



# エマージングマーケット・クォーターリー： 中国の景気回復の兆し vs. 流動性タイト化

## 2019年第1四半期のマーケット分析

当レポートは、ポートフォリオのバランス調整とリターンの最大化に役立てていただくための参考情報です。

2019年に入ってから当社が注目してきた重要なテーマは、新興国がそれまで直面してきた逆風の追い風への転換であった。具体的に言うと、米中通商交渉の進展、米FRB(連邦準備制度理事会)のハト派転換、中国の成長回復、そしてこれらすべてが追い風となってもたらされるドルの(下落とはいかないまでも)安定化とそれに伴う成長の裾野のさらなる拡大だ。これまでのところ、これらのテーマは順調に実を結びつつあり、第1四半期でのリスクテイクは確実に報われてきた。

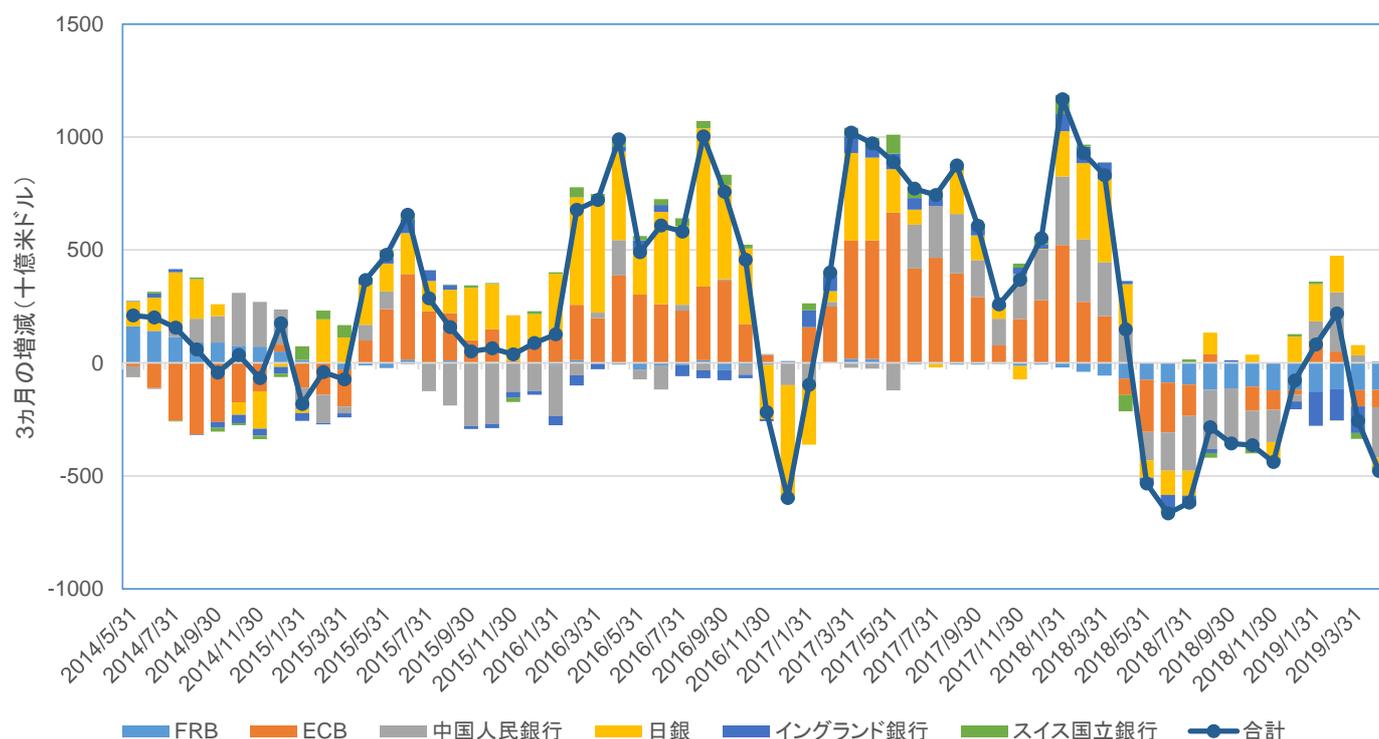
この順風満帆とも言える見通しに対するリスク要因として当社が注視している重要なポイントは、世界の資金流動性が依然として比較的タイトな水準にあることだ。当社では、世界の流動性の源は中央銀行、そして民間セクターでの信用創造であると考えている。与信面から見ると、流動性は改善しており、特に中国ではクレジット・インパルス(与信の対GDP比伸び率)が確実に上向いている。

しかし、中央銀行が供給する流動性も重要であり、この点において当社は慎重な見方を強めている。なぜなら、中央銀行による流動性引き締めは往々にして、ドル高を招き、トルコのように経済の脆弱性が高い国に再びストレスをもたらすからだ。こうした状況は足元で一部顕在化してきているが、より質の高い新興国における民間セクターの信用創造が中央銀行による流動性引き締めを相殺しており、したがって質の高い新興国は引き続き最良の投資先となっている。

FRBはハト派に転換したかもしれないが、今のところは2019年9月までバランスシート縮小を継続する計画である。流動性(または流動性不足)は国境を越えて世界中に広がることから、当社では、主要先進国の中央銀行に加え中国人民銀行を含む中央銀行のバランスシート総額の変動(中銀インパルスと呼ぶことにする)を分析している。

チャート1が示すように、FRBは中銀インパルスにマイナスに寄与し続けているが、一方で2017年終盤から2018年序盤にかけて当該インパルスがプラス圏を維持した要因は中国人民銀行と日銀にあった。足元では両中銀(特に中国人民銀行)は流動性にマイナスに寄与しており、それによって中銀インパルス全体がマイナス圏に転じ世界的な流動性のタイト化を招いている。本四半期レポートでは、中国のクレジット・インパルスのプラス化および中央銀行全体としての流動性引き締め傾向が新興国に及ぼす影響を、地域別および資産クラス別に考察する。

チャート 1: 中央銀行が供給する流動性総額は再び縮小傾向に



出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成  
 期間: 2014年5月31日～2019年4月26日

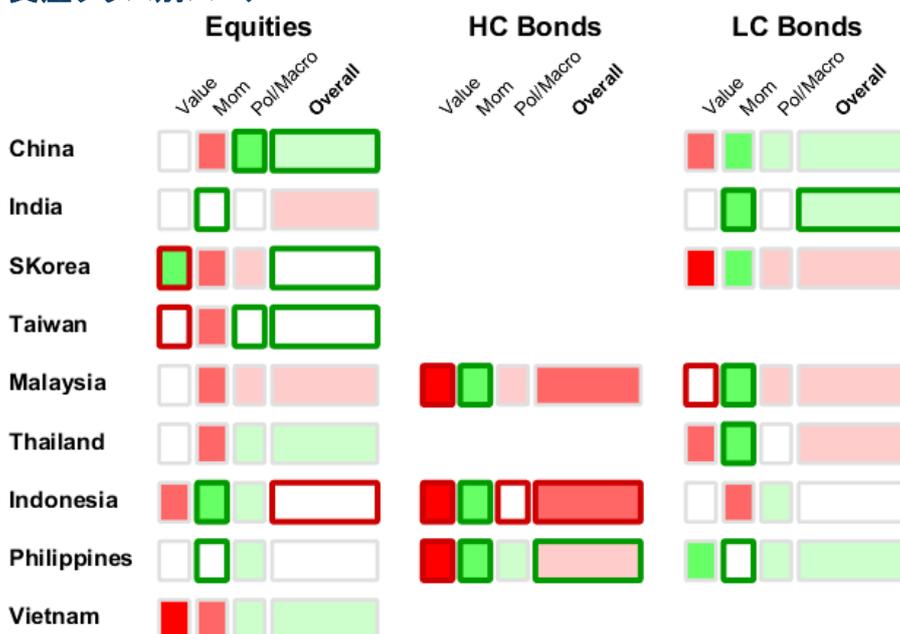
## アジアは経済成長が鈍化もバリュエーションが収益モメンタムから見て魅力的

アジアでは、北アジア地域の株式市場について総合スコアを引き上げた。経済成長動向が改善している中国の総合スコアをプラスへと変更する一方、台湾と韓国は、テクノロジー・ハードウェアのサイクルや世界貿易の底入れを示す初期兆候が見られていることを受けて、総合スコアを中立へと引き上げた。中国の景気刺激策は消費拡大により重さが置かれており、その恩恵は同国の民間セクター全般、延いてはアジアのサプライチェーンへと広がりつつある。

インドについては、選挙をめぐる楽観ムードが高まっているものの、総合スコアを中立寄りのマイナスに据え置いた。選挙の前評判はモディ首相率いる与党が優勢で、「ねじれ議会回避」の可能性も高まっており、そうなればモディ首相が自らの改革案を効率的に押し進めることができる最善のシナリオとなろう。しかし、経済成長および企業収益は依然として比較的低迷しており、したがって選挙が完全にポジティブとは言い切れない結果に終わった場合の下方リスクは不釣り合いに大きいと示唆される。また、インド市場にとっては原油価格上昇による逆風も強まっている。

アセアン地域の成長ストーリーは引き続き良好であるが、域内では北部においてよりポジティブな動向が見られており、スコアの一部見直しが妥当と考える。インドネシアについては、昨年10月からトップクラスのパフォーマンスを見せ、第1四半期にはモメンタムのスコアがプラスに転じたが、企業収益の伸びが依然緩やかであることを考慮するとバリュエーションは割高であるため、総合スコアの引き下げが適切と判断した。

### 資産クラス別スコア



スコアについて：各国および各資産クラスのスコアは、中立が白色、プラスが緑色、マイナスが赤色で表されている。総合スコアは右側、個別スコア（バリュー、モメンタム、政治／マクロ）は左側に示されている。灰色の枠線は、対象四半期中のスコアに変化がなかったこと、緑色の枠線はスコアが引き上げられたこと、赤色の枠線はスコアが引き下げられたことを示している。

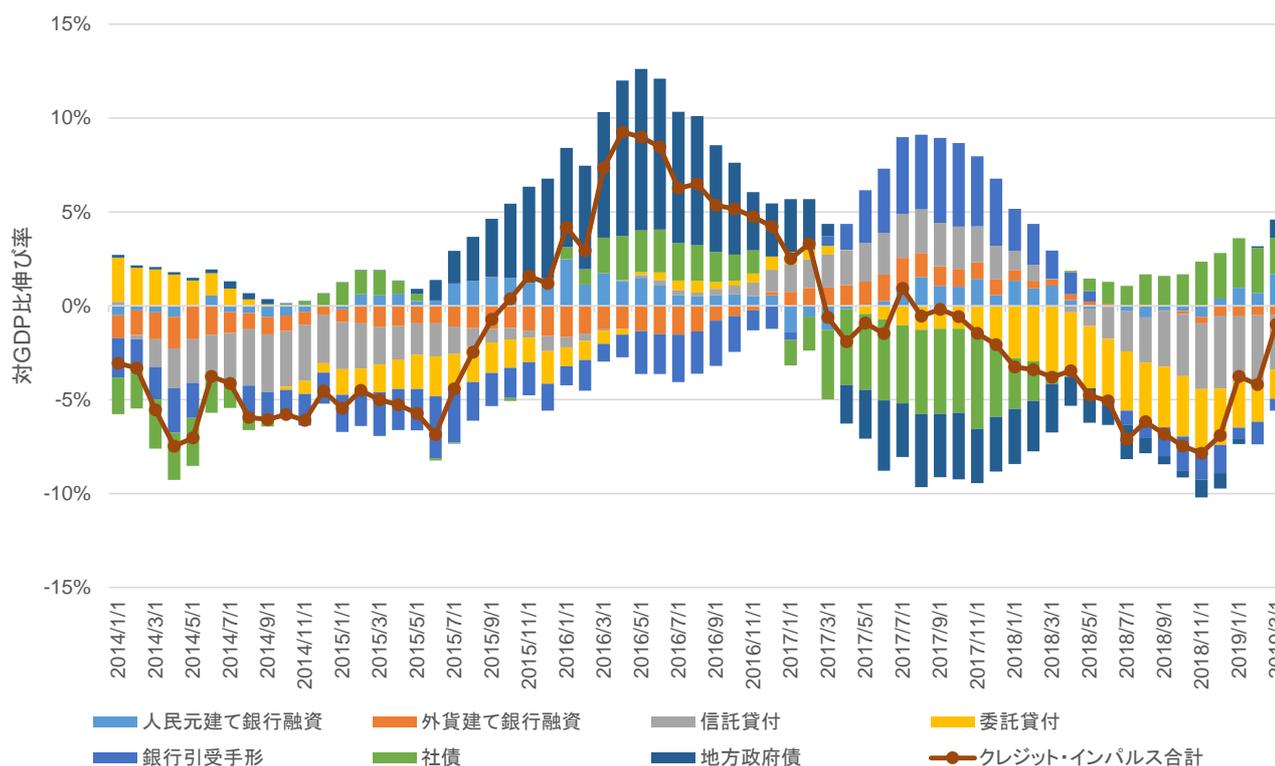
上記の資産クラスは、マルチアセット戦略ポートフォリオの運用を担当するポートフォリオマネージャーの現在の投資見解を反映したものです。これらは投資リサーチまたは投資推奨に関する助言に該当するものではありません。セクターや経済、市況トレンドに関する予見、予測または予想は、それらの将来の状況またはパフォーマンスを必ずしも示唆するものではありません。

### 中国に見られる経済成長の芽

中国の信用収縮局面はついに終わりつつある。チャート 2 が示す同国のクレジット・インパルスに映し出されている通り、シャドーバンキングによる貸出の抑制分が、ようやく銀行融資や社債発行の増加によって相殺されるようになってきた。

対国有企業の過剰融資が（適切でない）投資に向けられていた以前の状況とは違い、今回は信用が民間セクターを通じてより効率的に活用されている。このことは、いくつかの理由から重要な政策転換であると言える。第 1 に、民間セクターは以前であれば銀行融資にほぼアクセスできなかった。それは、国有企業によって実質的に銀行融資市場から締め出され、借入コストがはるかに高いシャドーバンキングによる資金調達に頼らざるを得なかったからだ。銀行融資にアクセスできることで民間セクターは資本コストが大幅に低下し、延いては収益性が高まる。

チャート 2: 中国のクレジット・インパルス



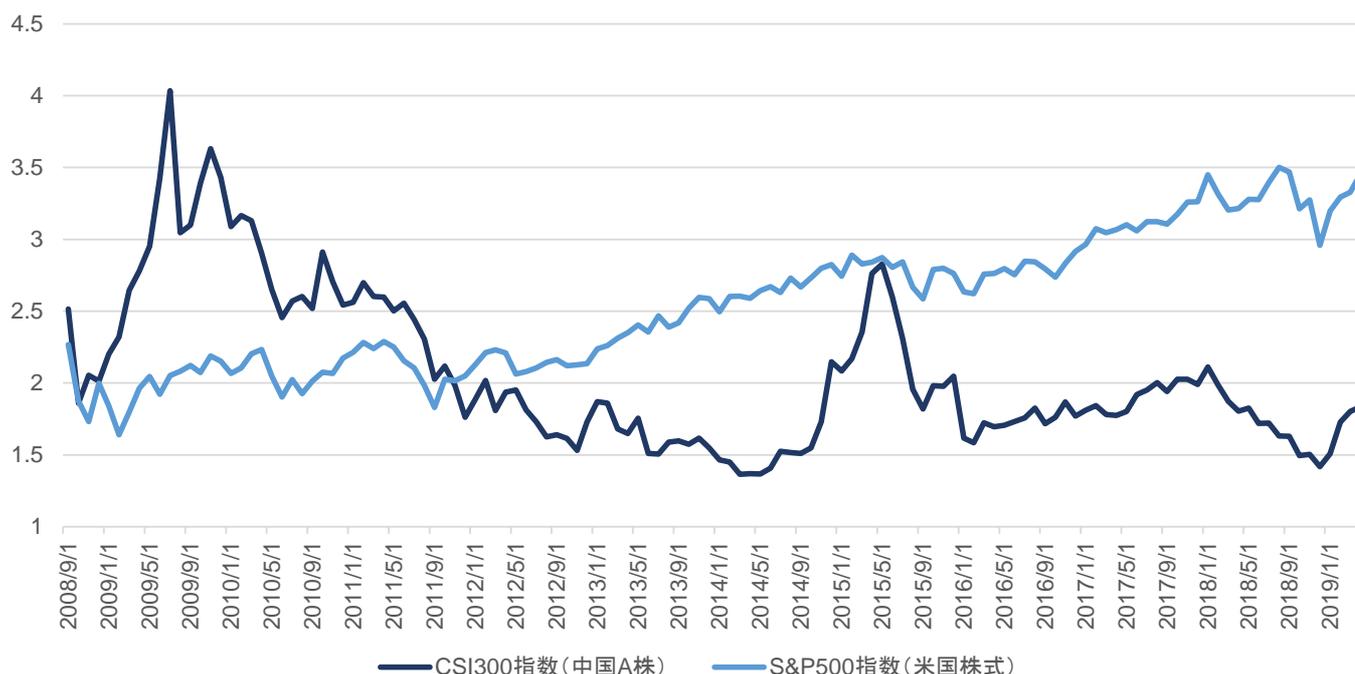
出所：信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成  
 期間：2014年1月31日～2019年3月31日

第 2 に、刺激策が投資よりも消費に向けられているということは、民間セクターが内需を通じた売上高成長の改善を期待できることを意味する。第 3 に、増徴税(付加価値税)の減税は、消費需要の拡大を意味するだけでなく、投入コストが低下して利幅が拡大するという点において収益性の向上も意味する。

つまり、中国が足元で実施している今回の刺激策はこれまでと異なり、成長の「量」重視から「質」重視への転換という流れを引き継ぐものであって、その恩恵を受けるのは民間セクター、延いては投資家である。これまでのところ、こうした政策転換の恩恵を主に享受しているのは中国 A 株だが、同市場は MSCI インデックスへの採用もさらなる追い風となっている。

中国 A 株は年初来上昇率が 30%を超えており、その上昇ペースにはやや一服感も見られるが、米国株式が史上最高値に迫りつつあるなかで、依然として 2018 年高値を 10%超下回っている。したがって、両市場間ではバリュエーションの乖離が続いており、PBR(株価純資産倍率)で見ると、米国株式が過去 10 年間で最も割高な水準にある一方、中国 A 株は引き続き過去水準に比べて割安感がある。

チャート 3: 中国 A 株と米国株式の PBR 比較

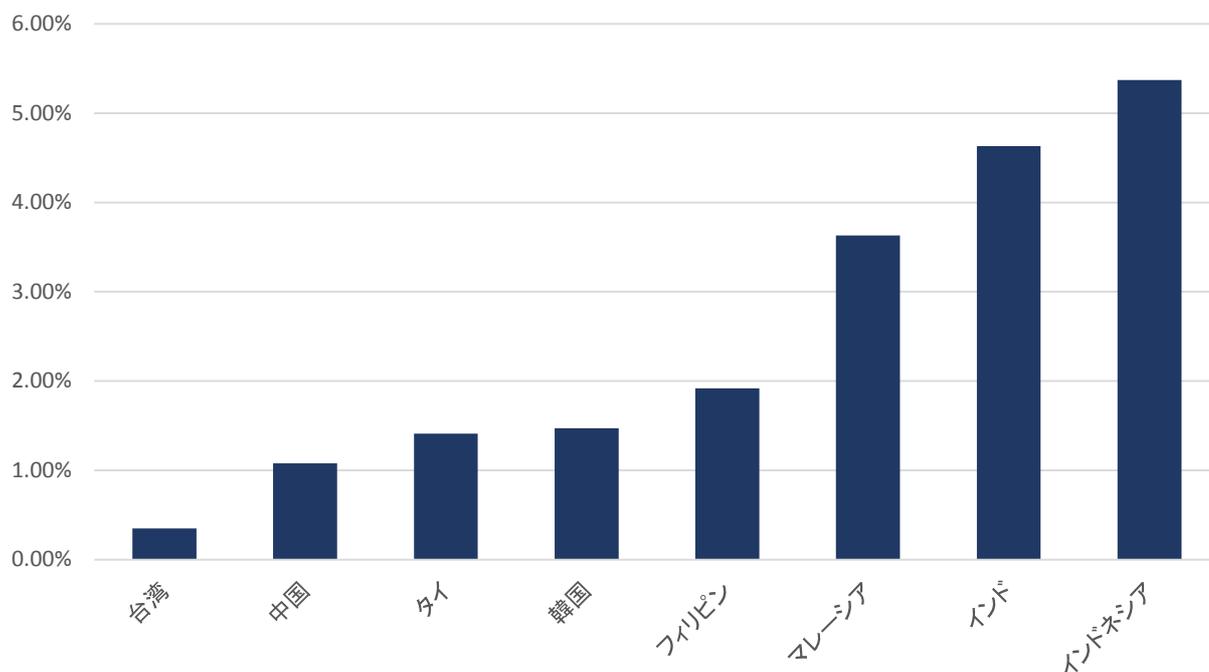


出所：信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成  
 期間：2008年9月30日～2019年4月29日

### アジア債券は依然割安

アジア株式が魅力的である一方、現地通貨建てアジア債券にも投資妙味がある。FRB がハト派姿勢に転換したこと、インドネシアやインドを筆頭として実質金利が引き続き魅力的な水準にあること、インフレ圧力の緩和を受けてインドが利下げを実施しており、向こう数四半期には他国も追随する可能性が高いことが追い風となっている。主なリスクは、FRB のハト派転換にもかかわらずドル高が再燃することだ。当社では、金融環境がタイト化してドル高のペースが加速するような場合は、FRB がバランスシート縮小の停止を前倒しする可能性があると考えており、そうなればドル高圧力は和らぐと想定される。

チャート 4: アジア各国の実質金利



出所：信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成  
 2019年4月

## EMEA では国毎の乖離が継続

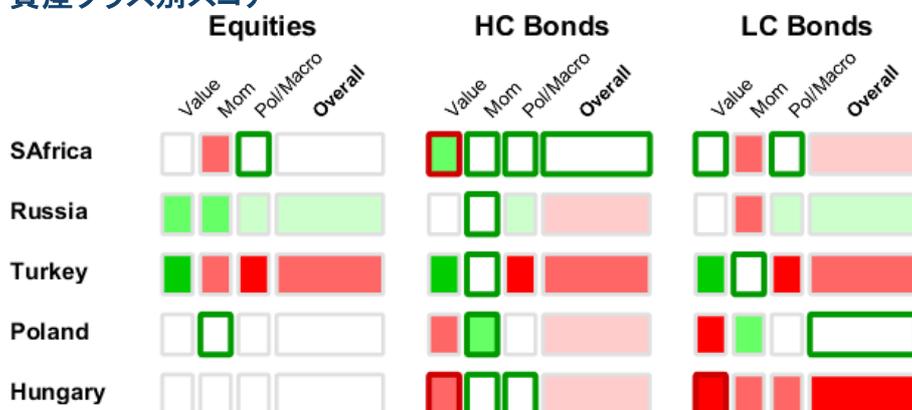
EMEA(欧州・中東・アフリカ)地域の南部ではまたもや状況が悪化しているが、その要因の少なくとも一部は冒頭で述べた世界的な流動性環境のタイト化にある。北部の方は、東欧の良好な信用状況とロシアの堅調なマクロ・ファンダメンタルズによって同地域経済の外的な流動性ショックへの耐性が強まっていることから、流動性環境のタイト化に対して南部ほど脆弱ではない。

トルコは、非正統的な政策への回帰によって市場の信頼感が揺らぐとともに現状を打破できるような十分な改革案が不在であることから、再び状況が悪化している。南アフリカは、財政が一段と悪化しているものの、ムーディーズによる債務格付けの引き下げをなんとか逃れたことを決め手として選好順位を引き上げた。ただし、債務状況の悪化が注視を要することは強調しておきたい。

中東欧は、欧州経済が低迷しているとともに、国内ではハンガリーやルーマニアを中心に金融政策が依然景気を過熱させている様相であるにもかかわらず、引き続き驚くほどの堅調さを見せている。逆風の環境下にあっても、企業収益は好調さを継続しており、クオリティの高い投資機会を選別的に提供している。

ロシアは財政および経常収支が「双子の黒字」となっており、これを追い風に自国通貨が年初来で最も高いパフォーマンスを見せている。また、ムラー報告書が「共謀なし」と結論付けたことによって、米国が制裁強化を決めるリスクも当面は後退した。しかし、ロシアが実際に米国の選挙に干渉したとの調査結果は、今後制裁が実施される可能性が依然としてあることを意味している。

### 資産クラス別スコア



スコアについて：各国および各資産クラスのスコアは、中立が白色、プラスが緑色、マイナスが赤色で表されている。総合スコアは右側、個別スコア（バリュー、モメンタム、政治／マクロ）は左側に示されている。灰色の枠線は、対象四半期中のスコアに変化がなかったこと、緑色の枠線はスコアが引き上げられたこと、赤色の枠線はスコアが引き下げられたことを示している。

上記のアセットクラスは、マルチアセット戦略ポートフォリオの運用を担当するポートフォリオマネージャーの現在の投資見解を反映したものです。これらは投資リサーチまたは投資推奨に関する助言に該当するものではありません。セクターや経済、市況トレンドに関する予見、予測または予想は、それらの将来の状況またはパフォーマンスを必ずしも示唆するものではありません。

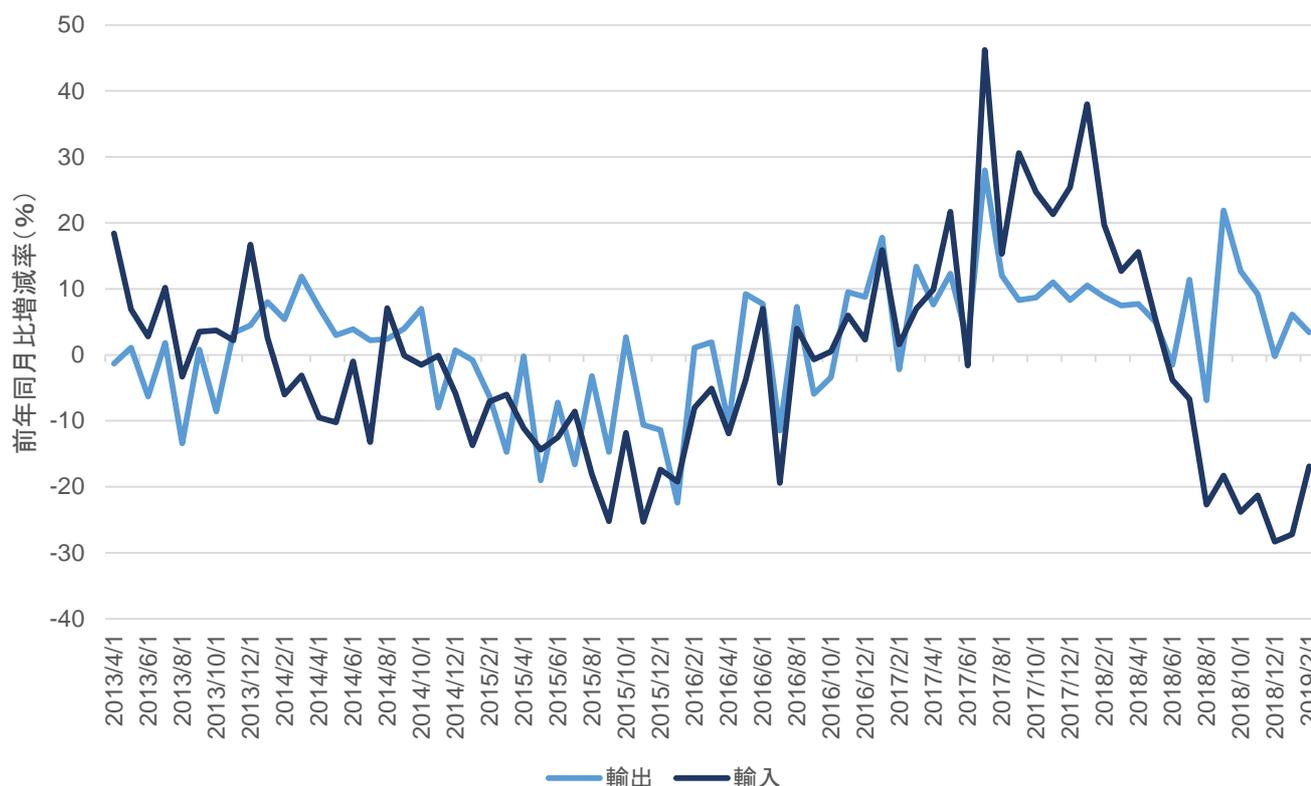
### トルコは新興国のなかでマクロ政治的リスクが最も高い

トルコは 2018 年 8 月の大暴落以後、金利の引き上げと経済均衡化のための改革という正統派政策への回帰を通じて市場の信頼を取り戻そうと懸命に取り組んできた。それらの政策は、少なくとも経常収支を大幅な赤字から驚くべきことに黒字に転換させたという形において、功を奏しているように見受けられた。

しかし、チャート 4 が示すように、経常収支の黒字化は、欧州の経済成長が予想を下回り続けるなかで輸出が 2017 年半ば以降概して減少する一方、内需の急激なマイナス調整によって輸入の急減が進んだことを受けて達成されたにすぎない。

3 月下旬にはトルコの通貨が 1 日で 6% 下落した。この要因には、JP モルガンが（危険な水準まで減少している外貨準備高を指摘し）同通貨の見通しを下方修正したのに加え、ユーロ圏の PMI が予想を下回ったことがあるが、後者は、原油価格の上昇が少なくとも一因となって輸入が増加し始めたなか、輸出がおそらく一段と減少するであろうことを示唆している。

チャート 5: トルコの輸出および輸入の伸び



出所：信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成  
 期間：2013年4月30日～2019年2月28日

市場の下落にもましてひどかったのはトルコ中央銀行の対応で、通貨のヘッジ(あるいは空売り)を実質的に行えなくする措置を講じた。結果的に起きたショート・スクイズ(売り持ちポジションの買い戻しが集中することによる相場上昇)は一時的に通貨を下支えしたが、投資家は通貨リスクをヘッジできないことからトルコの資産を売却せざるを得なくなった。

為替ヘッジに必要な流動性はその後回復したが、すでに信頼性は損なわれており、通貨は新安値へと下落を続けた。トルコ中銀が通貨を支えるために為替介入を継続するなか、すでに低水準にあった外貨準備を取り崩してしまい、介入資金の調達を短期スワップに頼っているのは明らかだ。これは、外貨準備が実際は見かけよりもうんと減少していることを意味する。

トルコはいずれ IMF(国際通貨基金)の支援を受けざるを得ないであろうが、そうすることを嫌がっており、最終的に降伏するに至るまで痛みが続くものと見られる。対トルコの融資残高が大きい銀行は一握り(その大半はスペイン)にすぎないため、波及リスクは依然考えにくい。それでも、余波が新興国全体に及ぶ可能性は否めないことから、トルコについてはしっかり注視し続けていく。

## 5月に選挙を迎える南アフリカ

南アフリカでは5月8日に総選挙が実施されるが、世論調査によると与党アフリカ民族会議(ANC)が過半数を維持する模様で、そうなればラマポーザ大統領は企業に有利な改革を推し進めるのに十分な信任を得ることになる。

これまでのところ、ラマポーザ大統領は、各派閥がポピュリスト(大衆迎合主義者)的政策を求めて争い大きく分裂している自身の党 ANC の支持を維持しつつ、一方で同国を持続可能な財政路線に戻すための改革という長期的な目標から目をそらさないという微妙なバランスを保ってきている。

ラマポーザ大統領が明確な信任を獲得するとすれば、注目すべき重要な道標は企業の景況感と構造改革の規模およびペースだ。同大統領は評判が高く企業に有利な改革にコミットしているが、ANC の内部分裂を考えると、注視が必要となるであろう潜在的障害が数多く存在する。

## 中南米は改革の勢いが鈍化

市場はブラジルとアルゼンチン両国の改革見込みについておそらく楽観的すぎたのだろう。改革は失速したわけではないが、改革と言うのは本質的に痛みを伴うものであり、したがって時間がかかるとともにまったくうまくいかない場合もある。要は、改革のプロセスは長く苦しいものだということだ。

ブラジルでは、ボルソナロ大統領の支持率が低下し、これに乗じて議会在野が年金改革を遅らせ骨抜きにしようとしており、財政負担の軽減額は今や原案の半分にまで削減される見通しだ。年金給付の減額は決して大衆受けする政策ではないため、ボルソナロ大統領が勢いを失っているのは驚くことではない。リスクは高止まりの状況が続く一方、改革案は可決されるというのが依然として基本シナリオだが、その過程は注視していく必要がある。

アルゼンチンでは、マクリ大統領がさらに深刻な苦境に立たされている。景気が依然低迷している一方でインフレの急上昇が続いており、これらが当然ながらともに同大統領の支持率の重石となっている。4月初旬には同国通貨への当面の圧力を軽減すべくIMFが108億米ドルの融資枠を承認したが、マクリ氏が10月の大統領選に勝利するにはインフレ抑制と成長回復がカギとなるだろう。

反対に、メキシコの政情は市場が織り込んでいたほどひどくはないようだ。ロペス・オブラドール(AMLO)大統領は足元でPEMEX(メキシコ石油公社)の債務格付け引き下げに伴う財政状況への圧力に苦戦しているが、少なくとも年金改革など財政を適切な状況に保つための対策を講じており、全体として見ると一部で危惧されていたほどポピュリスト的ではないのかもしれない。

### 資産クラス別スコア



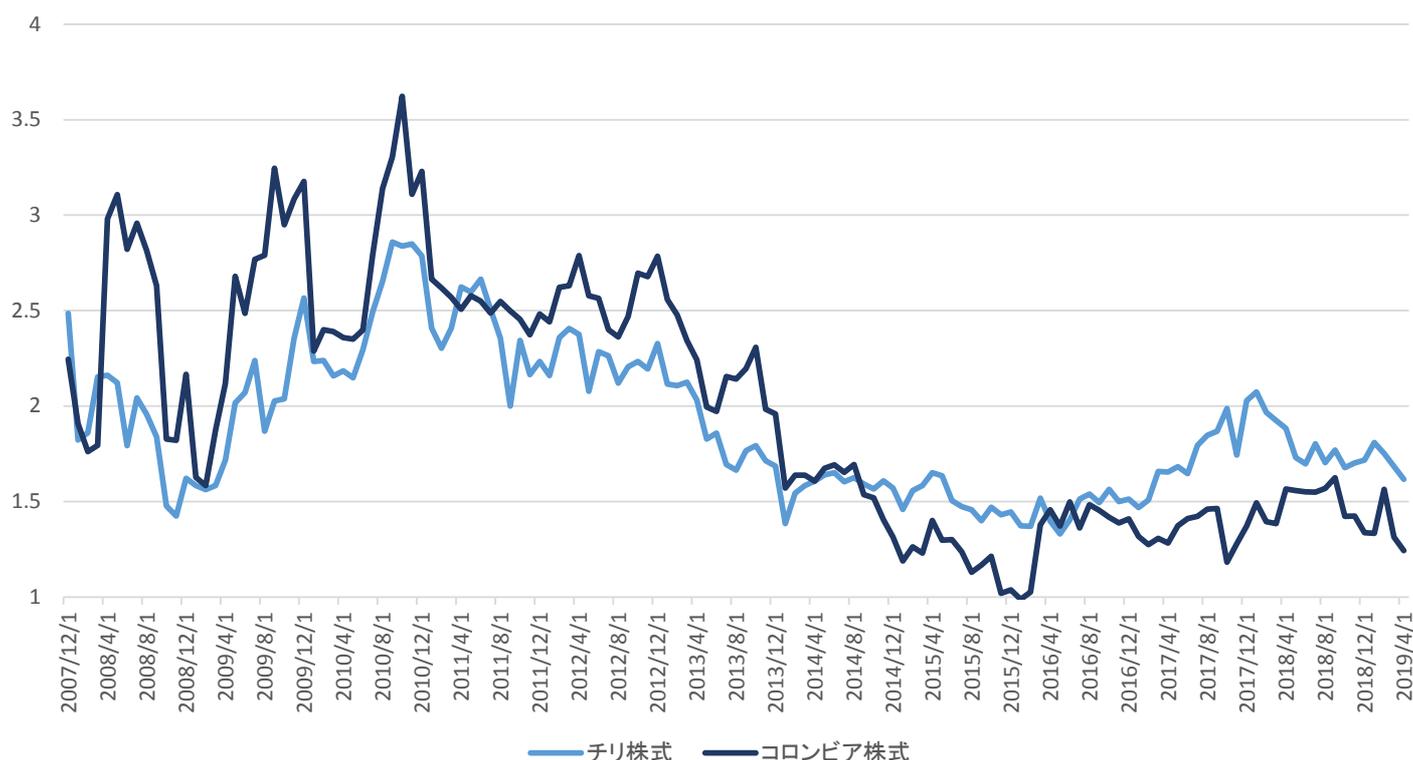
スコアについて：各国および各資産クラスのスコアは、中立が白色、プラスが緑色、マイナスが赤色で表されている。総合スコアは右側、個別スコア(バリュー、モメンタム、政治/マクロ)は左側に示されている。灰色の枠線は、対象四半期中のスコアに変化がなかったこと、緑色の枠線はスコアが引き上げられたこと、赤色の枠線はスコアが引き下げられたことを示している。

上記のアセットクラスは、マルチアセット戦略ポートフォリオの運用を担当するポートフォリオマネージャーの現在の投資見解を反映したものです。これらは投資リサーチまたは投資推奨に関する助言に該当するものではありません。セクターや経済、市況トレンドに関する予見、予測または予想は、それらの将来の状況またはパフォーマンスを必ずしも示唆するものではありません。

### チリおよびコロンビア株式は相対的に割安

コモディティ市場は昨年終盤以来、他のリスク資産とともに堅調な反発を見せているが、一方でコモディティ輸出国にはほとんど注意が向けられていない。コロンビア株式は同国の輸出品である原油の相場回復を受けてやや反発し、モメンタムのスコアがプラスに転じているが、チリ株式は今年、同国の主要輸出品である銅の相場が回復しているにもかかわらず横這いとなっている。いずれのケースも、市場はチャート6が示す通り割安に見受けられる。

チャート 6: チリおよびコロンビア株式の PBR



出所：信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成  
 期間：2007年12月31日～2019年4月29日

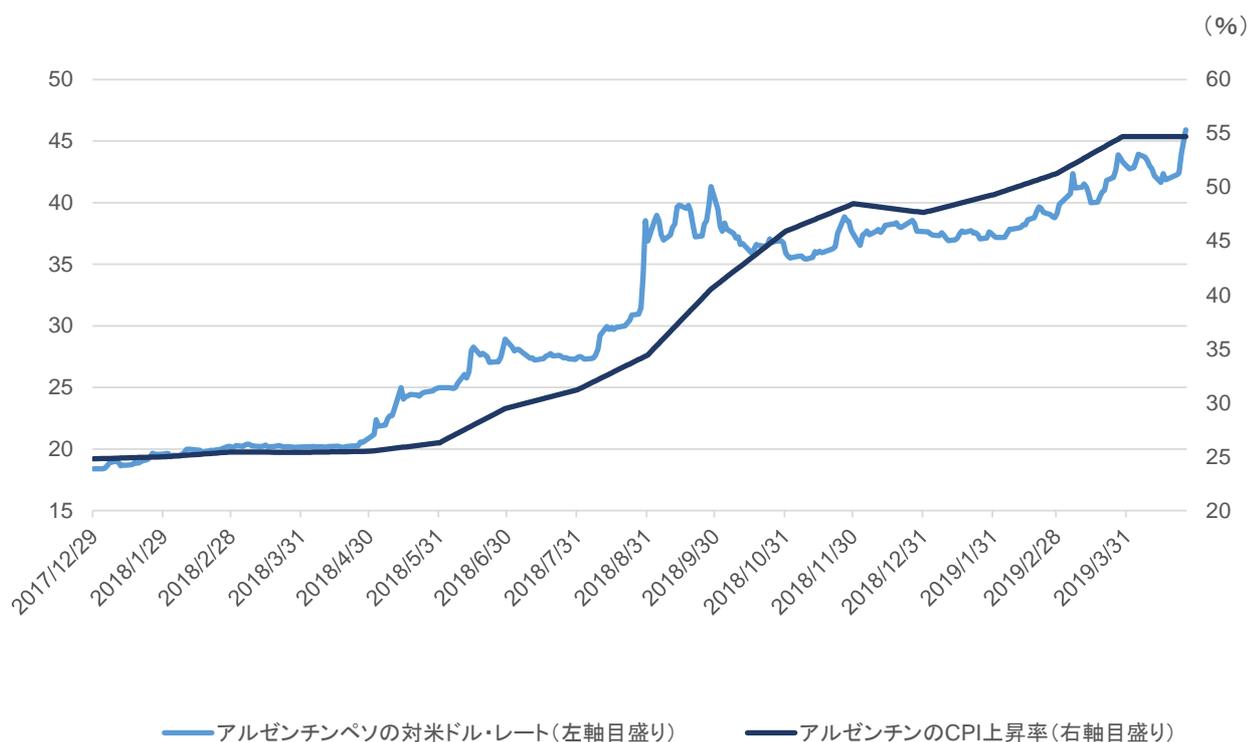
コモディティ輸出国市場が活況となっていない理由の一部は、今回の中国の景気刺激策が以前と違って投資よりも消費重視であり、ゆえにコモディティの需要と価格を過去のように押し上げるとは考えにくいという論拠だ。これは部分的に正しいが、中国の景気刺激策は実際にはインフラ投資を一部含んでおり、世界の経済成長がより全般的に安定化してきているなか、コモディティのシナリオは依然ポジティブである。

コロンビア株式は、原油価格の反発を受けて年初来で20%超上昇している。チリ株式は、銅価格が10%上昇しているにもかかわらず基本的に横這いだ。チリはコロンビアよりも経済が多角化しており、2018年第4四半期の経済指標は実際に弱く、鉱業における季節的な雇用縮小を受けて失業率が上昇している。しかし、全体的には経済はそこそこ順調で、企業に有利な改革が実施されれば上振れする可能性もある。

### アルゼンチンではインフレ加速が継続

IMFは4月5日に108億米ドルの支援枠を承認し、これを受けてアルゼンチンペソは一時的にサポートを得たが、インフレが予想を上回って加速し続けていることから通貨の下落には歯止めがかからない。チャート6が示すように、CPI(消費者物価指数)の前年同月比上昇率は55%に達しており、これに伴ってマクリ大統領の支持率は低下の一途を辿っている。より不安な材料として、クリスティーナ・デ・キルチネル前大統領の支持率が高まっており、少なくとも一部には同国経済を破綻させたキルチネル政権の暗黒時代に戻りたいと考えている層がいることを示唆している。

チャート7: アルゼンチンのインフレ率と通貨の推移



出所:信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成  
 期間:2017年12月29日~2019年4月26日

大統領選挙は10月まで行われませんが、依然経済指標が予想を下回りインフレ見通しが悪化していることを踏まえると、時間の余裕はない。マクリ大統領が支持率を高め改革路線を継続すべく2期目続投を勝ち取ることができるようになるためには、インフレと経済成長が明らかに重要な2つの道標となる。

## Disclaimer

当資料は、日興アセットマネジメント アジア リミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものであります。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメント アジア リミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。

日興アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 368 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