



エマージングマーケット・クォーターリー： 見通しの乖離が加速

2018年第2四半期のマーケット分析

日興アセットマネジメント マルチアセット戦略 —

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。

トランプ米大統領は、500億米ドル相当の中国製品に対して追加関税を課したが、さらに2000億米ドル規模の追加関税発動が控えているほか、対象がさらに拡大され事実上中国からのすべての輸入品(4500億米ドル相当)に追加関税が課される可能性がある。今のところ、中国は一步も譲らず、これまで発動された追加関税に対して報復関税で応戦しているが、米国と欧州が自動車への追加関税回避で合意に達すれば、米中間の交渉再開のきっかけとなるかもしれない。次の展開をめぐって、中国の動きに大きな注目が集まっている。

株式市場のパフォーマンスで見ると、史上最高値の更新まであと少しに迫っている米国が優勢な様子である一方、中国は1月の高値から約18%安と大きく値を崩しており、両者は6月上旬以降大きく乖離している。

チャート1: 米国と中国の株式市場のパフォーマンス比較



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: 2017年7月25日~2018年7月25日

米国株式は、全面的な貿易戦争が起こる可能性が低いことを示唆するより確かな指標と言えるかもしれない。ゴールドマン・サックスの分析では、全面的な貿易戦争になった場合の株式市場の下落率を20%と予測しており、その要因については企業収益の減少とバリュエーションの下方見直しが半々としている。中国株式の低迷については、どちらかと言えばデフォルト増加や成長減速といった急激な債務削減の後遺症を反映したものだと思われる。

米国が中国よりも形勢が有利であると思われる理由として、両国の貿易関係において中国の方がより輸出に依存していることだけでなく、米国経済の方がより好調であることが挙げられる。トランプ大統領は、11月に控える中間選挙での共和党支持を固めるために、願わくはより早い段階で通商合意をまとめようと、米国有利の状況が続いている間に徐々に圧力を強めていると思われる。どのみち、両国とも貿易戦争を行う余裕はない。米国は、景気後退に陥ってトランプ大統領の2期目再選の希望が打ち砕かれるリスクが高く、中国は、繊細な舵取りが求められる債務削減取り組みにおいてコントロールを失う可能性がある。

事態の行き詰りを招いている主因は、中国の「中国製造2025」構想である。これは、補助金やインセンティブを通じて、中国のテクノロジー産業をバリューチェーンの上位へと押し上げるための戦略であり、2025年までに中国のサプライヤー企業が市場シェアを大幅に拡大することを狙いとしている。中国当局は、関心を寄せる産業に対して長年にわたり資本を投入してきたが、ハイテク産業については、国家安全保障とのつながりが強まってきており、実際、国家間の勢力均衡に影響を及ぼす存在となって事態のリスクを高めている。

現状、中国は同構想を目立たないようにし、報道関係者の前ではその名称への言及を避けているが、これまでに取り組み自体を後退させることを具体的に約束したわけではない。今のと

ころはこう着状態が続いているが、他の国々が米国と合意に達すれば、中国もまもなく同じ行動をとる必要性を感じるようになるかもしれない。

貿易戦争懸念は引き続き市場のボラティリティを高める要因となるであろうが、新興国にとっては、市場を左右する主なドライバーは依然としてドルと中国の需要見通しだ。4 月下旬からのドル高を受けた新興国資産の下落は、まずは海外からの資金に依存している経常赤字国から始まったが、最終的にはセンチメントの悪化により新興国全体へと広がった。これまでのようなデフレ局面で進むドル高は新興国にとってははるかに厄介だが、今回のドル高は状況が違い、世界の他の国々に比べて米国経済がより堅調であることが牽引した。向こう数四半期にかけて経済成長の正常化が進むにつれ、米ドルの上昇ペースが緩やかにになり、新興国資産は落ち着きを取り戻すと見られる。

中国では、シャドーバンキングに対する厳しい規制の締め付けを背景に経済成長が懸念視されてきたが、最近の緩和方向へのシフトを受けて、向こう数四半期は成長の勢いが加速する見通しだ。貸出しを増加させるための流動性注入、インフラ投資拡大への新たなコミットメント、そして間もなく実施される減税により、コモディティからサプライチェーンに至るまで、中国の需要が押し上げられ新興国にとっての追い風となる可能性は十分にある。先進国による金融引き締めは、より信用力の低い新興国にとっては逆風となり続けるであろうが、信用力の高い新興国にとっては、特に割安感が出てきているなか、ドル高の緩和や中国需要の改善が市場上昇への十分な追い風となる。

アジアは成長が緩やかになるも、収益モメンタムから見たバリュエーションは魅力的

アジアのサプライチェーンが米中間の貿易摩擦の影響に晒されているのは明らかで、その激化に加えて景況感の悪化がアジア地域にとっての主なリスクとなり続けているが、一方で経済成長は依然底堅く推移しており、企業収益も好調だ。

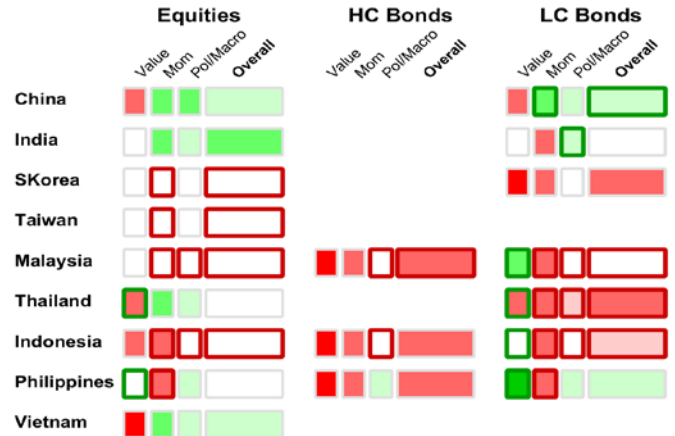
貿易が鈍化したのは確かで、中国需要がある程度鈍化したことも一因となっているが、主因は 2017 年を通じて貿易額が大きく伸びたことによるベース効果にある。中国がより緩和的な政策へシフトしたことは、アジア地域にとって明らかにポジティブな材料だ。重要な点として、需要が後退したものの企業収益の伸びは鈍化しておらず、景況感の回復に伴って企業収益が一段と上振れする余地が残っている。

経常黒字は、投資資金の国外流出やドル高による金融環境のタイト化の影響を和らげるのに役立っている。インドネシアやインドについては、依然として経常収支が赤字であり、通貨に対する下方圧力がより強くなっているが、2013 年のテーパー・タントラム (FRB が量的緩和の縮小に言及したことによって引き起こされた金融市場の混乱) 時に比べると赤字幅は大幅に縮小しており、脆弱性を抑制する一助となっている。

当四半期は、現地通貨建て中国債券の総合スコアを引き上げた。引き上げの主因となったのは同債券のモメンタムがプラスに転じたことだが、これは、新興国と先進国の双方で全般的に債券利回りが上昇しているなかであって、注目に値する。と言うのも、新興国資産クラス全般にわたる総合スコア引き下げの

主因となったのは、モメンタムの悪化だったからだ。

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、ニュートラルが白色、ポジティブが緑色、ネガティブが赤色で表されている。総合スコアは右側、個別スコア（バリュエーション、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、市場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。

中国では債務削減による逆風にもかかわらず企業収益予想の上方修正が相次ぐ

中国では、成長減速や資金流動性のタイト化、デフォルトの増加にもかかわらず、企業収益予想の上方修正が続いている。貿易戦争に突入する可能性は依然として明らかにテールリスク（確率は低いものの発生すると大きな損失をもたらすリスク）だが、企業収益の軌道を左右するのは、実際のところ信用環境と政府の対応である。

ブルームバーグの集計データによると、2018 年に入ってから現在までのデフォルトは、私募債 9 銘柄と公募債 25 銘柄を含め、総額約 50 億米ドルにのぼる。これらの件数や額はすでに大きな数字だが、さらなる悪化が見込まれており、実体経済に打撃を及ぼし得る信用環境のタイト化が大きなリスク要因となっている。

貸出しを後押しするための銀行への流動性注入を含め、より緩和的な政策へのシフトによって懸念は和らいでいくと見られる。それにインフラ投資や減税など財政政策による景気刺激策も加わり、成長見通しはポジティブさを増している。

中国当局による緩和姿勢への転換を受けて人民元は下落したが、その調整スピードの速さから、中国当局が貿易戦争への対応として通貨切り下げを継続し、2015 年の夏に起こったような資本の国外逃避を再び招きかねないとの懸念が生じた。当社は、以下 3 つの理由からそれほど懸念していない。

- 中国人民元は、特に欧州や日本を含む主要貿易相手国の通貨に対して割高な水準にあったが、足元では適正価値に近づいており、調整完了が近いと見られる。
- 元安進行の速さには、関税の威嚇が急速に激化したこと

への反応もあるかもしれないが、結局のところ、中国は依然として自国通貨の安定を支える意向が強い。

- 2015 年当時と比べて資本規制が強化されており、経済成長も大幅に好調であることから、資本が国外に流出する術と動機は共に限定されている。

株価は 1 月の高値から 18% 下落しているものの、企業収益予想は上方修正が続いており、経済成長を取り巻く環境が 2015 年よりも大幅に良好であることを映し出している。

チャート 2: 中国の株価動向と企業収益動向の比較



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：2013 年 7 月 12 日～2018 年 7 月 10 日

2015 年当時は、需要の低迷や購買価格の下落（2015 年 12 月の PPI（生産者物価指数）変動率は -6%）が鉱工業部門の企業利益に直接悪影響を及ぼしたことから、企業収益が急減した。供給サイドの改革が奏功して 2018 年 6 月の PPI が +4.7% となっていることに加え、新たなインフラ投資も控えていることから、企業の売上成長は改善の一途を辿ると見られる。

鉱工業部門の企業利益が中国株式市場の重要なドライバーであることには変わりはないが、一方では「ニュー・チャイナ」部門が力強い成長を続けている。ニュー・チャイナ企業、そしてそのサプライチェーンを構成する同地域の企業は、競争力の源泉をコストの低さから技術力の高さへと置き換えることで、グローバルな多国籍企業からますます市場シェアを奪っている。従って、中国株式の無差別的な下落は投資機会をもたらしている。

マレーシア総選挙は予想外の結果に

マレーシア総選挙では、マハティール・ビン・モハド氏率いる野党が現職首相のナジブ・ラザク氏率いる与党に勝利するという大番狂わせの結果となり、市場に衝撃が走った。ナジブ氏は、中国の「一帯一路」構想による大規模な投資を取り付けるなど、経済成長重視の政策を推進してきたことから、深刻な汚職が知られていたものの大目に見られていた。

かつてはナジブ氏に助言する立場にあった現在 92 歳のマハティール氏は、汚職問題に大きな嫌悪感を覚えて野党に移り、選挙運動期間が比較的短かったにもかかわらず勝利へと漕ぎ着けた。ナジブ氏の汚職問題が敗戦の最大の要因となったのは明らかだが、マハティール氏は中国主導の投資に対して不信感を持つ向きに対しても、そのような投資の規模縮小を公約することで訴えかけた。

マハティール氏がポピュリスト（大衆迎合主義者）寄りであることは確かだ。腐敗した指導者を排除したことはポジティブな成果である一方、インフラ投資削減の動きは成長見通しの重石になるとともに、GST（物品サービス税）の廃止は財政悪化を招く可能性がある。

財政収支の軌道の不透明感増大に伴って長期的に成長が減速する可能性があることから、同国の資産クラス全般のスコアを引き下げるに至った。

EMEA の脆弱性が顕在化

EMEA（欧州・中東・アフリカ）の見通しは依然まちまちだが、世界的に金融環境がタイト化するなかで対外不均衡による脆弱性が増しており、全体的な見通しは一段とネガティブになっている。トルコでは、問題の多い政策運営によって高インフレや経常赤字拡大といった重大な難題が生じており、南アフリカでは、成長が鈍化するなかで財政改革を押し進めていくにあたって新たな政治的逆風に直面している。ロシア経済は、4 月に発動された厳しい経済制裁が障害となっているもの引き続き改善傾向を辿っており、一方で東欧地域は、EU との関係が悪化し続けているなか、景気過熱のリスクを抱えている。

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、ニュートラルが白色、ポジティブが緑色、ネガティブが赤色で表されている。総合スコアは右側、個別スコア（バリュウ、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。

上記の資産クラス別スコアは、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、市場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。

逆風に晒されるトルコと南アフリカ

多くの先進国の中央銀行が景気刺激策を終了するにつれ、金融環境がタイト化しており、対外赤字を埋め合わせるために海外からの資金に依存している国々にとっては、状況の厳しさが増している。そうした影響に最も晒されているのがトルコと南アフリカだ。

トルコでは、エルドアン大統領が 6 月の大統領選挙に勝利したが、独裁色を増す自身の権力固めにこれほど素早く取り組むとはあまり予想されていなかった。エルドアン大統領は、娘婿のベラト・アルバイラク氏を財務相に指名したが、中央銀行が先

日の会合で市場の予想に反して利上げを実施しなかったことから、同財相がインフレ抑制には利上げでなく利下げを行うべきという危険な考えを持つ義父から指示を受けているのではないかと懸念が強まった。

6月のインフレ率は15.4%へと加速し、トルコが直近のハイパーインフレ局面から脱する過程にあった2003年以来の高水準に達した。インフレが加速し続けるなかで政策金利を17.75%に「据え置く」ことにより、実質金利が危険なまでに圧縮され、資本の国外流出が深刻化するリスクや、場合によっては国際収支危機へと発展するリスクが高まる。トルコは経済規模が比較的大きいことから、そうしたイベントはより広い範囲への連鎖反応を引き起こすリスクがあり、注視を要する。

チャート 3:トルコの CPI(消費者物価指数)上昇率(前年同月比)



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：2003年1月～2018年6月

南アフリカについては、シリル・ラマポーザ氏が選挙に勝利して与党 ANC (アフリカ民族会議) の新議長および同国の新大統領に選出され、ようやく同国が強く必要とされる財政改革推進の道を進み始めたことから、前四半期にスコアを引き上げた。

ラマポーザ大統領がリーダーシップをとっていることは依然としてポジティブな展開であるものの、改革実行に向けた政治的道のりは、閉ざされていないとしても険しいことがますます明らかになってきている。経済成長が鈍化していることも合わせ、財政が一段と悪化するリスクが高まっている。

中東欧には景気過熱リスク

東欧諸国の中央銀行は、自国経済が好調であり、インフレ率が一貫して ECB (欧州中央銀行) 誘導目標の 2% を上回るなど、景気過熱の兆しを示しているなか、不必要に緩和的な政策を維持してきた。チェコ共和国は金融政策を引き締めている唯一の国であり、翌日物金利が現在 1% となっているが、一方で域内の他の国々は後れを取っており、実質金利のマイナス化が進んでいる。

チャート 4: 東欧諸国の CPI 上昇率(前年同月比)



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：2012年7月～2018年6月

各国の中央銀行が ECB の方針に逆らうなか、政策当局も移民危機をめぐって EU に強く反発している。いつもであれば EU 側が自らの意向を通すのだが、オーストリアが東欧ブロックの見解を支持しているほか、今ではイタリアもポピュリストの波に確実に加わっているなど、力の軸が変化しつつある。どのような展開となるか読むのは難しいが、ポピュリスト派の指導者が大胆さを増しているということは、経済重視政策の形勢を占う上で良い兆しとは言えない。

中南米はコモディティ相場が逆風に

中南米諸国は、コモディティ相場が 5 月下旬にピークをつけてから約 8% 下落した打撃を受けている。逆風要因には、ドル高や中国の経済指標の軟化、そして勿論、全面的な貿易戦争に突入した場合のテールリスクが含まれる。中国の政策緩和への転換はコモディティ需要にとって好材料であり、中期的には中南米諸国にとって追い風になると見られるが、当面は、足元のドル高や貿易戦争をめぐる不透明感が逆風となり続ける見通しだ。

各国の相対的な政治的リスクは乖離し続ける。アルゼンチンは市場で強い売り圧力に晒され、中央銀行が通貨を支えきれない状況に陥り、厳しい条件を伴う IMF (国際通貨基金) 支援が必要となった。ブラジルは選挙をめぐる不透明感が根強く、足元では、年金改革という極めて重要な問題に対して市場が以前ほど期待しなくなってきている。明るい面に目を向けると、チリやコロンビア、ペルーはより良好な政治情勢の恩恵を享受しており、センチメントが改善し成長も加速している。メキシコについても、次期大統領に当選したアンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール (通称アムロ) 氏が当初懸念されたほどポピュリストとしての脅威とはならないように見受けられることから、状況は安定化した。

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、ニュートラルが白色、ポジティブが緑色、ネガティブ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。

オナーゼ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。

アルゼンチンの未来は一段と不透明に

前四半期には、インフレの高止まりや深刻な干ばつがアルゼンチン経済の重石となっているだけでなく、同国の経常収支赤字を一段と深刻化させているという懸念について指摘した。それに加えて対外債務が高水準であることから、同国は金融環境のタイト化に対して特に脆弱な状況にある。

近年、金融緩和を背景として対外債務が急激に増加してきたが、最終的には改革によってアルゼンチン経済の不均衡が是正されるのではとの期待があった。しかし、改革ペースの遅さに、最終的には信頼感が崩れてパニック状態へと陥り、4月下旬以降のアルゼンチンペソの下落率が27%に達したことから、ドル建て債務の返済が一層困難になった。

チャート 5: アルゼンチンの対外債務残高の推移



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：2003年3月～2018年3月

マクリ大統領は IMF から 650 億米ドルの支援を取り付けた。当初の要請額は 500 億米ドルだったが、条件として要求されたインフレおよび財政目標が野心的すぎると市場が判断しペソ安

が一段と進んだことによって、支援額が膨らんだ。IMF 支援が承認された 6 月中旬以降はペソが安定化した。その見通しは依然として全く確信できない。確かに IMF 支援は緊急時の備えとなるが、残念ながら、マクリ大統領はそもそも IMF への支援要請を余儀なくされたことに対する非難を浴びており、それが政策実行の舵取りをさらに困難にしている。

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、日本証券業協会