

市場の反転に備えよ

2019年年初以降、新興国株式の予想PERは米国株式と再び格差が拡大し、過去15年でも相対的な割安感が強まっていると考えられます。新興国は引き続き高い成長力が見込まれることに加えて、短期的にも米ドル高懸念の後退や政策による景気下振れリスクの抑制などが期待できます。今後、バリュエーション水準が高く過熱気味の市場から、よりバリュエーション水準に魅力がある新興国株式などに投資資金が向かう可能性が高まっていると考えられます。

相対的な割安感がよりいっそう強まる 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)指標は、相対的な割安感をよりいっそう強めています。

新興国株式と米国株式の予想株価収益率(PER)の格差に注目すると、2019年年初以降、再び差が拡大し、足元では過去15年間でみても、割安な水準に達しています(図表1参照)。

2019年年初以降も、米中貿易戦争の深刻化・長期化への懸念、世界経済の減速懸念に加えて、地政学的なリスクの高まりなどを背景に、投資家がリスク回避の動きを強める局面があり、一般的にリスクが高いと考えられる新興国株式から、相対的に経済が堅調と考えられていた米国株式などに資金が流入したとみられます。

長期の株価パフォーマンスを比較しても、これまで新興国株式は大きく下落するなど値動きが大きいながらも、長期トレンドとしては潜在的な成長力の高さなどから、米国株式を上回るパフォーマンスを示してきました。しかし、2019年以降、米国株式が新興国株式をついに逆転する現象がみられています(図表2参照)。

<次ページに続きます>

※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1:過去15年間の新興国株式と米国株式の
予想株価収益率(PER)の推移

月次、期間:2004年10月末~2019年10月末



※予想PERはMSCIによる ※米国株式:MSCI米国株価指数、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2:長期でみた新興国株式と米国株式の
株価パフォーマンス推移

月次、米ドルベース、期間:1987年12月末~2019年10月末
1987年12月末=100として指数化



※米国株式:MSCI米国株価指数、新興国株式:MSCI新興国株価指数 すべて配当込み 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。

歴史的にみても米国株式の時価総額は高水準になっている

足元では、相対的に景気が安定しているとみられる米国株式市場へ投資資金が流れた結果、世界の株式市場における米国株式の比率(時価総額ベース)は過去からみても高水準に達しています(図表3参照)。

確かに、米国は世界第1位の経済大国ですが、2018年の世界経済に占める米国の経済規模は約24%に過ぎません。一方、世界第2位の経済大国・中国を筆頭とする新興国の経済規模は、いまや世界経済の約40%を占めるに至っています。こうした経済規模の状況から考えると、足元の世界の株式市場はやや不均衡な状態にあるとも考えられます。

こうした中で、バリュエーション水準が高く、過熱気味の市場から、今後、バリュエーション水準に魅力がある新興国株式などへ投資資金が向かう可能性があると考えられます。特に、足元の市場を取り巻く懸念が後退する局面では、反転の動きが強まる可能性があると考えられます。

新興国には依然として相対的に高い経済成長力がある

足元では懸念も残る新興国ですが、中長期的に見れば、先進国を上回る経済成長力を有しているとの見方に変更はありません。その根拠の1つには、「人口増加」があります。

特に新興国には若年層の人口が多いことが魅力です。こうした人々が所得を増やすことで「消費」が拡大し、これが経済成長の原動力となることが期待されます。もちろん、経済成長を実現する要素には、資本や生産性といった他の要素も重要ですが、「人口増加」は重要な要素の1つであることに変わりありません。

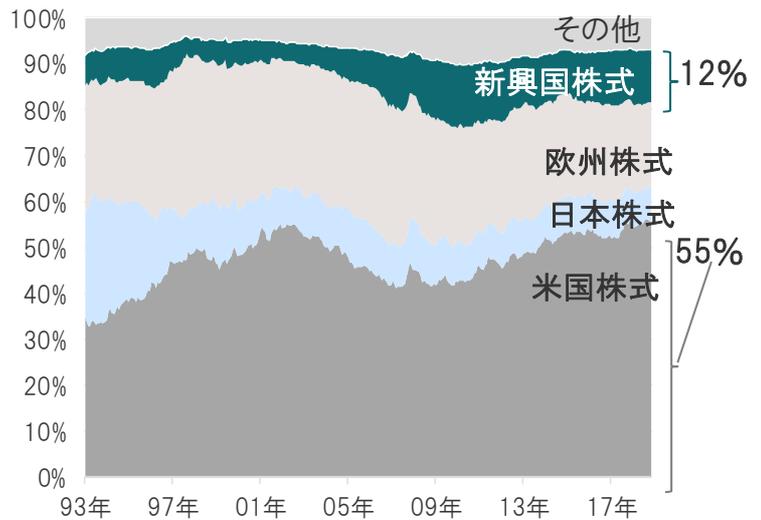
新興国、先進国ともに、人口増加率は漸減傾向にありますが、依然として新興国の人口増加率は先進国のそれを上回っています(図表4、5参照)。

足元で新興国株式市場は米国株式などに比べて低調となっているものの、今後、中長期的にみれば相対的に高い経済成長力を背景に、新興国株式は先進国株式を上回るパフォーマンスが期待できると考えられます。

<次ページに続きます>

※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3:全世界株式における国・地域別ウェイト
月次、米ドルベース、期間:1993年12月末~2019年10月末

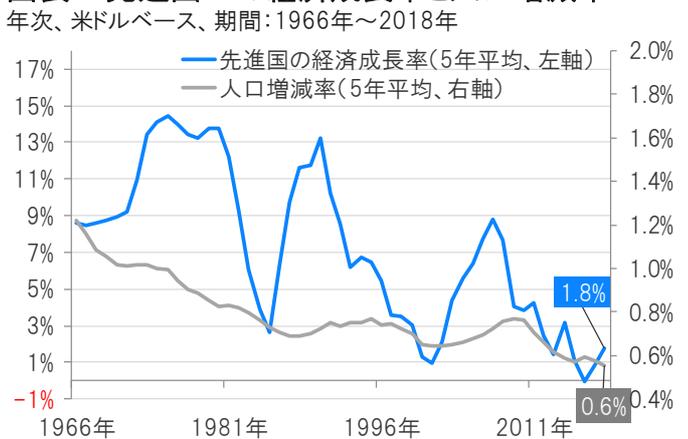


※すべてMSCI各国・地域指数の時価総額(MSCI全世界株価指数における割合)
出所: トムソン・ロイター・データストリーム社のデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表4:新興国^{注1}の経済成長率と人口増減率



図表5:先進国^{注2}の経済成長率と人口増減率



注1:ここでの新興国は世界銀行の分類による中・低所得国とした

注2:ここでの先進国は世界銀行の分類による高所得国とした

※経済成長率は名目ベース

出所:ブルームバーグ社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。

いっそうの米ドル高懸念の後退は 新興国株式にとってプラス

米ドル相場の動向は新興国株式市場にとって重要です。

過去の実績では、米ドル高の進行は、新興国株式市場にとって逆風となり、新興国株式の対先進国株式相対株価パフォーマンスは、米ドルと逆相関の関係がみられてきました。2018年の新興国株式の株価パフォーマンスも、米ドル高基調が続く中でマイナスの影響を受けました(図表6参照)。

足元の米ドルの実効為替レート水準は、2000年以降の平均を大きく上回るドル高水準にあることを示しています。

米連邦準備制度理事会(FRB)は2019年1月末に追加の利上げを当面見送る考えを示し、同年7月には利下げに踏み切りました。以降も9月、10月に追加利下げを行っています。米国の金融緩和への転換は、米ドル高懸念を後退させる可能性もあると考えられます(図表7参照)。

足元で、いっそうの米ドル高懸念が後退していることは、新興国株式の相対パフォーマンスを改善する可能性があると考えられます。

特に、米ドル建てで取引される関係から資源価格は、米ドル安によって上昇が期待されます。資源輸出国にとっては資源価格の上昇は経済にとってプラスの影響をもたらすため注目されます。

<次ページに続きます>

※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6: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

月次、米ドル、期間:1995年1月末~2019年10月末



※米ドルの実効為替レート:主要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 ※新興国株式の対先進国株式相対株価パフォーマンス:グラフの線が上に向いた場合は新興国株式が先進国株式をアウトパフォーマンス、グラフの線が下に向いた場合は新興国株式が先進国株式をアンダーパフォーマンス 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

図表7:米ドル圏の流動性及び米ドル・インデックス

日次、期間:2014年3月5日~2019年10月31日



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。

新興国は経済の下振れリスクに対する金融政策等の政策余地が大きい

世界経済の先行きについて懸念が残る中、欧米など主要国が金融緩和等の政策対応を行っています。

新興国各国においても利下げを実施する国が増えていますが、新興国については、今後もさらなる金融緩和や財政出動余地が比較的大きく残っているとみられ(図表8参照)、短期的な経済成長の下振れリスクもある程度抑えることができると考えられます。

バリュエーション水準が割安な今、市場の反転に備えを

予想PERの観点からみると、新興国株式は先進国株式に対して相対的に魅力があると前述しましたが、株価純資産倍率(PBR)でみるとどうでしょうか。

新興国株式のPBRは1996年8月以降の平均を下回る水準にあり(2019年10月末時点で1.61倍)割安感があると考えられます。

過去の実績では、PBRの水準とその後のリターンには高い相関性がみられ、実績PBRが低水準をつけた後には、良好なリターンを示してきました。

米中貿易問題の行方など足元の市場を取り巻く懸念については今後も注視していく必要があると考えます。しかし、米中通商交渉において部分合意に至ったことはプラスのニュースです。さらに、政策支援などにより、中国をはじめ新興国各国の景気が下支えされ、さらには、持ち直す可能性もあります。こうした場合、市場の流れは大きく変わり、これまで見過ごされてきた新興国株式などが大きく反発する可能性もあります。バリュエーション水準が割安な今、来るべき市場の反転に少しずつ備えをすすめることも重要であると考えます。

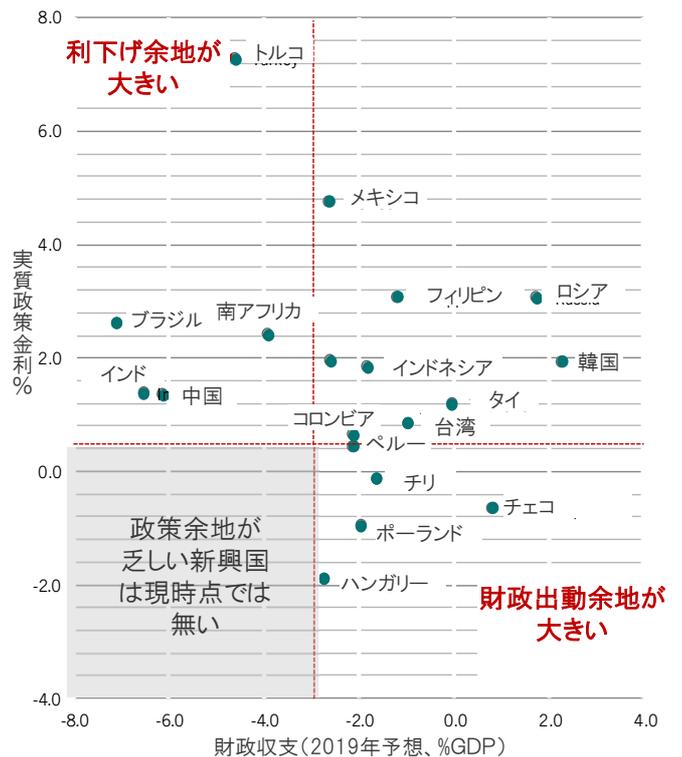
※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

図表9: 新興国株式の実績PBR推移
月次、期間: 1996年8月末～2019年10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・データストリーム社のデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表8: 新興国に政策余地は残されているか?
2019年11月時点

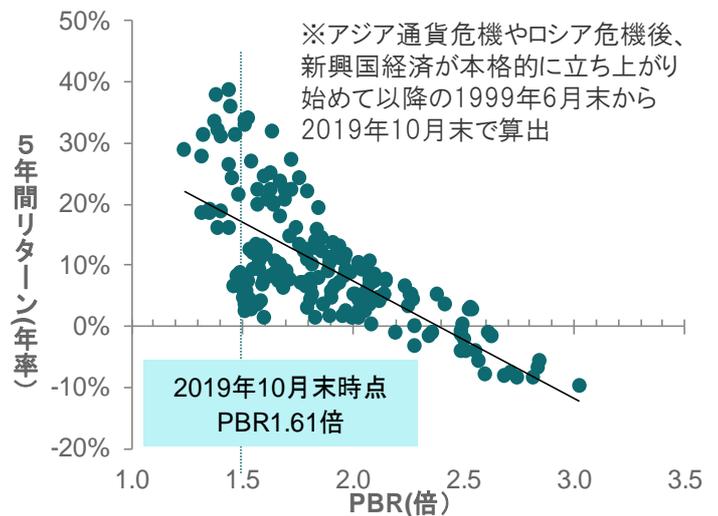


出所: CEICのデータ等をもとにピクテ・アセット・マネジメント

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。

図表10: 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～2019年10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

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。

ピクテ投信投資顧問の投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆さまの投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について (2019年10月1日現在)

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用：申込手数料 上限3.85%(税込)
 ※申込手数料上限は販売会社により異なります。
 ※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用：信託財産留保額 上限0.6%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬 上限年率2.09%(税込)
 ※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
 ※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等：監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
 ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆さまがファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ投信投資顧問株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

ピクテ投信投資顧問株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号

加入協会：一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

※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。