



エマージングマーケット・クオータリー： 転換点を切り抜ける

2018年第3四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。

米中間の貿易戦争はより深くかつ長期化する対立へと姿を変えつつある様子で、これはマイク・ペンス米副大統領が最近、貿易慣行ばかりでなく、より根本的に政治・経済モデル全体についても中国を批判したことに表れている。

このスピーチは中間選挙が近づくなかで共和党支持層にアピールすることを意図したものであったが、中国に対する不満はますます広がり、中国がまだ「責任あるステークホルダー」(2005年に当時のロバート・ゼーリック米国務副長官が作った言葉で、中国が「その成功を可能とする国際的システムを持続させるために」米国と協力する必要があることを表している)とはなっていないとの考えを2大政党がともに支持するに至っている。

現在の対立を新たな冷戦と呼ぶのは尚早かもしれないが、相互不信感あるいは少なくとも見解の乖離の進行は過小評価すべきではなく、また単純な貿易戦争の休戦で取り返しがつかないものではないだろう。世界のサプライチェーンはすでに関税で混乱しており、今では国家安全保障上の利益と見なされているテクノロジー分野を中心に混乱長期化の様相を呈している。

トランプ大統領と習国家主席は11月末にアルゼンチンで開催されるG20サミットで会う予定となっているが、中国からの輸入品2000億ドル相当に対し追加関税をかけることとした8月末の米国の決定以降、これまでに明確な和解案は出ておらず、解決策が見出されなければ、8月末時点では10%に留められた関税率が2019年の初めには25%に上昇することになる。

当社では依然、太平洋を挟んだ両国間で25%の関税が課された場合に免れない打撃を回避するため、何らかの合意にたどり着く可能性はあると考える。しかし、全体的な対立は様々なチャネルを通じて続くように見受けられ、グローバル化の逆行が続くなかで長期継続的な影響を及ぼすものと思われる。

新興国の見通しは複雑だ。一方では、米国の財政による景気刺激策や中国が最近行っている緩和方向への政策シフトを背景に、世界の経済成長は下支えされているように思われる。他方では、米FRB(連邦準備制度理事会)が引き締めを続けるなかで米国財政の景気刺激策による経済成長の押し上げは衰え始めており、中国の政策緩和が实体经济に効果を及ぼすまでにはまだ時間がかかる。

第3四半期の初めに新興国ストレスの震源地となったトルコやアルゼンチンといった市場で投資家心理が回復しているにもかかわらず、金融環境は新興国全般にわたって依然タイトな状況にある。

当社ではかつて、成長モメンタムの米国での鈍化とその他の国々での回復によって、ドル高圧力が緩和すると期待していた。しかし、米国が金融政策を引き締めているのに対し中国では緩和が実施されていること、加えてイタリアが政府予算について抵抗を続けるという形で欧州懸念が再燃していることが、引き続きドルのサポート要因となっている。

新興国市場は明らかに割安であるが、政策や成長見通しに対するその影響が企業収益、延いては市場の方向性の主要な決定要因となるのは変わらないだろう。年内を通じて、当社では以下の3つの道標を注視していく。

- **関税:** 当社では依然、2019年の25%関税の打撃が回避されるようななんらかの合意に達する可能性はあると考える。そのような結果になれば市場は明らかに安堵するであろうが、非グローバル化を引き起こしている力は変わらず残る可能性が高く、それが企業収益にとって逆風になるものと思われる。
- **中国のクレジット・インパルス:** デフォルト率の上昇を伴ったレバレッジの解消により、これまでのところは中国の信用

拡大への緩和転換は限定的なものとなっている。新たに提供された供給に見合う需要がまだないため、クレジット・インパルス(新規貸出の対 GDP 比の変化)はマイナスのまま。中国は信用をコントロールする能力に長けていることから、クレジット・インパルスを押し上げるような調整を必要に応じて行うのではないかと見ている。

- FRB の政策:金融政策は引き締めが続く見通したが、株式市場が引き続き下落するようであれば、いずれかの時点でFRB はマイナスの資産効果、そしておそらくは財政出動の効果の衰退を考慮する必要が生じるだろう。金融引き締めをシフトダウンする動きは、どのようなものであっても、当面の堅固なプラス材料となる。とは言え、米国が金利を完全に正常化することができないと認識された場合は、最終的にリスク選好度にとって長期的なマイナス材料と見なされる可能性がある。

アジアの経済成長は鈍化も、市場のバリュエーションは収益モメンタムから見て魅力的

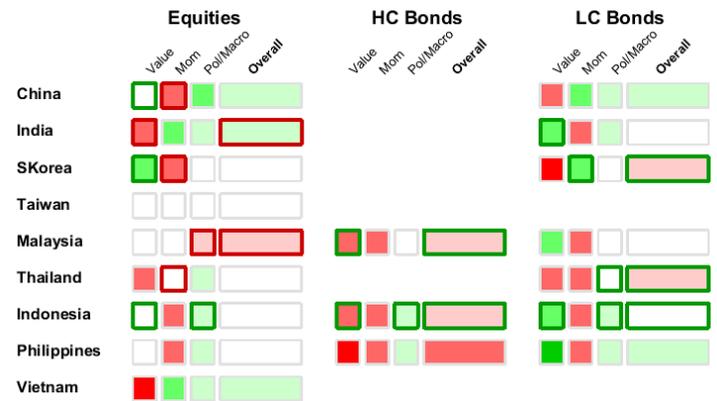
中国と韓国の両株式市場はモメンタムがマイナスに転じたが、その背景にある貿易戦争の影響はアジアのサプライチェーンにわたって波及するものと予想される。両市場のケースとも、モメンタム・スコアの低下はバリュエーション・スコアの上昇によって相殺された。貿易戦争がサプライチェーンに及ぼす影響のリスクはあるものの、企業収益とその伸びは依然しっかりしている。

インド株式は、バリュエーションが割高となりマクロ見通しの厳しさも増したことから、8月にスコアを引き下げた。その後、大規模な信用デフォルト(IL&FS)によって銀行システムが資本増強や破産法の整備といった取り組みにもかかわらず依然脆弱であることが露呈したため、株式市場は大きく調整した。これらを考慮すると、銀行や与信サービス企業に対しては慎重なスタンスが妥当だが、一方でサービスの輸出企業(情報技術セクター)は自国通貨安の恩恵を受取るものと思われる。

韓国の現地通貨建て債券は、貿易戦争懸念を含め同国のマクロ見通しが低調で利上げの可能性が低いと見られるなか、モメンタム・スコアがプラスに転じたため総合スコアを引き上げた。現地通貨ベースでの名目利回り水準は高くない(10年物で2.3%)ものの、FRBの利上げを受けて米ドル・ヘッジベースのリターンの魅力が増している。同様にタイの現地通貨建て債券も、金融政策が相対的に緩和的であるとともに為替ヘッジ後の利回り水準が魅力的であることから、総合スコアを引き上げた。

マレーシア株式は、インフラ・プロジェクトの中止と GST(物品サービス税)の0%への引き下げによる景気刺激効果の薄れを受けて経済成長見通しが悪化していることから、総合スコアを引き下げた。同国のハードカレンシー建て債券については、バリュエーション・スコアがやや改善したため総合スコアを引き上げた。

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。

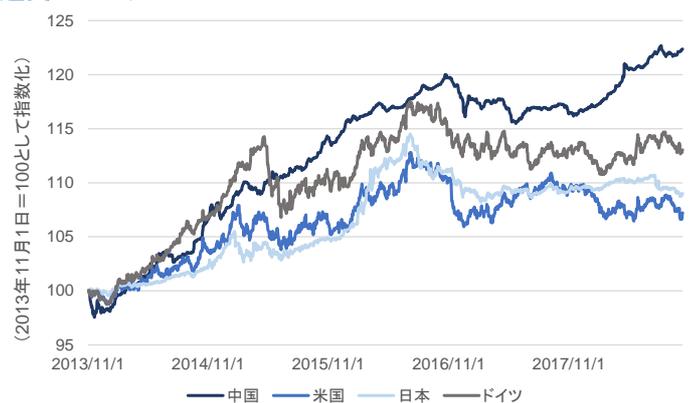
上記の資産クラスは、マルチアセット戦略ポートフォリオの運用を担当するポートフォリオマネージャーの現在の投資見解を反映したものです。これらは投資リサーチまたは投資推奨に関する助言に該当するものではありません。セクターや経済、市場トレンドに関する予見、予測または予想は、それらの将来の状況またはパフォーマンスを必ずしも示唆するものではありません。

新しい安全資産:中国債券

2018年の資産配分は、従来の「安全」資産が悩みの種となってきた。先進国の債券は、株式と一緒に下落するケースが多くなっているため、通常の安全資産としての特性を発揮してきていない。

先進国債券に比べてより安全資産として特性を徐々に見せてきているのが中国債券で、2017年までの5年間において先進国債券を大きくアウトパフォームするとともに、2018年はパフォーマンス格差が一段と拡大している。

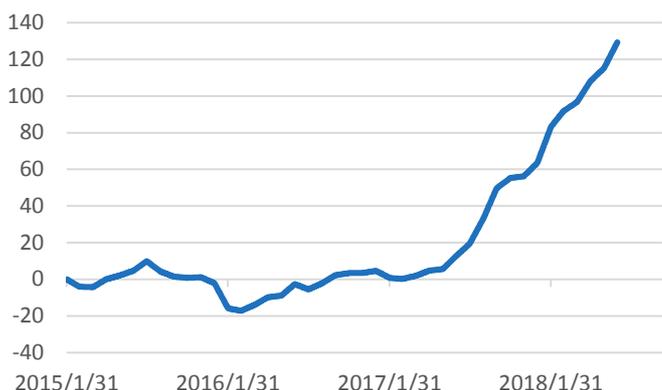
チャート 1: 中国債券と先進国債券のパフォーマンス比較(現地通貨ベース)



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:2013年11月1日~2018年10月12日

中国は、債務の削減、そして今や貿易戦争と多くの問題を抱えているが、海外から多額の買いが入っていることが、中央政府が実際にこのような難局を乗り切ることができるとの信頼の広がりを見せている。

チャート 2: 海外投資家による中国債券の購入(10 億米ドル)



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:2015年1月31日~2018年6月30日

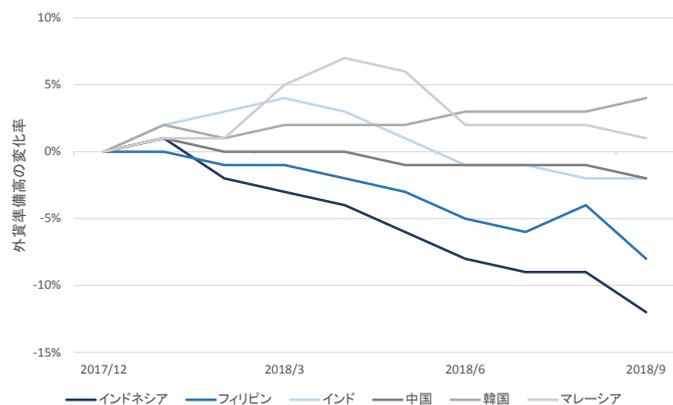
この世界で3番目に大きい債券市場において海外投資家が占める割合は現在2.3%に過ぎない。中国債券は2019年4月からグローバル総合インデックスに採用される予定であり、これによって中国は、資本勘定の開放を進めるなか、資金流出圧力を相殺する重要な流入源を確保できることになるだろう。

政府の緩和政策を受けて、通貨がやや弱含んでいるが、海外から自国の債券市場および株式市場へ資金流入を促すために通貨の安定を維持する有用性が非常に高くなってきており、人民元が一層下落する可能性は非常に低いと考えられる。

外貨準備の減少により実質金利が上昇

インドネシアやインド、フィリピンを含め大幅な経常赤字を抱える国々は資金の流出が特に激しく、それを反映して外貨準備が大幅に減少している。

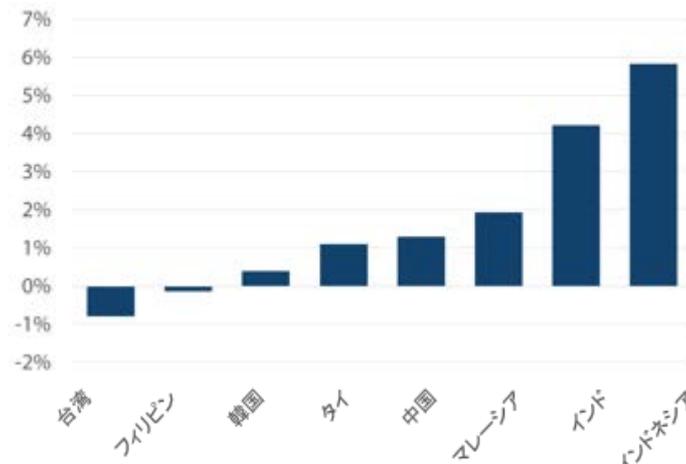
チャート 3: アジア諸国の外貨準備の変化



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31日~2018年9月30日

中央銀行は通貨を支えるとともに対外赤字を調整するために利上げを行っているが、フィリピン以外の国では引き続きインフレが概ね抑制されていることから、インドネシアやインドでは実質利回りが魅力的な水準となっている。

チャート 4: アジア諸国の 10 年物国債の実質利回り(2018 年)



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

インドネシアとインドの現地通貨建て債券市場は、困難な対外収支状況が当面重石となり続けるかもしれないが、実質利回りが高くインフレ見通しが落ち着いていることから、さらなる下落は限定的なものにとどまるだろう。両市場ともに足元は逆風下にあるため総合スコアが中立となっているが、そのような圧力要因が収まるにつれ、リターンの見通しは徐々に上振れる可能性が高まってきている。

EMEA は立ち直りつつある

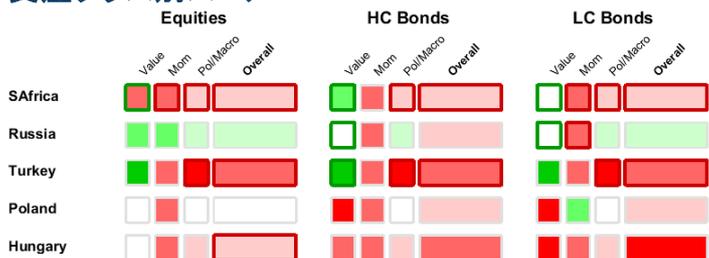
EMEA(欧州・中東・アフリカ)では、トルコと南アフリカの資産について、政治的リスクの高まりからともに総合スコアを引き下げた。ただし、最近の状況展開を受けて投資家心理は回復しており、特にトルコは6.25%の利上げや財政再建計画(詳細は不足しているが)を含む正統派政策に回帰したことが好感されている。

利上げ前、エルドアン大統領は自身の非伝統的な経済および政策見解を不当に罰しているとして、米国や市場全般を激しく非難した。それ以降、同大統領は(少なくとも今のところは)全面降伏しており、市場はそれに対して予想される通り評価する姿勢を示している。

米国の対トルコ制裁および関税のきっかけとなったのは、アメリカ人牧師のアンドリュー・ブランソン氏がテロ活動を行ったとしてトルコで拘束されたことだが、最近同氏が解放されたことから、今後さらに安堵感が広がるものと思われる。

9月のインフレ率は24.5%へと加速したが、一方で政策金利が24%に過ぎないことから、中央銀行は警戒を保つ必要がある。落とし穴は、財政再建計画と、資金流動性の極端な逼迫と不良債権の増加に苦しみ綱渡り状態にある銀行システムの管理の、細部に潜んでいる。景気の調整は差し迫っており、リセッション(景気後退)は非常に厳しいものとなるだろう。

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。

南アフリカ：投資不適格級と紙一重

南アフリカでは、シリル・ラマポーザ大統領が、自身の率いる与党「アフリカ民族会議（ANC）」の分裂が進むなか、来たる 2019 年の選挙に向けて党内支持を保つべく（かろうじて足りるだけの）ポピュリスト（大衆迎合主義者）政策を慎重に推進する一方、同時に同国の財政を持続可能な軌道に戻すために質の高い経済チームを築くという、危うい綱渡りを行っている。

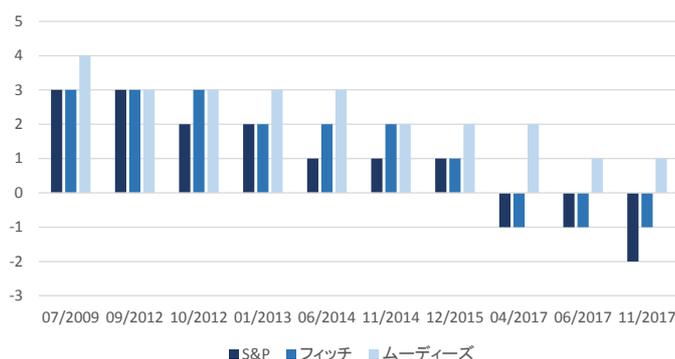
すべてのステークホルダー（利害関係者）にアピールするのは簡単なことではなく、時として屈辱的で、例えば、補償なしで土地収用を行うこと（ラマポーザ大統領が 2019 年の選挙後に最終的に骨抜きしようとしている政策）に必要な憲法改正案に対し、トランプ米大統領が批判的な見解をツイートしたように、時として屈辱的なものだ。

第 2 四半期の GDP 成長率が -0.7% となったことで、経済は公式にリセッション（景気後退）入りした。幸運にもインフレが減速したため中央銀行は政策金利を 6.5% に据え置くことができ、一方で、さらなる財政悪化のリスクを冒すことのない適度な規模の財政出動による経済押し上げ効果が期待されている。

市場は、過去 3 年足らずで 5 人目となる同国の財務相にティト・ムボウェニ氏が任命されたことを好感した。しかし、同氏が最近になって当面は財政が悪化するとの認識を示したことから、市場の安堵は短命に終わった。

市場の注目は現在、同国の債券を投資不適格級に格下げすることを拒んできた唯一の格付け機関であるムーディーズに集まっている。

チャート 5：南アフリカの対投資不適格級での相対信用レーティング



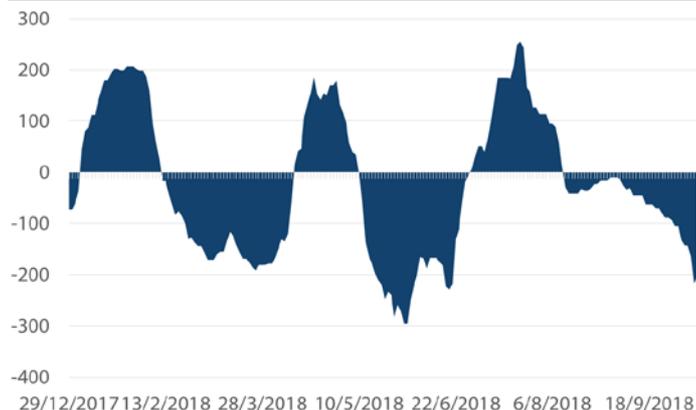
出所：信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成
期間：2009 年 7 月～2017 年 11 月

ムーディーズが格下げを決定すれば、南アフリカはシティ世界国債インデックスから除外されることになり、同国からの多額の資金流出につながると想定されるため、同格付け機関の判断は引き続き非常に重要である。

ロシアは制裁絡みで市場が乱高下

トランプ米大統領は、英国でのスクリパリ氏（ロシアの元スパイ）毒殺未遂事件と自国での選挙介入疑惑へのロシアの関与が一段と明らかになったとして、ロシアに対し追加制裁を発動した。新たな制裁が容赦なく課されたことは、投資資金の流出という形で大きな打撃を与えており、ロシアの ETF からの資金流出はチャート 6 が示す通り加速している。

チャート 6：ヴァンエック・ロシア ETF の資金純流出入（30 日ローリング・ベース、100 万米ドル）



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～2018 年 10 月 9 日

より明るい側面としては、トランプ大統領のヘルシンキでの（素晴らしいとは言えない）パフォーマンスもあり、より大幅に厳しい制裁案が議会にかけられたかもしれない事態が、追加制裁の発動によって回避されたであろうことだ。

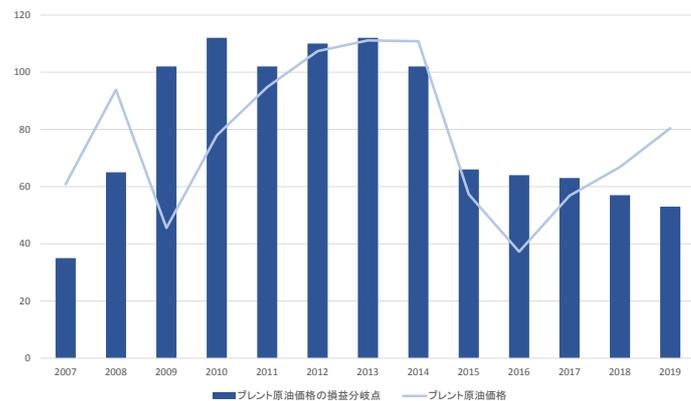
ミュラー特別検察官による調査は並行して続いているが、捜査官たちは元の部署に再配置転換されたため、同氏が率いる調査チームは縮小している。これまでのところ、共謀を示す明らかな証拠は出ていないが、調査結果はさらなる制裁の可能性を判断する上で重要となるだろう。

一方で、トランプ大統領は、少なくとも主権侵害ストーリーの一部をロシアから中国へシフトさせるのにある程度成功している。

当社では長らく、ロシアの経済政策は堅固なプラス材料であるとの見方をとってきた。金融・財政両面での制約が、過去数十年間において原油価格動向に従ってきた好不況サイクルとはかなり異なっているからだ。

今日、原油価格が上昇を続ける一方で、財政面の制約は財政目標の達成に必要な原油価格が1バレル=53米ドルという水準まで低下している。一方で経済成長は投資の増加を受けて加速しており、ロシアは制裁の猛攻に対して十分な耐性を備えているようだ。

チャート7: 原油価格と財政目標達成に必要な原油価格水準



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~2019年

中南米はコモディティの後押しと政治面の期待が追い風

中南米の資産市場は、ポジティブな政治動向と中国の景気刺激策が、コモディティ需要見通し面でも追い風となっている。重要な点として、メキシコとカナダは米国と個別に貿易協定を結び終わっており、この新たに USMCA(米国・メキシコ・カナダ協定)と名付けられた協定は、保護主義的トーンを強めながらも NAFTA(北米自由貿易協定)と概ね同様の内容となっている。

ブラジルの現地通貨建て債券は、モメンタム・スコアの低下を受けて総合スコアを引き下げたが、市場はその後、大統領選の第1回投票でジャイル・ボウソナロ候補が勝ったことを労働党の対立候補が勝つよりもよい結果と判断し、一息つく状況となっている。

チリ株式は、モメンタム・スコアとバリュエーション・スコアが悪化したことから総合スコアを引き下げた。同市場では株価が9月上旬から銅価格に伴って上昇していたが、その後、経済成長見通しが比較的堅調であるにもかかわらず、再び下落に転じて最安値を更新した。それでもなお、株価は割高であり、減税は実現しておらず、年内にはインフレの加速が予想されているため金融政策の引き締めが始まるものと思われる。

アルゼンチン株式は、インフレが上昇していることと今後の景気調整が厳しさを増していることから、総合スコアを引き下げた。

資産クラス別スコア



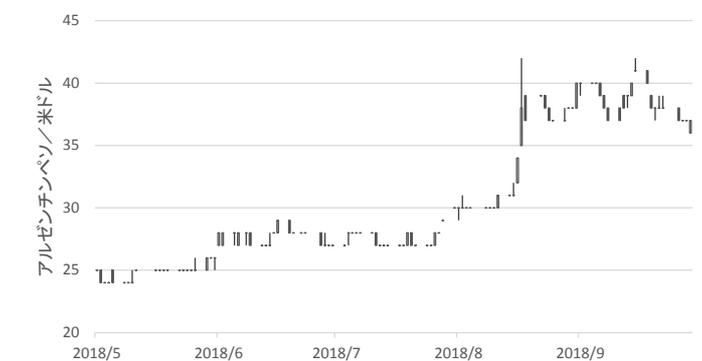
スコアについて:各国および各資産クラスのスコアは、中立が白色、プラスが緑色、マイナスが赤色で表されている。総合スコアは右側、個別スコア(バリュー、モメンタム、政治/マクロ)は左側に示されている。灰色の枠線は、対象四半期中のスコアに変化がなかったこと、緑色の枠線はスコアが引き上げられたこと、赤色の枠線はスコアが引き下げられたことを示している。

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。

アルゼンチンは崖っぷちの状況から回復

アルゼンチンのマウリシオ・マクリ大統領は、IMF(国際通貨基金)に対して2019年の融資の前倒しを要請していることを、実際に合意がなされる前に誤って公表してしまい、これを受けて8月下旬に通貨が急落した。

チャート8:アルゼンチンペソの推移



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:2018年5月2日~2018年10月12日

(これほど早く)IMFに支援を再要請したため、アルゼンチンはより大掛かりな財政再建を求められることとなり、これがその後の市場心理の回復につながった。経済面や政治面で多くの課題が残っているものの、今のところは財政再建の見通しは実行可能なように見受けられる。

当面のブラジルは大統領選後の安堵相場

ブラジルの現地通貨建て債券は、バリュエーションが割高であるとともにマクロ・政治面のスコアがマイナスとなっているなか、モメンタム・スコアがマイナスに転じたため総合スコアを引き下げた。しかし、夏季にストレスに晒された(そしてその結果売られ過ぎとなった)他の新興国市場と同様に、大統領選の第1回投票でボウソナロ候補が極左の対立候補に対し優位に立ったことが、当面の十分な安堵材料となった。債券利回りは低下し通貨は上昇したが、同国には依然として困難な課題が多く、現段階では総合スコアの引き上げは妥当ではないと考える。

チャート 9: ブラジルの現地通貨建て債券利回りと通貨の推移



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: 2018年4月16日～2018年10月11日

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