

Pictet Global Market Watch

新興国株式：過去の上昇局面と足元の上昇局面を比較すると…

足元の新興国株式市場は月次ベースで2016年2月以降、上昇基調にあり、2017年7月にはリーマン・ショック前の高値を更新しました。過去の上昇局面と比較すると、足元の株価上昇は、それぞれ新興国が置かれた経済環境や、上昇期間などが異なるものの、緩やかなペースです。株価上昇によりバリュエーション水準の上昇もみられますが、依然として割高感はなく、新興国企業のファンダメンタルズの改善などが、今後も株価の下支えになると期待されます。

高値を更新した新興国株式、過去の上昇局面と比較すると？

新興国株式(ドルベース、配当込み)は、2017年7月にリーマン・ショック前の高値を更新するなど上昇基調をたどっています(図表1参照)。足元の新興国株式の上昇局面は、月次ベースで見ると、2016年2月末よりスタートし2017年9月末時点で19ヵ月(1年7ヵ月)が経過しました。

過去の新興国株式の上昇局面を振り返ると、①アジア通貨危機やロシア危機など新興国発の経済危機をボトムとした1998年8月末から2000年3月末(期間①)、②米国同時多発テロが発生直後の2001年9月末から2007年10月末(期間②)、③リーマン・ショック後の2009年2月末から2011年4月末(期間③)、④2011年9月末から2014年8月末(期間④)、それに、⑤2016年2月末以降(期間⑤)などがありました。

2016年2月末から足元まで(期間⑤)の新興国株式の株価上昇ペースは、過去の上昇局面と比べて、これまでのところ、比較的穏やかなものといえます(図表3参照)。

(次ページに続く) (※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。)

図表2：新興国株式の過去の上昇局面の状況①
～株価上昇率、株価純資産倍率(PBR)～

期間 (月数)	株価 上昇率 (%)	株価 上昇率 (年率、%)	ボトム時 PBR (倍)(a)	ピーク時 PBR (倍)(b)	株価純資産 倍率(PBR)の 拡大幅(b/a)
期間①	19ヵ月	113.9%	0.93	2.14	2.3
期間②	73ヵ月	526.4%	1.24	3.02	2.4
期間③	26ヵ月	154.4%	1.32	2.02	1.5
期間④	35ヵ月	34.4%	1.55	1.60	1.0
期間⑤	19ヵ月	53.2%	1.32	1.74	1.3

※【図表2、3】株価上昇率は、新興国株式：MSCI新興国株価指数(米ドルベース、配当込み)で算出 ※【図表2】PBR(株価純資産倍率)は、MSCI新興国株価指数構成企業における数値 ※【図表2、3】各期間：期間①は1998年8月末(ボトム)～2000年3月末(ピーク)、期間②は2001年9月末(ボトム)～2007年10月末(ピーク)、期間③は2009年2月末(ボトム)～2011年4月末(ピーク)、期間④は2011年9月末(ボトム)～2014年8月末(ピーク)、期間⑤は2016年2月末(ボトム)～2017年9月末(直近)とした。 出所：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

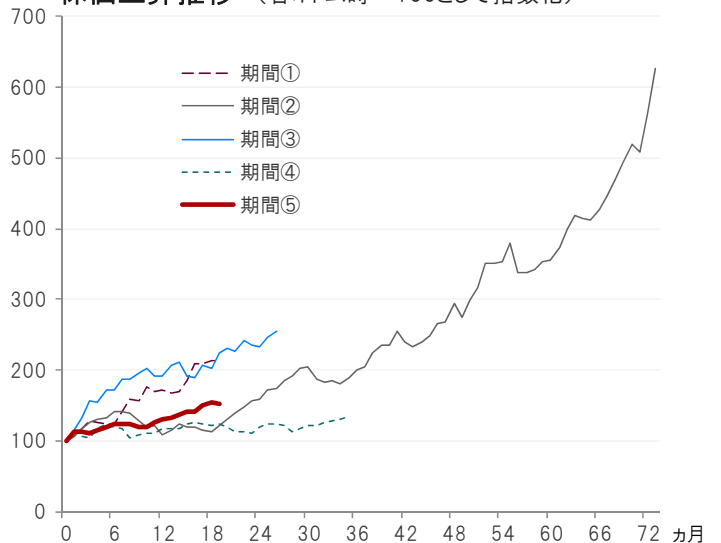
図表1：新興国株式の株価推移

月次、米ドルベース、配当込み、期間：1995年9月末～2017年9月末



※新興国株式：MSCI新興国株価指数(米ドルベース、配当込み) 出所：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

図表3：新興国株式の過去の上昇局面別に見た
株価上昇推移 (各ボトム時=100として指数化)



データは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

利益成長率や収益性を比較、 足元では利益成長と収益性改善の兆し

また、過去の上昇局面における新興国企業の業績動向をみると、中国をはじめ新興国経済が本格的に立ち上がってきた局面である**期間②**やリーマン・ショック後の各国の大型景気対策などに支えられた反発局面である**期間③**では新興国企業利益は高い成長を示していました。足元(**期間⑤**)でも1株あたり利益成長率(EPS)は**期間②**や**期間③**に比べては低いものの、10%超の成長を示しています(図表4参照)。

さらに収益性の指標である、株主資本利益率(ROE)については、**期間②**の期間には大きく改善がみられましたが、**期間③**は利益は高成長を達成したにもかかわらず、収益性は悪化、**期間④**については世界的な景気低迷の中で減益傾向となったことも重なり、収益性も悪化しました。

一方、足元(**期間⑤**)ではリーマン・ショック後から長らく続いた収益性の悪化傾向に歯止めがかかり、改善の兆しもみられ始めています(図表4、5参照)。世界経済が回復基調に向かう中で需要の回復が見込まれる一方、新興国企業は不採算な事業の再編や設備投資削減などを通して、収益構造を強固にするなどの努力を続けてきました。こうしたことが足元でROEの改善の兆しにつながっていると考えられます。

実際の足元における新興国企業の利益成長率動向を見ると、過去数年にわたって低迷を続けてきた利益成長率はようやくプラスに転換しています。見通しについても、世界的な景気回復見通しなどを背景に、先進国企業を上回る成長が見込まれており、株価の下支え材料になると期待されます(図表6参照)。

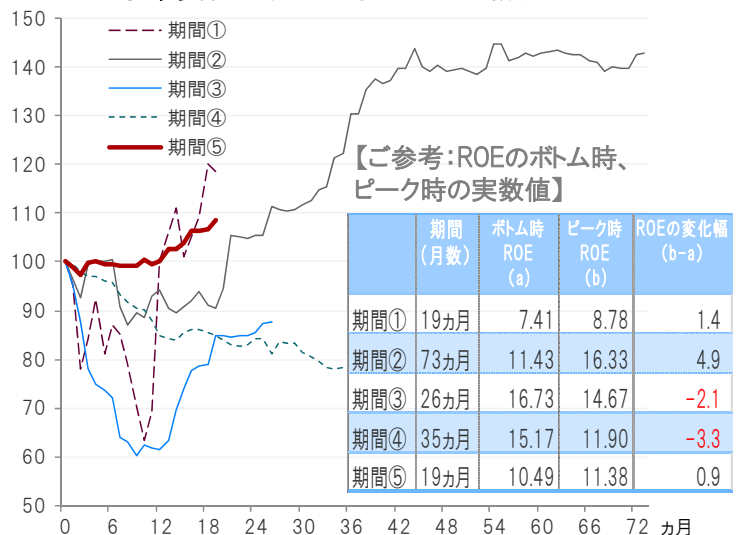
(次ページに続く) (※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。)

図表4:新興国株式の過去の上昇局面の状況②
～株価上昇率、利益成長率、収益率など～

期間(月数)	株価上昇率(%)	株価上昇率(年率、%)	EPS成長率(実績、年率%)	ROE変化幅(パーセント・ポイント)	GDP成長率変化幅(パーセント・ポイント)※
期間①	113.9%	61.6%	3%	1.4	3.5
期間②	526.4%	35.1%	27%	4.9	4.9
期間③	154.4%	53.9%	25%	-2.1	3.6
期間④	34.4%	10.7%	-1%	-3.3	-1.7
期間⑤	53.2%	30.9%	14%	0.9	0.3

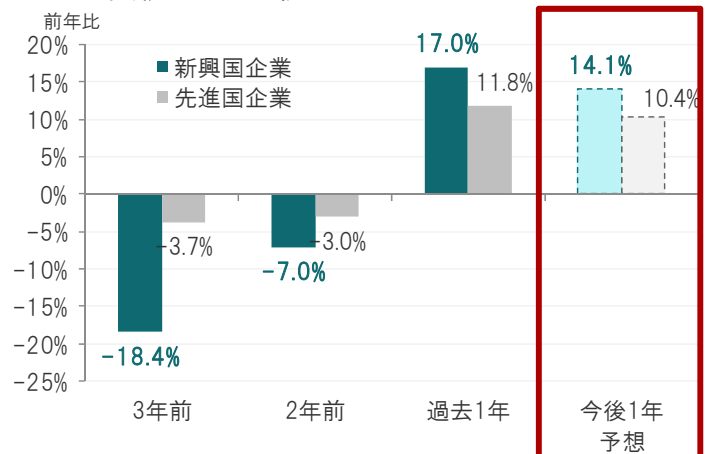
注:GDP(国内総生産)成長率変化幅については、各年次の実質GDP成長率を便宜的に当該期間にあてはめて算出。期間⑤の2017年分については国際通貨基金(IMF)見通しを使用(データはすべてIMF)

図表5:新興国株式の過去の上昇局面別に見たROEの水準変化 (各ボトム時=100として指数化)



※【図表4】株価上昇率は、新興国株式:MSCI新興国株価指数(米ドルベース、配当込み)で算出 ※【図表4】EPS(1株あたり利益)成長率、【図表4、5】ROE(株主資本利益率)は、MSCI新興国株価指数構成企業における数値 ※各期間:期間①は1998年8月末(ボトム)～2000年3月末(ピーク)、期間②は2001年9月末(ボトム)～2007年10月末(ピーク)、期間③は2009年2月末(ボトム)～2011年4月末(ピーク)、期間④は2011年9月末(ボトム)～2014年8月末(ピーク)、期間⑤は2016年2月末(ボトム)～2017年9月末(直近)とした。 出所:トムソン・ロイター・データストリーム、I/B/E/S、IMFのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表6:1株あたり利益成長率
～過去実績と予想比較～



【図表6】

※今後1年予想:2017年9月末から1年後をみた予想 ※過去1年:2016年9月末～2017年9月末の成長率実績、※2年前:2015年9月末～2016年9月末 ※3年前:2014年9月末～2015年9月末 ※新興国企業:MSCI新興国株価指数構成企業、先進国企業:MSCI世界株価指数構成企業 ※予想、実績ともにすべてI/B/E/S集計 出所:トムソン・ロイター・データストリーム、I/B/E/Sのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

データは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

PBRは緩やかに上昇。 企業のファンダメンタルズの改善にも注目

足元の新興国株式のバリュエーション(投資価値評価)水準は、株価の上昇を受けて、徐々に上昇しています。2017年9月末時点の株価純資産倍率(PBR)は1.74倍と過去平均(期間:1995年9月末～2017年9月末)に比べると割高感はないものの、上昇基調にあります(図表7参照)。

過去の上昇局面においても、減益基調で収益率も悪化していた**期間④**を除いてはPBRの上昇が見られました(図表8参照)。

足元(**期間⑤**)では世界経済が回復基調にある中、新興国企業の利益成長率が高まりをみせ、また、収益率も改善の兆しがみられることなどを考慮すると、新興国株式が再評価されていることなどが、緩やかなバリュエーション水準の上昇につながっていると考えられます。

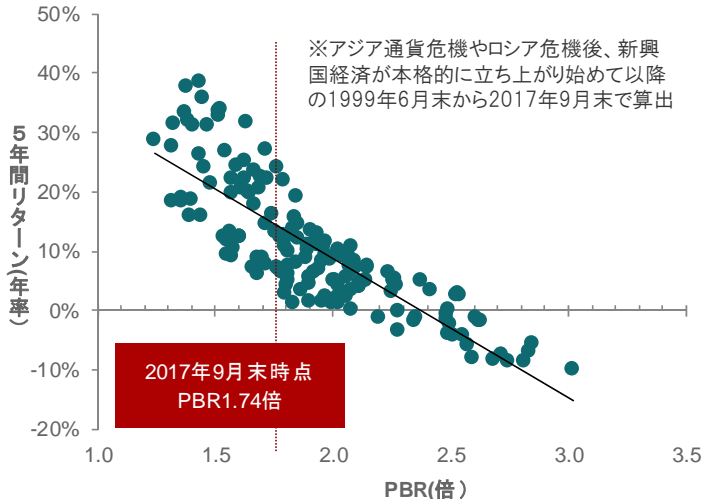
もちろん、今後も米国をはじめ主要国の金融政策などの政策動向や、地政学的リスクの発生などにより、金融市場における値動きが短期的に大きくなるリスクも残されている点には注視が必要です。

しかし、新興国株式のPBRに現時点では特段の割高感もなく、また、先進国株式との相对比较では依然として割安感があります。バリュエーションの拡大だけでなく、足元では新興国企業のファンダメンタルズ(基礎的条件)の改善といったプラス材料が、今後も新興国株式の上昇を支えるものと期待されます。

(※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。)

【ご参考①】新興国株式の実績PBRと5年間リターン(年率)の分布

月次、期間:1999年6月末～2017年9月末



※新興国株式:MSCI新興国株価指数 ※リターンは円換算、配当込み
※上記グラフ上の直線は近似線 出所:トムソン・ロイター・データストリーム、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

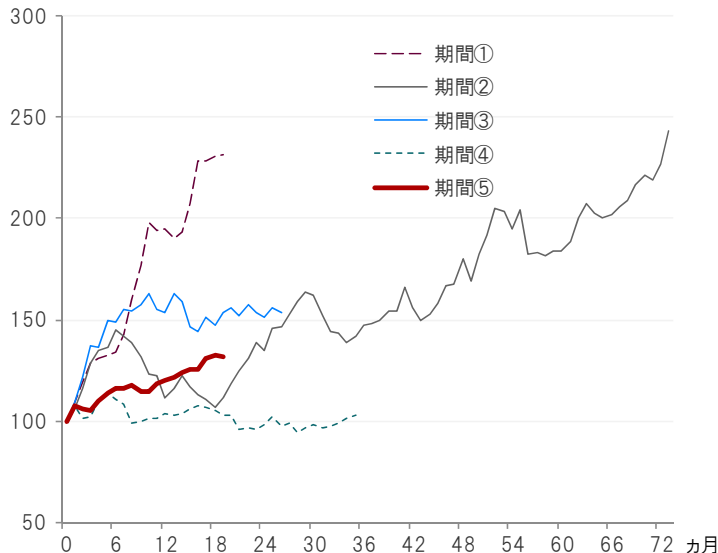
図表7:新興国株式のPBRの推移

月次、期間:1995年9月末～2017年9月末



※新興国株式:MSCI新興国株価指数 出所: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

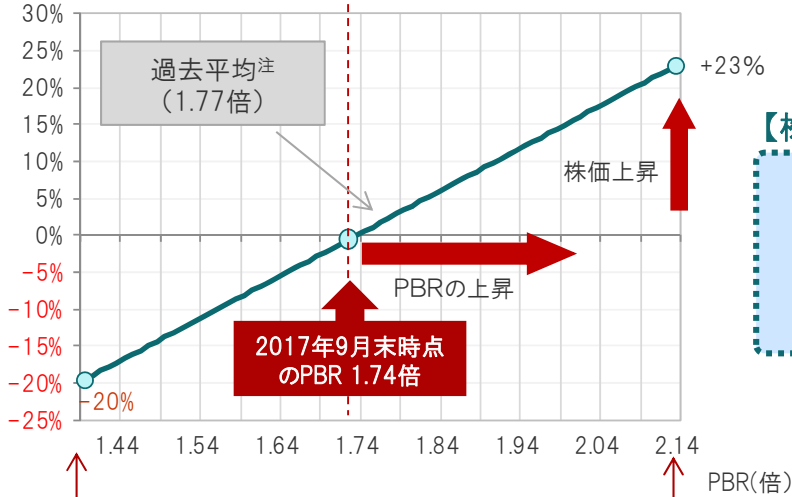
図表8:新興国株式の過去の上昇局面別に見たPBRの水準変化 (各ボトム時=100として指数化)



※ PBR(株価純資産倍率)は、MSCI新興国株価指数構成企業における数値 ※各期間:期間①は1998年8月末(ボトム)～2000年3月末(ピーク)、期間②は2001年9月末(ボトム)～2007年10月末(ピーク)、期間③は2009年2月末(ボトム)～2011年4月末(ピーク)、期間④は2011年9月末(ボトム)～2014年8月末(ピーク)、期間⑤は2016年2月末(ボトム)～2017年9月末(直近)とした。出所: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

データは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

【ご参考②】1株あたり純資産(BPS)を一定とした場合の
株価純資産倍率(PBR)の変化と株価騰落率の関係



【株価純資産倍率(PBR)とは？】

$$\text{株価純資産倍率 (PBR)} = \frac{\text{株価}}{\text{1株あたり純資産 (BPS)}} \text{ 倍}$$

過去平均注から
-1標準偏差乖離した
水準(1.40倍)

過去平均注から
+1標準偏差乖離した
水準(2.14倍)

注:過去平均の期間は、1995年9月末～2017年9月末

※上記グラフはあくまでも株価純資産倍率(PBR)と株価上昇率
の関係を示すものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保
証するものではありません。

※ MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有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はありません。●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。