "Estimating the Benefits of Cross-Border Paperless Trade", 国連アジア太平洋経済社会委員会, 2014年

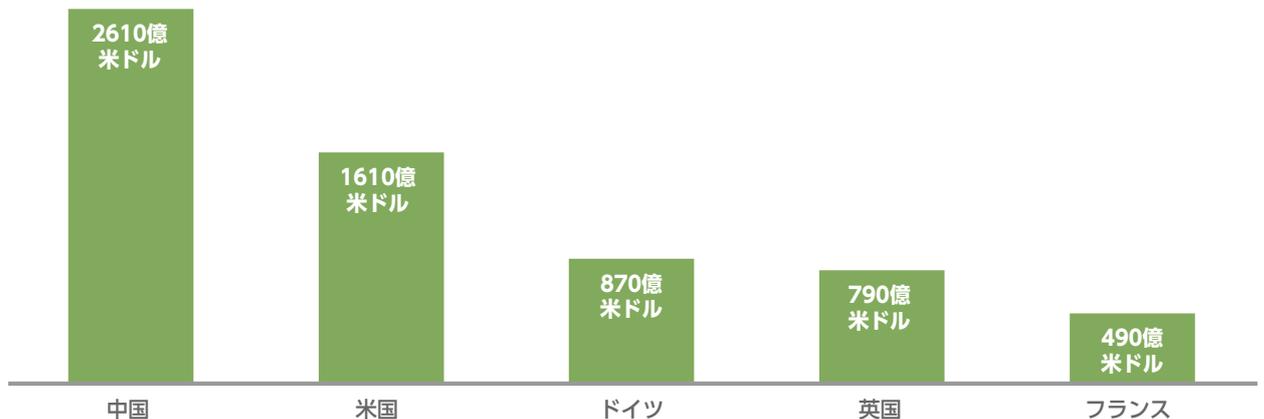
<sup>7</sup> "China cuts \$14 billion in logistics costs in 2017", chinadaily.com, 2018年2月8日

<sup>8</sup> "2017 Outbound Tourism Travel Report", CTリップ, CTA, 2018年

\* 上記は例示であり、特定銘柄・セクターについて取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。上記の商標等に係る著作権等の知的財産、その他一切の権利は、当該商標等の権利者に帰属します。

## 中国人海外旅行者の支出額が世界第1位

海外旅行者1人当たりの国別支出額(2016年)



出所: "International tourism, expenditures (Current U.S.)", 世界銀行、2017年



### ケース・スタディ: Cトリップ (Ctrip) \*

1999年に設立され、2003年にNASDAQに上場したCトリップは中国最大手のオンライン旅行代理店です。もともと出張者向けに交通から宿泊まで予約業務をワンストップで提供する事業を展開していた同社は、観光需要の高まりの中で瞬く間にオンライン旅行代理店市場で圧倒的なシェアを獲得しました。近年、同社は急速に増加している中国人海外旅行者に対応するため、海外旅行事業を強化しており、2013年には米国のTours4funを、2016年には英国のSkyscannerを買収しました。また、Cトリップは米国最大のオンライン旅行代理店Pricelineと業務提携したほか、海外旅行市場の成長率が中国に次ぐ世界第2位であるインドのMakemytrip.comにも出資しています。弊社では同社のビジネスは、参入障壁が高く利益率が高いという魅力的な構造を持っていると考えています。最近になって中国政府が規制に乗り出したことから明らかなように、中国のオンライン旅行代理店業界はまだ黎明期にあり、そのポテンシャルは大きいと言えるでしょう。

インドでも海外旅行者数は増加しています。インド入国管理局によると、2016年の出国者数は約2,200万人で、10年前の3倍に増加しています。インドでは現在、全人口の5%以下の6,500万人の国民しかパスポートを所持していないことを考えると、10年前の中国と同様の道を辿る可能性は高いと考えられます。

\* 上記は例示であり、特定銘柄・セクターについて取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。上記の商標等に係る著作権等の知的財産、その他一切の権利は、当該商標等の権利者に帰属します。

## 劇的な変化を引き起こす、エマージング株式市場のリーディング・カンパニーを見出す

エマージング株式市場は依然として世界の貿易摩擦、米ドルの上昇、米国の利上げ見通し、市場全体の不透明感の影響を受けています。ファンダメンタルズは底堅く、銘柄選択が重要な鍵であることに変わりはありませんが、リスクがもう少し明確になるまで、市場のボラティリティはやや高い状況が続くと弊社では見ています。そうした中であっても人口動態、構造改革、技術革新といった要素が重なる中で、新興国の経済基盤が一段と堅固になり、ダイナミックな民間セクターが一段と競争力を増し、重要な役割を果たすようになることが期待されます。こうした動向が、持続可能な質の高い成長を達成する新興国企業の増加と、投資家にとって魅力的な投資機会の増加につながると弊社では考えています。

本資料は、Manulife Asset Management (US) LLC が作成した "Finding emerging-market leaders in an age of disruption" (2018年10月発行) を、マニライフ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳したものです。

## ディスクレームー

- ・当資料は、マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます）が、投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、特定の投資商品の取得勧誘または推奨を目的としたものではありません。
- ・当資料記載のデータや見通し等は、将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。
- ・当資料は、信頼できると考えられる情報をもとに作成しておりますが、正確性、敵時性を保証するものではありません。
- ・当資料の内容およびコメントは資料作成時点における経済・市場環境等について当社の見解を記載したもので当該見解は予告なく変更される場合があります、将来の経済・市場環境の変動等を保証するものではありません。
- ・当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、参考として記載されたものであり、その銘柄または企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
- ・各指数に関する著作権等の知的財産、その他一切の権利は、各々の開発元または公表元に帰属します。
- ・投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- ・証券会社以外でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の保護の対象になりません。
- ・投資信託のお申込みの際は、必ず最新の投資信託説明書（交付目論見書）で商品内容をご確認の上、ご自身で投資のご判断をお願いいたします。
- ・投資信託説明書（交付目論見書）につきましては、販売会社または当社までお問い合わせ下さい。
- ・当資料に関する一切の権利は、引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製はできません。

商 号：マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社（金融商品取引業者）

登 録 番 号：関東財務局長（金商）第 433 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    一般社団法人 第二種金融商品取引業協会