

Pictet Global Market Watch

新興国株式市場、2018年の展望

2017年の新興国株式市場(米ドル、配当込みベース)は、2016年に引き続き先進国株式市場を上回る上昇となりました。今後も投資サイクルの改善などがけん引し、世界経済は拡大することが予想される中、新興国経済・企業はより恩恵を受けやすいポジションにあります。また、新興国株式市場には依然としてバリュエーション面で魅力ある銘柄が多く存在しています。今後はこうした「割安株式(バリュー株)」が再評価される局面もあると期待されます。

2017年の新興国株式市場 中国がけん引し先進国を上回る上昇

2017年は、欧米の政治情勢や北朝鮮と米国の緊張などの地政学リスクの高まりなどがマイナスとなる局面もありましたが、世界的な景気回復期待の高まりなどを受けて、新興国経済および企業業績は改善傾向となったことに加え、バリュエーション(投資価値評価)面での相対的な割安感などが下支えとなり、新興国株式は+37.8%上昇し、また、同期間の先進国株式(+23.1%)を上回りました注。

注:新興国株式:MSCI新興国株価指数、先進国株式:MSCI世界株価指数、すべて米ドル、配当込み、期間:2016年12月30日~2017年12月29日

新興国の主要国の中では、特に中国の上昇率が大きくなりました。金融市場や不動産市場に対する過熱抑制に向けた規制強化報道などがマイナスとなる局面もありましたが、好決算を背景としたハイテク関連株式の上昇がけん引役となりました。また、予想以上に安定的に経済が推移したこともあり、銀行セクターにおける不良債権比率の悪化に歯止めがかかるとの期待などから金融セクターも堅調に推移しました。

セクター別には、情報技術セクターが大きく上昇したほか、一般消費財・サービス、金融なども相対的に上昇率が大きくなりました。一方、電気通信サービス、公益、エネルギーなどは上昇しましたが、上昇率は相対的に小幅にとどまりました。

(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1】

※新興国株式:MSCI新興国株価指数、先進国株式:MSCI世界株価指数 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

【図表2】

※新興国株式:MSCI新興国株価指数、先進国株式:MSCI世界株価指数、各国株式:MSCI各国株価指数 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

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。

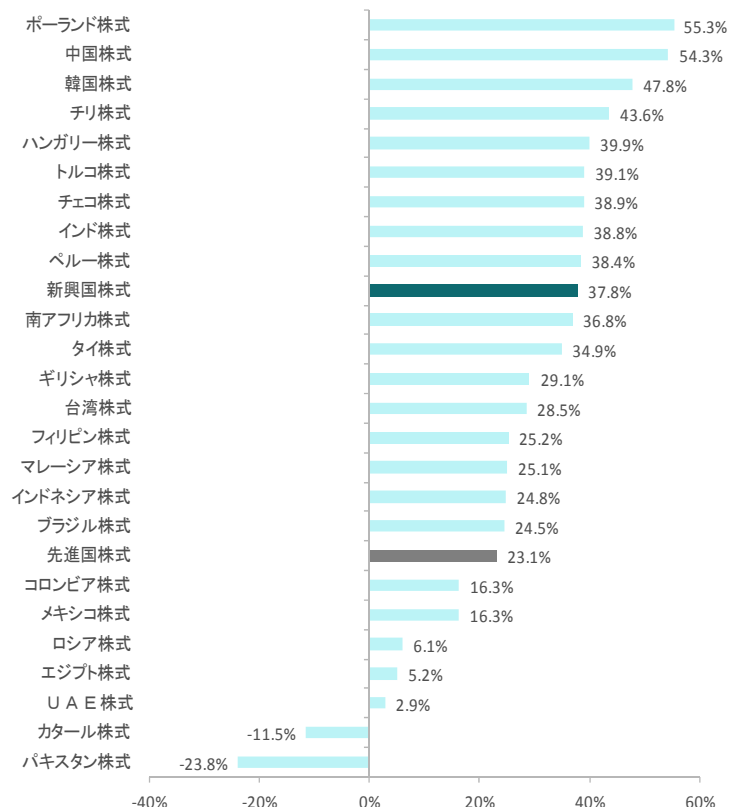
図表1:2017年の年初来の株価推移

日次、米ドルベース、配当込み、
期間:2016年12月末~2017年12月末
2016年12月30日=100として指数化



図表2:年初来の国別・地域別株価騰落率

日次、米ドルベース、配当込み、
期間:2016年12月末~2017年12月末



新興国経済見通し：新興国と先進国の経済成長率の「差」に注目

新興国経済はこれまで先進国経済を上回る成長率を達成してきましたが、リーマン・ショック後のリバウンド局面の後、世界的に景気が低迷する中で、先進国との成長率の「差」は縮小傾向が見られてきました。高い成長が期待されているだけに、「差」の縮小は少なからず投資家心理を冷え込ませたと考えられます。実際に、新興国株式と先進国株式の相対株価パフォーマンスをみると、成長率の「差」が縮小した局面では新興国株式が劣勢となる局面とほぼ一致しました。

しかし、足元では、これまでの金融緩和などの政策支援もあり、世界経済が改善に向いつつある中で、こうした恩恵をより受けやすい新興国経済は再び成長の勢いが増し、先進国との成長率の「差」が拡大すると見込まれています。こうした良好なマクロ経済見通しは新興国株式市場にとってもプラスの材料となると期待されます(図表3参照)。

経済のけん引役 消費サイクルは既に高水準に達するも…

世界経済は引き続き改善傾向にあるとみられます。

新興国を含め、世界的に個人消費は拡大傾向がみられ、労働市場の回復などを背景に消費者心理は高水準を達成するなど改善がみられました。消費サイクルはすでに大きく回復し、今後の改善余地は限られつつある可能性もあります(図表4、図表5参照)。

(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3】

※新興国株式:MSCI新興国株価指数、先進国株式:MSCI世界株価指数、すべて株価指数、米ドルベース ※新興国株式の対先進国株式相対株価パフォーマンス:新興国株式÷先進国株式、1996年12月末を1として指数化、月次ベース ※新興国と先進国の経済成長率の差は、各実質GDP成長率の差、予想はすべて国際通貨基金(IMF)、年次ベース ※期間:相対株価パフォーマンスは1996年12月末~2017年12月末、経済成長率の差は1997年~2016年実績(一部推定も含む)、2017~2022年予想 ※相対株価パフォーマンスは、グラフの向きが上向きに動けば新興国株式が先進国株式をアウトパフォーマンス、下向きに動けばアンダーパフォーマンスを示す

出所: IMF World Economic Outlook Database October 2017、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4】 ※コンファレンスボードによる調査(1985年=100)

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

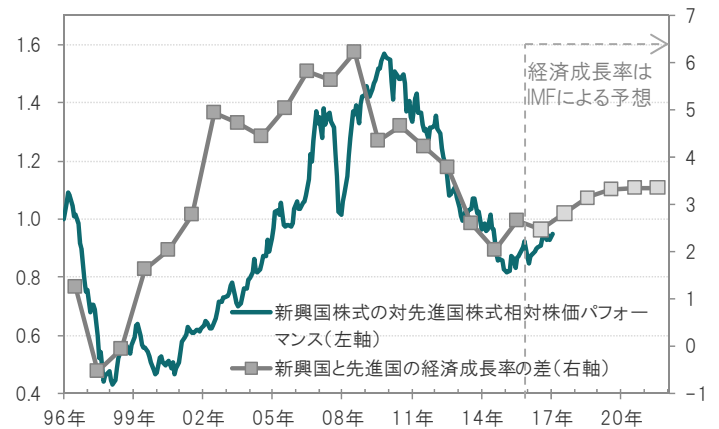
【図表5】 ※中国国家統計局による調査(1997年=100)

なお、2006年6月についてはデータが取得できないため、同年5月の値を便宜的に採用

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

図表3:新興国と先進国の経済成長率の差と
新興国株式の対先進国株式相対株価パフォーマンス

1996年12月末=1として指数化 パーセント・ポイント



図表4:米国の消費者信頼感指数

月次、期間:2000年12月~2017年12月
ポイント



図表5:中国の消費者信頼感指数

月次、期間:2002年7月~2017年11月
ポイント



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。

投資サイクルは 拡大の初期段階

一方で投資サイクルは依然として拡大の初期段階にあると考えられ、今後の成長ドライバーとして注目されます。

特に、新興国の民間投資の足元の動向をみると、2015年半ばを底にモメンタムの改善がみられるものの、依然として長期(1982年以降)の過去平均を下回る水準にあります(図表6参照)。

足元で投資サイクルの改善がみられる背景には、新規受注の動向が改善し、企業収益が改善する中で、既存の生産設備の見直し、新規投資にも弾みがつき始めていることを反映している可能性があると考えられます(図表7参照)。

また、新興国のみならず先進国を含めた世界的な投資の伸びは輸出の伸びと密接に関連しています(図表8参照)。新興国には世界の工場と呼ばれる工業国や様々な資源を有する資源国が多く存在しています。世界的な貿易量に対する新興国経済の感応度は、先進国経済に比べて高い傾向がみられます。世界的な貿易の拡大により、新興国経済はより恩恵を受けやすいポジションにあると考えられます。

(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。)

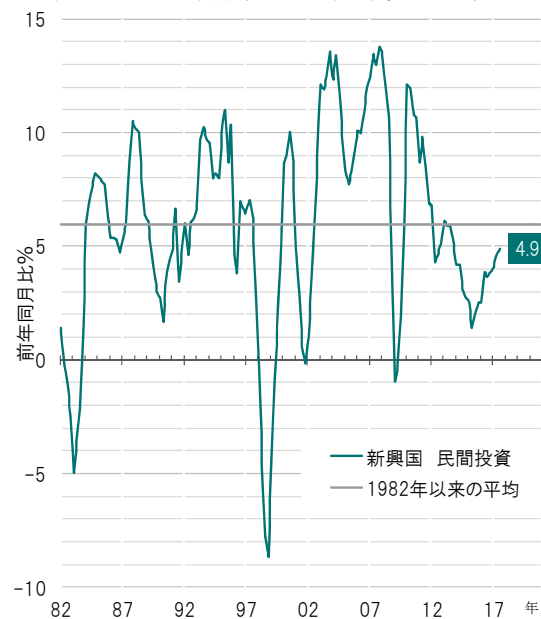
図表7: 新興国の民間投資と新規受注



※民間投資は米ドルベース、期間は2011年1月～2017年8月、*新規受注は製造業景況指数(PMI)のデータ取得可能な21ヵ国における新規受注のGDP加重平均、期間:2011年1月～2017年10月 出所: データストリーム、CEIC、ピクテ・アセット・マネジメント

図表6: 新興国の民間投資

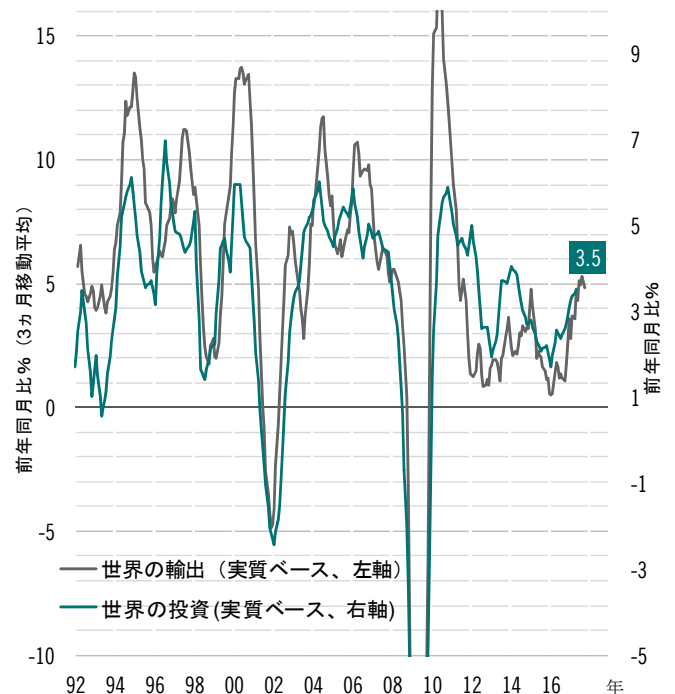
月次、米ドルベース、前年同月比、期間:1982年1月～2017年8月



出所: データストリーム、CEIC、ピクテ・アセット・マネジメント

図表8: 世界の輸出、投資

月次、米ドルベース、期間は下記参照



※輸出の期間:1992年1月～2017年10月、投資の期間:1992年1月～2017年5月 出所: データストリーム、CEIC、ピクテ・アセット・マネジメント

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。

新興国企業の利益動向は 引き続き改善基調

世界的な景気回復期待が高まる中で、新興国企業の利益見通しに対する見方は、特に2017年以降、より楽観的となっています(図表9参照)。今後についても新興国企業は米国企業を上回る成長率が見込まれている点は、新興国株式市場にとって追い風となると期待されます。

バリュエーション水準は上昇するも、 相対的な割安感は依然として強い

年初からの堅調な株価推移を背景に、新興国株式のバリュエーション水準は緩やかながら上昇基調にあります。

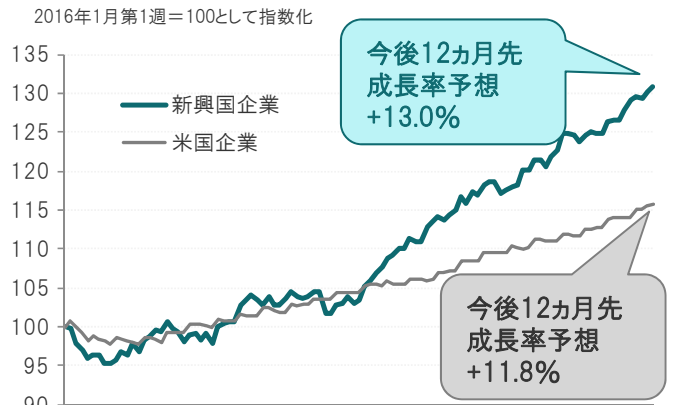
2017年12月末時点の予想株価収益率(PER)は12.5倍と過去10年間の平均(期間:2007年12月末～2017年12月末、11.0倍)を上回る一方、先進国の代表である米国株式と比較すると、その差は依然として大きく、相対的な魅力があると考えられます(図表10参照)。

また、新興国株式におけるバリュエーション水準の上昇はハイテク関連の一部銘柄などが大きな要因となっているとも考えられ、ボトムアップでみれば依然としてバリュエーション面で魅力ある銘柄が多いと考えられます。

例えば、2017年に大きく株価が上昇した中国株式についてみると、代表的な中国株式の株価指数であるMSCI中国株価指数(主に香港上場銘柄で構成)の2017年12月末時点の予想PERは2016年12月末に比べて上昇し

図表9: 予想1株あたり利益水準の推移

週次、米ドルベース、期間:2016年1月第1週～2017年12月第5週

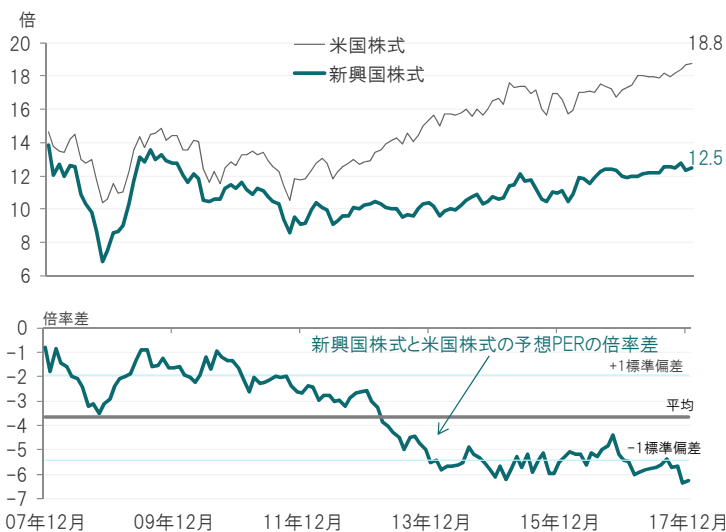


16年1月 16年6月 16年11月 17年4月 17年9月
 ※新興国企業:MSCI新興国株価指数構成銘柄 ※米国企業:S&P500構成銘柄 ※1株あたり利益(EPS)はI/B/E/S集計の12ヵ月先予想(過去に遡って修正される可能性があります) ※今後12ヵ月先成長率予想は、2017年12月第5週を基点とした12ヵ月先のEPS成長率予想 出所:トムソン・ロイター・データストリーム、I/B/E/Sのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

ていますが、MSCI中国株価指数のうち約3割を占めるテンセント(情報技術)やアリババ・グループ・ホールディング(情報技術)といったハイテク関連銘柄の予想PER上昇率が相対的に大きく、構成比率の大きい金融セクターの予想PERの上昇は小幅に留まっています。また、今年6月より段階的MSCIのグローバルおよび地域株価指数へ採用が予定されている中国A株(中国本土市場上場の人民元建て株式)の予想PERはほぼ変わらない水準となりました(図表11参照)。(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10: 予想PERの推移

月次、期間:2007年12月末～2017年12月末

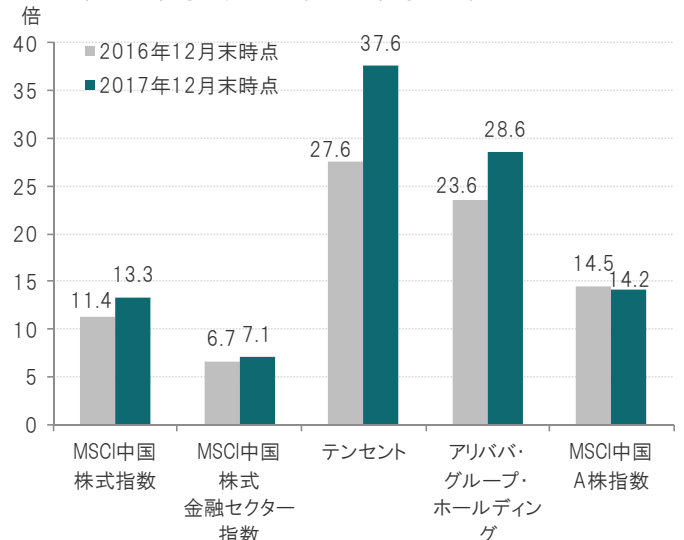


※予想PERは12ヵ月先予想1株あたり利益(EPS)ベース ※新興国株式:MSCI新興国株価指数、米国株式:MSCI米国株価指数 出所:トムソン・ロイター・データストリームのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

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。

図表11: 1年間の中国株式における
予想PER水準の変化

2016年12月末時点、2017年12月末時点比較



※予想PERは12ヵ月先予想1株あたり利益(EPS)ベース 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

当ページで言及した銘柄は、新興国企業の一例を紹介したものです。また、特定の銘柄の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、その価格動向を示唆するものでもありません。

新興国企業の配当動向： 増配期待高まる

中国の金融当局は、国有企業(SOE)に増配を促しています。規律ある配当支払いを国有企業に促すことは、企業の貸借対照表(バランスシート)上に積上がった非生産的なキャッシュ(現金)の量を減らし、また、資本効率の低い投資を見直すことにつながるとも期待されることから、自己資本利益率(ROE)の向上にもつながると考えられるため、好ましい動きです。

また、新興国企業全体でも、フリー・キャッシュフローが増加傾向にあります(図表12参照)。今後の利益見通しについても良好であることから、安定的な配当支払いが期待できる企業、または増配が期待できる企業もでてくる可能性があり、注目されます。

留意しておくべき 新興国株式市場におけるリスク

リスク要因としては、依然として北朝鮮をはじめとした地政学リスクの高まりや、米国をはじめとした先進国の経済政策・金融政策動向、また、秋に予定されている米国の中間選挙などの政治動向などを受けて、世界的に金融市場でリスク回避の動きが強まった場合には、新興国株式市場はマイナスの影響を大きく受ける可能性もあります。

また、新興国の政治動向で主なものとしては、3月にはロシアの大統領選挙、7月にはメキシコの大統領・議会選挙、10月にはブラジルの大統領選挙・議会選挙などが控えています(図表13参照)。結果次第では市場の変動を誘発する可能性もあると考えられ、注視が必要と考えられます。

新興国における債務の増加についても、注視は必要であると考えられます。特に、近年急速にドル建て債務を拡大してきた国については米国の金利上昇や米ドル高によってマイナスの影響を受ける可能性があり、米国の利上げが想定以上のペースで進んだ場合には特に注意が必要と考えられます。

中国については、中国当局は債務削減に向けた金融市場の規制強化等の施策を、市場動向をみながら進めている状況です。また、中国経済が安定的に推移していることや、国有企業改革などにより企業の効率化が進むことで、一部企業では借入金返済の動きもみられています。

※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。

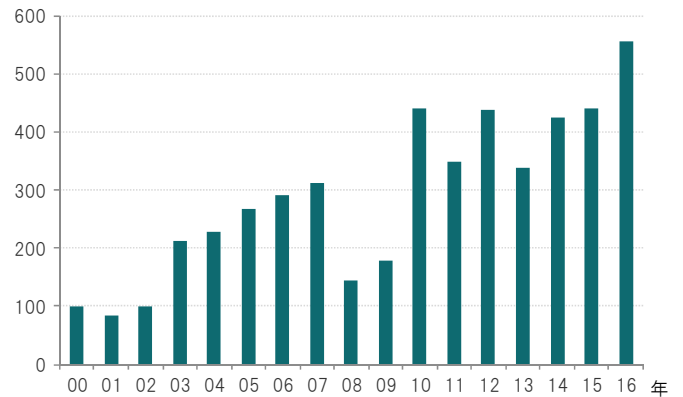
当資料をご利用にあたっての注意事項等

●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。

図表12:新興国企業の
1株あたりフリー・キャッシュ・フローの推移

年次、米ドルベース、期間:2000年~2016年

2000年=100として指数化



※新興国企業:MSCI新興国株価指数

出所:ファクトセットのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表13:今後予定されている
新興国の主な政治日程

時期(予定)	国	選挙
18年3月18日	ロシア	大統領選挙
7月1日	メキシコ	大統領・議会選挙
10月7日	ブラジル	大統領・議会第1回選挙
10月頃	ブラジル	大統領決選投票
10月頃	ベネズエラ	大統領選挙
19年4月頃	インド	総選挙

出所:各種資料を使用しピクテ投信投資顧問作成

こうした当局の政策やそれに伴う動きにより債務圧縮が想定通り進めば、中国経済のファンダメンタルズの安定化につながると考えられます。しかし、当局による政策が、市場への資金流入が細ることにつながり、経済にとってネガティブに受け止められた場合には、投資家心理を必要以上に冷え込ませる可能性もあるため、中国の政策動向には引き続き注視が必要と考えられます。

(※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。)

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。