

外国株式投資におけるグローバル化の進展

目 次

- I. はじめに
- II. グローバル経済における新興国の重要性の高まり
- III. 新興国株投資に関するインフラ改善
- IV. 外国株式投資における新興国のプレゼンス拡大
- V. 先進国・新興国という垣根を越えた企業活動の進展
- VI. 先進国と新興国を一体運用するグローバル運用へ

運用商品開発部 プロダクト運用第2グループ プロダクトマネージャー 松葉 直子

I. はじめに

かつては、日本の年金資金運用において、外国株式投資と言えば、海外先進国の企業への投資を意味する時代が長く続いた。

2000年代以降、中国を初め新興国経済の飛躍的な発展が顕著になると、株式投資の対象国として、新興国が大きな注目を浴びるようになり、現在では、新興国企業に投資するファンドは、外国株式の投資メニューのひとつとして、すっかり市民権を得ている。

より最近では、世界経済のグローバル化が進む中で、実際の企業活動が先進国・新興国の垣根を越えて展開される傾向が一層強まっており、それに伴い外国株式投資においても、先進国・新興国両方を一体運用するファンドへの関心も高まっている。

本稿では、外国株式投資におけるグローバル化の進展の流れを振り返ると同時に、今後の展望を探ってみたい。

II. グローバル経済における新興国の重要性の高まり

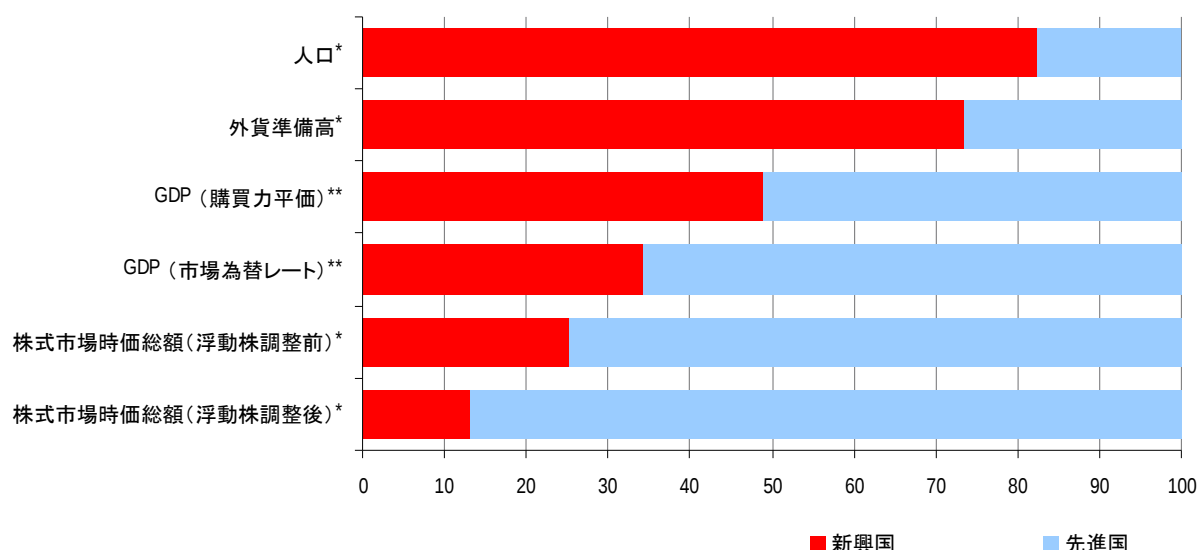
1 各種指標に見る、世界における新興国の地位

新興諸国(MSCI EM 構成国 21 カ国、詳細図 2 参照)の GDP は、1980 年から 2007 年にかけて約 7 倍の水準まで成長し、今後も更なる成長が予想されている。また、経済成長の原動力となる人口動向でも、1980 年以降ほぼ横這いの先進国 (G 7) に対し、新興諸国では、同期間で 1.5 倍近い人口増加を達成している。

図 1 は、人口、外貨準備高、GDP 等の各種尺度における、先進国と新興国の世界シェアを示している。新興国は人口と外貨準備高において、先進国を大きく凌駕しているだけでなく、GDP(購買力平価)でみても既に、先進国と並ぶ存在であることが見て取れる。一方、株式市

場時価総額では、比較的低ウェイトとなっている。

図 1：新興国・先進国比較



*2010年8月9日時点 **2010年4月30日時点

(出所: Bank of America Merrill Lynch Global Equity Strategy, BP, CIA World Factbook, IMF World Economic Outlook, MSCI, ベイリーギフォード社)

2 BRICs、VISTA

ブラジル・ロシア・インド・中国の頭文字を取って、BRICs と称するようになって久しい。今では新興国を語る際の日常的な代名詞として、すっかり定着した感がある。また、ベトナム・インドネシア・南アフリカ・トルコ・アルゼンチンの頭文字を取った VISTA という呼称も広まりつつある。

これらの国々は、①急増する人口を背景とした安価な労働力、②豊富な天然資源、③購買力のある中流階級の台頭などを背景に、急速な経済発展を遂げている。もちろん政治・民族・宗教など様々な懸念材料を内包している国も多く、過度な楽観論は慎むべきではあるが、グローバル経済における新興国の重要性は、短期的な調整は挟みつつも、長期的な方向感としては今後も上昇傾向を辿るものと思われる。

Ⅲ. 新興国株投資に関するインフラ改善

前述のような新興国経済の隆盛を見て新興国株式に魅力を感じても、以前は、企業情報へのアクセスや株式売買に伴う制約など様々な障壁が存在していたが、新興国投資ニーズ全般の高まりを受けて、ここ数年投資インフラの大幅な改善がなされている。

1 企業情報へのアクセス向上

事業内容や資金調達のグローバル化を背景に、新興国企業の情報開示の内容や姿勢は、近年大きく改善している。それに呼応する形で、運用会社サイドも、新興国企業に関する調査を活発化させており、アナリストやファンドマネージャーによる現地視察や調査により詳細な情報を収集することは日常化しつつある。

コミュニケーションの方法としても、運用会社による現地訪問、新興国企業による先進国金融センターにおける IR ミーティング開催に加え、近年では情報技術の進歩により TV 会議の活用など多様化が進んでいる。

2 現地株代替証券の普及

外国株式投資に必然的に伴う為替売買上の制約が存在したり、受渡制度が不完全で資産保全上の懸念が残るような新興国についても、現地株に代えて、ADR(米国預託証券)・GDR(グローバル預託証券)といった先進国市場の代替証券で投資可能なケースが増加している。

これらの代替証券は、外国企業発行の原株式に対する所有権を表す譲渡可能預かり証書であり、基本的に原株と同様のパフォーマンスを示す。特に ADR、GDR については、取引されている米国や英国の市場規則に沿った情報開示がなされているため、財務情報の透明度が高い。加えて、決済サイクルや通貨は取引市場のものであるため、他の銘柄とほぼ同様のフローで投資が可能である。

3 現地株投資へのインフラ整備の進展

現地通貨の売買に関する規制が残る新興国の現地株投資についても、証券の決済管理を行う日本国内の管理信託銀行を通じて、現地カストディーでの為替取得サービスをアレンジすることで投資可能となるケースが増えている。

通貨規制のある国について、現地通貨対米国ドルや現地通貨対日本円など複数の為替取得サービスが用意されており、ファンドのキャッシュ保有方針、利便性等の観点から選択することができる。

4 コントラクチュアルサービス対象の拡大

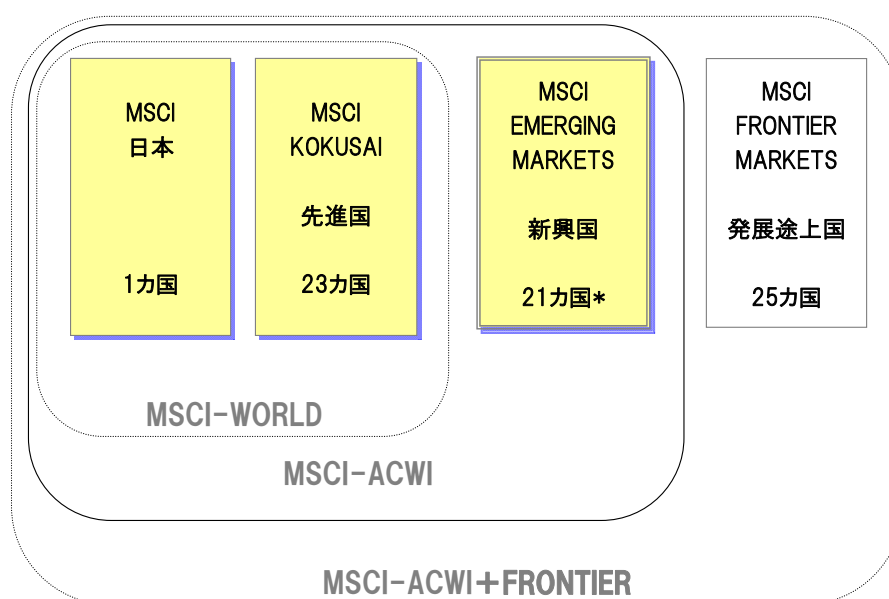
カストディーは、証券決済がフェイル（何らかの理由により、証券と対価の現金を期日に受渡すことに失敗したケース）した場合に、証券売却代金を立て替えるコントラクチュアルと呼ばれるサービスを提供している。新興国市場では、従来このサービスが利用できないケースが多かったが、近年はこのサービスの対象国が広がりつつある。これにより、フェイルによる証券売却代金の入金遅延を心配することなく約定を行うことが可能となる。

Ⅳ．外国株式投資における新興国のプレゼンス拡大

1 株式インデックスにみる新興国の重要性の高まり

外国株式における新興国の重要性の高まりを概観するために、グローバルな株式インデックスの構成を見てみたい。図2は、代表的な株式インデックスであるMSCIの各インデックスについて、対象となる構成国を示した図である。

図2：各インデックスの関係



* MSCI EMERGING MARKETS 構成 21 カ国：ブラジル、チリ、中国、コロンビア、チェコ、エジプト、ハンガリー、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、メキシコ、モロッコ、ペルー、フィリピン、ポーランド、ロシア、南アフリカ、台湾、タイ、トルコ。2011 年 10 月末時点全 21 カ国。

（出所：三菱UFJ信託銀行にて作成。国数は2011年10月末現在）

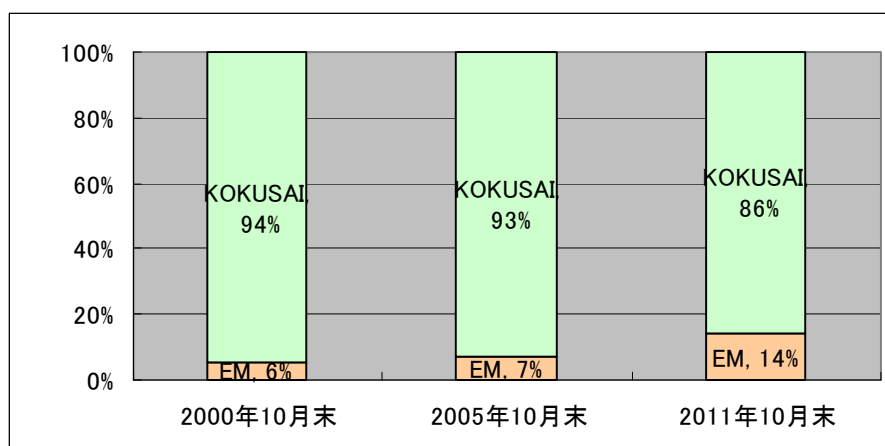
かつては、日本の年金資金運用で外国株式投資と言えば、日本以外の先進国で構成されたインデックスである、MSCI KOKUSAIの構成国に投資することを意味する時代が長く続いた。

その後2000年代に入り、中国など新興国経済の飛躍的な発展と軌を一にして、株式投資の対象として新興国により大きな資金が流入するようになった。上図で言えば、MSCI EMERGING MARKETS（以下EM）というインデックスに含まれるような国々である。

図3は、2000年、2005年、2011年の各10月末MSCI KOKUSAI、MSCI EMの時価総額規模の推移を示したものである。

この図が示すように、グローバルな株式市場における新興国の重要性は、趨勢的に高まってきた。2000年10月末には、MSCI KOKUSAIの94%に対し、EMは6%に過ぎなかった。EMのウェイトは、その後2005年には7%、2011年には14%と上昇しており、新興国のウェイトはここ6年で約2倍と大きく高まっている。

図3：インデックス時価総額の比較 円ベース

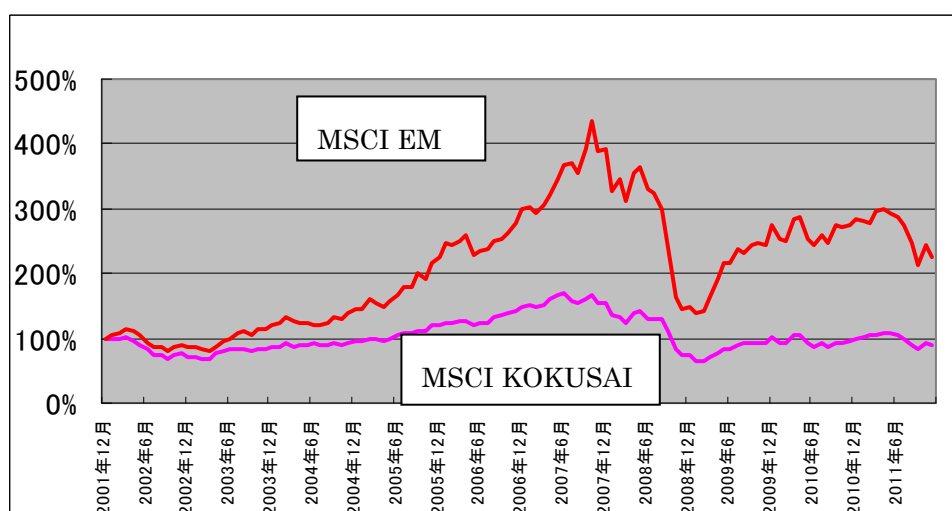


(出所：FACTSET より三菱 UFJ 信託銀行にて作成。合計を 100%としてそれぞれのウェイトを表示)

2 好調な新興国株式市場のパフォーマンス

上記のような市場規模拡大とともに、株価パフォーマンスの点でも、新興国の株式市場は注目を集めている。2003 年以降騰勢を強めてきた新興国市場は、2008 年のリーマンショック時の金融危機の際にはリスク回避の動きから急落したが、その後は投資家のリスク許容度の改善を背景に、再度回復基調にある。

図4：MSCI KOKUSAI, EM 騰落率 円ベース

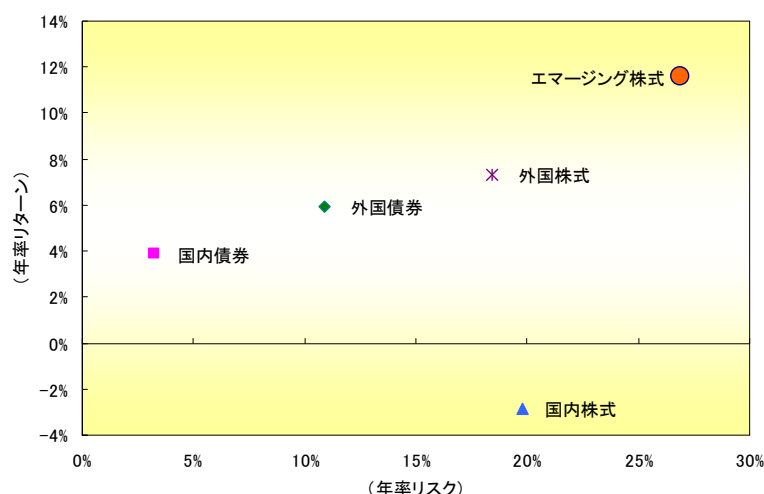


(出所：FACT SET より三菱 UFJ 信託銀行にて作成。2001 年 12 月末を 100%として騰落率を表示)

良好な長期パフォーマンスに加えて、先進国株式と新興国株式のリスク・リターン特性が異なるため、新興国株式投資の導入によるリスク分散効果も、新興国投資拡大の背景のひとつとなっている。

図5：リスク・リターンの関係

リスク・リターンのプロット図(1988年1月～2010年6月)



※ エマージング株式: MSCI-EM
 国内債券: NOMURA-BPI(総合)
 国内株式: TOPIX(配当込み)
 外国債券: Citigroup世界国債(日本除く)
 外国株式: MSCI-KOKUSAI。

※ データ期間は1988年1月～2010年6月。

※ 将来の運用成果を保証するものではありません。

(出所：三菱UFJ信託銀行にて作成)

3 新興国株式特化型ファンドの隆盛

グローバル経済における新興国の地位上昇、投資インフラの整備、好調な市場パフォーマンスを背景に、数年前より新興国株式に特化したファンドが人気を集めてきた。これらのファンドでは、MSCI EMのような新興国を構成国とするインデックスを、ベンチマークや投資対象ユニバースとして採用することが多い。ここ数年は、運用キャパシティを上回る資金流入により、新規資金募集を停止する新興国ファンドが増えていることから、その人気の程が窺える。

より最近では、MSCI EMの構成国全体を対象とするファンドに加えて、サブカテゴリーとして、アジア株式特化型や東欧株式特化型などより細分化された投資機会を捉えようとするファンドも設立されている。

V. 先進国・新興国という垣根を越えた企業活動の進展

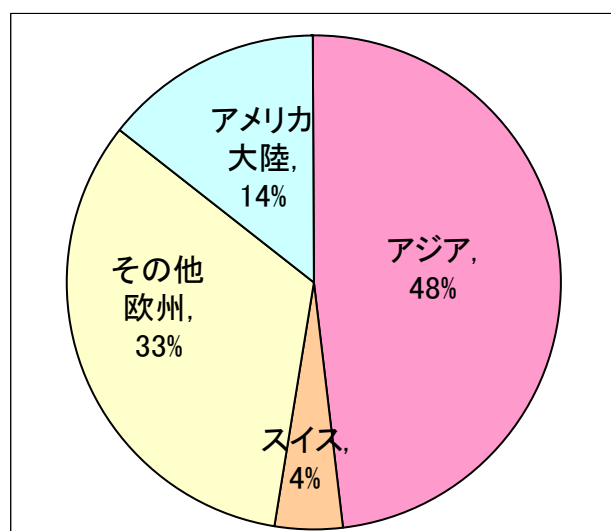
ここまで見てきたのは、「新興国経済の拡大 ⇒ 新興国株式特化型ファンドの隆盛」という流れであったが、足元では、グローバル経済における新興国経済の地位の高まりに加えて、先進国と新興国という垣根自体が有名無実化するという現象も広がっている。すなわち、国というマクロレベルにおいて、輸出入や投資を通じて先進国・新興国経済の一体化が進んでいるのと同様に、個々の企業というミクロレベルにおいても、商品販売や資材調達などの企業活動が、先進国・新興国の区別なく展開される傾向が強まっているのである。例えば本社の所在国のみに基づいて、個別企業を先進国企業、あるいは新興国企業などと区分することは、徐々に意味を失いつつある。いくつか具体例を見てみたい。

1 新興国での事業ウェイトが大きい先進国企業の例

(1) リシュモン (スイス・高級消費財)

主要上場市場、登録国共にスイス。リシュモンはカルティエ、ダンヒル、モンブランといったブランド名の下、高級消費財を製造・販売している持株会社。2011年の地域別売上高では、スイスは4%に過ぎず、残りは48%のアジアを筆頭にスイス「国外」である。

図6：リシュモン地域別売上 2011/3/31



(出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行にて作成)

リシュモン株を保有する際は、ポートフォリオ内の国別配分上は、法人登録があり主要上場市場でもあるスイス銘柄扱いとするのが通常であるが、売上の約半分がアジアであるため、株価の決定要素となる企業の決算、売上動向等のファンダメンタルズは、アジアの消費者動向に大きく左右されるアジア銘柄的側面を持つ。

(2) アップル (米国・情報技術)

主要上場市場、登録国共に米国。パソコン及び関連製品等の製造、販売大手。音楽やアプリケーションソフトを販売するオンラインストアも展開する。携帯音楽プレーヤーiPodの成功が同社製コンピューターへの注目を集め、ここ数年強い成長を続けている。携帯電話端末のiPhoneも同社の収益基盤の一つに成長。アジアのメーカーから部品を調達し、アジアで組み立てを行い、世界中で製品を販売している。

(3) タローオイル (英国・石油)

主要上場市場、登録国共に英国。英国の北海南部、アフリカ(ウガンダ、ガーナ)を中心に油井の探査開発を実施し、生産を行っている。掘削が進むにつれて、アフリカに豊富な埋蔵量が確認され、今後もアフリカでの事業に期待がかかる。アフリカでの売上が約8割(2010年度)。

(4) バンコサントアンデール (スペイン・銀行)

主要上場市場、登録国共にスペイン。スペイン、英国の他、南米(特にブラジル)で強い基盤を持つ。ABN アムロ買収により、ブラジルで強い営業基盤を確保。南米に強いプレゼンスを持つに至った。2010年度の純収益では、南米が約半分を占める。

2 先進国での事業ウェイトが大きい新興国企業の例

(1) セメックス (メキシコ・セメントメーカー)

主要上場市場、登録国共にメキシコ。ADR(米国預託証券)あり。メキシコの建築資材メーカーだが、海外での他社買収を通じて事業を拡大。米国、英国、スペイン等世界約 50 カ国で事業を展開。2010年度の売上高ではメキシコが 24%、米国が 18%、英国が 8 %を占めている。その他、ドイツ、フランス等での売り上げも大きい。

(2) 台湾セミコンダクター (台湾・半導体製造)

主要上場市場、登録国共に台湾。ADR(米国預託証券)あり。半導体の設計・製造で圧倒的なシェアを有する、世界最大級のファウンドリー(半導体受託生産会社)。圧倒的なスケールメリットを活かして、大規模な研究開発投資を行うことで、顧客の幅広い要請に応えた優れた製品を提供すると共に、コスト面でも優位に立っている。2010年度の売上の過半は米国が占めている。

(3) ミンドレイ メディカル インターナショナル (中国・医療機器製造)

法人登録はケイマン諸島、ADR(米国預託証券)あり。主に生体情報モニタ(心電図、心拍数、血圧、体温等を長時間に亘ってモニタリングする装置)、生化学自動分析装置(血液、尿の検査機器)、モノクロ超音波システム等の医療機器分野で、比較的ローエンドの製品を製造販売する。先進国の競合他社に比べ、強みはコスト面での優位性。2010年度の売上の約 6 割はラテンアメリカ、北米、欧州等、海外。

3 先進国企業と新興国企業が直接競合するケース

(1) リオティント (オーストラリア、英国・素材)とヴァレ(ブラジル・素材)

リオティントは主要上場市場、登録国共にオーストラリアと英国。国際的な鉱山会社。鉄鉱石、銅、アルミ、ダイヤモンド、ウラン、石炭等、幅広い製品を扱う中国、北米、日本、欧州等世界中へ商品を生供給する。

ヴァレは主要上場市場、登録国共にブラジル。ADR(米国預託証券)あり。鉄鉱石産出で世界最大級。中国等アジア、欧州等世界中へ商品を生供給する。

外形的には、リオティントは先進国企業、ヴァレは新興国企業と区別することは可能である。しかしながら、業務実態上は、両社はグローバル市場で直接競合している。加えて、両社とも、中国を中心とした新興国からの需要動向の影響を大きく受けるため、地域にとらわれない分析が必要となる。

(2) スタンダード・チャータード(英国・金融)と HDFC (インド・金融)

スタンダード・チャータードは主要上場市場、登録国共に英国。アジアを中心に広く新興国地域で営業。新興国市場での業務に長い歴史があり、法人向け、個人向け共に強みを持つ。主力市場は香港とシンガポールだが、インドや中国、アフリカ諸国でも事業基盤の拡大を進めている。

HDFC は主要上場市場、登録国共にインド。住宅不足の解消と住宅保有率向上を目的に設立された大手金融機関。主な事業は低・中間所得者層を対象とした住宅ローンの貸出。インドでは、若年層が多い人口構成から住宅の一次取得者層の拡大が見込まれる。また都市化が中国等他の新興国と比較しても進んでおらず、中流階級の急速な増大も追い風となり、住宅ローン需要は大きな伸びが見込まれる。

金融銘柄は政策金利、人口動態、経済発展の状態等、事業地域のマクロの影響を大きく受ける。その為、その銘柄がどの市場に上場しているのかではなく、どの地域で事業を行っているのかを検討する必要がある。スタンダード・チャータード、HDFC 共に新興国を事業基盤としているため、先進国・新興国の枠組みを超えて比較する必要がある。

VI. 先進国と新興国を一体運用するグローバル運用へ

企業経営のグローバル化は、株式市場における先進国・新興国分類に先行する形で進展しており、「新興国と先進国を、あたかも別のアセットクラスであるかのように考えることが合理的か」との疑問も呈されるに至っている。

先進国銘柄に区分される企業が、実は新興国で大きな収益を上げていたり、逆にインデックス上は新興国銘柄と分類される企業が、先進国の市場で大きなシェアを持っていたりするケースが増えている。さらには、資源株などが好例であるが、グローバル市場において、先進国企業と新興国企業が直接競合するケースも増えており、先進国・新興国の枠組みを取り払って比較・評価しないと、グローバルに見た企業の競争力を正しく評価できないケースも増えている。結果として、超過収益獲得のための銘柄選択も、先進国・新興国といった垣根を越えて、グローバルな視点で行う必要性が増している。

グローバル経済における新興国の重要性の高まり、先進国経済と新興国経済の一体化というトレンドは、短期的な変動は伴いながらも、今後も趨勢として変わらないものと思われる。そのような中で、わが国の外国株式投資も、実態経済を後追いする形で、MSCI KOKUSAI に象徴される先進国中心主義から、先進国と新興国両方を含む MSCI ALL COUNTRY WORLD INDEX (MSCI ACWI)を投資対象とするような、先進国・新興国一体型へとシフトする傾向を強めるものと思われる。

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解では無い。

【参考文献】

- ・ 証券アナリストジャーナル 2010 年 9 月号 特集「グローバル投資の再検討（Ⅰ）」
- ・ 証券アナリストジャーナル 2011 年 2 月号 特集「グローバル投資の再検討（Ⅱ）」
- ・ 門倉貴史(2007), 「日本人が知らなかった VISTA 株」, 株式会社翔泳
- ・ IMF ウェブサイト
<http://www.imf.org>
- ・ Bloomberg

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）