

2016年12月31日

ポートフォリオ・マネジャー・コメントリー〈グローバル・エマージング市場チーム〉

グローバル・エマージング市場株式戦略 2016 年総括

過去3年パフォーマンス



	過去1年	過去3年(年率)	過去5年(年率)	設定来(年率)
ファンド*	1.21%	3.06%	13.47%	4.20%
参考指数	6.17%	0.78%	9.76%	0.59%
+/-	-4.96%	2.28%	3.71%	3.61%

資料に用いられた運用実績に関するグラフ、数値その他いかなる内容も過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。折れ線グラフのファンドパフォーマンス及び参考指数は指数化して表記。参考指数(MSCI エマージング・マーケット・インデックス)は税引き後配当再投資(円ベース)を投信基準(基準価額ベース)に調整してパフォーマンスの比較に使用。MSCI Emerging Markets 指数は、MSCI インクが開発した指数です。ファンド設定日は2008年3月7日。*コムジエスト・アセットマネジメント株式会社(以下コムジエストAM)が運用する代表口座(日本籍・適格機関投資家限定私募ファンド、フィー控除後) 出所:コムジエストAM

2016年、新興国のマクロ経済情勢は全般的に目立った改善が見られませんでした。経済成長率は、多くの新興国で相対的に低迷した状況が続いており、インフレ率についても、一部で低下したとはいえ、引き続き高水準です。また、自国通貨が上昇した国では、対外収支が悪化したほか、与信の低迷も続き、成長に向けた資金が通常より調達しづらい状況です。新興国の多くはこれまで、自国通貨防衛と景気刺激策の両立というジレンマを抱えてきましたが、最近では、外貨準備が減少したほか、債務の増加やインフレの加速といった(本来危険視される)要因も手伝って、この政策上のジレンマは自然に解消されつつあります。一連の問題は中国にも当てはまりますが、貯蓄率が高く、外資の流入が制限されている中国には、比較的柔軟な形で現在の状況に対処する余地があるとコムジエストは考えています。

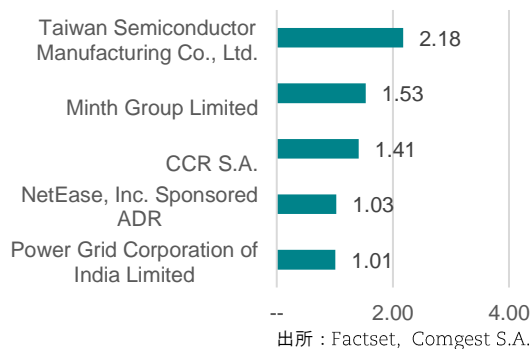
多くの新興国では抜本的な構造改革が進んでおらず、外的ショックに対して依然脆弱な状態です。そのため、今後数四半期に不測の事態が発生する可能性は十分にあり、例えば、国内外からの圧力に直面した新興国が資本規制に踏み切ることも考えられます。

予想外の結果となった米大統領選後、景気循環株セクターや景気回復の恩恵を受ける銘柄に投資資金を移す動きが加速しました。こうした市場環境においては、コムジエストの運用スタイルの強みが発揮されにくい傾向にあります。当ファンドのパフォーマンスにマイナスに寄与した要因としては、以下の点が挙げられます。

- 米大統領選以降、エネルギー関連銘柄と素材銘柄が堅調なパフォーマンスを上げましたが、当ファンドのポジション構成では、両セクターの組入比率は非常に低くなっています。特に両セクターの好調が際立ったブラジルに関して、銘柄選択がマイナス寄与となりました。
- 銀行セクターが堅調に推移する中、保険会社が出遅れました。保険会社については、各社の投資ポートフォリオで保有する新興国債券の利回り低下が嫌気され、特に中国の保険会社でこの傾向が目立ちました。
- 強固なファンダメンタルズを持ちながら、悪材料に見舞われた銘柄もありました。具体的な要因と銘柄としては(1)国内の景気低迷(インドの発電機メーカーBHEL、ロシアのインターネット接続サービス会社 Mail.ru など)、(2)為替レートの変動(香港の複合企業 CK Hutchison (プレグジットによる英ポンド下落)、メキシコの飲料メーカーFemsa(メキシコペソの下落))、(3)地政学的要因や規制動向(南アフリカの通信サービス会社 MTN、インドの IT 企業 Infosys)などが挙げられます。

一方、台湾の半導体受託生産企業 TSMC は 2016 年を通して良好な株価パフォーマンスを上げ、10-12 月期も底堅く推移しました。インターネット関連機器の分野が、従来と比べてやや鈍化しつつも成長を保っており、この点が好材料となりました。また、長い年月をかけて半導体業界トップの地位を築いてきたこともプラスに働いています。

2016年パフォーマンス寄与上位5銘柄(%)
代表口座マザーベース



香港に上場している中国の自動車部品メーカー Minth Group も良好な決算を背景に堅調な株価パフォーマンスを上げました。同銘柄は1年で約60%以上の上昇を果たしたことから売却しました。

ブラジルの有料道路運営会社 CCR については、ブラジル経済が今後安定に向かい、金利が加速度的に低下するとの見通しがプラスに働きました。交通量の低迷は続いているものの、それを相殺する形でコスト削減策が奏功したことから、利益率が改善しました。CCR の業績のカギを握るのは、国内の景気回復、金利低下のほか、完了が間近い最近のプロジェクトの動向と行方です。また、テメル新政権はインフラ投資に非常に力を入れており、2017 年初めに新規プロジェクトの第1回入札を実施する予定です。CCR にとっては新たな成長機会が創出されることとなります。

国内の景気回復、金利低下のほか、完了が間近い最近のプロジェクトの動向と行方です。また、テメル新政権はインフラ投資に非常に力を入れており、2017 年初めに新規プロジェクトの第1回入札を実施する予定です。CCR にとっては新たな成長機会が創出されることとなります。

ファンドのパフォーマンスにマイナスに寄与した銘柄としては、経済環境悪化の影響に見舞われた CK Hutchison が挙げられます。同社は利払い・税引き前利益(EBIT)の約40%を英国(通信、公益、小売部門)で稼ぎ出しているため、英ポンド安から打撃を受けました。加えて、世界貿易の低迷を背景に、港灣運営部門の業績も落ち込みました。現在の株価に割高感はなく、配当利回りや自社株買いが下支え要因となっていますが、リターン向上のためには一段の景気回復が必要と考えられます。

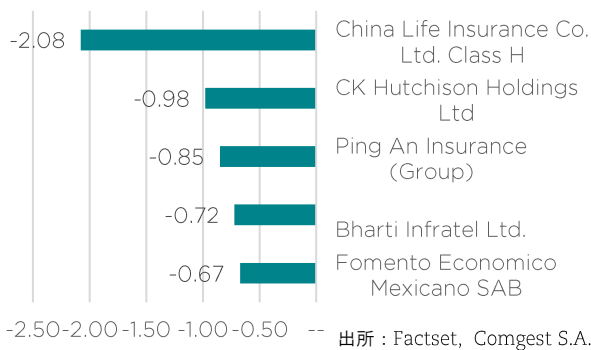
いずれも中国の生命保険会社である China Life と Ping An については、最近の月次レポートで言及した通りですが、中国の債券利回りが過去2年間で予想以上に低下、株式市場の低迷も続く中、両社ともに投資収益が悪化し、減益となりました。先行き、中国政府が(資本市場の完全な閉鎖は避け

つつ)人民元の防衛を優先する場合には、さらなる金融緩和は難しいと見られます。もちろん、金利動向の予測は容易ではありませんが、コムジェストでは、中国の生命保険セクターを取り巻く環境がさらに

悪化する公算は小さいと考えています。従って、投資家の間では今後、極めて堅調に推移している本業の業績に一層の注目が集まるとみられます。

メキシコの飲料メーカーFemsa は強力な流通／販売網を保有しており、経営状況は極めて良好です。但し、米大統領選でのトランプ氏の勝利以降、メキシコの金融市場が軒並み下落する展開となり、

2016年パフォーマンス寄与下位5銘柄(%)
代表口座マザーベース



同銘柄もそのあおりを受けています。特に影響を及ぼしたのはメキシコペソ相場で、大統領選の選挙期間中から選挙後に至るまで、軟調な値動きが続きました。さらに、Femsa が持分を保有するオランダのビールメーカーHeineken の株価下落も、弱材料視されました。

投資行動については、中国の監視カメラメーカー大手で、世界で18%の市場シェアを有する Hikvision*を新たにポートフォリオに組み入れま

した。主力製品のネットワークカメラは、映像やデータの情報をインターネット経由で転送することが可能であり、こうしたモノのインターネット(IoT)市場の急成長は、ビデオ監視業界にとって追い風となります。既存のアナログ機器からデジタル機器への移行が進む中、Hikvision も恩恵を享受できる見通しです。同銘柄は 2017 年予想 PER(株価収益率)で 15 倍の水準で取引されており、ROE は 35% です。キャッシュフローも良好で、2桁台の利益成長が予想されます。(*Hikvision 当該銘柄について、日本籍ファンドでは事務手続きの関係上 2017 年より投資を開始しております。)

ブラジルの保険会社 BB Seguridade と中国の乳製品メーカーInner Mongolia Yili は、株価に割安感が出たタイミングで買い増しました。一方、大幅に値上がりしたインドの送電会社 Power Grid のポジションを削減しました。

ブラジルの化粧品会社 Natura はすべて売却しました。ブラジル国内市場でのシェアが低下する中、同社の戦略に目立った進展が見られなかったためです。ロシア銘柄の中では、中期的な利益見通しに不透明感が高まったことから、インターネット検索エンジン大手 Yandex と食品小売会社 Magnit を売却しました。

保有上位 5 銘柄 (2016 年 12 月末現在)

	銘柄	国	比率
1	TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	台湾	6.0%
2	CHINA LIFE INSURANCE CO-H	中国	4.7%
3	NETEASE INC ADR	中国	4.4%
4	POWER GRID CORP OF INDIA LTD	インド	4.2%
5	INFOSYS LTD-SP ADR	インド	3.5%

代表口座マザーベース 出所：コムジェスト AM

2017 年は前年と同様に不確実性の高い年となる見込みです。各国で予定される選挙をはじめ、様々な地政学的要因が株式市場のリターンとボラティリティに一段と大きな影響を及ぼすとみられます。もともと、地政学動向を予測することは困難です。コムジェストでは引き続き、長期の収益を見通しやすいクオリティ・グロース銘柄を発掘し、それに投資することで、外的要因による一時的な影響や株価の変動性の大部分を回避できると考えています。

コムジェストでは引き続き、新興国市場には妙味のある投資機会が存在するとみています。今後数年間および数十年間という時間軸で考えた場合、構造的な下支え要因が数多くあるためです。要因の例としては、人口動態、都市化、改革の進展、中国経済の持続的成長、(市場構造を一変させる)破壊的イノベーション、金融サービスの中間層への浸透拡大などが挙げられます。

新興国経済が直面している短期的な課題の先を見通せば、新興国の多くは長期にわたって、先進国よりも大きく成長する可能性を持っています。先進国市場では、債務水準、金利動向、富の再分配、企業の利益率、自社株買いの有無などが課題となる公算が大きく、株主リターンにマイナスの影響を与える可能性もあります。一方、新興国市場では現在、債務は穏当な範囲に収まっており、実質金利もプラスを維持しています。富の集中は解消に向かっており、企業の利益率も過去最高水準には至っていません。また、総じて高水準の借入コストを背景に、自社株買いは未だ広く実践されていません。バリュエーションについても、多くの新興国株式は、過去平均や先進国株式と比べて妥当な水準です。

とはいえ、短期的なリスクはやはり存在しています。具体的には、主要国で何らかの深刻な問題が発生する可能性、信用バブルに関する様々な問題(信用収縮のリスクなど)、米ドル高、米国新政権を巡る不確実性などが挙げられます。

当ファンドの組入銘柄は、向こう一年間で平均 12%~13%の増益が見込まれており、これに基づく 2017 年の予想 PER は 16 倍を若干下回る水準となっています。またファンドは堅固でバランスの取れたポートフォリオ構成を採っており、上述したような一連の課題や試練がある中で、運用成果を上げていくことができるとコムジェストは考えています。



資料に用いられた運用実績に関するグラフ、数値その他いかなる内容も過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。折れ線グラフのファンドパフォーマンス及び参考指数は指数化して表記。参考指数(MSCI エマージング・マーケット・インデックス)は税引き後配当再投資(円ベース)を投信基準(基準価額ベース)に調整してパフォーマンスの比較に使用。MSCI Emerging Markets 指数は、MSCI インクが開発した指数です。ファンド設定日は 2008 年 3 月 7 日。*コムジェスト AM が運用する代表口座(日本籍・適格機関投資家限定私募ファンド、フィー控除後) 出所:コムジェスト AM

資料ご利用に当たっての留意事項

商号等:コムジエスト・アセットマネジメント株式会社(金融商品取引業者)

登録番号:関東財務局長(金商)第1696号

加入協会:投資信託協会、日本証券投資顧問業協会

業務内容:当社は金融商品取引業者として投資運用業、第二種金融商品取引業及び投資助言・代理業を行います。尚、現在本邦のお客様に対する投資助言業務は行っておりません。

運用報酬(消費税込):当社の投資運用サービスをご利用になる場合の当社の報酬については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。また、当社の投資助言業務の場合の当社の報酬は、助言の前提(投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等)により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。当社の第二種金融商品取引業務は当社の設定する投資信託の受益証券等の直接募集等に係るものに限定しており、当該業務に係るものとして、お客様からは報酬を頂いておりません。

ご負担頂く費用等:当社の投資運用サービスをご利用になる場合、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。これらの費用については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

リスク情報:投資運用業において行われる運用は、主に国内外の株式や公社債等の債権などの値動きがある有価証券を投資対象としており、投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあります。投資対象は、個別の投資信託または投資一任契約毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。債券の価格は、一般に、金利の変動により上下します。また、市場・経済の状況の変化等によって変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。

上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資信託または投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資信託または投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資信託または投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。

注記:本資料に記載されている過去の例は、あくまでも投資運用業務における運用のご参考として表示したものです。過去の例は将来の運用成果を保証するものではありません。

本資料はコムジエスト・グループの運用方針やファンドの商品性格および運用状況等に関する情報提供を目的に、コムジエスト・エス・エー社が作成した資料等に基づきコムジエスト・アセットマネジメント株式会社が作成したものです。本資料は、当グループのファンドの取引を勧誘又は推奨するものではなく、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。特定の商品や取引、あるいは資料中に個別の銘柄名等が含まれている場合であっても、当該銘柄への金融商品取引を勧誘・推奨するものではありません。

本資料は弊社が信頼できると考える情報等に基づいて作成されておりますが、その正確性・完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。投資される際には、投資リスク及びご負担いただく手数料などの諸費用について約款等でよくご確認の上、ご自身の責任と判断をお願いします。

本資料に掲載したインデックスに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、当該インデックスの公表元またはその許諾社に帰属します。

当社の事前の承諾なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配付等する行為はお断りします。

コムジエスト・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1696号