



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

2018年2月

本レポートは、2018年2月発行の英語版「ASIAN EQUITY OUTLOOK」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

- 1月のアジア株式市場(日本を除く)は、堅調な経済成長や企業収益をめぐって楽観ムードが広がるなか、米ドル・ベースのリターンが+7.6%となった。アジア諸国の通貨は概して対米ドルで上昇した。しかし、月末には、債券利回りの上昇を嫌気したアジア株式市場は反落した。
- 中国株式市場は、金融、エネルギーおよび不動産セクターに支えられて堅調に上昇した。特に銀行セクターは、不良債権問題の改善をめぐって楽観ムードが広がったことから、株価の見直しが進んだ。台湾では、「iPhone X」の需要に対する根強い懸念がアップル社のサプライチェーンに影を落としながらも、TSMCなどのテクノロジー銘柄は好調を維持した。
- アセアン地域では、1月のタイ市場のリターンが米ドル・ベースで+8.5%に達し、月次リターンとしては2016年7月以来の高水準となった。その一方、フィリピン市場は、過去最大となった貿易赤字をめぐり懸念を背景に自国通貨が下落したため、米ドル・ベースの月間リターンがアセアンの中で唯一マイナスとなった。
- 海外資金への依存度が高いインド市場は、消費関連銘柄が調整局面を迎えたほか、エネルギー価格の上昇が投資家心理の重石となり、アジア全体をアンダーパフォームした。連邦予算の発表を控えて、投資家の間に慎重な姿勢が広がった。
- 株価が大きく上昇したにもかかわらず、アジア株式のバリュエーションは長期平均近くにとどまっている。2017年の企業収益成長はテクノロジー・セクターが中心であったが、足元では企業収益予想の上方修正の裾野が広がっている。

- 中国株式に対しては強気な見方を維持し、中でも構造的成長セクターを選好する。一方で、インドについては強気の度合いを後退させながらも、長期的に持続できる優位性を持った企業に引き続き投資を行っている。韓国と台湾は引き続きテクノロジー・セクターのニッチ分野に注目する一方、アセアンに対し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

1月のアジア株式市場は上昇

2018年のアジア株式市場(日本を除く)は好調な出だしを見せ、堅調な経済成長や企業収益をめぐって楽観ムードが広がるなか、米ドル・ベースのリターンが+7.6%となった。当月、パフォーマンスが際立って好調だった中国市場は、米ドル・ベースのリターンが+12.5%に達した。アジア諸国の通貨は概して対米ドルで上昇したが、フィリピンペソと香港ドルは例外となった。しかし、月末には、債券利回りの上昇を嫌気したアジア株式市場は反落した。米FRB(連邦準備制度理事会)は、ジャネット・イエレン議長在任中最後の会合で政策金利を据え置く一方、経済成長とインフレに関する確信度の高まりを示唆し、3月利上げに向けた地ならしを行った。

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）

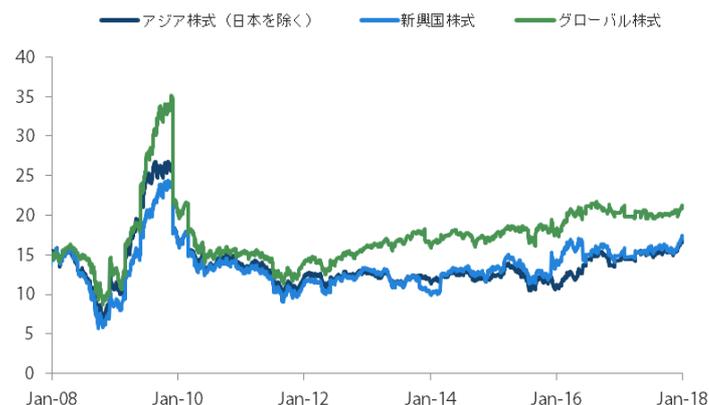


（出所）信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成

（期間）2017 年 1 月末～2018 年 1 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、2017 年 1 月末を 100 として指数化（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）2008 年 1 月末～2018 年 1 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。

中国市場は金融、不動産、エネルギー・セクターを支えに上昇

2017 年の中国の経済成長率は、輸出の回復が大きく寄与して 6.9%となり、前年の 6.7%から加速した。年間成長率が加速したのは 2010 年以来初である。その一方、固定資産投資は、不動産市場の過熱抑制策や地方政府の資金調達に対する管理強化を要因として伸びが鈍化した。中国株式市場は、金融、エネルギーおよび不動産セクターに支えられ、堅調に上昇した。特に銀行セクターは、着実な経済成長をめぐって楽観ムードが広がったことから株価の見直しが進み、中国工商銀行 (Industrial & Commercial Bank Of China) や中国建設銀行 (China Construction Bank) の株価は 1 月に 10 年ぶりの高値

に達した。当月中、中国銀行業監督管理委員会はさらなる規制強化を打ち出し、商業銀行のリスク・エクスポージャーを対象とした措置や、単一の投資家が主株主となることのできる商業銀行の数を制限する措置を発表した。

台湾市場はアップル懸念をよそに堅調に推移

台湾市場の米ドル・ベースのリターンは +7.6%となった。「iPhone X」の需要に対する根強い懸念がアップル社のサプライチェーンに影を落としながらも、TSMC などのテクノロジー銘柄は好調を維持した。TSMC の第 4 四半期の売上は 92.1 億米ドルと、前期比で 10.1%の増収となった。同社は、高性能コンピューティング、IoT (モノのインターネット)、自動車関連の需要が 2018 年の売上げ成長を牽引すると見ている。香港市場では、月間を通して中国本土や海外から資金が堅調に流入するなか、証券取引所の出来高が昨年平均値の 2 倍に迫った。

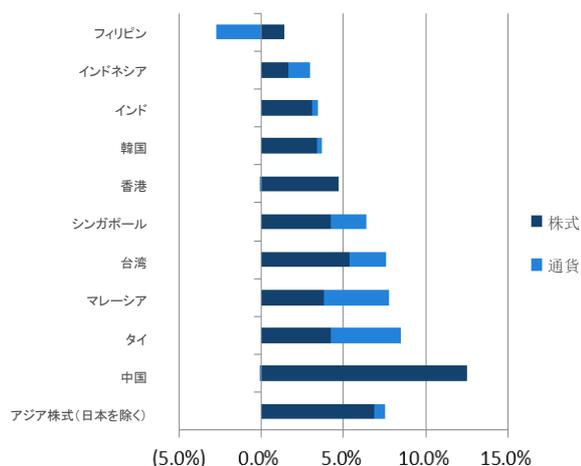
アセアン内の市場はまちまち、インド市場は劣後

アセアン地域では、1 月のタイ市場のリターンが米ドル・ベースで +8.5%に達し、月次リターンとしては 2016 年 7 月以来の高水準となった。エネルギー・セクターでは、シェル社からタイ国内の油田権益を取得すると発表したタイ石油開発公社 (PTTEP) の株価が上昇した。シンガポール市場とマレーシア市場のリターンはそれぞれ +6.4%、+7.8%となり、アジア株式市場全体と概ね同様の水準となった。その一方、フィリピン市場は、月間リターンがアセアンの中で唯一マイナスとなり、自国通貨が対米ドルで下落したことを主因に、米ドル・ベースのリターンが -1.3%となった。ドゥテルテ大統領が進める大規模なインフラ投資プログラムによって機械や原材料の輸入需要が押し上げられたため、11 月のフィリピンの貿易赤字は過去最大の 38 億米ドルを記録した。

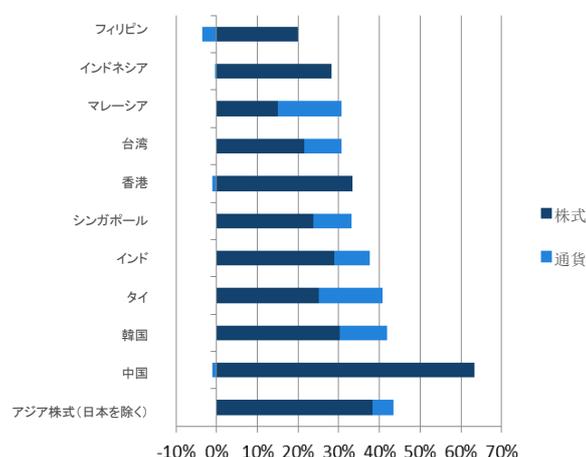
その他、海外資金への依存度が高いインド市場も、しばらく堅調に推移してきた消費関連銘柄が調整局面を迎えたことや、エネルギー価格の上昇が投資家心理の重石となったことから、米ドル・ベースのリターンが +3.4%となり、アジア全体をアンダーパフォームした。また、連邦予算の発表を控えて投資家の間に慎重な姿勢が広がったことも、パフォーマンス劣後の要因となった。とはいえ、アルン・ジャイトリー財務相が提示した景気調査によると、インドの 2018 年度の経済成長率は 7~7.5%に達すると予測されている。

アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月間(2017年12月31日~2018年1月31日)



過去1年間(2017年1月31日~2018年1月31日)



(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

一部に過度な楽観ムードがあるものの、引き続きアジア株式は投資妙味が高いと見る

2018年のアジア株式市場は、中国の経済成長が事前予想を上回ったことが追い風となり、良好な滑り出しとなった。中国の主要銀行銘柄の株価が25%切り上がったことは、同国銀行セクターに対する信頼感が回復した証拠と言える。株価が大きく上昇したにもかかわらず、企業収益のさらなる上方修正が追い風となり、アジア株式のバリュエーションは予想PERが14倍、予想PBRが1.7倍と、長期平均近くにとどまっている。2017年の企業収益成長はテクノロジー・セクターが中心だったが、足元では期待された通りに企業収益予想の上方修正の裾野が広がつつある。アジア株式は、一部に過度な楽観ムードがあることは確かだが、先進国市場に比べて収益成長見通しがより良好であり、バリュエーションの魅力度もより高いと引き続き見ている。目下、アジア市場にとっての当面のリスクは外的要

因、特に世界の債券市場の下落が継続した場合に株式市場が連鎖反応を示すリスクであると考え。

中国と香港を选好

中国と香港の両株式市場については、金融セクターの過剰信用に対する抑制措置が継続されていることに加え、供給サイドの改革が進んでいることや、土台となる経済成長の堅調さが増していることから、ポジティブな見方を維持する。当社では引き続き、観光やヘルスケア、保険といった構造的成長セクターを选好するとともに、足元では消費関連セクターに対してより強気な見方をしている。香港は、中国本土投資家による市場参加の拡大や海外からの資金流入を受けて証券取引所の出来高の急増が続くなか、融資の伸びの加速や金利先高観が銀行の収益を引き続き押し上げるとの楽観的な見方を維持する。

インドは強気度合いが後退

インドの長期的な展望についてはポジティブな見方を維持する一方、足元ではインド株式市場の一部にかなりの割高感があることも認識している。原油価格の上昇や世界的な金利上昇はインド経済にとっての構造的な逆風であるが、今のところ、これらは投資家に無視されている状況だ。したがって、当社では、同国市場に対してより慎重になっている。来年度予算では、2019年の国政選挙を控えて農村部層や大衆層向けの支援策が盛り込まれる見通しだが、現在の財政赤字状態では選択肢が限られる。高額紙幣廃止とGST(物品サービス税)導入に伴う悪影響が薄れるとともに、国営銀行への資本注入によって民間セクターの設備投資の再活性化が促されることを受けて、インドの経済成長は2018年に回復すると予想している。インド株式に対しては強気の度合いを後退させながらも、長期的に維持できる優位性を持った企業や、市場の中でも比較的選好されていない分野に、引き続き投資を行っている。

韓国と台湾ではニッチ分野のテクノロジー銘柄に注目

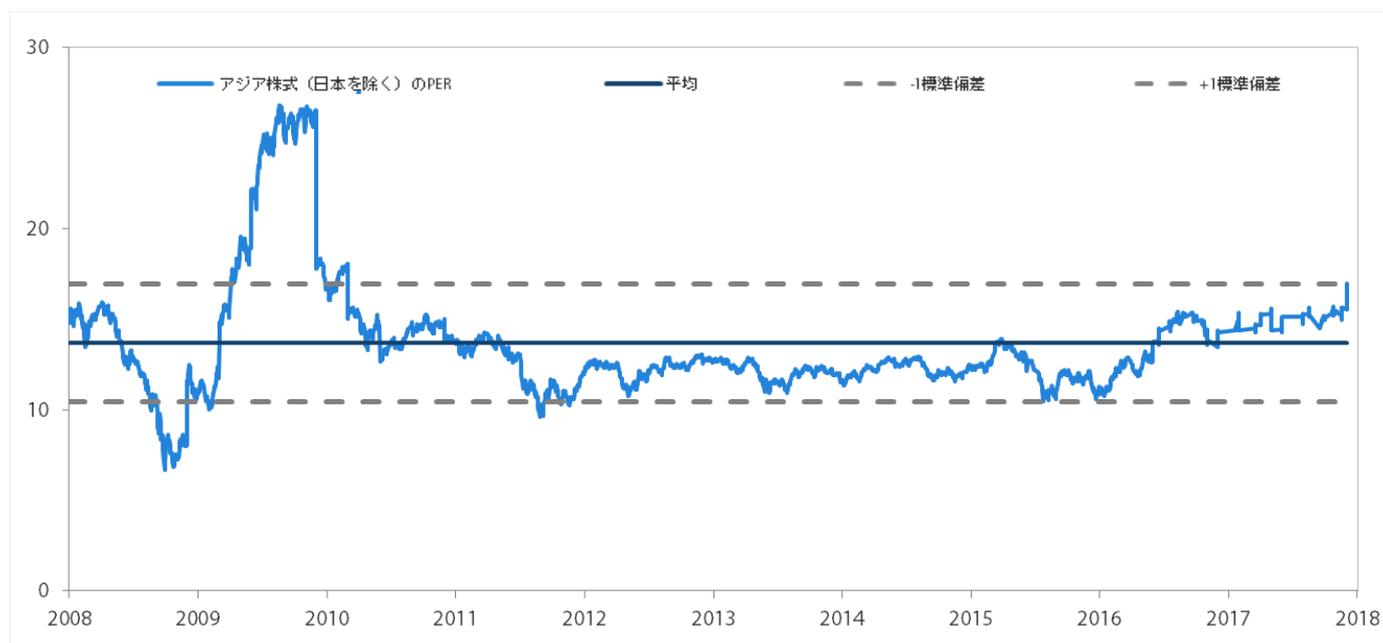
韓国市場と台湾市場は、それぞれのテクノロジー・セクターの再興から大きな恩恵を受けてきたが、足元では、この分野についてより選別的になる必要があると考える。2017年はメモリーチップにおいて大幅な収益の伸びが見られてきたが、新たな生産能力の拡大に伴って2018年にはDRAMやNANDの価格が下落するリスクがある。中国と韓国は関係正常化において大きな前進を見せたようだが、地政学的リスクが引き続き立ちまわっている。台湾のテクノロジー・セクターはApple社製品向け需要への依存度が高いが、同社の最新機種スマートフォンの販売台数見通しは下方修正が続いている。したがって、当社では、バリュー・チェーンのニッチ分野で強みを持つ企業、具体的には電気自動車とディスプレイ・ソリューションに注目している。

アセアンについては引き続き弱気

アセアンについては、相対的に弱気のスタンスを維持する。アセアンの中では引き続き、成長見通しがより良好でバリュエーションが魅力的なシンガポールとインドネシアを相対的に选好する。フィリピン株式については直近、景気過熱の兆しや資本流出による通貨安圧力を受けて、投資回避へとスタンスを変更した。タイは、消費回復の兆しが芽生えつつあるが、政治の膠着状態が解決されるまでは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) 2008年1月31日～2018年1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。