

2019年下期 投資環境見通し

グローバル・インテリジェンス(2019年下期号)

- ・ インフラストラクチャー
- ・ グローバル債券
- ・ エマージング株式

混沌とする市場

今年は、市場が好悪材料に一喜一憂する展開が続いています。地政学的ショック、予想を下回るマクロ経済指標、中央銀行の緩和的姿勢、国際緊張緩和などの好悪材料が混在し、投資家は果たして情勢はどちらの方向に進んでいるのか判断に迷っています。

グローバル・マルチ・セクター債券チームヘッドのダニエル・ジャンスは、現在はクレジット・サイクルのどの局面にあるのか、それが投資家にとってどのような意味を持つのかについて考察しています。

また、世界中で幅広い成長が見込まれる分野は徐々に少なくなりつつありますが、魅力的な投資機会が見込まれる2つの分野について弊社チームの見解をご紹介します。インフラストラクチャー投資チームヘッドのリセップ・ケンディルジオグルは、景気サイクルが成熟するなかで、インフラ資産の進化と強みについて考察しています。そして、エマージング株式チームのシニア・ポートフォリオ・マネージャーであるキャサリン・ラングリッジとフィリップ・アーマンは、エマージング株式市場におけるリーディング企業の成長機会について検証しています。

本誌「グローバル・インテリジェンス」が、ご参考情報として、皆様のご運用の一助となりましたら幸いです。



クリストファー・コンキー、CFA
CEO兼チーフ・インベストメント・オフィサー
伝統資産部門



ステファン・ブリューイット
グローバル・ヘッド
プライベート・アセット部門

デジタル時代の インフラ投資

グローバル・インテリジェンス | インフラストラクチャー



リセップ・C・ケンディルジオグル、CFA
インフラストラクチャー投資チームヘッド
ポートフォリオ・マネージャー

主なポイント

- 景気サイクルが成熟するに伴い、インフラストラクチャーの中でもこれまであまり一般的ではなかった分野への投資が増えつつあります。投資対象の中には、最先端というべきインフラもあれば、目の肥えた投資家にとっては望ましい特徴が欠けているようなインフラもあります。
- インフラ資産としての物理的な特徴は、投資家にとって重要な要素の半分に過ぎません。投資機会のメリットを見定める際は、投資条件やリスク・リターン特性が非常に重要となります。
- インフラ投資が進化を続ける中、新たな投資機会にも引き続き注意深く目を向け検討すると共に、投資家は割高な「トロフィー・アセット」や、より複雑なプロジェクトにつきものの隠れたリスクを回避するために、強固な案件評価の重要性を認識する必要があります。

景気サイクルが成熟する中で、 資産クラスの進化と強みを探る

インフラストラクチャーは文明そのものと同じくらい長い歴史を持ち、社会の屋台骨を構成していると言えます。紀元前20年、アウグストゥスは街道監督官という役職に就き、

「ローマ帝国の首都から全主要都市までの距離」を列記した円柱を建造し、フォロ・ロマーノを、ローマ帝国に広がる膨大な数の道路、橋梁、港湾の基準地として規定しました¹。

建造物のネットワークは古代と同様に今日においても重要であるものの、最近では、現代生活に欠かせない、目立たないネット

ワークもインフラに含まれると解釈されるようになってきています。ここでは、資産クラスとしてのインフラストラクチャーについて、その強みや、比較的新しい領域の投資機会に焦点を当て、サブセクターの選別に関する弊社の見方をご紹介します。

建造物のネットワークは古代と同様に今日においても重要であるものの、最近では、現代生活に欠かせない、目立たないネットワークもインフラに含まれると解釈されるようになってきています

インフラストラクチャーは様々な 資産クラスのメリットを合わせ持つ

インフラは複合的な資産クラスであり、そのため債券、不動産、プライベート・エクイティなど他の幅広いアセット・クラスが持つ最大のメリットのいくつかを典型的に兼ね備えています。インフラはとりわけ、以下を追求する投資家に魅力的な投資機会をもたらします。

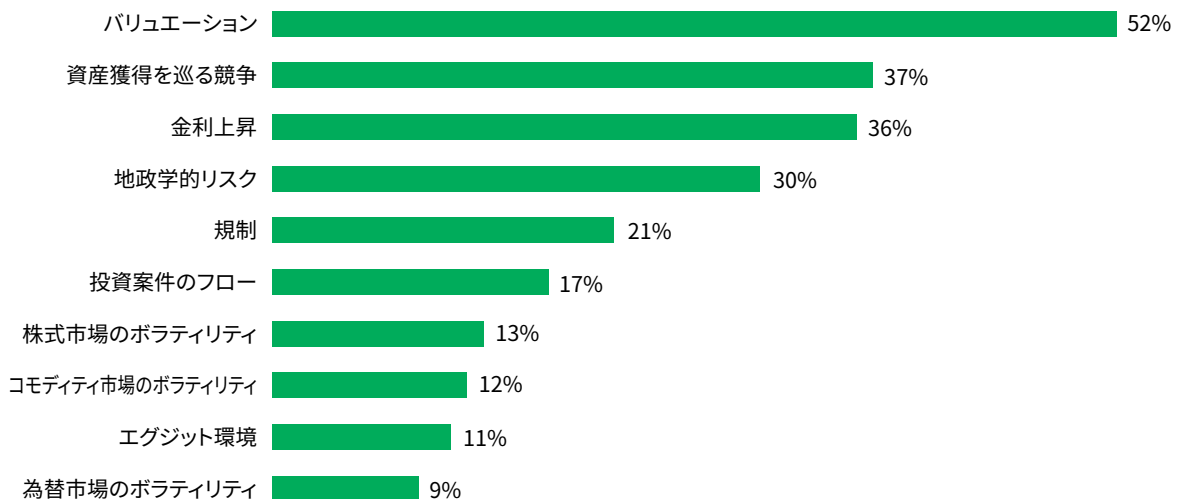
- 利回り
- インフレ耐性
- 非流動性プレミアム

株式や債券など多くの資産クラスが景気サイクルの変化に敏感であるのに対し、インフラは景気後退または予期せぬインフレといったマクロ・リスクによる影響を受けにくい傾向があります。インフラへのエクスポージャーを有することで、市場の下落に対するポートフォリオの耐性を強める傾向があり、これは現在のような景気サイクルの後半局面においては特に魅力的な特徴と言えます。

電気・ガス・水道施設、発電所、高速道路・鉄道・港湾および電波塔等、基礎的な公共財や公共サービスを提供

インフラ投資家にとっては、足元のバリュエーションが課題

2019年にリターンを実現する上で最大の課題と考えるものは何か？



出所: プレキンによる投資家へのインタビュー、2018年11月

するインフラ企業は、競争が限定的であり、需要が安定しているというメリットがあります。長期のインフラ資産に投資すれば、長期契約あるいは規制に基づいたインフレ調整後収益率に支えられ、安定したキャッシュフローを実現できる可能性があります。

割高な「トロフィー・アセット」に投資する誘惑に勝つ

オルタナティブ資産保有者の60%以上が、足元の株式市場はサイクルのピークに達しており、伝統資産とプライベート・アセットのバリュエーションはここ数年で上昇したと考えています²。インフラ投資家に対し、2019年のリターン見通しに関する最大の課題を尋ねたところ、バリュエーションが最も多く挙げられました²。

特に景気サイクルの後半局面では、規律ある案件評価及び価格が鍵となります。投資案件が割高だった場合、インフラがポートフォリオにもたらしうるメリットが失われる可能性があり、投資家は財務レバレッジや営業レバレッジの影響にさらされやすくなります。弊社の分析によれば、投資家の期待パフォーマンスを実現する可能性の低い、楽観的すぎる前提に基づいた、ストラクチャーに問題のある案件があまりにも多く存在しています。例えば2007-2008年の世界金融危機の際、一部の有料道路は交通量の激減によって財政難に陥り、投資家が予想していた以上に景気悪化による影響を大きく受けやすいことが明らかになりました。案件評価のベスト・プラクティスは、幅広い出来事がマクロ・レベルと個別資産レベル双方へと及ぼしうる影響を考慮しながら、基本シナリオ、悲観的シナリオ、楽観的シナリオを慎重に吟味することです。インフラへの投資を検討する投資家は楽観的シナリオに目が向きがちですが、その資産がどれだけ有名かに関わりなく、資金を投じる前に、基本シナリオと悲観的シナリオの双方に備えておく必要があります。

最先端の投資機会：データ・インフラ

インフラ資産が進化を続ける中、技術革新やスマート都市化、そしてネットワーク経済の発展により、機関投資家にとっての投資機会は様変わりしつつあります。米国連邦通信委員会は現在、「米国農村地域のデジタル格差を解消し、次世代（5G）通信における米国のリーダーシップを

推進する」ことを優先課題の1つに掲げています³。民間企業による参画を拡大することなく、税金と政府の財源だけで、既存のデジタル・インフラを近代化し、必要な新規プロジェクトを開発する資金を賄うことは不可能と思われる。

社会のデジタル化が進み、今や日常生活に不可欠と見なされるサービスの範囲が拡大したことに伴い、データの処理・保存・通信は、インフラ・セクターにおいて、これまでより大きな位置を占めています。データ・インフラには、従来の携帯基地局や光ファイバー、分散アンテナ・システム（DAS）のほか、ネットワークの通信速度と通信容量の向上や、人工知能（AI）、機械学習、自動運転車、IoTに道を開く、5G技術のための小型基地局が含まれます。

インフラと不動産という2つの側面を持つデータセンターは、成長著しい重要な分野です。企業は引き続き急ピッチでIT業務のアウトソーシングを進めており、それを受けて外部業者による大規模なインフラ資産の所有が増加しています。データ・ストレージのニーズは大きく、またデータ処理はエンドユーザーの近くで行う必要があります。大規模なクラウド環境の導入事例はますます増加し、多くのエッジロケーション（キャッシュサーバー）が設置され、データセンター需要は拡大しつつあります。

一方、新たな投資家による光ファイバー投資への参入によってバリュエーションが上昇していることから、適切な価格で、適切な投資先企業を、規律あるプロセスに則って見出だすことが極めて重要となっています。立地が魅力的で解約率が低く、カウンターパーティが信頼できる、拡張可能で割安なプラットフォームを探すことが重要だと弊社では考えています。こうした特徴は、データ・インフラに対する投資リスクのコントロールにつながります。

インフラ資産が進化を続ける中、技術革新やスマート都市化、そしてネットワーク経済の発展により、機関投資家にとっての投資機会は様変わりしつつあります

複雑すぎる案件と 過小評価されたリスクに注意

質の高い資産を割高に取得することは、インフラ投資家が犯しがちな間違いの1つですが、長く複雑で、いくつもの不測の事態が生じるプロジェクトに投資することはもう1つの間違いです。投資家は、将来有望なベンチャーに先を争って投資しようとする中で、往々にして高くつく間違っただけ前提を立てることがあります。

例えば権利および許可の取得や建設コストの上昇といった開発リスクは、定量化が困難な場合があります。何らかの問題が生じる確率や、実際に問題が発生した場合の損失の大きさを見誤った場合、投資家が抱える全体的なリスクは、意図していた水準を上回るおそれがあります。

一例を挙げると、初めて風力発電所が開発された際の当初の予想発電量は、実際の発電量を大幅に上回っていました。

今や再生可能エネルギーはすっかり定着しましたが、新たな課題を生み出す可能性があります。競争が激しく、変化の速い再生可能エネルギーには大きな期待が持てますが、市場は既にその期待を織り込んでいる可能性があります。実際の成長率が事前予想に届かなかった場合、再生可能エネルギーの投資家は、将来的にバリュエーション・リスクにさらされる可能性があります。風力・太陽光発電は、技術進化とコスト低下を背景に、石炭・石油などの化石燃料に代わる採算の取れる発電手段としての地位を固めました。インフラ投資家は投資対象を厳選する必要があります。コストの低下は消費者にとっては好ましいことですが、発電会社の利益を圧迫しており、前提条件および誤算の余地を減らすことの重要性を浮き彫りにしています。

さらに、従来型公益企業との長期の電力購入契約（PPA）は減少傾向にある一方で、企業間 PPA が標準となってきました。インフラ投資家から見れば、こうしたシフトは新しいリスクをもたらします。企業間 PPA は、共同配電地点を必要とするケースが比較的多いことが特徴です。

データ・インフラには、従来の携帯基地局や光ファイバー、分散アンテナ・システム（DAS）のほか、ネットワークの通信速度と通信容量の向上や、人工知能（AI）、機械学習、自動運転車、IoT に道を開く、5G 技術のための小型基地局が含まれます

火葬場:死後のインフラ?

葬祭業界は、技術革新の最先端からかけ離れたところにあり、インフラの範疇から外れた、極めて異例で、それでいて極めて興味深い投資アイデアです。景気サイクルの影響を最も受けにくい業界の1つでもあります。死は不変の出来事であるとは言え、人々がそれを扱う方法は近年、変わりつつあります。ほんの数年前と比べても、死者がそのまま埋葬される比率は低下し、火葬される比率が高まっています。2016年のニューヨーク市の埋葬件数は31,521件あり、2008年から14%近く減少しています。対照的に、同市の火葬件数は2016年に19,883件と、2008年から40%以上増加しています⁴。

土葬から火葬へのシフトを加速させている要因の1つは、土葬はより多くのスペースが必要となることです。遺骨の保管に必要なスペースは、火葬は土葬と比べると少なくともすみます。ニューヨーク市クイーンズ地区のとある墓地は、埋葬用スペースが急速に枯渇しつつあることを理由に、土葬ならほんの数百体しか埋葬できなかったであろう土地に、168の地下納骨所と3,400の「ニッチ」（壁に骨壺を収める埋葬スペースのこと）を備えた最初の霊廟を建設しました。これは「墓地の寿命を延ばす」ための措置と言えます⁴。

なぜ火葬場をインフラストラクチャーと見なすことができるのでしょうか。人間の生活の一部であり、死者を葬ることは不可欠なサービスで、その方法が不適切であれば、公衆衛生に影響を及ぼします。すべての火葬場は規制に基づいて営まれており、事業免許が必要ですが、各国や各州は、火葬事業について、それぞれ独自の規則と参入障壁を定めています。また、価格変動が緩やかで、需要の量にさほど変化がないことから、火葬サービスに対するニーズは比較的安定しているのが特徴です。

再生可能エネルギー・プロジェクトの保有資産が、好ましい共同配電地点の近くにない場合、プロジェクト・オーナーは、発電所と配電場所をつなぐ送電線の混雑リスクを負う可能性があります。これは立地リスクとして知られ、弊社は特にテキサス州において、一部の再生可能エネルギー投資家がこうした課題に直面するのを見てきました。

持続可能性へのニーズから、再生可能エネルギーにはまだ多くの伸びしろが残っています。とは言え、当分野にはモメンタムの強さを背景に、多くの事業者や投資家が市場に殺到し、過当競争の状態となっています。取引には絶えず変化する複数の要因が関わってくるため、慎重に吟味する必要があります。まずは幅広いプロジェクトに目を通した上で、厳密なコスト管理に定評のある最良の運営パートナーを有する、質の高いプロジェクトを選別することが賢明と思われます。また、地理的条件も非常に重要です。投資家は、エンドユーザーまたは共同配電地点に近い立地のプロジェクトを追求することで、想定外の混雑コストによってプロジェクトの収益性を圧迫しかねない立地リスクを軽減する必要があります。

インフラ投資家にとっては、データセンターやデジタル・インフラ、駐車場、土地登記ソフトウェア・サービス、介護施設、そして火葬場でさえも優れた投資対象となりえます

進化する物理的特性と変わらない投資特性

インフラストラクチャーという資産クラスは世界と共に変化し続ける中、最先端のインフラには、妥当な投資機会が存在すると思われれます。厳格なアプローチに基づいて案件の選別と評価を行うインフラ投資家にとって

は、データセンターやデジタル・インフラ、駐車場、土地登記ソフトウェア・サービス、介護施設、そして火葬場でさえも優れた投資対象となりえます。インフラへの投資機会は時代と共に変化すると思われれますが、適切に投資を行えば、予測可能な投資利回り、インフレ耐性、そして非流動性プレミアムといったメリットを持続的に享受することができます。

インフラ投資は、景気サイクルの変動に伴うバリュエーション・リスクや、投資機会が比較的限られているなどの課題を抱えています。しかしインフラ投資家にとって、技術革新やスマート都市化、そしてサステナビリティ・ソリューションなどの分野でインフラが果たす新たな役割は、これらの課題を多くの点で補って余りあるものです。例えば、再生可能エネルギーや、法人及び個人消費者のデータ関連ニーズ拡大という大きな流れは、強固な案件評価能力を有するインフラ投資家にとっては、明るい見通しであると思われれます。

1 ローマ人の道 (The Roads of the Romans)、ロモロ・アウグスト・スタチオーリ、2003年 2 プレキンによる投資家への調査、2018年11月 3 オールモスト・デイリー・コメント、グランツ・インタレスト・レート・オブザーバー、2019年5月20日 4 「死後の不動産」、ニューヨーク・タイムズ、2019年3月15日

現在はクレジット・サイクル のどの局面にあるか — 依然として拡大局面に あると考えるのはなぜか

グローバル・インテリジェンス | グローバル債券



ダニエル・ジャニス
グローバル・マルチ・セクター債券チーム
シニア・ポートフォリオ・マネージャー

主なポイント

- 債券市場の様々なセグメントでボラティリティが上昇に転じていますが、すぐに景気後退に陥ると考える理由は見当たりません。
- 社債市場におけるリスクは、現時点ではファンダメンタルズやマクロ経済リスクではなく、ほとんどが地政学的リスクであると考えています。
- 現在の拡大局面はまだしばらく続くと考えていますが、金利エクスポージャーを取る上でイールドカーブのどの年限に投資するかを検討すること、ポートフォリオの地域分散を行うこと、また、流動性リスクに留意することなど、投資家がより慎重なスタンスをとる手段はあると考えます。

現在はクレジット・サイクルのどの局面にあるのか、また債券市場に追い風となるマクロ経済環境はこの先どのくらい続くのか、債券投資家はこの1年間にそれらを見極めることについて関心を強めています。投資家がこうした疑問を抱くのは当然です。前回の景気後退が終了して10年が経過し、株式市場はこの数ヶ月間に幾度も最高値を更新し、消費者信頼感景気後退前の高水準まで回復しています。一方、米連邦準備制度理事会（FRB）は過去3年間にわたって金融政策の正常化を行い、イールドカーブはここ数年間で最もフラット化しています。これはまさに、陰りが見え始めた世界経済見通しと市場のボラティリティ上昇に投資家が懸念を強める環境と言えます。しかし、実際に経済指標は目先の景気悪化を示唆しているのでしょうか。

典型的なクレジット・サイクルの構造を理解する

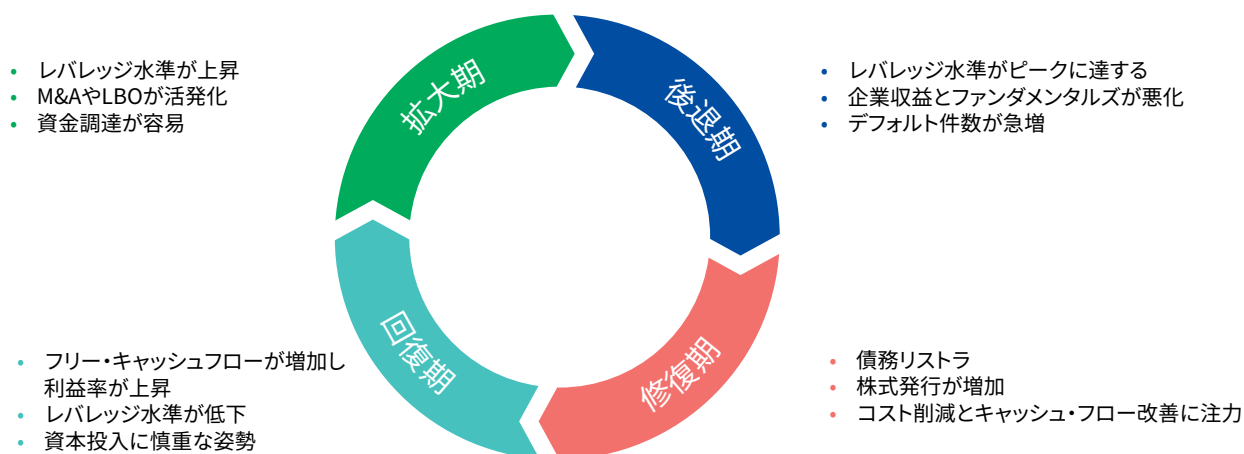
現在、クレジット・サイクルのどの局面にあるかを見極めようとする前に、各クレジット・サイクルの定義について正しく理解することが大切です。クレジット・サイクルは

一般的に以下4つのフェーズに分類されます。

- 1 **拡大期**—企業は成長基調にあり、新発債を発行することが多い
- 2 **後退期**—企業のファンダメンタルズが悪化し、デフォルトが増加する
- 3 **修復期**—企業はコスト削減と、必要に応じて債務のリストラを開始する
- 4 **回復期**—景気回復が企業の追い風となるが、資本投入に関しては慎重な姿勢を維持する

各サイクルの局面の長さはまちまちです。例えば、2007-2008年の世界金融危機における後退期は短期間に急激な勢いで、深刻な水準まで後退しました。対照的に回復期は長期にわたり、緩やかに進行しました。このことを考慮すると、米国の社債市場は今なお明らかに拡大局面にあると弊社は考えます。しかし、より大きな疑問点は、現在拡大期のどの程度終盤にいるのか、拡大期はこの先どのくらいの期間続くのかということです。

クレジット・サイクルは明確なフェーズに分かれているが、規則正しく進むことは少ない



出所：マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2019年5月31日現在。上記は例示のみを目的としたものです。M&Aは企業の合併および買収を、LBOはレバレッジド・バイアウト（企業買収の手法の一つ）を意味します。

景気拡大は長く続いたからといって終わるわけではない (Economic expansions don't die of old age) という古い格言がありますが、今回の景気サイクルも例外ではないと考えています。米国の失業率は50年来の低水準にあり、GDPは比較的底堅く推移しており、企業の利益も概ね好調です。2007年から2008年に見られたような世界的に連鎖を引き起こす恐れのあるシステム・リスクはありません。債券市場には、学生ローン証券化商品やBBB格債の発行が膨らんでいることなど、極めて特殊なリスクはいくつかありますが、それが短期的にクレジット市場の深刻な悪化につながるシナリオは想定していません。

市場のリスクのほとんどは政治的リスク

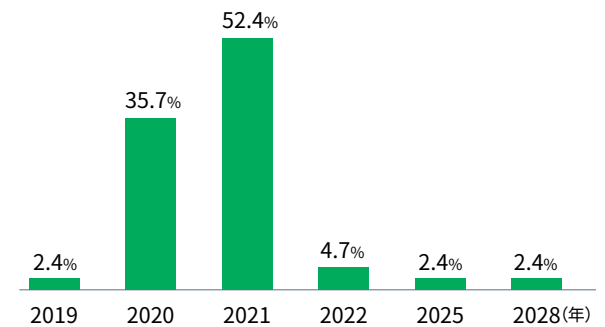
すでに過去最長となっている現在の景気拡大局面の最大のリスクは主に地政学的リスクであると弊社は考えています。米国と中国の貿易摩擦は大きな注目を集めていますが、関税自体は実質的な脅威ではないと思われます。

関税が引き上げられても両国の経済活動への打撃は小さ

いと見られます。米国の場合、対中国輸出総額がGDPに占める比率は1%以下です。中国については、トランプ大統領がすべての米国向け輸出品に関税を課しても、同国経済に与える打撃は0.7%にとどまります¹。

多くのエコノミストが少なくとも2020年まで景気後退はないと予想

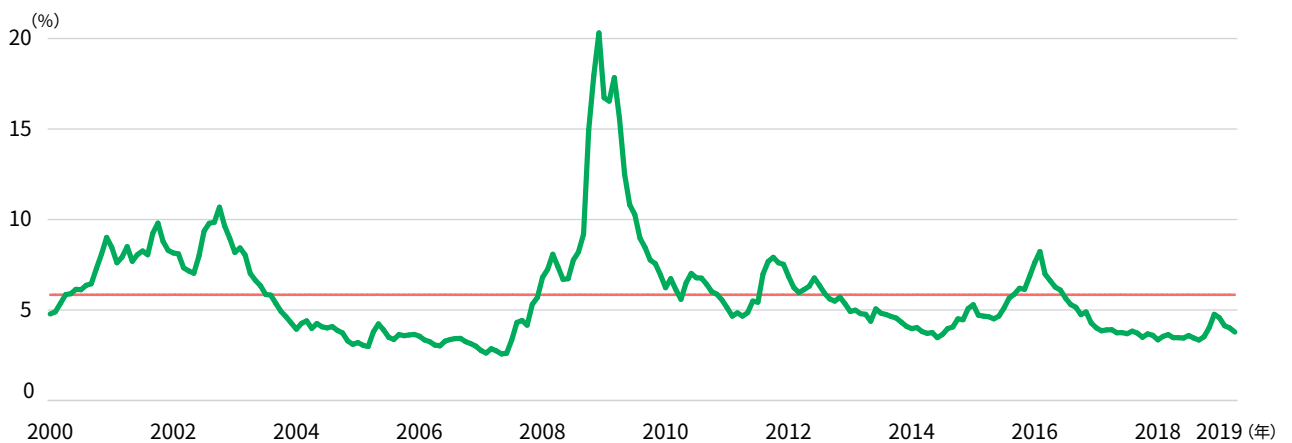
次の景気後退局面入りの予想時期(暦年)



出所: Wall Street Journal Economic Forecasting Survey
2019年5月1日現在

ハイイールド債のスプレッド(景気先行指標となることが多い)は歴史的に見て低水準で推移

- ICE BofA ML米国ハイイールド債マスターII指数のオプション調整後スプレッド
- 2000年以降の平均



出所: セントルイス連邦準備銀行、2019年5月31日現在。インターコンチネンタル取引所(ICE)、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ(BofA ML)米国ハイイールド債マスターII指数は世界で発行された米ドル建てハイイールド債のパフォーマンスを表しています。指数に直接投資することはできません。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

しかし弊社の見るところ、経済的な威嚇行為はどちらの国にとってもあまり有益ではないと思われます。特に米国にとっての真のリスクは、投資家が貿易状況をどう捉えるかに関わっていることを考えると、決してプラスにはなりません。米国政府と中国政府の最新のスタンスを投資家が織り込もうとし、この数ヶ月間株式市場は乱高下しまし

た。そして、長引く株式のリスクオフ・トレードは米国の実体経済に重大な影響を与える恐れがあります。これは看過できないリスクです。

欧州では、ブレグジットが依然として不透明感と市場混乱の原因となっています。英国のメイ首相は、EUとの交渉の末にまとめ

た EU 離脱協定案に議会の承認を得ようと幾度も試みたものの失敗に終わり、6月7日に辞任しました。状況は非常に流動的であるため、離脱交渉が最終的にどのような展開となるかを予測することはできませんが、不透明感が残る中で、投資家が最新動向をどう受けとめるかによってボラティリティが上昇する可能性があると思われます。

米国政府と中国政府の最新のスタンスを投資家が織り込もうとし、この数ヶ月間、株式市場は乱高下しています

引き続き拡大局面にあると考える根拠

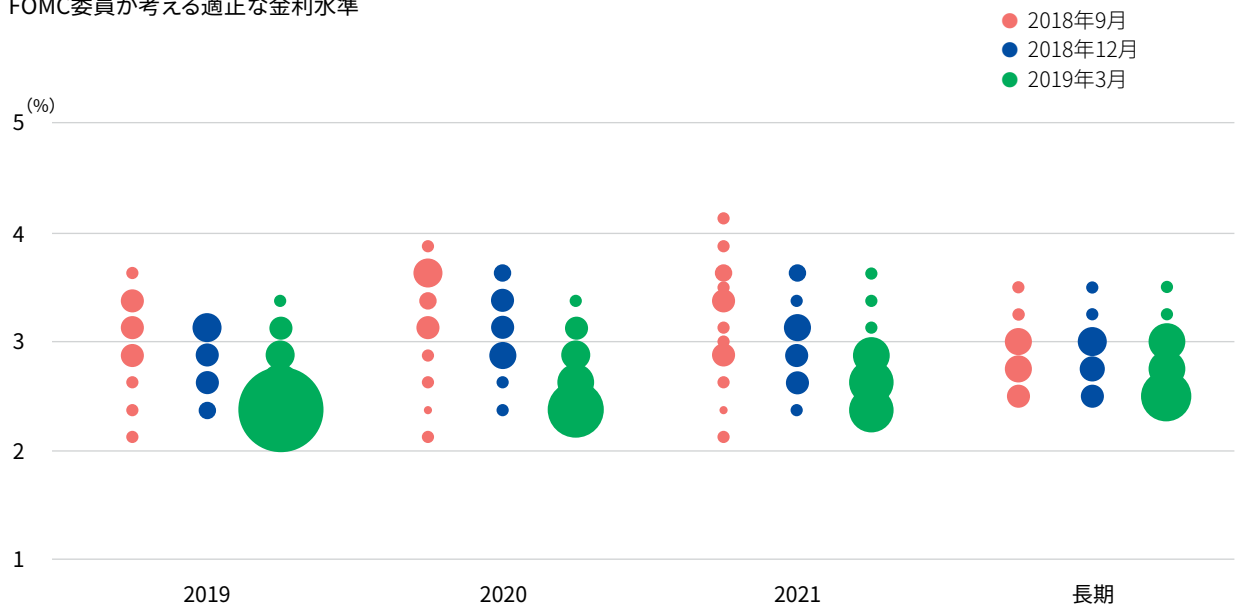
リスクはあるものの、今回のクレジット・サイクルの拡大局面がまだ続くと考えられる根拠は数多くあります。特に以下3つの要因が注目されます。

1. スプレッドとデフォルトが比較的低水準である

債券のデフォルトが著しく増加する時期には、原則的に景気拡大期はすでに終了しています。社債市場の健全性を示すより有効な先行指標は、クレジット・スプレッド、つまり発行体の信用リスクに応じて上乗せされる利回りです。2000年代初頭以降のハイイールド債市場の平均スプレッドは584 ベーシスポイント (bps) です。現在、同市場のスプレッドはわずか378 bps です²。一方で、デフォルト率もこの20年間の長期平均である3.3%を下回っています。昨年の同市場のデフォルト率はわずか1.9%で、今年のデフォルト率はさらに低下して1.5%となる見込みです³。

FRBは金利見通しについて保守的なスタンスを強めている

FOMC委員が考える適正な金利水準



出所: bloomberg.com. 2019年5月31日現在。各ドットは連邦公開市場委員会 (FOMC) 委員が期待する短期金利の水準を表しています。各ドットの大きさは同じ意見を示す委員の人数を表します (大きいドットは同じ意見の委員が多いことを表します)。

ここから分かることは、投資家がハイイールド債市場で認識しているリスクは、クレジット・スプレッドが示すように、極めて低水準であるということです。

2. FRB は金融引き締めを終了

FRB はここ数ヶ月、ハト派的スタンスに大きく舵を切っていますが、これは市場からは歓迎される材料です。3年にわたって利上げを実施した後、FRB は利上げを一時停止する方針を打ち出した模様です。将来の金利水準についてのFRB 予想は昨年1年間に大幅に低下しており、6月時点のコンセンサス予想では、2020年未までに少なくとも2回の利下げを見込んでいます。短期金利見通しは、企業と個人の両方の資金調達に影響を与えるという点で重要です。資金を低コストで比較的容易に調達できる時、企業と家計はいずれも借入を行い、投資する傾向が高まります。金利見通しが保守的になればなるほどこうした傾向が続く可能性は大きくなります。景気を後退に追い込む全面的な貿易戦争の可能性はないとしても、短い期間における利下げ回数を市場が織り込み過ぎていることはリスクであると考えています。

3. バランスシートは健全

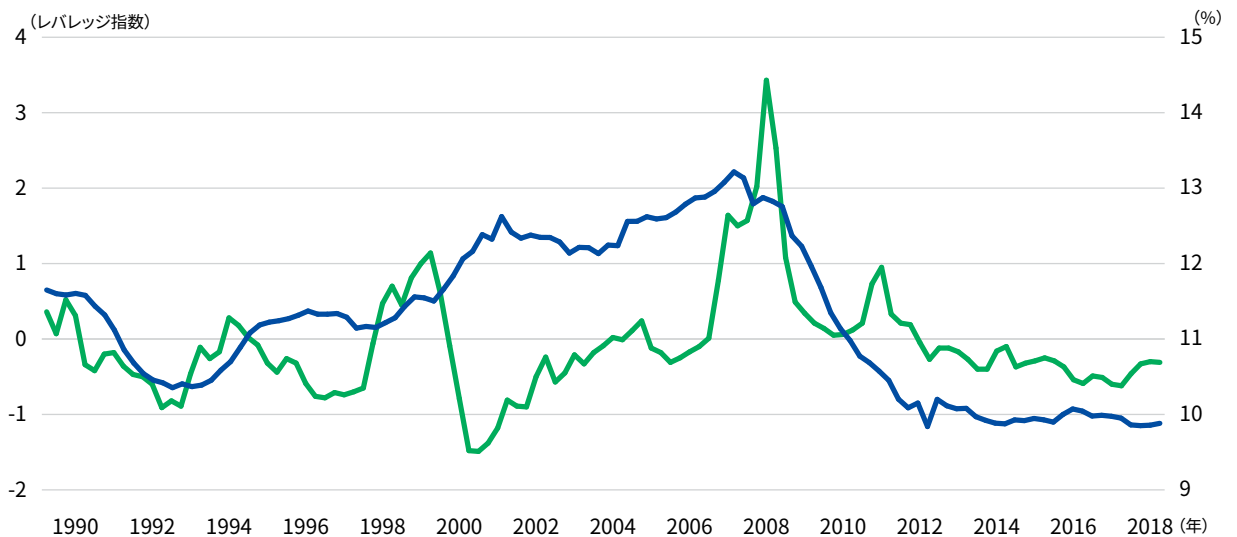
比較的 low 水準で安定的に推移している借入コストは、足元の企業と個人の健全なバランスシートに

起因しています。企業の借入はほぼ10年ぶりの低水準にとどまっています。一方、消費者は世界金融危機後、積極的にレバレッジ解消を進め、新たな借入に慎重な姿勢を崩していません。ここで重要な点は2つあります。1つ目は、金融システムには次の景気後退の引き金となりうる過剰なリスクテイクの傾向は見当たらない点です。2つ目として、企業と消費者のいずれか、あるいは両方のリスク許容度の高まりが緩やかであることが足元の景気拡大局面の長期化に寄与していると思われる。緩やかであること、が鍵となっています。

景気拡大は長く続いたからといって終わるわけではないという古い格言がありますが、今回の景気サイクルも例外ではないと考えています

消費者および企業のバランスシートはいずれも健全

■ レバレッジ指数(金融環境指数(NFCI)のサブインデックス、左軸) ■ 家計の可処分所得に占める債務返済額の比率(右軸)



出所：セントルイス連邦準備銀行、2019年5月31日現在。シカゴ連邦準備銀行が公表する全米金融環境指数(NFCI)は、米国の短期金融市場、債券・株式市場、ならびに従来銀行およびシャドー・バンキング・システムの金融環境についての包括的な状況を週次で示したものです。サブ・インデックスであるレバレッジ指数は債券と株式の指標で構成されています。サブ・インデックスがプラスの値を示す時は、金融状況が引き締まっていることを表し、マイナスはその反対を表します。家計の債務返済比率は、可処分所得総額に占める家計の債務返済総額の比率を表します。

2019 年下期に考慮すべき要因

現在の景気サイクルは拡大局面の終盤に達しているものの、この先 12 ヶ月間は景気後退や著しい不況はないとしたら、どうすれば投資家は戦列から撤退することなく、ポートフォリオのポジションをより慎重なスタンスにすることができるでしょうか？

デュレーションを柔軟に調整する

イールドカーブの短期ゾーンは当面、安定的に推移すると見られますが、長期債の利回りが今後どのように動くかははっきりしたことは誰にも分かりません。米国では利回りを上昇させる要因の方が低下させる要因よりも多いと弊社では見ていますが、こうしたトレンドが実際に現れるまでには相当な時間がかかる可能性があります。そのため、長期金利の方向に賭けること、特に投資家の金利見通しに左右される米国債のエクスポージャーをとることは、現在のような環境では賢明な戦略とは言えないかもしれません。ポートフォリオのデュレーションの源泉、すなわち金利エクスポージャーは極めて重要です。それを達成するより魅力的な方法は、投資適格社債と外国国債に配分することだと弊社では考えています。特に利回りが相対的に高く、金利上昇要因が少ない市場が魅力的と思われる。

分散の機会を海外へ求める

米国債市場は拡大局面の終盤にあると思われるが、他の市場はより早期の局面にあると見ています。例えば、ブラジル、コロンビア、インドネシア市場は、ファンダメンタルズの向上、安定したインフレ率、政治情勢改善の兆候を示しています。特に、エマージング市場のなかでも、政府が外国資本に依存することなく、経済財政を運営している国は概して米国債を上回る利回りをもたらしています。また、現地通貨建て債券への投資は、米ドル建て債券以外に分散を図る有効な手段となります。

流動性リスクに留意する

流動性は、投資家が十分な検討を怠りがちな要素の 1 つですが、失って初めてそのことを悔いる傾向があります。しかし、多くの投資家がどの時点でエグジットすべきかに注意を払うようになり始めた環境下では、流動性を管理する戦略を立てることは極めて重要です。投資家は発行規模や同一銘柄への配分比率に上限を設定するなど一般的な事前対策のほか、セクター配分を再検討することが必要と思われます。世界経済の成長率や各国中央銀行の政策への期待が時間の経過とともに変わる際、フロンティア市場や低格付のハイイールド社債市場などは、流動性の欠如やボラティリティ上昇が発生する恐れがあります。

1 「Is a global recession looming?」、キャピタル・エコノミクス、2019年5月
2 セントルイス連邦準備銀行、2019年5月31日現在
3 J.P. Morgan Default Monitor、2019年5月1日

エマージング株式市場： リーディング企業の成長 機会を見極める

グローバル・インテリジェンス | エマージング株式



キャサリン・ラングリッジ
シニア・ポートフォリオ・
マネージャー



フィリップ・アーマン
シニア・ポートフォリオ・
マネージャー

主なポイント

- 人口動態、急速に進む技術革新、継続的な構造改革を背景に、エマージング株式市場においては、業界をリードする一部の優良企業に魅力的な投資機会が生じています。
- これら企業の多くは、市場のトレンドを熟知しており、現地市場において他の現地企業やグローバル企業と競合する中で持続的な競争優位性を発揮しています。
- ワイヤレス通信技術や、モバイル決済に代表されるフィンテック・アプリケーションの発展は、新興国市場の有望な現地企業に豊富な成長機会をもたらしています。

現在、エマージング株式市場の投資家は、貿易摩擦の激化やグローバル経済の減速懸念など、様々なリスクに直面しています。しかし、このような難しい状況にあっても、多くのファンダメンタルズ指標は、引き続きエマージング株式市場には中期的に魅力的な投資機会が存在することを強く示唆しています。こうしたトレンドを理解することは、エマージング株式市場における将来の花形企業を見極める上で極めて重要です。

人口動態、急速に進む技術革新、継続的な構造改革といった要因に加え、新興国市場の規模の大きさが、新興国市場に特有のビジネス機会を生んでいます。こうした機会を最も活かすことができる新興国企業を見出すにはどのような点に着目すべきでしょうか。ビジネス機会をとらえて持続的に成長するために、それらの企業はどのような戦略により競争優位性を築いているのでしょうか。それらの企業の競争優位性と持続的に良好なリターンの源泉は何でしょうか。

本稿ではグローバル・エマージング株式市場の根本的・構造的なトレンドについてご説明し、こうしたトレンドをどのように投資判断に生かすべきか、また、新興国企業への投資を一変させる可能性のあるトレンドについて、金融分野における技術革新（フィンテック）をケース・スタディとして取り上げて考察します。

人口動態と新興国市場の成長機会

新興諸国において最も注目すべき人口動態は、中産階級の台頭とそれに伴う消費者の可処分所得の増加です。上位12ヶ国は2030年までに世界の個人消費支出の33%を占めるようになると予想されています¹。こうしたトレンドを理解することは、個別銘柄の投資機会を見極める上で極めて重要です。

例えば、中国が高齢化社会であることは広く知られています。しかし、ミレニアル世代の人口の多さや女性の労働

市場参加率の高さが世帯規模の縮小に寄与していることはあまり認識されていません。こうした特徴は、一人っ子が巣立った後の夫婦と裕福な若年成人世代の購買力を押し上げる結果につながっています。

一方で、拡大しつつある中国の「シルバー世代」の長寿化に伴い、高齢者は国家の支援が縮小する中で、長生きによって貯蓄が枯渇するリスクに備える必要性に迫られています。この結果、老後の生活費に備える目的から個人貯蓄は増加しており、保険や医療へのニーズが高まっています（GDPに占める医療費の比率は米国が17.2%であるのに対し、中国はわずか5.5%に留まっていることは注目に値します²）。

一方で、中国の消費パターンは1980年以降に生まれた世代で、急速に変化しています。米国や欧州で戦後のベビー・ブーマー世代が高所得年齢層となったタイミングで経済活動のけん引役となったのと同様、中国やその他新興国の今日の若年世代は将来的に消費のけん引役になると考えられます。こうした若年層は大都市居住者が圧倒的多数を占め、テクノロジーに精通し、スマートフォン等を通じて常時膨大な情報へアクセスが可能な環境で成長しました。中国の若年世代は一人っ子政策のもとで、経済的に安定した環境で成人したことから、全体として比較的楽観主義です。彼らは裁量所得が増加するとより高価な商品に買い換える傾向があり、中国経済全体に減速懸念が生じている中でも、高級な食材やファッション、ライフスタイルやサービス関連により多く出費し、不動産や貯蓄商品にも投資を行っています。

新興諸国における中産階級の台頭とそれに伴う消費者の可処分所得の増加といったトレンドを理解することは、個別銘柄の投資機会を見極める上で極めて重要です

以上のような人口動態が、消費者の行動パターンを一変させる中、投資家にとって重要なことは、現地企業がグローバル企業かを問わず、競争を勝ち抜く可能性が最も高いと思われる企業の特徴を理解することです。グローバル企業も、当然のことながら新興国市場の成長機会の大きさに魅力を感じていますが、現地の流通網、ブランド認知度、現地市場の知識といった現地企業の強み、つまり参入障壁に直面しています。

スポーツウェア市場ではグローバル企業のナイキやアディダスが、中国においてアンタ・スポーツ・プロダクツやリー・ニンといった現地大手ブランドと競合しています。化粧品市場においては、韓国企業のLGハウスホールド&ヘルスケアの化粧品ブランド、フー（Whoa）が韓国市場で大きな成功を収め、中国への事業拡大を果たしました。中国のビールメーカーのチャイナ・リソース・ビールは、中国の消費者の味覚についての知識と広範な流通網といった強みを活かして、グローバル・ブランドと競合するプレミアム・ブランドを展開しています。

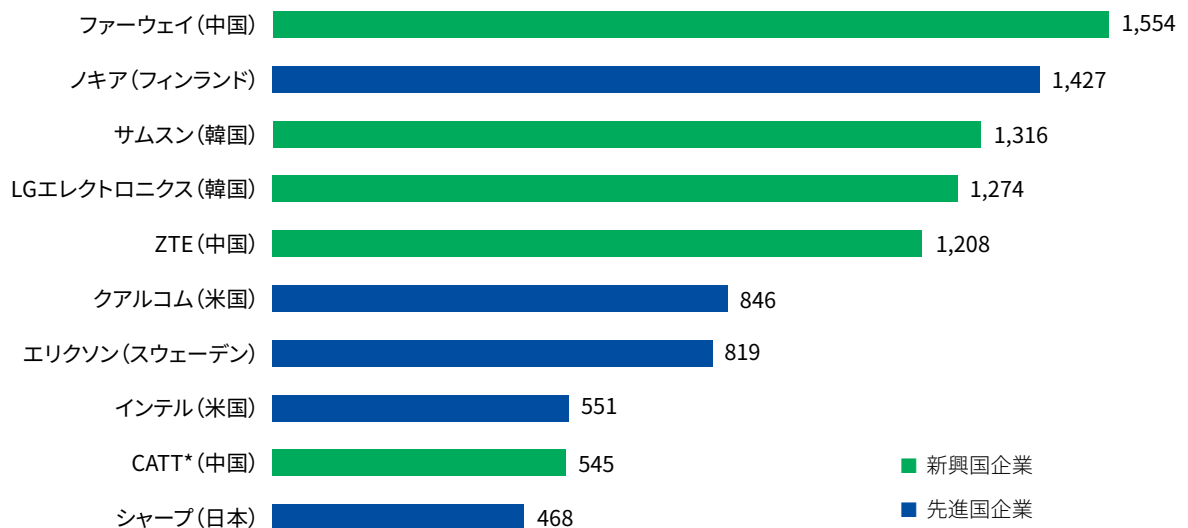
消費者の購入方法の変化を理解することも重要です。電子商取引の目覚ましい発展はこれまで未開拓だった需要を喚起し、商品を生産し収益化する機会をもたらしています。ここには通信技術の革新が大きな役割を果たしています。こうした動きはインターネット・サービス企業や決済処理企業、中でも彼らが運営するテクノロジー・プラットフォームに計り知れない機会をもたらす一方で、高度に細分化された市場における業界再編の可能性を生み出しています。

技術革新が鍵

アジアは長年にわたって世界のハイテク機器の製造拠点であり、中国、韓国、台湾にまたがる非常に複雑なスマートフォンをはじめとする電子機器のサプライチェーンが構築されています。注目すべきことは、継続的な研究開発投資が優れた知的財産を創出し、サプライチェーンに関連する企業により多くの利益をもたらしている点です。

新興国企業が5Gの知的財産で世界をリード

5G通信技術の標準必須特許の出願件数上位10社（2019年4月現在）



*中国情報通信研究院 (China Academy of Telecommunications Technology)

出所: IPytics GMBH、2019年5月

※上記の個別の銘柄・企業名は参考情報であり、当社が特定の有価証券等の取得勧誘や売買推奨を行うものではありません。また、将来の組入れを示唆または保証するものではありません。

先端テクノロジー分野でのアジア企業の台頭は、次世代5G通信技術の主要特許の状況にも反映されています

こうしたトレンドの先頭に立つのは、TSMC（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）です。TSMCは自前の半導体生産設備を持たない企業向けにチップを製造する半導体ファブリークです。同社はアップル

のiPhoneのアプリケーション・プロセッサ、米AMD（アドバンスト・マイクロ・デバイセズ）のサーバー・チップの他、様々なハイエンド電子機器を製造しています。この分野ではインテルが長年にわたって技術の最先端を担っていましたが、インテル製

品の問題をきっかけに、TSMCが半導体の先端分野で首位の座を奪取しました。また、韓国のサムスンも、インテルやTSMCと比肩する技術を持っています。

先端テクノロジー分野でのアジア企業の台頭は、人、企業および機器のつながり方を根本的に変える可能性がある次世代5G通信技術の主要特許にも反映されています。2019年3月現在、世界の主要な5G関連特許のうち、中国企業の出願件数は34%を占め、韓国が25%、米国とフィンランドがそれぞれ14%を占めています³。4G関連特許と比較すると、中国と韓国の地位が大幅に向上する一方で、米国と日本は後退しました。

こうした特許出願状況を背景に、アジアの企業は5Gの標準的仕様を決定できる立場にあり、5Gが様々な用途で実用化されるようになると、大きな恩恵を享受できる立場にあります。まず、5Gはスマートフォンの通信速度を大幅に高速化し、一部の農村地域に光ファイバー・ブロードバンド回線の代替となるコスト効率のよい通信手段を提供することが期待されます。さらに将来的には、自動車同士を接続し、より効率的な交通管制を実現する自動車向けアプリケーションなど、車両間通信への導入が見込まれています。またIoTに5Gを利用することで、「スマート・ファクトリー」にある機械から収集したデータをクラウドに送信し、分析に活用することも期待されています。

国際競争力を高め、テクノロジー分野のトップ企業になりつつある新興国企業は、潤沢な資金力を持ち様々な5Gアプリケーションを網羅する大企業から、バリュー・チェーンにおいて魅力的なポジションを確立している比較的小規模な企業まで、多岐にわたっています。大企業ではサムス

ンが5Gの特許で揺るぎない地位を占め、特にスマートフォンの分野で優位に立っています。5G通信の普及に伴う通信データ量の増大を受けて、同社の半導体への需要が拡大する可能性があります。5Gの恩恵が期待される企業としては、台湾企業のメディアテックも注目に値します。同社は3G、4G通信向けの技術では出遅れていましたが、5G関連では研究開発投資によってマーケット・リーダーである米クアルコムとの技術面の格差を大幅に縮小し、ポジションが向上しています。小規模な企業では台湾のランドマーク・オプトエレクトロニクスが、5G通信の中継回線とデータセンター通信の両方に不可欠な半導体レーザーでニッチなポジションを確立しています。

ケース・スタディ：フィンテックとエマージング株式市場の成長機会

金融における技術革新は、長年にわたり先進国の金融サービス・セクターをけん引する原動力でしたが、現在は新興国市場全体で急速に勢いを増しています。情報をシームレスに処理することにより事務管理コストが削減され、かつては限られた販売チャネルを通じてごく少数の顧客にしか提供できなかった専門的なサービスや商品が一般に普及し、広く利用されるようになってきました。以前は銀行などが提供する金融サービスをほとんど利用できなかった層にサービスが普及したことは、経済的社会的に大きな変化をもたらしています。

フィンテックとその技術を活用した新たなサービスの提供をけん引する企業は、伝統と革新性を兼ね備える銀行や保険会社から、ソーシャル・メディア企業、通信事業者、電子商取引企業といった競争状況に大きな変化をもたらす新興企業に至るまで様々です。フィンテックはまた、スマートフォン、パソコン、サーバーの製造業者を含む、ソフトウェアおよびハードウェアを提供する企業の成長性と収益性を高めています。フィンテックを初期に導入した企業は、アップル・ペイを運営するアップル、M-Pesaと呼ばれるモバイル送金サービスを提供するケニア企業のサファリコムなど多岐にわたっています。この他の決済プラットフォームとしては、中国のオンライン決済市場において圧倒的シェアを占めるアリババのAlipayやテンセントのWeChatなどがあります。これらの新たなプレーヤーの参入は、伝統的な金融機関が支配していた決済市場に多大な影響をもたらしました。新興企業の成功の背景には人

口動態の変化、経済改革、最先端技術へのアクセシビリティといった要因が重なったことに加えて、企業のコミットメントと戦略的なビジョンがあります。

アラブ首長国連邦に本社を構える新興決済企業のネットワーク・インターナショナルは、決済市場の発展が遅れている中東・アフリカ全域においてこの20年間で電子決済分野のトップ企業に成長しました⁴。先進国市場および急成長が続く国々で確立された電子決済技術は今、中東・アフリカ地域にも浸透しつつあります。ネットワーク・インターナショナルは、決済ソリューションを提供する中東・アフリカ地域唯一のプロバイダーで、電子決済のバリュー・チェーン全体を網羅する規模を有しています。

ネットワーク・インターナショナルの経営陣は、北米や欧州の大手決済ソリューション企業とのビジネスの中で、現金主義の社会からキャッシュレス社会への移行にテクノロジーを活用するノウハウを蓄積してきました⁴。同社はそのノウハウを活用することで、小規模企業や個人がかつては利用できなかった決済サービスを低コストで提供し、急速に発展する経済にイノベーションの機会をもたらしてい

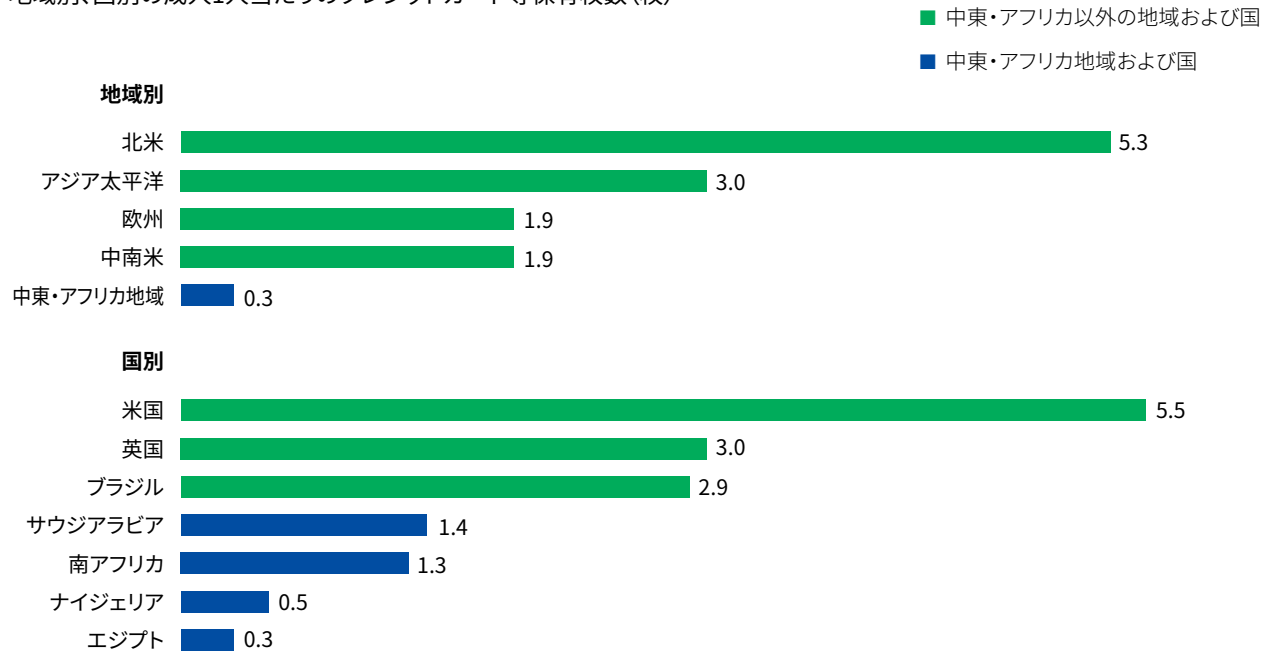
ます。

中東・アフリカ地域の人口15億人の大半は依然として現金決済を選好しており、地域全体における決済取引の85%が現金によって行われています。一方、米国と英国ではこの比率がそれぞれ20%と30%です⁴。

5年前までの中国がそうであったように、中東・アフリカ地域では代金引換が依然としてインターネットショッピング等の電子商取引の主要な決済手段です。これが同地域で電子決済の導入が相対的に遅れている理由の1つです。消費者による認知の拡大とコスト低減に伴って電子決済が本格的に普及することは他の多くの新興国で実証されていますが、中東・アフリカ地域ではまだ本格的には実現していません。他の新興国市場で見られるように商慣行が変化し、電子決済が標準となるにつれ、ネットワーク・インターナショナルは中東・アフリカ地域を網羅する規模と先行者利益により、マーケットリーダーとしての地位を一段と強固なものにすると弊社は考えています。

現在でもキャッシュが最も重要な決済手段：中東・アフリカ地域はクレジットカード等の普及が遅れている

地域別、国別の成人1人当たりのクレジットカード等保有枚数(枚)



出所：エドガー、ダン&カンパニー、2019年

中東・アフリカ全域に拠点をもち、65,000社以上の小売業者と220社以上の金融機関を顧客基盤とするネットワーク・インターナショナルは、過去10年間に取引件数を年率30%、決済取扱高を同15%のペースで増加させてきました⁴。確実な徴税や効率的な助成金の支給を目指す政府機関や、低コストで新規サービスの提供を目指す現地金融機関のニーズが高まっていることから、同社の成長トレンドは今後も続く可能性が高いと思われます。

電子決済の普及には、政府や中央銀行との提携が重要な役割を果たします。例えば、ネットワーク・インターナショナルはエジプトにおいて2017年に公的機関との共同プラットフォームを立ち上げ、現在では4,000万人の国民が給与や補助金の受け取りを電子ベースで行うことができるようになりました⁴。こうした提携により、ネットワーク・インターナショナルはアラブ首長国連邦やヨルダンにおいても、ビジネス機会を開拓しています。

電子決済業界にはまた、大きな業界再編の余地があります。現在、中東・アフリカ地域で利用可能な限られた電子決済ソリューションは主に現地金融機関が個別に提供しています。そのため、中東・アフリカ地域の電子決済

ビジネスでは、規模の経済に伴うコスト低減がほとんど実現しておらず、決済事業者は多額のITコストの負担を余儀なくされていました。対照的に先進国市場では決済事業者へのアウトソーシングが進んでおり、自社で決済ソリューション事業を続けている大手金融機関はほとんどありません。

ネットワーク・インターナショナルは、中東・アフリカ地域において電子決済が普及する過程で生じる成長機会を活かすための重要な要素を備えています。競合企業にとって大きな参入障壁となる同社の経験豊富な経営陣と最先端技術は、発展途上にある成長地域で事業を展開する上で不可欠な要素です。ネットワーク・インターナショナルが成長地域で事業を展開する上では、安定した資金調達も重要になります。同社が2019年春に実施した新規株式公開(IPO)では、米マスターカードが時価総額の10%近くに相当する3億ドルの出資を行っています⁴。

¹ 「The New Global Middle Class: A Cross-Over from West to East」、Geoffrey Gertz、Homi Kharas共著、The Brookings Institution、2010年 ² 中国のデータ：World Health Organization Global Health Expenditure Database、2019年5月、米国のデータ：「Spending on Health: Latest Trends」、経済協力開発機構、2018年6月 ³ IPytics GmbH、2019年5月 ⁴ ネットワーク・インターナショナルの新規株式公開目論見書、2019年4月1日

主要拠点

Bangkok

Manulife Asset Management (Thailand) Company Ltd.
18/F Singha Complex
1788 New Petchaburi Road
Bang Kapi Huai Khwang
Bangkok 10310 Thailand
Phone: +66 0-2844-0123

Beijing¹

Manulife-Teda Fund Management Co., Ltd.
3/F, South Block,
Winland International Financial Center
No. 7 Financial Street
XiCheng District Beijing 100033 P.R. China
Phone: +86 10 6657-7777

Boston

Manulife Investment Management (US) LLC
197 Clarendon Street
Boston, MA 02116-5010
USA
Phone: +1 617-375-1500

Hancock Natural Resource Group, Inc.
197 Clarendon Street
Boston, MA 02116-5010
USA
Phone: +1 617-747-1600

Hancock Capital Investment Management, LLC
197 Clarendon Street
Boston, MA 02116-5010
USA
Phone: +1 617-572-0693

Chicago

Hancock Capital Management
200 South Wacker Drive, Suite 820
Chicago, IL 60606
USA
Phone: +1 617-572-0212

Curitiba²

Hancock Asset Management Brasil Ltda.
Alameda Dr. Carlos de Carvalho, 555—sala 61
Curitiba, Paraná, 80430-180
Brasil
Phone: +55 (41) 3156-9000

Ho Chi Minh City

Manulife Investment Fund Management (Vietnam)
Company Ltd.
4/F, Manulife Plaza
75 Hoang Van Thai Street
Tan Phu Ward, District 7
Ho Chi Minh City
Vietnam
Phone: +84 8 5416-6777

Hong Kong

Manulife Asset Management (Hong Kong) Ltd.
16/F Lee Garden One
33 Hysan Avenue
Causeway Bay
Hong Kong
Phone: +852 2910-2600

Jakarta

PT Manulife Aset Manajemen Indonesia
Sampoerna Strategic Square
Jl. Jend. Sudirman Kav. 45-46
31/F, South Tower
Jakarta 12930 Indonesia
Phone: +6221 2555-7788

Kuala Lumpur

Manulife Asset Management Services Berhad
16th Floor, Menara Manulife
No. 6 Jalan Gelenggang
Damansara Heights
50490 Kuala Lumpur, Malaysia
Phone: +60 3 2719-9228

London

Manulife Investment Management (Europe) Ltd.
One London Wall
London EC2Y 5EA
United Kingdom
Phone: +44 20 7256 3500

Manila

Manulife Asset Management and
Trust Corporation
10th Floor NEX Tower
6786 Ayala Avenue
Makati City, 1229
Philippines
Phone +632-884-7000

Melbourne²

Hancock Natural Resource Group Australasia Pty.
Limited
Level 12, Tower 4
World Trade Center
18-38 Siddeley Street
Melbourne, VIC 3005
Australia
Phone: +61 3 9207 7500

Montreal

Manulife Investment Management Limited
900 de Maisonneuve Ouest
Montréal, QC
H3A 0A8
Canada
Phone: +1 514-499-7999

New York

Hancock Real Estate Group
100 William Street
New York, NY 10038
USA
Phone: +1 617-572-0212

Hancock Capital Management
1251 Avenue of the Americas
Suite 2300
NY, New York 10020
USA
Phone: +1 617-572-0212

Shanghai³

Manulife-Sinochem Life Insurance Co., Ltd.
6/F, Jin Moa Tower
88 Century Boulevard
Pudong New Area
Shanghai 200121 P.R. China
Phone: +86 21 2069-8888

Singapore

Manulife Asset Management (Singapore) Pte. Ltd.
8 Cross Street
#15-01 Manulife Tower
Singapore 048424
Phone: +65 6501-5411

Taipei

Manulife Investment Management (Taiwan) Co., Ltd.
6/F No. 89, Sungren Road
Taipei 11073
Taiwan
Phone: +886 2 2757-5969

Tokyo

Manulife Asset Management (Japan) Limited
Marunouchi Trust Tower
North Building 15F
1-8-1, Marunouchi, Chiyoda-ku
Tokyo 100-0005
Japan
Phone: +81 3-6267-1940

Toronto

Manulife Investment Management Limited
200 Bloor Street East
North Tower, 5th Floor
Toronto, ON
M4W 1E5
Canada
Phone: +416-926 6262

1 The location of Manulife's joint venture asset management business, Manulife TEDA Fund Management Company Limited. **2** Represents the Hancock Natural Resource Group's regional asset management office locations. **3** Operated as an investment department of Manulife-Sinochem Life Insurance Co. Ltd.

As of June 2019.

ディスクレーム

■本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニユライフ・アセット・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。■参考として掲載している個別銘柄を含め、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません■本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません■本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。■本資料のいかなる内容も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。■本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。■本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

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

※マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、マニユライフ・ファイナンシャル・コーポレーションにおける資産運用ビジネス部門の新しいグローバル・ブランドであり、従来のブランド名であるマニユライフ・アセット・マネジメントから変更しております。また、各国拠点の社名についても順次変更を行っております。



