

新興国株式は買いか？ -企業収益、中国経済、米国利上げ、貿易戦争を総点検！-

当レポートの主な内容

- ・2016年以降、新興国株式のパフォーマンスは先進国株式を上回ってきました。
- ・企業収益とバリュエーション、中国経済の先行き、米国の利上げサイクル、貿易戦争の行方などを総点検した結果、新興国株式の先進国株式に対するアウトパフォーマンスはもうしばらく継続すると予想します。

新興国株式が優位な展開が継続

新興国の株式市場は、2016年1月以降、先進国の株式市場をアウトパフォーマンスしてきました（図表1）。世界経済が中国ショックから立ち直り、足元の世界同時景気拡大に至る過程で、世界の経済活動に敏感に反応する新興国の株式市場は高いリターンをあげてきました。

このレポートでは新興国の株価に影響を与える様々な要因を点検することを通して、今後も新興国株式が先進国株式に対して優位な展開が継続するかどうかを考えてみました。

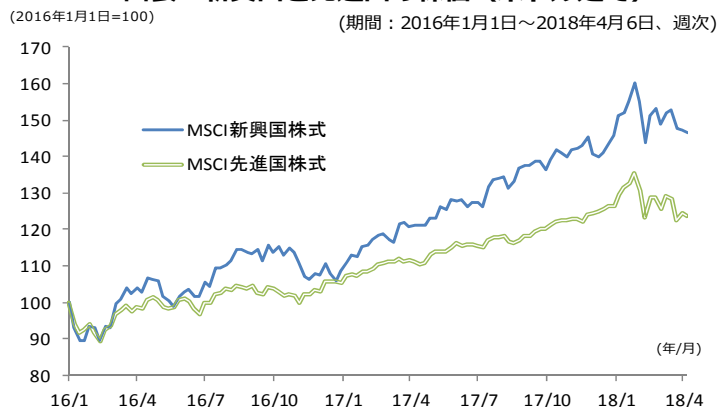
企業収益とバリュエーション

世界同時景気拡大を背景に先進国とともに新興国の企業業績は拡大基調を続けています。今後12カ月の新興国株式の1株当たり利益(EPS)は20%程度の成長が予想されています(図表2)。一方、3月末時点の株価収益率(PER)は、先進国の15.2倍に対して新興国は12.1倍と割安な水準にとどまっています。世界のクレジット(信用)サイクルが成熟するなか、中国を中心として新興国企業のバランスシートの悪化(利益や自己資本に対して負債が増えること)を懸念する声が聞かれます。実際に新興国企業の利益に対する純負債の倍数はリーマン危機後に緩やかに上昇してきましたが、依然として先進国企業の水準を下回っています(図表3)。今後米国金利が急上昇しなければ、新興国企業のクレジットが急激に悪化することはないと考えています。

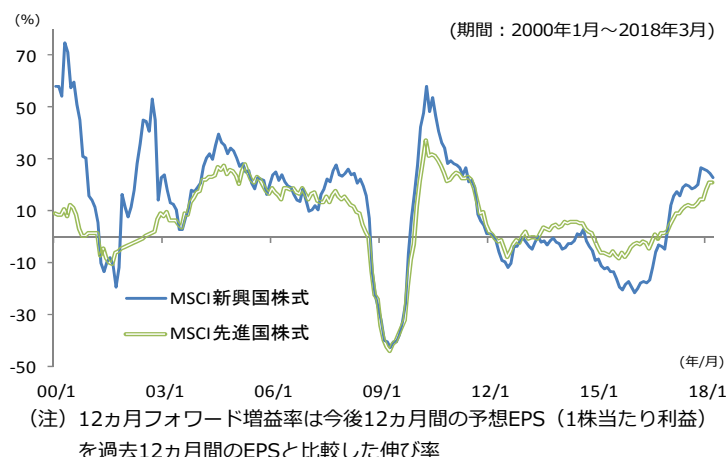
中国経済の行方

新興国では自国の中間所得層が拡大し内需の重要性が高まってきましたが、企業収益の大部分は依然として中国や先進国への輸出に依存しています。そのため、中国経済の先行きが新興国の企業収益の将来を読む際には重要な鍵になると考えています。

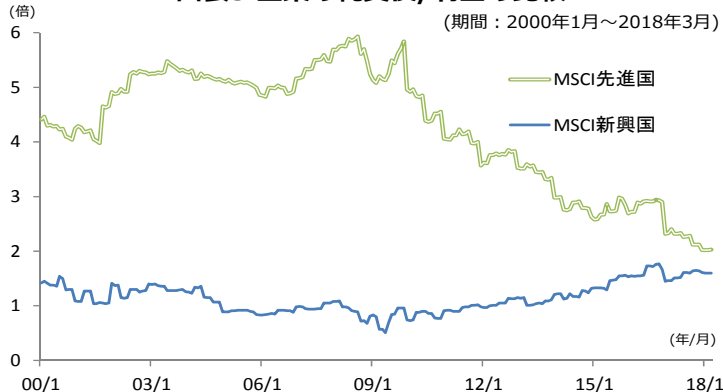
図表1 新興国と先進国の株価(米ドル建て)



図表2 12か月フォワード増益率の比較



図表3 企業の純負債/利益の比較



* MSCI指数については3ページの(*)を参照願います。

(図表1-3の出所) Bloomberg, Thomson Reuters Datastreamのデータより
岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みは、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

中国経済は重工業、設備投資主導から個人消費主導へのリバランスを進める過程で、2010年前後の10%を超える成長から6%程度の成長率へ構造的な減速を続けています。一方、PMI(企業景況指数)でみる循環的な景気サイクルは昨年秋の共産党大会後に減速感を強めるとの予想に反して緩やかな上昇を続けています(図表4)。また、2018年は習近平体制2期目の最初の年であるとともに「改革開放40周年」にあたり、経済面で極めて重要な年になると考えられています。そのため景気が急速に冷え込むリスクは小さいと考えます。国有企業の改革にほぼ目処が立ったことから、今後はオンライン販売、ビッグデータ・AI、行政・医療・教育などのネット化、5G、新エネ車などニューエコノミー・イノベーション型の国家建設が成長率を下支えすると考えています。

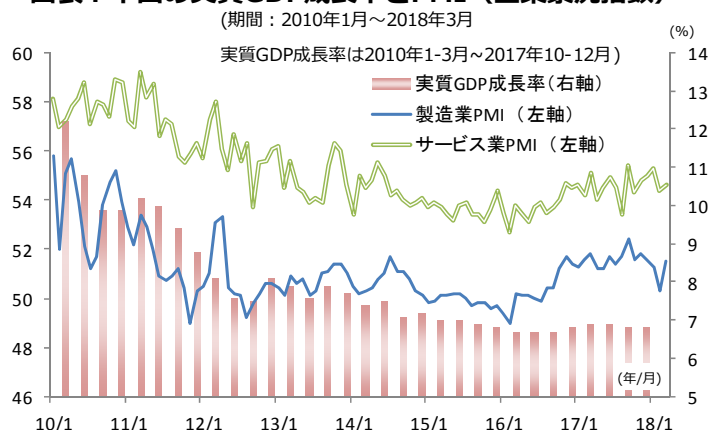
米国の利上げ

以前は米国が利上げすると、新興国からの資金逃避が発生し、新興国株式が下落すると考えられていました。米国の利上げが95年のメキシコ危機や98年のアジア危機を招いたとも考えられています。しかし、近年は新興国の経済構造が強化され企業収益の安定性が高まってきたことから、米国で利上げが行われても新興国株式が先進国株式にアンダーパフォームしなくなってきました。米国が利上げを始めた2004年以降も、連邦準備制度理事会のバーナンキ議長が「コナンドラム(謎)」と称したように長期金利の上昇が緩やかだったことから新興国からの資金逃避が進まず、新興国株式の上昇が続きました(図表5)。今回の米利上げの背景に米国を中心とする世界経済の強さがあることとあわせて考えれば、2016年に始まった新興国株式のアウトパフォームはもうしばらく続くと考えます。

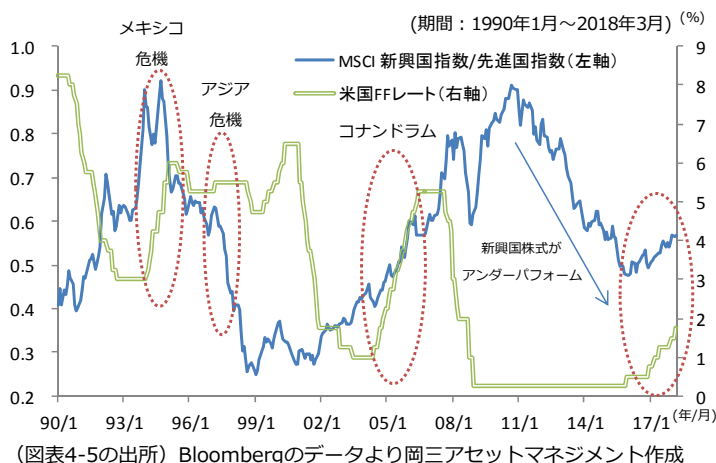
米国発の貿易戦争と地政学リスク

米政権による中国製品への関税引上げに対して中国は直ちに報復関税を発表し、米中間で貿易戦争が勃発する懸念が高まってきました。貿易戦争で最もダメージを受けるのは、輸出主導で経済発展を遂げ、中国、米国、日本のサプライチェーンに組み込まれた新興国だと考えられています。しかし、両国が本格的な貿易

図表4 中国の実質GDP成長率とPMI(企業景況指数)



図表5 米国の利上げサイクルと新興国株式/先進国株式



戦争に突入するよりも、中国が輸出自主規制、非関税障壁の引下げ、国内市場の開放といったより穏当な手段で対米貿易黒字の削減を進める可能性の方が高いと考えます。当面は両国の具体的な方策を予断することは難しく、株式市場は不安定な展開が続くと考えます。しかし、最終的にどのような措置が発動されても、両国のマクロ経済や企業収益に与える影響は、それほど大きなものにはならないと考えています。

安全保障面では、新任の国務長官や安全保障担当の大統領補佐官に對外強硬派が就任するとみられています。そのため、米朝首脳会議が決裂すれば米国が対北朝鮮で強硬姿勢に転じたり、イランと米欧6カ国との核合意から米国が撤退する可能性も否定できないと考えています。北朝鮮やイランを舞台とする地政学リスクが一気に高まることには注意が必要だと考えています。

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書(交付目録見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

政治の季節

2018年はラテンアメリカで「政治の季節」を迎えます(図表6)。選挙結果によって一国の経済政策が大きく方向転換することがあるため、新興国の株式市場は選挙前後に不安定化する傾向が窺われます。特にメキシコとブラジルでは現政権が進めている経済の構造改革路線への評価が高まらず、所得再分配や財政拡大を重視したポピュリスト的な左派候補へ支持が集まっていることから、7月、10月の大統領選の前後に市場の変動幅が大幅に拡大することが懸念されます。

図表6 新興国の主な政治日程(2018年)

月	イベント
4月	南北(韓国・北朝鮮)首脳会議
5月	米朝首脳会議(予定)
5月	ベネズエラ大統領選挙、コロンビア大統領選挙
5月	マレーシア総選挙
7月	メキシコ大統領選挙
10月	ブラジル大統領選挙

(出所) 各種報道より岡三アセットマネジメント作成

今後の見通し

貿易戦争がエスカレートし、世界第一、第二の経済圏である米中経済が打撃を受け、世界同時景気拡大が腰折れする可能性を完全に否定することはできません。また、北朝鮮やイランを巡る地政学リスクの高まりから一部地域の経済活動が委縮するリスクにもしばらく警戒が必要だと考えています。しかし、新興国のマクロ経済や企業収益を取巻く環境は依然として健全だと考えています。世界経済が底堅く推移し、米国経済が過熱しなければ、今年あと2-3回と予想される米国の利上げが新興国株式の向かい風になるとは考えていません。また、ドル高が急激に進んで新興国から米国へ資金逃避が進むことも想定していません。バリュエーションも適正なレベルにあると考えています。そのため、2016年から続いてきた新興国株式の先進国株式に対するアウトパフォーマンスはもうしばらく継続すると予想しています。

(*) MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.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。

以上 (作成: 投資情報部)

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、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。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額×購入口数×上限3.78%(税抜3.5%)
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担

: 純資産総額×実質上限年率1.991088%(税抜1.8436%)程度

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額×上限年率0.01296%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号: 岡三アセットマネジメント株式会社
 事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登 録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)