

Pictet Global Market Watch

低調となった2018年、2019年の展望は？

2018年の新興国株式市場は低調な推移となりました。2019年に向けて、世界経済は下方修正傾向もみられるものの、緩やかながらも拡大すると予想されていることや、バリュエーション面での魅力などは今後も新興国株式の下支え要因となるとみられます。また、原油などの資源価格や米金利・ドルが緩やかな推移にとどまれば、これもプラス要因とみられます。ただし、政治要因等のリスクには引き続き留意すべきと考えられます。

2017年から一転、 低調となった2018年

2018年11月の新興国株式市場は、米中貿易戦争に対する懸念の後退などが好感されて、10月の大幅下落から反発しました。しかし、依然として、年初来ではマイナス圏内にあり、先進国株式を下回る推移となっています(図表1参照)。

2018年の新興国株式市場が低調となった背景には、2018年1月後半に高値を付けて以降、米トランプ政権による保護主義的な通商政策により世界的な貿易戦争に対する懸念やそれによる中国をはじめとした世界的な景気減速懸念の高まり、また、米国の長期金利・米ドル上昇などを受けた借り入れ負担増や輸入インフレ懸念、各国の政治動向を巡る不透明感など、様々なマイナス材料が浮上したことにあります。こうしたマイナス材料を受けて、投資家はリスク回避の動きを強め、新興国市場から資金を引き上げる動きが拡大したとみられます。

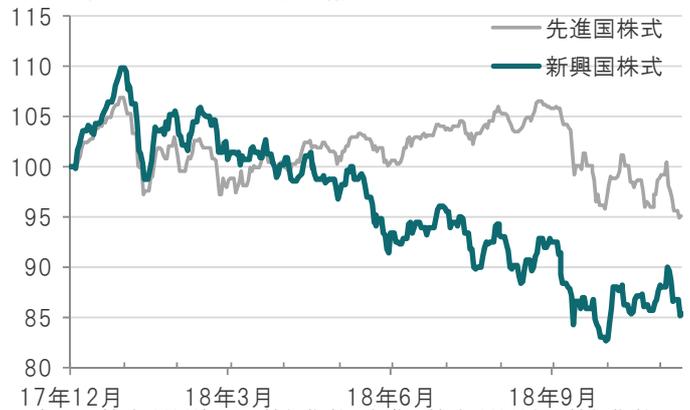
年初来から足元(2018年12月11日)までのセクター別の騰落率(米ドルベース)をみると、特に、2017年に上昇率が大きかったハイテク関連銘柄や貿易戦争の影響などを受けるとの見方などから情報技術セクターや、バリュエーション水準に割高感のある一般消費財・サービスやヘルスケアなどの下落率が大きくなり、市場全体の重石となりました。

一方、原油をはじめとした資源価格は年初から2018年10月初めにかけて上昇基調にありました。こうした堅調な資源価格に加えて、バリュエーション面でも割安感のあるエネルギーセクターについては年初来でプラス圏内を維持しています(米ドルベース)(図表2参照)。

(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1:2018年年初来の
新興国株式と先進国株式の推移

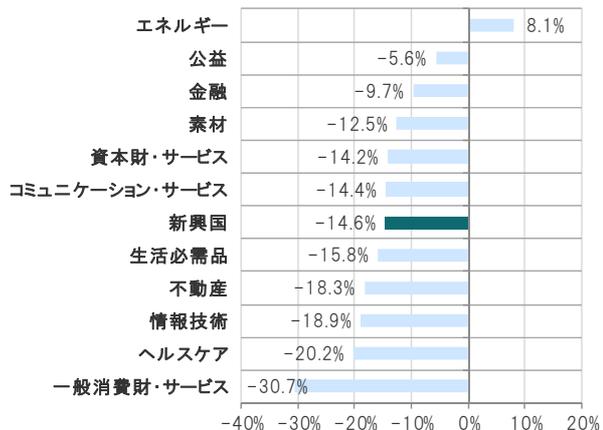
日次、米ドルベース、期間:2017年12月29日~2018年12月11日
2017年12月29日=100として指数化



17年12月 18年3月 18年6月 18年9月
※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、
すべて配当込み 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2:2018年年初来の
新興国株式セクター別騰落率

米ドルベース、期間:2017年12月29日~2018年12月11日



※新興国:MSCI新興国株価指数、※各セクター:MSCI新興国各セクター指数
すべて米ドルベース、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

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。

また、年初来から足元(2018年12月11日)までの国別の騰落率(米ドルベース)をみると、トルコの下落率が大きくなりました。この背景には、米国との政治的な対立やエルドアン政権に対する不安感に加えて、米ドル建て債務が多く、経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)が弱い弱とみられることなどがありました。また、その他、経常赤字などを抱える国の株式・通貨の下落率も相対的に大きくなりました。

2017年に上昇率が大きかった中国については米中貿易戦争の影響から景気減速が懸念されることなどから、市場平均に比べて下落率が大きくなりました。

一方、産油国などの資源国については相対的に底堅い推移や下落率が市場平均に比べて小幅に留まった国も多くみられました(図表3参照)。

今後の見通し ①世界経済動向 ～緩やかながらも拡大見通し

米中貿易戦争を巡っては深刻化や長期化などの懸念が依然として残っています。こうした問題によって实体经济がマイナスの影響を受けるとの懸念があることに加えて、米国の金利上昇などにも企業の業績にマイナスの影響を及ぼすとの懸念もあります。

こうした中、世界の景気見通しについては下方修正傾向がみられます。国際通貨基金(IMF)による2018年10月時点の世界経済見通しにおいても、世界経済の成長率見通しは、貿易戦争懸念などを背景に2年ぶりとなる下方修正を発表しました(図表4、6ページ目の【ご参考①、②】参照)。

見通しは下方修正されていますが、現時点では依然として、緩やかながらも世界経済は拡大し、また、新興国は先進国を上回る成長が予想されています。

また、新興国と先進国の経済成長率の差が、今後、緩やかながらも拡大することが予想されている点もプラス材料と考えられます。過去の実績では、新興国と先進国の経済成長率の差が拡大した局面では、新興国株式の株価パフォーマンスが先進国株式に対して相対的に良好であったことが示されています(図表5参照)。

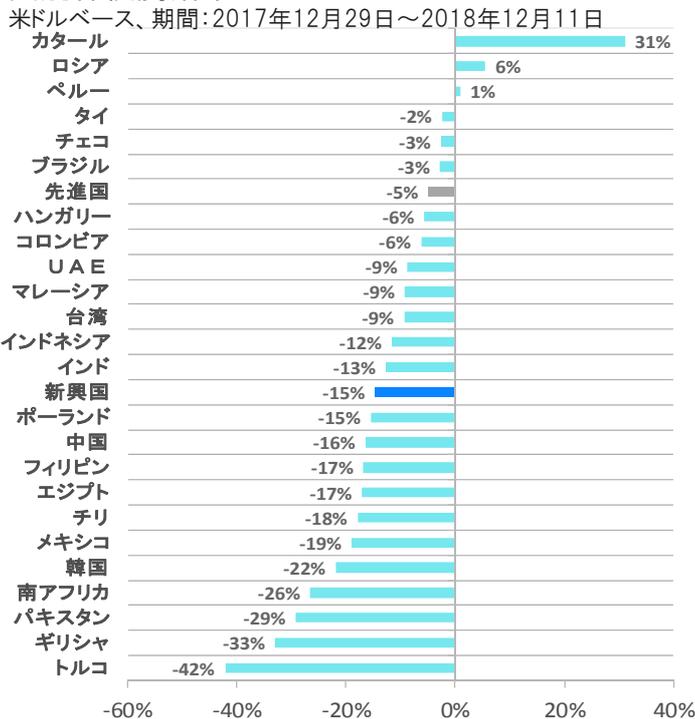
(次ページに続く)(※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。)

【図表5】

※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～2018年11月末、経済成長率の差は1997年～2017年実績(一部推定も含む)、2018～2023年予想 出所:IMF World Economic Outlook Database October 2018、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

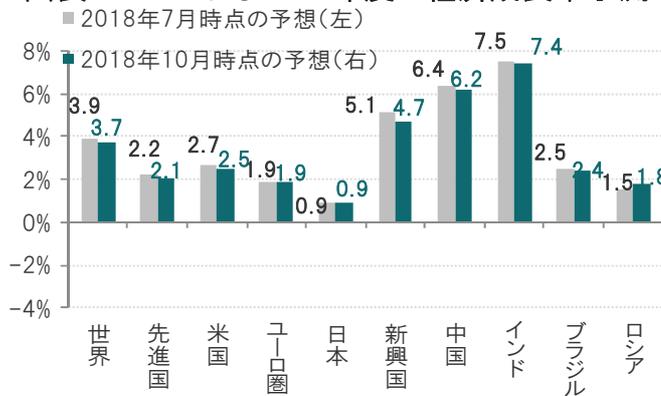
データは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

図表3:2018年年初来の新興国株式 国別株価騰落率



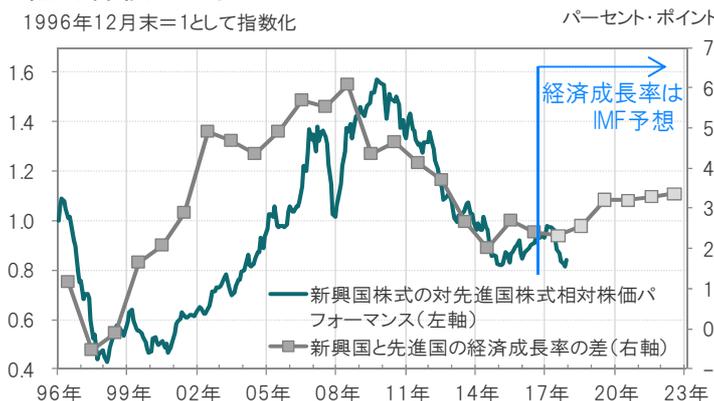
※新興国:MSCI新興国株価指数、先進国:MSCI世界株価指数、各国はMSCI各国株価指数、すべて配当込み 出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表4:IMFによる2019年度の経済成長率予測



出所:IMFのデータよりピクテ投信投資顧問作成

図表5: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



足元では、米国経済は引き続き良好に推移し、欧州についても底堅い推移がみられます。中国経済については、貿易戦争の影響などもあり減速懸念が高まっていますが、中国当局はこれに対して、各種景気下支え策を打ち出しており(図表6参照)、過度な懸念は和らいでいくものと期待されます。

なお、新興国企業の利益見通しについては、世界経済が緩やかながらも拡大するという見方などもあり、今後12ヵ月先の利益成長率予想は、現時点では先進国企業を上回る約+10%が見込まれています(図表7参照)。

今後の見通し ②バリュエーション 魅力的な水準にある新興国株式

新興国株式のバリュエーション(投資価値評価)水準をみると、予想株価収益率(PER)では引き続き先進国の代表である米国株式に対して魅力的な水準にあります(図表8参照)。

このように足元の新興国株式のバリュエーション水準は米国株式に比べて相対的に魅力が高いたくだけでなく、歴史的にみても割高感はないとみられます。大きく市場全体が調整した場合には、バリュエーション面での魅力がより高まることなどから、買戻しの動きが入りやすく、株価の反発が期待できると考えられます。

(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8: 新興国株式と米国株式の 予想株価収益率(PER)

月次、期間: 2003年11月末～2018年11月末



※新興国株式: MSCI新興国株価指数、米国株式: MSCI米国株価指数
※予想はMSCI集計 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6: 2018年半ば以降発表された 中国の主な景気下支え政策

(公表)主体	内容
6月24日 人民銀	債務株式化促進と中小企業向け融資促進に向け、7月5日より銀行の預金準備率50ベース・ポイント引き下げ
7月20日 人民銀	理財商品に関する制限の一部緩和による、事実上の金融緩和
7月23日 国務院常務会	減税、地方政府債券の発行及びインフラ投資などの財政政策を示唆
7月末 中央政治局会議	インフラ投資拡大などの方針確認
8月2日 中国銀行保険監督管理委員会	債務株式化促進へ、銀行のリスクウェイト要件を引き下げ
8月3日 人民銀	商業銀行の対顧客ドル売り先渡取引(企業のドル買い)に対するリスク準備金比率を0%から20%に引き上げ
8月6日 中国経営網	今年の鉄道投資が当初の計画を上回る可能性と報道
	→ 国家発展改革委員会と中国鉄路総公司は、2018年の鉄道建設投資を年初計画から1割増しの8,000億元超とする方針を発表
8月24日 人民銀	人民元の間接レート(基準値)の算出に「カウンター・シクリカル(反景気循環な)要因」を導入し、人民元を下支えする姿勢を公表
8月31日 全国人民代表大会	個人所得税法の改正を承認(基礎控除額を月額3500元から同5000元に引き上げ等)。減税規模は年間3200億元(約5兆円)。10月より実施。
10月7日 人民銀	10月15日より銀行の預金準備率を1%ポイント引き下げ

出所: 各種報道資料よりピクテ投信投資顧問作成

図表7: 新興国企業、先進国企業の 今後12ヵ月先利益成長見通し

米ドルベース、2018年11月30日時点



※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 ※予想はすべてI/B/E/S集計アナリスト予想
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

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。

今後の見通し③ 原油や資源価格の動向 ～落ち着きを取り戻す可能性も

2017年半ば以降、景気回復やここ最近では米国がイランに対する経済制裁を表明したことを受けて原油供給が減少するとの思惑などもあり、2018年10月初めにかけて原油価格は上昇基調にありました。他の資源価格についても景気回復や生産調整などを受けて同様に上昇基調にありました。こうした原油・資源価格の上昇は、新興国の中でも資源国にプラスの恩恵をもたらしてきました。

しかし、足元では一転して急落しています(図表9参照)。この背景の一つには、世界経済の見通しが下方修正されるなかで原油や資源需要も弱含むとの見方が強まっていることがあります。一方、原油の供給面でも、当初、石油輸出国機構(OPEC)加盟国および非加盟国での減産合意は難しいとの見方があったことなどもありました。

結局、2018年12月7日のOPEC加盟国およびロシアなどの非加盟国との協議により、日量120万バレルと事前予想(同100万バレル程度)を上回る減産で合意に至っており、需給が引き締まる可能性もあるとみられます。

米トランプ政権はガソリン価格の高騰につながる原油価格を抑えるよう原油安を求める政治圧力をかけており、今後もこの動向には注視していく必要はあると考えられます。ただし、現時点では既にガソリン価格は年初の水準を下回っています。また、原油価格と米ドル相場は逆相関の関係にあることが一般的であり、原油安の進展はさらなる米ドル高につながり、米国景気にマイナスの影響ともなりかねないことなどから、原油や資源価格にとってマイナスとなるような政治圧力は和らぐ可能性もあるとみられます。

今後の見通し④ 米金利、米ドル動向 ～懸念は残るも、緩やかな推移を予想

米国の長期金利や米ドルの急上昇は、新興国、特にドル建て債務を多く抱える国および企業の債務負担を膨張させる可能性があります。こうしたことから、2018年中も米国の長期金利や米ドルが急上昇した局面では、新興国株式市場はマイナスの影響を受けました(図表10、11参照)。

米金利や米ドルの上昇が、堅調な米国経済を背景としたものであれば、こうした好景気は、貿易摩擦問題が影を落とすものの、貿易などを通じて新興国をはじめ世界経済にとってプラスの恩恵をもたらすと期待されます。

また、足元でパウエルFRB(米連邦準備制度理事会)議長の発言から米国の利上げペースが減速するとの観測も浮上しており、米金利・ドルが今後、急上昇するといった(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9:原油価格とCRB指数の推移

週次、期間:2014年12月26日~2018年12月7日
ドル/バレル



※原油価格:WTI原油先物価格 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10:新興国株式と米国長期金利の推移

月次、期間:2014年12月末~2018年11月末

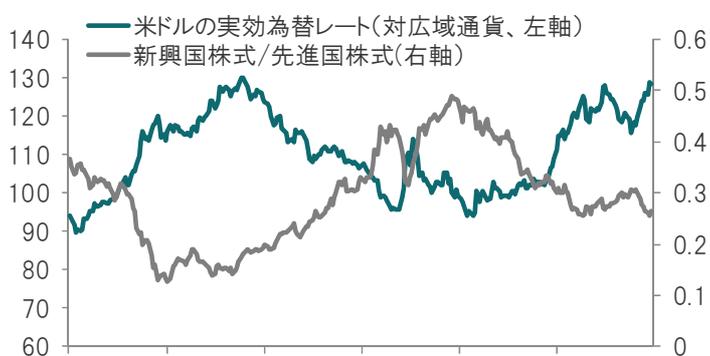


※新興国株式:MSCI新興国株価指数(米ドルベース、株価指数) 出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表11:新興国株式の対先進国株式
相対株価パフォーマンスと

米ドルの実効為替レートの推移注

月次、米ドル、期間:1995年1月末~2018年11月末



95年1月 99年1月 03年1月 07年1月 11年1月 15年1月

注:上記の米ドルの実効為替レートは26通貨に対する貿易加重米ドル指数
※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、すべて配当込み、米ドルベース 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

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。

た懸念を和らげるものとみられます。米金利・ドルが今後一段と急ピッチで上昇するようなことがなければ、新興国株式市場にとってプラスのニュースとなるでしょう。

ただし、前述の通り、ドル建て債務を多く抱える国や企業にとって、米国の金利上昇などは負担の増加になるといったリスクには留意しておく必要があると考えられます。

今後の見通し⑤ 各国の政治的な動向 ～リスク要因となりかねず、注視が必要

米中の貿易摩擦を巡る動きは今後も注目されるどころです。引き続き、米中は問題の解決に向けた協議を続けていますが、当面はこうした動向に対する見方を受けて金融市場が大きく変動する可能性もあるため、注視が必要と考えられます。また、この問題がさらに深刻化・長期化した場合、実際に世界経済や企業業績に想定以上の大きなマイナスの影響が及ぶ可能性もあり、リスク要因となります。

また、米国によるロシアに対する追加制裁の可能性が残されています。

さらにはイランや北朝鮮などに対する米国の外交政策の行方を巡っても、緊張が高まる局面では世界の金融市場の重石となりかねず、リスク要因となる可能性があります。

そのほか、新興国の個別国における政治的な動向もリスク要因となりかねないため、その動向には注視していく必要があると考えられます(図表12参照)。

メキシコやブラジルは新政権が誕生しますが、政策運営については不透明要素も多いとみられます。また、主要選挙を控える国でも、結果を巡る思惑やその後の政策動向(経済改革や財政健全化等の遅れなど)などによっては市場の値動きが大きくなる可能性もあります。

(※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。)

図表12:新興国の主な政治日程

実施(予定)時期		国名	
2018年	12月	メキシコ	ロペスオブラドール 新大統領就任
2019年	1月	ブラジル	ボルソナロ新大統領 就任
	4月	インドネシア	議会・大統領選挙
	4月～	インド	下院総選挙
	5月	南アフリカ	下院・大統領選挙
	10月～	アルゼンチン	大統領選挙

出所:各種報道資料よりピクテ投信投資顧問作成

【ご参考①】米国からみた各国からの輸入と
各国経済に対するインパクト

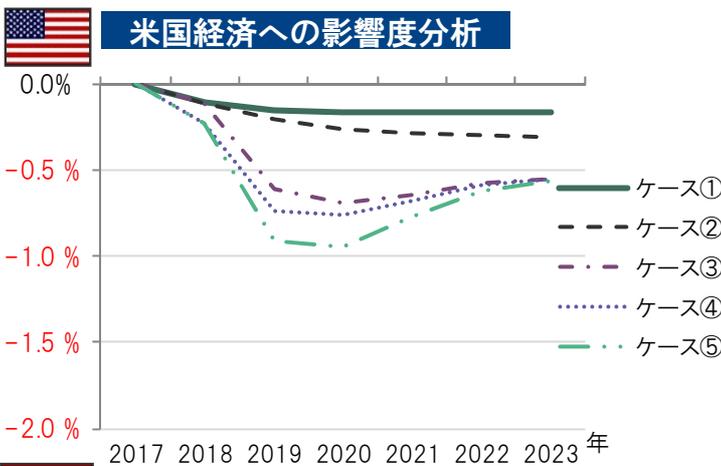
2017年

	米国からみた 各国からの 輸入額 (億ドル) (a)	(a)の米国の 輸入総額に 占める割合 (b)	各国GDP に対する 対米輸出 (c)	各国GDP に対する 総輸出 (d)
【アジア】				
中国	5,055	21.6%	4.2%	18.8%
台湾	425	1.8%	7.4%	55.4%
韓国	714	3.1%	4.6%	37.2%
マレーシア	374	1.6%	12.0%	74.0%
タイ	312	1.3%	6.8%	52.0%
フィリピン	116	0.5%	3.7%	20.2%
インドネシア	202	0.9%	2.0%	16.5%
インド	486	2.1%	1.9%	11.5%
日本	1,365	5.8%	2.8%	14.3%
【北中米】				
カナダ	2,993	12.8%	18.1%	24.2%
メキシコ	3,143	13.4%	27.3%	35.6%
【南米】				
ブラジル	295	1.3%	1.4%	10.6%
アルゼンチン	48	0.2%	0.7%	9.2%
【欧州、アフリカ】				
英国	531	2.3%	2.0%	17.6%
ドイツ	1,176	5.0%	3.2%	41.5%
フランス	489	2.1%	1.9%	21.5%
南アフリカ	78	0.3%	2.2%	27.4%

※各国GDPに対する対米輸出：上記では米国からみた各国からの輸入額を対米輸出額とみなして算出 出所：IMF、日本貿易振興会(JETRO)、ブルームバーグ、CEICのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

【ご参考②】国際通貨基金(IMF)による貿易戦争の景気リスク分析

2018年10月時点



ケース①:

ベース予想。既に適用が公表されている関税(例、アルミ10%、鉄鋼25%、中国からの輸入500億ドル25%、2000億ドル10%(18年)：%は追加関税)と、中国などからの報復関税の影響の合計

ケース②:

今後想定される中国からの輸入2,670億ドルへの追加関税25%と、想定される報復の影響分が加わった場合

ケース③:

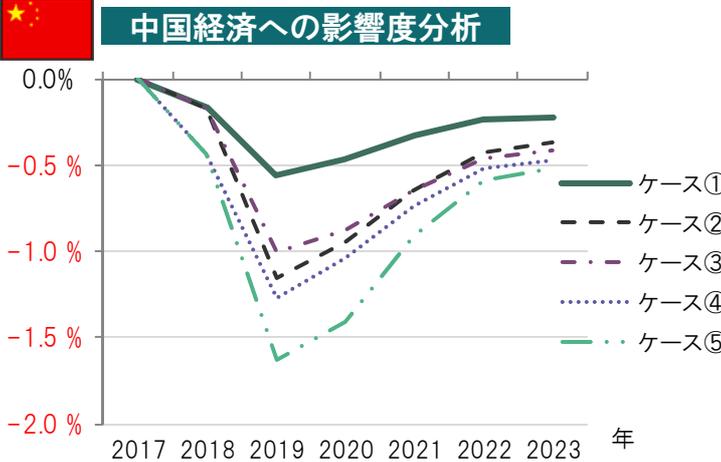
全輸入車・自動車部品(3,500億ドル程度と想定)に対する25%の追加関税と、それに対して想定される報復の影響分が加わった場合

ケース④:

コンフィデンスを通じた影響分が加わった場合。主に貿易戦争の悪化による設備投資の減少をコンフィデンスとして推定

ケース⑤:

クレジットの影響分が加わった場合。貿易戦争が最も悪化したケースを前提に、企業の資金調達環境の悪化の影響を推定



出所：IMFの資料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。