



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3月

本レポートは、2018年3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

- アジア株式市場（日本を除く）は、米国の経済指標が景気の加速を示したことを受けてインフレ懸念や米FRB（連邦準備制度理事会）の利上げペース加速観測が高まるなか、米ドル・ベースのリターンが-5.0%となった。アジア諸国の通貨（日本円を除く）は対米ドルで軒並み下落した。原油価格が米ドル高や増産を受けて弱含んだほか、鉄鉱石市場も軟調に推移した。
- 1月の中国の製造業PMI（購買担当者景気指数）は8ヶ月ぶりの低水準となったが、サービス・セクターの活動は加速した。一方で、中国共産党は、国家主席および国家副主席の任期を2期までに制限する規定の撤廃を提案した。香港市場は中国本土投資家の資金引き上げから悪影響を受ける一方、韓国市場は米国の保護貿易主義懸念が打撃となった。台湾では、経済指標や「iPhone」サプライヤー企業の1月の売上が引き続き堅調に推移した。
- インド市場については、予想外に発表された株式へのキャピタルゲイン課税や、インドの大富豪の宝石商ニラブ・モディ氏とパンジャブ・ナショナル銀行が関与する不正取引疑惑が嫌気され、アジアの他国市場をアンダーパフォームした。
- タイ市場は、経済指標の堅調さに支えられ、アジアの中でリターンが唯一プラスとなった。マレーシア、インドネシア、シンガポールについても、GDP成長率が全体として比較的好調であった。一方でフィリピンは、12月の貿易赤字が拡大したほか、1月のCPI（消費者物価指数）インフレ率が予想外に急加速した。
- 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。
- 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

2月のアジア株式市場は下落

グローバル株式市場（新興国を含む）の米ドル・ベースのリターンが-4.1%となるなか、アジア株式市場（日本を除く）は同リターンが-5.0%となった。米国の経済指標が景気の加速を示したことを受けてインフレ懸念やFRBの利上げペース加速観測が高まるなか、世界中の市場は神経質な展開となり、アジア株式も打撃を受けた。アジア諸国の通貨（日本円を除く）は対米ドルで軒並み下落した。原油価格が米ドル高や増産を受けて弱含んだほか、鉄鉱石市場も軟調に推移した。

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2月末～2018年2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2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2月末～2018年2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。

中国は国家主席の任期制限廃止を検討、香港市場は中国本土投資家の資金流出が打撃に

中国市場は米ドル・ベースのリターンが-6.4%となった。1月の製造業 PMI は 8ヶ月ぶりの低水準となったが、サービス・セクターの活動は加速した。中国共産党の中央委員会は、国家主席および国家副主席の任期を 2 期までに制限する規定の撤廃を提案した。これによって、習近平氏が国家主席の座に無期限にとどまる道が開かれ、経済改革の継続性が担保される可能性が生まれることになる。その一方で、香港市場は、中国本土投資家の資金引き上げが膨らんだことが響き、米ドル・ベースのリターンが-3.2%となった。香港の 2017 年通年の経済成長率は前年比 3.8%となり、市場予想を上回るとともに 2016 年の 1.9%から加速した。また、香港政府は、1380 億香港ドルの財政黒字を踏まえて、拡張的な 2018 年度予算を発表した。

韓国市場は保護貿易主義懸念が打撃に、インド市場は他国に劣後

北アジア地域に目を向けると、韓国市場は米ドル・ベースのリターンが-6.4%となった。米国の保護貿易主義が韓国の自動車産業や鉄鋼産業に打撃を及ぼしかねないとの懸念が強まり、北朝鮮との関係改善という好材料が打ち消される形となった。台湾市場の米ドル・ベースのリターンは-3.0%となった。経済指標が引き続き堅調に推移したほか、「iPhone」のサプライヤー企業は 1 月の売上高が増加した。

インド市場はリターンが-6.7%となり、アジアの他国市場をアンダーパフォームした。第 3 四半期の GDP 成長率が前年同期比 7.2%へと持ち直したものの、市場は、株式に対して 10%の長期キャピタルゲイン税を導入するという予想外の発表に反応した。また、モディ首相は農村部や低所得層への施策を重視した 2019 年度予算を公表した。一方で、インドの大富豪で宝石商のニラブ・モディ氏が国内第 2 位の国営銀行 Punjab ナショナル銀行から 20 億米ドル近くを詐取したとする詐欺疑惑が浮上し、同国の銀行セクターに打撃が及んだ。

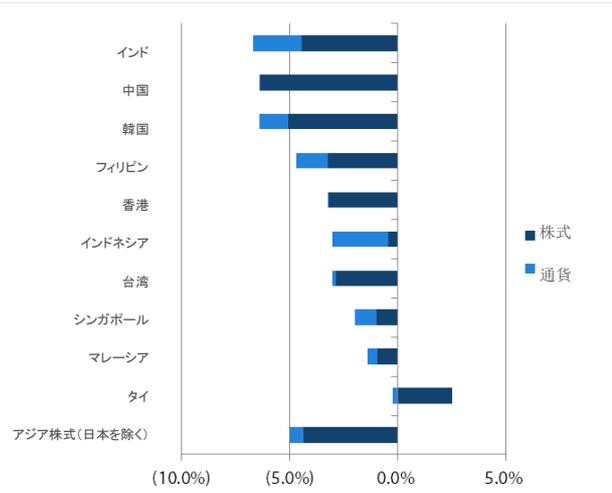
アセアン内の市場はタイを除いて下落

タイ市場は米ドル・ベースのリターンが 2.3%と、域内で唯一プラスとなった。GDP 成長率が 4%と堅調さを維持する一方、企業の輸出向け売上高は 4ヶ月ぶりに増加に転じた。パフォーマンス第 2 位はマレーシア市場で、2017 年第 4 四半期の GDP 成長率が前年同期比 5.9%と前期（同 6.2%）から小幅に減速するなか、米ドル・ベースのリターンが-1.4%となった。一方で、インドネシアは、GDP 成長率が 5.2%へと加速したものの、株式市場のリターンは通貨安が大きく響いて米ドル・ベースで-3.0%となった。

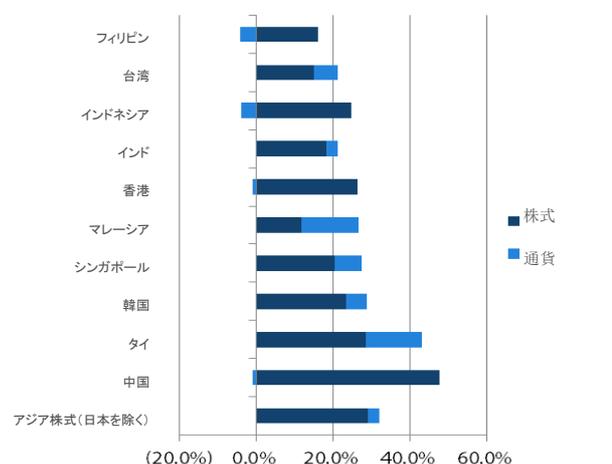
その他では、シンガポールの第 4 四半期の経済成長率が市場予想を上回った。同国市場は米ドル・ベースのリターンが-2.0%となったが、マイナス幅が相対的に小幅にとどまった要因の 1 つには、国内銀行セクターの好調な収益が支援材料となったことがある。また、DBS 銀行は、2017 年度の期末配当を前年度比 2 倍とするとも発表した。一方で、フィリピン市場は米ドル・ベースのリターンが-4.7%となった。この主因は 12 月の貿易赤字が拡大したことだが、他にも、1 月の CPI インフレ率が市場予想を上回る前年同月比 4.0%へと急加速したため、フィリピン中央銀行が 2018 年のインフレ率予想を 3.4%から 4.3%へと上方修正した。同中銀はまた、全ての銀行および銀行に準ずる業務を行うノンバンク系金融機関を対象に、預金準備率を 1%引き下げて 19%とすることも発表した。

アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月間(2018年1月31日~2018年2月28日)



過去1年間(2017年2月28日~2018年2月28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

アジア株式市場は、足元でボラティリティが高まっているものの、前向きな構造改革と域内全般の経済活動拡大の両方に十分に支えられて持ち直している。ボラティリティの上昇を招いた要因は、インフレ期待が高まったことに加え、グローバル株式市場の一部においてバリュエーションの割高感が過度に強まったことにある。そうしたなか、アジア株式のバリュエーションは予想PERが13倍、予想PBRが1.6倍と、引き続き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企業収益予想の上方修正の裾野が広がりつつあり、最近の株価調整によって、非常に質が高い企業の株式を以前よりも大幅に魅力的なバリュエーション水準で購入できる機会がもたらされている。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られる。

引き続き中国と香港を選好

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が堅調さを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選好する。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。

インドについては強気な見方を維持するがバリュエーションに割高感があることも認識

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。予算案に株式に対する長期キャピタルゲイン税が盛り込まれたほか、それに続いて、国内証券取引所の価格、取引、決済に関するデータを海外取引所等へ提供することを禁止する決定が下された。これら2つの措置は、世界的に資本コストが一段と高くなりつつあるタイミングで実施されることになり、インドのように対外資本依存度の高い国にとっては判断ミスであるように思われる。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なか、インドの経済成長は2018年に回復すると予想しているが、インド株式に対しては強気の度合いを後退させ、より選別姿勢を強めており、長期的に持続可能な優位性を持った企業や、市場の中でも比較の出遅れ感のある一部の分野を選好している。

韓国と台湾ではニッチ分野のテクノロジー銘柄に注目

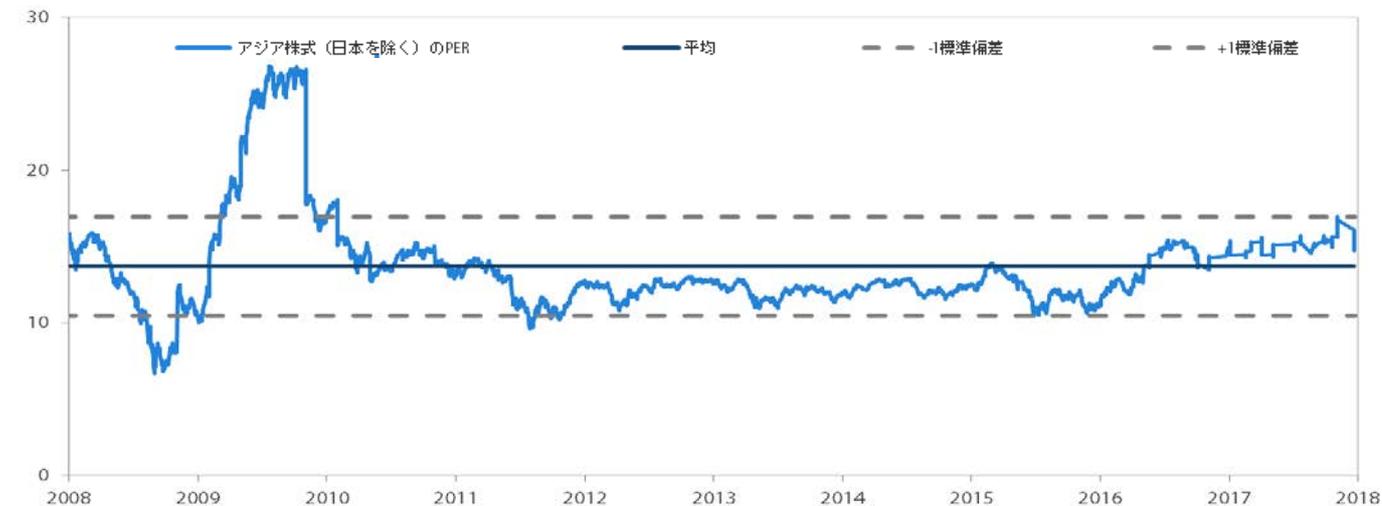
韓国市場と台湾市場は、それぞれのテクノロジー・セクターの再興から大きな恩恵を受けてきたが、足元では、この分野についてより選別的になる必要があると考える。2017 年はメモリーチップにおいて大幅な収益の伸びが見られてきたが、新たな生産能力の拡大による影響が織り込まれるにつれて 2018 年には DRAM や NAND の価格が下落するリスクがある。中国と韓国は関係正常化において大きな前進を見せたようだが、地政学的リスクが引き続き立ちまわっている。台湾のテクノロジー・セクターは Apple 社製品向け需要への依存度が高いが、同社の最新機種スマートフォンの販売台数見通しは下方修正が続いている。したがって、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選好する。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2月28日～2018年2月28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。