



FROM THE EQUITY DESK

ピーター・サルトリ 日興アセットマネジメント アジア リミテッド アジア株式運用部ヘッド

ASIAN EQUITY OUTLOOK

2017 年 9 月

本レポートは、2017 年 9 月発行の英語版「FROM THE EQUITY DESK」の日本語訳です。内容については英語の原本が日本語版に優先します。

サマリー

- 8 月のアジア株式(日本を除く)は米ドル・ベースの市場リターンが 1.3%と、新興国を含むグローバル株式市場をアウトパフォームするとともに、8 ヶ月連続のプラス・リターンとなった。年初来のリターンは 31.1%となった。
- 中国市場は、インターネット関連銘柄や銀行銘柄の上昇に支えられ、北アジア地域の中で最も堅調な推移を見せた。北朝鮮の核実験を受けて動揺が広がった韓国市場は、アジア株式(日本を除く)のなかでパフォーマンスが最も低迷した。インドは、GDP 成長率が事前予想を下回ったことや Infosys の株価が下落したことが市場の重石となった。
- タイ市場は、インラック・シナワトラ前首相がコメ補助金制度問題への関与をめぐる判決公判に出廷しなかったことが好感され、米ドル・ベースで他のアジア市場(日本を除く)をアウトパフォームした。アセアン諸国の第 2 四半期 GDP 成長率は堅調な結果となったが、インドネシアは例外で事前予想を下回った。
- セクター別では、素材セクターがアウトパフォームする一方、一般消費財・サービス・セクターはパフォーマンスが劣後した。素材セクターのなかでも金属・鉱業は、不動産需要の高まり、中国の鉱工業生産の堅調さ、米ドル安などの恩恵を受けた。
- アジア株式は上昇が続いたことでバリュエーションが長期的な平均へと戻りつつあるが、中期的な投資魅力は引き続き高いと見ている。ただし、一部に過度な楽観ムードがあることには留意している。
- 中国株式に対しては強気の見方を維持し、なかでも

ニューエコノミー・セクターを選好する。また、インドについても、短期的にボラティリティが高まっているものの、引き続き選好する。その他では、韓国市場と台湾市場は引き続きテクノロジー・セクターの再興から恩恵を受けている一方、アセアンについては相対的に弱気な見方を維持する。

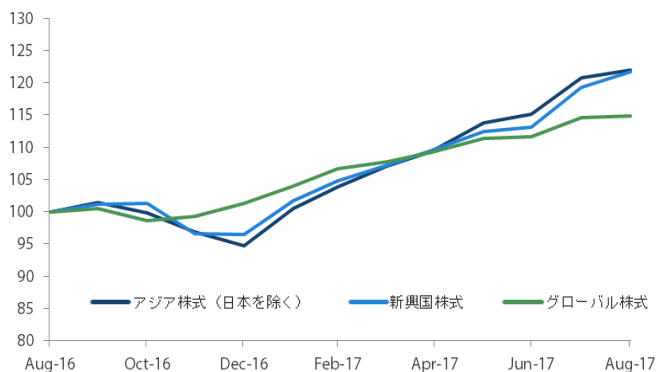
アジア株式

市場環境

- 8 月のアジア株式(日本を除く)は上昇
8 月のアジア株式(日本を除く)は米ドル・ベースの市場リターンが 1.3%と、新興国を含むグローバル株式市場(0.1%)をアウトパフォームした。当月で8ヶ月連続の上昇となり、米ドル・ベースの年初来リターンは新興国を含むグローバル株式市場を 17.6%上回っている。

当月中、朝鮮半島と米国における地政学的緊張の高まりが世界の投資家心理の重石となったが、企業の決算が総じて好調な内容となったことに加え、アジア諸国の経済指標が良好であったことから、アジア市場は下支えされた。

過去 1 年間におけるアジア株式市場（日本を除く）、新興国株式市場、グローバル株式市場の推移（トータル・リターン）



（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）2016 年 8 月末～2017 年 8 月末

（注）アジア株式（日本を除く）は MSCI AC Asia インデックス（除く日本）、新興国株式は MSCI Emerging Markets インデックス、グローバル株式は MSCI AC World インデックスを、2016 年 8 月末を 100 とし指数化（全て米ドル・ベース）。グラフ・データ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。

アジア株式市場（日本を除く）、新興国株式市場、グローバル株式市場の PER（株価収益率）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）2007 年 8 月末～2017 年 8 月末

（注）アジア株式（日本を除く）は MSCI AC Asia インデックス（除く日本）、新興国株式は MSCI Emerging Markets インデックス、グローバル株式は MSCI AC World インデックスのデータ。グラフ・データ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。

● 北アジア地域では中国が上昇を牽引、インドは下落

中国市場は、インターネット関連銘柄や銀行銘柄の上昇に支えられて米ドル・ベースのリターンが 4.2%となり、北アジア地域市場の上昇を牽引した。Tencent の四半期決算が事前予想を上回って過去最高益を記録する一方、Alibaba の決算発表についてもオンライン販売の好調な伸びが追い風となって売上げが事前予想を上回った。また、Industrial and Commercial Bank of China（中国工商銀行）、China Construction Bank（中国建設銀行）、Bank of China（中国銀行）を含め、中国を代表する国有銀行の四半期決算も、マージンの改善や不良債権水準の安定化を受けて良好な結果となった。経済指標は強弱両様であった。7 月の鉱工業

生産と小売売上高が事前予想を下回る一方、8 月の政府発表の製造業 PMI（購買担当者景気指数）は事前予想を上回る 51.7 に達した。一方、China Unicom は、大きな注目を集めていた混合所有制を実施した。この改革推進の狙いは、国有企業に民間資本などを導入することにより、国による支配を維持しつつ国有企業の事業運営を効率化することにある。その他、韓国市場は、北朝鮮の核実験を受けて市場に動揺が広がるなか、米ドル・ベースのリターンが▲2.5%となり、他のアジア市場（日本を除く）に劣後した。一方、韓国政府は、社会福祉費の財源確保、雇用創出の促進、および国内消費の拡大を後押しすべく、歳出を過去最大の 429 兆ウォン（約 41 兆円）へと拡大する 2018 年度予算案を発表した。

インド市場は米ドル・ベースのリターンが▲0.8%となった。2017 年 4～6 月期 GDP 成長率は前年同期比 5.7%となり、市場予想の同 6.6%、前四半期の同 6.1%を下回った。その主因には、GST（物品・サービス税）法案の施行に伴う当初の影響が挙げられる。RBI（インド準備銀行）は当月、市場の予想通り、政策金利であるレポ金利を 6%へと引き下げたが、これは 2010 年以降で最も低い水準である。加えて、ソフトウェア大手の Infosys の株価がビジュアル・シッカ CEO の突然の辞任を受けて急落したことや、複数の上場企業による証券詐欺疑惑が問題化したことも、主要株価指数の重石となった。

● タイ市場は他のアジア市場をアウトパフォーム

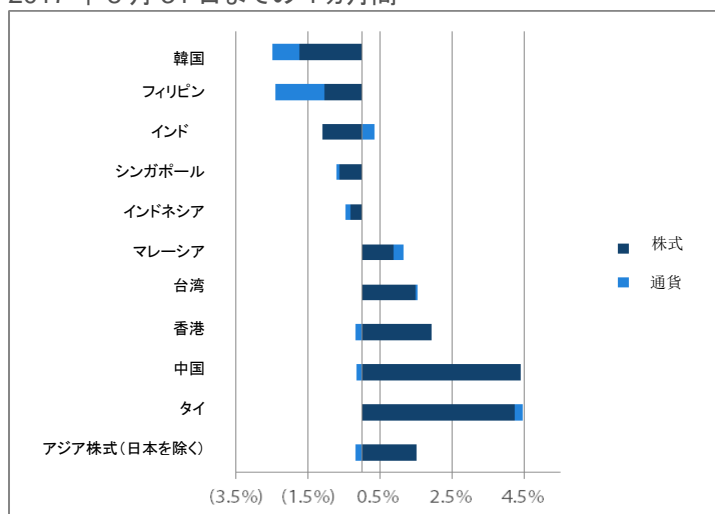
タイ市場は米ドル・ベースのリターンが 4.5%と、アジア株式（日本を除く）のなかで最も堅調だった。インラック・シナワトラ前首相のコメ補助金制度問題への関与をめぐる判決公判が、抗議デモや経済活動の混乱を招きかねないとの懸念は、前首相が出廷しなかったことで和らいだ。一方で、同国が発表した第 2 四半期の GDP 成長率は、約 5 年ぶりの高水準に達した。他のアセアン諸国も第 2 四半期 GDP 成長率が堅調な結果となったが、インドネシアは例外で事前予想を下回った。インドネシア市場の米ドル・ベースのリターンは▲0.5%となった。インドネシア中央銀行は市場の予想に反して政策金利を 4.5%へと引き下げたが、これは、同中銀が同国の通貨およびインフレ見通しについて比較的楽観していることの表れである。シンガポール市場は、Singtel と DBS の株価下落が大きく響き、米ドル・ベースのリターンが▲0.7%となった。

● 素材セクターがアウトパフォームする一方、一般消費財・サービス・セクターのパフォーマンスが最も劣後

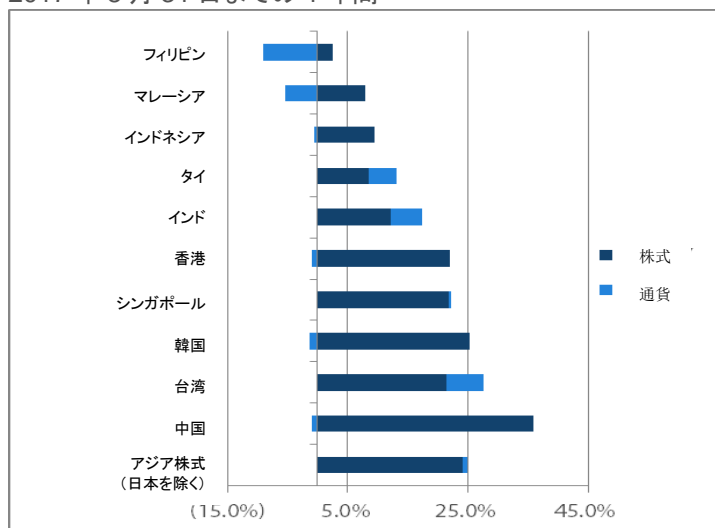
セクター別では、素材、不動産、エネルギーがアウトパフォームする一方、電気通信サービスや一般消費財・サービスが劣後した。素材セクターのなかでも金属・鉱業は、不動産需要の高まり、中国の鉱工業生産の堅調さ、米ドル安などの恩恵を受けた。一方で、ハリケーン「ハービー」の影響で米国の製油所の操業停止が相次いだため、原油価格に押し下げ圧力がかかった。

アジア株式(日本を除く)のリターン

2017年8月31日までの1ヵ月間



2017年8月31日までの1年間



(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

(注) リターンは MSCI AC アジア・インデックス(除く日本)およびそれを構成する各国インデックスに基づく。株式リターンは現地通貨ベース、為替リターンは米ドルベース。グラフ・データ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。

今後の見通し

- アジア株式は投資魅力が高いとの見方を維持するが、過度な楽観ムードには注意

年初より全般的に上昇基調が続いたことにより、アジア株式は、予想 PER が 14 倍、予想 PBR が 1.6 倍と、バリュエーションが長期的な平均へと戻りつつある。FRB と ECB が金融政策の引き締めにも動かなか、投資家の焦点は成長を提供する地域へとシフトすると見られる。新興国を含むグローバル株式市場は、相対的に成長性が低く、年初来のパフォーマンスがアジア株式に劣後しているにもかかわらず、依然として予想 PER が 17.5 倍、予想 PBR が 2.3 倍という水準にあり、理に適っていない状況のように見受けられる。したがって、中期的な観点からはアジア株式の投資魅力は引き

続き高いと見ているが、一部に過度な楽観ムードがあることは認識している。

- 中国とインドに対する強気な見方を維持

中国では、弱気な見通しに反して、経済が堅調な回復を見せている。供給サイドにおける一連の改革が、中国経済のなかでも負債比率が高いセクターの収益性改善に寄与しており、消費が依然好調ななかにおいても、金融セクターの負債圧縮を加速させている。2016 年第 1 四半期に大規模な景気刺激策が実施されて以降はマネーサプライ(M2)の伸びが減速傾向にあることから、「オールドエコノミー」銘柄について慎重な見方をしている。当社では、引き続き今年後半に開かれる第 19 回全国代表大会(党大会)をめぐるニュースフローやイベントを注視しながら、中国株式に対する強気の見方を維持し、特にインターネットや観光、ヘルスケアといったニューエコノミー・セクターを選好する。香港では、貿易ファイナンスや製造業、消費需要における幅広い回復を受けて、融資の伸びが予想から上振れし始めている。これに加えて金利先高観が、銀行の収益予想の大幅な上方修正につながっており、当社では同セクターについて強気の見方を維持する。

インドの現政権は、過去の政権につきものだった政治の膠着から大きく脱し、個人識別番号法、倒産法、GST 法案など、次々と構造改革を実施してきた。先日施行された GST 法は、短期的には経済成長に打撃を及ぼしたが、一方で非効率性の低下、公的な記録に残らない「地下経済」取引の「地上経済」への移動、事業運営における透明性や利便性の改善を通じて、より長期的に良好な成長軌道を遂げるための舞台も整える。確かに、国営銀行セクターにおいてより幅広い改革が必要と考えられ、また一部のセクターではファンダメンタルズから見るとバリュエーションが割高な水準にある。しかし、インド経済のファンダメンタルズは改善に向かうものと楽観していることから、インド市場については短期的にボラティリティが高まっているものの、特に強気な見方を維持する。

- 韓国と台湾のテクノロジー株を有望視する一方、アセアンについては弱気

韓国市場と台湾市場は、引き続きそれぞれのテクノロジー・セクターの再興から恩恵を受けている。また韓国は、財閥改革や企業バランスシートの良好さが引き続き追い風となっている。しかし、それと同時に、北朝鮮との間の緊張状態がエスカレートしていることについては、特に金正恩が好戦的な姿勢を見せているなか、注視している。台湾については、テクノロジー・セクターでニッチ分野の競争力を有する様々な企業を引き続き有望視している。今後数ヵ月においては、Apple の「iPhone 8」の発売が主要なイベントとなるだろう。

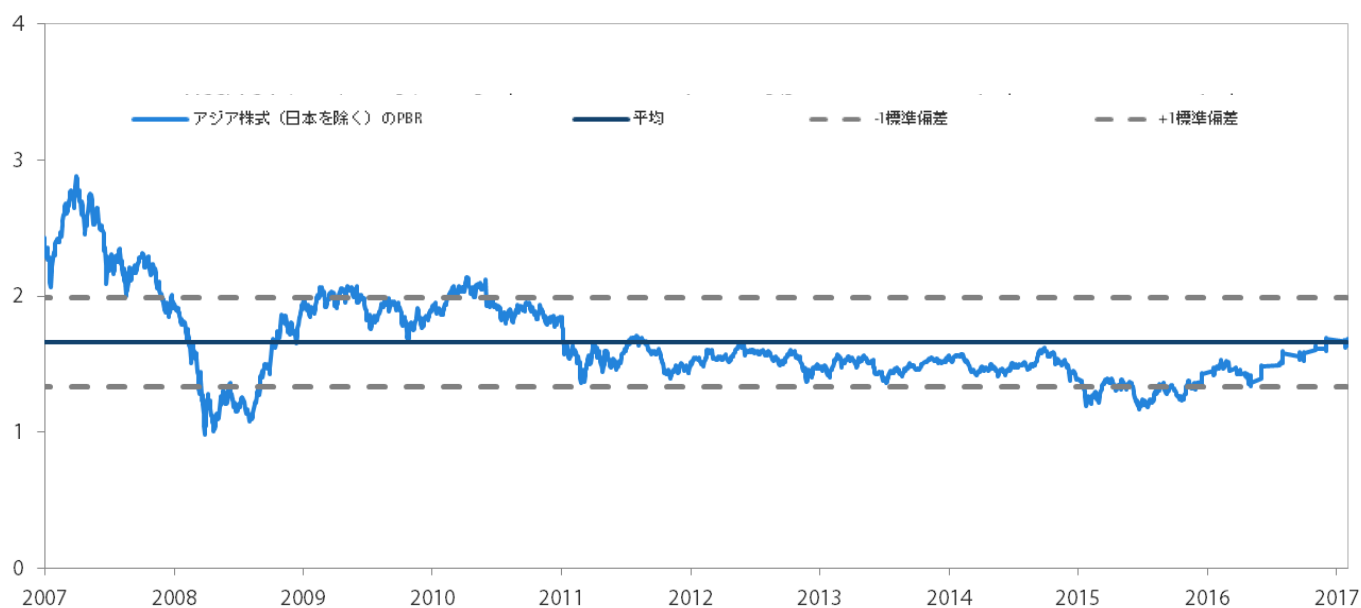
アセアンについては、弱気なスタンスを維持する。シンガポールとインドネシアについては引き続き相対的に選好する一方、マレーシアとタイについては、国内の状況が低迷しており政治的な不透明感も強いことから弱気な見方を維持する。

参考データ

アジア株式市場(日本を除く)のPER



アジア株式市場(日本を除く)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7月2日～2017年8月31日

(注) PER、PBRともにMSCI AC Asia インデックス(除く日本)のデータ。実線の水平ライン(中央)は表示期間のデータの平均を、点線の水平ラインは±1標準偏差を示す。グラフ・データ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。