

ご参考資料



ピクテ・グローバル・マーケット・ウォッチ 2017年5月22日発行
新興国



萩野 琢英
ピクテ投信投資顧問

Pictet Global Market Watch

株式市場15年ぶりの大転換点

新興国株式への投資リターンが先進国株式を上回る転換点に15年ぶりに突入する可能性がある。それを後押しするのはインフレ率の上昇だ。今、投資すべきは米国株式ではなく、新興国株式だ。

実は米国株式ではなく、新興国株式

新興国株式の好調が続いており、2016年に引き続き2017年も主要株式の中でも高いパフォーマンスを達成している。トランプ政権誕生以降、最もリターンを出している市場は米国株式ではなく、新興国株式なのだ。

相場の転換点

ここ20年程度、新興国株式の対米国株式相対パフォーマンスはある一定のサイクルを維持してきた。約7-8年おきに相対パフォーマンスの良好期と悪化期を繰り返してきたといった具合にである。

同相対パフォーマンスはチャート上では2016年1月末の1.02を底に上昇に転じ、2016年10月末に1.14まで上昇した。その後、2年移動平均線を越えられずに1.08(2017年3月末)まで押し戻された状態となっている。

一方、1年移動平均線が上昇に転じ、2年移動平均線を上回るゴールデンクロスを形成しそうになっている。新興国株式の対世界株式の相対パフォーマンスはこの3月末にゴールデンクロスを形成しつつあり、対米国株式についても早晚形成する可能性が高いと見ている。となれば、新興国株式は2001年12月以来約15年ぶりの相対的相場良好期への大転換点となる。

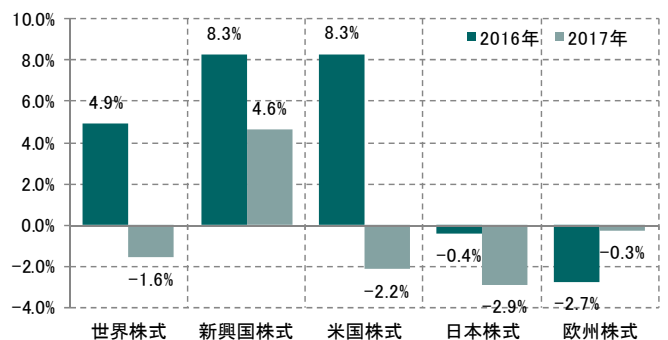
過去の転換点の特徴

過去のデータによると新興国株式の対米国株式に対する相対パフォーマンスの転換点は期待インフレ率、特に米国のインフレ率と高い関係があるようだ。

1995年1月の新興国株式の対米国株式相対パフォーマンスの下方転換点は、ルービンが財務長官となった月である。彼はドル高政策を強力に推進した。

この結果、米国の輸入物価は下がり、米国経済は1990年代後半には低インフレ、高成長を実現することが出来た。1995年はいわば低インフレ経済への転換点であったと考えられる。

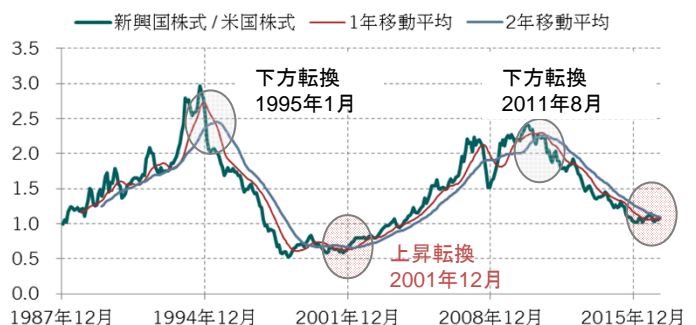
各株式の年別収益率
(円ベース、期間:2016年と2017年4月13日まで)



新興国株式と米国株式の推移
(ドルベース、期間:1987年12月~2017年3月)



新興国株式の対米国株式相対パフォーマンスの推移
(ドルベース、期間:1987年12月~2017年3月)



※世界株式:MSCI世界株価指数、新興国株式:MSCI新興国株価指数、米国株式:MSCI米国株価指数、日本株式:MSCI日本株価指数、欧州株式:MSCI欧州株価指数、いずれも配当込み 出所:ブルームバーグ、トムソン・ロイター・データストリームのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

2001年12月の上昇転換点は中国のWTO(世界貿易機関)加盟が正式に発効した月だ。このWTO加盟によって先進国各国が積極的に中国への投資を進め、中国経済が巨大化、他の新興国経済拡大といった相乗効果もあり世界経済の成長率を押し上げた。また、米国における旺盛な住宅投資も重なり、インフレ率はリーマンショックまで徐々に高まっていく。米国のインフレ率は2001年12月の1.6%(前年同月比)から2008年6月には5%を超えるまで上昇していった。つまり、2001年がインフレ率上昇へのきっかけとなったのだ。

2011年8月の下方転換点は米国国債ショックがあった月である。2010年からギリシャ国債の暴落を引き金に始まっていたユーロ・ショックがスペインなど周縁国の国債市場に伝播した時期に、格付け会社スタンダード&プアーズ(S&P)が史上初めて米国国債の格付けをAAに引き下げた月だ。この結果先進国国債の信用不安、いわゆるソプリリスクが急速に高まり、世界の金融システムは大混乱に陥る。そして、世界経済はデフレリスクに直面し米国経済も2011年8月には3.8%あったインフレ率が2015年4月には-0.2%まで低下していった。

今後はインフレサイクルに

今後、世界経済は緩やかであるがインフレサイクルに突入する可能性が高いと私は考えている。

米国は深刻な債務問題を抱えているので、FRB(米連邦準備制度理事会)は今後の金融引き締め局面において物価上昇率2%の維持も視野に入れざるを得ず、金融政策が後手に回る可能性があると考えられるからだ。米国の対GDP債務比率はリーマンショックで歴史的にも大きく跳ね上がり111.4%(2016年)と過去最高水準にある。債務比率の削減にはある程度のインフレは欠かせない。今後は物価上昇率が3%台にのってこくとも視野に入れる必要があるだろう。

3月の米国失業率は完全雇用に近い4.5%と2007年5月以来9年10か月ぶりの低水準にある。また、10年国債の利回りはインフレ率を下回った実質マイナス金利だ。にもかかわらず、FRBのイエレン議長が直近でも、「米国の生産性の成長が非常に弱い」「米経済の潜在成長率は恐らくは2%を若干下回る」などの景気の過熱に対する慎重発言を行っているのは物価上昇率をある程度高めに維持したいからであろう。

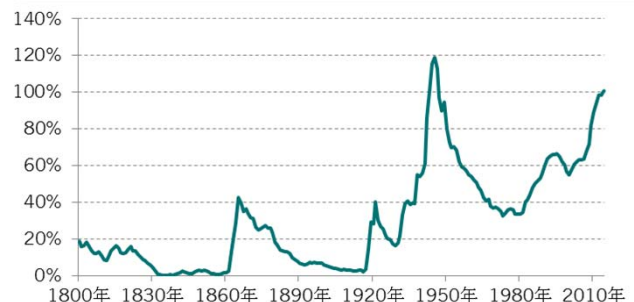
一方、インフレ圧力は強くなってきているように思える。商品市況はそれほど強くないように見えるが、弱いのは食料品で、それ以外は大きく上昇してきている。事実、銅・アルミニウム・ニッケルの先物価格の平均値で作成した金属価格指数は1年移動平均線が2年移動平均を上回るゴールデンクロスを形成してきている。

チャートA
米国消費者物価指数変動率と米国国債利回りの推移
(期間:1987年12月~2017年3月末)



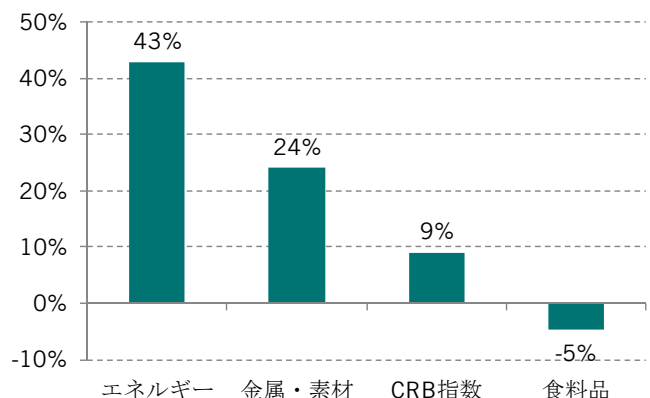
出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

チャートB
米国対GDP債務比率(期間:1800年~2014年)



出所:Global Financial Dataのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

チャートC
過去1年間の商品価格の変化率
(期間:2016年3月末~2017年3月末)



※エネルギー:WTI原油先物とNY天然ガス先物の指数平均値 ※食料品:CBT大豆・小麦・コーン、CME豚赤身・生牛、NYMココア・砂糖・コーヒー・オレンジ各先物の指数平均値 ※金属・素材:CMX銅先物、LMEアルミ新地金3か月先物、LMEニッケル3か月先物、NYBコットン先物の指数平均値 ※いずれも1997年3月末基準で作成

出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

インフレ率2%以上なら 新興国株式に投資魅力

過去20年間にわたり、エネルギー・金属価格の動向は新興国企業の利益に対して約半年先行してきた。これまでのエネルギー・金属価格の価格上昇は今後新興国企業の利益モメンタムが急速に改善してくることを示唆していると考えられる。

また、米国における消費者物価変動率と新興国企業の利益変動率の関係も新興国企業の利益モメンタムが改善してくることを示している。過去の実績でみると新興国企業の利益は米国消費者物価変動率が1%を下回ると大幅な減益となる一方、2%を超えてくると大幅な増益となってきた。

一方、米国企業などの利益モメンタムは2.5%を超える物価上昇になると増益率が鈍化している。コスト増を価格転嫁できなかったからであろう。

米国の消費者物価上昇率は2015年以降上昇トレンドとなっており、3月の米国の消費者物価上昇率は2.4%をつけている。となると、今、投資すべきは米国株式ではなく、新興国株式となる。

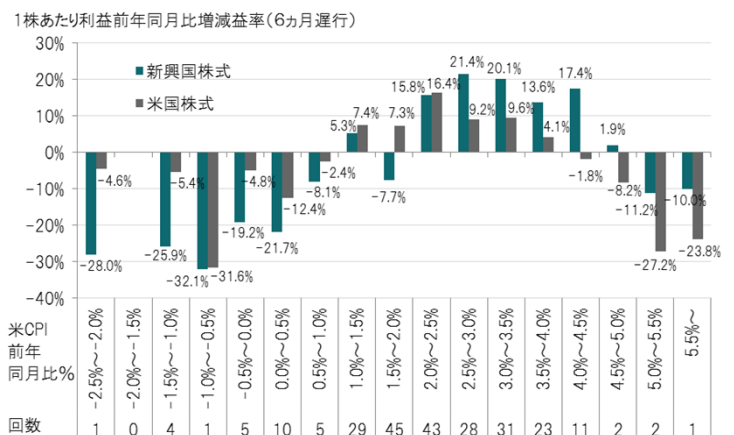
エネルギー・金属価格の推移 (期間:1997年3月末~2017年3月末)



新興国株式一株当たり利益変動率(6ヶ月運行)と エネルギー・金属価格変動率の推移 (前年同月比、期間:1996年10月末~2017年3月末)



米国消費者物価指数変動率の水準別 新興国株式・米国株式一株当たり利益変動率 (期間:1996年3月末~2017年3月末)



※エネルギー・金属価格:銅・アルミニウム・ニッケル・原油・天然ガスの先物価格の指数平均、1997年3月末基準で作成 ※新興国株式:MSCI新興国株価指数、米国株式:MSCI米国株株価指数、いずれもドルベース、配当含まず 出所:ブルームバーグ、トムソン・ロイター・データストリームのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

※MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

- 当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。
- 運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。
- 当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるい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に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。
- 当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。
- 投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。
- 投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。