

## 暗雲漂う新興国株式に光明を見出す

人口増加や一人当たりGDPの増加等を柱とした新興国経済の成長は、長期的に新興国株式市場のけん引役になると考えます。新興国株式市場は、米長期金利上昇や米中貿易摩擦、トルコにおける混乱等を背景に、足元ではバリュエーションが切り下がる展開となっていますが、ピクテは新興国株式が長期的にみて相対的に高いリターンをもたらすと考えています。

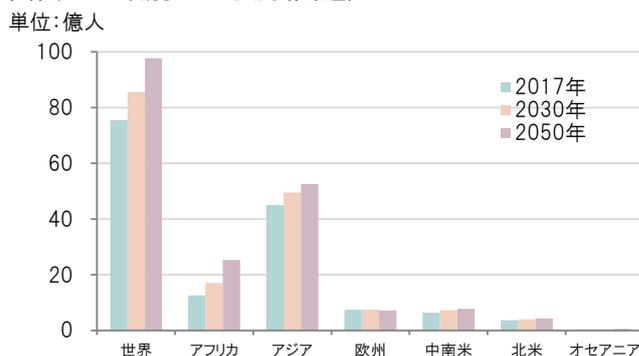
### 人口増加や一人当たりGDPの増加等を柱とした新興国経済の成長見通しに変化はない

新興国経済における今後のGDP成長率を見通すうえでは、GDP成長率を「数量×単価」で分けて整理する必要があります。GDP成長率における「数量」とは、人口増加率に相当します。新興国では、長期にわたって人口が伸びる見込みです。国連によれば、世界の人口は2017年時点の75.5億人から、2030年時点で85.5億人、2050年時点で97.7億人まで増加する見込みです。この人口増加に寄与する地域は、アフリカやアジアを中心とした新興国です(図表1)。この人口増加を後押しするのは平均寿命の伸びです。世界的に出生率は2010年～2015年時点の2.5から、2025年～2030年時点で2.4へ幾分低下しますが、平均寿命は2010年～2015年時点の71歳から、2025年～2030年時点で74歳まで伸びると予想されています。

GDP成長率における「単価」とは、一人当たりGDP成長率に相当し、一人当たりの経済力や生活水準を表す指標とも言われています。これまで新興国における一人当たりGDPは、年率約6%のペース(1980年～2017年)で伸びてきましたが、IMF(国際通貨基金)は、2018年から2023年にかけても年率約6%のペースで伸びると予想しています。一人当たりGDPのけん引役となるのは、イノベーションと金融の発達が挙げられます。起業を増やし新しいビジネスモデルを創出する枠組みや、金融システムの普及によって信用創造を拡大させることが、今後の新興国の発展に欠かせないと考えられます。

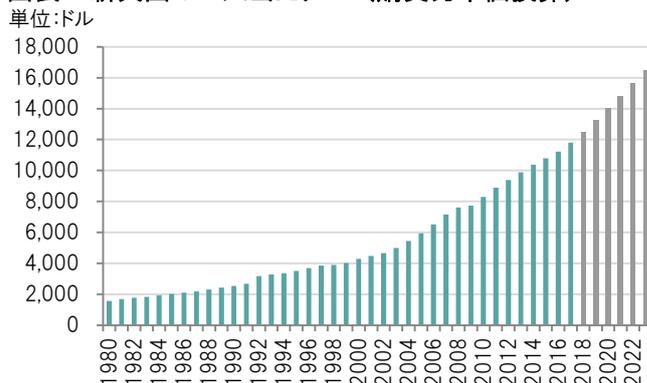
つまり、新興国経済は「数量」である人口が伸びていくだけでなく、「単価」である一人当たりGDPも上昇していくことが予想されており、それらを掛け合わせたGDPも中長期的に伸びていくことが見込まれます。IMFによれば、新興国の実質GDP成長率は2018年から2023年にかけて年率約5%と、先進国の実質GDP成長率の年率約2%よりも高い成長性が予想されています。

図表1: 地域別人口予測(国連)



出所: World Population Prospects 2017(国連)を基にピクテ投信投資顧問作成

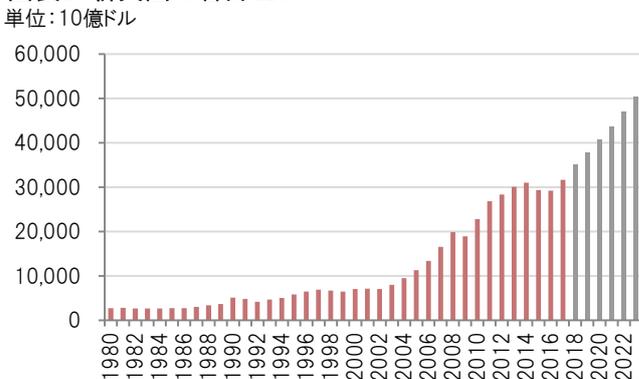
図表2: 新興国の一人当たりGDP(購買力平価換算)



※2018年以降はIMFの予想

出所: IMF World Economic Outlook Database, April 2018を基にピクテ投信投資顧問作成

図表3: 新興国の名目GDP



※2018年以降はIMFの予想

出所: IMF World Economic Outlook Database, April 2018を基にピクテ投信投資顧問作成

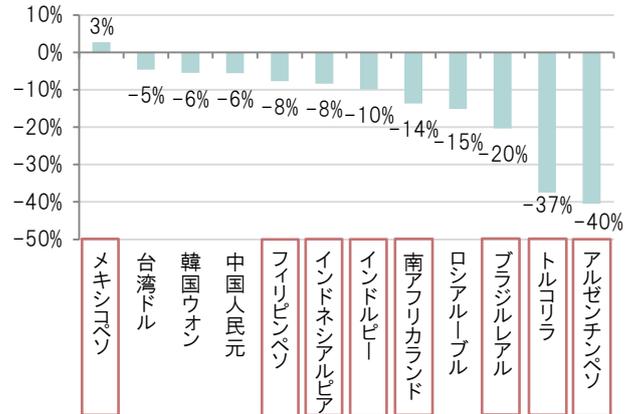
## 米国長期金利の上昇や貿易摩擦、トルコにおける混乱等を背景に値動きの荒い展開

トランプ政権による減税政策やインフレ率の上昇、FRB(米連邦準備制度理事会)のバランスシートの縮小等を背景に米国の長期金利が上昇したため、新興国通貨が対円でも下落する展開となりました。中でもアルゼンチンペソやトルコリラ、ブラジルレアル、南アフリカランドといった経常赤字国の通貨が相対的に大きく下落しました。一方、台湾ドルや韓国ウォンといった経常黒字国の通貨は、経常赤字国ほどの下落にはなりませんでした。

米中を中心とした貿易摩擦は人民元安を誘発する展開となりました。貿易摩擦懸念が高まる中、中国人民銀行(中央銀行)は預金準備率を引き下げるなど、人民元安を通じて米国の追加関税に対抗する手段を選択していると推察されます。2015年～2016年のチャイナショックでは、人民元の切り下げが株安のきっかけとなっただけに、今回の人民元安局面も市場関係者の緊張感を高める材料となりました。しかし、前回の人民元安局面と違い、今回は中国からの資本流出が限定的であり、外貨準備高も大きく減少していないことから、世界的な株安には至っていないと考えられます。ただし、人民元安がこのまま進めば資本流出に歯止めがかからないリスクも浮上するため、中国当局は遅かれ早かれ対策を講じてくると考えられます。実際、今年8月24日に中国人民銀行は、人民元の売買基準となる為替レート「基準値」の算出に「カウンター・シクリカル・ファクター」を再導入し、人民元高誘導を行いました。

8月はトルコリラの急落が、新興国株式市場全体を揺るがすイベントとなりました。きっかけとなったのは、トルコ当局に拘束された米国人牧師に対してトランプ大統領が即時釈放を求め、応じなければ大規模な制裁を科すと警告したことです。その後、トランプ大統領はトルコの2閣僚に対して経済制裁を実施したほか、トルコのみ鉄鋼、アルミ製品の追加関税を大幅に引き上げたことから、米国とトルコの政治的対立が決定的となりました。そもそも、トルコは政治的対立が表面化する前から高インフレや経常赤字を背景に通貨安が進んでいました。しかし、エルドアン大統領がトルコ中央銀行による政策金利の引き上げに反対し、7月24日の金融政策委員会で市場の利上げ予想に反して17.75%で政策金利が据え置かれたため、トルコ中央銀行の独立性に対しても疑問符がついたことも、市場関係者の間に不安が広がるきっかけとなりました。新興国株式市場全体の信用リスクを表すCDSスプレッドは、トルコリラの急落をきっかけに上昇しており、今後さらに新興国全体に波及するか注視する必要があります。

図表4: 主要新興国通貨の対円レート騰落率  
期間: 2017年12月末～2018年8月24日



※赤枠は経常赤字国を指す  
出所: ブルームバーグのデータを基にピクテ投信投資顧問作成

図表5: オンショア人民元(対ドル)と中国外貨準備高  
人民元: 日次、外貨準備高: 月次  
期間: 2008年12月末～2018年8月24日



出所: ブルームバーグのデータを基にピクテ投信投資顧問作成

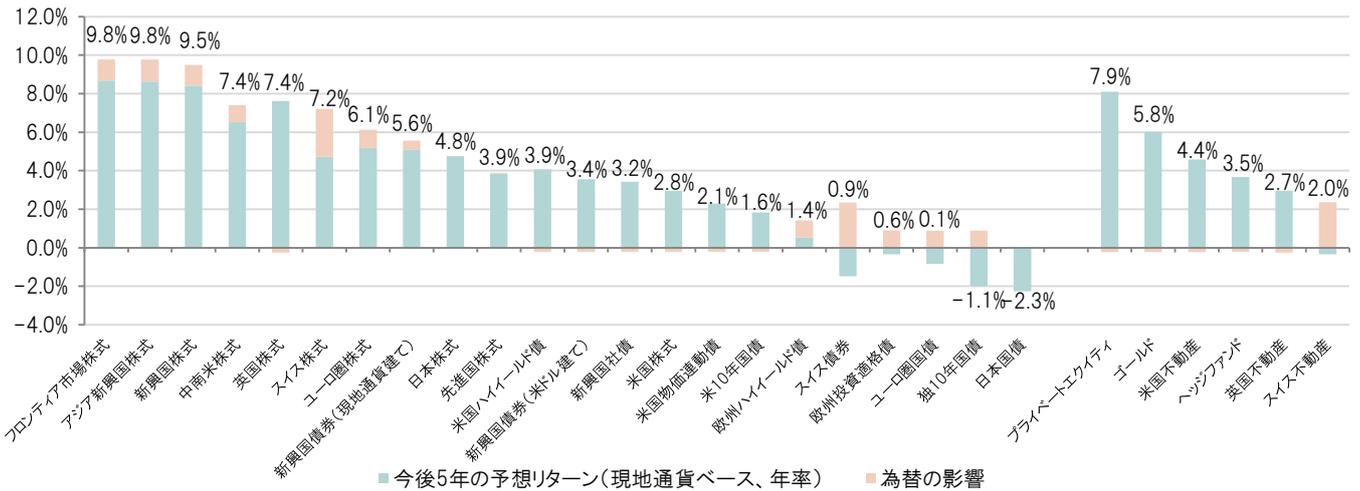
図表6: トルコリラ(対米ドル)と新興国CDSスプレッド  
日次: 期間2012年12月末～2018年8月24日



※新興国CDSスプレッドはCDX EM CDSI GEN 5Y SPRDを使用  
出所: ブルームバーグのデータを基にピクテ投信投資顧問作成

図表7: 今後5年間の主な資産の予想リターン

2018年3月末時点、円ベース



出所:ピクテアセットマネジメント

### 今後5年間の見通し ~新興国経済における消費が新興国株式のけん引役に~

新興国では、今後長期間にわたって「消費」が経済をけん引する構造になると思われます。新興国の人口動態は、先進国と比較して労働人口が多く占めています。世界銀行によれば、先進国では年金受給者1人に対し労働者が4人であるのに対し、新興国では年金受給者1人に対し労働者10人で支えている状況です。また、新興国では中間所得層が今後拡大することが予想されるほか、主要新興国において構造改革が起これば、さらに消費が伸びることも想定されます。このような環境下、ピクテが予想する主要資産における今後5年間の投資リターンは、新興国株式が円ベースで年率9.5%と、相対的に高くなると想定しています。

新興国株式の構造は大きく変化しています。2000年のITバブル期を除き、MSCI新興国株価指数はこれまでエネルギー/素材セクターが高いウェイトを占めていましたが、2014年11月末から情報技術セクターがエネルギー/素材セクターを逆転し、その後は急速に情報技術セクターが拡大し続けました。一般的に、新興国株式は国際商品市場に左右されやすいと認識されていますが、過去と比べてボラティリティの高い国際商品市場への影響度は大きく低下しているため、新興国株式全体の企業業績に関してもボラティリティが低下することが期待されます。

新興国株式は、人口増加やイノベーション、金融市場の発達、中間所得層の拡大等を背景とした消費拡大が企業業績をけん引するカタチで、中長期的には堅調に推移することが期待されます。新興国株式の予想PER(12ヵ月先の予想1株あたり利益(EPS)を使用)は2018年7月末時点で11.5倍と、割高感が無いことも支援材料だと考えます。

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。
- 当資料で使用した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。

図表8: MSCI新興国株価指数に占める業種(情報技術、エネルギー/素材)ウェイトの推移

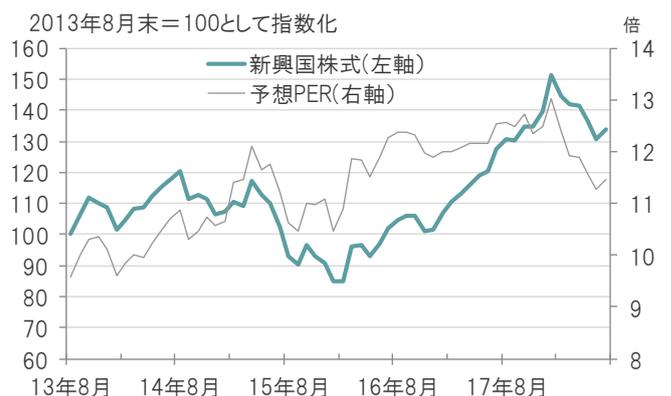
月次、期間1994年12月末~2018年7月末



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9: 新興国株式の株価推移と予想株価収益率(PER)の推移

月次、米ドルベース、期間:2013年8月末~2018年7月末



※新興国株式:MSCI新興国株価指数(配当込み) ※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