



BNY MELLON  
ASSET MANAGEMENT

# Market Insights



## 新興国株式投資：銘柄選定の巧拙がより重要に ＜高インフレ、利益率低下の環境下での新興国株式投資＞

By Andrea M. Clark, CFA  
Director, Senior Research Analyst  
The Boston Company Asset  
Management, LLC

We believe the risk trade of 2009 and 2010 has given way to a more selective approach in emerging market equities.

THE BOSTON COMPANY

ASSET MANAGEMENT, LLC

### エグゼクティブ・サマリー

北アフリカ及び中東における昨今の政情不安や、それが世界の金融市場に及ぼす影響は依然不透明ではあるものの、弊社は引き続き新興国市場とフロンティア市場に対して、長期的に強気の見方をとっています。

とはいえ、過去の市場サイクルと現在の市場サイクルの主な違いや、これまで以上に銘柄選定能力を求められる投資環境に入りつつある可能性を見過ごすことはできません。

過去と現在の市場サイクルの相違点としては、何よりもまず、多くの主要な新興国市場がサイクル中期の特徴を示している一方、先進国市場がより緩やかなサイクル初期の動きを見せている点が挙げられます。こうした二極化状態は、金融危機によって生じた歪みを勘案すれば必ずしも予想外とは言えないものの、極めて異例なものです。

新興国市場には2009年と2010年に多額の投資資金が流入しましたが、その一方で2011年初めまでにはパフォーマンスの優位性が失われています。

こうしたパフォーマンスの悪化は、北アフリカ及び中東の政情不安に加え、主要な新興国市場におけるシクリカルな問題、即ちインフレ加速、金利上昇、利益率の低下などによるものと見られ、更に散見される価格統制や資本統制の動きなどもその一因となっているものと見られます。

新興国市場では2009年と2010年に証券取引が活発化しましたが、最近はより銘柄選択が重視されるようになりました。過去の歴史を振り返れば、高い経済成長が必ずしも株式市場の上昇につながるわけではありません。例えば、中国とブラジルは2010年に力強い経済成長を遂げましたが、株式市場のパフォーマンスは比較的低水準にとどまりました。特に中国は上場企業に占める政府系企業の比率が高く、政府当局者の思惑が経営に色濃く反映され、少数株主の声が反映されにくいことがその一因と思われるが、同時に、これらの市場の低調なパフォーマンスは、新興国市場のパフォーマンスを左右する要因がマクロ経済から個別企業のミクロ要因にシフトしたことを示していると弊社は見ています。その結果、銘柄選択の巧拙や、資産クラスの主な相違点に関する十分な理解が一段と重要性を増しています。新興国市場への資金流入が続いているにもかかわらず、2010年はMSCIエマージング・マーケット指数が米国のS&P500指数をわずかにアウトパフォームするにとどまり、更に2011年1-3月期は先進国株式市場のパフォーマンスが新興国市場を大幅に上回りました。当然ながら3ヶ月のパフォーマンスだけでトレンドは判断できず、現時点で新興国市場が年間を通じてアンダーパフォームすると予測することは不適切ですが、多くの新興国市場が大きな試練にさらされているのは明らかで、そのことが個別銘柄のパフォーマンスに強い影響を与える可能性があります。

---

Across many emerging countries, one of the most visible and potentially problematic issues is food inflation. Groceries represent about 8% of the average American's wages; in emerging and frontier countries, food can represent one-third of wages or more.

---

## インフレ、ピークにある利益率：食品価格に注目

中国では2010年も経済成長率が10%を超えた結果 国際通貨基金、インフレ懸念や金融引き締めを招いたほか、賃上げを巡る論議も大々的に伝えられています。インドでは干ばつで食糧生産が打撃を受けたほか、個人による不動産需要の拡大で住宅販売が増加したため、インフレ率が10%台半ばまで急上昇しました。ブラジルでは、2016年のオリンピックに対する期待感が賃金や不動産及び食品価格を押し上げました。

多くの新興国にとって、最も顕著かつ深刻化する恐れのある問題の一つは食品価格の上昇です。米国では賃金に対する食料品向け支出の割合は平均8%程度ですが、新興国やフロンティア諸国ではその比率が3分の1、あるいはそれ以上に達しています。最近各国で起きた暴動では、人々やメディアが認識している以上に食料品価格の上昇が大きな原因となっていた可能性があります。経済的な観点から見れば、先進国の需要が低迷しているため、多くの企業が新興国の消費に対する依存度を高めています。コストや金利の上昇で支出意欲が薄れれば、新興国の需要も失速する可能性があります。

## 利益率の維持能力とバリュエーション：かつての牽引役に再び脚光

相対的に高い利益率や投入コストの上昇は、世界的に企業を圧迫しています。しかしながら、新興国市場ではそれらの圧力が必ずしも株価バリュエーションに織り込まれていないケースがあるため、問題はより深刻かもしれません。先進国と新興国の経済政策に関するもう一つの大きな違いは、新興国の政府は補助金、輸出関税、そして極端な場合には物価統制を通じ、インフレが企業に及ぼす悪影響を和らげようと努めていることです。政府による関与のあるなしにかかわらず、コモディティ価格や他の投入コストの上昇を商品価格に転嫁できなければ、最終的には企業が利益率を維持する能力に大きな影響を与えられます。

投資機会を探る上で、銘柄選択がますます重要になると弊社が考えているのはそのためです。中国、インド、ブラジルはインフレと格闘していますが、韓国、台湾、南アフリカではインフレが上手くコントロールされています。後者のグループは経済が十分に発展しており、活発に消費する人々も多く、金融機関は強力で、政治的な安定性も比較的高く、更に南アフリカの場合は企業のガバナンス体制もしっかりしています。大規模な企業や優良企業の多くは世界的に事業を展開している上、強力な経営陣を持ち、株価バリュエーションも魅力的な水準にあります。

---

### 1. 国際通貨基金

---

We believe it is essential to understand that many frontier markets lack liquidity and very often have a limited number of stocks available for investment. The frontier market asset class, as a whole, is highly concentrated in terms of countries and sectors, which increases their risk.

---

弊社にとって重要なのは、マクロ経済サイクルや最新のトレンドに基づくポートフォリオではなく、新興国において最も高い魅力を持つ企業のポートフォリオを構築することです。例えば単純にETFを購入することは、個別銘柄や業界に関わりなく指数に投資を集中することになり、それぞれの地域のダイナミクスによる恩恵を受ける企業の魅力に投資できないこととなります。それらの多くは小規模で変化の速い企業で、中間層の拡大に伴い次の段階へと発展する新興国市場において戦略的に優位な立場にいます。

#### フロンティア市場：弊社はすでに参入

新興国市場の発展が続き、新興国の一部が徐々に先進国化するのに伴い、高いリスクを取って高リターンを追求する投資家は「フロンティア」市場に吸い寄せられています。当然ながら、彼らは「次の」中国やインド、あるいはブラジルを探し求めています。MSCIはフロンティア・マーケット指数（図表1参照）を創設しており、指数構成国は湾岸協力会議加盟国（中東・アラブ諸国）、ベトナム、アルゼンチンなど、世界中の裕福な国及び貧困国の双方に広がっています。しかし、1997年のアジア通貨危機や、2008年のコモディティ価格急落およびそれが産油国に与えた影響を見ても分かるように、フロンティア市場は必ずしも主要国のマクロ経済トレンドに追随するわけではありません。そのことは、MSCIフロンティア・マーケット指数の構成国であるチュニジア、バーレーン、他の湾岸協力会議諸国で起きたイベントの際にも如実に示されました。それらの国における政情不安の終結は、フロンティア市場がグループとして発展を遂げていく道筋に大きな影響を与えるでしょう。

フロンティア市場には、リスクとリターンのバランスについてある程度の安心感が持てる企業や、株価バリュエーション、成長見通し、透明性、事業見通し、経営陣の質に関する弊社の基準を満たしている企業が存在します。もともと、多くのフロンティア市場は流動性が乏しく、投資可能な銘柄の数が限られていることが多いことも理解する必要があります。全般的に見て、フロンティア市場という資産クラスは国やセクターの面でかなり集中度が高く、投資リスクも高いのが実情です。そのため、これらの市場に投資する上では、様々なグローバル新興国市場戦略を用いて個別銘柄ベースの投資を行なうことが最も賢明な方法であると考えています。

We do not believe that value sacrifices growth. On the contrary, we believe long-term growth should have a more meaningful impact on value stock performance due to the base effect.

### Exhibit 1 - Frontier Markets Index

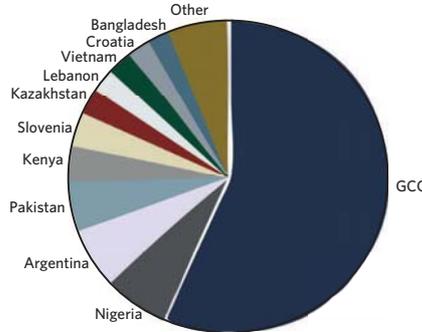
#### The Geography of Frontier Markets

|            |                     |
|------------|---------------------|
| Argentina  | Oman                |
| Bahrain    | Pakistan            |
| Bangladesh | Qatar               |
| Bulgaria   | Romania             |
| Croatia    | Serbia              |
| Estonia    | Slovenia            |
| Jordan     | Sri Lanka           |
| Kazakhstan | Trinidad and Tobago |
| Kenya      | Tunisia             |
| Kuwait     | UAE                 |
| Lebanon    | Ukraine             |
| Lithuania  | Vietnam             |
| Mauritius  |                     |
| Nigeria    |                     |

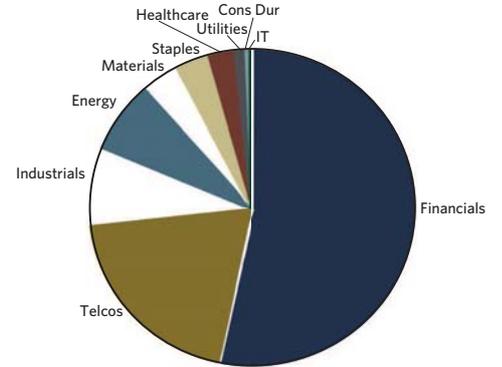


Source: Datastream, MSCI, UBS, as of March 2011

#### Country Weights in MSCI Frontier Index



#### Sector Weights in MSCI Frontier Index



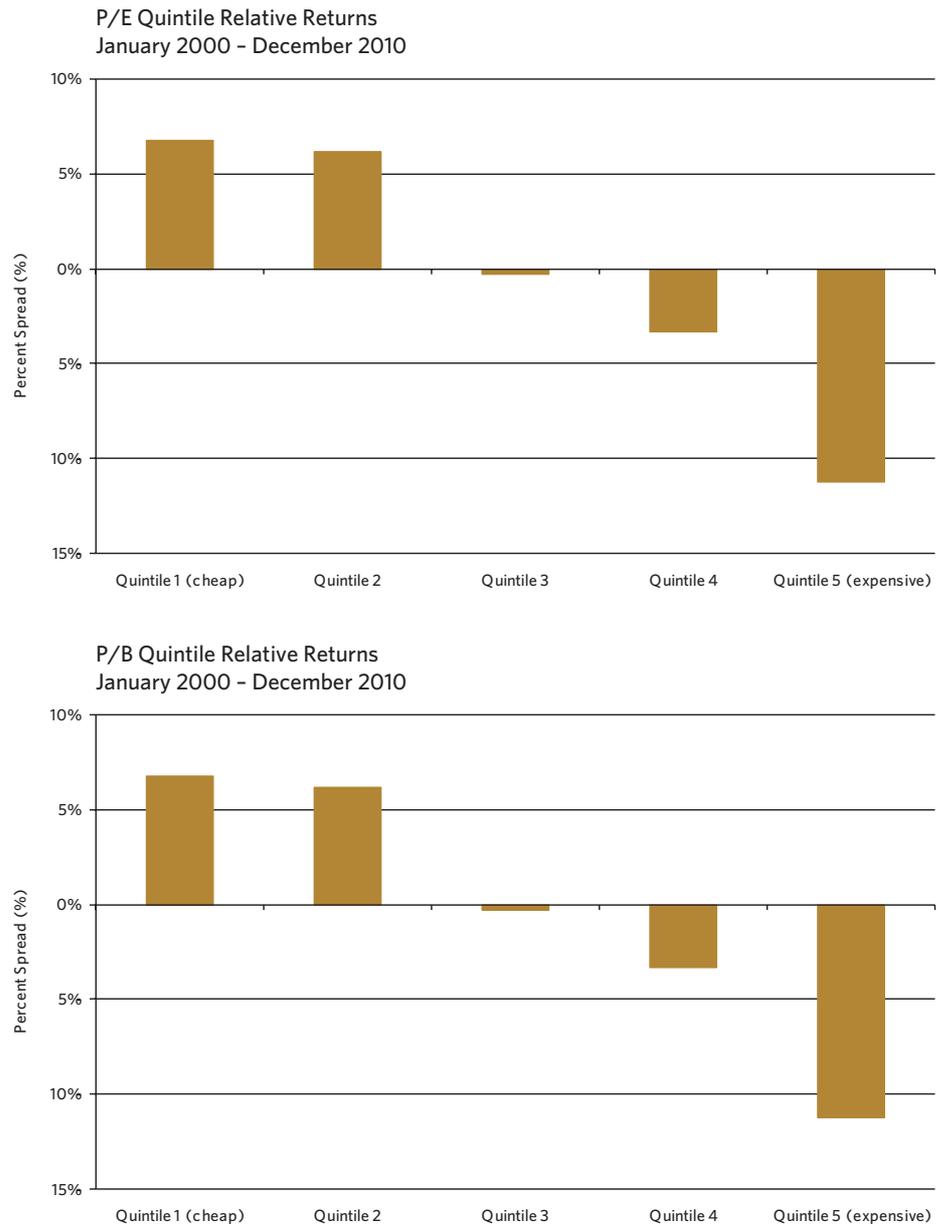
Source: Bloomberg, MSCI, UBS, as of March 2011

### グロースへの投資になぜバリューを重視するのか？

「成長（グロース）に期待できる資産クラスに投資するのに、なぜその価値（バリュー）を重視するのか？」といった質問がしばしば投資家から寄せられます。弊社は、バリューがグロースを犠牲にするとは考えていません。逆に、「ベース効果」により、長期的な成長力がバリュー株のパフォーマンスにこそより大きな影響を与えると考えています。バリュー株は一般的に起点となる株価水準が低い（＝「ベース効果」）、利益や株価が回復に向かい始めれば、株式の流動性が高まり、株価の反転プロセスに弾みがつく傾向があります。図表2は、新興国市場におけるバリュー投資（低PER（株価収益率）、低PBR（株価純資産倍率）銘柄）の優位性を示しています。

Our research approach takes us well beyond the simplicity of low Price/Earnings or Price/Book investing. We use fundamental analysis to determine explicit price targets based on revenue and earnings expectations.

**Exhibit 2: MSCI Emerging Markets — P/E & P/B Quintile Relative Returns (Annualized)**



Source: Thomson Quantitative Analytics, TBCAM Research. Note: EM P/E & P/B Quintile Relative Returns (Annualized) measures the annualized return difference between each P/E & P/B quintile of the MSCI EM Index and the MSCI EM Index return from January 2000 - December 2010. The price-to-earnings ratio, or P/E ratio, of a stock is a measure of the price paid for a share relative to the annual net income earned by the firm per share. The price-to-book ratio, or P/B ratio, is used to compare a company's book value to its current market price.

もちろん弊社のリサーチは、単にPER（株価収益率）やPBR（株価純資産倍率）の面での割安度合いを重視するというアプローチを用いている訳ではありません。製品サイクル、経営戦略、各国の環境、企業統治などの企業のファンダメンタル分析に基づいて、収益や利益に関する予想をたて、その見通しに基づく明確な目標株価を決定しています。この明確な目標株価は、モメンタムを重視する投資家や指数への投資家から見逃されがちな銘柄を発掘するのに役立ちます。

---

We believe that 2011 is lining up well for investors who do their due diligence with regard to individual companies and focus on fundamentals that include margin sustainability, management quality, and product resiliency.

---

まだ発掘されていない優良なバリュー銘柄を多く含むポートフォリオを構築すれば、「先行者利益」を得られる可能性があります。また、弊社の見方では、バリュエーションを重視する投資家は、市場サイクルが最悪期にある時にも株式のエクスポージャーを削減する事なく投資を継続できるものと思われま。2011年は、個別銘柄を詳細に調査し、利益率の維持能力、経営陣の質、製品の強さなどファンダメンタルズを重視する投資家が優位に立てると見られます。インフレ圧力や競争激化、変化する各国のダイナミクスにうまく対応できる企業を見極めるには、それが優れた方法であると考えています。

---

**Andrea M. Clark, CFA**

Andrea is a Senior International Research Analyst on The Boston Company's Non-US Value Team. Andrea is responsible for researching European companies. Prior to joining The Boston Company, Andrea was a Vice President with Standish Mellon Asset Management, where she was responsible for equity product management, development and positioning. Previous to that, Andrea was a Vice President of Institutional Product Management at Pioneer Investment Management, Inc. During her career, Andrea also worked for Putnam Investments in several business groups including Portfolio Analysis and Marketing. Andrea received a BS and an MBA from Suffolk University. She holds the Chartered Financial Analyst designation and is a member of the CFA Institute and the Boston Security Analysts Society.

## Index Definitions

The S&P 500 Index consists of 500 stocks chosen for market size, liquidity and industry group representation. It is a market-value-weighted index (stock price times number of shares outstanding), with each stock's weight in the index proportionate to its value. The index is one of the most widely used benchmarks of U.S. equity performance.

The MSCI Emerging Markets Index is a free float-adjusted market capitalization index that is designed to measure equity market performance of emerging markets. As of May 27, 2010 the MSCI Emerging Markets Index consisted of the following 21 emerging market country indices: Brazil, Chile, China, Colombia, Czech Republic, Egypt, Hungary, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Mexico, Morocco, Peru, Philippines, Poland, Russia, South Africa, Taiwan, Thailand, and Turkey.

The MSCI Frontier Markets Index is a free float-adjusted market capitalization index that is designed to measure equity market performance of frontier markets. As of June 2009 the MSCI Frontier Markets Index consisted of the following 26 frontier market country indices: Argentina, Bahrain, Bangladesh, Bulgaria, Croatia, Estonia, Jordan, Kenya, Kuwait, Lebanon, Lithuania, Kazakhstan, Mauritius, Nigeria, Oman, Pakistan, Qatar, Romania, Serbia, Slovenia, Sri Lanka, Tunisia, Trinidad & Tobago, Ukraine, United Arab Emirates, and Vietnam.

The indexes are trademarks of the foregoing licensors and are used herein solely for comparative purposes. The foregoing index licensors do not sponsor, endorse, sell or promote the investment strategies or products mentioned in this paper, and they make no representation regarding the advisability of investing in the products or strategies described herein.

BNY Mellon Asset Management is one of the world's leading asset management organizations, encompassing BNY Mellon's affiliated investment management firms and global distribution companies. BNY Mellon is the corporate brand of The Bank of New York Mellon Corporation. • The statements and opinions expressed in this document are those of the authors as of the date of the article, are subject to change as economic and market conditions dictate, and do not necessarily represent the views of BNY Mellon, BNY Mellon Asset Management International or any of their respective affiliates. This document is of general nature, does not constitute legal, tax or investment advice, is not predictive of future performance, and should not be construed as an offer to sell or a solicitation to buy any security or make an offer where otherwise unlawful. The information has been provided without taking into account the investment objective, financial situation or needs of any particular person. BNY Mellon Asset Management International Limited and its affiliates are not responsible for any subsequent investment advice given based on the information supplied.

Past performance is not a guide to future performance. The value of investments and the income from them is not guaranteed and can fall as well as rise due to stock market and currency movements. When you sell your investment you may get back less than you originally invested. • While the information in this document is not intended to be investment advice, it may be deemed a financial promotion in non-U.S. jurisdictions. Accordingly, where this document is used or distributed in any non-U.S. jurisdiction, the information provided is for use by professional investors only and not for onward distribution to, or to be relied upon by, retail investors. • Products or services described in this document are provided by BNY Mellon, its subsidiaries, affiliates or related companies and may be provided in various countries by one or more of these companies where authorized and regulated as required within each jurisdiction. This document may not be distributed or used for the purpose of offers or solicitations in any jurisdiction or in any circumstances in which such offers or solicitations are unlawful or not authorized, or where there would be, by virtue of such distribution, new or additional registration requirements. Persons into whose possession this document comes are required to inform themselves about and to observe any restrictions that apply to the distribution of this document in their jurisdiction. **The investment products and services mentioned here are not insured by the FDIC (or any other state or federal agency), are not deposits of or guaranteed by any bank, and may lose value.** • This document should not be published in hard copy, electronic form, via the web or in any other medium accessible to the public, unless authorized by BNY Mellon Asset Management International Limited.

In **Australia**, this document is issued by BNY Mellon Asset Management Australia Limited (ABN 56 102 482 815, AFS License No. 227865) located at Level 6, 7 Macquarie Place, Sydney, NSW 2000. Authorized and regulated by the Australian Securities & Investments Commission. • In **Brazil**, this document is issued by BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A., Av. Presidente Wilson, 231, 11th floor, Rio de Janeiro, RJ, Brazil, CEP 20030-905. BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. is a Financial Institution, duly authorized by the Brazilian Central Bank to provide securities distribution and by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) to provide securities portfolio managing services under Declaratory Act No. 4.620, issued on December 19, 1997. • Investment vehicles may be offered and sold in **Canada** through BNY Mellon Asset Management Canada Ltd., a Portfolio Manager, Exempt Market Dealer and Investment Fund Manager. • In **Dubai, United Arab Emirates**, this document is issued by the Dubai branch of The Bank of New York Mellon, which is regulated by the Dubai Financial Services Authority. • In **Germany**, this document is issued by WestLB Mellon Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH, which is regulated by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. WestLB Mellon Asset Management Holdings Limited is a 50:50 joint venture between BNY Mellon and WestLB AG. WestLB Mellon Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH is a wholly owned subsidiary of this joint venture. • If this document is used or distributed in **Hong Kong**, it is issued by BNY Mellon Asset Management Hong Kong Limited, whose business address is Level 14, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong. BNY Mellon Asset Management Hong Kong Limited is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission for Type 1 (dealing in securities), Type 4 (advising on securities) and Type 9 (asset management) regulated activities, and its registered office is at 6th floor, Alexandra House, 18 Chater Road, Central, Hong Kong. • In **Japan**, this document is issued by BNY Mellon Asset Management Japan Limited, Marunouchi Trust Tower Main Building, 1-8-3 Marunouchi Chiyoda-ku, Tokyo 100-0005, Japan. BNY Mellon Asset Management Japan Limited is a Financial Instruments Business Operator with license no 406 (Kinsho) at the Commissioner of Kanto Local Finance Bureau and is a Member of the Investment Trusts Association, Japan and Japan Securities Investment Advisers Association. • In **Korea**, this document is issued by BNY Mellon AM Korea Limited for presentation to professional investors. BNY Mellon AM Korea Limited, 21/F Seoul Finance Center, 84 Taepyeongro 1-ga, Jung-gu, Seoul, Korea. Regulated by the Financial Supervisory Service. • In **Singapore**, this document is issued by The Bank of New York Mellon, Singapore Branch for presentation to professional investors. The Bank of New York Mellon, Singapore Branch, One Temasek Avenue, #02-01 Millenia Tower, Singapore 039192. Regulated by the Monetary Authority of Singapore. • This document is issued in the **UK** and in **mainland Europe** (excluding Germany), by BNY Mellon Asset Management International Limited, 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA. Registered in England No. 1118580. Authorized and regulated by the Financial Services Authority. • This document is issued in the **United States** by BNY Mellon Asset Management.

BNY Mellon holds over 90% of the parent holding company of The Alcentra Group. The Group refers to these affiliated companies: Alcentra, Ltd and Alcentra NY, LLC. Only Alcentra NY, LLC offers services in the U.S. • Ankura Capital, BNY Mellon Western FMC, Insight Investment and WestLB Mellon Asset Management do not offer services in the U.S. This presentation does not constitute an offer to sell, or a solicitation of an offer to purchase, any of the firms' services or funds to any U.S. investor, or where otherwise unlawful. • BNY Mellon holds a 20% interest in Siguler Guff & Company, LP and certain related entities (including Siguler Guff Advisers LLC). • BNY Mellon Beta Management is a division of The Bank of New York Mellon, a wholly-owned banking subsidiary of BNY Mellon. • BNY Mellon Cash Investment Strategies is a division of The Dreyfus Corporation. • BNY Mellon Western Fund Management Company Limited is a joint venture between BNY Mellon (49%) and China based Western Securities Company Ltd. (51%). The firm does not offer services outside of the People's Republic of China. • BNY Mellon holds a 19.9% interest in The Hamon Investment Group Pte Limited, which is the parent company of Blackfriars Asset Management Limited and Hamon U.S. Investment Advisors Limited, through whom Hamon offers services in the U.S. • The Newton Group refers to the following group of companies: Newton Investment Management Limited, Newton Capital Management Limited, Newton International Investment Management Limited, Newton Capital Management LLC, and Newton Fund Managers (CI) Limited. Except for Newton Capital Management LLC and Newton Capital Management Limited, none of the other Newton companies offers services in the U.S. • BNY Mellon Asset Management International Limited and any other BNY Mellon entity mentioned above are all ultimately owned by BNY Mellon.



## BNY MELLON ASSET MANAGEMENT

The Alcentra Group  
Ankura Capital Pty Limited  
Blackfriars Asset Management Limited  
BNY Mellon ARX  
BNY Mellon Beta Management  
BNY Mellon Cash Investment Strategies  
BNY Mellon Western Fund Management  
Company Limited  
The Boston Company Asset Management, LLC  
The Dreyfus Corporation  
EACM Advisors LLC  
Hamon Investment Group  
Insight Investment  
Mellon Capital Management Corporation  
The Newton Group  
Pareto Investment Management Limited  
Siguler Guff & Company LP  
Standish Mellon Asset Management Company LLC  
Urdang Capital Management, Inc.  
Urdang Securities Management, Inc.  
Walter Scott & Partners Limited  
WestLB Mellon Asset Management

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社  
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号  
〔加入協会〕 社団法人 投資信託協会  
社団法人 日本証券投資顧問業協会