

新興国株式市場の見通し 2022年 夏季



グイド・ジャマテイ
ポートフォリオマネージャー
RBC GAM 新興国株式運用チーム

2022年は、金利上昇、ロシアのウクライナ侵攻による経済への打撃、中国の大都市におけるロックダウン後の経済低迷、といったことに揺さぶられ、すべての主要な株式指数は大きな下落を経験しました。新興国株式については、その他の株式指数より弱含むことが予想されましたが、企業キャッシュフローの強さ、通貨の耐性、魅力的なバリュエーションに支えられて、先進国株式とほぼ同レベルのパフォーマンスとなりました。

ロシアを除けば、新興国株式市場では中国が最も低調に推移し、2022年5月までの3ヵ月間に10.7%下落しました。一方、中国を除く新興国市場は、資源輸出国が好調であったことから、5.7%の下落にとどまりました。

都市部のロックダウンにより経済に打撃を受けた中国は、厳しい状況となりました。米国連邦準備制度理事会（FRB）をはじめとする主要な中央銀行が金融引き締めへ転じる中で、中国では、政府が金融・財政の緩和を迫られるような経済情勢となりました。その結果、ロックダウンによる経済成長への悪影響に対処するための金融政策上の措置は、資本流出に対する懸念によって効果が限定的なものとなっています。

今年の中国株のパフォーマンスを決定すると思われる要因は4つありますが、そのうち3つはプラス材料です。

第一に、年初には多くのアナリストが、中国を地政学の安定に対する脅威と考えていましたが、今では差し迫った脅威ではなくなりつつあるように見受けられるということです。これは、ロシアのウクライナ侵攻に対する中国の支持が弱まりつつあることに表れています。欧米諸国によるロシアへの強力な制裁措置を受けて、中国政府は、台湾への侵攻を開始した場合、同様の制裁措置が想定され、それによってもたらされる経済への影響を再度、認識したのではないのでしょうか。習近平国家主席は地政学的な影響力を拡大することを目指しています。私たちの考えでは、そのためには世界最大の経済大国になることが重要であり、その目標には、協調的な姿勢が求められるものとみえています。ある部分においては、経済覇権への道は、敵対関係の無い世界環境を維持するか、孤立や制裁を避けることによって、必要な技術や資金の移転が損なわれないようにして、自給自足の度合いを長期的に最大化することにあるだろうと考えています。

第二のプラス材料はバリュエーションです。アナリストによる中国企業の業績予想は15ヵ月連続で引き下げられてきました。そして、現在の株価純資産倍率の水準は、MSCIワールドインデックスとの対比で過去20年間で最低となっています。多くのネガティブな材料は織り込み済みと考えられます。

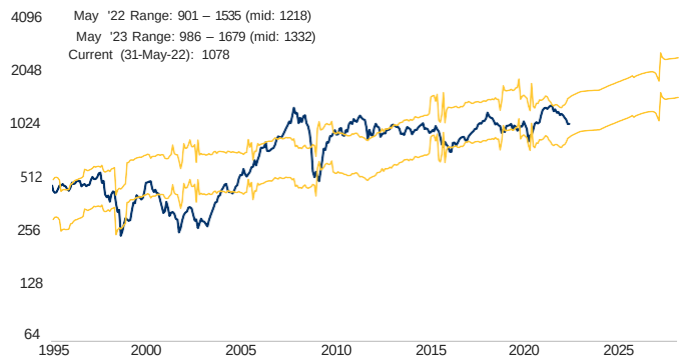
第三の支援材料として、財政政策がより緩和的になっていることが挙げられます。中国当局には、これまでのような余裕は無いかもしれませんが、政府支出がより大きな経済効果をもたらす兆しが見えています。歴史的に見れば、政府支出（社会融資総量）の伸びと与信・利益の伸びとの間には強い正の相関関係があります。

短期的なマイナス材料は、新型コロナウイルスの再拡大や、それに対する中国政府の管理方針です。中国は新型コロナウイルスの発生以来、「ゼロコロナ政策」、つまり経済を圧迫してでも徹底的なロックダウンを行う方針を採ってきました。人口2,600万人の上海では、感染者の数がピークアウトしたことを受けて規制が緩和されました。他の都市でも同じようなロックダウンが繰り返されれば、経済成長が阻害されることは明らかです。中国政府は、ワクチンの効果がそれほど高くなかったことと、高齢者に対する優先的なワクチン接種を怠ったために、本来なら対処できたかもしれない状況を悪化させた、という事実に向き合わなければなりません。中国当局が強硬な新型コロナウイルス対策を維持する限り、成長は妨げられ、例えば株式のバリュエーションが魅力的になったとしても、株価はなかなか回復しないでしょう。

私たちのポートフォリオのポジショニングについて考えた時に、現時点のキーワードとなるのは「価格決定力」です。考慮すべき重要な要素として、インフレ、特に食料インフレが挙げられます。ウクライナとロシアは小麦や大麦など主要農産物の最大の生産国、輸出国でもあることから、食糧は特に大きな懸念材料となります。第二に、ベラルーシは世界最大の肥料生産国ですが、制裁による供給抑制と燃料価格の上昇による生産コストの増加により、肥料価格が高騰しています。世界中の多くの農家は、現在の価格では肥料を買うことができず、作物の収穫量を減らしています。FAO（国連食糧農業機関）の食料価格指数は、「アラブの春」が起きた2011年よりも高い水準にあります。スリランカ、パキスタン、ペルー、エジプトなど、より脆弱な新興国においては、経済的な不安定と社会不安が見られるようになりました。社会不安から政治革命に至る歩みは短いかもしれませんが。また、供給が回復しなければ、消費者支出に占める食料支出の割合が、先進国の10%に対して約35%を占める新興国では飢饉が発生する可能性があります。

MSCIエマージング・マーケット・インデックスの想定レンジ

標準化利益を用いたバリュエーションに基づいて算出



Source: RBC GAM

これまでの10年間は、ほとんどインフレは起きませんでした。今後10年間はより高いレベルのインフレになる可能性があります。このような環境では、強力な価格決定力を持つ企業に投資することが重要です。そのため、私たちは債務の水準が低く、資源価格に左右されにくいコスト構造、高い市場シェア、相対的に小さな固定資産、容易に代替できない製品を持つ企業を選好します。一般的に価格決定力を持つ傾向のあるセクターは、生活必需品（Consumer Staples）です。また、テクノロジーセクターは非常に低迷しており、そのバリュエーションは魅力的になってきているので、今年の後半には投資機会が訪れるかもしれないと考えています。

ディスクレーマー

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できるとされる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のものです。ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc.、RBC Global Asset Management (UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.

